

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②)

2018年11月12日

目次

1. 前回の議論のまとめ	.....	P. 3
2. 海外ヒアリングの報告	.....	P. 1 2
3. 論点	.....	P. 1 4
(1) 上場子会社について		
(2) 経営陣の指名の在り方について		
(参考) 企業ヒアリングまとめ		
4. 再掲 (第10回CGS研究会資料)	.....	P. 4 7
5. 参考 (海外ヒアリング詳細)	.....	P. 5 6

1. 前回の議論のまとめ

1. 本社の機能

- (事務局資料P.25について)「投資家的」というと、有価証券報告書等での純投資(連結会社や政策保有株式以外)と紛らわしく、むしろ内容からして、**「財務的」ということではないか。**(佐久間委員)
- **経営者は、「投資家的機能」と「経営者的機能」の両方をやる必要がある。**実質的には、独立性や自律性を大胆に認めるタイプかどうかで違いはあるが、両方を機能させる必要がある。(青委員)

2. 事業ポートフォリオ戦略

- 資本コストを踏まえ、収益力や中長期の企業価値を高めなければいけないという意識が弱い会社が多い。 取りまとめに当たっては、意識喚起が必要。(青委員)
- 良い値段がつくうちに非中核事業を売却して撤退することも少なくないので、資料の中で、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。(三笥委員)
- 「攻め」のガバナンスとしての事業ポートフォリオの組み換えや子会社に対する管理の実効化については、対象となる企業をもう少し特定すべき。(宮島委員)
- 「攻め」のガバナンスという観点からは、グループの仕組みを使って伸びるところを伸ばす方向で、R&Dをグループ中心にやるとか、M&Aをやると考えたときに、次の促進策として何が考えられるかということを検討すべき。(宮島委員)

2. 事業ポートフォリオ戦略

- 本社の機能が弱く、工場（事業所）の力が強い状態では、グローバル競争に勝ち残れない。事業所制を廃止してストラテジーを中心に事業を考える「SBU」制を導入。経営プロセスとしての戦略的事業評価制度において、SBU間のリソース配分状況（どのSBUに入れ、どのSBUから抜くのか）を見える化する仕組みを作り、ポートフォリオの適正化とキャッシュフロー重視の経営にシフト。戦略的事業評価制度に従って、ポートフォリオの組換えが進んだ。
- 事業所の運営ではなく、ストラテジー重視の経営へシフトしたため、実行する者の責任をより重視し、チーフオフィサー制度と、その監査・監督の仕組みを同時に作った。チーフオフィサー制により、事業側に対して横串を刺した。
- 従来の事業所中心（地方分権）の状態から、リソース配分やリスクマネジメントの権限を（本社に）集約し、コントロールを高める「中央集権化」の方向でガバナンスを進化させる。
- 事業には「寿命」があるため、本社は、新規事業に投資し、ポートフォリオを新しいものに組み替えていく。こうした資金循環により、ポートフォリオの適正化を図っている。

(以上、小口委員)

3. 事業セグメントの評価・資源配分

- 戦略的事業評価制度やポートフォリオマネジメントは、C F Oが重要な役割を果たす。海外と日本では、C F Oの役割が相当異なるのではないか。(翁委員)
- ビジネスユニットごとにBSを策定し、BSが生み出すキャッシュフロー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採用している。事業自体の評価についても、ビジネスユニット別に市場の中でのポジションを点数化して格付けを行い、その格付けに応じて資本コストを設定している。(小口委員)
- 以前はPL重視だったが、経営改革以降、BS、CFと、これらを組み合わせた包括的指標としてTOP (Triple One Proportion) を導入。帰納的にみると、良い会社は大体、総資産：事業規模：時価総額の比率が1:1:1になっている。(小口委員)
- ビジネスユニット別のBSの作成のため、膨大なアセットを組み付けるのは大変だったが、「誰がオーナーか」により整理した。BSさえできれば、CF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らなかった。(小口委員)
- 事業には必ず新陳代謝があり、伸びる事業にリソースをシフトしていく必要がある。どの事業に資源を使うのかについて、透明性を高めることが必要。その際、リソース配分委員会を使って、事業部門にエクイティーの絶対値を割り振ることが重要。(小口委員)
- 三菱重工業はPLによる管理からBSによる管理へシフトした好事例として、最終とりまとめに入れるとよい。(大杉委員)

4. 上場子会社関係

- 親会社が自らの株式をストックオプションとして上場子会社の社長に渡すと、上場子会社の社長と上場子会社の少数株主との間に利益相反関係が生じるのではないか。（石田委員）
- 実証分析では、ロシアとか、タイとか、韓国では支配株主による少数株主の収奪といった事実があるが、日本ではそういった事実は観察されていない。（宮島委員）
- 親会社が上場子会社のリスク管理を行うにあたって、子会社の社外取締役の適格性や資質などに意見するなど、ボード・リプレゼンテーションのところで関与することも考えられる。（藤原様）
- なぜ100%子会社ではなくて、上場子会社になっているのかという理由を、検討していくべき。上場子会社のパフォーマンスは、独立企業と比較するというよりは、100%子会社である場合と比較すべきではないか。（松元委員）
- 上場子会社も千差万別なので、様々なケースをよく検討していくことが必要。（翁委員）
- 親会社からみると、上場子会社は利益が漏れ出ているため、上場子会社として維持しておくのが良いか、考え方的なものや視点なりを提供する議論をしていくべき。（青委員）

5. その他（小口委員プレゼン）

- リスクマネジメントについて、誰がそのリスクをテイクできるのかという観点から分析したところ、プロセスとエグゼキューションにおけるリスクはそれほど大きくなく、トップマネジメントによるストラテジーリスクが大きかったため、こうしたリスクを重視した仕組みとしている。
- 業務プロセスを高度化するため、暗黙知ではなく明文化すること、ヒューマンエラーを防ぐために、いかにITを活用するかということが重要。
- 多国籍企業として、地域ごとの法制度や文化は尊重しつつ、企業グループとしての共通の価値観の設定が難しいところで、グローバルポリシーという形で文章化している。
- これを業務プロセスに持ち込んでいくことが重要で、ファイナンスでは、資金をグローバルベースで一括管理することで有効活用する。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を日々モニタリングすることで、リスクを早期に摘むという機能。これにはITの仕組みが必要。
- 社外役員の関与により、企業的意思決定をより高度なものにできるかという点について。日本の人材市場は流動性が低いため、個人ベースではなく、取締役会の委員構成が全体としてうまくいくかに留意している。できるだけ、（取締役会では）各論の話はせず、チーフ・オフィサーに任せて、ビジネスプランの方向性や、どんな形でリソースを確保し、いつまでにリターンを上げるかをコミットせよ、ということ。

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財務的シナジーを実現する機能と②事業的シナジーを実現する機能の2つに分けて整理できるのではないか。
- 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。

本社の役割に関する整理

①財務的（Financial）シナジーの実現

②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、本会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）

一部加筆して再掲

- 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事業的シナジーを実現する機能は、そもそも一般投資家にはないものであるが、①財務的シナジーを実現する機能（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財務的シナジー		
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事業的シナジー		
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

2. 海外ヒアリングの報告

海外ヒアリング結果概要

※ヒアリング先：イギリス、フランス、ドイツの企業、政府系団体、民間団体、米国企業日本法人
詳細は、後述の「5. 参考（海外ヒアリング詳細）」参照。

ヒアリング項目	主なコメント	日本の現状
事業ポートフォリオ管理 ・戦略 ・管理軸（組織構造） ・評価体制 ・評価・意思決定基準 ・管理インフラ 等	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 経営危機を契機として事業ポートフォリオを抜本的に見直し、コア事業に注力 ✓ 「資産の質」（投資収益率）を重視したポートフォリオ管理 ✓ ROCE（使用資本利益率）と資本コスト+リスクプレミアムの比較を事業評価や投資判断において重視 ✓ 共通の評価軸で事業を管理・評価 ✓ 主要子会社については、国内外問わず共通のITシステムに統合して管理 ✓ 事業部門や地域を超えたシナジー創出のため、専任部署の設置やインセンティブ付与を実施 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 企業における「事業の選択と集中（経営ビジョンに即した事業ポートフォリオの見直し・組み換え）」に対する優先度が、投資家に比べて顕著に低い ✓ リスク・リターンを織り込んだ評価指標による事業ポートフォリオ管理を行っている企業は一部に留まる ✓ 各事業セグメントの管理はPL中心で、BSを作成・管理している企業は限定的ではないか
経営幹部の指名 ・指名委員会 ・後継者計画、経営者育成 ・海外子会社幹部の指名等	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 指名委員会が、取締役会の構成について検討し、選任プロセスに主体的に関与 ✓ 監査役会（スーパーバイザーボード）が指名するが、実務では執行側の意思が反映されている ✓ 海外子会社の社長についても、グループ全体としての経営幹部の後継者計画の一部として検討 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 指名委員会を設置する企業は増加（約1 / 3）。ただし約半数は社内者中心 ✓ 後継者計画への監督の仕組みを構築している企業はいまだ少数で、今後の課題。
内部統制システム ・3線ディフェンス ・リスク管理 ・人材育成 等	<ul style="list-style-type: none"> ✓ リスク管理はかなり集権的に行っている。 ✓ 内部監査のヘッドは、CEOと監査委員会の両方に報告。 ✓ 内部監査は、グループレベルで本社直結の体系。 ✓ 事業別にリスク管理（内部監査）のラインを構築し、事業横断的なリスク管理担当役員まで直結の3線を構築 ✓ 事業別にリスクマトリックスを作成し、年2回レビューを実施 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 最近の不正事案では、内部監査部門の独立性が確保されていないことが指摘されている
英国CGコード改訂 ・取締役会への従業員の関与	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 従業員パネルの設置と担当非業務執行役員の選任を組み合わせた対応を取る企業が多いのではないか 	<p style="text-align: center;">—</p>

3. 論点

(1) 上場子会社について（前回の議論の続き）

上場子会社の状況（市場別、機関設計、外国人株主比率）

- 上場子会社の機関設計別の割合は、全上場会社の機関設計と大きく異なるない。

上場子会社の機関設計

	監査役設置会社	監査等委員会設置会社	指名委員会等設置会社	合計
東京第一部	103	27	10	140
東京第二部	50	21	0	71
東京JASDAQ	51	21	1	73
東京マザーズ	15	6	0	21
その他（札幌、名古屋）	6	2	0	8
合計	225 (72%)	77 (25%)	11 (4%)	313

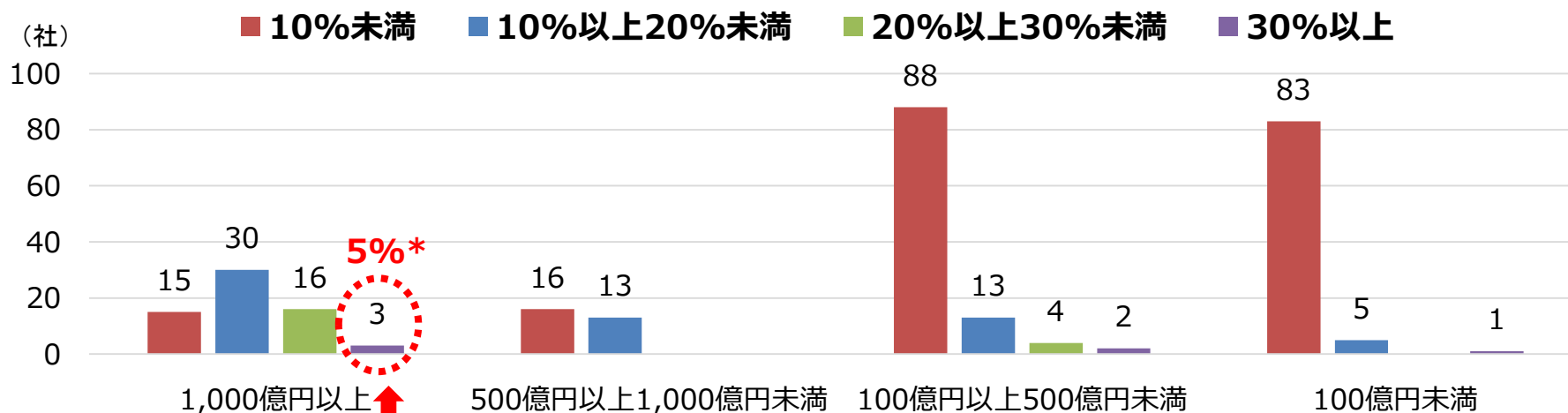
（参考）全上場会社の機関設計

	監査役設置会社	監査等委員会設置会社	指名委員会等設置会社	合計
東京第一部	1,530	520	60	2,110
東京第二部	349	157	3	509
東京JASDAQ	548	179	4	731
東京マザーズ	221	57	4	282
その他（札幌、名古屋、福岡）	83	27	1	111
合計	2,731 (73%)	940 (25%)	72 (2%)	3,743

