

事務局説明資料

2019年1月21日

【目次】

1. これまでの議論のまとめ
2. 上場子会社のガバナンスの在り方
 - (1) これまでの議論における共通認識
 - (2) 残された論点の整理
3. コーポレート・ガバナンス・アンケート調査結果（速報版）
 - (1) コーポレート・ガバナンスの進捗状況
 - (2) グループガバナンスに関する現状
4. （参考）海外ヒアリング結果

これまでの議論のまとめ

1. 親子上場について（評価と対応）

（投資家等の見方）

- 投資家等の声で、親会社について否定的な意見が多く取り上げられたが、ほとんどの場合は子会上場そのものを否定することが本意ではなくて、「**子会社に対して投資しやすくなるように、利益相反構造を踏まえて、独立性を確保し、少数株主保護をしっかりと図って欲しい**」と主張したいということが真意ということが多い。（青委員）
- 親子上場は、イン（外部から新しい事業を取り込む）若しくはアウト（自社の事業を外に出していく）の途中段階であり、過渡的にシナジーとガバナンスが矛盾している状態にある。純粹持株会社であれば問題ないかもしれないが、入り出が**一定期間を超えて、長期間にわたって親子上場しているということは本当にいいのだろうかというのを、海外の投資家も含めて問題提起されているのではないか**。（小口委員）
- **上場子会社に投資している投資家が、親に対して交渉したりとかエンゲージしたりするのが難しく、そのあたりの関係が少しグレーで、今そこが問題だということであれば、そこをクリアカットに焦点であるということを示したほうがいいのではないか**。（宮島委員）
- 投資家といっても様々な人がいるので、親子上場に関する考え方は1つではなく、**様々な声を少し丁寧に整理した上で議論していくべき**。（江良委員）
- **親子上場の経営判断としての位置づけ、すなわち意志のある親子上場なのかどうかは非常に重要なポイント**。意志があるものであると今後の方向性についても考慮しやすくなるので、その方向性に基づいて、投資家がプライシングがしやすくなる。また、**投資家が親子関係が存在することに基づいて判断できるような情報開示、親子関係という前提条件がクリアになっているかどうか**という点が大事。（江良委員）

これまでの議論のまとめ

1. 親子上場について（評価と対応）

（実証研究、現状認識）

- 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）
- **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）
- 今の日本での問題は、親会社が上場子会社を搾取することというより、**全体最適を親会社が子会社に及ぼせていないところではないか。**（大杉委員）
- **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）
- 事務局資料において、上場子会社の独立役員の数統計が出ているが、一般的に言えば、上場子会社は子会社だから当然規模も小さく、上場会社全体と比べれば当然取締役の数も少ない。独立役員が占めている割合で見ると、**上場子会社は所帯が小さくなるので、独立役員を2人置いていると独立役員の割合は高くなるのではないか。**当社のグループでは、本体に比べて子会社はなるべく所帯を小さくすることになっており、そこに独立役員が2人入ると比率は高くなる。こういうことが起きているかどうか見ていただきたい。（佐久間委員）

これまでの議論のまとめ

2. 親子上場について（評価と対応）

（親子上場の意義）

- 親子上場の意義については、実際に我が国の親子上場を振り返ってみると、大企業の中の社内ベンチャーへの成長資金の供給を通じて上場子会社が大きく成長した事例も相当あり、**親子上場には日本の産業育成に寄与してきた面が十分にある**と考えている。（青委員）
- 子会社上場が我が国特有の実務であるといわれることもあるが、必ずしもそうではなく、確かに**米国や英国ではスピノフの前段階に行われるケースが多いものの、欧州諸国やアジアでは、我が国と同様に幅広く行われている**。（青委員）
- 上場子会社をなぜ100%子会社化しないのか。1つは当社が純粋持株会社であるため。**純粋持株会社と事業持株会社では様相が異なる**。純粋持株会社だから、監督と執行を分離し、監督に徹するのがなりわい。そのうえで、事業ポートフォリオを最適化することが純粋持株会社の株主に対する義務。親＝純粋持株会社の株主からみたとき、主要事業が景気変動など外的環境に非常に影響されやすいといったことなどを理由に、異なる事業を持つことで、企業価値の向上を図っている。（藤原様（小林委員代理））
- 特に**異業種を子会社としてぶら下げる場合、上場維持が採用活動において有利になる**。また、**上場維持がM&A受入の条件となっている**場合もある。これはやはり、子会社にとって上場企業であるということ自体が、従業員のモチベーション維持の点からも、非常に重要であるということ。だから仮に100%にしたくても、上場維持が統合の条件とされているため、契約上できないというケースが結構ある。（藤原様（小林委員代理））
- 今までの日本の産業競争力、時価総額に貢献しているといういろいろな点から考えると、**上場子会社があることによって、日本の産業競争力において極めて重要な位置づけ**であったということはまず認識しなければいけない。（寺下委員）

これまでの議論のまとめ

2. 親子上場について（評価と対応）

（親会社としての説明責任等）

- かつて上場子会社はかなり安定的な状況で維持されてきたが、全体としては、かつてに比べると安定的ではなくなっている。だからこそ企業の側は、子の状態が今後どういう位置にあるのかというのを説明する責任が出てきているのではないか。上場会社を維持している状態のときに、配当、内部資金、資金循環の関係で、子会社が親との間のどのような資金的な関係をもつか。それが子会社の株主との関係で正当化できるかというところを説明しないとイケない。（宮島委員）
- コンフリクトの問題はあるが、最終的には、子会社が上場していることが本当に企業成長になるのか、それとも未上場にすることで1回デリストしたほうがよいのかを親会社の責務として取締役会として議論すべき。要するに、野放しておくわけではなく、大胆な改革をやるのか、そうでないのか、曖昧にしておかないという考え方を提起してもいい。（寺下委員）
- 親子上場について議論する際には、親会社からみて、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いきるとよいと思う。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。（青委員）

（その他）

- 投資家からみて信頼できないといわれるのは制度的な裏づけがないからだろう。コアのところにはどうしても手をつけ切っていないのだということを自覚した上で、それでもまだ何かしらできることはないのかということをやっているというスタンスの問題を自覚しておくべき。（後藤委員）
- 上場子会社が今後どう使われていくかについて、産業再編におけるスピノフが極めて重要なキーテーマになる。産業再編におけるスピノフの中で、マーケットメカニズムを使うということは1つの重要な選択肢。スピノフとして親会社も利権を得ていくことは十分考えられるということで、上場子会社制度は今後もより評価されていくだろう。（寺下委員）
- この10年で上場子会社は相当減った印象。成長戦略の関係だと、事業ポートフォリオの見直しはかなり優先度が高いのではないか。事業ポートフォリオの見直しが喫緊の課題だといわれる状況下で、上場子会社という選択肢を余り絞っていないのか疑問。（澤口委員）

これまでの議論のまとめ

3. 上場子会社の独立性とグループ内部統制システムの実効性

- 上場子会社の少数株主の視点で考えると、重要なのは、上場子会社が、**上場子会社とその株主にとって最適になるよう、意思決定や業務運営を主体的に行い、それによって少数株主への配慮が適切に行われる**ことではないか。（青委員）
- 子会社の独立性に関して、子会社の少数株主への配慮を主眼として、上場子会社の意思決定や業務運営が主体性をもって適切に行われることが必要だということであるので、それが確保されていれば、**親子会社間で情報共有を行うことや、コミュニケーションや協議を行うこと自体に投資者も異論はない**ところではないか。（青委員）
- **親会社と上場子会社がそれぞれ独立主体としての対等な立場で、緊張感をもって健全に協議を行って、是々非々で、協調することが適当なものについては協調するという形でグループの運営が行われていくことが適当ではないか。**（青委員）
- 親子会社間で協議をすること自体は問題ないとする一方、**親会社が承認をしないと子会社において業務上の意思決定が行えないという形は、子会社の少数株主への配慮という観点からは問題**である。（青委員）
- **親子間協定等々によって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は当然反しない**と思う。逆に親会社にとっては事前に相談をする、報告を受けるというのはほとんど義務で、もう少し積極的に、そういうことはしないといけないということではないか。（佐久間委員）
- **親子上場のときの親にとっての子の規模によってやり方は大きく分かれる**。親の資産に比べ非常に小さい子の上場会社であれば、いちいちその人事を親会社が議論する必要はない。ただ、それが非常に大きいものや、純粋持株会社であるような場合はまた別。やはり資産規模の大小でかなり違ってくるのではないか。（佐久間委員）
- 海外ヒアリングの結果に関し、要するに親子の関係が強いところもあれば、**独立性の高いところもあるのだけれども、後者のタイプにおいても内部統制システムで中央集権的にやっているというのは重要な指摘**で、これが今後の日本の親会社の子会社管理において求められてきているのではないか。（佐久間委員）

これまでの議論のまとめ

3. 上場子会社の独立性とグループ内部統制システムの実効性

- 親会社の性悪説みたいなのが語られがちだが、上場子会社のほうが超安定した株主がいるため、株主総会の運営等を含め、ある意味で緊張感に欠けている実態もあるのではないか。したがって、前回ご紹介した巨額投資案件のようなケースを含め、何らかの形で上場子会社をきっちりチェックすることが、むしろ親会社の責任ということ。（藤原様（小林委員代理））
- 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（小林委員代理））
- 上場子会社の状況で、子会社の側で大きな意思決定がされている場合に事前協議を求めることは、子会社の独立性の趣旨に反しないというのは強く強調されている。親会社とマーケットの二重のモニターのポジティブな側面を機能させるためには、事前協議を求める等のことは当然行われるべき。（宮島委員）
- 社外取締役の数を増やすとか、親会社の事後的な責任追及を強化するとかいった手法をとらないのであれば、あとは意思決定プロセスの外形に着目するぐらいしかない。もっとも子会社の判断におよそ親会社が関与できないようにすればするほどいいわけではない。しかし、逆に全部的に関与を求める、つまり管理を非常に強く認めると、今度は（独立性が）損なわれるし、そこを両立させる手続的なところをもう少し中身を詰めないと、この議論は結局できない。（藤田委員）

これまでの議論のまとめ

4. 事業ポートフォリオにおける上場子会社の扱い

- 親会社の株主の視点で考えると、「親会社が貴重な資本をどのように使うか」、「100%子会社ではない子会社の形態をとることが親会社にとって本当に最適なのか」は、関心が高いところだと考えられる。それらの観点から子会社上場がグループの形態としてベストなのかを、資本効率性も十分に意識して真摯に点検していただくのがよいのではないか。
(青委員)
- 親会社のある事業と子会社のある事業を統合してシナジーが発生するのであれば、統合すること自体は市場としてはよいはず。親会社と子会社の間での対価の設定、つまり分配の問題だと考えるべきではないか。(三笥委員)
- 「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」における「事業譲渡等」というのはまさしく会社法の事業譲渡等を指すのだろうと読んだ。なぜかという、事業譲渡等に当たるということになれば、会社法上一定の手続が要求され、株式買取請求権がついてくる。子会社の少数株主に対して統合のシナジーがちゃんと行き渡るようにするというところを、株式買取請求権をテコに実現するために、事業譲渡等というフォーマルな形で事業ポートフォリオマネジメントは行うべきであるということであれば、意味をもつ主張になるのでは。(後藤委員)

(注) 事業の全部の譲渡または事業の重要な一部の譲渡は「事業譲渡等」(会社法468条1項)にあたり、反対株主は事業譲渡等をする会社に対し、株式を公正な価格で買い取ることを請求することができる(会社法469条1項)。

これまでの議論のまとめ

5. 上場子会社におけるガバナンスの在り方

- 長期的に少数株主に配慮したグループ運営が確実に行われる仕組みをしっかりと作り、そのことを投資者に理解してもらうことが重要だと考えており、その際には、社外取締役の増員や、取締役の指名・報酬について客観性・透明性が確保された枠組みを作り、実際に少数株主に配慮した運営が貫徹できるよう、人選や運営も含めて実質を確保していくことが有効ではないかと考えている。とりわけ利益相反性が高い状況であるほど、外部からの理解を得られやすい方策が重要視されるべきではないかと考えている。（青委員）
- 上場子会社においては「独立社外取締役を3人以上かつ3分の1超」というようなことを提案したい。要するに、上場子会社においては取締役会の独立性を高めることが非常に重要である。親会社から子会社に対して一定の統制を及ぼして全体最適を図ることがむしろ今までよりも大事になってきていることとのバランスで、子会社の取締役会の独立性を高めるということを要望したい。（大杉委員）
- 直接に取締役の派遣等で口が出しにくい、むしろ利益相反のほうがかローズアップされてしまうため、直接に取締役の派遣等で口が出しにくいということであれば、例えば一定の数の社外取締役を入れるというようなガイドライン化・ルール化をしていただくと、大株主＝親会社からみた安心できる経営が担保できるのではないかと。（藤原様（小林委員代理））
- もともと社外取締役は、株主構成が分散しており、したがって個々の株主はモニタリングするインセンティブがない中で、業務執行者から独立な人を置いて監督させるというアイデアなのであるが、支配株主がいるときに、支配株主からの独立性確保のための社外取締役というのは本当に意味のあるコンセプトなのか少し疑ってかかったほうがいい。社外取締役を増やすことでどういう機能が本当に果たせるのかは考えたほうがいい。（藤田委員）
- 子会社の立場から人事・事業領域について意見を持つのは、通常、子会社のプロパーの人たちであり、親会社に対してそれを代弁するのが社外役員、とりわけ独立社外取締役ではないか。（大杉委員）
- 上場子会社の場合、50%を親会社が持っているため、マーケットメカニズム（議決権という伝家の宝刀）が利かない。それをそのままにしておいていいのかということで、少数株主とか独立性といった問題が言われているので、親会社の取締役会として、支配株主であるということを前提とした考え方で決議等を行うというガバナンスについて、もう一度注意喚起すべき。（寺下委員）

