

CGS研究会（第2期）

第10回 議事要旨

1. 日時：平成30年10月10日（水）10時00分～12時20分
2. 場所：経済産業省本館17階国際会議室
3. 出席者：神田座長、青委員、石田委員、伊藤委員、江良委員、大杉委員、太田委員、大場委員、翁委員、小口委員、藤原様（小林委員代理）、佐久間委員、澤口委員、武井委員、塚本委員、中村委員、松元委員、三笥委員、宮島委員、竹林参事官、井上課長
（欠席：青木委員、神作委員、後藤委員、小林委員、寺下委員、富山委員、藤田委員、柳川委員）
4. 議題：グループガバナンスにおける「攻め」の論点について①
5. 議事概要：

はじめに、本研究会の進め方について、資料2記載のとおりとすることについて委員の了承を得た。

次に、事務局より資料4の説明を行った。

次に、三菱重工業株式会社 小口氏によるプレゼン（資料5）が行われた後、討議を行った。プレゼン及び討議の概要は以下のとおり。

 - 【小口委員】私どもは古い会社だが、2010年から本格的な経営改革に取り組んできている。まだ道半ばではあるが、本日はその状況について皆様にご報告させて頂く。また、企業経営改革というのは、どうしても自分中心に物を考えがちである。せつかくの機会なので、ご批判も併せ頂戴させていただければと思っている。

限られた時間なので全ての詳細をご説明することはできないが、質疑応答の時間もあるので、それを利用して議論を深めていきたいと思う。

それでは、資料をご覧いただきたいと思う。

まず4ページに、論点整理として、本日のご説明内容をまとめている。

1つは、これまでの経営改革の取組状況。これを2つに分けると、「守り」的な部分が[1]、「攻め」の部分については[2][3]に分けて表記している。それから、大きなテーマとして、これからの方向性についても、今回併せご説明したいと思う。

6ページの会社の概要であるが、株主数が約27万人いるうち、約3分の1が海外の株主である。

7ページに歴史を記載しているが、幕府が作った造船修理工場を明治政府が

引き継ぎ、さらにそれを私どもが引き継ぐという形で造船業を開始した1884年を当社の創立としている。その後、戦後の財閥解体による3社分割、再度の合併を踏まえ、三菱自動車の分離、日立さんとの火力事業統合、こういったことを行いながら今日に至っている。

次に、基本となる企業理念を示す社是であるが、これは1934年に、当時の三菱合資会社の社長であった岩崎小弥太が四文字熟語で3篇並べているが、これは一般社員には難しいというところで、これを和文で読み解く形で、1970年に制定している。要は、社会に貢献をする、経営革新と技術の開発に努めていく、公私の別を明らかにするということであり、今なお変わらない価値を持つ社是だと思っている。

次の9ページの当社の基本事業をご覧いただくと、エネルギー関係、インダストリーと社会基盤の関係、それから航空・防衛・宇宙の大きな3つのドメインに分かれており、ご覧のような比率で進めている。それぞれ課題はあるが、後ほどご説明する企業経営の中で課題を解決しながら、この3分野、特に将来に向かっては航空・防衛・宇宙、特に航空のところをどう伸ばしていくかというところで、リソースの投入を考えているところである。

続いて、コーポレート・ガバナンスの体制がどうなのか、その変遷について示しているのが11ページである。これはここまで皆様方が議論したところと大きな違いはないが、1つは、2015年に監査等委員会設置会社に移行した。それまでは監査役設置会社であったが、監査役設置会社における企業経営上の問題として経営と監督の分離という点において、全ての取締役が議論して経営を決めていくことに限界を感じていた。そのため、監査等委員会設置会社への移行とそれとの抱き合わせで経営と監督を分離することを考えて、新たに2014年にチーフ・オフィサー制を導入し、2016年には役員指名・報酬諮問会議を設置し、この3つを抱き合わせる形で、経営と監督の分離を進めてきた。

次の12ページが基本構造である。特に取締役会については、監督機能を充実させるため、赤で囲っている方々が社外取締役であるが、取締役会の議長である会長を除くと社内と社外が5対5となっている。例えば、社外と社内で意見がもし対立した場合は、最後は会長が決定することになるのだと思うが、監督という点についてのバランスをとって進めてきている。

それが取締役会全体としてどう機能するかというのが、次のページである。社内外については、企業経営の3要素である、ビジネス、ガバナンス、財政において、社内外の関係者を組み合わせている。例えば、ファイナンスの面においては、私が社内の取締役であり、社外として、前のIMFの副理事長をなされた篠原取締役、畔柳元三菱UFJ銀行頭取というペアでみていく。

ガバナンス、ビジネスについても同様。この点については、海外の投資家と幾つか議論していて、社内外の比率がおかしいのではないかという議論があったが、そういう主張をなされる方に対しては、「日本の持っている社会システムの中では、一人の人間が例えば大学の先生をやったり、プライベートカンパニーに行ったり、あるいは行政側、規制側に行くといった人材の流動性がない。その様な状態において、様々な観点から妥当な判断ができるような人材は、残念ながら日本にはまだ成熟していない。そういう中で、全体としてのガバナンスをいかに求めているものに近づけるかということは、全体としての取締役会のコンフィギュレーションの問題として我々はやっている」という説明をさせて頂いている。大体的場合は、「そういうことであれば、そういうふうに言ってくれば分かりますね」とご理解して頂ける。この様に、グローバルスタンダードに盲目的に追従するのではなく、グローバルスタンダードとそれぞれが属している企業、社会システムとの間の調和をどのようにとっていくかというのは、非常に重要なことではないかと考えている。

次の 14 ページは、これまでの取締役会の構成比率の推移を示している。監査等委員会設置会社に移行して以降、取締役の全体の数を減らすとともに、社外比率を高めて、先ほど申し上げたような、会長を除くと半々という状態になっている。

それから、経営のインセンティブを高めるべく、役員報酬において業績連動報酬と株式報酬の比率を高めている。ご参考までに、右端に示している売上 1 兆円以上の国内の会社の平均値と比較しても、業績連動比率が高いということが分かって頂けるかと思う。

それから、「コーポレート・ガバナンス・ガイドライン」を設定して、取締役会が全体として実効性があるかどうかということについては、自ら判断して、その内容を公表している。

以上が、ガバナンスに関するところである。

次に、経営改革について、ご説明をさせて頂きたいと思う。

まず、18 ページの経営成績のトレンドを見て頂くと、2000 年から 2010 年の間に当社の経営は非常に低迷している。それ以前は比較的利益率も成長性もあった。1987 年から 95 年までの利益は示していないが、事業規模の拡大と利益率はますます高かった。しかし、2000 年以降、2010 年までは、成長性、収益性ともに非常に低迷した。失われた何かというのがあるが、当社にとってはこの時期であって、これは大きく日本の市場が縮小して、海外に大きな市場が移っている、この過程であると思う。逆にいうと、1990 年代までは出雲奉納相撲ではある程度頑張っていたが、大相撲に行った瞬間に、なかなか