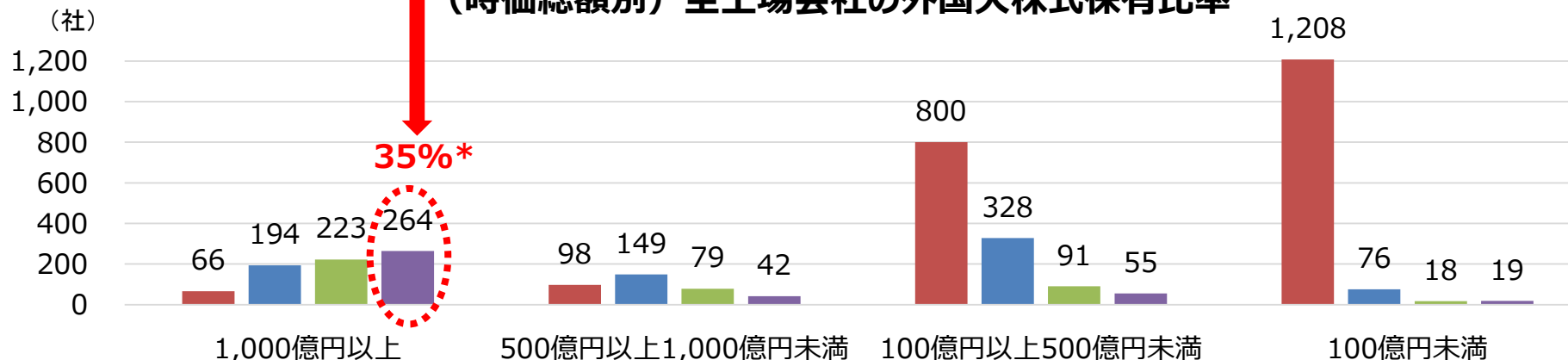
上場子会社の状況（外国人株式保有比率）

- 時価総額1,000億円以上の区分で比較すると、上場子会社では、外国人株式保有比率が30%以上の企業の割合が、上場企業全体に対して顕著に低い。

（時価総額別）上場子会社の外国人株式保有比率



（時価総額別）全上場会社の外国人株式保有比率



*時価総額1,000億円以上の企業数に対し、外国人株式保有比率が30%を超えている企業数の割合

(参考)親子上場の利益相反についての分析 (宮島・新田・宍戸 (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。
- 90年代後半には、完全子会社化による親子上場の解消が急速に進んだ (総合電機メーカー等)。他方、90年代末以降の上場子会社設立の中心は、90年以降に上場した新興企業あるいは商社・小売の大企業であった。IT関連部門、流通部門を中心に、完全子会社の新規公開や買収による上場子会社化が並行して進展した。

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 (社)	対象会社数に占める割合 (%)	傘下の上場子会社数の平均	うち家族支配あり (社)	会社数 (社)	対象会社数に占める割合 (%)	うちピラミッド支配 (社)	うち家族支配あり (社)	会社数 (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

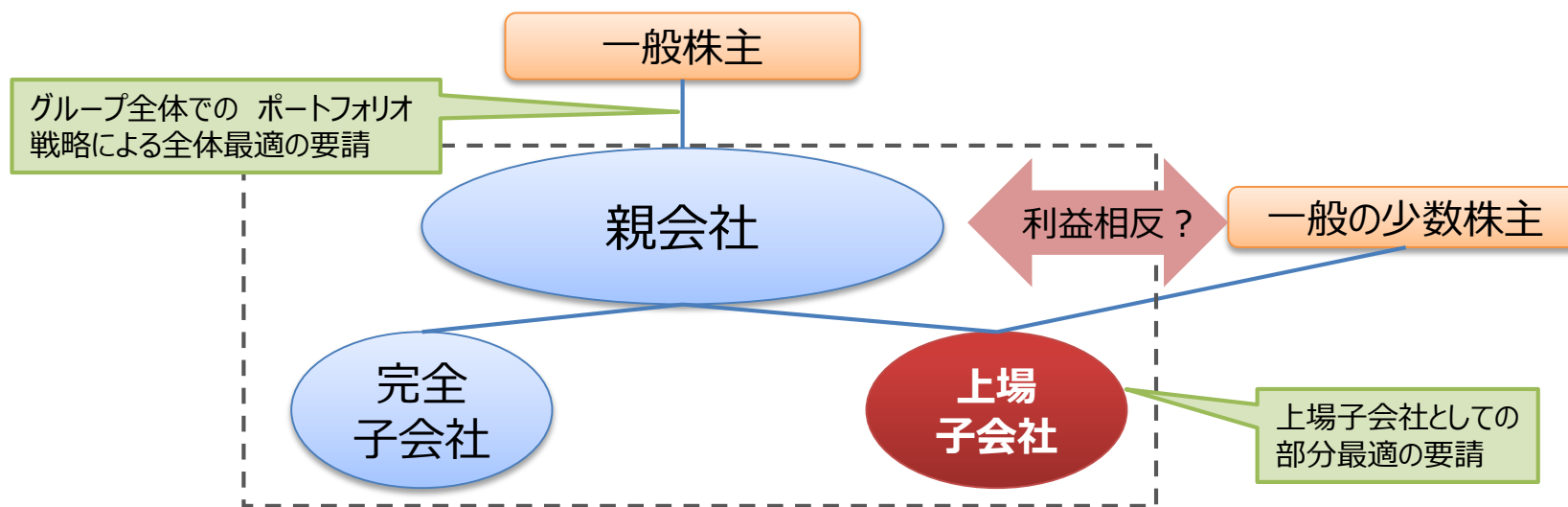
- ・ 集計方法：
33%以上の議決権保有を基準に親子関係を識別。非上場子会社経由の子会社の間接所有やピラミッド構造を考慮した究極の親会社を識別。親会社は究極の上場親会社のみとし、さらに上場親会社を持つ会社は子会社に含まれる。子会社には孫会社以下も含まれる。

(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。

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

一部修正して再掲

- 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。
- 今後、親会社がグループの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。
- 特に、親会社の役割として②事業的シナジー実現機能を重視し、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。



議論の対象とすべき「上場子会社」の範囲について

- 少数株主の利益保護の観点からは、支配株主（創業家等）のいる上場会社が問題となりうる（支配株主と少数株主の利益相反問題）。
- 他方、グループの全体最適を図る観点からの事業ポートフォリオの見直し（※1）や、グループ全体の内部統制システムの構築・運用の責任（※2）については、特に支配株主（親会社）が上場会社である場合に論点となる。
- よって、特にこれらの関係整理が問題となる「親子上場」の場合における上場子会社の問題を中心に、議論を行ってはどうか。

※1：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。

※ 2 会社法（グループ内部統制システムについて） 1 / 2

再掲：第7回CGS研究会
(2018年6月22日)
事務局資料

- 会社法では、「取締役の職務の執行が法令及び定款に適合することを確保するための体制その他株式会社の業務並びに当該株式会社及びその子会社から成る企業集団の業務の適正を確保するために必要な……体制の整備」（会社法362条4項6号等）については、取締役会において決議しなければならない旨規定されており、「企業（法人）」単位と並び「企業集団（グループ）」単位での「内部統制システム」の構築・運用が求められている。
- 以下、「企業集団（グループ）」単位での内部統制システムを中心に議論する。

以下1～3について、グループ全体については、一義的には親会社の取締役会等が担い、子会社の取締役会等はグループを構成する一部として各子会社の業務の範囲で分担するもの。

1. グループ内部統制システムの基本方針の決定（取締役会）

※「体制の整備の決定」は、内部統制システムの基本方針の決定を意味し、詳細の決定は取締役に委任することができる。と解されている。

※監査役設置会社の大会社、監査等委員会設置会社、指名委員会等設置会社については、決議義務がある（会社法362条5項等）

2. 基本方針に従い、グループ内部統制システムを構築・運用（代表取締役・担当部門等における業務執行取締役）

3. グループ内部統制システムの構築・運用が適切に行われているかを監視・監督（取締役会）

※平成26年会社法改正において、内部統制システムに関する具体的な決議事項のうち、①企業集団の内部統制システムに関する部分を会社法施行規則から会社法に格上げして規定、②監査を支える体制等の決議事項の充実・具体化、③事業報告における開示の内容に、内部統制システムの運用状況の概要を追加、などがなされた。
上記のほか、グループガバナンスに関しては親会社株主の保護に関する改正（多重代表訴訟の導入等）、子会社少数株主の保護に関する改正（親会社等との利益相反取引に係る情報開示の充実）もなされている。

※ 2 会社法（グループ内部統制システムについて） 2 / 2

再掲：第7回CGS研究会
（2018年6月22日）
事務局資料

- 取締役会で行う内部統制システムの基本方針の決定について、具体的決議項目は以下のとおり（会社法施行規則100条1項等）。
- このうち、「企業集団」（グループ）に関する項目は太字部分。

- ①取締役の職務の執行に係る情報の保存及び管理に関する体制
- ②損失の危険（リスク）の管理に関する規程その他の体制
- ③取締役の職務の執行が効率的に行われることを確保するための体制
- ④使用人の職務の執行が法令・定款に適合することを確保するための体制
- ⑤**株式会社、その親会社・子会社から成る企業集団における業務の適正を確保するための体制（以下例示）**
 - ア 子会社の取締役等の職務の執行に係る事項の親会社への報告に関する体制**
 - イ 子会社の損失の危険（リスク）の管理に関する規程その他の体制**
 - ウ 子会社の取締役等の職務の執行が効率的に行われることを確保するための体制**
 - エ 子会社の取締役等・使用人の職務の執行が法令・定款に適合することを確保するための体制**

【監査役設置会社の場合は以下の⑥～⑫も含む。監査等委員会設置会社の監査等委員会、指名委員会等設置会社の監査委員会についてもほぼ同様の規定あり】

- ⑥監査役がその職務を補助する使用人を置くことを求めた場合における当該使用人に関する事項
- ⑦⑥の使用人の取締役からの独立性に関する事項
- ⑧監査役から⑥の使用人に対する指示の実行性の確保に関する事項
- ⑨監査役への報告に関する体制（取締役等・使用人からの報告体制、**子会社の取締役等・使用人からの報告体制**）
- ⑩⑨の報告者が当該報告をしたことを理由として不利な取扱いを受けないことを確保するための体制
- ⑪監査役の職務の執行について生ずる費用・債務の処理に係る方針に関する事項
- ⑫その他監査役の監査が実効的に行われることを確保するための体制

※ 2 会社法上の整理 (親会社による子会社の管理・監督について)

- 平成26年会社法改正において、企業グループに関する法制について議論がされたが、株式会社が子会社を管理・監督しなければならない旨の明文の規定は設けられなかった。
- 他方、当時の法制審議会の議論において、**親会社取締役には資産としての子会社株式を管理する義務がある**という見解に賛同する見解が多数出され、**親会社取締役の子会社監督の職務が存在すること**については、ほぼ解釈上の整理がされた。

<参考>

- 複数の学者の委員・幹事から、「**会社の資産である子会社の株式の価値を維持するために必要・適切な手段を講じることが親会社取締役の善管注意義務から要求されており、株主である親会社として、取ることのできる手段を適切に用いて対処するというのも、当然その内容に含まれる**」との意見が出された。

※坂本三郎編著「一問一答 平成26年改正会社法〔第2版〕」(商事法務、2015) 240頁

- 「当部会では、**親会社取締役会による子会社の監督の職務についても**、活発にご議論をいただきました。監督の職務の範囲の不明確性へのご懸念などから、新たな明文の規定を設けることにこそ至りませんでした。当部会におけるご議論を通じて、**そのような監督の職務があることについての解釈上の疑義は、相当程度払拭されたのではないかと思います**」

※岩原紳作部会長発言(2012年8月1日開催の法制審議会会社法制部会第24回会議PDF版議事録9頁)