これまでの議論のまとめ

5. 上場子会社におけるガバナンスの在り方

- 日本の会社法において、支配株主が上場子会社の少数株主に対して配慮義務を有するという規定がない、判例上もないというのは、そもそもこのようなこと自体があまり問題にならなかったからというところもあるのではないか。仮に、この認識が正しいければ、そのような背景はきちんと記載すべきではないかと思う。一方で、構造的には起こりうる可能性はあるが、そういう事例があまりないという点は解釈が難しく、ほかの委員の方々からもご発言があったような、親子関係の実態というところが、確証はないが、規律として働いているのかもしれない。そのような背景から、日本において親子上場に関する潜在的リスクが、大きく頻繁に顕在化していないということであれば、それは前提条件として、実態も踏まえて書き込むべきではないか。なぜなら、海外では、実際に親会社が明確に子会社を搾取するケースは少なくなく、法的保護が不可欠という点が前提に強くあるため、日本との前提条件や背景の違いは大きい。これらの前提条件を理解せずに日本や海外の状況を理解することは難しい。したがって、利益相反が顕在化するリスクとリスクへの対応、保護のバランスが重要で、セットで状況を整理することが重要ではないか。（江良委員）

5 - 1. 上場子会社における独立社外取締役の役割とその独立性について

（独立社外取締役の役割）

- 結局のところ、色々な難しい調整は、全部、独立社外取締役がやってくださいということになってしまうので、ガイドラインに何か入れるのであれば、その部分はある程度整理をしておかないと、結局、社外取締役は重要な局面で何をやって良いかわからないということになりかねないと思う。どういう役割のときに何をやってもらうかをガイドラインにきっちり書き込み、社外取締役が何をすべきか迷ったり、自主的におかしなことが起きないようにする工夫が必要かと思う。（柳川委員）
- 独立社外取締役がありとあらゆる業務執行について関与し、独立性を確保するようなことを言われるのだとすると、社外取締役の責務があまりにも多くなり過ぎる気もするので、本来要求される役割というのを特定する必要があるような気がする。（藤田委員）

これまでの議論のまとめ

5 - 1. 上場子会社における独立社外取締役の役割とその独立性について

(社外監査役の役割)

- 本来、関連会社間取引や利益相反取引を見るのは監査役の仕事である。従って、「社外取締役だけ」というのは言い過ぎであり、**社外監査役も含めた独立社外役員と書くべき**だろう。(武井委員)

(独立社外取締役に求められる独立性について)

- 言うまでもないが、社外取締役というのは、業務執行者からの独立という要素と、利害関係がないという要素がある。ここでの業務執行者というのは子会社の業務執行者だから、例えば子会社の社長からの独立性ということになるが、それを重要な要素として考慮する必要があるのか。親会社から独立した取締役というのであれば直接趣旨がわかるが、**社外取締役に、かつ親会社から独立となると、やたらハードルが高くなる**。(藤田委員)
- 「親会社から独立した社外取締役」についてだが、これはまず子会社も上場しているわけだから、**まず子会社自身の独立社外取締役であり、同時に親会社からの独立性もあるということだ**。事務局資料17ページでは、特に最初の「親会社から独立した意思決定がなされるよう、その取締役会の構成については、『親会社からの独立性』を有する……」というように、親会社からの独立をくどいぐらいに強調しているので、ちょっとしつこいなという感じがする。(藤原様 (小林委員代理))
- 独立性基準についての赤字でのストレッチは、やるべきではない。社外取締役概念から来ている10年という制約については、本件でもそうした会社法上の社外性要件にそもそも縛られないといけないのかという点と、そもそも10年もの長いクーリングオフ期間は欧米にはないことも考える必要がある。過去10年まで遡って親会社にも兄弟会社にもいなかった人でないと独立性がないという考え方は、さすがに厳しすぎると思う。取引関係についても、親会社と取引があるからといって子において親の言うとおりに動くという話でもない。また近親者まで入れている点も特に問題で、「近親者」というのは二親等とかなので、とても広い。**子会社から見て親会社の取引先や近親者も調べるのは、現実とても難しい**。(武井委員)

これまでの議論のまとめ

5 - 2. 独立取締役が実質的に機能するための方策（独立社外取締役の人数等）

- 一定数の独立社外取締役あるいは社外監査役の選任を勧奨することは、少数株主の権利保護やガバナンスの観点から有効だと思うが、我が国では、監査役会設置会社や監査等委員会設置会社が圧倒的に主流を占めており、例えば、3分の1を超える社外取締役の配置という議論は、本当に実態に即しているのだろうか。方向性としては、社外取締役の増員配置がうたわれていることは十分承知しているが、今の機関設計の実態を踏まえたとき、そして、取締役会の平均人数が8. 何人と言われている中で、3分の1を超える、あるいは3分の1を目処として強く推奨するというところまで行って良いものだろうか。（太田委員）
- 普通の社外性に加えて、親会社からの独立性も要求し、しかも、それは3分の1以上だということになると、それは子会社の役員の構成として現実性を欠くという意見もわかるような気もする。（藤田委員）
- 親会社と上場子会社との間で財・サービスのやりとりをする場合、相当に大きいものでも、その価格は取締役会の議題には上がらずに、執行で大体決まっているというのが実態だ。インプットについても、こちらの子会社に注文を入れるか、親会社に注文を入れるかなんていうことは日常のオペレーションの話であり、取締役会の議題には上がってこない。要するに、取締役に議題として上がる案件のうち、利益相反が生じる案件というのは、親子間で事業譲渡が行われる局面ぐらいしかない。そういう意味では、そもそも取締役に原則議題として上がってこないので、利益相反取引を監視するには、独立社外取締役を増やしても意味がない。独立社外取締役を増やすよりは、ある局面についてどうしたら良いのかということをもう少し検討したほうが良いのではないか。（佐久間委員）

これまでの議論のまとめ

5-2. 独立取締役が実質的に機能するための方策（独立社外取締役の人数等）

- 前提として、上場子会社という仕組みは、企業の組織選択として非常に重要な仕組みなので、ネガティブな側面ばかり強調されると良くないと思う。上場子会社の近年の動向は、上場子会社の状態であった企業が完全子会社化や売却される場合と、新規に上場子会社のスキームを使うという場合があって、後者のほうが少し少ないので、上場子会社の総数が減っているという状況だ。この現状を踏まえると、**例えばスピンオフして資金調達を行う際、上場子会社という仕組みは依然として重要なスキームであり、このスキームを残しておきたいという面を考えると、ガイドラインにおいて独立取締役が3人といった高いハードルが課されると、なかなか使いづらくなる**と思う。逆に、**5年以上、上場子会社の状態を継続していて、潜在的に利益相反の問題が深刻になっているような企業に対しては、独立社外取締役の要件は生きてくる**と思う。取締役会で3分の1とか3人をハードルとして考えてみたらどうかということだが、ちょっとハードルが高過ぎるので、少しお考えになったほうが良いかなという印象がある。（宮島委員）
- 上場子会社について独立社外取締役を3分の1、3人とすることを常に求めるのは、日本の現状も踏まえると、また実効性の観点からも、現実的にはかなり難しいのではないか。（江良委員）
- 前回までの議論の中で、日本では支配株主による少数株主の収奪という事実は観察されていないという実証研究だというお話があったかと思うが、それを踏まえると、なぜこんなに厳しくしなければいけないのかというところについては、ちょっと疑問を感じる。独立社外取締役を増やすことについては、コストもかかるし、もともと適切な人材をどうやって確保するかという話があり、そういう中で、ことさらこの点について規制を強くすることの優先度はそんなに高くないのではないかと考えている。**普通の独立社外取締役を選ぶときに、親会社の影響を受けない人も選ぶようにしてください**というような、**もう少し緩やかな規制の入れ方もあるのではないか**。（三笥委員）
- 上場子会社の役員が平均人数8人とあるが、そこに3分の1では3人になってしまう。それプラス、親会社から来ている役員がいる。そうすると子会社プロパーの取締役が下手したら3人しかいなくなってしまう。約300社ある上場子会社の中には、親と子で全然違う事業をやっている上場子会社もあり、内容は多種多様である。そういうときに、親から独立だけで3分の1というのはさすがにやり過ぎだ。**親子間の個別経済取引については、親会社から独立した社外役員の同意を得るとか、任意の委員会において協議するとか、そういう立てつけはあり得るかもしれない**。（武井先生）

これまでの議論のまとめ

5 – 2. 独立取締役が実質的に機能するための方策 (独立性を確保する手段としてのMajority of Minorityについて)

- 例えば、親会社の子会社を買うためにM & Aを行う際に、海外では、株主総会において親会社は投票しない、つまり、少数株主だけが投票するということが結構あると聞いている。こういう事例にどのようなものがあるか、実態を少し調べると、それをもとに何か議論ができるのではないか。(石田委員)
- 海外でも、支配株主がいる場合の独立社外取締役にどれほどの意味があるのかという問題が懸念されているようで、最近のアメリカの論文を読んでいると、例えば、支配株主が独立社外取締役を選任する際、その人で良いのかどうかについて、Majority of Minorityで決定することにより、少数株主に拒否権のようなものを与えてはどうかという提案があったりする。そこで、例えば、親会社が存在する上場企業については、独立社外取締役の選任の際に、親会社を除いた残りの株主でMajority of Minorityがとれていることを条件とすることや、親会社を除いた残りの株主がどの程度賛成していたのかの開示にとどめて、開示した結果「実は親会社以外の投資家はほとんど反対していた」という場合には、そういう評価をされている独立社外取締役だと思って扱うということなどが考えられる。どちらが良いかは考える必要があるが、独立社外取締役の人数を増やすよりはこのような形のアプローチのほうがまだ意味があるような気がする。Majority of Minorityを選任の条件とするのではなく、親会社以外の株主の賛成率の開示であれば、計算は今すぐにでもできるはずなので、そんなに負担なく実施することができ、かつ、もしそれで投資家からも、その社外取締役がきちんとやっているということの評価されるのであれば、それによりその社外取締役の発言力が強まることも期待できるように思っている。(後藤委員)
- Majority of Minorityという発想は、理論上はあり得ると思う。ただし、少数株主も様々で、状況にもよるが、例えば十分にリサーチできる能力を有していたとしても当該企業に対する保有率が極めて低い場合、リサーチコストを十分にかけて適正に判断するインセンティブがどこまであるか、またそもそもどこまでリサーチコストをかけられるかに判断が大きく依存してしまう点は、十分に考慮しなければならないのではないかと思う。(江良委員)
- 上場子会社の独立性を確保する手段として、MOMの話が出てきたが、私も少し慎重に考えたほうが良いと思う。上場子会社の場合、親会社以外の株主は合計40数%の場合が多いが、最近ではヘッジファンドが10%弱保有するようなことは珍しくない。ヘッジファンドが2つ来ると、もう20%を占めてしまうこととなるので、そうなると状況が変わってくる。そのような状況下でのMOMは、少数株主の利益に合致しているのか、それとも、特定の株主の利益を優先してしまうのではないか、疑問を感じるようなこともある。(澤口委員)

これまでの議論のまとめ

6. 子会社経営陣の指名の在り方（特に上場子会社の場合）

- 子会社の指名委員会は、親が指名して送り込んでくる人に対して異議を唱えることではなくて、**事前にその理由、背景、親会社の考え方を聞かせてもらった上で、それに対して子会社の委員会としての意見を親会社に述べるということ**ではないか。もちろん親会社を覆すことはできないのだが、そういうプロセスを経れば、親も勝手なことはできにくくなるという意味での緊張感が生まれる。（大杉委員）
- **子会社の指名委員会が少数株主の利益に配慮し、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というのは、これをやって何かいいことが今と変わるのかよくわからない**。もし、これによって手続きが重くなり、本当に親会社からみてマネジメントするのに最適な人材を送り込もうとしているのに、それに時間がかかって大変になると、かえって悪くなってしまうのではないかと懸念されるので、どういう形がいいのかはもう少し慎重に考えたい。（後藤委員）
- 上場子会社の指名について、**親会社から一方的にいわれて困っているとか、ガバナンスコードとの関係でどのように対応していくか非常に悩ましい**という声を上場子会社側から聞くこともよくある。上場子会社側で独自に決めて、親会社には事後的に報告するのがベストプラクティスであるというような示し方だと、多くの上場子会社にとって大分ハードルが高くなる印象があると思う。（塚本委員）
- 上場子会社側でも指名委員会をつくるということであるが、**指名委員会を上場子会社側でつくって、どこまでのことを指名委員会に求めていくのかというのが実務上は悩ましい**。上場子会社については、一定以上の人数、割合の独立社外取締役を多く求めていくということもあるかもしれないが、いっ放しになってしまわないか気になる。（塚本委員）
- **上場子会社の社長の決定プロセスについては、親会社が深く関与しているケースも非常に多い**。社長ということだから、当然株主総会の決議対象だし、法的権利の対象なので、親会社から提案があるということも当然の事象。必ずしもそれがベストプラではないと位置づけることもないように思う。**それを前提に、その上で独立性をどう担保していくのかのほうがいい**のではないかと。（澤口委員）
- リアルティとして、親会社から行った人間が独立性がないというのは、余りそうではなくて、**親会社から大物のOBが行った場合が一番独立性が増す**。（佐久間委員）

