

事務局説明資料

(グループガバナンスにおける「攻め」の論点について)

2018年10月10日

目次

1. 現状と課題		P. 3
2. 論点		P. 2 2

1. 現状と課題

- 環境変化に対応しつつ持続的な成長を図るため、グローバル化・多角化が重要になる中、「攻め」と「守り」の両面で、多様な事業分野・組織に対して適切なガバナンスを働かせることが課題。

【マクロな環境変化】

人口減少による
国内市場の縮小

経済全体の
グローバル化

第4次産業革命による
産業構造の急激な変化

資本市場からの
圧力の増大

グループ経営を
支える制度整備
(持株会社解禁、連結会計、
連結納税等)

【企業の対応】

海外展開の進展

事業分野の拡大

M&A(特に海外)の
積極活用

持株会社化などの
組織改革

持続的成長のために海外市場
の取込み、次世代の成長分野へ
の投資が必要に

【グループ経営を巡る課題】

積極的な事業ポートフォリオ
マネジメントによる経営資源の
最適分配が必要に

多様な事業分野を束ねて
全体最適を実現する
高度な経営力が必要に

海外を含め、多様な組織にお
ける経営リスクの適切なコント
ロールが必要に

攻めのガバナンス

- 迅速な意思決定のために事業部門に権限委譲を進めた結果、事業部門の権限が強すぎ、グループ全体として最適な経営資源の配分ができていない。

組織設計ごとの課題

【純粋持株会社】

- 純粋持株会社とした後も事業会社の経営に関与しすぎ、事業会社と持株会社で機能の重複が生じているため、意思決定の迅速化という目的が果たせず、本来目指していた全体最適が実現できていない。

【事業持株会社等】

- 事業部門ごとの経営評価が不十分で(投下資本に対する収益性の評価を行っていないなど)、全体最適の観点からの事業ポートフォリオマネジメントが行われていない。また、親会社の取締役会への付議事項が多く、意思決定に時間がかかる。

事業ポートフォリオに関する課題

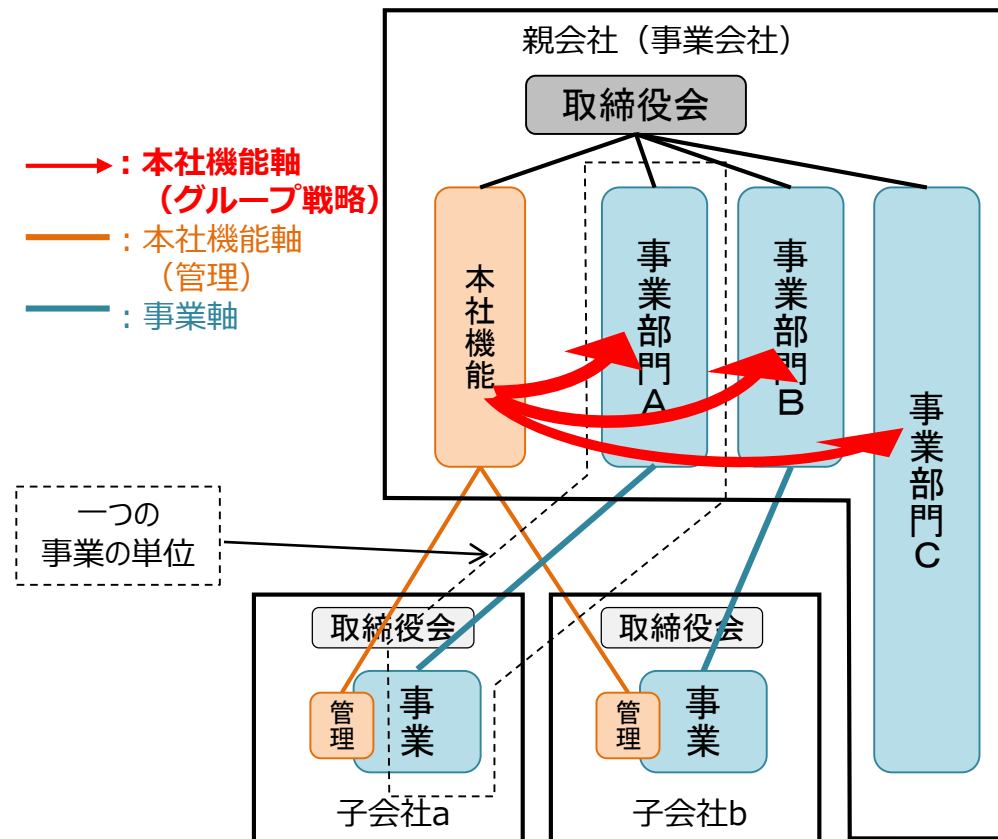
- M&Aについては積極的に活用している企業が多く、連続赤字等の事業部門に対して一定期間内に改善を求める、といった対応もある程度行われている(ただし、必ずしも本社主導ということではなく、本社と事業部門の調整事項としているところが多い)。
- 一方、売却等による切り出しも含め、グループ全体での事業ポートフォリオの観点から、見直しに関する基準やプロセスを明確にして「仕組み」として運用している企業はごく一部。

日本企業のグループガバナンスにおける課題（イメージ）

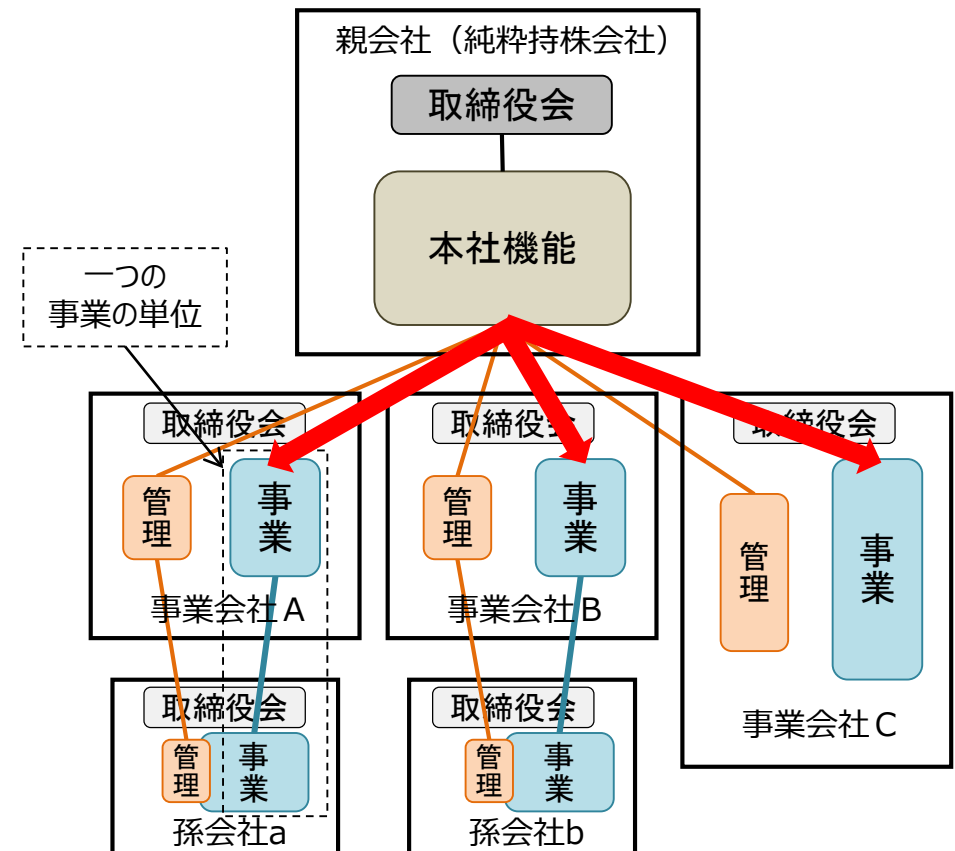
再掲：第6回CGS研究会資料
(2018年5月25日)

- 上記の通り、日本企業のグループガバナンスの課題は、「攻め」「守り」とともに事業軸（タテ軸）に対して本社機能軸（ヨコ軸）が弱いこと。

事業会社を核とする企業グループの例



純粋持株会社形態の企業グループの例

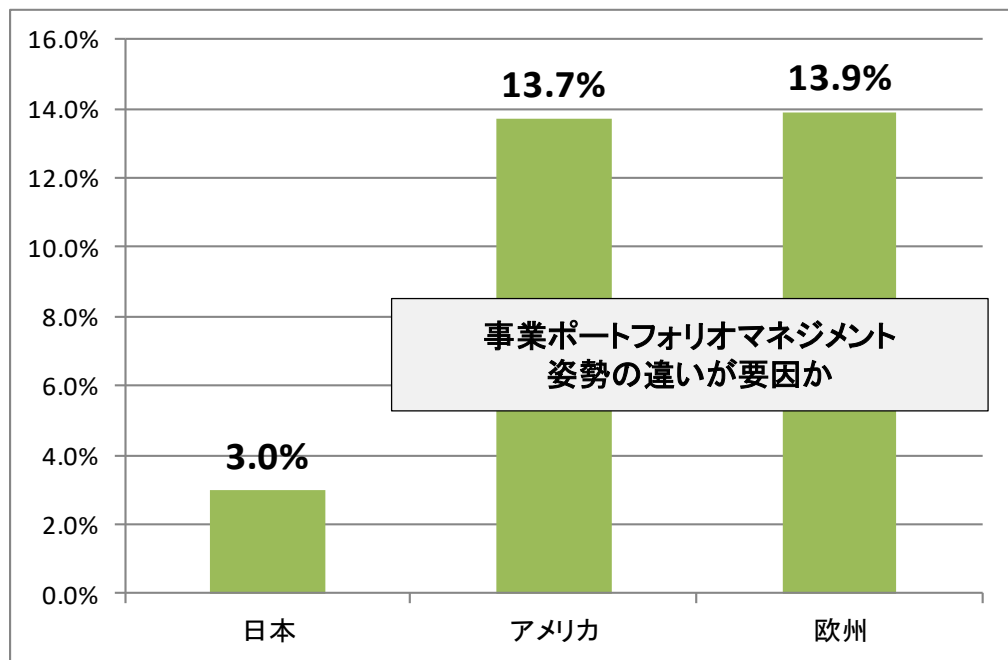


事業ポートフォリオの積極的な転換 ①営業利益率・M&A案件数の各国比較

未来投資会議構造改革徹底推進会合
第1回「企業関連制度・産業構造改革・イノベーション」会合（平成29年10月17日）

- 多角化した大企業を比較すると、日系は米・欧州系よりも格段に営業利益率が低い。
- 要因として、積極的なM&Aによる大胆な事業の組替えが十分でなく、低収益な事業を抱え込み続けていることが考えられる。

多角化した大企業※の営業利益率（日米欧比較）

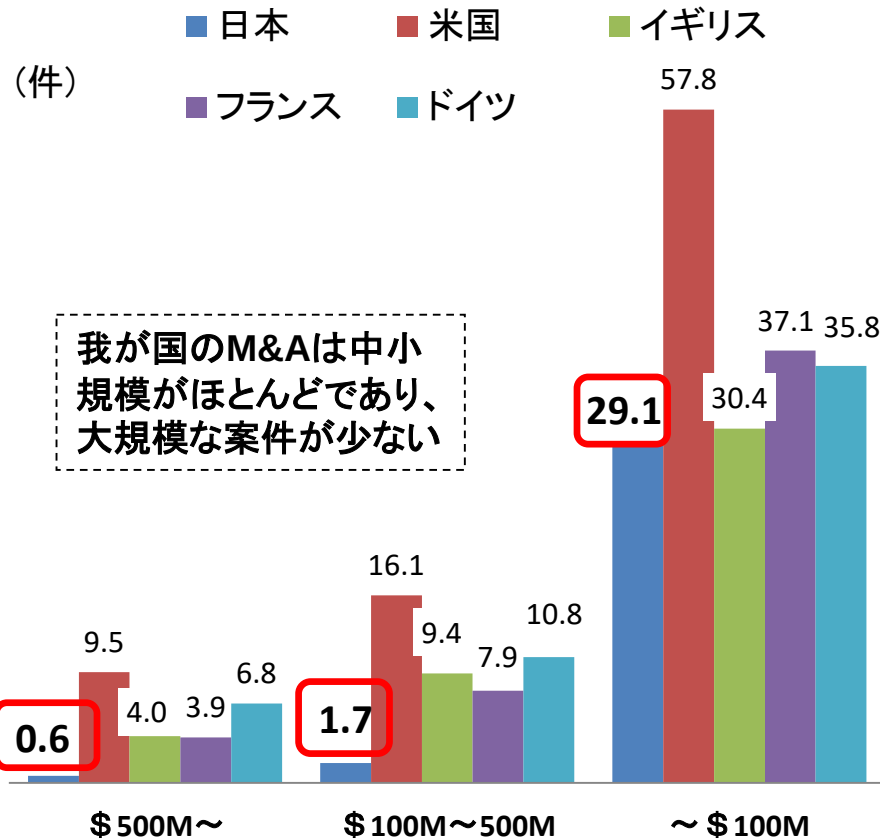


※売上高2兆円以上の企業のうち、一定の基準（脚注参照）を満たす企業を「多角化した大企業」として各国比較



脚注：多角化の基準は、調査対象となる企業の売上高を事業別に分解した上で、全体の売上高構成比率から最大の事業の売上高構成比率を差し引いた値が50%を超えるかどうか（2000年～2012年平均）。調査対象企業は、日本はTOPIX対象銘柄、米国はNYSE総合指数構成銘柄、欧州はFTSE総合指数（英）、CAC全株指数構成銘柄（仏）、CDAX指数構成銘柄（独）。1USD=100円、1EUR=130円、1GBP=130円で円換算
出所：Bloombergデータを基にデロイト トーマツコンサルティング作成

各国の規模別M&A案件数（上場企業100件あたり）



脚注：IN-IN・OUT-INの合計、2015年

出所：平成28年度産業経済研究委託事業（リスクマネー供給及び官民ファンド等に関する国際比較調査研究）

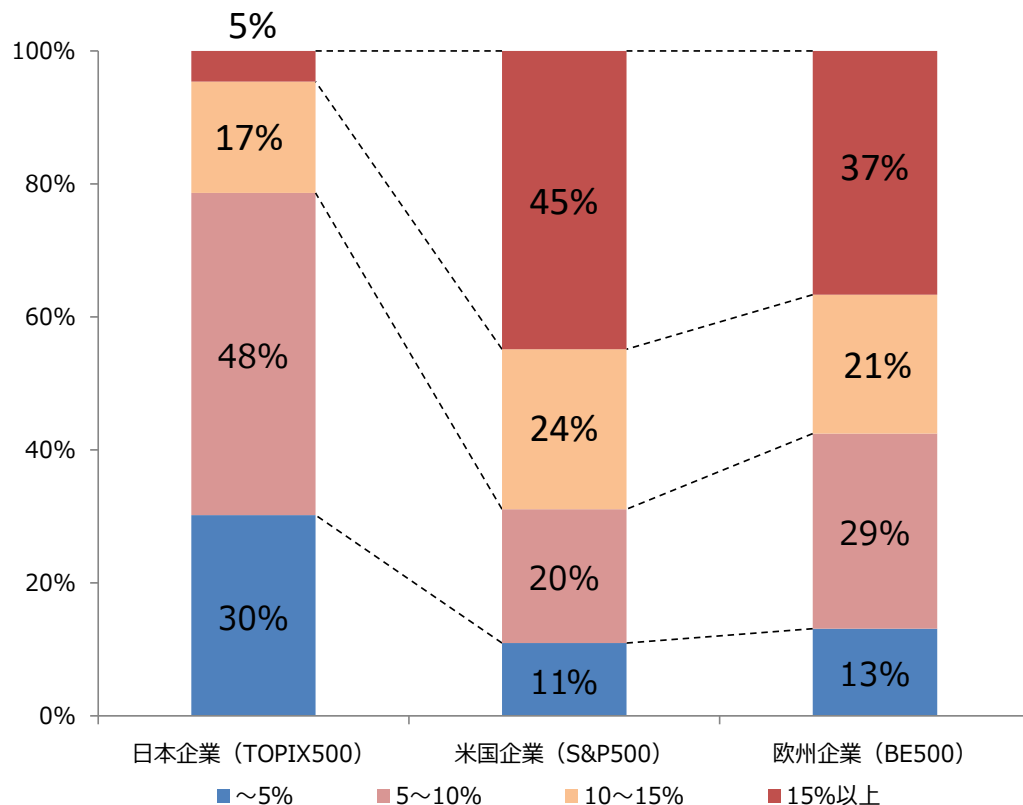
(参考) 企業の収益性の国際比較

未来投資会議構造改革徹底推進会合
第2回「企業関連制度・産業構造改革・イノベーション」会合
(平成29年11月16日)