上場子会社の独立性確保と親会社による内部統制システムの構築・運用①

- 親会社（支配株主）と上場子会社の少数株主とは利益相反関係にあり、**親会社による少数株主の利益の搾取を防止**することは、「上場」子会社としている以上は、当然の要請。こうした観点から、**上場子会社の業務運営上の独立性確保**が求められる。
- 一方、**親会社には、企業グループ全体での内部統制システムの構築・運用の責任**があり、上場子会社についても、必要なリスク管理措置を講じることが求められる。
※親会社の取締役の善管注意義務として、その保有する上場子会社株式について資産価値保全義務を負う。
- 「上場」子会社としている限り、実務上、この**二つの要請への対応**を両立させることが必要。

東証の「上場審査等に関するガイドライン」では、上場子会社の業務運営上の独立性確保を求めており（同Ⅱ 3.（3））、その観点から例えば次のポイントを確認することとされている（新規上場ガイドブック）

- ・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状況が、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

→これらの点は、上場子会社の少数株主の利益保護の観点から確認を行うものであり、上場子会社における業務運営上の独立性が実質的に担保されるのであれば、例えば、親会社がグループにおけるリスク管理の観点から行う次のような取組みが一律に問題視されているものではないと考えられる。

①親会社から上場子会社への取締役の派遣

②上場子会社が重要な業務執行の決定を行う場合の親会社への事前の報告

③親会社がグループ共通のリスク管理規程案を策定し、上場子会社にその採用を推奨し、一定のリスク管理を促すこと

上場子会社の独立性確保と親会社による内部統制システムの構築・運用②

- 上場子会社の業務運営上の独立性確保を前提としつつ、親会社としての企業グループ全体での内部統制システムの構築・運用を行うため、どのような方法が考えられるか。

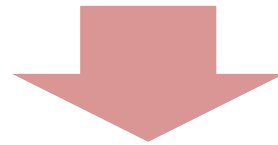
○親会社の会社法上の責務である「グループの内部統制システムの構築・運用」の一つの手段（選択肢）として、例えば、上場子会社における一定規模以上のM & Aの決定等、企業グループとしてのリスク管理上必要な場合については、**親子間協定等（※）により、子会社による独立した意思決定が担保される前提で、事前の協議等を求めることは、子会社の独立性確保の趣旨に反しないのではないか。**（コンプライアンスやリスク管理の観点から、親会社が一定の関与（チェック機能）を行うことは、上場子会社の少数株主と利益相反関係にあるものではなく、むしろ、少数株主からも期待されているものではないか。）

※親会社と上場子会社が、独立当事者間の契約として締結するものを想定。

○あるいは、親会社から上場子会社に対して取締役を派遣し、付議基準を適切に定めた上で、上場子会社の取締役会による監督機能を通じて、グループとしてのリスク管理を徹底することも考えられるか。

グループとしての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

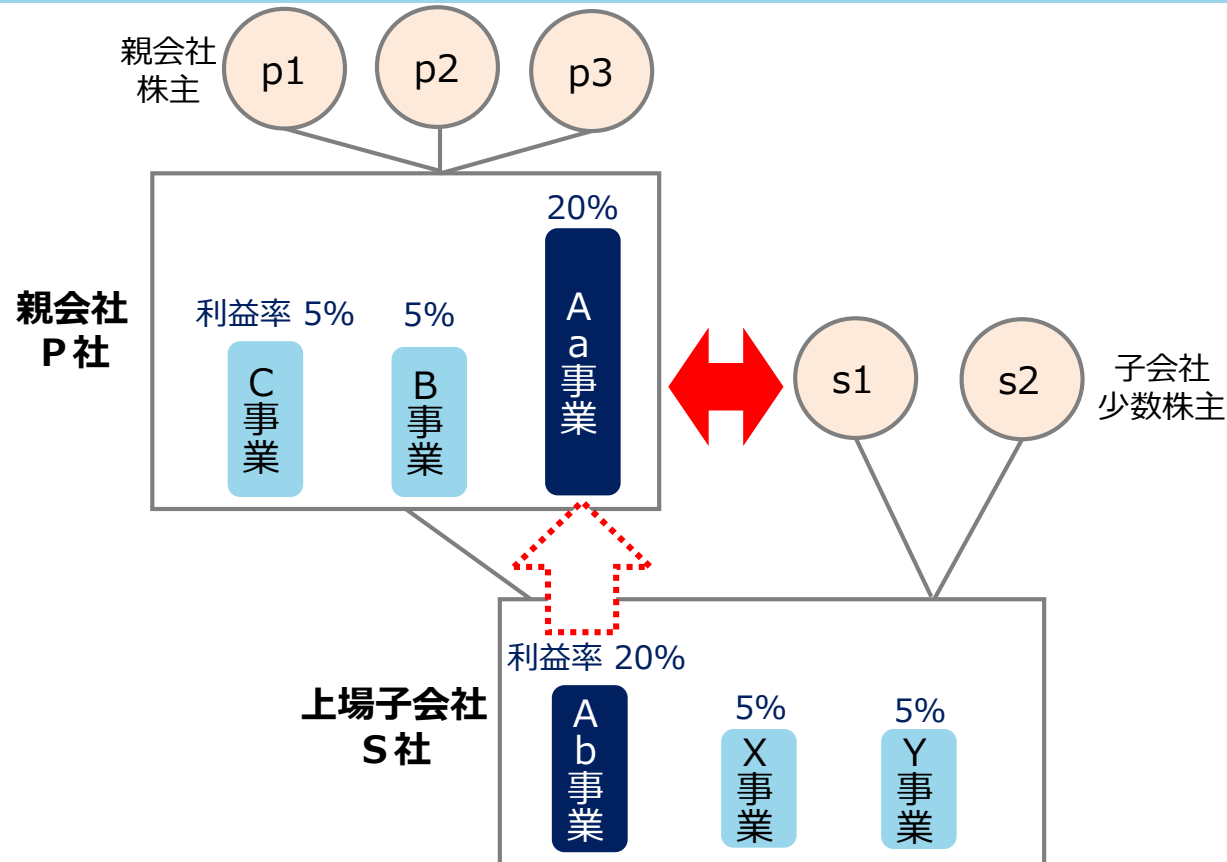
- 親会社は、グループ全体としての企業価値の最大化（全体最適）を目指し、適切に事業ポートフォリオマネジメントを行うことが求められる。※改訂CGコードの原則5-2
- しかしながら、上場子会社には少数株主が存在する以上、グループとしての全体最適と上場子会社としての部分最適が一致しない場合（ゼロサムあるいはコンフリクトの状況）、**全体最適を優先した事業ポートフォリオの見直し**（重複事業の整理等）**を強要することは、少数株主利益との関係で、困難**ではないか。
- ただし、グループとしての事業ポートフォリオの最適化の観点から、**親子の支配—従属関係によるものではなく、独立当事者間の取引**（一定の対価の支払いを含む）として行うことは、考えられるのではないか。



- グループとしての全体最適を目指して、親会社の視点から、自由に事業ポートフォリオマネジメントを行える範囲は、基本的に、**完全子会社に限られる**のではないか。
- 一方、**上場子会社の場合には、独立当事者間の取引**（事業譲渡等）として、一定の対価を支払った上で行うことが必要となるのではないか。

(参考) 事業ポートフォリオの最適化における論点 (イメージ)

- 親会社が、グループの全体最適を図る観点から、上場子会社との間で事業の整理・統合を実施する場合、上場子会社の少数株主の利益保護が問題となりうる。
- 例えば、下図のように、親会社 P 社が A a 事業強化のため、上場子会社 S 社の高収益事業である A b 事業を譲受しようとする場合、S 社の少数株主との関係で利益相反が生じ得る。



親子上場について（評価と対応）

- 親子上場は、グループのポートフォリオ設計において有用な選択肢の一つであり、一概に否定すべきものではないが、親会社は、前述のような上場子会社の位置づけ（独立性確保、グループとしてのリスク管理の必要性、事業ポートフォリオにおける制約等）を踏まえた上で、グループ全体の企業価値を最大化する観点から、上場子会社としておくことが現時点で合理的かどうか、再確認・点検すべきではないか。※コストとベネフィットの関係・状況は、時間とともに変化しうる。
- その上で、「上場」子会社として維持する場合には、その合理性（グループとしての資本コストを踏まえて適切な経営資源の配分であること）について、投資家に対して説明し、理解を得ることが期待されるのではないか。

※投資家からは、親子上場の合理性について疑問視する声があることに留意（詳細は後述参照）。

○上場子会社のメリット（例） ※ヒアリング等に基づく。

- ・ 親会社としての資金調達（IPOによる投資回収）をしつつ、親子関係を残してシナジー実現
- ・ 親会社として、資金制約がある中での投資ポートフォリオの一つの選択肢
- ・ 上場子会社の従業員のモチベーション、リクルーティングにおける優位性
- ・ 上場子会社のブランド維持、取引先との関係（資本関係を残す）

※ M & A の際の条件（独立性維持）となっているケースもあり

(参考) 上場子会社のコスト・ベネフィットのイメージ

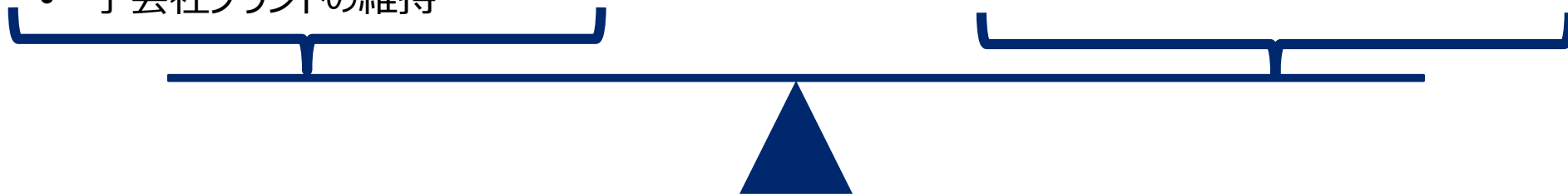
両者の関係は、状況により変化するため、随時点検が必要ではないか。

ベネフィット

- 株式市場からの資金調達
- 親会社保証による信用効果
- 従業員のモチベーション
- 採用での優位性
- 子会社ブランドの維持

コスト

- 上場企業としての独立性確保
(親会社によるコントロールへの制限)
- グループとしてのリスク管理
- 事業ポートフォリオにおける制約



上場子会社におけるガバナンスの在り方について

- 上場子会社においては、事業ポートフォリオ見直しにおける事業再編を含め、親子間取引等において親会社との利益相反リスクがあるため、少数株主利益を保護する観点から、特にガバナンスの実効性確保が重要となるのではないか。
- こうした観点から、上場子会社の社外取締役は、少数株主利益を保護する上で、特に重要な役割を担っているため、特に、十分な人数と資質の確保（役割認識）が求められるのではないか。
- また、上場子会社において実効性の高いガバナンスシステムを構築することは、親会社にとっても、上場子会社の独立性や、親子間取引の公正性について説明責任を果たす上でも、有効ではないか。

○コーポレートガバナンスコード（2018年6月1日改訂）

【原則 4 – 8. 独立社外取締役の有効な活用】

独立社外取締役は会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に寄与するように役割・責務を果たすべきであり、上場会社はそのような資質を十分に備えた独立外取締役を少なくとも2名以上選任すべきである。

また、業種・規模・事業特性・機関設計・会社をとりまく環境等を総合的に勘案して、少なくとも3分の1以上の独立社外取締役を選任することが必要と考える上場会社は、上記にかかわらず、十分な人数の独立社外取締役を選任すべきである。

○判例：コスモ証券コスモ産業事件（大阪地判平14.2.20）

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、旨判示。

親子上場に対する投資家等の見方①

<米系機関投資家>

- そもそも日本の上場子会社はTOB前価格がすでにディスカウントされている。アメリカはフィデューシャリーデューティーの規制等でコストがかかるが、日本はそれがないので親子上場が存在するのではないか。

<米系機関投資家>

- 日本では資本市場に軸がなく、上場子会社でも業績がいい場合もある。アメリカだとあり得ないという評価がなされるが。他方、そもそも上場子会社というものの自体がおかしいのではないかという考えはある。
- 投資判断的には、独立心が強いのであれば親会社のバリューをディスカウントするし、親会社の子会社のハードルになるのであれば子会社のバリューもディスカウントするというかたちでいずれもディスカウントの方向。
- 社員のモチベーション等の観点について、採用時にプラスに働くかもしれないが、経営の舵が曖昧になるのは最悪。
- 完全子会社する資金がないという主張については、財務的にバツなら手放せばいいし、マルなら借り入れてでも買えば良いのではないか。日本では従業員や事業拡大のみしか見ておらず、株主という視点に欠けている。
- 上場子会社に投資することもある。親を引っ張っているのは子というケースもあるのでケースバイケース。