か勝てなくなっているということだと思う。したがって、これらを受けて、基本的に当社の事業運営体制を改革しなければいけないことになった。後ほどまた詳しくご説したい。

経営改革の流れを示したのが19ページ。先ほど私は2010年から改革を実質的に始めたと申したが、一度に全てを行うのは難しいということで、ステップを追ってきている。

まず組織・制度の面においては、当社は工場を中心とした経営体であった。お客様が日本の市場である。例えば、電力会社、官公庁、製鉄会社のようなお客様に対しては、全国に展開した最も近い工場で生産していく、即ちお客様に近いところで工場運営をすることが、ある種の成功モデルであったということだと思う。しかし、先ほど申し上げたように、国内市場がシュリンクしているときに、同じスチームタービンを、長崎でも高砂でも横浜でもやっているのは、リソースの活用として非効率だろうというところで、三菱重工のある意味では根本組織であった事業所制を思い切って廃止して、SBU制度に変えた。「SBU」の「S」は戦略のSであるが、単にビジネスユニットと言わずに、なぜSをつけたかということについて、ここでご説明申し上げたい。事業所制の問題というのは、リアリズムとしての工場があり、土地があり、社員がいることにあり、そういうリアリズムを維持するために、経営者は低収益事業でも何とかやらなければいけない、あるいは、工場内で持っている高収益のリソースは低収益を生かすために使ってしまうという、全く本末転倒なことをやってしまう。即ち事業所をいかに運営するかという点に力点があり、経営という視線が弱くなっていたということだろうと思う。また、事業所自体が長い歴史を持っているので、本社の機能が相対的に弱く、工場の力が強い。こういう状態では、グローバル競争に勝ち残れない。したがって、ビジネスユニットに戦略のSをつけて、工場とは切り離れた存在としてスチームタービンというビジネスユニットをその代表者は戦略を基軸に横断的に見ていく。そのときに、リアリズムとしての工場とか、従業員は考えてくださるな、ということである。工場があるからこうなのだということではなくて、純粋に戦略から何をしたいのだという、ある種リアリズムというか、リアリティーから外してあげるというプロセスがあったところが、1つ大きなポイントだろうと思っている。ビジネスユニット制にする以上は、どのビジネスユニットを伸ばすのか、どのユニットからリソースを抜くのか。これを合理的にやる必要があるので、経営プロセスとして戦略的事業評価制度——先ほどからご説明しているが、会社によっては様々な形があろうと思うが、私どもとしても、どのSBUにリソースを入れるのか、どのSBUから抜くのかということを見える化して、どこ

を努力すれば、我々は生き残れるのか、どこをやらないと駄目なのかということ、全社員がいろいろな階層で認識をすることがとても大切なので、そのような仕組みづくりによって、ポートフォリオの適正化とキャッシュフローを重視した経営にシフトしたということである。

それと同時に、ビジネスユニットを作る以上、戦略によって、勝ち負けを決めると言っているわけだから、それを実行する人の責任という問題を重く考えている。したがって、チーフ・オフィサー制度を作ることと、その人たちをどのようにコントロールするかという監査、監督の仕組みを、先ほど申しましたように、同時並行的に進めた。

最後に、そういう中において、SBUが暴走して、大きなリスクを生むところがあるので、今度は本社の機能を高める。中央集権化。地方分権であった幕藩体制から、本社にかなりのリソース配分権限やリスクマネジメント権限を集約することによって、コントロール力を高めるということで、ガバナンスの面についても進化させようと思っている。

次の20ページは、それをどうやったかということで、かつては事業所ごとに事業を持っていた。こういうマトリックス組織、事業部門に対して、コーポレートが横串を入れていく。チーフ・オフィサー制と従来の役員制とどこが違うか。1つの端的な例は、例えば私はCFOをやっているが、かつては財務担当役員であった。財務担当役員というのは、アカウンティングをきちんとやりますとか、資金調達をきちんとやりますとか、ある種の会社の機能の一部を担っているということだ。それに対して、チーフ・オフィサー制にしたということは、少なくともお金に関しては全社の責任を負っているということであり、例えば客船で非常に大きな損失を出したことは、皆さんご承知いただいていると思うが、あれは当然企業価値を下げていたわけだから、私のリソース、配下を使って、あのプロジェクトに直接参画し、意見を言うなどの行動をとっている。これはかつての当社の財務担当役員では当然やりきれない話を、チーフ・オフィサー制というのは、全ての事業に対して、少なくともお金に関することについては責任がある、共有するのだということの1つの例として、ご紹介をさせて頂きたいと思う。

続いて、ビジネスユニットの評価、ポートフォリオ適正化のコアとなる戦略的事業評価制度についてご説明したい。各社によって色々な形がとられていることは認識しているが、当社の場合、横軸に財務の健全性を置いている。まず、ビジネスユニットごとにバランスシートをつけている。松田先生から、「子会社化するというか分離会社にするのは、ビジネスユニットごとのバランスシートがどうしてもバーチャルには作成できないからだ」というお話が前々回あったかと認識しているが、かなり難しい仕事ではあるものの、バラ

ンスシートをとにかくつけないと話が始まらないということで、各ビジネスユニットごとにまずバランスシートをつけた。そしてビジネスユニット毎にそのバランスシートが生み出す価値もしくはキャッシュフローを計測する。そこに最も大きなウエートを置いた財務の健全性という指標をとっている。今度は縦軸に、事業自体はどうなのか、つまり、その市場が伸びているのか、縮んでいるのか、我々は市場の中でのポジションが高いのか低いのか、これも点数化して、このマトリックスの中に、全てのビジネスユニットがどこにいるのかということを示している。それに基づいて格付けして、この格付けに応じて資本コストを変えている。例えば、低格付けの事業については、資本コストがデットであっても高い。高格付けの企業は、デットのレートが低い。エクイティーコストは一緒にしている。また、高格付けのビジネスユニットはデット倍率を高くし、低格付けのビジネスユニットは逆に低くする。こういうことにすると、実は伸びている事業と縮んでいく事業においては、投下される資金の総量が変わる。例えば、格付けBBBの会社は、エクイティーに対して1倍しかデットをつけませんというと、エクイティーを持っていないと、そもそも事業ができない。でも、エクイティーが多いと、リターンレートが高くなる。したがって、その事業は、だんだん難しくなっていく。逆に、稼ぐ事業はエクイティーを返納して、デット倍率を高めて、資本コストを下げて企業価値を上げ、そこでキャッシュフローを生み出すという仕組みを作った。

実際に、どのような資金循環が起こったかというのが、次の21ページである。これは成長維持のところにある事業が、6年間で1兆4,800億円のフリーキャッシュを生み出したことを示している。その内、自分で6,800億円使って、余った8,000億円を本社に返している。変革は、同じように2,600億円の余剰資金を本社に返している。一方、本社は、先ほどのポートフォリオの中で、寿命があるから、新しいものに組み換えていくという中で、常に新規に投資していく。これは本社が決めることになるわけだが、そこに6,000億円—を投じている。この様に、全体でお金がどうなっているかということをもみんなに理解してもらいながら、資金循環を回していくということで、会社のポートフォリオの適正化を図っている。最終的に、全社でフリーキャッシュフローが7,200億円余剰になったので、これについてはデットの圧縮と株主への還元を行った。これを次の計画では、どのように計画するのかという方針を作り、投資家に説明している。そういうことになると、戦略的事業評価制度に従ってポートフォリオの組み換えが進んだはずだということになる。22ページで実績としてお示ししている通り、2010年以降、経営改革を進めているので、12事計以降の出し入れが非常に大きいことが分かって