- 日本企業は、欧米企業と比較すると、収益性の低い企業が多い。

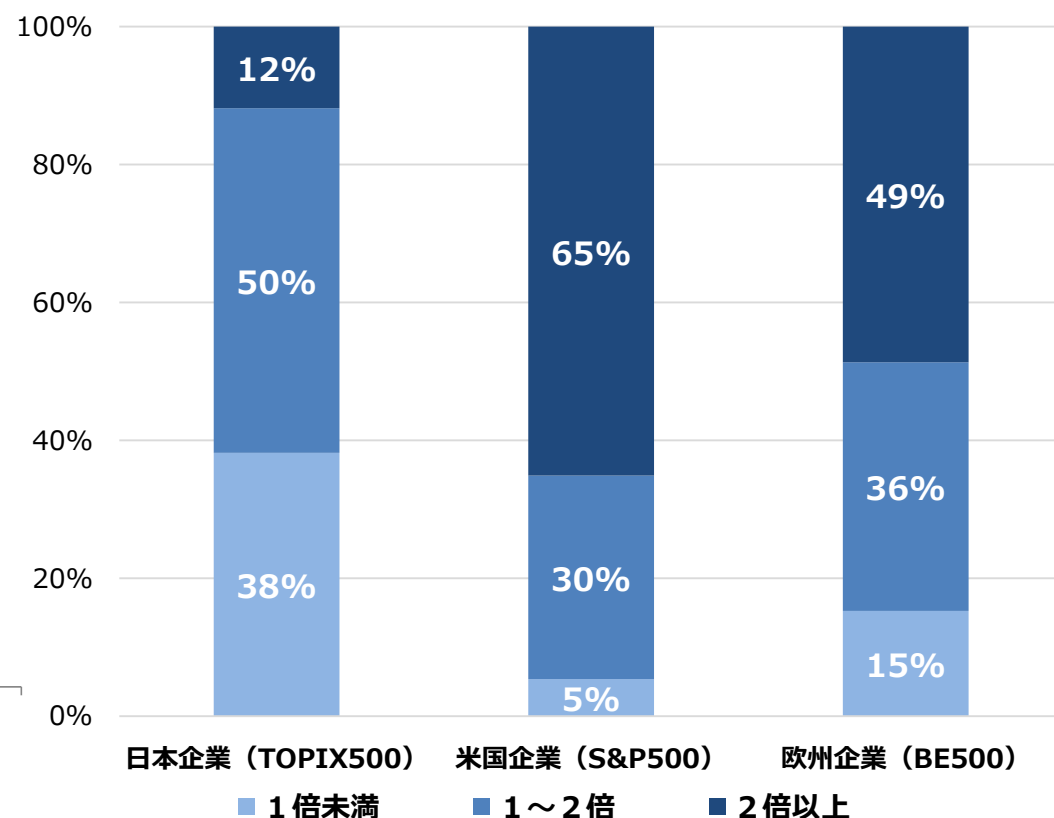
▼ ROEの分布

ROE (Return on Equity) = 株主資本利益率。株主資本に対する当期純利益の割合。株主が投下した資金に対して企業がどの程度利益を上げたかの指標になる。



▼ PBRの分布

PBR (Price Book-Value Ratio) = 株価純資産倍率。1株当たりの純資産に対し、株価が何倍まで買われているかを表し、会社の資産内容や財務体質を判断する指標。



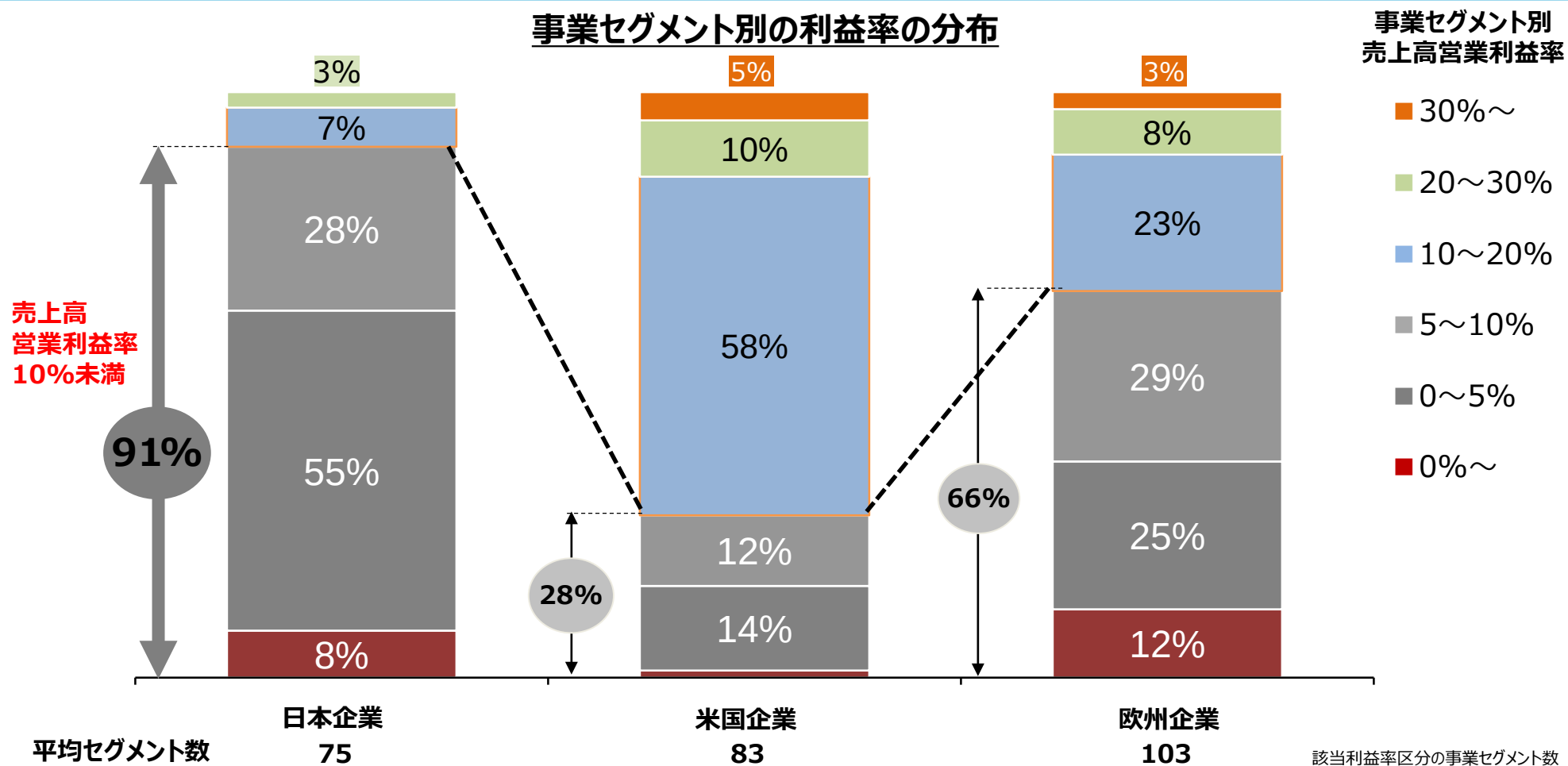
出典：伊藤レポート2.0 持続的成長に向けた長期投資(ESG・無形資産投資)研究会報告書 (平成29年10月26日)

注記：Bloombergデータベースを元に、研究会事務局が作成。TOPIX500構成銘柄、S&P500構成銘柄、Bloomberg European500構成銘柄のうち、取得可能な08年度～16年度の9年間分のデータ（ROE、PBR）の中央値の分布を算出。

(参考) 日本企業の低収益性の要因

未来投資会議構造改革徹底推進会合
第2回「企業関連制度・産業構造改革・イノベーション」会合
(平成29年11月16日)

- 売上高営業利益率（R O S）が10%未満のセグメントの割合
日本企業：9割、米国企業：3割、欧州企業：7割
- 日本企業は、低収益セグメントを抱え込む傾向があり、そのことが全体の収益性が低い一因になっているという指摘あり。



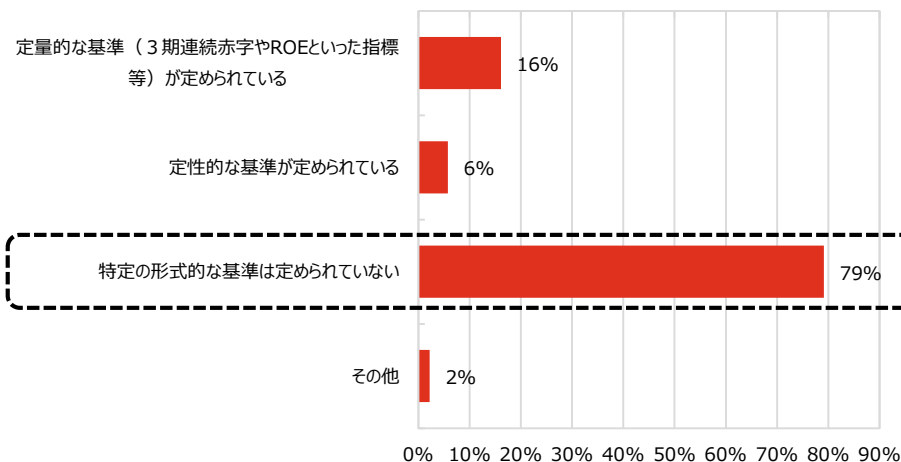
出典：Bloombergデータベースを元に、デロイト トーマツ コンサルティング作成した資料を加工。事業セグメント別売上高・営業利益の両方を、06-13年度の8期連続で取得可能な世界連結売上TOP500の中から、各国別多角化度（ハーフィンダル指数）上位50%、海外売上高比率20%以上の企業を対象に分析

事業からの撤退・売却を検討する際の基準・プロセス

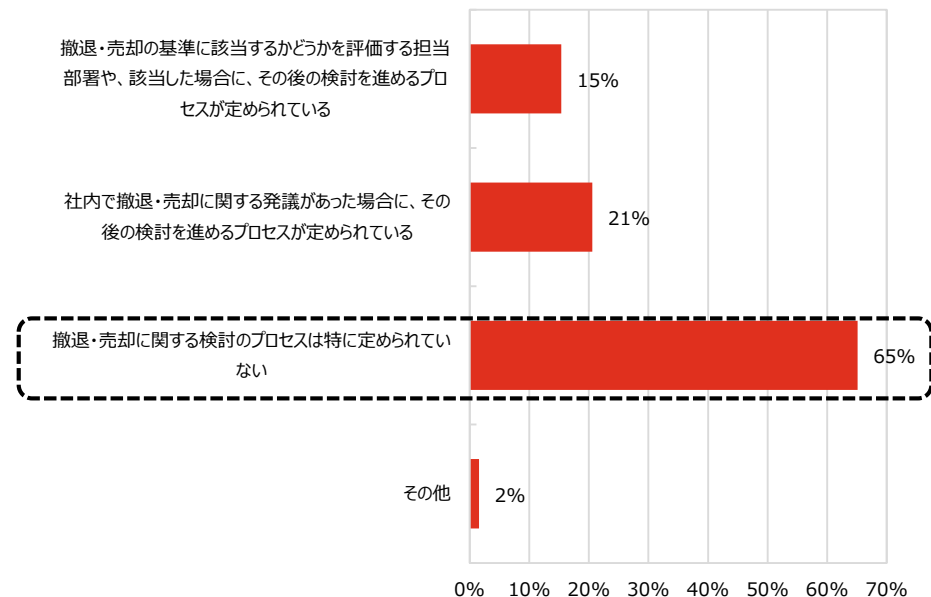
再掲：第6回CGS研究会資料
(2018年5月25日)

- 一部の事業からの撤退・売却について、検討の俎上に載せるための特定の**形式基準**（一次的スクリーニングの基準）や、**検討のプロセスが定められていない**という企業が多い。
- 事業ポートフォリオの見直しについて、**「仕組み化」されていない**ことが示唆される。

問74. 一部の事業からの撤退・売却について、検討の俎上に載せるための基準をご教示ください。
(複数選択可。「その他」の場合は括弧内に具体的に記入)



問75. 一部の事業からの撤退・売却について、社内で検討するプロセスをご教示ください。
(複数選択可。「その他」の場合は括弧内に具体的に記入)



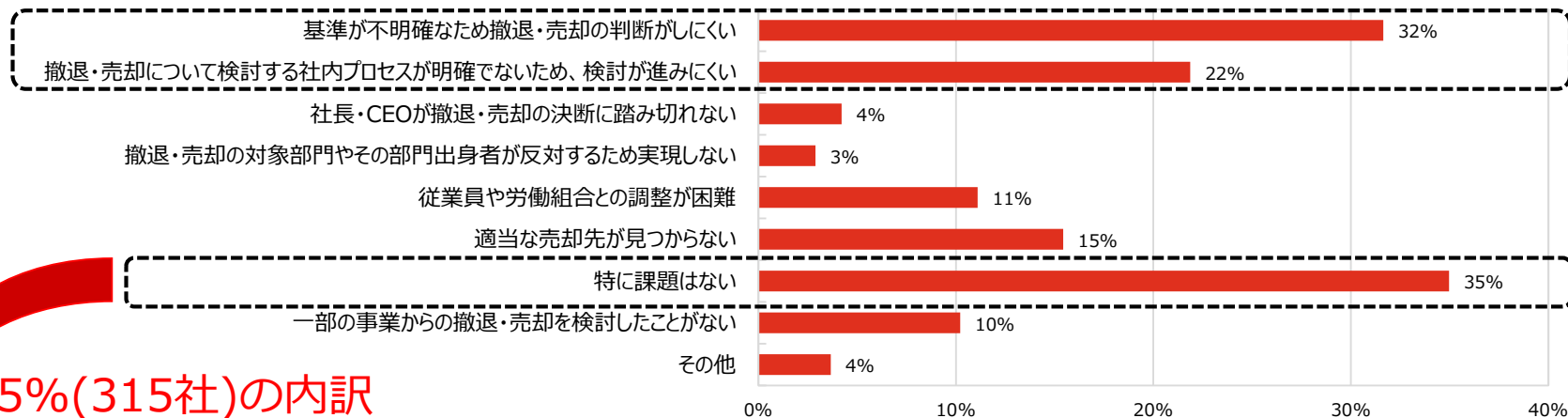
有効回答数 901社
回答なし 40社

事業からの撤退・売却を行う上での課題

再掲：第6回CGS研究会資料
(2018年5月25日)

- 事業からの撤退・売却を行う上での課題として多かったのは、基準やプロセスが明確でないため、判断しにくい、検討が進みにくいというもの。
- 一方、特に課題はないという企業も1/3強存在する。
- 特に課題はないという企業の8割強が、特定の形式基準又はプロセスがないと回答しており、事業ポートフォリオの見直しの「仕組み化」の必要性について意識されていない可能性も示唆。