親子上場に対する投資家等の見方②

<国内アセットオーナー>

- 海外のほとんどの証券取引所では、100%子会社になる前段階として親子上場となるケースに限られているが、日本は状況が違う。日本は、コーポレート・ガバナンスが効きようがない形の上場となってしまっている。
- 親子上場は禁止・廃止すべき。今のところ、海外投資家のオポチュニティになっている。
- 親子上場の場合の親会社の態度に矛盾を感じている。すなわち、親会社は自らのバランスシートに載っているものの利益最大化を図らなければならないので、当然、支配している子会社の利益も追及すべきである。他方、親子上場する際には子会社の独立性を担保することが求められていることもあり、子会社の少数株主が親会社に話をしに行っても、独立しているから関係ないと言われる。この使い分けは非常に評判が悪い。

<国内アセットオーナー>

- 親子上場は少数株主の立場に立つとガバナンスが効きにくく、少数株主が害される恐れがある。商取引の関係で言っても一般論としてはよくない。

<国内ファンド>

- 上場子会社の株主として親会社に対話を求めても、子会社は独立しているので子会社と話してくれ、として断られる。結果として、上場子会社は経営者天国になっていたり、株価が割安で放置されていたりする。
- 親会社にアカウントビリティがあるとされていることも踏まえ、親会社には、子会社株主との対話に応じる義務があることを明確にして欲しい。
- 子会社上場は認めるべきでない。仮に認めるとしても、子会社の少数株主を守るために、上場規則で真に独立した社外取締役が過半数いることとすべき。

親子上場に対する投資家等の見方③

<国内研究者>

- 上場子会社は、（グループとしての）ポートフォリオマネジメントの要請と整合的かという点、投資家的に言うと完全にNO。どの投資家と話してもNOと言う。企業価値への貢献が非常に大きい上場子会社なら完全子会社化すれば良いし、他方、そうでない上場子会社は売ってしまえば良い。
- 親会社の株主からすると中途半端な状態なので、すぐに売れと主張する。
- 上場子会社の株は狙われやすい。ディスカウントされた値段で買われ、フェアバリューを主張される
- 親会社から見ても子会社から見ても、シナジーはある。親会社のR&Aインフラを使えたり、人材も探してもらえたりと、シナジーが出ていることも否定できない。投資家からするとNOだが、グループ経営という側面から見るとプラスがある。
- 上場子会社のトップの選解任について取り上げると良いのではないか。上場している以上、子会社の社外取締役がしっかりやるべき。天下りするくらいなら完全子会社化すれば良いし、緊張関係を持つなら子会社社長は株主に任せるべき。
- 親会社と緊張関係を保っている上場子会社もある一方で、完全に受け身の姿勢となっている上場子会社もあるので、これを一律に語るのは難しいかもしれない。

3. 論点

(2) 経営陣の指名の在り方について

中核子会社（国内）への役員派遣と親会社の指名委員会の関与

- 親会社から中核子会社（国内）に役員を派遣している場合、親会社の指名委員会において、子会社の社長・CEOを議論の対象としている割合は2割弱。
- 指名委員会を設置している純粋持株会社では、約半数の企業が主要子会社の社長・CEOを親会社指名委員会における議論の対象としている。

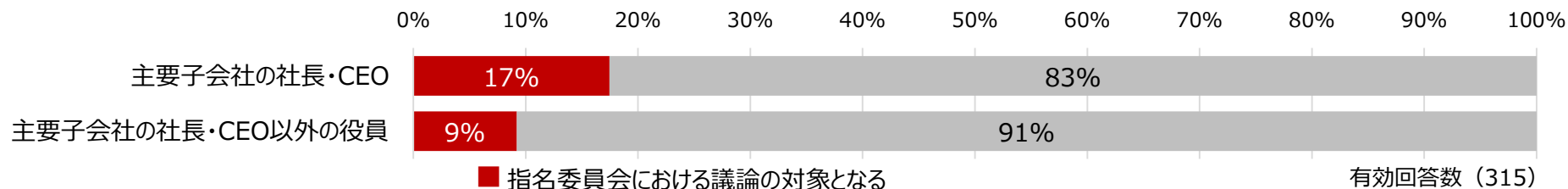
問40. (※指名委員会(法定・任意)、または報酬委員会(法定・任意)のどちらか片方でも設置している場合のみ回答) 指名委員会や報酬委員会(任意の委員会を含む)における議論の対象となる役職の範囲をご教示ください。

問71. 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)のガバナンスに関する事項の状況をご教示ください。

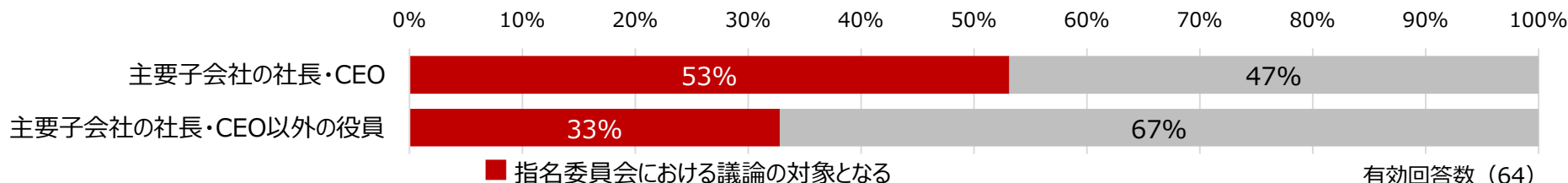
① 指名委員会（任意含む）設置企業のうち、中核子会社（国内）の社長・役員を本社から送り込んでいる企業



①で「該当する」又は「どちらかという該当する」と回答した企業のうち、主要子会社の役員が親会社の指名委員会による議論の対象となる割合



② 指名委員会（任意含む）設置の純粋持株会社において主要子会社の役員が親会社の指名委員会による議論の対象となる割合



子会社経営陣の指名の在り方について

- 会社法上、親会社は、支配株主として、子会社の取締役の選任権限を有する。
- 親会社の取締役会・指名委員会は、グループ全体の企業価値を最大化する観点から、主要子会社の社長・CEOの指名についても、適切に監督をすることが期待されるのではないかと。また、親会社の社長・CEOの後継者計画の一環（候補者の育成ポジション）としても重要。
- ただし、上場子会社の社長・CEOの指名については、親会社（支配株主）と少数株主との間に潜在的な利益相反関係があることに留意し、上場子会社にとって最適な人選が行われるよう、そのプロセスにおけるガバナンスの在り方については、特別な配慮が必要ではないか。

○上場子会社の社長・CEOの指名について

- 現状の実務では、親会社から送り込まれることも多いとの指摘あり。
- 親会社が候補者を提案することは否定されないとしても、上場子会社の取締役会は、少数株主の利益にも配慮し、上場子会社にとって最適な者を代表取締役として選任する責務を負っている。



- 上場子会社の取締役については、支配株主として親会社が選任権限を有するが、会社法上の善管注意義務として求められる「少数株主の利益への配慮」について、どのように実効性を確保するかが課題。

上場子会社の経営陣の指名における指名委員会の在り方について

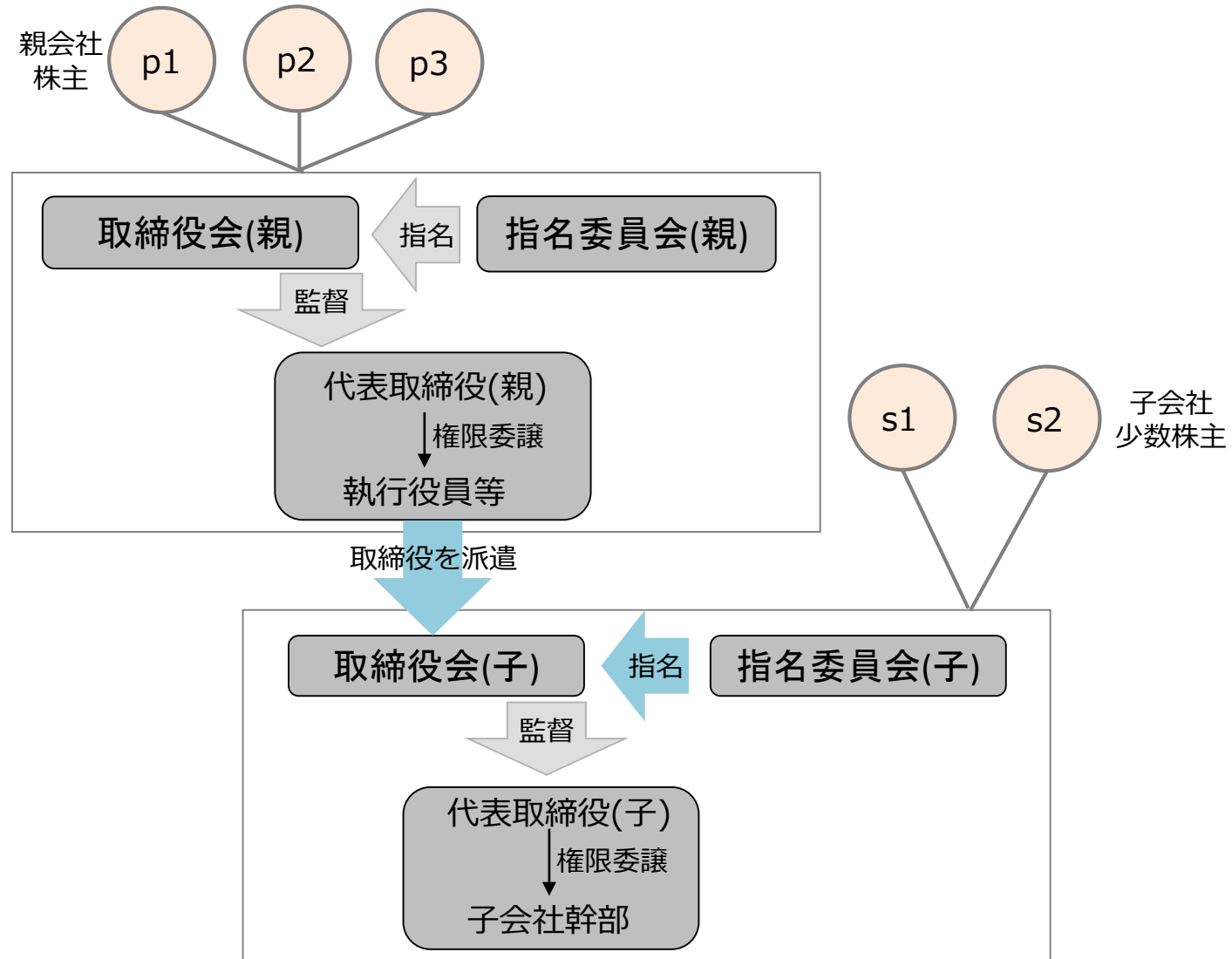
- 上場子会社についても、改訂CGコード及び改訂CGSガイドラインに基づき、原則として、社外取締役（※）を中心とする指名委員会（取締役会の任意の諮問機関）の設置が求められる。※会社法上、その親会社の取締役・執行役・支配人その他の使用人でない者。
- 親会社が候補者を提案する場合においても、**上場子会社の指名委員会**（その委員である社外取締役）は、**少数株主の利益に配慮し、当該上場子会社にとって最適な人選であるかをチェックする役割**が期待される。※上場子会社の社外取締役の役割の重要性については、前述参照。
- 通常、親会社（あるいは企業グループの企業価値向上）にとっても、子会社の企業価値を最大化させる観点から、子会社にとって最適な人選を行うことが合理的であると考えられるため、その指名において、コンフリクトは想定されない。
- この点は、上場子会社であっても同様だとすれば、「上場子会社にとっての最適な人選」を行うため、親会社と上場子会社（それぞれの指名委員会）とが**適切に連携することで、より良い判断を目指す**ことも考えられるのではないかと。