これまでの議論のまとめ

6. 子会社経営陣の指名の在り方（特に上場子会社の場合）

- 三菱ケミカルHDでは、「上場子会社社長の指名は上場子会社自身が行う」ことを約束事としており、実際、上場子会社の社長の指名には、親会社は口を一切挟まないというスタンスでやっている。一方、完全子会社の社長の指名については親会社の指名委員会マターである。当社は指名委員会の規則でこれらを予め明示しているわけだが、親からの独立性を担保するための方策として、そういったやり方をガイドラインにサジェスションとして記載することは可能かもしれない（藤原様（小林委員代理））

7. グループにおける子会社役員の報酬について

- 東証一部上場企業においても、約70%の企業は報酬委員会を設けていないというのが実情だ。まず、一つの提言として、この辺の改善を強く訴えることが、透明性、公平性あるいは合理性の担保という観点からも必要ではないか。（太田委員）
- 子会社役員に親会社株式を報酬として渡すという点については、報酬の構成・ミックスの多様性の中のバランス論の話になるので、「上場子会社の場合にはおよそ渡すべきではない」などといった価値判断や結論まで示すべきではないと思う。（武井委員）

これまでの議論のまとめ

7. グループにおける子会社役員の報酬（特にK P I）について

- 報酬制度の基盤となる指標は、やはり財務指標に限定されているという実態があるのだと思う。私は、企業の社会的役割がますます問われている現状の中で、それでは良くないと考えており、E S GやS D G sなどの非財務指標をどのように取り入れていくのかという点について、日本企業も継続的に検討していくという方向性を是非打ち出していくべきだと考えている。また、非財務指標を用いた報酬制度については、実際にどのようなプラクティスなのかがなかなか見えにくいので、これからの研究会の中でその辺が少しクリアになれば、各企業にとって参考になるのではないか。（太田委員）
- 色々なK P Iの指標があるが、絶対評価の指数とか相対評価とか、それぞれのK P Iにはそれぞれの機能・役割がある。そこで、開示に当たって一番重要な点は、その各数値の特色や指標の多様性を会社がどの程度理解しているのか、その多様性をどのように選べば経営戦略に適うのか、そういった議論がどのくらい社内でなされたのかといった点であろう。どんな指標にしたかという結果だけでなく、各指標の特徴を踏まえて考えることが重要で、そういった議論が実質化することを促す開示が重要なのだと思う。（武井委員）
- 例えば、工場で事故が起きないことをK P Iにするとか、従業員満足度とか、そういうことをK P Iにしている企業もある。そういった非財務情動的なK P Iについて、選択肢を示して、その特徴を書き、その中で、この企業にはこういう選択肢があるので、その中で議論をして考えてくださいという、一種のガイダンス的なことを書くことが有益だと思う。（武井委員）
- 法務、総務、財務などの間接部門の仕事はなかなか業績が売上とかの財務情報には表れにくい。しかし、そういった方を含めて企業価値が高められているので、財務数値に表れにくい仕事をしている人まで含めてインセンティブ付けをする。そういう方向性の視点も重要だと思う。（武井委員）
- 守りの観点でも、特に海外子会社などの場合、表に出てくる数字だけで見てしまうと、粉飾決算など、数字をごまかす事例も生じているので、数字だけではなく、規律づけという観点からも非財務情報を含めた多様なK P Iが重要である。（武井委員）
- L T Iが少ないというのは、現在でもまだそうだと思うので、L T Iは重要だというメッセージは依然出すべきだと思う。（武井委員）

これまでの議論のまとめ

8. その他

- **グループ会社の管理にあたり、制度設計的なアプローチだけではなく、市場規律をもう少し働かせるように、活用する工夫をするという観点が必要ではないか。**客観的な事実でこの10年間のデータを見ると、上場会社の子会社は上場、非上場にかかわらず、着実に増えており、ある会社は子会社が1,000社を超えているほどだ。これを人間がどうやってコントロールするのだろうか。現場からも、あまりにも会社の数が多過ぎて、これを管理するというのは並大抵のことではないという声がある。相当、限界が来ているのではないか。したがって、もう少し合理的に考えるには、色々課題はあると思うのだが、市場規律をいかに活用するかということではないかと思う。その点で言うと、例えば、ある上場子会社では、親会社が株式の半分を、日銀が10数%を、G P I Fが10%を保有しているが、では、流通している株はどのくらいあるのだろうか。このようなことが、色々な会社で起きていると思う。そうすると、市場規律がすごく働きにくく、ファンダメンタルと乖離したところで値段がつけられる可能性が高まっている。（大場委員）

【目次】

1. これまでの議論のまとめ
2. 上場子会社のガバナンスの在り方
 - (1) これまでの議論における共通認識
 - (2) 残された論点の整理
3. コーポレート・ガバナンス・アンケート調査結果（速報版）
 - (1) コーポレート・ガバナンスの進捗状況
 - (2) グループガバナンスに関する現状
4. （参考）海外ヒアリング結果

これまでの議論における共通認識

- これまでの議論において、上場子会社（※）のガバナンスの在り方に関して様々な意見が出されたが、少なくとも以下の点については委員間で概ね共通認識が形成されたと考えられるのではないかと。
※支配株主のいる上場会社。親子上場の場合を含む。
- ◆ 日本において上場子会社は、グループ経営のポートフォリオ上の選択肢として、一定の意義（※）が認められること、これまで必ずしも深刻な搾取の実態が確認されていないことから、一概に否定するのは拙速。
※社内ベンチャーへの成長資金の供給を通じて産業育成に寄与した等。他方、M&Aやカーブアウトの中間形態ということを超えて安定的に存在する場合の意義について疑問視する意見や、純粹持株形態や親子が異業種である場合に意義があるとの意見もあった。
- ◆ 他方、国内外の投資家からは、上場子会社という形態の合理性について疑問視する声（※）があることも踏まえ、支配株主と少数株主との利益相反構造に留意しつつ、適切な運営の在り方を模索するべき。※市場におけるディスカウントの可能性や少数株主利益が害されるおそれ等。
- ◆ こうした観点から、親会社には、グループの企業価値向上の観点から上場子会社としている意義や今後の方向性について投資家に対する説明責任を果たすことが求められる。
- ◆ また、上場子会社の独立した意思決定が担保されることを前提に、親会社がグループ全体でのリスク管理上必要な措置（※）を講じることは親会社の責務（会社法上の内部統制システムの構築義務）。
※大規模M&A等を行う際に、上場子会社に対して事前協議等を求める等。
- これらを踏まえ、残された論点として、「独立した意思決定を担保するため、上場子会社において求められる具体的なガバナンスの在り方」についてどう考えるか。

【目次】

1. これまでの議論のまとめ
2. 上場子会社のガバナンスの在り方
 - (1) これまでの議論における共通認識
 - (2) 残された論点の整理
3. コーポレート・ガバナンス・アンケート調査結果（速報版）
 - (1) コーポレート・ガバナンスの進捗状況
 - (2) グループガバナンスに関する現状
4. （参考）海外ヒアリング結果

残された論点の整理

- 「独立した意思決定を担保するため、上場子会社における具体的なガバナンスの在り方」について、以下の3つの論点に分けて検討してはどうか。
 - ① 日本における上場子会社の現状をどう評価するか。（利益相反リスクへの対応の必要性・程度を考える前提として）
 - ② 上場子会社において利益相反が生じる具体的な場面としてどのようなものを想定するか。
 - ③ ①②を前提に、ガイドラインで推奨すべきベストプラクティスとして、上場子会社における利益相反リスクへの対応策について、親会社としての責任も含め、どう考えるか。

検討のポイント	検討のポイント・問題意識	
上場子会社に関する前提の確認	項目①	<ul style="list-style-type: none"> ● 日本の上場子会社についてどのように評価すべきか。（これまでの実証研究や投資家の見方等も踏まえ、少数株主との利益相反リスクに関し、実態としては問題ないと考えてもよいか。）
	項目②	<ul style="list-style-type: none"> ● （論点①で問題がないとは言えないと評価した場合、）上場子会社において、支配株主と少数株主の間に利益相反が生じる場面として、特に、どのような場면을念頭に置いた議論をすべきか。
具体的な対応策の検討	項目③	<ul style="list-style-type: none"> ● ①②を踏まえ、上場子会社における利益相反リスクへの具体的な対応策（実務的対応）の在り方。 <ul style="list-style-type: none"> - 利益相反リスクに対応するための実効的なガバナンスの仕組みを確保する上で、独立社外取締役の役割をどう考えるか。 - 独立社外取締役の適格性（特に独立性）についてどう考えるか。 - 独立社外取締役が機能発揮するための仕組みをどう考えるか。 - 親会社の説明責任についてどう考えるか。

検討項目①：日本における上場子会社の評価

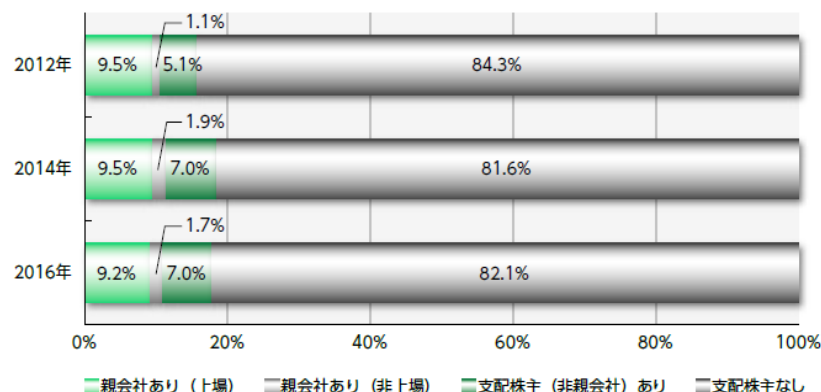
- 2011年に実施された親子上場に関する実証分析※によると、上場子会社のIPO後のパフォーマンスは（平均的には）**独立企業と比較して低くなく、親会社に対する経済的搾取が発生している可能性も低い**との結果が提示されている（詳細は次頁参照）。

※「日本の企業統治」（宮島英昭著）の第7章「親子上場の経済分析 利益相反問題は本当に深刻なのか」（宮島、新田、宍戸）を参照。

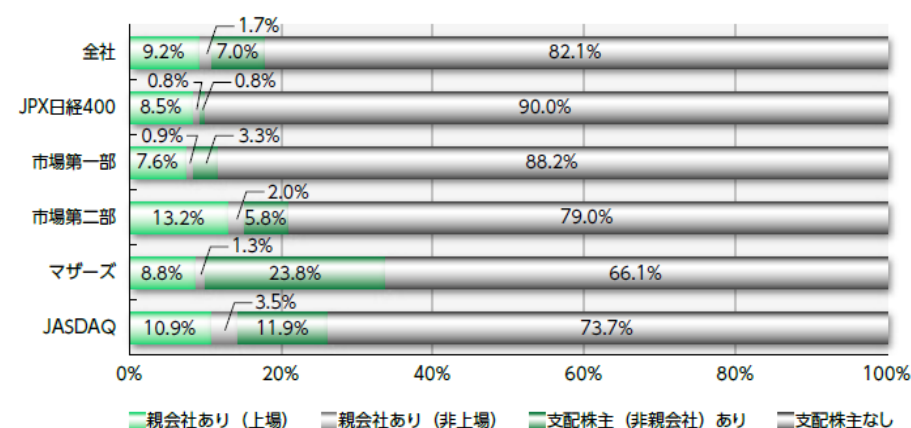
- これに対して、**多くの投資家は、親子上場における利益相反リスクを懸念**しており、上場子会社における企業価値ディスカウントの可能性が指摘されている。
- これらを踏まえ、（上場子会社におけるガバナンスの在り方を考える上で前提となる）日本における上場子会社の現状について、**支配株主と少数株主の利益相反リスクの問題や、資本市場の信頼性確保等の観点から、どのような評価を行うべきか。**

日本における上場子会社の状況（2017年白書によると東証上場企業のうち324社が親子上場企業）

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。

（出典）株式会社東京所見取引所 東証上場会社コーポレートガバナンス白書

(参考) 親子上場に関する実証分析

- 「日本の企業統治」(宮島英昭著)の親子上場に関する実証分析では、親子上場の実態を検証した上で、親子上場という選択肢の重要性を認めつつ、構造的な利益相反リスクを最小化するため政策提言がなされている。

親子上場の実態に対する示唆

- ① 1990年代以降の親子上場は、親会社に対して組織設計の合理的な選択肢を提供してきた。近年でも**子会社上場は、企業グループの組織選択としての重要性を失っていない。**
- ② **子会社上場は**子会社の少数株主からみても、**コストよりもベネフィットが大きい。**親会社が優位な保証効果を発揮していることに加え、親会社が子会社のIPO後のパフォーマンスを有意に引き上げる効果を有している。
- ③ 銀行危機以降においても、**親子上場を維持する成熟した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。**親会社によるモニタリング効果が、この高パフォーマンスの源泉とみられ、自己取引などによる子会社少数株主との間の利益相反のコストがシステムティックに顕在化したことを示す証拠はない。
- ④ 少なくとも**金融取引を利用した搾取**(ファイナンシャル・トンネリング)に関しては、**親子上場に起因する、あるいは親子上場によって増幅されている問題が生じている可能性は低い。**

親子上場に対する政策の在り方に関する提言

- 実証結果は、**親子上場の実務を止めてしまうような過度な規制をとるべきではない**ことを示唆。
- しかし、**親子上場には利益相反構造が内包**され、日本市場でもこの問題を惹起させる新興企業による親子上場が増加していることは事実。
- 市場に参加する投資家、特に**海外投資家からの信任を得るために、上場子会社のベネフィットを維持しつつ、コストを最小化**するような制度の再設計が必要。このための方策として、①情報開示を含めた何らかの事前手続と②事後的に利益相反行為を審査する制度の導入が考えられる。
- ①については、**子会社取締役による利益相反取引に対するレビューを実効化**することであり、**グループ内取引をモニターする責任ある役員の導入(例：議決権を有する独立取締役によるモニターを義務付けること)**や取締役会決議に関する情報開示などが考えられる。
- ②については、**会社法による支配株主の忠実義務の導入**が考えられる。支配株主による少数株主の搾取という問題が国際的に注目を集める中で、**少数株主の保護に向けた法整備が必要。**