問73. 一部の事業からの撤退・売却を行う上で、課題となる事項をご教示ください。



35%(315社)の内訳

設問74で「特定の形式的な基準は定められていない」と回答（239社）

65社<基準なし>

174社<基準・プロセス両方なし>

16社<プロセスなし>

60社<基準、プロセスあり>

特に課題はないという企業の8割強(255/315社
≒81%)は、特定の形式的な基準またはプロセスがないと回答

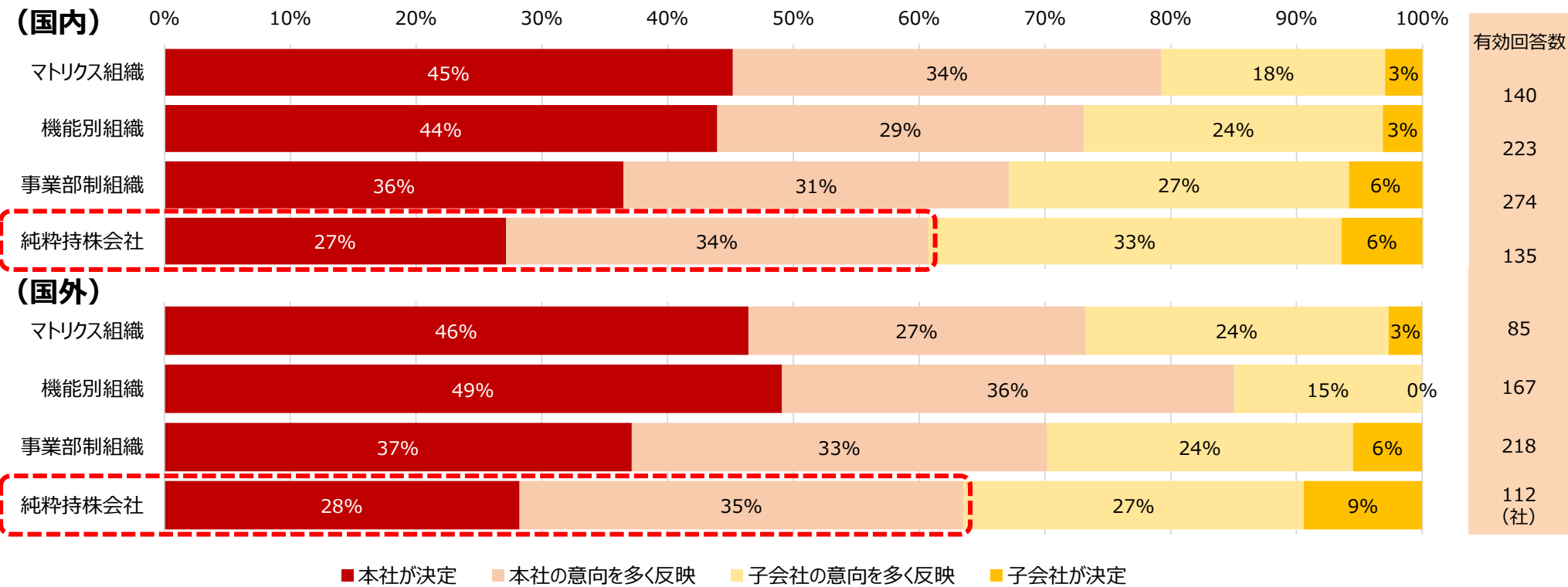
設問75で「検討のプロセスは特に定められていない」と回答（190社）

既存事業からの撤退決定に対する本社の関与（組織設計ごとの分析）

- 既存事業からの撤退決定について、純粋持株会社では、他の組織形態に比べ、本社の関与が弱い（子会社による意思決定を重視）傾向が見られた。※国内と国外の差はあまり見られない。
- こうした傾向は、**純粋持株会社にとって「事業ポートフォリオの再編」が重要な役割**の一つであることとの関係で、どのように考えればよいか。

問69. 国内・国外の中核子会社（例. 事業会社・・・代表的な100%子会社、純粋持株会社・・・代表的な傘下子会社）に関する意思決定事項についての本社の関与状況をご教示ください。

D 既存事業からの撤退決定

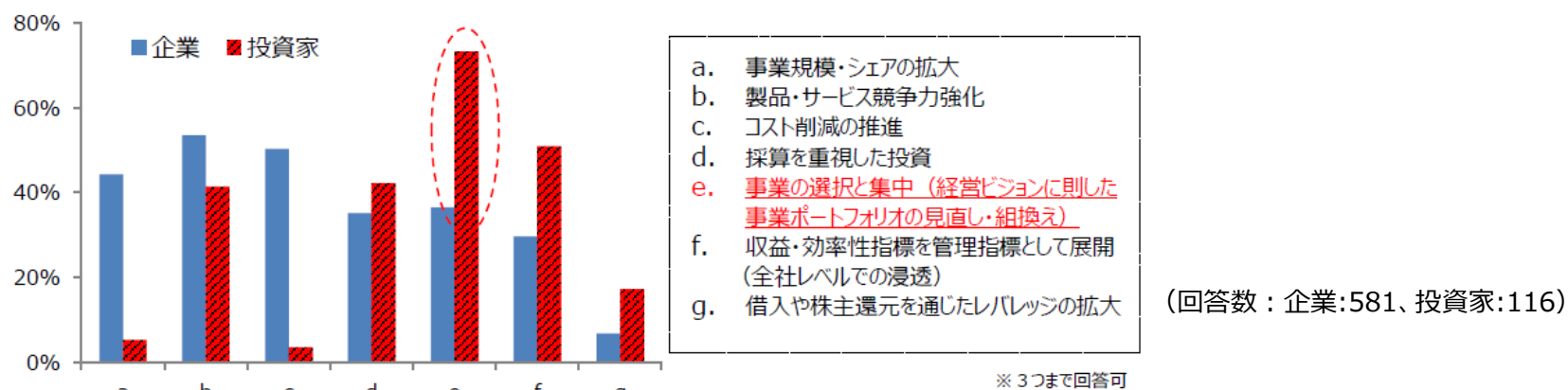


※マトリクス組織：機能別組織と事業部制組織を組み合わせた構造
機能別組織：製造、販売、調達等、機能ごとに組織を定義づける構造

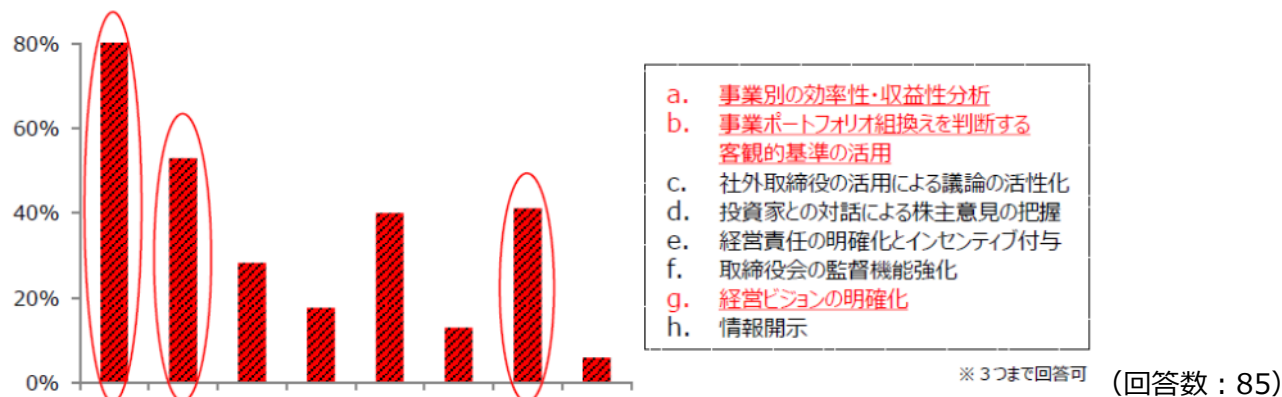
事業ポートフォリオ管理に対する企業と投資家の見方

- 資本効率向上のための取組として、**投資家は特に「事業の選択と集中」に期待**しているのに対し、企業側は、「事業規模・シェア拡大」「製品・サービス競争力強化」「コスト削減」を重視しており、**両者の優先事項に乖離**が見られる。

① 資本効率向上に向けて実施している取り組み（企業）・期待する取組（投資家）



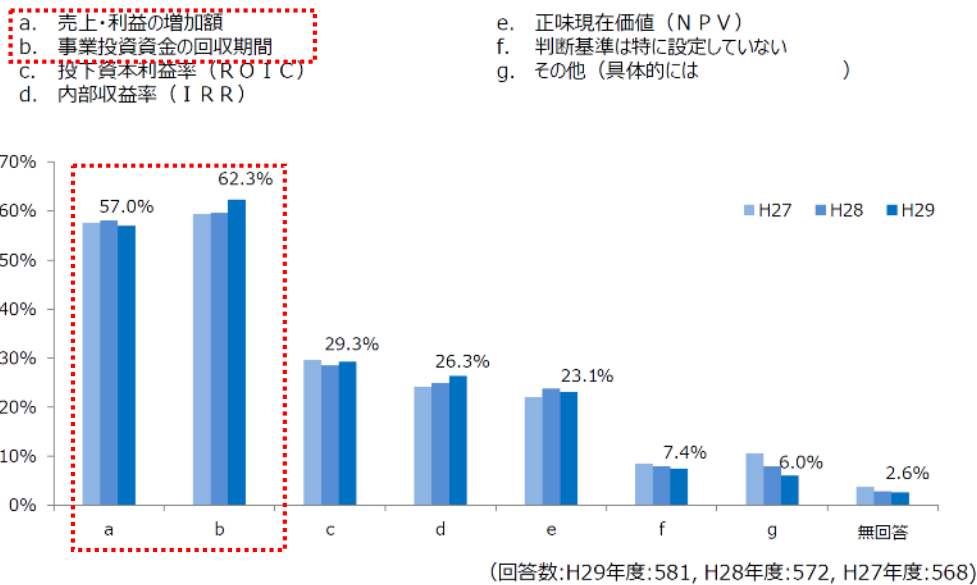
② 事業の選択と集中を推し進めるために期待する取り組み（①でeを選択した投資家）



投資判断に対する企業と投資家の見方

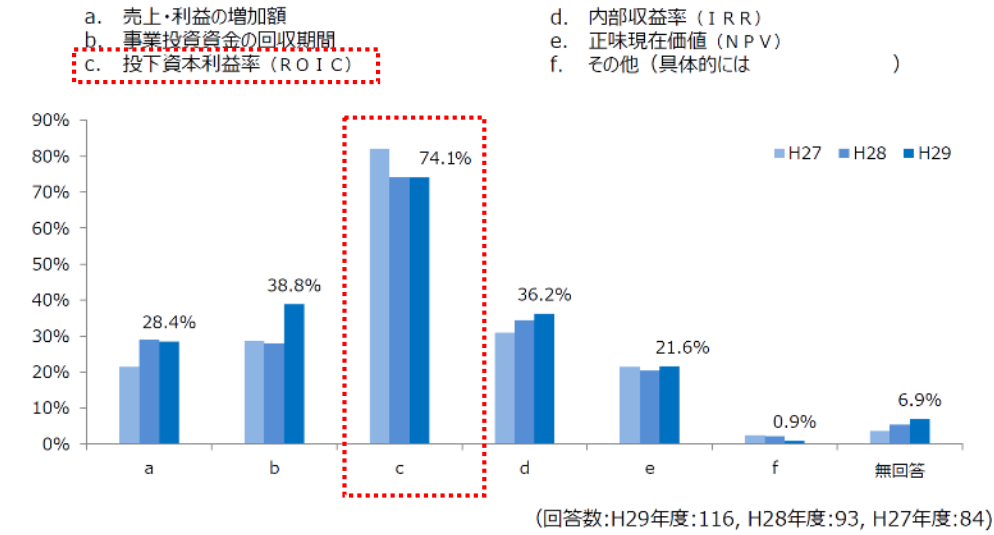
● 企業の投資の判断基準に対して、企業が「売上・利益の増加額」や「事業投資資金の回収期間」を重視しているのに対し、投資家は「投下資本利益率（ROIC）」を重視。

（企業）投資の意思決定の判断基準として重視している指標



「その他」の回答例：EV/EBITDA倍率

（投資家）企業の投資の意思決定の判断基準として適切だと思われる指標



「その他」の回答例：資本コストの分析を踏まえて判断

未来投資戦略2017（2017年6月29日 閣議決定）

事業再編の円滑化
(残された課題)

- 企業において、大胆な経営判断が必ずしも十分になされておらず、変革よりも現状維持に力点がおかれている。その結果、収益性が低い事業を抱え込み続けており、事業ポートフォリオの機動的な見直しや、経営資源を成長性・収益性に見込める事業に振り向けしていくための取組が進んでいない。

新しい経済政策パッケージ（2017年12月8日 閣議決定）

(2) コーポレート・ガバナンス改革

- 「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」での検討を踏まえ、2018年6月の株主総会シーズンまでに、投資家と企業の対話の深化を通じ、企業による以下の取組を促すための「ガイダンス」を策定するとともに、必要なコーポレートガバナンス・コードの見直しを行う。
- 経営環境の変化に応じた、事業からの撤退・売却を含む、事業ポートフォリオの機動的な組替えなどの果断な経営判断（その際、例えば、事業ポートフォリオの見直しに関する方針や実効的な見直しプロセスの確立及びその説明を促進）

「コーポレートガバナンス・コードの改訂と投資家と企業の対話ガイドラインの策定について」

スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議 (2018年3月26日公表)

2. コードの改訂と対話ガイドラインの策定に当たっての考え方

今回提言するコード改訂案と対話ガイドライン案についての基本的な考え方は、以下のとおりである。

1. 経営環境の変化に対応した経営判断

コーポレートガバナンス改革は、経営陣による果敢な経営判断を促すことを通じ、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を促すことをねらいとしている。しかしながら、企業価値の向上に向けてガバナンス改革に取り組む企業も見られる一方、なお多くの企業において経営環境の変化に応じた果敢な経営判断が行われていないとの指摘がなされていることについては重く受け止める必要がある。例えば、日本企業においては、事業ポートフォリオの見直しが必ずしも十分に行われていないとの指摘があるが、その背景として、経営陣の資本コストに対する意識が未だ不十分であることが指摘されている。

こうした指摘を踏まえ、**事業ポートフォリオの見直しなどの果敢な経営判断**が重要であることや、そうした経営判断を行っていくために、**自社の資本コストを的確に把握すべき**ことを明確化する必要があると考えられる。

コーポレートガバナンスコード（2018年6月1日改訂）

【原則5－2．経営戦略や経営計画の策定・公表】

経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっては、自社の資本コストを的確に把握した上で、収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、その実現のために、事業ポートフォリオの見直しや、設備投資・研究開発投資・人材投資等を含む経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて、株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべきである。