- 子会社の経営陣の指名については、通常は、親子間で協調的に行われることが期待されるが、上場子会社の場合、利益相反リスクに対応するため、その**指名委員会は、独立した立場で、社長・CEO等の指名及び後継者計画に関する方針（ポリシー）を策定し、親会社から提示された候補者に対しても、当該上場子会社にとっての適格性を客観的に判断**するための拠り所とすることが期待されるのではないかと。

(参考) 上場子会社における経営陣の指名 (イメージ)

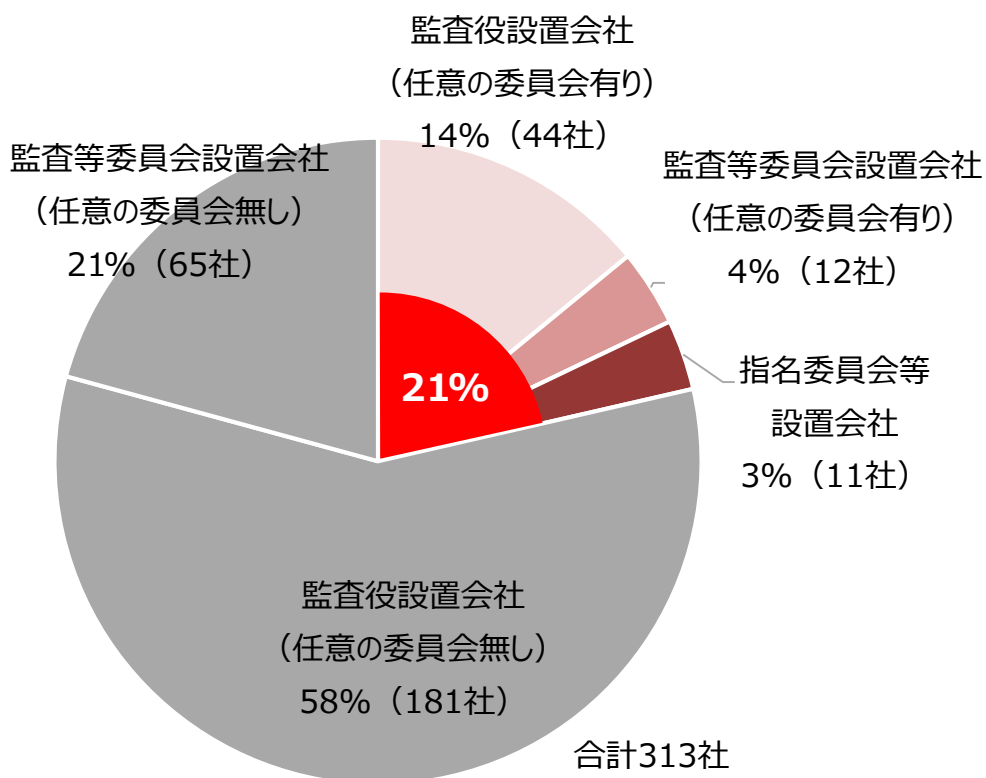
- 上場子会社に対して親会社が取締役を派遣する際のプロセス、特に上場子会社の指名委員会との関係についてどう考えるか。



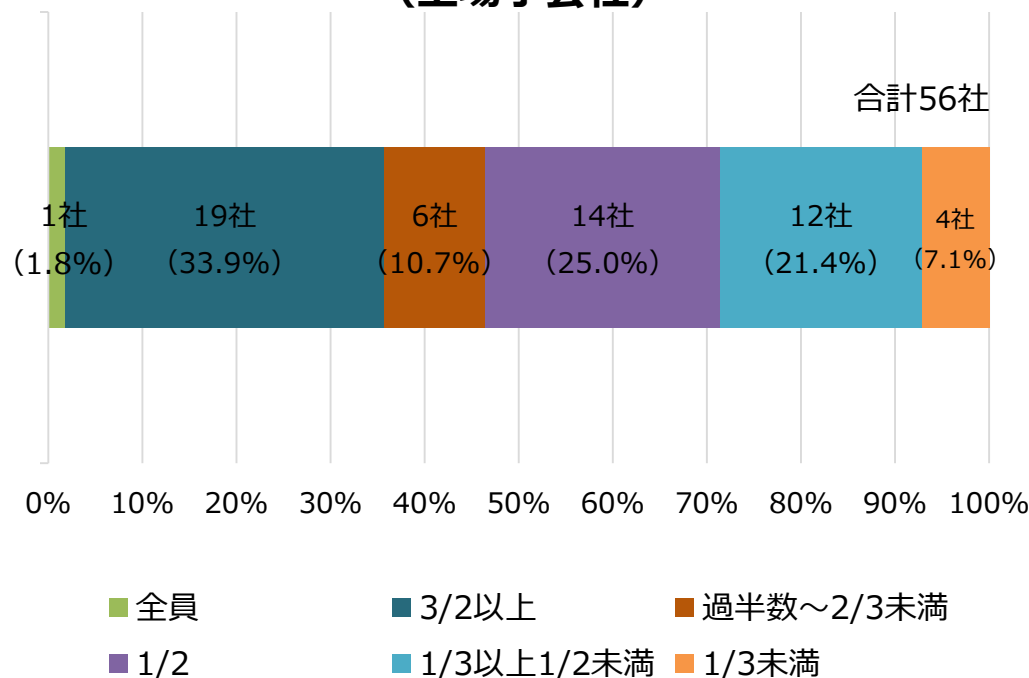
上場子会社における指名委員会の設置状況

- 上場子会社（全市場）において法定又は任意の指名委員会を設置する企業は21%に留まっている（※東証一部全体では34.3%）。
- 任意の指名委員会を設置している上場子会社のうち、44.6%で過半数が社外取締役の委員会構成（※東証一部全体では52.7%）。

上場子会社における指名委員会の設置状況



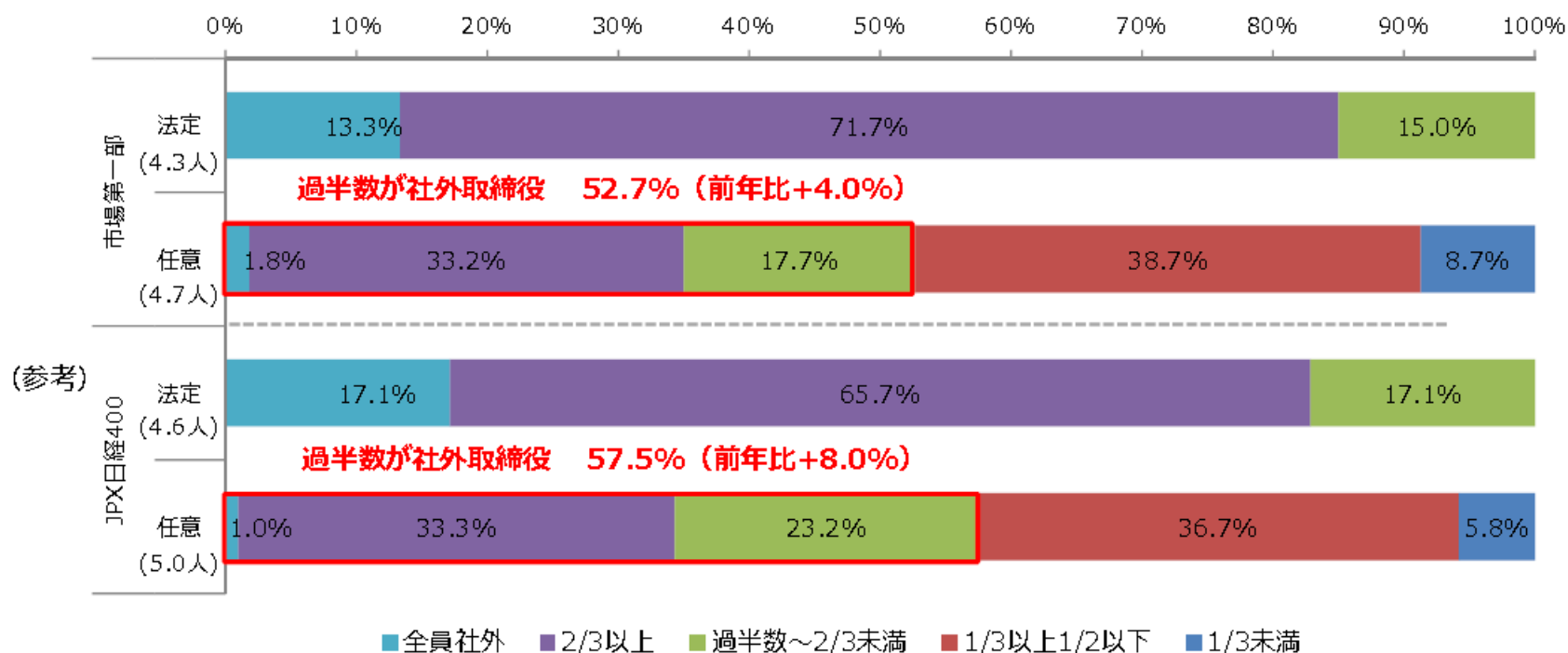
任意の指名委員会における社外取締役の比率 (上場子会社)



指名委員会における社外取締役の比率

- 指名委員会（任意）の過半数が社外取締役である上場会社の比率は、
 - ✓ 市場第一部、JPX日経400ともに5割を超え、それぞれ52.7%、57.5%に。

【指名委員会における社外取締役の比率】



※括弧内は指名委員会の平均人数。

3. 論点

(参考) 企業ヒアリングまとめ

1. 子会社の社長・役員決定プロセス及び親会社の関与について

- **国内の子会社社長については、親会社の社長が決定**している。また、グループ全体で役員をランク付けしており、そこに紐づける形で、一定以上の役員の選任については親会社の承認が必要。その他の子会社役員については、人事担当役員が承認している。海外子会社についても、人事担当役員が承認しているが、社長という地位は顧客アピールの意味があるので、現地の人が就任するのが当然だと考えており、そのようなケースが多い。（電機電子）
- 規模や事業内容等により子会社を格付けし、**主要子会社の社長人事については、親会社主導のもと親会社の社長が決裁**する。社長以外の人事は、子会社側が提案し、親会社で決裁する。したがって、主要子会社の社長は、社長以外の役員の人事について、提案はできるものの決定権は持っていない（実際には、概ね提案通りに決定されている）。あまり大きくない規模の子会社については、子会社で決裁し、親会社に報告している。（製造業）
- 非上場の完全子会社のうち、**主要な事業子会社の社長については、HDの指名委員会に諮られ、さらにHDの取締役会で決議**する。社長以外の代表権保有者（代表取締役、会長、副社長）については、HDの指名委員会には諮らず、直接HDの取締役会で決議する。主要な事業子会社のその他役員については、HDの取締役会の付議事項とはせず、人事担当間で情報共有を行っている。（化学）
- 親会社の役員や経営幹部を兼任している場合等を除き、**子会社役員の人事は、原則として、親会社における子会社管理の担当部署が所掌**している。（製造業）

1. 子会社の社長・役員決定プロセス及び親会社の関与について

- 親会社から子会社に派遣している取締役を除き、子会社の役員については、子会社が提案し、HDが承諾している。**HDの指名委員会は、主要子会社の代表取締役の指名**を対象としている。(小売)
- 主要子会社の役員人事については、**主要子会社が申請し、社外取締役だけで構成されている親会社の指名委員会で承認**する。主要子会社以外の子会社の役員については、各子会社の役員が決め、親会社に申請し、親会社役員が承認している。(金融機関)
- 主要子会社の役員人事については、子会社の取締役会において、**HDの取締役会で承認されることを前提とした決議**を行った後、HDの取締役会で承認している。HDの指名委員会に対しては、あらかじめ報告が必要だが、承認は不要。(金融機関)
- 子会社の取締役は、基本的に、**親会社の取締役や執行役員を兼務**している。(IT)
- 子会社の役員人事は、**親会社の子会社と協議**のうえ選任している。(製造業)
- 子会社の役員については、できるだけ親会社と兼務し、人数を最小限にしようとしている。HDと主要子会社が比較的一体として運営されており、**HDの役員は、全員、事業子会社役員を兼務**している。(広告)
- **子会社の社長人事は、親会社のCEO、CFOが決定**する。子会社の社長以外の役員については、子会社の社長が推薦し、親会社のCEO、CFOが決裁する。(製造業)