(参考) 親子上場に関する実証分析

- 「日本の企業統治」(宮島英昭著)の親子上場に関する実証分析では、上場子会社と独立企業のパフォーマンス比較が行われており、全期間を対象とした分析から、「上場子会社のトービンのq1.24は、独立企業の1.17と比べて有意に高く、財務指標のROA及び売上高成長率も上場子会社が独立起業を上回っている」との分析結果が示されている。
- 本分析では、このような分析結果を踏まえ、「親会社による搾取が、これまで市場で強く懸念されたことはなく、搾取があったとしても、会計情報に表れるほどの規模ではなかった」とされている。

表7-7 上場子会社と独立企業のパフォーマンス比較1

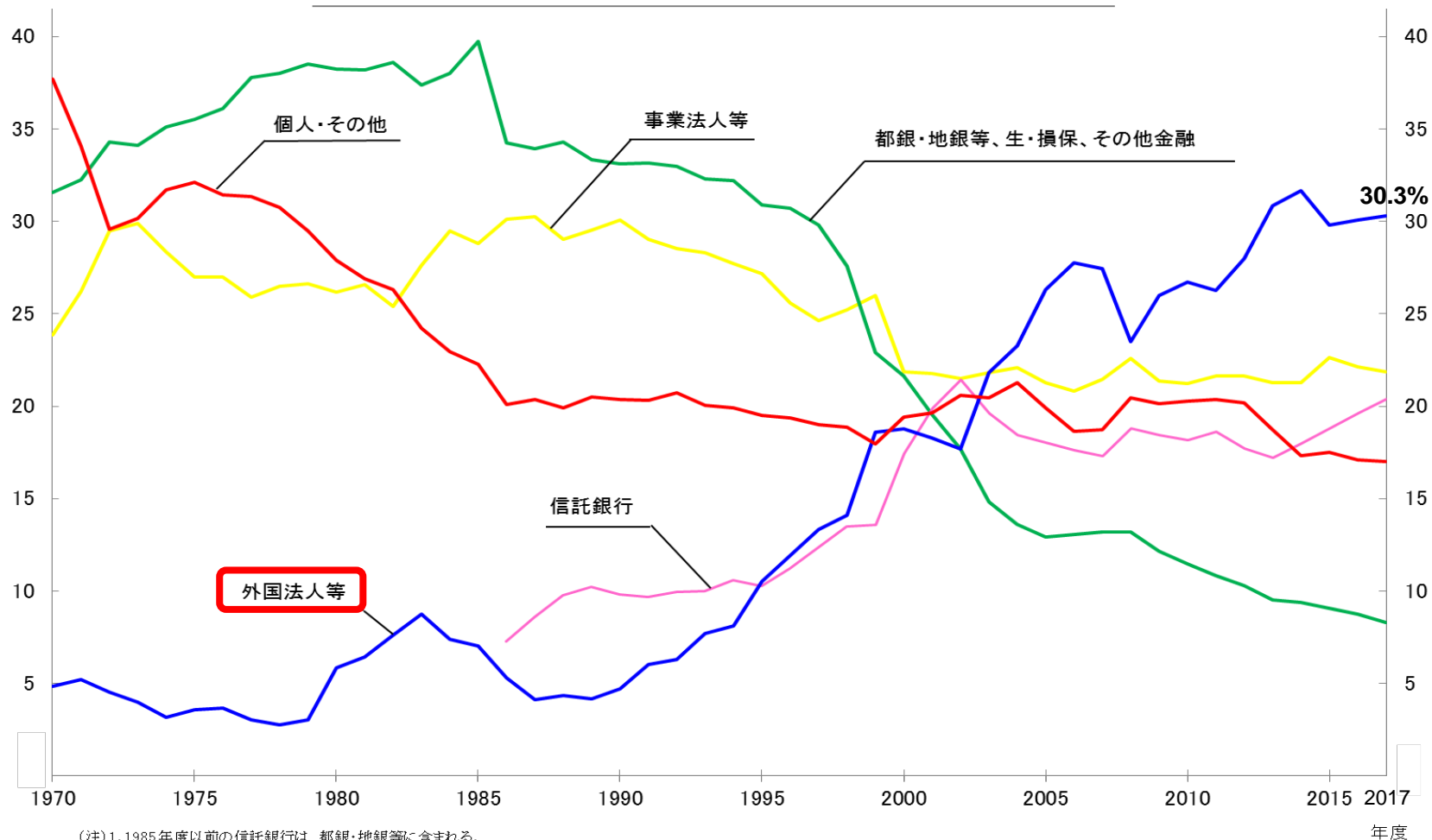
期間	パフォーマンス指標	①子会社(親子上場)			②独立企業			平均値の差 ①-②
		データ数	平均	標準偏差	データ数	平均	標準偏差	
1986	トービンのq	6,283	1.24	0.57	6,283	1.17	0.48	0.07***
	ROA	6,283	3.55	4.41	6,283	3.29	4.16	0.26***
2008	総資産負債比率	6,283	0.61	0.21	6,283	0.58	0.20	0.03***
	売上高成長率	5,717	2.37	12.98	6,039	1.78	11.89	0.59***
1986	トービンのq	1,211	1.74	0.73	1,211	1.61	0.62	0.14***
	ROA	1,211	4.45	4.13	1,211	4.23	4.10	0.22*
1990	総資産負債比率	1,211	0.65	0.20	1,211	0.58	0.19	0.07***
	売上高成長率	953	8.85	11.70	982	8.94	11.11	-0.09
1991	トービンのq	1,541	1.30	0.42	1,541	1.25	0.40	0.05***
	ROA	1,541	2.94	4.16	1,541	2.79	3.95	0.15
1996	総資産負債比率	1,541	0.64	0.20	1,541	0.60	0.20	0.04***
	売上高成長率	1,497	1.35	11.78	1,540	0.24	10.46	1.12***
1997	トービンのq	1,769	1.00	0.40	1,769	0.95	0.33	0.06***
	ROA	1,769	2.52	4.16	1,769	2.52	3.57	0.00
2002	総資産負債比率	1,769	0.62	0.22	1,769	0.61	0.21	0.01
	売上高成長率	1,650	-1.11	13.05	1,761	-1.83	11.36	0.73**
2003	トービンのq	1,762	1.08	0.45	1,762	1.02	0.35	0.06***
	ROA	1,762	4.49	4.73	1,762	3.86	4.70	0.63***
2008	総資産負債比率	1,762	0.56	0.21	1,762	0.54	0.20	0.02***
	売上高成長率	1,617	3.02	13.20	1,756	2.74	12.15	0.28

(注) 分析対象は、金融事業法人を除く、全国証券取引所上場会社、及びジャスダック上場会社。①の子会社は Claessens *et al.* (2000) に従って33%基準で判定した。①の子会社は、株式公開後10年以上が経過し、かつ、同一の親子関係が変化せずに3年以上継続したケースのみを対象とし、自らがさらに上場子会社を持つ場合は除外した。②の独立企業は、株式公開後10年以上が経過し、かつ33%以上を保有する支配株主、及び15%以上を保有する上場会社株主が存在せず、かつ自らが33%基準の親会社でない上場会社の中から、①のサンプル参入時において、①と業種と規模を一致させるように抽出した。②は、会社の重複を許さず、①とすべての期間において一対一に対応。パフォーマンス指標は、日経 NEEDS に基づき筆者算出。各変数の定義は以下の通り。トービンのq=(負債総額簿価+ファイナンスリースの期末残高+株式時価総額+優先株残存額面)/(総資産簿価(時価会計移行調整)+ファイナンスリースの期末残高)×100。ROA=(営業利益+ファイナンスリースの支払利息)/(総資産簿価(時価会計移行調整)+ファイナンスリースの期末残高)×100。総資産負債比率=(負債総額簿価+ファイナンスリースの期末残高)/(総資産簿価(時価会計移行調整)+ファイナンスリースの期末残高)。売上高成長率=(売上高/前期売上高-1)×100。ここで、財務データは、連結決算が取得できる場合は連結決算を、取得できない場合は単独決算を利用している。***、**、*は、それぞれ平均値の差が1、5、10%水準で有意であることを示す。

(参考) 株式保有割合の推移

- 日本企業に対する外国人投資家比率は上昇傾向にあり、2017年度には30.3%と3割を超える水準となっている。

投資部門別株式保有比率の推移 (長期データ)



(注) 1. 1985年度以前の信託銀行は、都銀・地銀等に含まれる。

2. 2004年度から2009年度まではJASDAQ証券取引所上場会社分を含み、2010年度以降は大阪証券取引所または東京証券取引所におけるJASDAQ市場分として含む。

● 親子上場に対する投資家の見解は以下のとおり。

➤ 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。

➤ 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、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。

➤ 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。

検討項目②：上場子会社において利益相反が生じる具体的な場面(1/2)

- 上場子会社におけるガバナンスの在り方を検討するに当たって、利益相反が生じる場面として、具体的にどのような場面が想定されるかについて認識共有しておくことが重要。
- このような利益相反が生じる場面（取引等）としては、大きく以下の3つの類型が考えられるのではないか。
 - ① 支配株主との間の直接取引（現金の預入れ（CMS等）、不動産の賃貸等）
 - ② 支配株主への一部事業部門の譲渡・関連事業間の調整等
 - ③ 支配株主による完全子会社化※（キャッシュアウトや株式交換等による完全子会社化）

※ 支配株主による完全子会社化の局面での利益相反は最も深刻なものとも考えられ、「公正なM & Aの在り方に関する研究会」において、利益相反構造を踏まえた「公正性の担保に資する措置」の在り方について検討しているところ。

	類型①:直接取引（②③を除く）	類型②:事業譲渡・事業調整	類型③:支配株主による完全子会社化
図			
詳細	<ul style="list-style-type: none"> ● 親会社は、できる限り低利子で子会社の現金を活用したい。 ● 子会社は、資本コストに見合う利率が支払われない限り、現金は自社の投資に活用したい。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 親会社は、収益性のある事業をできる限り安価で買いたい。 ● 子会社は、将来の収益性も勘案した、できる限り高い価格が提示されない限り、事業譲渡・調整を行いたくない。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 親会社は、できる限り安価で子会社株主を締め出し、完全子会社化したい。 ● 子会社は、将来のキャッシュフローなども勘案した上で、できる限り高い価格が提示されない限り、買収に応じたくない。
判断主体 (会社法上)	<ul style="list-style-type: none"> ● 子会社にとって「重要な財産の処分」に当たる場合には、取締役会決議（会社法第362条第4項第1号）が必要。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 子会社の「事業の全部又は重要な一部の譲渡」（総資産の1/5以下の場合を除く）に当たる場合には株主総会特別決議が必要（第467条第1項、第309条第2項第11号）。反対株主に株式買取請求権あり。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 株式交換（組織再編）や株式併合等によるキャッシュアウトの場合は、子会社の株主総会特別決議が必要（第180条第2項、第309条第2項第4号、第783条第1項、第309条第2項12号など）。他方、(TOBの後)株式等売渡請求によりキャッシュアウトを行う場合には子会社の取締役会決議（承認）が必要。

検討項目②：上場子会社において利益相反が生じる具体的な場面(2/2)

- 前ページの整理も踏まえれば、グループの事業ポートフォリオマネジメントの中で、上場子会社と親会社又は兄弟会社との関係で、「利益相反が生じうる取引等」が行われる蓋然性が高い場合として、例えば以下のような場合が考えられるのではないかと。
 - － 親子間で同業種の事業を営むなど、事業の重複や競合関係にあり、**事業ポートフォリオの最適化を図るため、事業間調整が必要となりうる場合**
 - － 親子間で事業的(operational)シナジー（R&D等を含む）を追求する場合 等
- 上記の場合において、親会社と上場子会社の**社長・CEOが兼務**している場合をどう考えるか。

検討項目③：上場子会社の利益相反リスクへの対応策

- ①上場子会社の現状評価及び②利益相反リスクが特に高いと考えられるケースを踏まえた上で、我が国の資本市場の信頼性確保の観点にも配慮しつつ、**上場子会社の企業価値向上に向けた独立した意思決定を担保するための実効的なガバナンス体制の整備**を進めるため、どのような対応策が考えられるか。
- 大きく分ければ、①会社法改正を含めた法的対応と、②ガイドライン等による実務的対応の2つの方向性が考えられるが、本研究会では、当面の現実的対応として②を中心に議論してはどうか。

想定される対応策			具体的措置
①法的対応	1	支配株主の責任の明確化	<ul style="list-style-type: none"> ● 支配株主の少数株主に対する責任を明確にした上で、少数株主の具体的な救済措置を法定する。
②実務的対応	2	上場子会社のガバナンスの在り方(独立社外取締役の役割等)	<ul style="list-style-type: none"> ● 上場子会社の独立した意思決定を担保するべく、独立社外取締役※が実質的に機能する体制の整備が求められる。 ※支配株主からの独立性が重要。
	3	親会社による情報開示	<ul style="list-style-type: none"> ● 親会社に対して、上場子会社として維持することの合理的理由とともに、そのガバナンス体制の実効性について、情報開示を通じて、投資家等に対して説明責任を果たすことが求められる。