※赤字下線部は、2018年改訂で追加された記述

投資家と企業の対話ガイドライン（2018年6月1日）

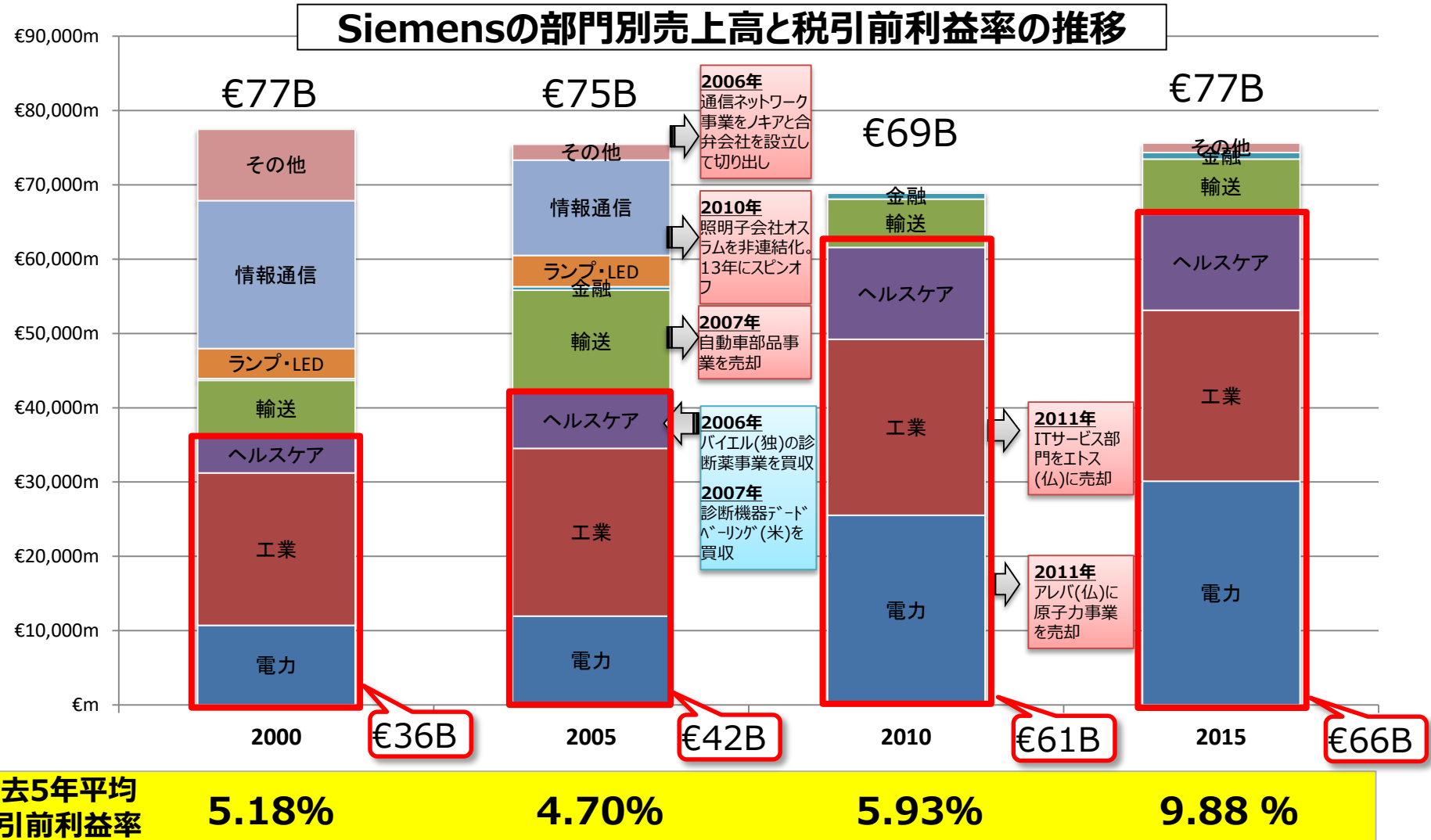
2．投資戦略・財務管理の方針

2－1．保有する資源を有効活用し、中長期的に資本コストに見合うリターンを上げる観点から、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けた設備投資・研究開発投資・人材投資等が、戦略的・計画的に行われているか。

2－2．経営戦略や投資戦略を踏まえ、資本コストを意識した資本の構成や手元資金の活用を含めた財務管理の方針が適切に策定・運用されているか。

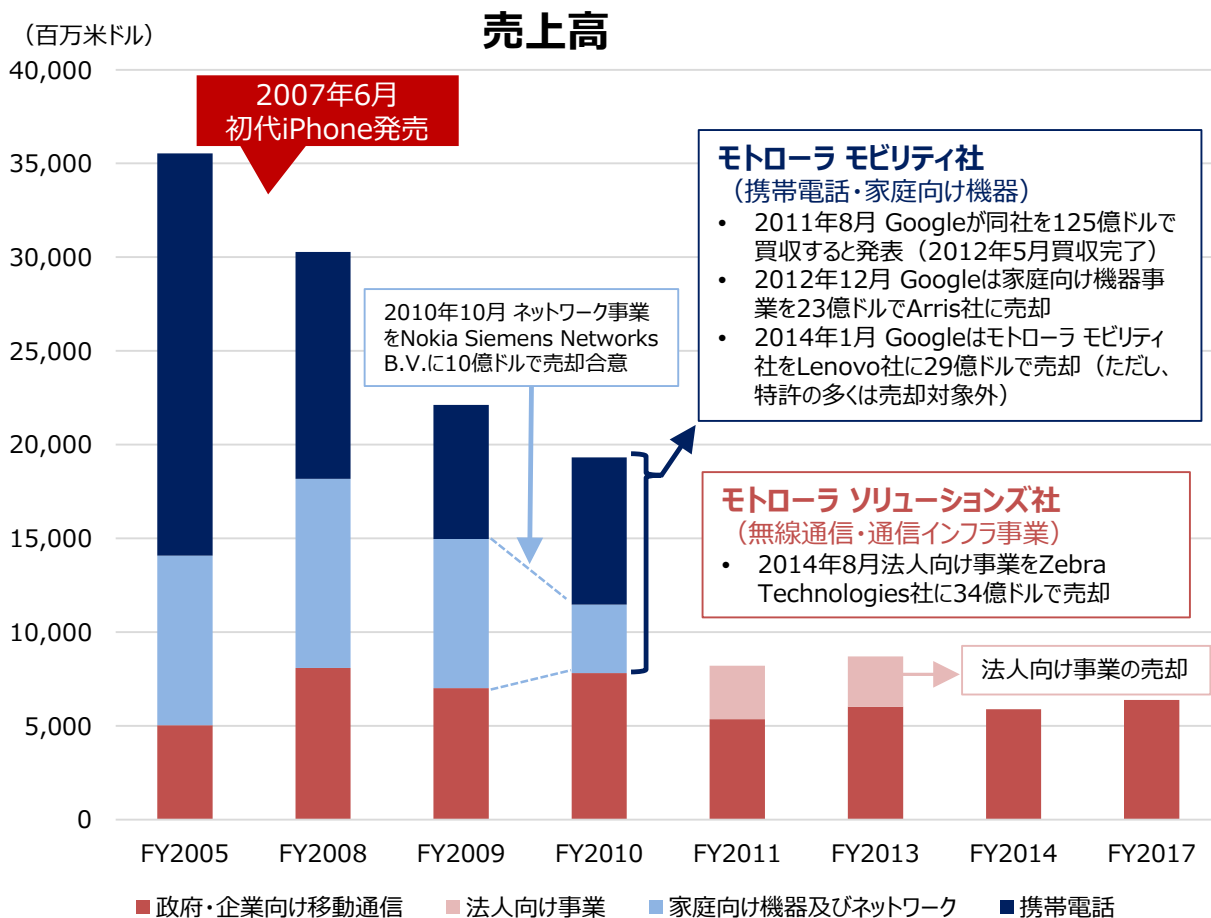
(参考) 欧米企業の事業組替えの実例：Siemensの事業領域の変遷

- 主力部門とのシナジーが低いノンコア事業を整理し、電力、工業、ヘルスケアのコア事業への選択と集中を図ることにより、グループ全体での収益力を高めている。
- 直近では、電子化、自動化、デジタル化に一層注力し、電力等の低収益部門の構造改革（人員削減含む）を表明。

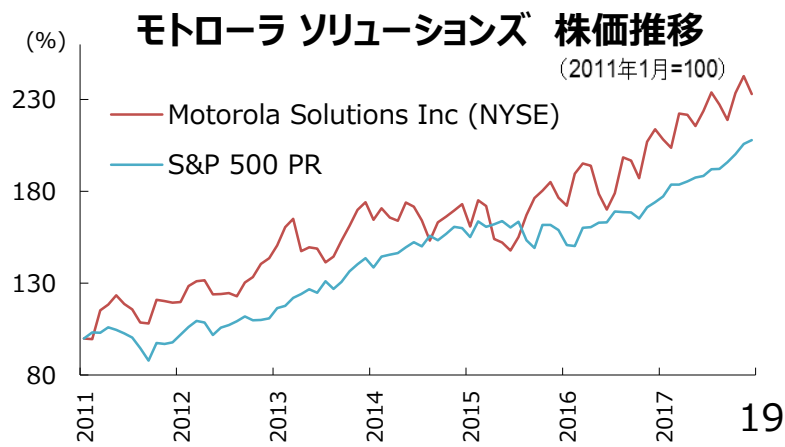
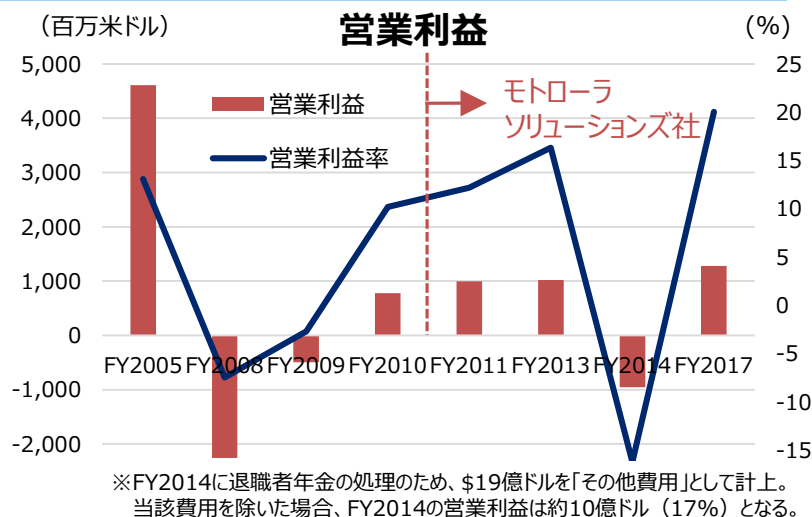


(参考) モトローラ社の事業再編

- モトローラ社は、携帯電話でかつて世界1位のシェアを有していたが、スマートフォンの登場による産業構造の変化により、同事業の売上が激減。2011年1月に、**携帯電話事業の再建等のため、会社分割を実施し、モトローラ モビリティ社（携帯電話・家庭向け機器）とモトローラ ソリューションズ社（移動通信・法人向け事業）に分離。**
- 分割後、ソリューション社の営業利益は分割前を上回り、株価はS&P500を上回る上昇を記録。

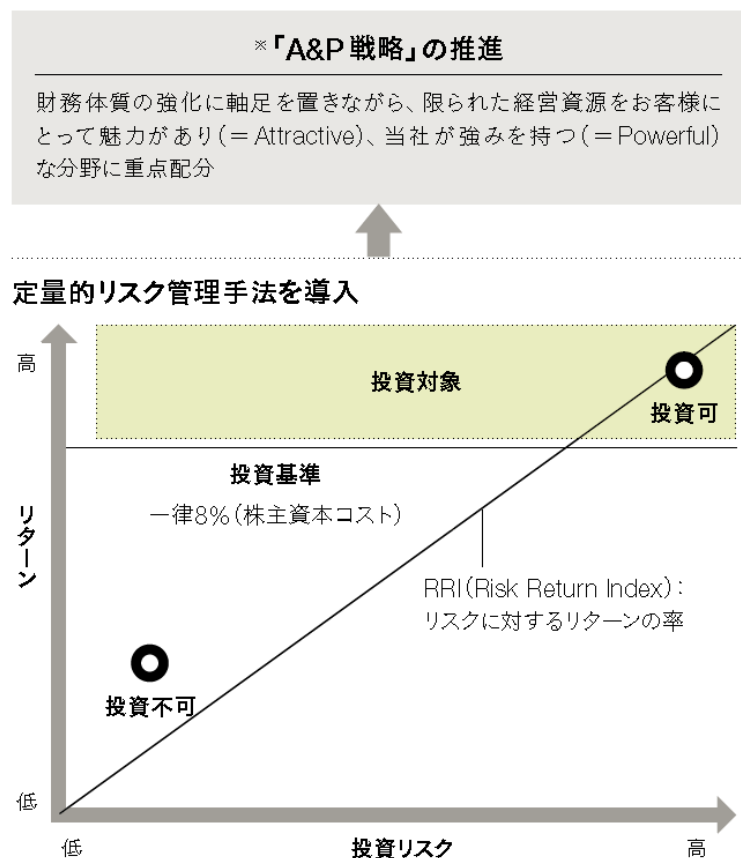


(出典) SPEEDAデータ、モトローラ モビリティ社 Form 10-K等を基に経済産業省にて作成

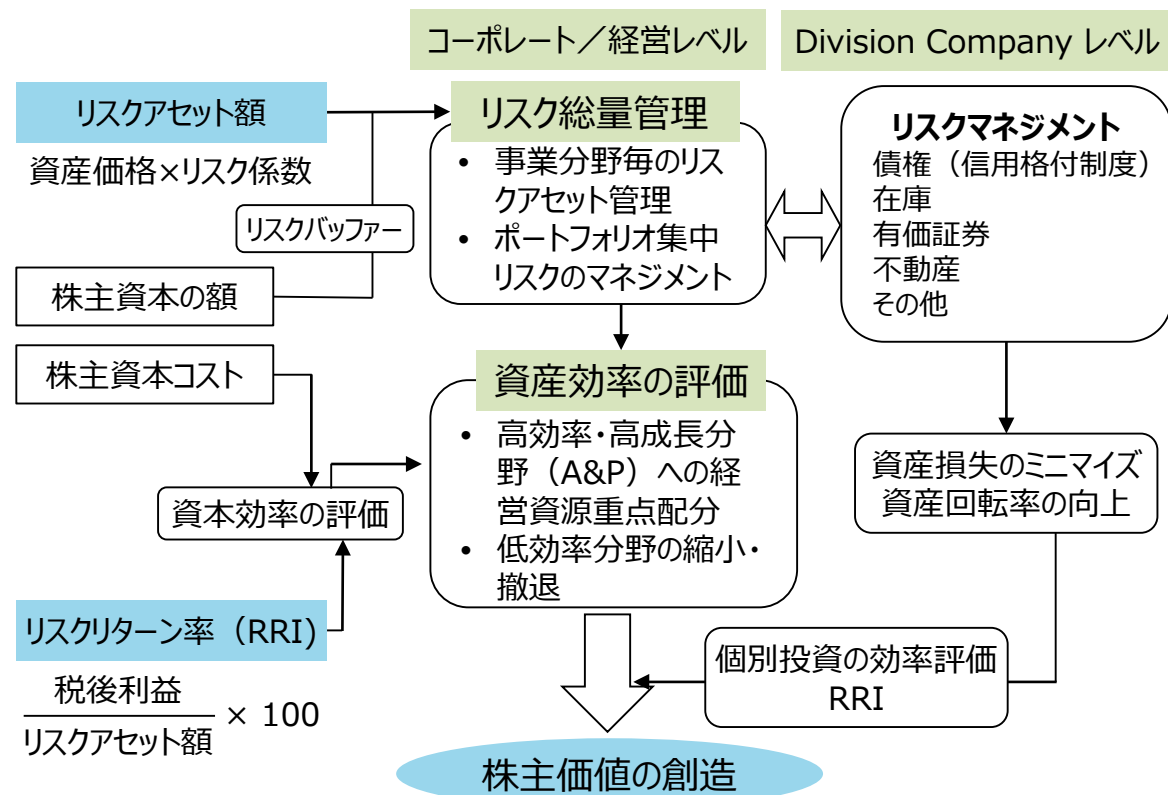


(参考) 伊藤忠商事のRCM：資産効率の評価と適正な資源配分

- 限られた経営資源の効率的な活用の徹底を目的とし、1999年度にRCM（リスクキャピタルマネジメント）という経営手法を導入。「A&P戦略※」のもと、RRI（Risk Return Index）による資産効率の測定、非効率資産からのエグジットと高効率資産への入替を推進。
- 導入時には、120のビジネスセグメントを全てROAを縦軸、RRIを横軸とした四象限図にプロットし、「ROA2%、RRI8%以上」を基準に資産の入替を推進。