1. 子会社の社長・役員決定プロセス及び親会社の関与について

- 子会社の社長や役員選任は、親会社の社長が決裁する。基本的に、重要な子会社については権限委譲を進めようとしているが、その代わりに、その経営者が権限委譲をするに値するか否かの評価について親会社の取締役会で確認をしたいと考えている。（製造業）
- HDの指名委員会は、HD及び主要子会社の執行役員以上の全員を対象としている。これらを一体的に見ることにより、最終的な後継者計画に結びついていくと考えている。（小売）
- 子会社の役員選任は、HDの取締役会までは上がってこない。（製造業）
- 主要子会社の社長人事は親会社で一元的にコントロールしている。また、特に主要な子会社の役員人事は、親会社に報告され、親会社の本部長が承認している。（化学）
- 主要子会社の取締役は、親会社の承認事項としている。（ヘルスケア）
- 子会社の役員人事はHDが一括して決定している。子会社の社長や役員は、本体から派遣されている。社長ポストについては、本体の部長級が社長として派遣されている。例外としては、部長級ではなく、執行役員が事業子会社の社長となったケースが一度あった程度である。（製造業）

1. 子会社の社長・役員決定プロセス及び親会社の関与について

- 子会社のトップは、親会社の間が出向している。基本的に、人事権は親会社のカンパニーの所管部門が握っており、コーポレートには事後報告している。（素材）
- HDが事業子会社の社長や経営陣をコントロールする方法、暴走した時に歯止めをかける方法は人事権しかない。HDの社長・会長が人事権を持っているという背景をもって、権限を委譲している。子会社の役員人事の原案は各子会社で作成し、HDの指名委員会に諮っているが、HDの指名委員会で大きく変わることもある。事業子会社の役員は実態上HDで決めている。「経営管理料だけ納めさせられ、役員の人権もないのか」という声はよく聞くものの、人事権こそが、言うことを聞いてもらうための理屈の源泉である。（エネルギー）
- 親会社のカンパニーの社長及び子会社役員を選任は、各カンパニーが原案を作成し、親会社の社長及び人事担当役員が決定している。親会社の取締役会にはかからない。（化学）
- 子会社社長の選任については、基本的に、子会社社長とHD人事との合議で決めている。子会社役員を選任について、会社法的に考えれば、全てを決めることもできるが「基本的にそういうことはしない」ということになっている。社外役員からも、子会社独自の良さが消えてしまうのではないかという指摘もあった。（運輸）

1. 子会社の社長・役員決定プロセス及び親会社の関与について

- 主要子会社の役員人事については、**親会社が管理**しており、役員や部長、課長等を送り込んでいる。**子会社社長は親会社から派遣**しても良いが、社長以外の役員人事においてはプロパー社員がやる気をなくさないよう、プロパー社員を一定程度処遇しつつ、子会社へ役員を派遣する場合であっても、プロパー社員とのバランス・融合に留意している。（製造業）
- **SBU統括会社（子会社）の取締役人事については、HDが決定**しているが、SBU統括会社の執行役員人事はSBU統括会社の取締役会で決定している。（メディア）
- 子会社の役員人事については、**子会社の規模により、親会社の任意の人事委員会で決定**しているもの、**親会社の経営会議で決定**しているものなど、分けられている。（消費財）
- 子会社の役員人事は、子会社で決定する。**海外事業に関しては、基本的に中間持株会社で決定**しているが、中間持株会社だけで決定できないものはグループ経営会議に諮っている。**中間持株会社の取締役の選任は、グループ経営会議の承認事項**である。（広告）
- **主要子会社の役員人事は、親会社で決定**している。現在、子会社の役員人事をもう少し見ていこうと、部長級以上を親会社で押さえていこうと考えている。（IT）

2. 上場子会社の社長・役員の決定プロセス及び親会社の関与について

- 上場子会社については、独立性が強いため、その社長人事はHDの指名委員会の付議事項とはせず、HDの取締役会でも報告事項としている。（化学）
- 上場子会社の役員人事については、自主性を重んじており、また、独立性を保つため、上場子会社で決定し、HDに報告している。（消費財）
- 上場子会社の取締役人事については、上場子会社の任意の指名委員会から提案され、HDで承認している。ただし、必ずしも全てがそうだというわけではなく、上場子会社の現社長にもHDから派遣した人がいる。また、上場子会社の任意の指名委員会で決定したことは、報告的な意味合いとして、必ずHDの取締役会にかけている。（金融機関）
- 基本的に、上場子会社の社長人事に対して親会社は関知していないが、社長人事の影響が大きいことに鑑み、大株主として当然、意見を言っている。もともと、社長をこの人にせよというようなことを言っているわけではない。（電機電子）
- 上場子会社の社長人事は、基本的に、各上場子会社でやっている。（製造業）

4. 再掲（第10回CGS研究会資料）

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トビリティの遂行」を求めた。（平成19年6月）
- さらに、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。

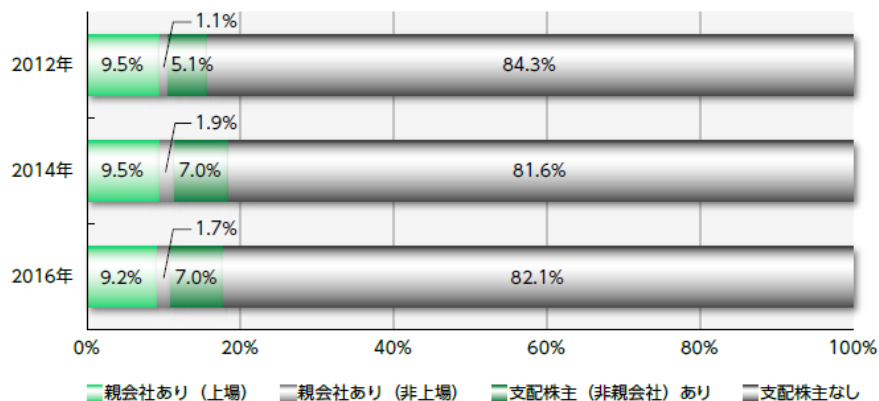
「親会社を有する会社の上場に対する当取引所の考え方について」（東証、平成19年6月）

- 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、新たな投資物件が提供されるなど、**国民経済上の意義**がある。
- その一方、**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**があり、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等、**子会社の株主の権利利益を損なうおそれ**も指摘される。
- 親会社自身の短期的な単体決算対策や、中核事業を行う子会社を上場させることで新規公開に伴う二重に得ようとする等、**安易な目的**で行う事例も見られる。
- 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上では必ずしも望ましくない。

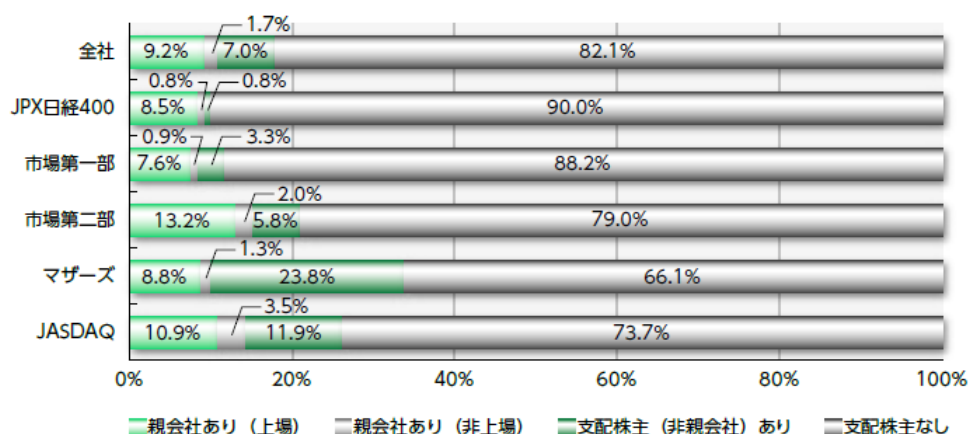
(参考) 上場子会社の状況 (東証コーポレートガバナンス白書2017)

- 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
- 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%）

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）



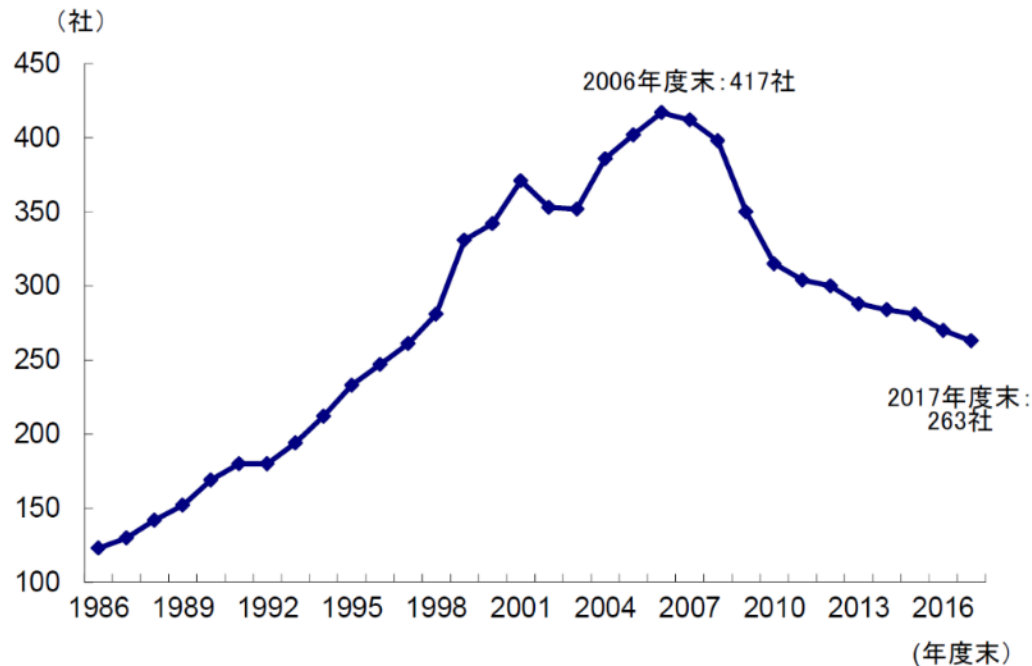
※ 1 親会社：財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則第8条第3項に規定する親会社をいう。

※ 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。

(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

- 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)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

(出典) 親子上場している子会社の業績 —連結決算ベースの分析— 竹澤康子、松浦克己 東洋大学「経済論集」42巻2号 2017年3月

(参考) 親子会社間の利害対立の問題に関する主な判例

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	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 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 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 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 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 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	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 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、取締役に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 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 「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 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 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

(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、その代わりに、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鳥志位真理訳（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。

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

- 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

- 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）
- 連結に占める割合も大きく、コンプラ問題も大きいため、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。（電子電機）
- 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）
- 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）
- 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）
- 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）
- 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

- 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。（電子電機）
- 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）
- 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。（電子電機）
- 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）
- 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もよい。（化学・HD）
- 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）
- 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。

5. 参考（海外ヒアリング詳細）

海外ヒアリング（項目別詳細）

企業のミッション・経営戦略に基づく事業ポートフォリオ戦略

- 当社は2011年に経営危機に直面し、取締役会レベルで抜本的に事業を見直した。その結果、現在のミッションに沿う3事業に集中することになり、当該ミッションに沿わない部門は持分を減らした。（エンジニアリング）
- 当社は「資産の質」（＝投資収益率）を重視したポートフォリオ管理を行っている。また、なぜ、どのように事業を行うのかを、グループ全体としてのCode of Conduct（行動規範）に定めている。（鉱業）
- 創業者の精神が受け継がれており、当社がやるべき事業の境界を画す機能を果たしている。例えば、軍需産業には関与しないこと、高品質なハードウェアを提供すること、IoTに注力すること、これらは創業者の精神に由来すると思う。注力領域として、CEOから“IoT”と明確にメッセージが打ち出され、各事業の方向性と連携されている。具体的な事業ポートフォリオ管理は、事業部門（Division）単位や、事業部門の中のビジネスユニット（BU）単位でそれぞれのヘッドが考えていることだが、この全社としての方向性は、各事業部門のポートフォリオに反映される。（製造業）
- 注力すべき領域の方向性は、それぞれの国で策定している。まずはメガトレンドを捉え（日本であれば高齢化社会・それに伴う社会インフラの整備）、それに対しどう攻めるかという具体的な戦略論を立てていく。ローカルに根差したビジネスのため、この点における本社の関与は限定的である。上記の注力領域に本社から一定の投資が行われるわけではない。これら注力領域の策定は、社員の視野を注力領域に向けるために行っていること。各事業部に与えられた予算の中で、注力すべき領域のテーマに沿った開発が行われる。（化学）
- 当社では新規の事業を作ることを目的とはせず、55,000点にのぼる製品に対し1つ・2つと新製品を増やしていく過程でカバーするマーケットが増え、新規の事業部（事業ポートフォリオ）が誕生している。（化学）