頂けるかと思う。

また、経営が停滞しているときに、財政的にも厳しい状況になっていたが、先ほどキャッシュフローを重視した経営、つまり、キャッシュフローを生み出した人に良い点数を与えますということになると、やはりキャッシュフローに目を向けた経営になる。そうすると、バランスシートをどう縮め、リードタイムをどう縮減するか、このような活動が定着して、23 ページの通り、薄い青の営業活動によるキャッシュフローが、2010 年度を境に大きく変わっているのがご覧いただけるかと思う。こういう活動の結果、MRJとか、客船の損失といったノーリターン・キュッシュアウトをカバーしたというところで、ある程度、成功したのではないかと思っている。

その中で、24 ページの経営管理指標の高度化であるが、私どももご多分に漏れず、2010 年以前はPL、つまり、受注売上利益にウエートを置いており、それが主要な評価となっていたが、それを経営改革以降、キャッシュフロー、バランスシート、最近はこれを組み合わせた包括的指標としてのTOPを導入している。ただ、当社は、長い経営の歴史の中では、合併した昭和 39 年以降、実は製品別に自己資本制度を持っていた。ただし、当時は、バランスシートを管理するのが難しかったので、利息という概念に置き換えていた。つまり、資本を持っている人たちは、その分の利息リターンを自分で使える。このような利息概念を使って、PL管理の中でそれをうまく組み換えたのだが、これが非常にわかりにくいということと、日本の金利がゼロになってしまったので、残念ながらこれは廃止になった。それに代わり、資本コストとか、バランスシートに目を向けたのが、先ほどの戦略的事業評価制度になる。次の 25 ページであるが、PLでもない、BSでもない、組み合わせた新しいKPIとして導入したのが、Triple One Proportion (TPO) である。総資産、事業規模、時価総額が、1 : 1 : 1になる関係が企業経営としては相対的に安定しているのではないかと考えている。帰納的に見てくると、良い会社は大体こうなっている。特に重視するのは、経営としては総資産。これは、設備等の資産を中心に、従業員、パートナー、そのような会社の基盤がどれだけ強くなっているかによって、良い受注がとれるかどうかという問題なので、経営者はここにフォーカスすべきだ。その結果、どうやって適切なポートフォリオに組み換えていくとか、財務体質を強化していくという考え方が、当然そこから出てくる。今度は事業規模、つまり、どれだけ多くの当社の製品・サービスをお客様に買って頂けるか、その事業機会が大きいかどうかは大きな問題になるので、それがバランスシートに合っているかどうか、これは見る必要がある。また、それが世の中に受け入れられているかどうかということとは、正しい利益リターンとして返ってくるかということにも

つながるので、それは三菱重工を瀬踏みしていただいている投資家からも、「リターンも適正だ。おたくのやっているビジネスは将来性もあるね」と、このように見てもらうことを通じて、時価総額に結果的にはね返ってくる形になるので、このバランスは非常に大切だ。時価総額の出し方は、資本コスト6%を前提としている。その3割を配当するというので、1.8%の利回りになるが、これは実は東証の平均利回りとなっている。これを全てのSBUに当てはめると、どのSBUがTriple One Proportionになっているか、どのSBUがずれているかということが分かるし、三菱重工全体としてこれが経営のプレッシャーになっている。今、正直に言うと、総資産が過大で、事業規模は過小で、時価総額はとんでもない数字となっている。したがって、我々が今何をすべきか。この仕組みが、実は各階層に戦略的事業評価制度を使って、トップレベル、ミドルマネジメントレベル、現場レベルでどうなるかということで、繋がっていつている。

次の26ページだが、リスクマネジメントも大きなところであり、当社は過去、何回も失敗している。よくよく分析してみると、リスクマネジメントのあり方において大きな間違いをしていたのではないかということになった。つまり、リスクは誰がテイクできるかという、リスクが起きている問題がどこから来ているかを見る必要があり、それを分析する必要があるということ。従来我々が非常に注視していたリスクマネジメントは、プロセスとエグゼキューション、図の右下のところ、例えば商務条件が合っているか、コストが合っているか、技術的に問題はないか、こういうことを見ていたわけだが、実はここで起きているリスクはそれほど大きくはない。大きなポカをするのは、実はトップマネジメントが戦略を間違えるときだ。トップが戦略リスクを負ってしまうと、いくら下が頑張っても頑張りが足りない。従って、新しいリスクマネジメントという仕組みでは、これを明らかにして、ウエートを左上の方に持っていくことで進めている。これは社内にも共有しなければならないので、お手元にグループ報をお配りしているが、こういったところで、事業リスクについての考え方を、グローバルに社員全員に示し、全社としての共有事項としている。

次の28ページは、当社の改革の方向性である。今後は、グローバル化に向けてどうかというのは大切なので、そこにおける業務プロセスの高度化が大切である。そのときには、ルールやガイドライン、法律では物事は解決しないと私は思っている。それをいかに業務プロセスまで落とし込むかということが大切であり、その中で、業務プロセスの明文化をすること、暗黙知ではなく、明文化することと、ヒューマンエラーを防ぐために、いかにITを使うかということが、大きなテーマだと思っている。

日本企業がグローバル企業になるということは多国籍企業になるということだと考えている。従ってそれぞれの多国籍企業が属している地域の法制度、文化は、当然ながら尊重していかなければいけない。この部分については、企業価値をそこで損ねてはいけない。しかしながら、三菱重工グループとしての共通の価値観をどのように設定していくかが非常に難しいところであり、これをまとめてグローバルポリシーという形で文章化している。

そういったものを現実の業務プロセスに持ち込んでいけるかどうかというのが、成果を上げるためにとっても大切であると考えている。私が所掌しているファイナンスのところでは、資金をグローバルベースに一括管理することによって、それを進めている。資金を一元管理することによって資金を有効活用するということは当然だが、私が最も重視しているのは、グループ各社のキャッシュフローの動きをデイリーにモニタリングすることである。変なことが起こると、まずキャッシュに出てくるので、キャッシュフローの動きをモニタリングすることにより、何かおかしいことが起こっていないか、これを追求することによりリスクを早期に摘むという機能を果せる。これはITの仕組みがないとできない。もう1つは、日々の業務の中にリスクは出ているわけだが、それを人間が見ていくのはかなり難しいので、会計も含めた様々な帳票や伝票を、今、ロボティクスを使って、自動的に処理している。そこにITを組み合わせることによって、この取引先と連続して同じ金額が出てくるのはおかしいのではないかとか、過去の取引先と違う取引先に対してどんなお金が払われているか、AIは、人間が考えられないスピードでピックアップしてくる。そのようなことで、ある意味、この業務を世界に共通化することによって、1つのプラットフォームとして、三菱重工グループとしてのガバナンスを含めた、業務効率化を含めた取組を進めているところである。

最後になるが、事業活動をして成果を上げているのは、実際は多くの社員なので、社員に我々トップの考え方をどれだけ示せるかというところには、すごく意を用いている。グローバルベースに出している先ほどのグループ報には必ず経営の話を入れており、例えば、TOPの考え方や、当社が将来進んでいくべき方向性、我々がSDGsに対してどのように貢献していくか、技術面の進め方についてはCTOがこの様にやっていくということを、定期的にグループ報に載せて、グループ全員が価値観を共有するように努めている。最後に、31ページの経営の方向性については、これは新しい考えということで、議論をしている最中でありまとまっているものではないが、経営コンセプトとしては、グループ全体としての企業価値をどう上げていくかということなので、それぞれに応じて進めている。