RCM(Risk Capital Management)の概要

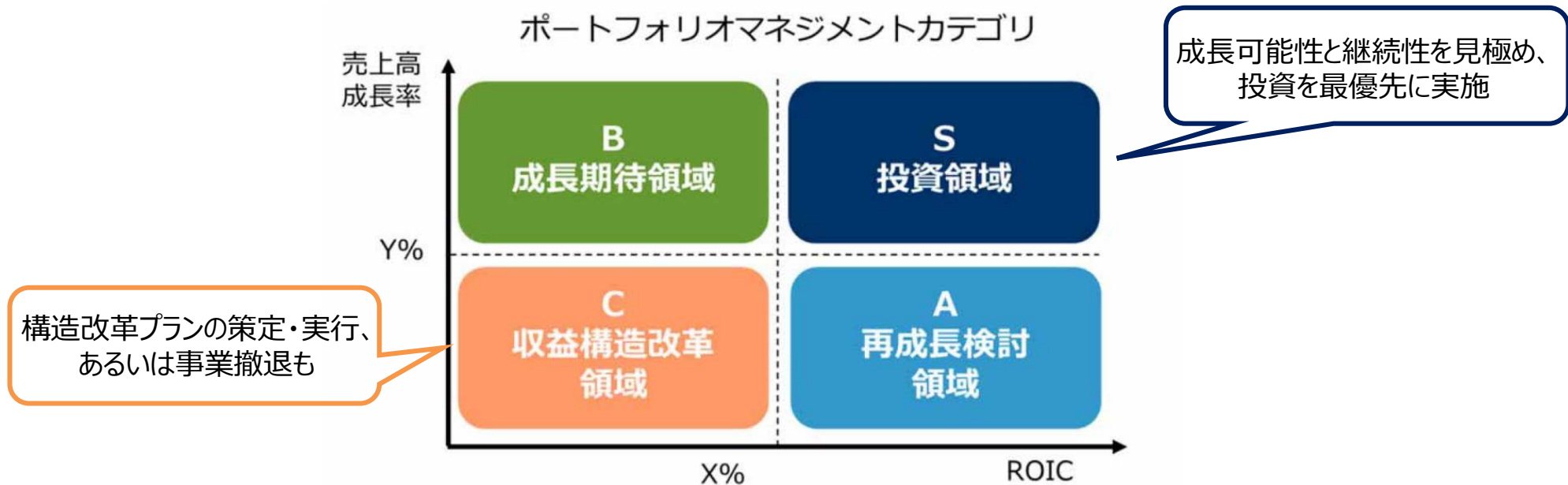


(参考) オムロンのROIC経営

- 企業価値向上を目指し、6つの事業セグメント（グローバル展開している約100の事業ユニット）を対象に、**収益性（ROIC:投下資本利益率）と成長性（売上高成長率）**の2軸により4つのカテゴリーに分けて、ポートフォリオマネジメントを実践。

ポートフォリオマネジメント 中長期経営目標に向けた戦略（運営の観点）

M&A・成長加速・構造改革・新規参入を見据えた、投資資源配分の経営判断



2. 論点

グループガバナンスの目的と本社の役割

- 「グループガバナンス」の目的は、連結子会社を含む**企業グループ全体としての中長期の企業価値向上**。
 - 本社(※)は、こうした目的の実現に向け、グループガバナンスの司令塔としての役割を担う。
 - －グループ全体の企業理念や経営方針・中長期戦略の策定
 - －組織・規程・評価指標の設定等の体制整備
 - －子会社への浸透や指導・管理を含めた実施・運用 等
- ※純粋持株会社（HD）や事業持株会社のコーポレート部門を想定。
- 特に、「攻め」の面では、**子会社／事業部門を超えた、事業ポートフォリオの組換え（経営資源の再配分）やシナジー発揮が固有の役割**。

「企業価値」とは（コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針 2018年9月改訂（経済産業省）P.3 脚注3）

企業価値とは、「**会社の財産、収益力、安定性、効率性、成長力等株主の利益に資する会社の属性又はその程度**」をいうとされており（経済産業省および法務省が平成17年5月27日に公表した「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」2頁参照）、**概念的には、「企業が生み出すキャッシュフローの割引現在価値」**を想定するものであるとされている（企業価値研究会が平成20年6月30日に公表した報告書「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」1頁の注2参照）。

また、経済産業省が平成26年8月に公表した「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト最終報告書（伊藤レポート）においては、企業価値についての異なる複数の考え方が紹介された上で、**企業価値のうち株主にもたらされる付加価値（株主価値）に焦点を当てつつも、株主価値を独立に捉えるのではなく、顧客価値、従業員価値、取引先価値等の株主以外のステークホルダーに対する付加価値の創造が、ひいては株主価値の創造につながることを意識すべき**との提言がされている。

(再掲) 第8回 CGS研究会資料

グループ本社の役割とは何か

見極める力	経営資源配分	・ 各事業を見定め、事業ポートフォリオをどのように作るか ・ 全体的な投資方針の決定と各事業の見極め、メリハリ付け
	経営資源配分 基盤整備	・ 各事業を評価できる事業ポートフォリオをどのように運営するか ・ 組織構造の設計、マネジメントサイクルの運営、必要なインフラ整備
連ねる力	事業推進 (ポートフォリオの入替)	・ 新規に行うべき事業・撤退すべき事業に関する見定め、入替の実行 ・ インキュベーション、R&D、M&A、事業再生、撤退支援等の機能充実
	事業推進 (シナジーの発揮)	・ 事業横断的な働きかけ ・ 事業横断的に進めるべき競争優位性の追求と必要な機能充実
束ねる力	グループ アイデンティティ	・ グループの代表として「全体をひとつに方向付ける」役割 ・ 共有すべきミッション・バリューの確立とアイデンティティの伝達
	経営資源調達	・ ヒト・モノ・カネ・情報を外部市場から如何に効率的・効果的に調達するか ・ 事業の状況に応じた最適化

松田千恵子『グループ経営入門 第三版』税務経理協会、2016年

本社の役割に応じた組織設計やガバナンスの在り方

- 企業グループの本社の役割については、①投資家的機能と②経営者の機能の2つに分けて整理できるのではないかな。
- 本社は、これら2つの機能を併せ持つが(※)、最適な配分は各社（グループ）で異なるため、どちらの機能を重視するかを明確にした上で、その方針と統合的な組織設計やガバナンスの在り方を考えることが重要ではないか。※通常トレードオフの関係にあるとも言われる。

投資家的機能と経営者の機能に関する考え方（例）

①投資家的機能		②経営者の機能	
財務的（Financial）シナジーの実現		事業的（Operational）シナジーの実現	
主な目的	・ 競争的な組織（事業部門が競争関係）を想定。 ・ 内部資本市場において、自律的な事業部門に対し、本社が財務的観点から資本（経営資源）の配分を行う。	・ 協調的な組織を想定。 ・ 代替可能な資源と機能を事業部門間で共有・共用 ・ 本社は、各部門の事業活動を相互に連携、調整。	
主な機能	・ 各事業部門の経営目標・業績評価指標の設定 ・ 企業の内部情報に基づいた各事業部門の業績評価やそれに基づく資源配分 ・ 子会社（事業部）に対し、株主として経営を監督	・ 事業部門間での経営資源（ヒト・モノ・カネ）の共有・共用 ・ 事業横断的な付加価値の創出（R&D、新規事業の創出、新商品・新技術の開発等） ・ シェアード・サービスの提供によるグループ全体でのコスト削減（人事、調達・購買、経理財務、法務等）	
想定される組織設計（例）	・ 純粹持株会社 ・ 社内カンパニー制	・ 事業部制組織 ・ 機能別組織（製造、販売、調達等、機能ごとに組織を定義づける構造） ・ マトリクス組織（機能別組織と事業部制を組み合わせた構造）	
子会社／事業部門への権限移譲	・ 各子会社・事業部門の経営の自律性を認め、結果責任を問う（親会社は経営判断に関与しない）ことが原則。 ・ 親会社（本社）取締役会は、子会社／事業部門の業績（結果）評価と資源配分の監督に特化	・ 本社は、各事業部門の重要な業務執行等に対して関与（事業運営に対して一定のコントロール）	

企業グループの本社機能について（一般投資家との比較）

- 一般投資家と比較して、企業グループの本社は、一般に、どのような優位性を有し、どのような機能を発揮することで、グループ全体としての企業価値向上につなげることが期待されるか。
- ②経営者的機能は、そもそも一般投資家にはないものであるが、①投資家的機能（ポートフォリオ管理）においても、**情報優位性**（内部情報へのアクセス可能性）や当該グループの**経営に関する高度な知見**が強みと考えられるのではないか。

企業グループの本社機能		外部投資家※
①投資家的機能（Financial Synergy）		
投資判断	✓ 非公開情報を含む全ての内部情報を意思決定に活用可能	✓ 公開情報及び経営陣との対話を通じて得る情報を基にした意思決定
資源配分	✓ 異なる事業間（法人単位に限られない）での資金や人材の再配分も比較的短期間で可能	✓ ポートフォリオの銘柄組み換え（上場企業単位、出資のみ）が唯一の資源配分手段
管理	✓ 事業の特性・段階に応じた評価指標の設定や運用が可能	✓ 保有ポートフォリオのリスク／リターンが主要な評価指標
②経営者的機能（Operational Synergy）		
事業部門への支援	✓ 人材、情報、管理サービス、R&D等の提供	— （経営陣との対話や取締役選任等を通じた意見表明のみ）
事業間でのシナジー	✓ シナジー実現のための仕組みづくり（事業部横断プロジェクトの組成等）	—

※投資家の特性（エンゲージメントへの取組、機関投資家、VC、PE等）に応じて機能に差異はある

企業の取組状況（ヒアリングに基づく整理）

1. 事業ポートフォリオ戦略の策定

①グループ全体としての戦略を策定している企業

- a. 3年に一度、中期事業計画の中でポートフォリオ戦略も取締役会で決議し、それ以外の年はフォローしている。基本的な考え方は、事業部門よりも小さい製品単位で、収益性（ROI：投資収益率）を見て考えている。（化学）
- b. ホールディングスで大きなポートフォリオ戦略を決め、内訳は事業部門に任せている。（サービス・HD）
- c. 異なる事業の掛け合わせによる新規事業創出や、ダウンサイドリスクへの対応のため、事業ポートフォリオの多様性を重要視している。（電機電子）
- d. 90年代は多角化を進めたが、その後、コア事業に集中するという発想に転換し、コアでない事業（本業に貢献しないもの）は売却していく方向となった。（製造業）
- e. 「企業は公器（借り物）」という理念があり、製造業という点以外に、「特定のモノ」へのこだわりはない。こうしたドライな姿勢は、経営トップの考え方の影響によるもので、「祖業にしがみついていると企業が死んでしまう」と訴えていた。（電機電子）
- f. 各分野でシェアナンバーワン会社と緩い連合（30%程度で筆頭株主として影響力）を形成するというのが基本的な考え方。（IT）
- g. 現在は、3つの大きな事業部門を柱として、それぞれに成長を求めているが、トップは、第4の柱はあるかも含め、ビジネス構造の転換を考えないと将来はないのでは、という危機感を持っている。今の事業がどこまで頑張れるかということと、その先の絵を描くこと。（サービス・HD）

企業の取組状況（ヒアリングに基づく整理）

1. 事業ポートフォリオ戦略の策定

②グループ全体としての戦略を考慮していない企業

- a. これまで本業（祖業）がダントツに大きかったため、事業ポートフォリオは不要で、各事業が自立してやってきた結果として今の事業構成になっている。今後は、監督と執行の分離の取組として、事業ポートフォリオについてHDの取締役会で議論していくべきだろう。（今のメイン事業は斜陽産業でもあり）事業ポートフォリオへの姿勢を明確にしないと人材確保も難しくなる。（エネルギー・HD）
- b. 個別企業の評価はある程度体系化しているが、事業ポートフォリオという観点からの取組は、まだこれからという状況。（食品）
- c. 明確に専業化しており、「事業ポートフォリオ」という概念が無い。あるとしても、主要事業の中での製品タイプ・ブランドレベルでの話。（製薬、製造業）
- d. 主要事業が売り上げの8割超を占めているため、グループ全体の事業ポートフォリオというより、各事業をいかに伸ばすかを考えてやってきた結果が今の事業構成になっている。各地域・各市場ごとに強化すべき領域も異なっており、グループ全体としての事業ポートフォリオありきの議論にはなっていない。（製造業）
- e. 主要事業としている分野には伸びしろがあると考え、その枠内で新規事業による新たな市場獲得を目指しているため、事業構成の比率を変えようという議論はなく、各事業（主要事業とそれ以外）の成長のための施策を考えている。主要事業のシェア（9割）は変えずに、その中でのポートフォリオの最適化を図っていく方向。（運輸・HD）
- f. 過去の経緯（「しがらみ」といった様々な関係）の延長線として、結果的に今の事業ポートフォリオが成立している。事業ポートフォリオについては事業部が主導して検討しており、本社が細かいことを意見する体制にはなっていない。（運輸）
- g. 事業ポートフォリオの入れ替えは、考え方としても具体的な制度としてもとっていない。ポートフォリオマネジメントは意識しておらず、実施するつもりもない。特定のKPIによる各事業の定期的な評価は、意図的にやっていない。他の日本企業も、結局うまくいっていない印象。できない理由の本質を考えるべき。（化学）
- h. ポートフォリオという考え方はあまりなく、議論もしていない。同じ分野に複数張った結果、社内で競合することもあるが、切磋琢磨に繋がると社長は考えている。（IT）

企業の取組状況（ヒアリングに基づく整理）

2. 事業ポートフォリオ（経営資源の配分）に関する本社の関与

① 本社への集権化への問題意識を持っている企業

- a. ホールディングス（HD）が超長期の事業ポートフォリオの在り方を考え、各事業部門が短期中期を考える。基礎技術のことや事業間でのシナジーの可能性を考えるのがHDの役割だが、そういった人材を事業部門に出してしまっているため、**HDとして考えたことを実現する機能がまだ整っていない**。頭に体が追いついていない。（サービス・HD）
- b. 経理・人事等の事業サポートは機能子会社に外出して、グループ本社としては、グループ全体としての経営戦略、ガバナンス、研究開発、新規事業育成の4つに絞り込もうとしているが、**各事業部門の資金と人事を掌握できておらず、事業部門を超えた経営資源配分ができていない**ことが課題。M&Aで広げてきた部門について本社に知見者がいないことが弱みとなり、「全体として（予算配分を）どこに集中していくか」の議論は発展途上。また、グループ本社がまとめて資金調達している（ファイナンスを分業）ため、各部門において財務規律への意識が弱いことも課題。（電機電子）

② 本社と事業部門の役割等

- a. 中期計画等を立てる際、事業ポートフォリオ戦略を**HDと事業会社の両方が考え、それをすり合わせていく**。（広告）
- b. カンパニー横断的にグループとしての戦略を議論する場と、コーポレートとカンパニーが事業ごとの戦略を議論する場を設け、それらの議論を経て、**グループ本社の取締役会に報告**している。（製造業）
- c. **子会社の売却については基本的に本社で検討すべきもの**だが、（本社で売却と判断したものについて）従業員の説得も含め、どうしていくかを考えるのは、一義的には子会社トップの責任。（電機電子）
- d. 各事業について具体的な成長戦略を作るのは事業会社で、その実現可能性を審査・検討するのがHDの仕事。（化学・HD）

企業の取組状況（ヒアリングに基づく整理）

3. 事業セグメントごとの評価

① B Sも含めた事業評価を実施している企業

- a. 従来は明確なKPIを持っていなかったが、市場シェア・技術力比較といったKPIによる事業モニターを開始。2025年に向け、市場規模・**収益性（ROIC:投資収益率）**・成長性といった指標により、各事業を4象限（次世代、成長、基盤、再編再構築）に分けて戦略を検討。（化学・HD）
- b. **各事業ごとの収益性（ROCE）と成長性**を主要な評価軸として、「成長」「キャッシュ創出」「体質強化」の3つに区分して投資判断を行っている。「体質強化」も製造業のライフサイクルの一環と認識。（製造・HD）
- c. **業界別にリスクに応じたハードルレートを精緻に作り**、撤退ルールを全社で統一的に厳格に運用。NPVや事業規模（利益の絶対額）等で管理している。（商社）