対応策1：支配株主の責任の明確化

- 少数株主の権利保護のためには、親会社と子会社との利益が相反する取引が行われる場面など、親会社からの不当な影響力の行使により子会社に損害が生ずる類型的・構造的なおそれが存する場面において、支配株主の少数株主に対する責任を明確化することが考えられる。
- **諸外国には、判例法において、このような支配株主の義務を認めている例があるが、日本では、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が議論されたものの、導入を見送られており、現時点では会社法上の規定は存在せず、判例上も示されていない。**
- これまでの議論の中でも、上場子会社の利益相反問題に根本的に対処するためには法的対応が必要との意見があり、今後、中長期的には、資本市場の信頼性を確保する観点からも、このような支配株主の責任の在り方について検討を行うことも考えられるが、**当面は実務的対応により投資家の懸念の払しょくに努める方が現実的ではないか。**

支配株主の責任に関する諸外国の動向

米国	<ul style="list-style-type: none">● 米国では、支配株主が少数株主に対して「忠実義務」(fiduciary duty)を負うことが判例法上認められており、損害賠償責任や差止めを認めた裁判例がある。
ドイツ	<ul style="list-style-type: none">● ドイツでも、支配株主が少数株主に対して「誠実義務」(Treuepflicht)を負うことが、判例法で確立している。
日本	<ul style="list-style-type: none">● 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た[※]が、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。

※ 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。

対応策2：上場子会社におけるガバナンスの在り方（独立社外取締役の役割等）

- 上場子会社においては、支配株主と少数株主の間に利益相反リスクがあることを踏まえ、企業価値向上に向けて**独立した意思決定を担保**するべく、実効的なガバナンス体制の構築が必要。
- **上場子会社の取締役（社内・社外）は、善管注意義務・忠実義務**として、「会社及び株主共同の利益」のために行動することが求められ、CGコードにも、「関連当事者間の取引」（主要株主等との取引等）に対して取締役会が監視等を行うことが記載されている。
- こうした取締役会の利益相反取引に対する監視機能の実効性を確保する上で、**特に、独立社外取締役の役割が重要**と考えられる（※）が、具体的な実務指針においては、（Ⅰ）その独立性基準の考え方と、（Ⅱ）その役割を実質的に果たすための体制・仕組みをどう考えるか。
※独立社外監査役の役割をどう考えるか。
- その際、前述の検討項目②「利益相反が生じる場面」ごとに考えるべきか。

➤ コーポレートガバナンス・コード

【原則1－7. 関連当事者間の取引】

上場会社がその役員や主要株主等との取引（関連当事者間の取引）を行う場合には、そうした取引が**会社や株主共同の利益を害することのないよう、また、そうした懸念を惹起することのないよう、取締役会は、あらかじめ、取引の重要性やその性質に応じた適切な手続を定めてその枠組みを開示するとともに、その手続を踏まえた監視**（取引の承認を含む）を行うべきである。

【原則4－5. 取締役・監査役等の受託者責任】

上場会社の取締役・監査役及び経営陣は、それぞれの株主に対する受託者責任を認識し、ステークホルダーとの適切な協働を確保しつつ、**会社や株主共同の利益のために行動すべき**である。

(参考) 独立社外取締役の役割

- コーポレートガバナンス・コードでは、独立社外取締役の役割・責務が明確化されており、一般的に、独立社外取締役に期待する役割には、経営に対する助言、経営の監督、**利益相反の監督**等があるとされる。

➤ コーポレートガバナンス・コード（一部抜粋）

【原則 4 – 7. 独立社外取締役の役割・責務】

上場会社は、独立社外取締役に、特に以下の役割・責務を果たすことが期待されることに留意しつつ、その有効な活用を図るべきである。

- i. 経営の方針や経営改善について、自らの知見に基づき、会社の持続的な成長を促し中長期的な企業価値の向上を図る、との観点からの助言を行うこと
- ii. 経営陣幹部の選解任その他の取締役会の重要な意思決定を通じ、経営の監督を行うこと
- iii. **会社と経営陣・支配株主等との間の利益相反を監督**すること
- iv. **経営陣・支配株主から独立した立場で、少数株主をはじめとするステークホルダーの意見を取締役に適切に反映させる**こと

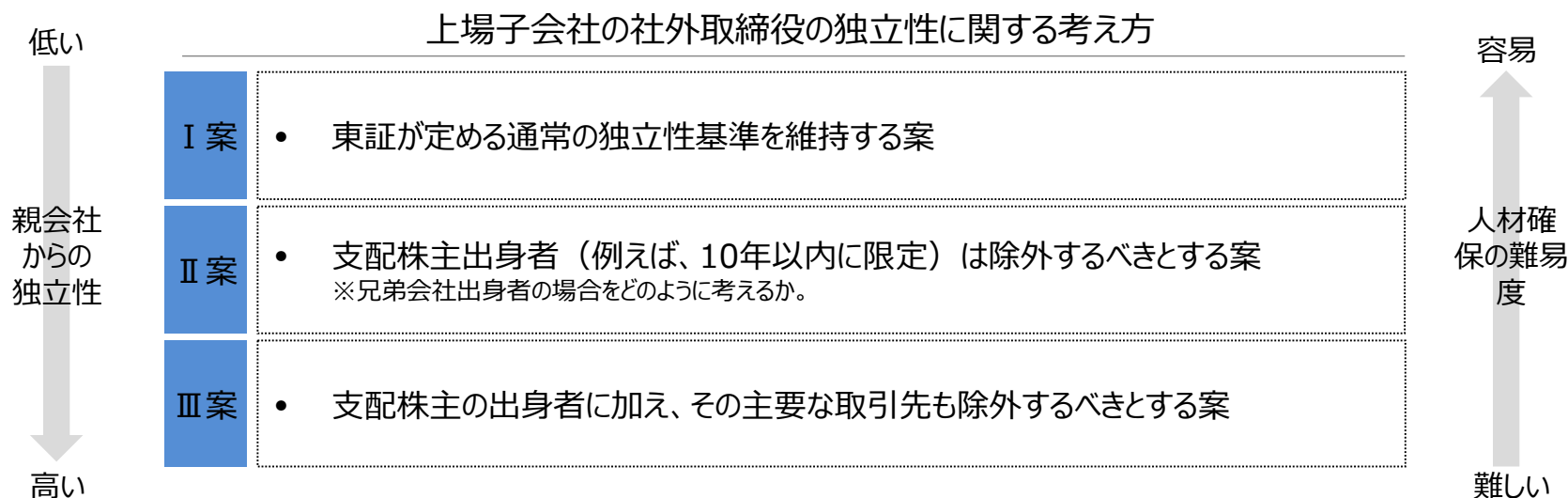
【原則 4 – 8. 独立社外取締役の有効な活用】

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社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。

対応策2-1：上場子会社の社外取締役に関する独立性基準

- 一般に、独立社外取締役には、①執行陣による業務執行を監督する役割が求められるため、その適格性としては「執行陣からの独立」が重要となる。
- 他方、上場子会社の独立社外取締役には、上記①の役割※に加え、②支配株主との利益相反を監督し、**少数株主の利益を確保する役割が求められるため、「支配株主からの独立」も重要**となるのではないかと。 ※支配株主が上場子会社の経営に直接関与している場合には、一般の場合に比べて①の重要性が低くなるという考え方もありうるか。
- 現行、東証が定める独立性基準においても、支配株主からの一定の独立性が求められているが、**投資家の視点からも実効的と評価されるガバナンス体制の中核的担い手として、ガイドラインレベルでの望ましい在り方をどう考えるかが問題**となる。
- また、上場子会社の独立社外取締役については、**少数株主の利益保護が重要な役割であるという意識を高める**とともに、**選任に当たってもその点に配慮**することも重要ではないか。



(参考) 親会社から独立した社外取締役」の範囲

- 「親会社から独立した社外取締役」の範囲に関し、例えば、現行の取締役の社外性・独立性の基準を前提としつつ、親会社から見た場合の社外性・独立性も考慮すると以下のような整理が考えられるか（以下の表の赤枠内に該当しない取締役）。
 - 青色部分に該当する場合、当該取締役には**社外性なし**（会社法2条15号参照）。
 - 黄色部分・黄色字に該当する場合、当該取締役には**独立性なし**（東証「上場管理等に関するガイドライン」Ⅲ 5.（3）の2参照）。
 - 赤字部分は、親会社から見た独立性を考慮した**追加的要素**。

	雇用関係等	資本関係等	取引関係等
現在	・自社の業務執行取締役等 ・自社の取締役等の近親者（注1） ・子会社の業務執行取締役等 + 近親者（注2）	・支配株主 + 近親者（注1） ・親会社等の取締役等 + 近親者（注2） ・兄弟会社の業務執行取締役等 + 近親者（注2）	・自社 若しくは親会社 の主要な取引先（注5）又はその業務執行者 + 近親者（注2）
最近 （注3）	・自社の業務執行取締役等 + 近親者（注2） ・子会社の業務執行取締役等 + 近親者（注2）	・親会社の取締役等 + 近親者（注2） ・兄弟会社の業務執行者 + 近親者（注2）	・自社 又は親会社 から多額の金銭その他の財産を得ているコンサルタント等 + 近親者（注2）
過去 （10年以内） （注4）	・自社の業務執行取締役等 ・子会社の業務執行取締役等	・（1）親会社の業務執行取締役等 ・（2）兄弟会社の業務執行取締役等 Ⅱ案	Ⅲ案

※ 親会社が1社しかない場合を想定

（注1）配偶者又は2親等内の親族

（注2）重要でない者の近親者を除く。

（注3）1年以上前に該当していた場合には、「最近」とは通常言えない（東証「独立役員の確保に係る実務上の留意点（2015年6月改訂版）」4頁）。

（注4）その就任前10年内のいずれかの時において、株式会社又はその子会社の取締役、会計参与（会計参与が法人であるときは、その職務を行うべき社員）又は監査役であったことがある者（業務執行取締役等であったことがある者を除く。）にあつては、それらへの就任の前10年間も含む。

（注5）自社又は親会社を主要な取引先とする者を含む

「業務執行取締役等」……業務執行取締役若しくは執行役又は支配人その他の使用人

「取締役等」……ここでは取締役若しくは執行役又は支配人その他の使用人

「親会社等」…親会社又は株式会社の経営を支配している者（法人であるものを除く。）として法務省令で定めるもの（会社法2条4号の2）

「支配株主」…株式会社の経営を支配している者（法人であるものを除く。）

「兄弟会社」…株式会社の親会社等の子会社等（当該株式会社及びその子会社を除く。）

(参考) 独立役員の確保に係る実務上の留意事項 (東証)

- 東証は、「上場管理等に関するガイドライン」において、東証が一般株主と利益相反の生じるおそれがあると判断する場合の判断要素（独立性基準）を定めているが、**CGコード上、各社は東証独立性基準を踏まえて自社としての具体的な独立性判断基準を策定し、それを開示することが原則として示されている。**

※東証有価証券上場規程436条の2において、「独立役員」とは「一般株主と利益相反が生じるおそれのない社外取締役又は社外監査役」とされている。

➤ 独立役員の確保に係る実務上の留意事項 (2015年6月改訂版)

3. 独立性に関する判断について

(1) 概要

「一般株主と利益相反が生ずるおそれがない者」であるか否かは上場会社において実質的に判断する必要がありますが、例えば、独立役員として届け出ようとする者が、経営陣から著しいコントロールを受け得る者である場合や、経営陣に対して著しいコントロールを及ぼし得る者である場合には、一般株主との利益相反が生じるおそれがあり、独立役員の要件である「一般株主と利益相反の生じるおそれがない者」には該当しない可能性が高いと考えられます。

※ 東証は、下記(2)のとおり、「上場管理等に関するガイドライン」III 5.(3)の2において、典型的に一般株主と利益相反の生じるおそれがある場合を規定しています(以下、同項各号に定める事由を「独立性基準」といいます。)が、独立性基準に抵触しない場合であっても、上場会社における実質的な判断の結果「一般株主と利益相反が生ずるおそれがない」とはいえない場合には、独立役員の要件を満たさない点に留意が必要です。

(2) 独立性基準について

東証は、「上場管理等に関するガイドライン」において、東証が一般株主と利益相反の生じるおそれがあると判断する場合の判断要素（独立性基準）を規定しており、**独立性基準に抵触する場合には、独立役員として届け出ることができません。**既に独立役員に指定している者が事後的に独立性基準に抵触した場合には、直ちに独立役員届出書（その者について独立役員の指定を解除したもの）を再提出してください。

※ **独立性基準の抵触の有無に係る判断は、上場会社単体で考えることで差し支えありません。ただし、独立性基準に抵触しない場合であっても、「一般株主と利益相反が生ずるおそれがない」とはいえない場合は、独立役員の要件を満たさない点に留意が必要です。**例えば、上場会社が持株会社形態であるような場合において、社外取締役・社外監査役が重要な事業子会社の「主要な取引先」の業務執行者であるような場合においては、その者を独立役員として届け出ようとする場合、「独立性基準」に抵触しないことが想定されますが、その者が一般株主と利益相反の生じるおそれがない者に該当するのかは、別個の検討が必要と考えられます。

※ コーポレートガバナンス・コードでは、「取締役会は、金融商品取引所が定める独立性基準を踏まえ、独立社外取締役となる者の独立性をその実質面において担保することに主眼を置いた独立性判断基準を策定・開示すべきである」（原則4-9）としています。この**原則を実施する上場会社は、独立性基準を踏まえて、自社（グループ）の独立性判断基準を策定し、独立役員届出書やコーポレート・ガバナンス報告書等において開示してください。**

- MBOや支配株主による従属会社の買収における利益相反の問題の大きさを踏まえると、特別委員会の委員の独立性は、委員となる者に求められる必須の前提条件であり、その内容は厳格に判断すべきと考えられるのではないか。