私は、日本の企業はグローバルベースの企業として、あまり成功しているとは思っていない。それは、日本がユニーク過ぎるという面もあると思うが、多くの事例を私なりに研究したところ、日本企業は、過度の干渉をしているか、過度の放任をしているかのどちらかである。先ほどご説明したグローバルポリシーというのは、全体として守ってもらわなければいけないものと、各リージョナルなエンティティの判断でやってもいいことを明らかにすることであり、そこでどう調整をするかというところである。

これについては、様々な立場、つまり、本社体制をどうするのか、人事制度はどうか、企業防衛をどうするのか、財務統一基準、技術はどうかといった具体的な問題に即して、今後、さらに議論を深めていきたいと思っている。

- 【太田委員】24 ページで、経営管理指標の高度化に取り組まれてきた長い歴史のご説明があった。ベースは昭和 39 年からあったというご説明であったが、もう少し足元に視点を寄せると、2010 年以降、2017 年あるいは 2018 年までに大変な進化をしてきたと思う。各企業の前段のペーパーもそうだが、経営管理基盤というか指標を、グループ会社も含めてどう共通化できるか、まさにこれが一番の肝だと思っている。
質問は、御社がこれらに投じた時間の長さが最低限 7、8 年だったことは分かるが、経営資源投入としてはマンパワーを含め、どれぐらいのオーダーだったのか、もし可能であれば教えて頂きたい。
- 【小口委員】改革に要したコストというか、どれぐらいでやったかということか。
- 【太田委員】そう。目先でいえば、システム投資が膨大にかかったのではないかと思う。全ての日本企業がこういった確実なステップを踏めるとは思えないが、これからの議論が進んでいく過程の中で、1つの成功事例というか、モデルを示していくことになると思う。そのとき、この程度のことをやろうとすると、これぐらいかかるのだという目処感がわかれば、御社以外の事例にも上手く横展開できるのではないかということが、質問の背景にある。
- 【小口委員】正確にお答えできるかどうかは別として、あまりコストはかけていない。一番労力がかかっているとすれば、SBU別にバランスシートを設定するところであり、これが実は面倒くさい。というのは、工場とSBUが必ずしも1対1の関係となっていないから。したがって、過去は、 balan

スシートをつけたいが、生産が流動化している中で紐づけることは無理ではないかということであきらめていた。ところが、これは物事の考えようで、要は誰がオーナーだということを決めてしまえば良い。したがって、先ほど言ったように、まずは戦略だけを考えてくださいということにした。社員がどうかとか、設備がどうかとか、工場をどうするかということを考えていないで結構ですということにして、自分の事業にどれだけの設備が欲しいのだということ、手を挙げさせて、それをBSとして組み換えてしまった。そうすると、あとはこの工場を自分たちで使いきれなければ、誰かに貸すという形で、今度はPLの問題に置き換えてしまうということにした。ここが、言えば簡単な話だが、意外に大変だった。特に膨大なアセットを資本も含めて組み付けるのが大変だったのだが、これが終わった後は、もうBSができているので、キャッシュフローの管理も、ポートフォリオマネジメントの管理も、それほど手間はかかっていない。ただ、これを社員に納得させるのは大変である。今までPL、PLといていたのが、突然BSだの、キャッシュフローだのと言われても、多くの人はどうして良いか分からないという話になるわけであり、それをするためには手品を使った。

23 ページをご覧くださいと思う。青の折れ線がフリーキャッシュフローだが、2009年までマイナスが続いている。これだけの期間、当社はフリーキャッシュがずっとマイナスの会社だったということだ。なぜかという、キャッシュなんか誰も気にしていないから。でも、このままだと投資をするにもお金がないし、どうにもならない。

2010年から急にプラスになっているが、これは実はマジックを使った。私は財務をやっていたので、バランスシートをキュッと絞れば、短期間にプラスになるというのは分かっており、最初にバランスシートをつけるときに、そのところに仕掛けを入れて、キャッシュはごまかせないので、全社のアセットをギュウギュウと縮めた。その結果、プラスが出た。皆、「いや、たまたまでしょう」と言っていたが、2年目もプラスが出たと言うとだいぶ信じる人が増えてきた。この人のいうことを信じてもいいのかなと。3年目は、非常に頑張ってプラスを出したが、ここまでいくと、今までずっとマイナスだったものが、3年続けて、新しい戦略的事業評価制度でこういうことをやるとプラスになるのだと。1年目、2年目は、答えは私の中にあっただけだが、嘘がだんだん真になってしまう。今では、会社の中でキャッシュフローを否定する人は、誰もいない。この様に新しい仕組みを定着させるには、やはり時間が少しかかる。

- 【藤原様（小林委員代理）】以前にこの場でプレゼンをさせて頂いたが、私

どもは純粋持株の指名委員会等設置会社で、上場子会社付きという、いろいろ話題が豊富な、教材としては良い企業グループだと思っている。現在、グローバル・グループガバナンス・コードを策定しているのだが、結局、そこで議論になるのは、上場子会社に対する親会社の関与についてである。いつも問題になるのは、上場子会社における少数株主の利益相反。一方で、当社がグループマネジメントを強化して、企業価値の向上を図るに当たっては、先ほど小口さんからもお話があったように、リスクマネジメントが極めて重要だ。

つい先般、当社の上場子会社が 7,000 億円規模の M & A を決めた。当社は 50.6% の株式を持っているので、半分にしたって 3,500 億円だ。未だかつて 3,500 億円もの買収は当社としてもやったことがない。そういうことをいきなり上場子会社で「決めました」と持ってこられたとき、これに親会社がどう関与できるのか。あるいは、何らかの事前の段階での歯止めというか、少なくともリスクチェックというか、意見を言うなり、極論すれば反対するという余地があるのかどうか、こういう問題に直面している。

そうした中で、経産省の資料の 26 ページにある「一般投資家との比較」ということと言えば、まさに上場子会社においては、親会社というところの「経営者的機能」を有する株主が株式を半分以上持っていることのメリットというか、文字通りここに書かれている「経営に関する高度な知見」を親会社が発揮して、これだけの規模のことを行う背景に潜んでいるリスクを分析し、きちんとそれを自社の株主に対しても説明できる。あるいは、上場子会社の少数株主に対しても納得がいくように説明することができるはずだ。

しかし実際には、「経営に関する高度な知見」を有する株主がせっかく存在しているのに、その知見を活用できない。極論すれば、確かに親会社は上場子会社の取締役の選任のところで権利を有しており、これは伝家の宝刀と言われるが、宝の持ち腐れみたいなことになっているわけだ。

そうであるならば、ガバナンス・コードのルール化というか、何らかの事前チェックのメカニズムを導入できないものか。1 つには、規模基準で何らかのメルクマールを引いて、独立性云々の議論とは別に、リスクマネジメントの観点からルール化したらどうかという考えもあるが、なかなか定量的にルール化するのは難しいだろう。そういう意味では、特にリスク管理的な機能において、親会社がいわば上場子会社の社外取締役的な機能を果たすということが現実的かもしれない。上場子会社のボード・リプレゼンテーションにおいて、親会社の一定の関与をルール化する。特に上場子会社の社外取締役の適格性とか資質とか、こういったところに明確に物を申すとか、さらにはむしろ指名していくというようなやり方が考えられるのではないか。