② P Lのみによる事業評価を行っている企業

- a. PL管理のみで、**BS管理はできておらず、単年度の営業利益の意識が強い**。財務的健全性を上げるべく、現在、BS管理に向けて取り組み中。（電機電子）
- b. **全社の経営指標はあるが、部門別に落とし込まれていない**。過去に検討したが、投下資本を事業別に分けるのが困難だった。そのため、事業部の評価は基本は営業利益で実施。（化学）
- c. 子会社を営業利益の額に応じて格付けするとともに、非上場子会社も独自に時価総額を評価して社内で公表している。（IT）
- d. ホールディングスのROE目標と営業利益目標を細分化して、**各子会社の売上とコストの業績目標**を決定し、予算・実績の管理を徹底している。（小売・HD）

企業の取組状況（ヒアリングに基づく整理）

4. 事業の売却・撤退の意思決定・実行

①一定の基準／プロセスに基づき判断している企業

- a. エグジット基準（※）に抵触したらエグジットするのが原則。ただし、抵触してもターンアラウンドできればいい。経営会議でターンアラウンドの計画を審査し、決定する。予定した期間内に達成できなければアウト。容赦なくやる。※①当初計画から50%以上乖離、②3年累積赤字、③ハードルレートを3年連続下回る。（商社）
- b. 3年間連続赤字やROA基準未達等の場合にはイエローカードが出て、経営会議の俎上に上がり、対処方針が検討される。基準に抵触すると直ちに撤退ということではなく、「いかに立て直すことができるか」という観点で議論される。（食品）
- c. 事業ポートフォリオの中で「体質強化」に区分されたものについては、経理数値基準に当たれば議論の俎上に乗せ、カンパニー長とも話し合いながら、持ち直せるのか売却するのか、グループトップが判断する。（製造業）
- d. 一定の指標により「再編再構築事業」に当たれば撤退か再構築かということになり、HDは専門性が高くないので、事業会社で構想を練らせて、HD取締役会で最終的に審査・決定。（化学・HD）
- e. 業績不振でなくても、自社に専門性がなく、業界のスピードについていけない、的確、迅速な経営判断（投資判断）ができない事業は、専門の事業会社に売却してきた。（製造業）
- f. 事業の見直し・撤退基準は一応ある（3年連続赤字等）。撤退の方が多いが、事業の価値があるうちに売却するようにしている。（製造業）
- g. 経営指標として、資本コストを勘案した収益性指標を採用しており、撤退判断においてもこれを活用。過去の事案で、利益は出ていないが（撤退すると）売上が落ちるということで悩んだことがあったが、この指標により「会社と株主にとって撤退が適切」と判断した。（化学）

②基準は無いが、経営陣や本社が主導的に判断している企業

- a. 基準は無いが、本社の経営企画本部が業績を常時ウォッチし、ダメなら撤退という判断ができる。オーナーも、祖業だからウエットになるということもない。（IT）
- b. 赤字の時期に経営トップの判断で大幅に整理した。（化学）
- c. 特定の撤退基準はないが、役員が総合的に判断。赤字続きなら撤退、成長性がない事業なら売却する等。（製造業）

企業の取組状況（ヒアリングに基づく整理）

4. 事業の売却・撤退の意思決定・実行

③その他（基準はあるが判断が難しい、売却後のフォロー等）

- a. 撤退・売却の基準（※）はあるが、コーポレート部門と事業部門との間の調整ができず、なかなか判断できなかった。コーポレート部門が子会社の時価評価をしていない。また、基準未達でも直ちに撤退とはならず、売却によるキャピタルゲイン／ロスを含め様々な要素から評価され、トップマネジメントとシニアマネジメントの間で見解の相違があったりする。※3年連続で資本コスト（ハードルレート）を未達。（商社）
- b. 動いている歯車を誰かの判断で止めるのは難しく、パワーが必要。事業部門の判断を支援できるように必要な情報を与えるのがHDの仕事。（広告）
- c. 本社が基準に基づいて売却・撤退の提案を事業部に提案し、事業部がどうするか検討する。（ヘルスケア、製造業）
- d. 撤退基準に該当するからすぐ撤退というわけではない。背景や他事業とのつながりがある場合には、そういった要素も含め、内容の理解から入り、取締役会で何度も議論した。売上も上がっていたので、「本当に今売るのか」という声もあった。（電機電子）
- e. 見直し基準としては利益構造と収益性であり、収益性と成長性に改善の見込みがなければやめるか売るかということになるが、主要事業（祖業）については、儲からなくても社是としてやらなくてはならない部分があり、各カンパニーで収益向上の議論をしている。（製造業）
- f. 事業売却に関して、欧米と異なり、日本では雇用を吸収しないといけない等、日本的な価値観があるので、すべて欧米流というのは難しいのでは。（化学）
- g. 事業売却の検討では、売却先の会社が事業を成長させてくれるかの見極めと、従業員の雇用の確保や雇用条件が維持されるか、一定期間保障してくれるかが大きかった。（製造業）従業員を引き取ってくれるか等、人の手立てが難しかった。（ヘルスケア）
- h. 事業売却後の方が難しい。売却後一定期間はブランドの使用を認める等の移行期間（経過措置）を設けて支援する。具体的には、案件によって異なる。（電機電子）

事業ポートフォリオマネジメントにおける本社機能に関する課題

- 企業ヒアリング等を踏まえると、グループ全体としての企業価値向上に向け、事業ポートフォリオマネジメントにおいて発揮すべき本社機能に関し、意思決定及びそれを支えるインフラ整備の両面で、以下のような課題を抱えているのではないかと。

取組		課題（例）
1. 経営レベルの意思決定	中長期戦略（ポートフォリオ方針、コア事業の見極め）の策定	✓ 「選択と集中」を行うべき事業（コア事業）について明確な方針がない、取締役会で議論が行われていない。 ✓ 「ポートフォリオ」の将来ビジョンが描けていない。
	各事業部門に対する評価・投資判断	✓ PLベースの短期収益に寄っており、BSベースのリスク・リターンを織り込んだ評価基準が設定されていない。
	意思決定プロセスの明確化	✓ 事業の撤退・売却に関する基準や検討プロセスが定められておらず、適切な時期に事業再編が検討されない。
	コア事業に対する経営資源の集中的配分（投資、M&A、再建等）	✓ 本社が子会社への資金や人材の配分権限を有しておらず、事業部門を超えた経営資源の再配分が困難。
	成長性の低い事業のエグジット（売却、撤退等）	✓ 一応の基準があっても、本社と事業部門の調整がつかない。（本社の主導力の問題か） ✓ 主要事業（祖業）をやめるという選択肢はない。
2. 適切な意思決定のための基盤（インフラ）整備	事業セグメント別のリスクと業績評価に必要なデータ整備	✓ 子会社におけるデータ（財務会計、人事、決裁等）が本社において一元的に把握されていない。 ✓ 事業セグメント別の管理会計（BS）が整備されておらず、事業部門別の資本コストが把握できていない。

事業セグメントごとの評価を行うための基盤整備

- 本社がグループ内投資家として、中長期の企業価値向上を目指して、リスク・リターンを織り込んだ事業ポートフォリオ管理を行うためには、損益計算書（PL）ベースの評価だけでなく、事業セグメント別の投資収益率といった評価指標の設定が必要。
- しかしながら、現状では、本社の投資家的機能（＝各事業部門の自律性）を重視している企業においても、こうした評価を行う前提となる事業セグメント別の貸借対照表（BS）の整備や事業のリスクに応じた資本コスト（※）の設定等、実効的な事業評価を行うために必要な基盤整備がなされていない場合もあるのではないかな。

※本社が各事業部門に対し、投資家として求める最低限の収益率。グループ全体の資本コストと各事業部門のリスク・リターンを踏まえて本社が設定するもの。なお、投資収益率との比較対象として、一般的に用いられる資本コスト以外に、企業独自の割引率の指標を用いることもある。

BSも含めた事業評価		PLのみによる事業評価
資本コスト	✓ 事業セグメント別の資本コストの設定が可能	—
評価する時間軸	✓ 中長期的な企業価値	✓ 比較的短期の収益性
リスク評価	✓ 事業に期待する収益性と事業のリスクに応じた割引率（資本コスト）との比較による評価	✓ 事業に期待する収益性のみによる評価（リスクを織り込まない）
財務戦略 (企業グループ全体)	✓ 事業のリスクに応じた資本構成の検討	—

事業ポートフォリオ管理における評価指標の例

- 事業セグメントの評価指標としては、現状、例えば以下のような指標が用いられているが、中長期の企業価値向上の観点から、事業ポートフォリオマネジメントを実効的に行うためには、事業セグメント毎のリスク・リターンを織り込んだ評価指標を用いるべきではないか。

概要		主なメリット	備考
ROIC（投下資本利益率）	$(\text{営業利益} \times (1 - \text{実効税率})) \div (\text{株主資本} + \text{有利子負債})$	✓ 複数事業間で共通的に評価しやすい ✓ 詳細に分解し、現場レベルでのKPIを設定可能	✓ 足元の業績評価のみで事業の成長性を織り込んでいない
NPV（正味現在価値）	将来のフリーキャッシュフローの現在価値合計 － 初期投資額	✓ キャッシュフロー、現在価値、リスクを織り込んだ指標	✓ 投資により資本構成（D/E）が大きく変化する場合は適用不可
IRR（内部収益率）	NPVをゼロにする割引率	✓ 投資予算制約下で、より投資効率の高いプロジェクトを選択可能	✓ キャッシュフローの正負が複数回ある場合は算出できない ✓ 得られる価値の絶対額では比較できない
APV（調整現在価値）	フリーキャッシュフローの現在価値＋節税効果の現在価値	✓ 資本構成が大きく変化する場合でも利用可能	✓ 企業内の事業評価では節税効果の算定が困難
EVA（経済的付加価値）	税引後営業利益（NOPAT） － 資本コスト（額）	✓ 資本コストを考慮した業績指標の設定が可能	✓ 単年度の指標のため、中長期的な経営判断は他の指標との組み合わせが必要
売上高・利益の増加額	将来の売上高・利益の目標額	✓ 簡易的に作成可能	✓ リスク・リターンを織り込まない ✓ 時間価値を考慮しない
投資資金の回収期間	各年の事業利益の総和が投資資金と等しくなるのに必要な期間	✓ 簡易的に作成可能	✓ リスク・リターンを織り込まない ✓ 時間価値を考慮しない ✓ 投資資金回収後のキャッシュフローを無視

(参考) 日本企業の事業売却におけるポイント

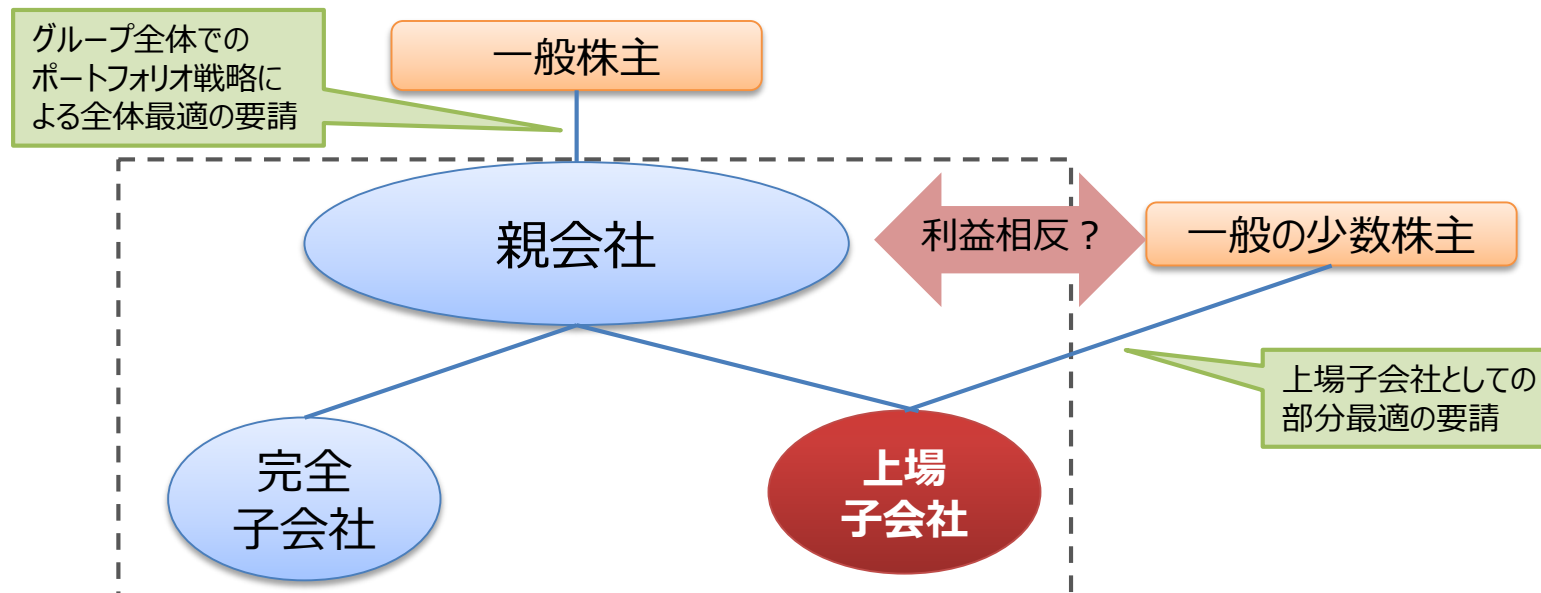
前向きな新陳代謝のためのポイント

普段からの 経営姿勢	1	市場と業界の長期トレンドを客観的に評価し、変化の指針とする	・ 経済、政治、社会、環境等の長期トレンドを読み、自社の長期的な方向性を示す
	2	持つべき事業を判断するため自社の強みを理解し、変化の軸を持つ	・ 自社の強みが将来にわたって生きる事業の領域や特性を理解し、社内外にビジョンとして共通認識を持たせる
	3	日頃から各事業と雇用の最適化を図る	・ 各事業が自律的に経営できる状態を作ることによって独立・売却の素地を整える ・ 事業売却決定後に、相手先や従業員と雇用に関して交渉するだけでなく、日頃から人員数を最適化しておく
対象事業と 売却先の選定	4	事業の環境や業績見通しがよいときから考え、よいうちに売る	・ 企業全体と対象事業の双方がよい状態で売却することで、売却の条件はもとより、売却後の対象事業やその従業員も厚遇され、ハッピーな事業売却にすることができる
	5	しがらみを判断基準にしない	・ 社内外のステークホルダーへの配慮は丁寧に行うことが重要であるが、判断を躊躇させるものにはしない
	6	自社よりうまく対象事業を成長させられる引き受け手を選ぶ	・ 自社目線ではなく、業界全体を見て、自社よりこの事業をうまく成長させられる事業オーナーは誰かという視点で引き受け手を選定する
意思決定と 実行の体制	7	投資家や社外取締役から外部視点を取り入れる	・ 投資家やアナリストとの対話、社外取締役の活用により、社内に社外の眼差しを取り入れ、その事業を持つ意味を客観的に問う
	8	専門性人材・組織を備え、知識と経験を蓄積する	・ 事業ポートフォリオ管理やM&Aに専門性を持つ組織と人材を備え、意思決定・実行の知識と経験を蓄積する ・ 事業とファイナンス双方の専門性を取り入れる
	9	キーパーソンを押さえて、スピーディに実行する	・ 事業売却の実行段階で止まらないように、対象事業経営層等のキーパーソンとの信頼関係を構築し、スピーディにディールを遂行する

(出典) 経済産業省 平成28年度産業経済研究委託事業(ファンドに係るインベストメントチェーンの高度化を通じた我が国企業の産業競争力強化に関する調査研究)