- 具体的には、特別委員会の委員となる者には、①買収者からの独立性および②当該M&A取引からの独立性（利害関係がないこと）が要求され、これらの独立性は、対象会社および一般株主の利益を図る観点から適切な判断を行うことが一般に期待できるかという観点から、個々のM&A取引における具体的状況を踏まえて実質的に判断すべきものと考えられる。

- このうち①買収者からの独立性に関して、支配会社による従属会社の買収の場合における支配会社の出身者の取扱いについて、どのように考えるか。
 - 会社法上、過去10年以内に自社の業務執行取締役等の地位に就いたことがある者は、「経営陣からの影響（心理的なものを含め）を十分に脱していない可能性がある」（田中亘『会社法〔第2版〕』（東京大学出版会、2018年）219頁）ことから、社外取締役にはなれないこととされている（会社法2条15号イ）ことを踏まえて、①支配会社からの独立性が認められるためには、例えば、少なくとも過去10年以内に支配会社の業務執行取締役等の地位に就いたことがないことが必要と考えることについて、どのように考えるか。

(参考) 独立取締役の選任における少数株主の意思確認ルール (英国)

- 英国の上場規則 (Listing Rules :LR) では、支配株主のいる会社で独立取締役を選任する際、少数株主の意思を確認する手続きが求められている (2014年の上場規則改正で導入)。

- 支配株主を有する会社の株主総会における独立取締役の選任は、
 - ①株主全体の過半数
 - ②少数株主の過半数 (いわゆるMoM : Majority of Minority)のそれぞれで承認されなければならない (LR9.2.2ER)
- ①株主全体の過半数および②少数株主の過半数のそれぞれによる承認がなされなかった場合でも、会社が同じ候補の選任を再提案することは可能
- 再提案については①株主全体の過半数の承認のみで足りるが、その投票は元の投票から90日以後120日以内に行われる必要がある (LR9.2.2FR)
※この90日間はクーリングオフ期間・支配株主と少数株主が互いに対話する機会を提供するものといわれている
- 上記の独立取締役選任手続を可能とする規定を定款に置かなければならない (LR9.2.2AD R (2))
- これらはプレミアム上場している会社 (現在約500社) に適用される (LR9.1.1 R)

※支配株主……30%以上の議決権を有する株主 (LR Appendix 1)

対応策2-2：上場子会社における実効的なガバナンスの在り方

- 上場子会社において、利益相反リスクに適切に対応し、少数株主利益を保護する（それにより、投資家からの信頼を確保する）ための実効的なガバナンスの仕組みをいかに構築するかという観点から、各社において、それぞれの個社事情に合った適切な方策を検討し、情報開示することが考えられるのではないかと。
- 具体的な方策として、前述②「利益相反が生じる場面」の整理も踏まえ、対象とすべき利益相反取引等を付議基準等により明確にしたうえで、例えば、以下のような仕組みとすることが考えられるのではないかと。

上場子会社における実効的なガバナンスの仕組みの在り方（例）

方策Ⅰ	<ul style="list-style-type: none">● 独立社外取締役を3人以上又は1/3以上として、取締役会の独立性を高めた上で、取締役会で審議・決定する方法。 ※CGコード原則4-8参照（35頁）
方策Ⅱ	<ul style="list-style-type: none">● 支配株主である親会社と利益相反が生じる場面では、独立社外取締役（又は独立社外監査役）が過半数を占める委員会※で審議を行い、取締役会はその審議結果・判断を尊重することとする方法。 ※法定の監査等委員会や監査委員会の活用も考えられるか。
方策Ⅲ	<ul style="list-style-type: none">● 支配株主である親会社と利益相反が生じる場面では、個別に各独立社外取締役※の同意を得ることとする方法。 ※独立社外取締役が存在しない場合には、独立社外監査役の同意を得ることも考えられる。

※ 上記のような方策に加え、例えば、利益相反の可能性が極めて高い局面において、会社側の判断で、当該利益相反取引について株主総会に上程して意見を確認することも考えられる。

(参考) 支配株主との重要な取引等に係る遵守事項

- 東証の有価証券上場規程では、支配株主を有する上場会社又はその子会社等が、支配株主等が関連する重要な取引を行うことを決定する場合には、その決定が少数株主にとって不利益なものでないことに関し、**支配株主との間に利害関係を有しない者※による意見の入手**を求めている。

※東京証券取引所の「会社情報適時開示ガイドブック（2018年8月版）」によると、「支配株主との間に利害関係を有しない者」には、例えば、買収防衛策導入会社の実務において実施されている特別委員会に相当するような第三者委員会や、支配株主と利害関係のない社外取締役又は社外監査役などが含まれるとされている。

- 有価証券上場規程（東京証券取引所）（一部抜粋）
（支配株主との重要な取引等に係る遵守事項）

第441条の2

支配株主を有する上場会社は、次の各号に掲げる場合には、当該各号に規定する事項の決定が当該上場会社の**少数株主にとって不利益なものでないことに関し、当該支配株主との間に利害関係を有しない者による意見の入手を行うもの**とする。

(1) 当該上場会社の業務執行を決定する機関が、第402条第1号a（第三者割当による募集株式等の割当てを行う場合に限る。）、e、iからmまで、oからsまで、wからzまで又はa pからa rまでに掲げる事項（支配株主その他施行規則で定める者が関連するものに限る。）のいずれかを行うことについての決定をする場合（同条の規定に基づきその内容の開示を要する場合に限る。）

(2) 当該上場会社の子会社等の業務執行を決定する機関が、第403条第1号aからeまで、gからkまで、n、o又はsに掲げる事項（支配株主その他施行規則で定める者が関連するものに限る。）のいずれかを行うことについての決定をする場合（同条の規定に基づきその内容の開示を要する場合に限る。）

2 上場会社は、前項各号に掲げる場合には、必要かつ十分な適時開示を行うものとする。

（第三者割当に係る遵守事項）

第432条

上場会社は、第三者割当による募集株式等の割当てを行う場合（施行規則で定める議決権の比率が25%以上となる場合に限る。）又は当該割当て及び当該割当てに係る募集株式等の転換又は行使により支配株主が異動する見込みがある場合は、次の各号に掲げる手続のいずれかを行うものとする。ただし、当該割当ての緊急性が極めて高いものとして施行規則で定める場合はこの限りでない。

- (1) 経営者から一定程度独立した者による当該割当ての必要性及び相当性に関する意見の入手
- (2) 当該割当てに係る株主総会決議などによる株主の意思確認

対応策3：親会社による情報開示

- 上場子会社の利益相反リスクを踏まえると、支配株主としての説明責任を果たす観点からも、親会社には、上場子会社として維持することの合理的理由とともに、その適切な運営のための実効的なガバナンス体制の整備状況（具体的な措置・手続きを含め）について、取締役会で審議した上で、投資家等に対して情報開示し、その理解と信頼を得ることが求められるのではないか。
- こうした親会社による情報開示は、コーポレートガバナンス・コードにおける「経営戦略や経営計画の策定・公表（コード原則5-2）」の一環としても、求められるのではないか。

➤ コーポレート・ガバナンス・コード（一部抜粋）

【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。

上場子会社
を保有する場合

上場子会社には利益相反リスク等が存在するため、親会社は事業ポートフォリオ政策あるいは「経営資源の配分」の在り方として、上場子会社の形態をとることの合理性について、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はないか。

【目次】

1. これまでの議論のまとめ
2. 上場子会社のガバナンスの在り方
 - (1) これまでの議論における共通認識
 - (2) 残された論点の整理
3. コーポレート・ガバナンス・アンケート調査結果（速報版）
 - (1) コーポレート・ガバナンスの進捗状況
 - (2) グループガバナンスに関する現状
4. （参考）海外ヒアリング結果

平成年度コーポレート・ガバナンス・アンケート調査の概要

- 平成28年度より、コーポレートガバナンスの進捗状況を確認するべく、上場企業（東証1部・2部）に対してコーポレートガバナンスに関するアンケート調査を毎年度実施している。
- 平成30年度（3回目）については、従来の「企業向けアンケート」のほか、特に社長・CEOの方に直接回答いただく「社長・CEO様向けアンケート」も併せて実施。
- アンケートの実施概要は以下のとおり。

	企業向けアンケート調査	社長・CEO向けアンケート調査
名称	<ul style="list-style-type: none"> 平成30年度コーポレートガバナンスに関するアンケート調査（企業向け） 	<ul style="list-style-type: none"> 平成30年度コーポレートガバナンスに関するアンケート調査（社長・CEO向け）
対象	東証1部・2部上場企業（計2,609社）	
期間	<ul style="list-style-type: none"> 2018年11月12日～2018年12月28日 	<ul style="list-style-type: none"> 2018年11月12日～2018年12月18日
方法	コーポレートガバナンス担当部署に調査票を郵送し、Webシステムにて回答	
回答者	<ul style="list-style-type: none"> コーポレートガバナンス担当部署 	<ul style="list-style-type: none"> 社長・CEO（システム入力代理の場合もあり）
回答数	<ul style="list-style-type: none"> 822社（有効回答率31.5%） 	<ul style="list-style-type: none"> 547社（有効回答率20.9%）

(参考) アンケート調査の回答内訳

- 企業向けアンケート調査における回答内訳は以下のとおり。
 - ✓ 市場別：回答率は、東証1部が34.3%に対し、東証2部が19.9%。
 - ✓ 機関設計別：指名委員会等設置会社が63.5%であり、他の機関設計は3割程度の回答率。
 - ✓ 売上規模別：売上規模が大きくなるほど、回答割合も上昇。
- 社長・CEOアンケート調査への回答内訳は、東証1部が22.9%、東証2部が12.9%であった。

企業向けアンケート調査の回答状況

市場別の回答企業割合

東証一部	母集団	2,107	34.3%
	回答企業	722	
東証二部	母集団	502	19.9%
	回答企業	100	

機関設計別の回答企業割合

指名委員会等設置会社	母集団	63	63.5%
	回答企業	40	
監査等委員会設置会社	母集団	673	26.7%
	回答企業	180	
監査役会設置会社	母集団	1,873	32.1%
	回答企業	602	

売上規模別の回答企業割合

500億円未満	母集団	1,289	20.6%
	回答企業	266	
500億円～1000億円未満	母集団	395	31.6%
	回答企業	125	
1000億円～5000億円未満	母集団	628	38.9%
	回答企業	244	
5000億円～1兆円未満	母集団	142	57.0%
	回答企業	81	
1兆円～3兆円未満	母集団	105	63.8%
	回答企業	67	
3兆円以上	母集団	50	78.0%
	回答企業	39	

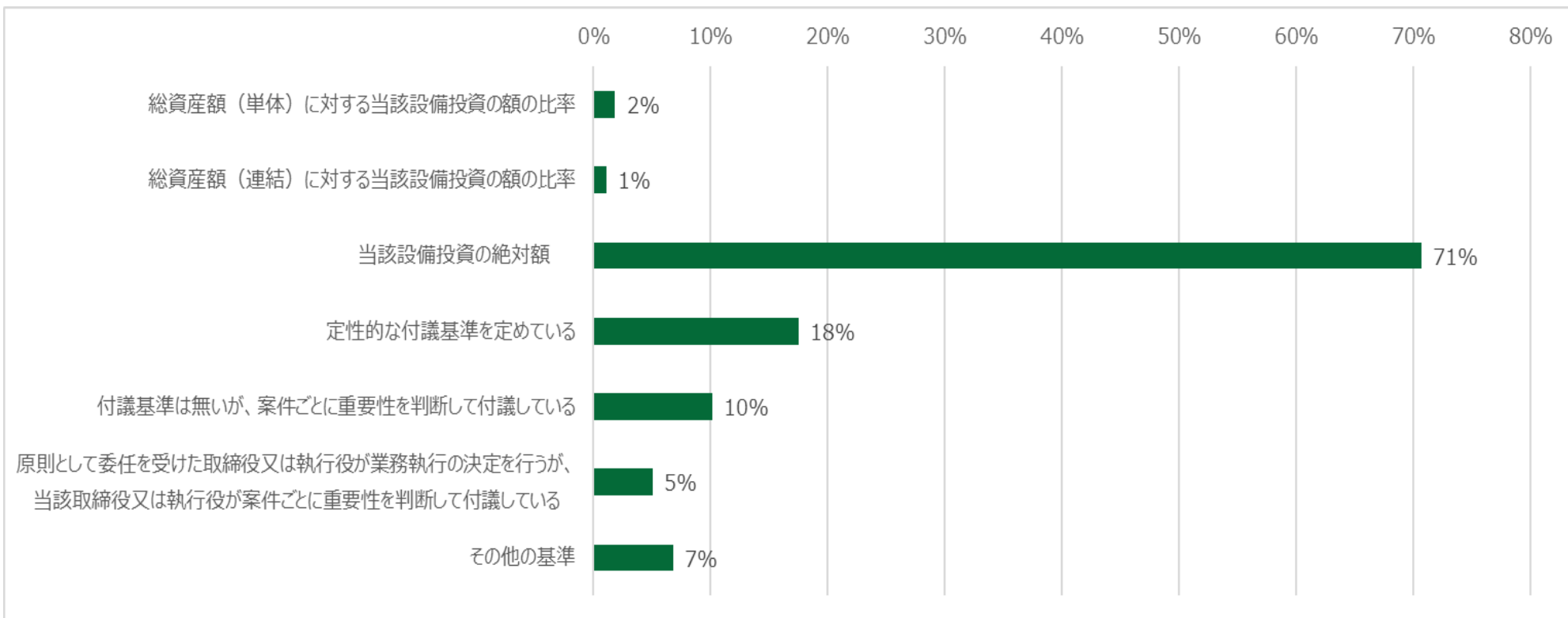
【目次】

1. これまでの議論のまとめ
2. 上場子会社のガバナンスの在り方
 - (1) これまでの議論における共通認識
 - (2) 残された論点の整理
3. コーポレート・ガバナンス・アンケート調査結果（速報版）
 - (1) コーポレート・ガバナンスの進捗状況
 - (2) グループガバナンスに関する現状
4. （参考）海外ヒアリング結果