これは「守り」のガバナンスかもしれないが、いずれにしても、積極的な企業価値の向上のためにはリスクファクターを減らすほうがいいわけなので、親会社がせっかく 50%超を持っていて、極論すれば上場子会社の取締役にはバツをつける権利を持っているのに、これが実際には宝の持ち腐れであるならば、少数株主の利益の保護という観点と併せて、今後の議論の中で何か良いやり方を考えられないか、問題提起をさせて頂けたらと思っている。

- 【三笈委員】23 ページの「キャッシュフロー・財務基盤の推移」という資料でご説明頂いた点に関連して質問したい。三菱重工さんは様々な事業をお持ちだと思うが、その中には巨額の投資が必要な事業と、そうでもない事業があると理解している。それらを1つの企業の中で持っているとき、キャッシュフローの振れ幅は非常に大きくなってしまわないかと思う。たとえば、巨額な投資が必要なある特定の事業のために、全社的なキャッシュフローが振り回されるが、その事業は将来的には有望なので、継続して運営しましょうと決断する場合に、どのようにバランスをとってマネージしているのかという点について、差し支えない範囲でお話し頂ければと思う。

- 【小口委員】ご指摘のとおり、自動車用のターボチャージャーから原子力プラントまで扱っており、そこにおける事業循環と生み出すキャッシュフローの質が違っているのは、おっしゃるとおりである。それをどのようにマネージするかというのは結構難しい。21 ページの資金循環の資料でご説明したい。

事業というのは必ず新陳代謝があるので、経営としては常に伸びる事業にリソースをシフトしていかなければいけない。ところが、一番稼いでいる人たちからは、「何で俺たちが稼いだ金が、わけのわからない新規事業に使われるのだ。もう少し俺たちは使えるのに」という反対が必ず起こってくる。それだからこそ、逆に、どの事業に使うのかという透明性を高めなければいけない。そのために、社内に設置したリソース配分委員会という会議体を使って透明性を高めるわけだが、そのときの決め手は、伸長・維持の事業でお金を稼いでいる人たちがいますねと。その際にエクイティーを絶対額でつけているのは重要で、ROIでは駄目だと思う。儲かっている事業は、利益の積み増しにより自動的にエクイティーが高くなる。そうすると、「資本コストの高いエクイティーを返上しないのであれば、もっと成長して稼がなければいけないのに、1兆何千億円も稼いでたった6,800億円しか使っていないではないか。それでは今が限界といっているのと同じであるから、使いきれない分を本社によこせ」というような理屈でせまる。事業部門が「そうです

ね。自分たちは、これ以上の経済的価値を出すほどの力はないので、稼いだお金は、どうぞ使ってください」という気持ちになるように、持ってゆく。そういうことを委員会でマネージしていく仕組みにしている。また、戦略的事業評価制度では、どの事業がどれだけ稼いでいるかを見える化すると、伝統のある事業で今まで社内でも威張っていた事業よりも、実は、従来は傍流と思われていた様な事業の方が格付けが上になることもある。その様な事業部門は「俺たちはもっとお金を使っていいんだ」ということで積極的に投資をして伸長することもある。そういう形で、見える化することによって、みんなが、「俺たちは稼げないから、返します」或いは、「俺たちはもっと稼げるから、もらっていいのだ」というコンセンサスを形成することに非常に気を使っている。これができないと、幾ら本社が理屈を言いつのっても実行に移すのは難しい。

- 【三笈委員】次に事務局へのコメントだが、事務局資料で「撤退」と「売却」がナカポツで並列に並べられていることについて、少し違和感がある。「撤退」の中に「売却」が入っているのかもしれないが、事業そのものを畳むという意味での「撤退」と、「売却」はやはり違うのではないか。本当に駄目になった事業だと売れないわけなので。そうだとすると、先ほど三菱重工さんがお話になっていた、事業部単位で色々管理していく中で、この事業については、自分のところで継続するよりも、外部に高く売って投下資本を回収した方が良いだろう、あるいは外部の人に経営を委ねた方が上手くいくだろうというものがあれば、それは売っていけば良いのだと思う。売られた事業に従事する従業員もハッピーかもしれない。資料の作り込みとして、駄目な事業だから「撤退」や「売却」の対象になるというニュアンスでは書かないほうが良いと思ったので、その点については、最後、まとめていただくところでご配慮頂きたい。
- 【石田委員】まず、小口さんへの質問だが、事業リスクのリスクマネジメントのマトリックスというところで、プロセスのリスクはよく分かるが、そもそもストラテジーというか、トップが決める、本当に大きなビジネス・デザインにおいて、リスクというのは——当然、リスクはあるし、果たしてそういうものが本当にマネージできるのかということだ。つまり、御社がストラテジーリスクと言ったときに、それをどのようにマネージしようとしているのかということに、とても興味がある。次に、事務局への質問、コメントだが、上場子会社の問題のところで、インセンティブということを考えたときに、時々私たちが問題にしているのは、

親会社が親会社の株式をストックオプションとして、子会社の社長等に渡すパターンがちよくちよくある。そうすると、果たして子会社の社長がどういうインセンティブを持つかという、当然、自分の経済的利益を高くするため、子会社は親会社のために頑張ろうということになる。そうすると、そこで利益相反が起きるのではないか。つまり、上場子会社の少数株主の利益と利益相反が起きるのではないかという論点もあるのではないかと思った。

- 【小口委員】トップマネジメントの戦略リスクに関するご質問についてお答えしたい。これは、おっしゃるように難しい。ただ、リスクマネジメントにおいて大切なのは、誰が責任なのか。リスクが起きたときに、誰が責任なのかということを確認にすること、これが一番大切なことだと思う。今までは、戦略の間違いにより起きているリスクを、右下もしくはミドルマネジメントのカルチャーのところの問題と捉えていた。例えば、「我々にこんなことはできないはずはない」とか、「上司にできないとは言えない」なんていうカルチャーも、ミドルマネジメントにはあった。しかしながら、最も大切なのは、誰が責任なのか、このことに関して言えば、実は右下のところでは分からない。そういう中で、結果的に大きなリスクがあっても、ほとんど誰が責任なのかということが分からずじまいというのが、正直言って起こっていた。それを明らかにすることが、このマトリックスである。リスクを防ぐか、防がないかとか、戦略が正しいかどうか、これは本当に分からないところがある。そのところでやるということよりも、これは誰がリスクを持ってやったのだということを確認にするとともに、1つのポイントがあるをご理解頂きたいと思う。
- 【坂本課長】上場子会社の問題は非常に難しいので、今後、頂いた点を含めて整理をしていきたいと思う。
- 【大杉委員】まず第1の質問は、ご説明の中で、11ページの監査等委員会設置会社に移行された理由として経営と監督を分離するためと説明されていた点、また、取締役が全員参加して議論していく中で限界を感じる点があったので2015年に3つの改革をされたと説明されていた点、この2点についてもう少し詳しく説明して頂きたい。
質問の第2点は、15ページに関わるころだ。報酬の中にエクイティーをかなり前から入れておられる。最近の改革というよりは、5年以上やっておられるので、おそらく始めた頃に思っていたのと、やってみて違うなとか、プラスマイナス、色々な感触があるのではないかと思う。こんなに古くから導

入されていた会社は他に少ないと思うので、ご報告の本論からは外れてしまおうが、これまでの経緯を振り返って現時点での感触をお聞かせ頂ければということをお願いしたい。

コメントの第1点は、19 ページ、20 ページのところで、ガバナンス改革と経営改革が同じページの表に挙がっていて、これは別々の問題ではなくて、結びついているところがポイントなのだが、ここの表ではなく、小口さんのおっしゃっていた説明がものすごく興味深かったので、これを何らかの形で外部に、経産省の外に発信できるようにして頂きたい。