事業管理軸（組織構造）

地域軸で管理しているケース

- 2011年の経営危機以前は事業部別の組織だったが、当社のビジネスは国別に事業環境が大きく異なるため、国別に管理することにした。地域別の統括会社も設置しているが、小所帯で、国が基本的な管理単位。国の中で各事業別の管理を行っている。管理機能部門については、国別CEOと本社の管理機能部門へのダブルレポーティングを構築している。（エンジニアリング）
- 建設業界では現場作業が多く、各国によって規制が異なることから、事業を国別に管理している。管理機能部門については、国代表と本社機能部門への二重報告（Double Solid Line Reporting）となっている。（建設業）

事業軸で管理しているケース

- 法人としては、持株会社制を敷いているが、実務的には法人格を取り払って運用している。事業特性として、技術や現場（鉱山）での生産効率が重要なビジネスなので、トップがボトムと直接につなげることを重視している。（鉱業）
- 当社組織は事業部制であり、ビジネスユニット（BU）が基本単位。管理機能部門については、購買、物流、IT、財務があり、基本的には各BUに属しており、BU長にレポーティングする。他方で、それぞれの機能部門ごとに本社との連携もしており、実線ではなく点線でつながった関係。BU内での異常を機能部門が検知した場合には、本社機能部門に報告することもある。工場を含む海外事業はそれぞれのBUに属している。（製造業）

地域軸×事業軸で管理しているケース

- 本国とインターナショナルとわかれており、インターナショナルの傘下に、地域・国が置かれている。国にはそれぞれ社長をおいている。また、地域軸とは別に24個の事業部の軸も持っている。例えば日本は、日本の社長及びグローバルの事業部のトップがマネージしていることになる。（化学）

事業評価を実施する体制

- 毎年、①Business Reviewと②Budget Reviewを実施している。(エンジニアリング)
 - ①Business Reviewは年4回実施され、本社CEO, CFO, COO及び地域別CEO、国別CEOにより、財務面と運営面（安全性等）の検証を行う。
 - ②Budget Reviewは月次で実施され、内容は主に国別の詳細な財務面の検証であり、予算実績対比、前年度対比を行う。レビュー結果は、約500名の幹部社員のインセンティブ報酬に反映される。
 - 上記とは別に年に一度、取締役レベルで今後3～4年の国別事業別の方向性・注力分野・投下資本を決定する戦略会議も実施される。
- 各BU単位で、月次及び四半期でのパフォーマンスレビューを行っている。(鉱業)
- 事業の評価については、取締役と国別CEOを含めたメンバーで実施される（建設業）
- 毎年1度、グループレベルの経営幹部と各事業部門長の間で事業評価を実施している。この会議体には監査役会（スーパーバイザーボード）は参加しないが、事業の撤退や買収等の重要な意思決定の判断を伴う場合には監査役会へ上げられる。(製造業)

事業評価の指標

- 売上、ROCE（使用資本利益率：Return on Capital Employed）、EBITA、フリーキャッシュフローを評価指標としている。最近では、特にROCEが国別資本コスト（WACC+カントリーリスクプレミアム）を上回るかを重視している。国別資本コスト算定は専門の外部機関に委託している。このほか、競合環境、規制状況をレビューし、どの国に注力するか検討し、国別の投下資本を決定している。（エンジニアリング）
- キャッシュフロー、ROCE（15%以上目標）、サステナビリティ（安全性・環境・人材）の3つの視点で各事業の評価を行っている。（鉱業）
- 国別・地域別の成長率(GDP,人口成長率等)や世界的なメガトレンド（例えば、欧州における高齢化といった社会構造、地域における建物の集積具合、都市・スマートシティの発展予測、設備の更新需要等）を勘案して、注力する国・都市を決定している。定量的な評価指標としては主にEBITDAマージン（EBITDA/売上高）を見ている。（建設業）
- ①事業性（Business Perspective）＝市場の魅力と当社の競争力、②経済性（Financial Perspective）＝期待成長率と収益性(EBIT)、③他事業との関連性（Business Linkages）の3つの軸で総合的に事業を評価している。（製造業）
- 営業利益率を指標にしており、事業部及び製品別に管理している。BS指標も本社では管理されているが、各国に落ちてくるKPIは運転資本のみ。（化学）

投資の判断基準

- プロジェクト全期間の期待IRRがWACC+4%（リスクプレミアム）以上、投資後3年以内にWACC同等のリターン達成等を満たす必要がある。ファイナンス面だけでなく、技術面、イノベーション面、法律面等で複合的に検討をする。（エンジニアリング）
- 投資及び事業評価の観点では、3年という期間を設け、国単位で評価を行っている。一方、本社ではより長期間（5-7年）の事業分析も行っている。当社は上場企業ではあるものの、7割超の株式は創業者一家が保持しており、支配株主から数十年単位という超長期的な視点での経営を求められていることが経営判断に反映されている。具体的には、投下資本の配分では、短期的な市場動向による影響を受ける資本コストとの比較といった財務的な基準よりも、市場の成長性や利益率による判断が重視される。ただし、M&Aについては、適切な資本コストも詳細に検討される。（建設業）
- 投資基準として、IRRがWACC+ 5 %以上という基準を設けている。国別のリスクプレミアムも加味している。我々は30年単位の投資を検討しており、短期的なコモディティ価格の上下動は重要視していない。（鉱業）
- 時間軸をどう考えるかは非常に難しい問題。例えば、2030年以降にしか収益が出ないことが見込まれる事業であっても、社内で議論した結果、戦略的に重要ならば投資すると思う。（製造業）
- 投資の時間軸について、明確な基準はなく、製品によって異なる。長い時間で判断するものもあれば、すぐに廃止とする場合もある。（化学）

意思決定の権限分配

- 一定の金額以上の投資（1,000万ユーロ以上の買収、5,000万ユーロ以上の契約）については、本社のCEO, CFO, General Counsel, COO等で構成されるmanagement committeeでの承認が必要になる。年間100-150件ほどの案件が該当し、2日に1件のペースでレビューを行っている。M&Aについては、取締役会での承認を3億ユーロ以上、上記本社management committeeレベルでの承認を1,000万～3億ユーロ、地域レベルでの承認を100万～1,000万ユーロ、それ以下が各国での権限としている。（エンジニアリング）
- 事業への投資権限については、国別のレベル、地域レベル、本社執行役レベル、CEOレベルで意思決定の内容に応じて閾値を設定している。ただし、定量的な基準とは別に、Consultativeな基準も設けており、閾値に達しない権限内の意思決定であっても、上レベルへの相談は各責任者の判断で適宜行われている。（建設業）
- 意思決定権限については、取引の種類に応じて（例：コンサルティング契約、M&A等）閾値が定められており、閾値を超える案件は上部の決裁を求めることになっている。（製造業）
- 予算の決定については、現在は地域統括会社を通じて米国本社からビジネスグループ単位で方針が落ちてくる形となっている。ビジネスグループ以下の内訳は、国の社長が責任を持っており、国内の各事業部と詰めていく。（化学）

企業の戦略立案における取締役会の役割

- 英国コーポレートガバナンスコードではCEOと取締役会議長は別の人物である必要があり、その要請から、戦略を策定するCEO、それを承認する取締役会とは明確に役割が分かれている。取締役会におけるCEOへの“Good Question”が戦略をより良いものにすると考えられている。（民間団体）
- ドイツでは、戦略の面において監査役会（スーパーバイザリーボード）は役割を期待されていない。監査役会の役割はマイナスの影響から会社を守ること。ただし、実務においては監査役会も経営者へ積極的な提案は行っているし、今後その方向性に進んでいく可能性もある。（政府委員会）

事業の撤退の判断

一定の基準をもとに判断しているケース

- 当社に当該事業を成長させる力があるか、という観点で事業の売却・撤退の判断を行っている。EBITAがプラスの事業であっても、当社に当該事業をより成長させる力がないと判断された場合には売却を行う。反対に、低収益事業の場合でも、当社に成長させる余力（当該地域における当社の技術優位性や人材の質）があれば売却は行わない。また、国別の許容投下資本が予め決まっており、投下資本枠を使い切っている状況で、国別CEOがより成長が望める事業に投資したい場合には、一定の金額以下であれば、国別CEOの判断で成長余地の乏しい事業を売却し、投下資本枠を創出している。（エンジニアリング）
- 毎年、製品のLow margin listを作成している。これをもとに営業利益率が低い製品の廃止の判断を行っている。判断を行っているのはマネジメントレベル（国別副社長と各事業部門長）が該当する。（化学）

事業の撤退を積極的には検討していないケース

- 当社は、元々はコングロマリットだったが、過去20年で交通関係等のノンコアビジネスの売却を進め、現在は建設関係のコアビジネス専門になった。仮にある国の事業の売却を検討するならば、それは経営陣や取締役会のアジェンダになるだろうが、コアビジネスなので簡単には売却しない。買収した会社についても、統合を進め、企業のオペレーションの一部となるので、売却することは想定していない。低収益な国については、5-6年単位で立て直すための計画を策定するが、短期的な収益では判断しない。（建設業）
- 低収益事業については、まずは社内での再生を試みる。それでも難しい場合に初めて売却を検討する。300～500万ユーロ以上の売却は監査役会（スーパーバイザリーボード）での判断となり、従業員代表とのCo-determination(共同決定)が求められる。（製造業）

事業管理のインフラ

- 社内インフラについては、大手ITベンダーのERP（法人用業務システム）で可能な限り統一を図っており、主要な国については全て同一の業務システムが使われている。買収した会社においても、統一された業務システムを導入している。（建設業）
- ITシステムは全社で統一されており、本社でデータの集約が可能。買収した会社についても、IT部門が主導し早急なシステム統合を進める。この点、当社はCentralizedな組織といえる。（製造業）
- （買収先について）共通のFinancial toolを導入することで、買収先企業の実態を可視化している。（化学）
- 事業環境や技術の変化のスピードが速い中で、経営トップがビジネスの現場までグリップしていくためには、タイムリーな経営データの収集やレポートが行えることが重要。（鉱山）

投資と配当の配分の考え方

- 創出されたキャッシュフローについては、配当による還元、既存のバランスシート改善、将来のプロジェクトへの投資、という3要素のバランスを重視して配分している。（鉱山）
- 配当と再投資の割合については、純利益額に至るコスト構造と、同業他社の株主還元施策をベンチマークして、毎年取締役会で議論している。過去は借入をして配当していた時代もあったが、経営危機時に配当額を半減させ、今は純利益額の成長に合わせて徐々に増加させている段階。（エンジニアリング）

新規事業への取組み・投資

- 2012年に5億ユーロの新規事業投資のファンドを立ち上げ、社内プロジェクトや社外スタートアップ等に投資をしている。既にヘルスケア事業では、今年、2つの製品を発売し、市場からは好反応を得ている。各事業部内でも新規事業への取組は行っており、各エンジニアのアイデアをベースに、月一度の頻度でレビューミーティングを行っている。当社では社員の“Entrepreneurship”を大事にしている。(製造業)
- 新製品開発は既存事業のエンジニアが行っている。エンジニアは既存の製品に関わる業務及び新製品の開発の双方に従事している。一方で、コーポレートラボと呼ばれる組織があり、この組織で技術の開発を行っている。これらの技術はテクノロジープラットフォームという形で、グローバルで共有されている。(化学)

事業間のシナジー創出への取組み

- 2014年の組織再編時に、技術部門とイノベーション&マーケティング部門を立上げ、ある国/地域で用いられる技術を他の地域にも横展開 (Replicate Offer) することにインセンティブ付をしている。また、同時期に顧客専任組織の立ち上げも行った。これはグローバル展開している顧客との一つの地域でのビジネスを、同顧客の他国の拠点に横展開することを目的としている。(エンジニアリング)
- 技術的な知識共有を実施している。具体的には、ある部門の技術者をオーストラリアに集め、ベストプラクティスの共有を行った。(鉱業)
- 当社が地域統括会社を持つ理由は各国間のシナジー創出であり、各地域にはナレッジの横展開を担う専任者を置いている。事業間のシナジーについては、製造拠点を1か所に集約し経営資源を共有化することによりシナジー創出を図っている。(建設業)
- コーポレートの管理機能 (購買、ロジスティクス、IT等) を全社で統一することで、コスト削減のシナジーを実現している。ここでは、権限を分散させず、中央集権的な体制を敷いている。ビジネス面でのシナジーとしては、会社として仕組化はしておらず、社員間の交流 (network of people) によって創出されている。(製造業)