取締役会への付議基準

- 設備投資に関する取締役会への付議基準については、絶対額を基準としている企業が約7割。
- 付議基準を定めず、案件ごとに重要性を判断して付議している企業も約10%存在。

問6-1. 貴社の取締役会に上程する設備投資案件に係る付議基準について、貴社案件に係る付議基準の内容をご教示ください。（複数選択可）

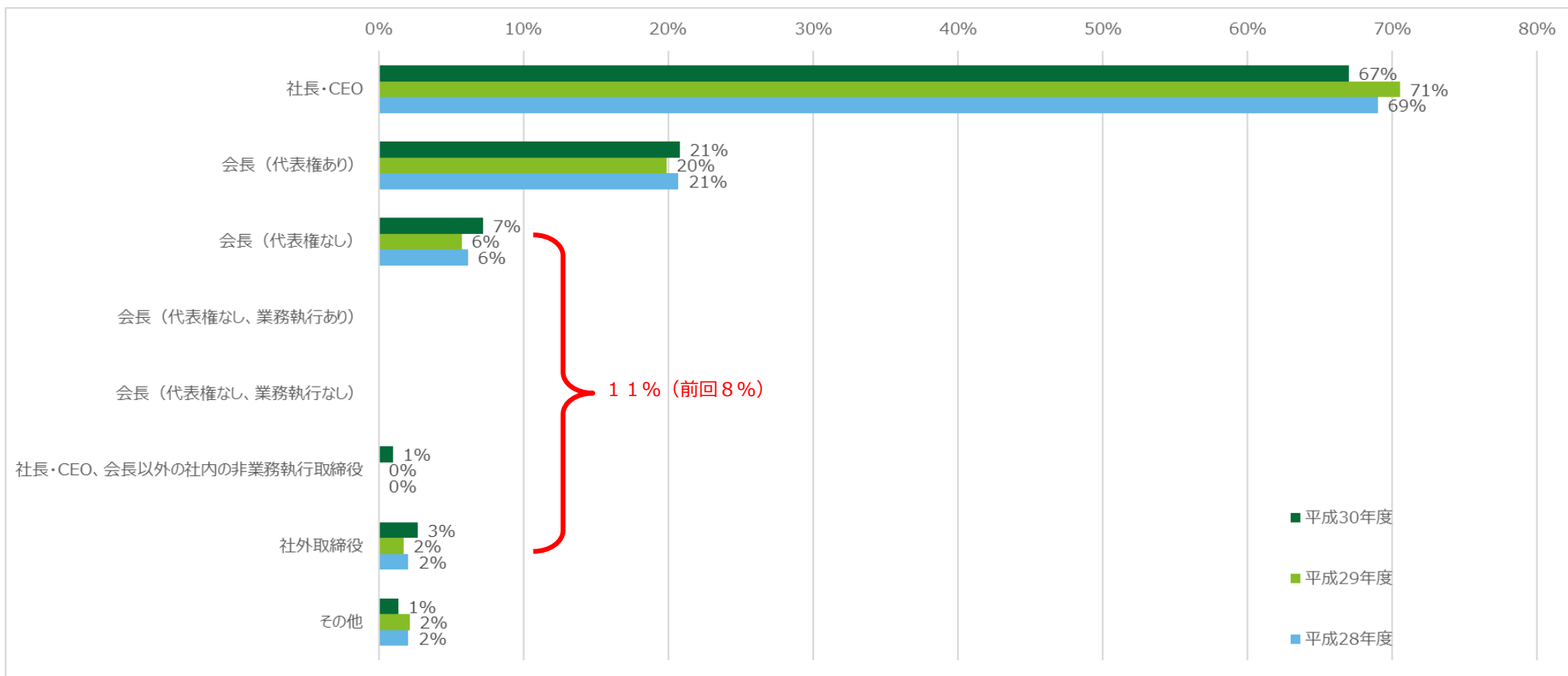


有効回答数 811社
回答なし 11社

取締役会議長の属性

- 取締役会議長の属性については、前回、前々回と大きな構成変化はないが、会長（代表権なし）、非業務執行取締役（社内）、社外取締役割合はやや増加している。

問8-1. 取締役会議長の属性についてご教示ください。（1つ選択）

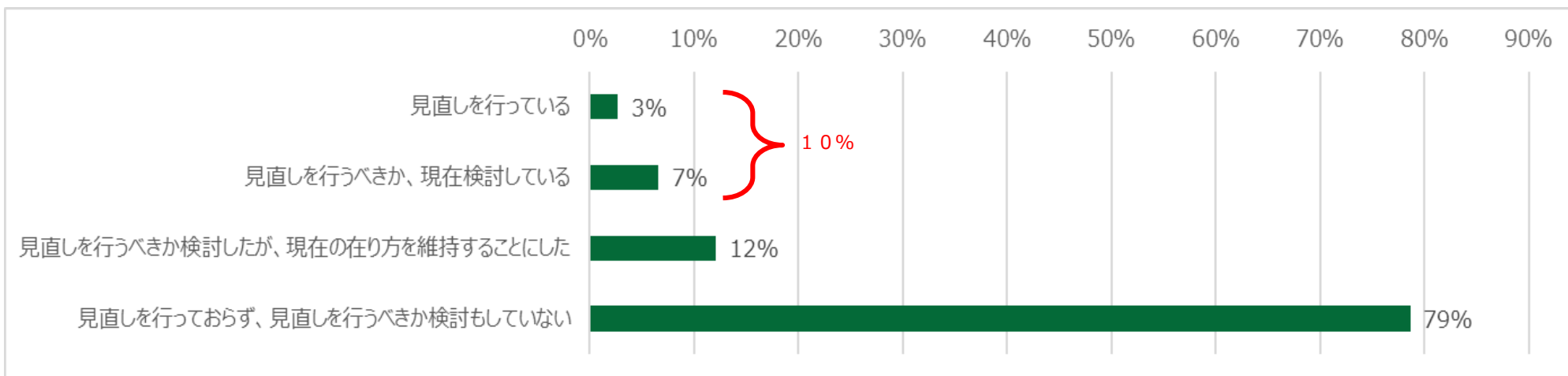


(平成30年度)
有効回答数 818社
回答なし 4社

(参考) 取締役会議長の属性の見直し

- 取締役会議長について「見直しを行っている」又は「見直しを行うべきか、現在検討している」企業が1割。

問8-3. 取締役会議長の属性について見直しを行っているか、ご教示ください。(1つ選択)

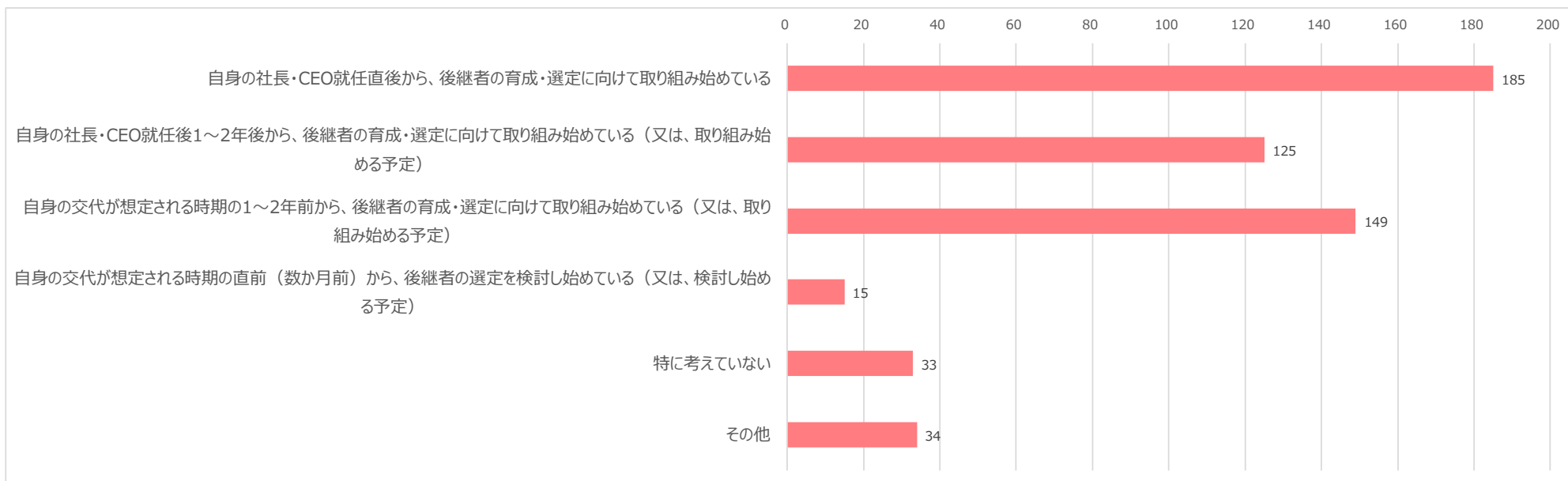


有効回答数 811社
回答なし 11社

<社長・CEO向け> 後継者計画の取組開始時期

- 就任直後から次の後継者の育成・選定に取り組んでいる社長・CEOは約34%。
- 他方、後継者について特に考えていないとする社長・CEOも約6%と僅かながら存在している。