事業ポートフォリオマネジメントにおける上場子会社の扱いについて

- 親子上場は、長期安定的な存在としては、日本に特有の実務であるとも言われ、会社法の観点からは「**親会社（支配株主）と少数株主の利益相反**」の問題が指摘される。
- 一方、企業実務では、上場子会社の独立性に配慮しており、実証分析でも、親会社による搾取等の**特段の問題は生じていない**とされてきた。（→後述）
- 今後、グループ本社が全体最適を図る観点から、事業部門を超えて切出しを含めたポートフォリオ組換えを行うに当たっては、上場子会社の扱いが問題になりうるのではないかな。
- 特に、本社の役割として②経営者的機能を重視し、事業セグメントを超えた事業シナジーを実現するため、経営資源の共用や調達・販売等の共同化を図ろうとすれば、**上場子会社の「少数株主利益の最大化」との緊張関係**が生じる場合もありうるのではないかな。



親子上場に関する東京証券取引所の考え方

- 東証は、子会社の上場について、一定の意義があるとして、一律的な禁止は適当ではないとした上で、「一体的な連結経営を行う上では必ずしも望ましいとは言えない」ため、「子会社上場の特性を十分考慮の上で方針を決定すること」、「株主利益への一層の配慮」、「市場関係者に対する積極的なアカウンタビリティの遂行」を求めた。（平成19年6月）
- さらに、6証券取引所の連名で、中核的な子会社（※）の上場については、「事業特性、事業規模、業績状況、将来の収益見通し等を総合的に勘案しながら、慎重に判断していく」という考え方を示した。（平成19年10月）※事業ドメインが極めて類似している子会社や、グループのビジネスモデルにおいて非常に重要な役割を果たしている子会社、グループの収益、経営資源の概ね半分以上を超える子会社等。

「親会社を有する会社の上場に対する当取引所の考え方について」（東証、平成19年6月）

- ・ 子会社上場は、子会社による独自の資金調達力が高まること等を通じて子会社の持続的な成長の実現に寄与する、新たな投資物件が投資者に対して提供されるなど、国民経済上の意義がある。
- ・ その一方で、子会社上場には独自の弊害があることが指摘されている。例えば、親会社と子会社の他の株主の間には潜在的な利益相反の関係があると考えられ、親会社により不利な事業調整や不利な条件による取引等を強いられる、親会社が子会社から調達資金を吸い上げる、上場後短期間で非公開化するなど、子会社の株主の権利や利益を損なう企業行動がとられるおそれが指摘されている。
- ・ 親会社にとっても、自身の短期的な単体決算対策のための子会社上場や、（中略）中核事業を担う子会社を上場させて新規公開に伴う利得を二重に得ようとする事例など、その目的に関して安易であるという批判を受けるケースが見受けられる。
- ・ 本格的な連結経営が求められる昨今の経営環境においては、企業グループ内の会社が親会社以外の株主に対して責任を負うこととなる子会社上場は、一体的な連結経営を行ううえでは必ずしも望ましいこととはいえない。

(参考) 東証における上場審査等に関するガイドライン (1/2)

- 東証は、上場審査において、新規上場申請者が親会社等を有している場合に、その企業グループの経営活動が当該親会社等からの独立性を有する状況にあるかどうかを確認することとしている。(東証上場規程207条1項2号、上場審査等に関するガイドラインⅡ 3. (3))

【東証・有価証券上場規程】

第207条

本則市場への新規上場申請が行われた株券等の上場審査は、新規上場申請者及びその企業グループに関する次の各号に掲げる事項について行うものとする。

- (1) 企業の継続性及び収益性 (略)
- (2) 企業経営の健全性 事業を公正かつ忠実に遂行していること。
- (3) 企業のコーポレート・ガバナンス及び内部管理体制の有効性 (略)
- (4) 企業内容等の開示の適正性 (略)
- (5) その他公益又は投資者保護の観点から当取引所が必要と認める事項 (略)

【上場審査等に関するガイドラインⅡ 3. (3)】

3. 新規上場申請者が内国会社である場合には、規程第207条第1項第2号に定める事項についての上場審査は、次の(1)から(3)までに掲げる観点その他の観点から検討することにより行う。

(3) 新規上場申請者が親会社等を有している場合 (略) には、次のaからcまでに掲げる事項その他の事項から、新規上場申請者の企業グループの経営活動が当該親会社等からの独立性を有する状況にあると認められること。

- a 新規上場申請者の企業グループの事業内容と親会社等の企業グループ (新規上場申請者の企業グループを除く。以下同じ。) の事業内容の関連性、親会社等の企業グループからの事業調整の状況及びその可能性その他の事項を踏まえ、事実上、当該親会社等の一事業部門と認められる状況にないこと。
- b 新規上場申請者の企業グループ又は親会社等の企業グループが、通常取引の条件 (例えば市場の実勢価格をいう。以下同じ。) と著しく異なる条件での取引等、当該親会社等又は当該新規上場申請者の企業グループの不利益となる取引行為を強制又は誘因してはいないこと。
- c 新規上場申請者の企業グループの出向者の受入れ状況が、親会社等に過度に依存しておらず、継続的な経営活動を阻害するものでないと認められること。

(参考) 東証における上場審査等に関するガイドライン (2/2)

- 上場審査等に関するガイドラインⅡ 3. (3) a「事実上、親会社等の一事業部門と認められる状況にないこと」については、「申請会社が独自に事業活動を行う機能を有しているか」等について、具体的な考慮事項が掲げられている。(東京証券取引所「2018 新規上場ガイドブック(市場第一部・第二部編)」61頁以下)

- a 新規上場申請者の企業グループの事業内容と親会社等の企業グループ（新規上場申請者の企業グループを除く。以下同じ。）の事業内容の関連性、親会社等の企業グループからの事業調整の状況及びその可能性その他の事項を踏まえ、事実上、当該親会社等の一事業部門と認められる状況にないこと。

<基準の内容・審査のポイント>

申請者が親会社等における「一事業部門」であるか否かについて、例えば、次のような点を確認し、申請会社が独自に事業活動を行う機能を有しているか、親会社等から自由な事業活動や経営判断を阻害されておらず近い将来においても阻害されるおそれがないか判断することになります。

- ・ 申請会社の役員の親会社等の企業グループの役職員との兼任の状況が、申請会社自らの意思決定を阻害するものとなっていないか
- ・ 申請会社の日常の業務運営が申請会社自らの意思決定により行われており、親会社等からの指示のみで事業活動が行われていないか
- ・ 業務上の意思決定について、事前に親会社等からの承認を求められるような規定が存在していないか
- ・ 申請会社が製品に関する市場調査、開発、企画、立案を行うなど、独自の開発力、技術力、ノウハウ等を有しているか
- ・ 価格交渉、新規顧客開拓、既存顧客に対する拡販活動、等の営業活動を自らが行っているか

（参考） 上場子会社の状況 （東証コーポレートガバナンス白書2017）

- 東証上場会社のうち支配株主を有する会社は627社であり、全上場会社の17.9%。そのうちの383社（全体の10.9%）については親会社を有する会社であり、244社（同7.0%）については親会社以外の支配株主（オーナー等）を有する会社。
- 親会社を有する会社の84.6%にあたる**324社（同9.2%）は、親会社が上場会社。**
（過去の同白書では、2015年2013年ともに全上場会社の9.5%）

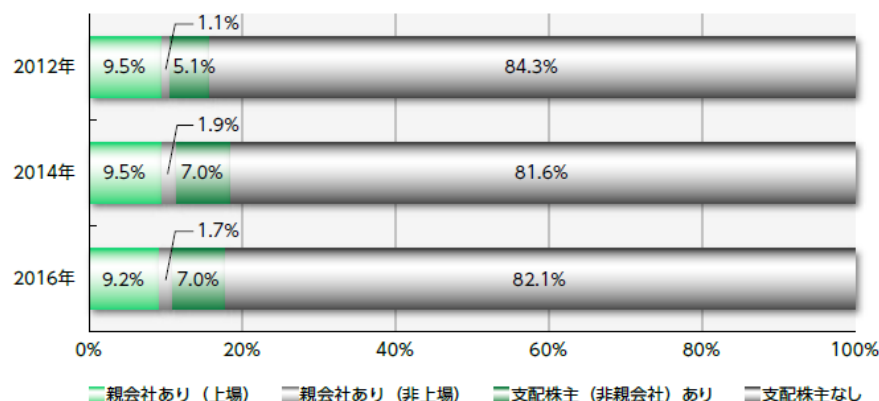
（参考）

- ・ 集計方法：コーポレートガバナンス報告書における親会社※ 1 及び支配株主※ 2 の有無の記載に基づき集計

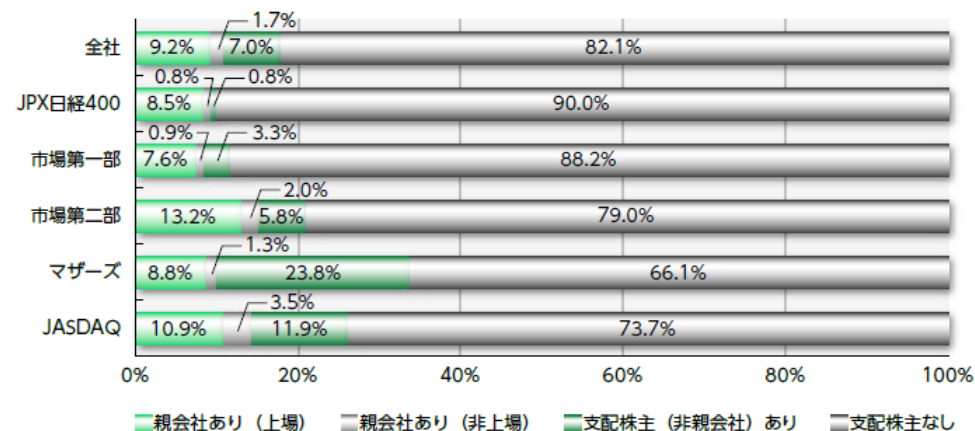
※ 1 親会社：財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則第8条第3項に規定する親会社をいう。

※ 2 支配株主：有価証券上場規程第2条第42号の2、同施行規則第3条の2。

図表 11 支配株主・親会社の有無の推移



図表 12 支配株主・親会社の有無（市場区分別）



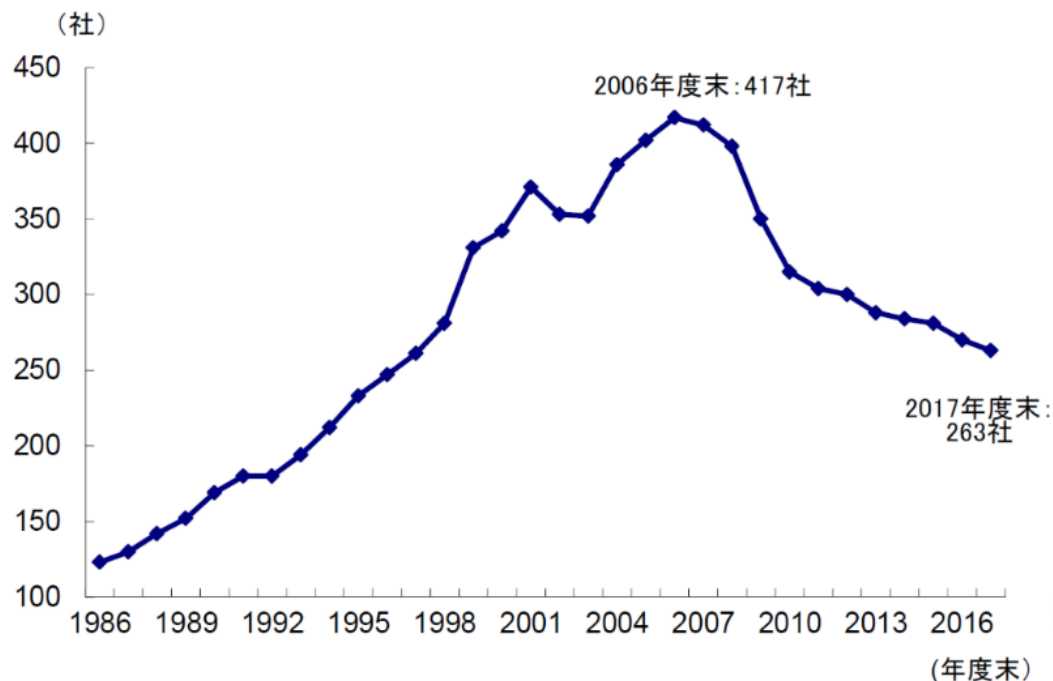
(参考) 野村資本市場研究所による親子上場企業に関する調査

- 「親子上場企業数」を「親会社が上場企業である上場子会社の数」と定義し、「親子上場」数の推移をみると、2006年度末の417社をピークに減少傾向。直近の2017年度末には、263社にまで減少。

(参考)

- ・ 集計方法：「親子上場企業数」を「親会社が上場企業である上場子会社の数」と定義。「上場子会社」を①当該企業（子会社）以外の上場会社単独の株式保有比率が50%超であるもの、②株式保有比率が40%以上50%以下の場合、証券取引所提出の開示資料である「支配株主に関する事項」において親子関係が判明したものとしている。
- ・ 上場持株会社傘下の非上場子会社や、非上場の中間持ち株会社の子会社になっている場合（いわゆる孫会社）は対象外。

図表1 親子上場（上場子会社）数の推移



（出所）大株主データ（東洋経済新報社）、及び各社開示資料より野村資本市場研究所作成

(参考)親子上場の利益相反についての分析 (宮島・新田・穴戸 (2011))

- 成熟した上場子会社のパフォーマンス (※) は独立企業と比較して有意に高く、少なくとも低くはない。 ※原則、上場後15年経過した企業。
- 親会社との間のシナジー、親会社によるモニタリングの効果が高パフォーマンスの源泉。
- 親子上場を利用したファイナンシャル・トンネリング (親会社に対する第三者割当増資を利用した搾取的取引) 等の利益相反が深刻な問題となっている可能性は低い。

(参考)

- 集計方法：33%以上の議決権保有を基準に親子関係を識別。非上場子会社経由の子会社の間接所有やピラミッド構造を考慮した究極の親会社を識別。親会社は究極の上場親会社のみとし、さらに上場親会社を持つ会社は子会社に含まれる。子会社には孫会社以下も含まれる。

表7-1 市場における親子上場の規模

年度	対象会社数 (社)	33%基準									
		親会社 (親子上場)				子会社 (親子上場)				他の被支配会社	
		会社数		うち家族支配あり		会社数		うちピラミッド支配		会社数	
		対象会社数に占める割合 (%)	傘下の上場子会社数の平均 (社)	(社)	(%)	対象会社数に占める割合 (%)	(社)	うち家族支配あり (社)	(%)	対象会社数に占める割合 (%)	(%)
1985	1,655	116	7.0	2.32	7	270	16.3	17	8	41	2.5
1990	1,898	173	9.1	2.14	22	327	17.2	28	18	50	2.6
1995	2,094	196	9.4	2.24	23	362	17.3	32	22	55	2.6
2000	2,353	226	9.6	2.32	41	406	17.3	54	41	95	4.0
2005	2,385	251	10.5	2.04	60	366	15.3	57	39	124	5.2
2008	2,346	240	10.2	2.13	59	357	15.2	55	40	131	5.6

(注) 対象会社は、新興市場 (ジャスダック、マザーズ、ヘラクレス等) を除く全国証券取引所に上場する非金融事業法人。親子関係は Claessens *et al.* (2000) に従って33%基準で判定し、非上場子会社経由の子会社の間接所有やピラミッド構造を考慮した究極の親会社を識別している。親会社は究極の上場親会社のみとし、さらに上場親会社を持つ会社は子会社に含まれる。子会社には孫会社以下も含まれる。家族支配は、持株比率が3%以上の役員や個人、家族支配法人の保有分を合計すると実質的な筆頭株主となり、かつ10%以上保有するケース。親会社の傘下上場子会社数平均には、原則として全ての市場に上場する子会社を含むが、1985年度データには旧店頭市場に上場する子会社を含まない。