本社経営幹部の指名

- 指名委員会は、年4～5回開催され、取締役会の構成、取締役及び執行役の選任、後継者計画、取締役候補者のリクルート、取締役会構成員の能力（スキル）及び経験のマトリックスの管理等を行っている。ただし、求められるスキルは、業界の変化やイノベーションによって変わっていくと考えている。また、指名委員会は、取締役会における業務執行取締役と非業務執行取締役のバランスについて取締役会に助言する。（鉱業）
- 当社は非公開企業だが、基本的には公開企業と変わらない仕組みになっており、経営幹部の指名については、監査役会（スーパーバイザーボード）が行っている。ボードによる指名は本社の経営幹部までと思われる。幹部への昇進には、海外経験と異なる機能軸の経験が求められる。（製造業）
- ドイツのコーポレートガバナンスコードでは、監査役会（スーパーバイザーボード）が複数の候補者の中から経営者を指名すると規定されているが、現実には執行側の意思が反映されているのではなかとを感じる。これは監査役会議長の声の大きさや内部事情への理解の程度に依存する。元経営者が監査役会の議長に就任する前に2年のクーリングオフ期間が規定されており、これも議長の声の大きさや内部事情への理解を妨げる要因になっているのではないか。この点、我々ドイツでは最善策の立案に悩んでおり、他国のone-tierボードの優位性を感じる部分ではある。（政府委員会）
- 指名委員会の設置はドイツでは標準的だが、監査役会（スーパーバイザーボード）の議長と指名委員会の議長は別の人物を置くべきである。監査役会の議長を続けたいという意図を持たせないようにするため。（資産運用会社）
- 執行役会（マネジメントボード）と監査役会（スーパーバイザーボード）に必要なスキル・経験を定義しリストしておくことが必要。これを実施していれば、不適切な人物の選任を防ぐことができる。（資産運用会社）

後継者計画

- 指名委員会は、HR部門が取締役と上級管理職の各ポジションについて後継者計画の見直し・更新を実施しているか確認する。指名委員会は、各取締役候補者を特定及び精査のうえロングリストに合意し、更なる検討を経てショートリストを決定する。指名委員会メンバーは、ショートリストの候補者に面接を行い、取締役会に推薦を行う。(鉱業)

海外子会社の経営幹部の指名

- 全社で特定しているTop100ポジションのうち、65ポジションは各国社長となる。各国の社長への就任は、本社の執行役委員会(Executive committee)により承認される。これは主要なコーポレート機能のトップも同様となる。各国社長は内部昇格の場合もあれば外部からヘッドハントされる場合もある。(建設業)
- 海外子会社の役員指名については、通常は全社の後継者計画プロセスの中で検討される。グループ役員会(Group leadership team)は、役員にレポーティングする70程度のポジションについて後継者計画を策定しており、これらのポジションの指名には最低2名以上の役員が関与する。(鉱業)

社外取締役の人材プール

- 人材プールの拡大という意味では、幅広いスキル・人材の登用を検討することも大事。他社のCEO経験者等に絞ってしまうと、人材プールは拡大しない。社外取締役を企業の経営幹部の次のキャリアステップとして社会で広く認知されることも、重要なのではないか。(民間団体)

役員の兼任

- 現役経営陣(Management Board)による他社の独立取締役の兼任は、景気がよく会社が大きな問題を抱えていない場合でも、通常3社が限界。CFO同等の役職であれば、1社以上の他社の独立取締役の兼任は厳しい。非業務執行役員ならば5社までは可能だろう。(資産運用会社)

内部統制システム（3線ディフェンス）の構築

- 過去NY上場していた時にSOX対応のため3線ディフェンスも取り入れた。SOXがチェックボックス傾倒なのになら、3線ディフェンスの考え方のほうが実務的には重要と考えている。当社内部監査部門はグループCEOと監査委員会にレポートしている。当社はdecentralizedな（地域や国へ積極的に権限移譲している）組織だが、内部監査については、centralized（グループレベルで本社直結組織）で実施している。（エンジニアリング）
- 内部監査部門では、財務評価や業務評価（経理・HR・IT等）の他に各プロジェクトのオペレーション評価も行っている。これはプロジェクト発足の2年後に実施され、計画と実際のプロジェクトの進捗内容との乖離について確認する。（エンジニアリング）
- 主要事業部門別に、リスク統括のヘッドとスタッフからなるリスク管理ラインを構築しており、各事業部門のリスク統括ヘッドが本社リスク管理担当役員（専任）に報告し、リスク管理担当役員が監査委員長とCFOの両者に報告する体制となっている。監査委員長には、最低でも年4回（1回の監査計画、2回の監査報告、あと1回はその他で）報告する。また、事業部門とは独立して倫理と保険のラインを別途構築しており、倫理は法務部とも緊密に連携している。（鉱業）
- ISO9001に準拠した内部監査・外部監査を常時実施している。技術及び安全性については、本社が策定した全世界の監査スケジュールに基づき、各国で監査を実施している。監査結果は重要性に応じて本社の取締役会へダイレクトにレポートされる。また、厳格なフォローアップがあり、要求水準を満たせない場合にはペナルティーを科せられる。（建設業）
- コンプライアンス部門が執行役会及び監査役会（スーパーバイザリーボード）へ直接レポートする。（製造業）
- 内部監査部門のレポートラインはグローバルの内部監査部門の中で完結しており、執行側は含まれない。（化学）
- 内部監査部門は、監査委員会及びCEOの双方にレポートラインを持つのが理想形。内部監査部門はCEOの活動をサポートする立場にもあるため。ただ、内部監査部門の報酬は会社全体の業績評価ではなく個人のパフォーマンス評価に沿った設計にすべき。（民間団体）

リスク管理の仕組み

- 事業別にリスク事象の種類とリスクが発現した場合の影響度、リスクの発現可能性に応じたリスクマトリックスを作成し、年2回のレビューを実施している。更に、会社が傾くような壊滅的なリスク（Catastrophic Risk）については、別途管理している。（鉱業）
- 機能別または国別に毎年リスクマップを作成している。また製品安全性監査も毎年（部署によっては5年毎）に実施しており、その結果によりグレードを割り振っている。グレードにより実施すべきアクションが規定されており、重大な不適合事実が見つかった場合には、改善措置がされるまで当該向上の操業停止もあり得る。更に早朝5時の抜き打ち監査も実施している。（建設業）
- リスク管理はかなり集権的に行っている。各BUから本社へエスカレートすべきリスクが報告される体制となっている。（製造業）
- 技術的な側面の監査では、製品の開発のモニタリングシステムがある。禁止されている材料の使用等も、この監査の中で防いでいく。これはエンジニアが属する部門の中で行っている（各ファンクションでそれぞれに関連するリスクを見ている）。（化学）

有事の対応

- 有事に際しては、監査委員会に報告し、取締役会議長（Chairman）と非業務執行取締役が対応を監督する体制になっている。取締役会が自ら対応に当たる（manage process）ことは想定されていない。CEO等の経営陣が有事に関与していた場合は、議長がより踏み込んだ対応をすることが想定されるが、非常にレアケースだろう。（鉱業）

内部監査部門の体制

- 内部監査部門には25名のスタッフと1名の全社的內部監査担当がいる。毎年、各事業部門やCFO、法務等の関連部門にヒアリングしたうえで監査計画を立案し、取締役会と監査委員会に提案し承認を得ている。(エンジニアリング)
- 監査部門の要員は各拠点に配置されており、全世界で700名が所属する。これには、コンプライアンス、倫理、安全性や技術監査の要員も含まれる。(建設業)

内部監査部門の人材育成

- 内部監査部門の社内でのステータスは決して低くはなく、キャリアパスの一つとして捉えられている。ただ、事業部門長やCEOを輩出する部門ではなく、会社の事業を深く理解したファイナンス組織のリーダーを育成するキャリアパスの一つという印象が強い。(化学)
- ドイツでは以前は内部監査部門の社内での地位が低く、適切なスキルを持った人材が配属されない状態だった。現在では、内部監査人に求められる資格やスキル、トレーニングが国際的にルール化され始め、彼らの社内での地位も上がってきている。CEOやCFOといった職位の前に経験しておくべき職種という印象も強い。(政府委員会)
- 内部監査部門トップを経営幹部職種へのキャリアステップと位置付けることは少々問題を感じている。自身の昇格への影響を考慮すると、経営側から独立した立場で職務を全うできるか疑問がある。一方で逆の選任（経営幹部職種から内部監査部門トップへの就任）は効果的だと思う。(民間団体)

上場子会社関係

- 当社は2社の上場子会社を抱えているが、各子会社が上場している市場の規制の下で個社のコーポレートガバナンスの体制を敷いており、その下で指名委員会も運営されている。また彼らの投資資金は親会社から出てくること、当社の取締役が2社の非業務執行取締役になっていることから、コントロールは十分に効くと考えている。適切な業務執行をしていれば、少数株主との利益相反も起きないと考えている。(鉱業)
- 子会社の上場はドイツではあまり盛んに行われてきたわけではないが、最近では子会社の上場はスピンオフを目的に実施している場合が多いのではないかと。親会社と少数株主の利益相反もあり非常に悩ましい問題。子会社の監査役会（スーパーバイザーボード）には親会社の間人は就任できない等の規定を設けるべきだが、厳しすぎると思われる。(資産運用会社)

英国コーポレートガバナンスコード改訂における取締役会への従業員の関与に対する見方

- 取締役会への従業員の関与の仕組みづくりは、今回のコード改定で最も実務に影響を与えるもので、現時点においても各企業ともどう対応すべきか悩んでいる最中だろう。選択肢1（従業員代表の取締役選出）を選ぶ企業はほとんど無いだろう。理由としては、取締役は何か特定の集団を「代表」した（representative）者になることを想定しておらず、取締役は株主の総体（as a whole）を代表し、各人の経験や知識を持ち込むがその代表ではない、という位置づけであるため。選択肢3（担当非業務執行取締役の選任）は興味深いが、当社のような大規模、多様、多国籍、複雑な企業にとって、その取締役は大変な責任を負うことになる。選択肢2（従業員パネル設置）も興味深いが、実務面での詳細においては実施が大変だ。具体的には、パネルは単一か複数か、誰をどのように選出するか等、変数が非常に多い。私見だが、多くの企業は第4の選択肢として、従業員パネルと担当非業務執行取締役の設置を組み合わせるのではないだろうか。政府、投資家、NGO、労働組合等の皆が関心を持って動向をフォローしており、当社としても、慎重に検討し、納得でき（comfortable）かつコードの精神（spirit）に対して実効的な仕組みにする必要がある。コードの精神は、取締役会と従業員の間にある執行役のフィルターを取り払って、取締役会が従業員の関係する問題についてフィルターの無い視点を得られるようにすることと考えている。（鉱業）
- 今回の取締役会への従業員の関与の仕組みづくりは、これまで株主権利に比重を置いてきた英国のガバナンスコードにとって、少なくともこの10年間では一番大きな改正となる。課題は、今回のコード改正が意味のある影響を会社に及ぼすかという点で、この影響が少ないと政府が判断すれば、今後さらに厳しいコードになる可能性もある。実際に今年のフランスのコード改正では同じことが起きている。（民間団体）
- 従業員代表の取締役選任においては、トレーニングの場の提供も重要となる。従業員として日々の業務で求められるスキルと、取締役として求められるスキルは全く異なるため。企業としては子会社の取締役会への選任経験を本社の取締役選任前のトレーニングの場としても活用できるのではないか。ドイツでは、労働組合がトレーニングの場を提供しているようだ。（民間団体）
- 従業員代表の選出は秘密保持（Confidentiality）や利益相反の観点から難しい点もあるが、2点の優位性があると考えている。1つは、従業員は会社に対する深い知識で、これはボードへ有益である。2つめは、会社が大きな変化を必要とするとき、長期的な視点で判断ができるのが従業員という点。（政府委員会）