コメントの第2点は、チーフ・オフィサー制をとって、横串を通すというか、本部が現場を統制するという話があって、これが34 ページとつながっているのだが、このあたりも事務局において課題を整理するときに、テイクノートして頂ければと思った。

事務局資料 29 ページに課題が挙げられていて、例えば、①の a の会社では、頭に体が追いついていない。本部は色々考えているが、それを現場が分かって、ついてきてもらうことが現時点でできていないとされている。これは素人考えで、本部と現場の経営幹部の人事交流的なことをやれば多少改善できるのかなと思いながら、事前に資料を拝見していたのだが、今日、大勢経営者の方がいらっしゃるの、それは有りなのか、無しなのかというのを教えて頂きたい。

事務局資料 33 ページに PL から BS へという話が出て、その次の 34 ページにそれを支えるインフラが紹介されているのだが、これはまさに小口さんがおっしゃった三菱重工の話が典型例なので、ここは最終的なプロダクト（ガイドライン）を作るときに良い例として挙げていただきたいと思った。

最後だが、先ほど藤原さんがおっしゃっていた話の最後あたりで、親会社と上場子会社の関係について、最後は議決権を行使、あるいは人事で、というお話があったのだが、親会社と上場子会社が対立して等の事例は、時々日経新聞にも載る。事例の名称や社名を覚えていないのだが、そのあたりを調べて頂いて、最終成果物への気づきがあるかどうかのチェックを頂きたいと思う。

- 【小口委員】従来の監査役制、取締役会で物事を決めていくことが、何か使いつらいというふうにしたのは、私の事例で申せば、資金部長のときにリーマンショックが起こり、世の中からお金が消えていった時に、会社をつぶさないために、とにかくお金を集めなければいけないという状況に陥ったことが挙げられる。ところが、取締役会規則によると、資金の調達は取締役会の決議事項となっている。そうすると、1 カ月に一度やりますかという話と、

そんなスピードで世の中は動いてないよというときに、では、しょっちゅう何十人もいる取締役会を開くのか。そこで、私なりに日本の会社法を見ていたとき、これは企業経営上の意思決定の片面しか見ていないと考えるに至った。つまり、投資をするときや多額の借財をするときに、何かの手続きをするとなっているのだが、企業経営をやっている側からみると、借財をしないというリスクはどうなのだと思う。つまり、お金を借りるときだけ議論しているけれども、例えば私がポカをして、お金を借り忘れたことによって、会社に資金がなくなつてつぶれたら、誰の責任なのだと。経営というのはプラスとマイナス面、投資もそうだし、投資をしないというリスクもあるわけで、これが取締役会で議論できるのか。借財しますということは議論しても、では借財しない、提案しなかったらどうなのだと考えたときに、これはかなり私の個人的な意見かも知れないが、日本の取締役会と会社法というのは、経営実務にたぶん合っていないのではないかと思う。故に、借りることも、返すことも含めて、専門のオフィサーに任せたらどうか。そのオフィサーがちゃんとやっているかどうかを、外部の専門家であったり、社外の役員の方がウオッチするほうが、より現実的ではないかと考えたというところである。ご回答になっているかどうか分からないが、そういうことである。

もう1つ、業績連動や株式による報酬の点は、結構長く昔からやっている。私が貰い出したのは5年目なのだが、狙い通りの効果を発揮できているか疑問がある。前回、中村委員からご指摘のあった二重課税の問題もあるし、ストックオプションを実際に行使できる時期が任期後になるのに、税金は付与された時点で払うとか、さまざまな制度設計上の課題がある。また、実際に行使できるのは、経営参加を止めてから相当年数を経た後になるので、その時の株価は誰の責任という問題もあると思う。

- 【神田座長】本部と現場の交流とかのご質問もあったが、札を立てておられる方が多いので、とりあえず今日は先へ進ませていただいて、また今後、議論していただければと思う。
- 【佐久間委員】まず事務局の資料だが、12ページや25ページで、純粹持株会社とそれ以外という、わかりやすい二元論で整理されているが、実際、多くの会社は事業持株会社であるので、ある意味ではミックスだと思う。そこが、こうあっさり分かれるのか。12ページは、事業持株会社がどこに入っているのか。純粹持株会社ではないので、どこかにちりばめられているのか。事業持株会社がマトリックスなのか、機能別なのか、事業部なのか、あと全く持株していない事業会社はどこになるのか、ちょっとその辺がよく分から

なかった。

細かい言葉遣いだが、「投資家的」というのは若干抵抗がある。というのは、これはご案内のとおり、有報では、政策保有は、純投資以外ということなので、「投資家的」というより、ここに書いてあるように「財務的」ということではないかと思う。

小口委員の取組については、リアリズムを感じるとともに、色々な問題を、見事に上手く解決して、成果が出、なおかつ、それが今日、分かりやすく理解ができた。1点だけ、細かいことだが、先ほど言ったSBUを作られて、横串機能を通された。これは工場がそれなりに大きい会社は、共通の問題を持っているかと思う。ここで、横串とSBUというのは分かるのだが、従来の製造拠点というか、そういうところの工場長的な組織はなくなったということなのか。ある意味ではこれは三次元的に、もう1つ、そういう軸が残っているのかという点について、教えて頂ければと思う。

- 【小口委員】大變的を射たご質問で、従来は、工場自体があたかも1つの会社のように経営していたので、所長以下、スタッフがいて、そのスタッフが地元対応も含めて、例えば安全とか、雇用とか、そういったものも含めて、工場を代表して活動していた。したがって、新しい体制の中で、工場運営者をどうするかというのは、大きな課題になった。例えば、財務部門だと、私の傘下で、皆、横串がずっと入るわけだが、おっしゃるように、リアリズムとしての工場経営をどうするかというのは、実は難しい。そこで、思い切って、今までは工場のトップが工場長という形にしていたが、そうではなくて、アパートの大家さんというか、自分の工場を管理する人、そこに工場事業を貸し込むというイメージで、大家さんみたいな人を新たに任命した。その人が大きな事業のトップを兼務したり、または全く兼務ではなくて、大家さんとしてやるという、やり方は色々あるが、思い切ってそういう形にした。
- 【坂本課長】12ページは、調査票の設計上、4択でご回答頂いているので、事業持株会社の場合には、自社としてマトリックス組織なのか、機能別なのか、事業部制なのか、いずれかで分類されて、回答ベースで集計している。
- 【伊藤委員】まず、事業ポートフォリオの組換え、あるいは事業構造改革がなかなか進んでいない、故に営業利益率が10%未満のセグメントの数、割合が、主要国と比べれば一番高い。何でそうなっているのか、要因はいろいろあると思う。1つは、私は、コーポレートガバナンスとの関わりが大きいと思う。そのうち、代表的なものを1つ言うと、これは色々な経営者の方とお

話ししたり、あるいは先週も社長を退任したばかりの方と率直に話していたら、例えば2期4年の任期で、構造改革はとてもできない、事業ポートフォリオの組換えもできない。3期6年、まあ、ぎりぎりかなと。全くできないとは思わないけれども、2年3期、6年でも、事業構造改革はまずやりにくい、あるいはできないということをやっていた。その結果、日本の大企業は、志向したわけではないのだけれども、結果、短期経営になっていることは認めざるを得ないということをやっていた。これは、サクセッションプランとか、指名委員会の機能のさせ方と随分リンクする話なので、ぜひその辺の視野も持っておかれるといいと思う。