(参考)上場子会社の業績の分析 (竹澤・松浦2017)

- 15年間の上場子会社・孫会社の決算データ3361件の分析により、上場子会社のROAは他の一般企業と統計的に有意な差はない、との結論。
- **「子会社の業績にとって親会社の保証効果（名声の利用）、モニタリング効果や親子シナジー効果が発揮されていない」と指摘。**

(参考)

- ・ 集計方法：子会社を連結決算で親会社持株比率（％）が正と報告されているものと定義し、孫会社を、同じく頂上会社持株比率が正と報告されているものとする。使用したデータは日本政策投資銀行の連結ベースの企業財務データバンク。
- ・ 対象期間は、1999年4月期決算から2014年3月期決算の15年間における上場企業期末決算。
- ・ サンプルサイズとして、15年間の上場子会社・孫会社の決算データ3,361件を使用。

(分析対象サンプル)

表1 親会社(子会社)と頂上会社(孫会社)のクロスタブ

	頂上会社なし	頂上会社あり	Total
親会社なし	28,603	7	28,610
親会社あり	3,109	252	3,361
Total	31,712	259	31,971

表2 親会社持株比率の状況

	Mean	Median	Max	Min.	Std. Dev.	Obs.
一般企業	0	0	0	0	0	28,610
子会社	54.053	53	99.7	5	10.589	3,361
All	5.682	0	99.7	0	16.931	31,971

(参考) 親子会社間の利害対立の問題に関する会社法上の議論

- 平成26年会社法改正の議論の過程において、子会社少数株主を保護するための親会社の責任に関する規定を創設するか否かが議論され、**親子会社間取引に関して情報開示の充実**が図られることとなった。
- 裁判例においては、親子会社間の取引において、子会社取締役に対し、子会社の少数株主の利益を不当に害することがないよう配慮すべき旨を指摘するものがある。

<参考>

- 平成26年会社法改正の議論の過程において、親会社の子会社の株主総会における議決権を背景とした影響力の行使により、子会社が親会社から搾取されるようなことから、子会社ひいては子会社少数株主を保護しようとする問題意識に基づき、特に「親子会社間の利益相反取引」は、定型的に子会社に不利益を及ぼすおそれがあると考えられることから、こうした取引によって子会社が不利益を受けた場合における親会社の責任に関して、明文の規定を設けるか否かが議論された。
- 最終的には、このような規定は創設されず、その代わり、親会社との利益相反取引に関する事業報告および監査報告の内容の充実が図られることとなった。
- 具体的には、法務省令により、親会社等との利益相反取引に関し、子会社の利益を害さないかどうかについての取締役（会）の判断およびその理由等を事業報告の内容とし、これらについての意見を監査役（会）の監査報告の内容とすることとした。

(参考) 親子会社間の利害対立の問題に関する主な裁判例

事件名	コスモ証券コスモ産業事件 (大阪地判平14.2.20)	日産車体事件 (横浜地判平24.2.28)	佐藤食品工業事件 (名古屋高判平25.3.28)
事案	✓ コスモ証券が、実質子会社であるコスモ産業の清算のために、160億円の資金を無償供与したことが、コスモ証券株式の約60%を保有し、かつ、コスモ産業の唯一の債権者である大和銀行の利益を図るものであり、忠実義務違反に当たるとして、コスモ証券の取締役の責任が問題となった	✓ 日産自動車の上場子会社である日産車体が日産グループが運営するキャッシュ・マネジメント・システム（CMS）に参加し、日産自動車の子会社である日産ファイナンス等に対して、資金を預託していたことについて、株主が株主代表訴訟を提起した事案	✓ 親会社（SFCG）の発行するCP（コマーシャルペーパー）を引き受けたものの、親会社が倒産して、当該CPの償還を受けられなくなり損害を被った会社が、取締役会において当該CPの引受決議に賛成した取締役に対して損害賠償を求めた事案
判旨	✓ コスモ証券が大和銀行の完全子会社ではない以上、コスモ証券の取締役としては、コスモ証券の少数株主に対する配慮が欠かせず、多数株主である大和銀行の利益を図るために少数株主の利益を犠牲にしてはならない ✓ コスモ産業を法的整理することにより、コスモ証券の企業体力に対する市場の懸念、信用不安を招き、コール市場からの資金調達が長期間にわたって困難になるおそれがあり、また唯一の債権者である大和銀行の理解と協力が得られないこと等から、任意整理を選択したこと、資金供与の決定過程において、適法性及び適法とされる負担の範囲について、弁護士や学者、不動産鑑定士の意見を徴求していること等の事情から、過去にコスモ証券が益出しのためにコスモ産業に保有させた不動産等の資産処分に伴う損失の範囲内で資金提供することは、取締役認められた裁量の範囲内であるとして、取締役の責任を否定	✓ 「被告は日産車体の取締役であり、日産車体に対する善管注意義務や忠実義務を負っているから、親会社である日産自動車や日産グループ内の他の会社にとって利益となる反面、日産車体にとって不利益となる行為であれば、そのような行為を選択することは、善管注意義務違反や忠実義務違反を構成し得るのであり、被告を初めとした日産車体の取締役においては、日産車体の株主の利益を不当に害しないように注意することが求められているということが出来る」 ✓ 日産車体がCMSに参加して資金を預託し続けたことが日産車体の資金を回収不能の危険にさらすものであったとは認められないこと、CMSに預託した資金に付された利率がCMSにおける金利として不合理なものであったとは認められないこと、問題とされたCMSへの預託期間において日産車体における資金調達の必要性が結果的に低かったとしてもCMSに参加し続けることが不合理であったとは認められないこと等を認定して、日産車体取締役の責任を否定	✓ 当該CPの引受けに関する取締役会決議に先立つ取締役会において、以後のCPの引受けを禁止する旨の決議がされていたほか、同決議を覆してCPを引き受けなければならない特段の事情も認められない等として、当該取締役に対して、善管注意義務違反による損害賠償責任を肯定

企業の取組状況（ヒアリングに基づく整理）

上場子会社の扱いについて

① 上場子会社の意義

- a. 主要取引先が戦略的な目的から上場子会社の株式を保有しているので、そういう考え方は尊重した方が良い。（親会社の持ち分に応じて）配当は減少するが、全体のポートフォリオの判断として（プラスが大きいから）上場子会社としているということ。（化学・HD）

② 上場子会社の位置づけ

- a. 上場子会社については、独立性を維持。ビジネス系は自主性を尊重し、コンプラ系・レピュテーション系は内部統制としてグループ全体で（統一的に）やっている。（化学・HD）
- b. 連結に占める割合も大きく、コンプラ問題も大きいと、意思決定は尊重しつつ、コンプラにはガッツリ入っている。（電機電子）
- c. 上場会社として独立性を保っており、最低限のルールは共通化しているが、残りは独自性の高いルール構造。（エネルギー・HD）
- d. 上場子会社は、過去からの経緯による例外的なものという位置づけ。米欧ではほとんどなく、日本や東南アジアではまだ許容されるかもしれない。どの程度コントロールできるかが問題。（商社）
- e. 連結子会社（非上場）については、戦略を共有して強い支配をしているのに対し、上場子会社については、独立性を尊重して、あまり関与していない。内部監査も独自で行っている前提であるため、親会社として内部監査を行ったりはしない。不祥事を起こした場合も、上場子会社自身が責任をとるべきと考えている。（化学）
- f. 親会社から監査役の派遣を行っている子会社が多いが、上場子会社については、独自に監査役がいるため親からの派遣はしていない。（食品）
- g. 決裁基準については、インサイダー関連の要求事項もあり、上場子会社とそれ以外の子会社では、差異を設けている。（食品）

企業の取組状況（ヒアリングに基づく整理）

上場子会社の扱いについて

③上場子会社の扱いに関する課題、今後の方向性

- a. 昔は上場子会社が問題とはされなかったが、今は、少数株主がいて、グループとして一体的な経営戦略が進めにくい面がある。今後は「1か0」（グループ内にとどめるなら100%子会社にするし、不要なら売る）になるだろう。（電機電子）
- b. 当面はこのままだが、手放すのか、利益があるから取っておくのか、将来的な姿については引き続き考えていくことが必要だという問題意識は持っている。持分法適用会社の扱いについても同様。（エネルギー・HD）
- c. 上場子会社については、少数株主への配慮から踏み込みづらいところがあり、実質的に理解を得ながら進めていくため、時間がかかっている。（電機電子）
- d. 上場子会社のため、意思決定に関わることはほとんどなく、ガバナンスについて意見を言ったりはするが、親会社のやり方を強制する権限はない。非上場（完全子会社）の方がやりやすいのかもしれないが、お金が必要なので、現実的ではない。（化学）
- e. 上場子会社にはブランドがあり、いろいろ取引先との関係もあるから、今どうこうするというものではない。100%子会社にしたら連結的業績は増えるかもしれないが、100%子会社化すれば本当に企業価値を高められるのか、説明できるかがポイント。（逆に）100%でなくても、グループ全体の企業価値が高まるという考え方もあってよい。（化学・HD）
- f. 投資家から特段の指摘をされたことはなく、100%子会社化等は検討していない。今は、独立性を保ちつつ親子間でシナジーをどのように実現できるのか、が焦点。（食品）
- g. 上場子会社は、本社の権限体系の枠の外にしている。本社が決めるという関係ではないし、人事上も関係ない。株主総会決議事項以外で口を出すことはできないことになっており、大分コントロールしにくい。リモートになっていくので、分からなくならないように、月次でモニタリングするにとどまっている。元々上場させたのは、大規模な資金需要のある事業分野だったため、子会社側で自前でファイナンスをさせるためだったが、結局、一度も資金調達をしていない。（電機電子）

(参考) グループ全体での共通ITインフラの構築について

- グループ全体での事業ポートフォリオ管理のためには、各子会社における会計・財務等のデータを、グループ本社が一元的にリアルタイムで把握できるITインフラの構築が必要。
- しかしながら、現状、多くの企業で事業部別・子会社別に分断されたレガシーシステムを抱えており、全社的なシステム刷新が必要。
- 企業グループ全体でのITインフラ構築により、コンピューター利用監査技法（CAAT（※））をはじめ、より高度なデータアナリティクスも活用可能となり、内部監査業務の効率化やリスク管理・内部統制システムの高度化等も期待される。

※Computer Assisted Audit Techniques：監査ツールとしてコンピュータを利用する監査技法であり、監査手続の有効性及び効率性を改善することが可能（日本公認会計士協会「IT委員会研究報告第42号 Q9」より）

データアナリティクスの活用による内部監査の高度化

	伝統的な内部監査	部分的なIT活用	全面的なIT活用
内部監査の在り方	手作業	一部の分野について CAAT等のIT活用	継続的監査
検証対象	サンプリング（試査）	全量監査・試査を併用	全量監査
検証時期	随時	随時	常時
監査手法	チェックリスト等による 準拠性の検証と、定期的 な部署監査が中心	統計学的手法による データ分析	情報システムに監査機能を組み 込み常時監査を実施

(参考) DX (※デジタルトランスフォーメーション) の推進に向けた対応策

※DX (デジタルトランスフォーメーション) とは、「将来の成長、競争力強化のために、新たなデジタル技術を活用して新たなビジネス・モデルを創出・柔軟に改変する」こと

「2025年の崖」、「DX実現シナリオ」をユーザ企業・ベンダー企業等産業界全体で共有し、政府における環境整備を含め、諸課題に対応しつつ、DXシナリオを実現。

DXを実行する上での現状と課題

既存システムのブラックボックス状態を解消できない場合

- ① データを活用しきれず、DXを実現できず
- ② 今後、維持管理費が高騰し、技術的負債が増大
- ③ 保守運用者の不足等で、セキュリティリスク等が高まる



DXを本格的に展開するため、DXの基盤となる、変化に追従できるITシステムとすべく、既存システムの刷新が必要

しかしながら

- A) 既存システムの問題点を把握し、いかに克服していくか、経営層が描き切れていないおそれ
- B) 既存システム刷新に際し、各関係者が果たすべき役割を担えていないおそれ
 - ・経営トップ自らの強いコミットがない (→現場の抵抗を抑えられない)
 - ・情報システム部門がベンダーの提案を鵜呑みにしがち
 - ・事業部門はオーナーシップをとらず、できたものに不満を言う
- C) 既存システムの刷新は、長期間にわたり、大きなコストがかかり、経営者にとってはリスクもあり
- D) ユーザ企業とベンダー企業の新たな関係の構築が必要
 - ・ベンダー企業に丸投げとなり、責任はベンダー企業が負うケースが多い
 - ・要件定義が不明確で、契約上のトラブルにもなりやすい
 - ・DXの取組を経て、ユーザ企業、ベンダー企業のあるべき姿が変化
 - ・アジャイル開発等、これまでの契約モデルで対応しきれないものあり
- E) DX人材の不足
 - ・ユーザ企業で、ITで何ができるかを理解できる人材等が不足
 - ・ベンダー企業でも、既存システムの維持・保守に人員・資金が割かれ、クラウド上のアプリ開発等の競争領域にシフトしきれない

対応策

1 「見える化」指標、中立的な診断スキームの構築

経営者自らが、ITシステムの現状と問題点を把握し、適切にガバナンスできるよう、

- ・「見える化」指標の策定
 - －技術的負債の度合い、データ活用のしやすさ等の情報資産の現状
 - －既存システム刷新のための体制や実行プロセスの現状
- ・中立的で簡易な診断スキームの構築

2 「DX推進システムガイドライン」の策定

- ・既存システムの刷新や新たなデジタル技術を活用するに当たっての「体制のあり方」、「実行プロセス」等を提示
- ・経営者、取締役会、株主等のチェック・リストとして活用
- コーポレートガバナンスのガイダンスや「攻めのIT経営銘柄」とも連動

3 DX実現に向けたITシステム構築におけるコスト・リスク低減のための対応策

- ・刷新後のシステムが実現すべきゴールイメージ (変化に迅速に追従できるシステムに) の共有 (ガイドラインでチェック)
- ・不要なシステムは廃棄し、刷新前に軽量化 (ガイドラインでチェック)
- ・刷新におけるマイクロサービス等の活用を実証 (細分化により大規模・長期に伴うリスクを回避)
- ・協調領域における共通プラットフォームの構築 (割り勘効果) (実証)
- ・コネクテッド・インダストリーズ税制 (2020年度まで)

4 ユーザ企業・ベンダー企業間の新たな関係

- ・システム再構築やアジャイル開発に適した契約ガイドラインの見直し
- ・技術研究組合の活用検討 (アプリケーション提供型への活用など)
- ・モデル契約にトラブル後の対応としてADRの活用を促進

5 DX人材の育成・確保

- ・既存システムの維持・保守業務から解放し、DX分野に人材シフト
- ・アジャイル開発の実践による事業部門人材のIT人材化
- ・スキル標準、講座認定制度による人材育成

主な論点

1. 「攻めのガバナンス」の観点から、グループ本社の主な機能をどう考えるか。
 - (1) ①投資家的機能と②経営者的機能の二つに分けて考えられるか。
 - (2) ①②いずれを重視するかにより、最適な組織設計や親子会社の関係の在り方について、どう考えればよいか。
2. ①投資家的機能の一環として、事業ポートフォリオマネジメントを実効的に行うための課題は何か。
 - (1) グループ本社の取締役会において意思決定すべきことは何か（戦略、評価指標、インフラ整備等）
 - (2) 非コア事業の切り出しを実行するための課題は何か（基準・プロセスの明確化等）
 - (3) 資本コストを勘案した事業ポートフォリオマネジメントのために、インフラ整備上の課題は何か。（事業セグメントごとのBSの整備等）
3. 事業ポートフォリオマネジメントにおいて、上場子会社の扱いに関する課題は何か。