それから、事業ポートフォリオの組換えとか、事業の意思決定、撤退に対する親会社の関与が、純粋持株会社は何か低いというデータがあったが、この点は、今日まさに小口さんが説明していただいたようなKPIを使って、ある種見える化して、事業の意思決定をしようという、ちょうど過渡的なフェーズにあるのだと思う。とりわけ純粋持株会社だと事業ポートフォリオの組換えがやりやすそうに見えるのだが、実は自己抑制というか、遠慮があって、事業から遠いところで、KPIだけで——だけというのは極端だが、それで判断することに対する自己抑制がすごくある。だけど、これはだんだんと自己抑制は薄くなっていくだろうと思うので、また調査すると、違った結果が2年後、3年後に出てくるのではないかと思う。

3つ目、上場子会社問題は根が深いと思っている。利益相反問題は、色々なところで起こっている。先ほど三菱ケミカルの藤原さんが言われたことは、私もボードに参加していて、そういう問題に直面することが多いということだけ、申し上げておきたい。親会社としてどうしたら良いのか試行錯誤の状態にあるといえる。例えば上場子会社と親会社傘下の事業会社との間で取引がなされている場合、その間では何らかの取引条件が決められる。この取引条件の設定の仕方では、上場子会社に利益が落ちないようにしてしまうケースがないでもない。ということは、上場子会社の一般株主、少数株主の利益が、そこで損なわれことにもなりかねない。つまり、親会社の株主のほうに利益が移転してしまうという問題が生ずるケースがみられる。ただ、現実問題として、親会社として、あるいはホールディングスとしてそこに手を入れにくい。つまり、その問題に親会社が仲裁に入ることに自己抑制が働いてしまう場合が生じやすい。などなど、色々な問題がある。

小口さんのお話を聞いていて、思い出したことがある。2年前か3年前に、日本証券アナリスト協会の年次大会で宮永社長と一緒に講演したときに、冒頭、宮永社長がいった言葉に、私は衝撃を受けた。それは同社の時間軸、歴史を示して、「今まで三菱重工は、テクノロジー、テクノロジー、テクノロジー

ジーの会社でした。その結果、こうなったのです」と。「私はそれを反省して、技術と経営システムがきちっと両輪となるような経営、あるいは経営改革をやりたい」と言われたことに、私だけではなくて、会場にいた聴衆は、衝撃を受けたと思う。今日、そのディテールを小口さんにご説明頂いたと思う。大きかったのは、やはりSBU制に移行したということと、チーフ・オフィサー制度をある種ドッキングさせたこと。そこにKPIとか、資本コストという概念を入れ、BSというのをあまり完璧主義ではなくて、とにかくBSを事業ごとに作ってしまおうという、勇気ある決断が大きかったのだと思う。日本企業は完璧主義だから、事業ごとにBSを作ろうとしたときに、反対がいろいろなところから出る。何だ、こんないかげんなアサンプションを設けて、BSを作るなんてとんでもないと。でも、さすが小口さん、それをやりきったというのは、すごい実行力だと思う。これは、今日、小口さんから初めて聞いたが、トップマネジメントに関わるストラテジーリスクが大きかったのではないのということから自らおっしゃられた。ストラテジーリスクは多かれ少なかれあるわけだが、どうやってそれを極小化するかというところに知恵を絞る必要があって、1つは、社外取締役が当該事業の市場環境、競争環境をどのくらい深く理解して、一緒にボードでディスカッションできるかということがすごく重要だと思う。詳細は申し上げませんが、そうしたときに、これは質問に近くなるが、監査等委員会設置会社への移行が、ストラテジーリスクをできるだけ極小化することと、そのガバナンスの構造の組み合わせがうまくマッチングするかなど。やはり社外取締役、社外役員にももっと関与してもらって、事業、市場の環境をよく知ってもらおう。今言われているのは、買収先に社会取締役もどんどん行ってもらい、実態や環境をよく理解してもらわないと、ボードの議論が深くないということだ。そうしたとき、ガバナンス構造の選択が、どのようにリンクしていくのか。あとは、KPIを見える化して作るということと、そのKPIをどういう時間軸の中で捉えるのか。KPIの策定と時間軸は、ある意味で次元の違う話なので、エグゼキューションだと思うが、それがどうなっているか。時間がなければ、後でお答えいただいても結構だ。

- 【小口委員】例えば、社外役員の方がどのように経営に対して関与してくるか、それが会社としてのデシジョンメイキングをより高度なもの、より良いものにできるか、こういうご質問だと思う。先ほど申しましたように、日本の人材育成システムでは、お役人をやった人が民間企業に行って、また大学の先生をやってという、横の動きが限られている以上、どこかに自分のスタンディングポイントはあるが、それは少なくとも万能ではないでしょうとい

う中で、ボードメンバーのコンフィギュレーションの中で、全体として上手くいくかということにすごく意を用いているのが1つ。

それから、取締役会ではできるだけ各論の話をしない。詳細な案件に係る議論は、ほとんどしない。逆にいうと、そういうのはチーフ・オフィサーに任せてくださいと。それよりも、例えばビジネスプランで求めていく方向はどこか、それから、どんな形でリソースを出して、いつまでにどんなリターンを上げるのか、コミットしなさいと。ある意味、厳しい。私も某社外役員から、「小口さんの言っていることは良いけれども、あなた、株価をいつまでにどう上げるのかということの説明が全然ないじゃないか」と言われる。それはかくかくしかじかのKPIを使って、と説明するわけだが、そこにおいては、実は思いがけないぐらいの牽制機能がある。

というのは、我々のほうが実務をやっているわけで、ノウハウとか、情報は圧倒的に多い。しかしながら、それを私たちは見ているよ、成果を見ているよ、それは一人ではなくて、複数がいろいろな角度から見ているというのは、意外に牽制効果を上げると思う。我々としては、事業方針についての説明の時間をものすごくとっている。例えば取締役会の中で、TOPって何だか分からないと言われれば、社外役員のために説明会を開いたりということに努めているが、最も牽制機能を有効ならしめるのは「あんたのことは見ているからね」という、この眼力ではないかと私は思う。

- 【宮島委員】小口さんの報告、事務局、それから全体について1点ずつコメントする。

三菱重工業の組織変更については、今日お話にならなかったのだが、2010年から、工場中心からBU制度に移行する間に事業部組織をとっている期間があって、たぶんそれが助走期間だったと思う。PLを、事業単位のところ、製品単位のところで作成するというプロセスが助走としてあり、最終的にBUが単位となった。こう理解すると、問題になってくるのは、各事業単位の撤退とか縮小についてのルールができ上がってくるプロセスと、それが有効に機能するかどうかという点で、例えば、ルールはあるのだけれども、そのルール自身の実効性というか、そのルールに従ってどれくらい厳密にやるかというところで、たぶん開きがある場合も考えられる。

他の機会でも多角的に事業を行っている企業にお聞きすると、ルールはでき上がったけれども、なかなかそのルール通りには動かせないという経験をお話になる。三菱重工の場合には、全体のイメージとしては、事業部制ができ上がったぐらいからルールができ上がって、BUのところで実際にそのルールが運用された、そして、その運用に関してはルールに従って比較的順調に運

用ができていう理解で良いのか、それともルールを運用するという
ことは、調整がかなり重要だというふうに理解したほうが良いのか。

それとの関係で、社外取締役が関与していく場合だが、事業部門についてル
ールを満たしていないという事態が起きているので、検討という出発点のと
ころからずっと取締役会で議論されているのか。最終的にこのような方向、
撤退する方向で進みますということを提案する形で、つまり、撤退すること
はほぼ決まって、異論があった場合は一度考え直すという形で決まっている
のか。そのあたりの社外取締役の関与の仕方を教えて頂ければと思う。

次に、事務局へのコメントだが、「攻め」と「守り」で言われているが、このう
ち、「攻め」がリスクテイクの促進を意味すると考えると、グループガバナ
ンスでリスクをとるとは、一方ではグループの仕組みを使いながら、積極的に
伸びるところを伸ばしていくという方向が素直に考えると出てくる。もしそ
ういう方向が正しいとすると、R&Dをグループ中心にやるとか、MAをや
ると考えたときに何が促進策として考えられるべきか、というのが一つの課
題となると思う。ただ、ここでは、事実上、撤退の問題だけが、グループガ
バナンスの焦点になるかのような印象があり、「攻め」という言葉からすると、
説明が必要かなと思う。

もう1つは、「攻め」のガバナンスで、事業ポートフォリオの組換えを行う、
あるいは子会社に対する管理を強めるという話をするとき、問題になって
いる企業がどういう企業なのかというのをもう少し特定したほうが良い。こ
こで問題になっているのは、多角化事業の撤収か、あるいは、同一部門であ
っても、海外にグループ展開していった企業の収益が上がらなかったときの
撤退ということと思われる。そのようなグループを中心とした展開のところ
だけが、主としてここで取り上げる問題ということをはっきりさせたほうが
良い。全体の書きぶりからは、専門企業が事業の中の一部の工場の収益が悪
くなったから、そこをどうするかとか、あるいは収益が悪くなったから、専
業企業がどこかに買収されるという問題も含まれているように見えてしま
う。それは、たぶん本意ではなかろうと思うので、そこをクリアにさせたほ
うが良い。

それから、我々は、支配株主（親会社）が少数株主を収奪している事実がな
いかという点を実証分析して、ロシアとか、タイとか、韓国は、そういう事
実があるのに対して、日本では、そういうことは、色々な角度から分析して
も確認できないという結果を示した。今日お話になったのは、支配株主が、
少数株主がいるために、上場子会社に十分なグリップを効かせられないとい
う問題だ。そうすると、素直に考えると、親会社の側からすると、完全子会
社化するというのが最善の選択肢だが、これは妨げている要因な何か、例え

ば、必要資金の関係とか、あるいはそれをやることによって失う他のメリットがあるので逡巡されているのか、その辺のところをお聞かせ頂ければと思う。

- 【小口委員】まず事業所から事業本部、それからドメインという、これはちょっとご理解が違っている。20 ページに記載したとおり、事業本部と事業所のマトリックスであるが、例えば長崎は、船をやったり、原動機もやったり複数やっているの、これを一挙にSBUにいくのはしんどい。そこで、一番下にある工作機械を扱う京都のように、事業所と事業部が一体になっているものから、まずSBU化しましょうというプロセスであって、最終的には長崎、神戸のように複数やっているものをデスインテグレートしたというプロセスになっている。

それから、ポートフォリオを組んでいく上で、ルールに定めた通りきちんと撤退・縮小が実行されているかということだが、確かにこれは難しい問題だが、22 ページにお示したように、明らかにポートフォリオの組換えは増えてきている。これはトップが、やめろというというのが当然あるわけだが、1つは、每期、每期、決算した後、全ての事業部の成績や格付けを経営会議に全部出していく。そうすると、縮小・撤退ゾーンに入っている人たちは、そこで事業を継続するためには、先ほど言ったように、資本コストも高くなるし、資金も得られないわけだから、都度、都度、プランをつくって、私たちが事業を継続したほうが良いですと説明しなければいけない。しかし、そういう事業はほとんど説明することが難しく、実質的に、これはちょっとまずいということで、大体のケースは自主的に統廃合という流れになっていく。自分たちが生きていくためにどうするのか、自ら考える方に持っていくべきあり、ルールに合わせてパツパツパと自動的にやっていくのは、現実的には難しい。

- 【神田座長】上場子会社をなぜ100%子会社にしないのかという点については重要な点なので、今後、またご議論頂きたい。
- 【松元委員】お伺いしたいのは、上場子会社をなぜ100%子会社にしないのかというところで、この点については、ぜひ次回以降、ご議論頂きたいと思う。
この点に関連して、事務局資料についての質問で、もしかすると宮島先生への質問ということになるかもしれないが、今回、上場子会社のパフォーマンスが独立企業と比較して、有意に高い、少なくとも低くはないという資料を

出して頂いた。この資料自体は大変興味深いのだが、今回の研究会のテーマとの関係では、上場子会社を独立企業と比較するよりは、上場子会社を100%子会社と比較しないといけないのではないかという感じがしている。ただ、100%子会社と比較するとなると、100%子会社だとおそらくそんなに情報も開示されていないので、難しいだろうというところもある。これを比較する方法はないのだろうか、また、海外だとそういう研究はあるのだろうか。

- 【神田座長】ご指摘については、次回以降の課題とさせて頂き、ぜひご議論頂きたいと思う。

- 【翁委員】2つコメントがある。1つは、今日、小口様の整理されたお話を伺って、大変勉強になった。アンケート調査を出して頂いたのだが、そのレベルに達していない企業は非常に多くある。今日、小口さんのお話を伺って、戦略的事業評価制度とか、ポートフォリオマネジメントというのは、やはりCFOが重要な役割を果たすなと感じた。その意味で、海外のCFOの役割と日本のCFOの役割はだいぶ違うというふうにも聞いているし、CFOがこういうことにどのように関与していくかということも、重要な論点ではないかと思った。

もう1つは、上場子会社に関しては、私は上場子会社の子会社にもいたことがあるし、上場子会社を持っている親会社のほうでも、最終的にそこは私が出てからTOBしたのだが、そういう意味で、千差万別だと思っている。NTTドコモもそうだし、そういった意味では、色々なケースをよく検討していくことが必要ではないかと思った。

- 【青委員】1点目として、事業ポートフォリオマネジメントを考えていく際には、資本コストを踏まえ、中長期的により高い収益力・企業価値向上を目指していくという意識を持つことが重要。取りまとめにおいては、そういった意識を高めていくのに資する形となればよいと思う。

2点目として、親子上場については次回以降議論をしていくとのことだが、親会社からみると、企業グループの価値向上の観点から上場子会社として維持しておくのが良いのかどうか検討する上での考え方や視点を提供してあげるとよいと思う。その際、非支配株主持分として利益が社外流出することは考慮すべき要素の一つであると思う。

3点目として、先ほど佐久間委員からもご指摘があったことだが、事務局資料25ページにおける「投資家的機能」及び「経営者的機能」という文言が適切かどうかは十分ご検討いただきたい。両機能はトレードオフの関係にあ

るということではなく、実質的には、グループ会社の独立性や自律性をどの程度認めるかにより違いは生ずるものの、経営者には、両機能をバランス良く果たしていくことが求められるものと思う。

以上

お問合せ先

経済産業政策局 産業組織課

電話:03-3501-6521

FAX : 03-3501-6046