<社長・CEO向け> 問6. ご自身の後継者（次期社長・CEO）の育成・選定に向けた取組状況についてご教示ください。（1つ選択）

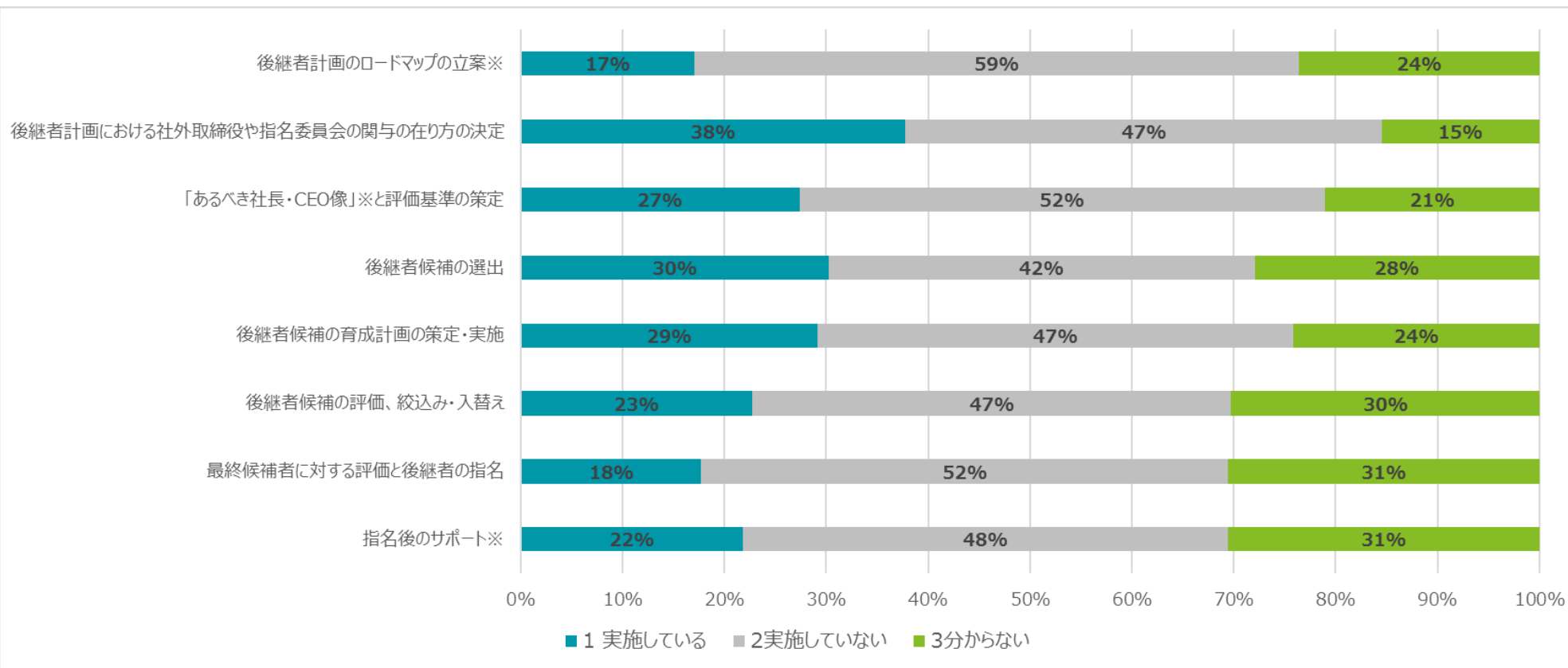


有効回答数 541社
回答なし 7社

次期社長・CEOの選定に向けた取組

- 次期社長・CEOの選定に向けた取組は、全体的に進んでいないが、特に、「後継者計画のロードマップの立案」を実施している企業は少ない。

問12-1. 次期社長・CEOの選定に向けた以下の各取組の実施状況をご教示ください。（それぞれについて、1～3から1つ選択）



※備考

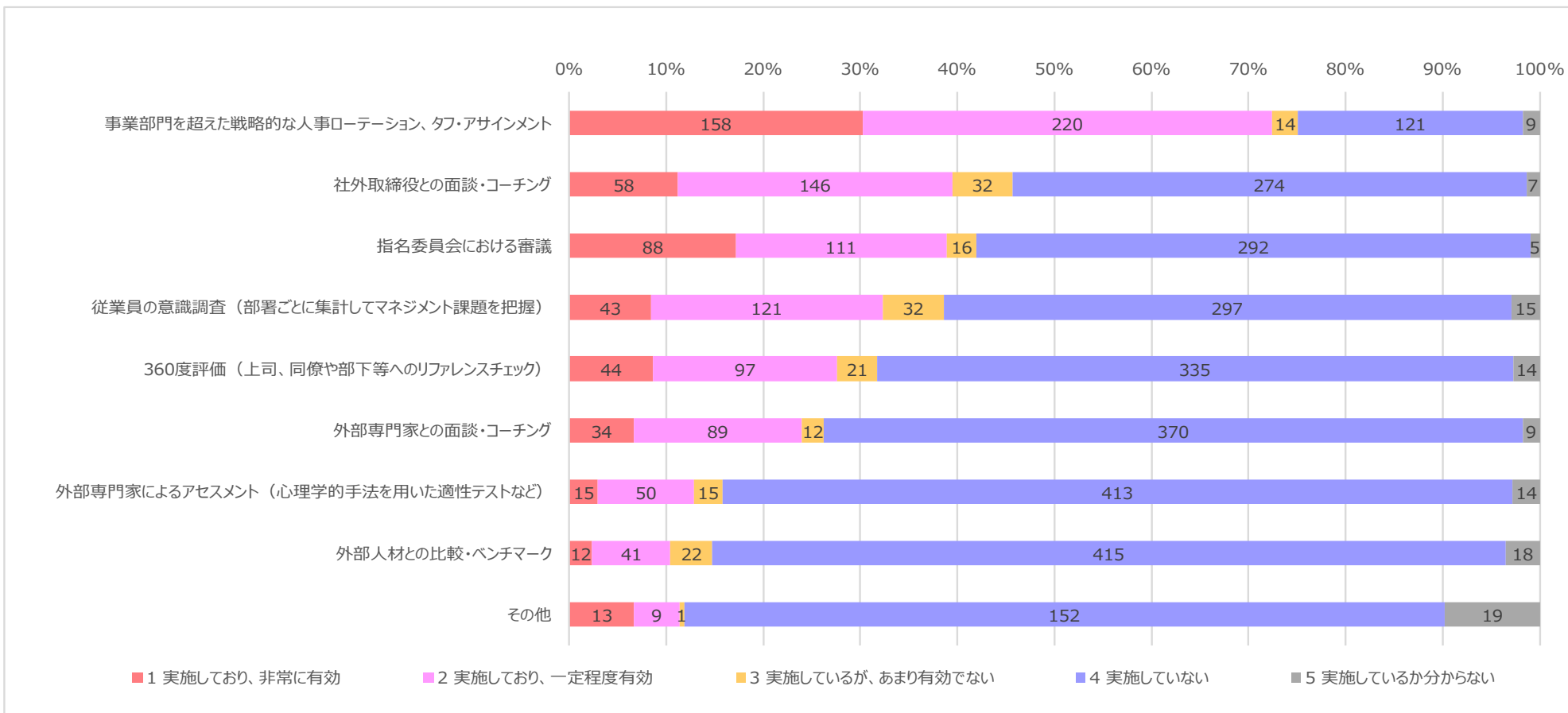
- ・「A. 後継者計画のロードマップの立案」とは、想定される社長・CEOの交代時期に向けて、「いつ頃、誰が、何を行うか」といった大枠の工程やスケジュールを描くことを言います。
- ・「C. あるべき社長・CEO像」とは、例えば、次の社長・CEOに求められる資質、能力、経験、実績、専門性、スキル、人柄などが考えられます。
- ・「H. 指名後のサポート」とは、例えば、後継者の指名後、実際の交代までに一定の移行期間を設け、その間に、現社長・CEOから後継者への引継ぎや、社内外の関係者への後継者の周知、ネットワーク作りなど、必要な準備を行うことなどが考えられます。

有効回答数 822社
回答なし 0社

<社長・CEO向け> 後継者計画における後継者育成・評価の取組

- 後継者育成・評価のためには、7割以上の社長・CEOが「事業部門を超えた戦略的な人事ローテーション、タフ・アサインメント」が有効と考えている。

<社長・CEO向け> 問7. ご自身の後継者（次期社長・CEO）の候補者の育成・評価のために実施している取組をご教示ください。
また、実施している場合は、それぞれの取組の有効性についてご教示ください。（それぞれについて、1～5から1つ選択。）

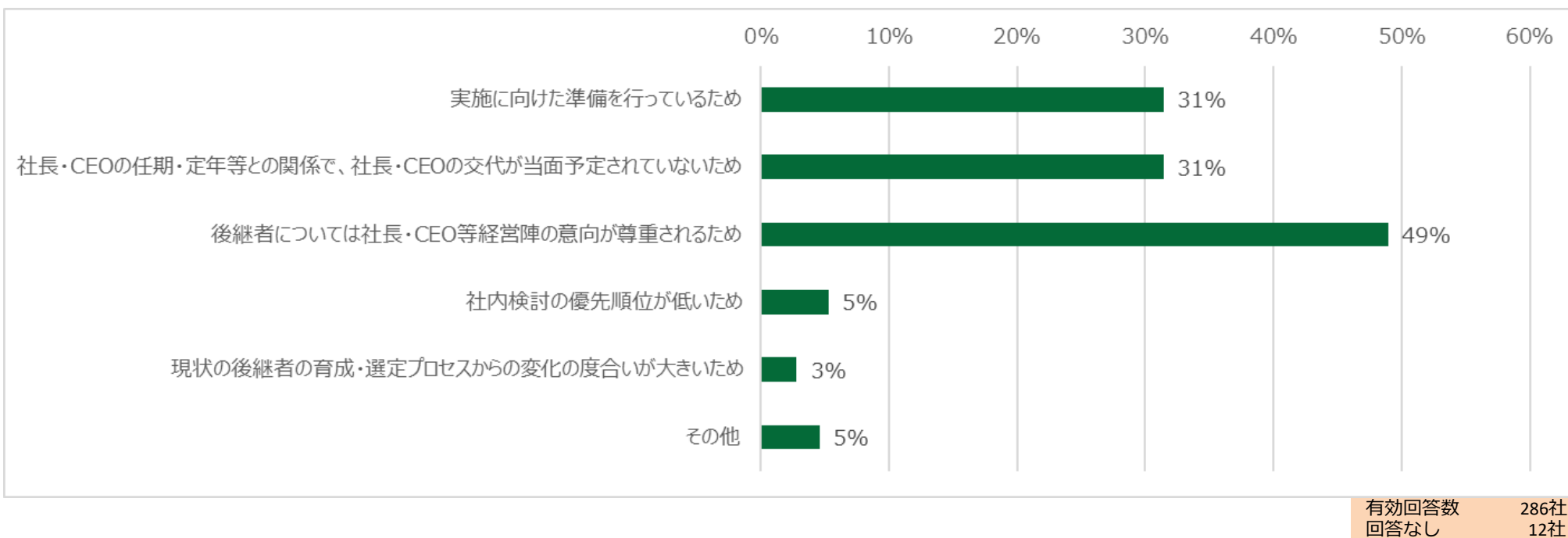


有効回答数 522社
回答なし 26社

次期社長・CEOの選定に向けた取組を実施しない理由

- 次期社長・CEOの選定に向けた取組を実施していない企業の中で、既に実施に向けた準備を行っている企業が31%存在する。
- 一方で、「後継者については社長・CEO等経営陣の意向が尊重されるため」を理由に挙げる企業が49%存在しており、前回とほぼ同水準の結果となった。

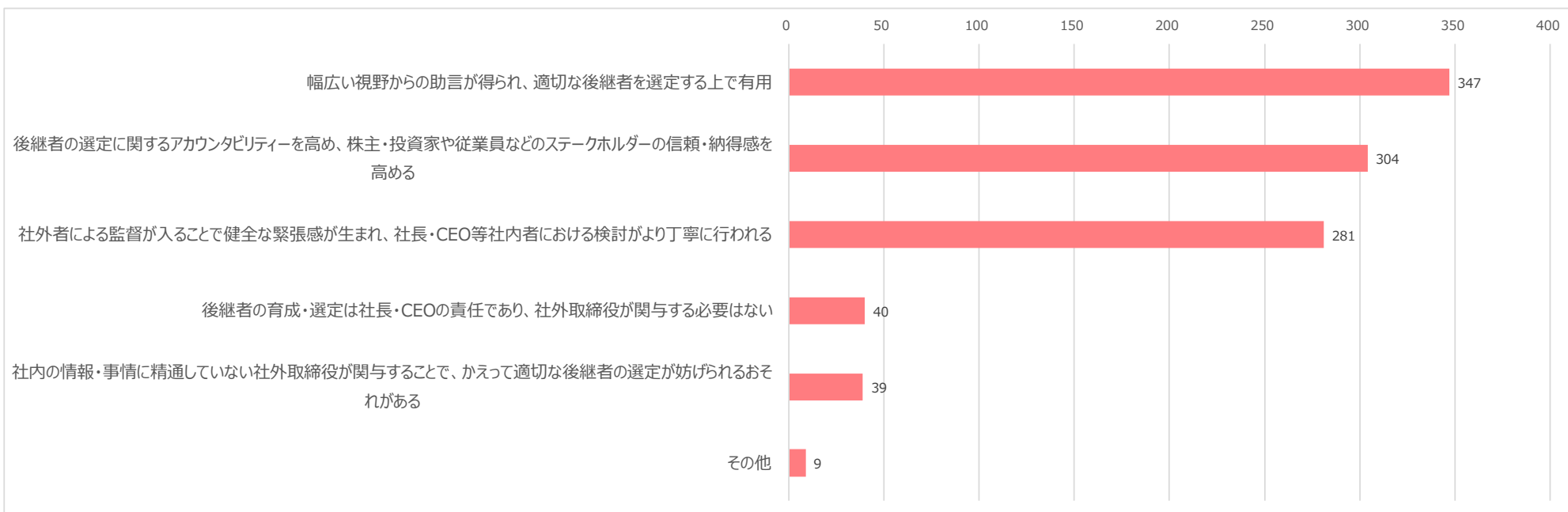
問13. 次期社長・CEOの選定に向けた取組として、A：後継者計画のロードマップの立案、B：後継者計画における社外取締役や指名委員会の関与の在り方の決定、C：「あるべき社長・CEO像」と評価基準の策定、を実施していない理由をご教示ください。
(問12-1において、A～Cの各項目のいずれも実施していないと回答した企業のみ回答。複数選択可)



<社長・CEO向け> 後継者計画における社外取締役関与の意義

- 後継者計画に社外取締役が関与することについては、概ね肯定的な意見が多い。特に、社外取締役の関与により、「幅広い視野からの助言が得られ、適切な選定をする上で有用」や「株主・投資家や従業員からの信頼・納得感を高める」、「健全な緊張感が生まれ、より丁寧な検討が行われる」との意見が多かった。
- 一方、「関与は不要」あるいは「かえって適切な選定が妨げられる」とした回答がそれぞれ約7%。

<社長・CEO向け> 問8. ご自身の後継者（次期社長・CEO）の育成・選定に向けた取組に社外取締役が関与することの意義や影響についてのご意見をご教示ください。（複数選択可）

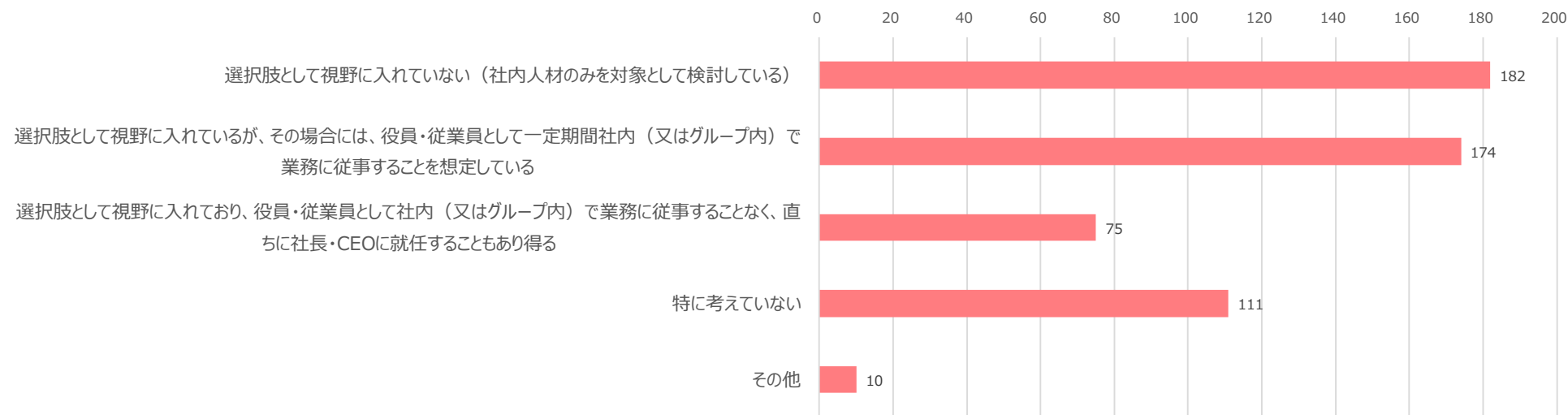


有効回答数 540社
回答なし 8社

<社長・CEO向け> 後継者を外部から招聘する可能性の有無

- 「外部からの招聘も視野に入れている」と回答した社長・CEOは約半数。
- 他方、社内人材のみを後継者の対象と考えている社長・CEOは34%。

<社長・CEO向け> 問9. ご自身の後継者（次期社長・CEO）を外部から招聘（しょうへい）することを選択肢として視野に入れているか否かをご教示ください。
（複数選択可）

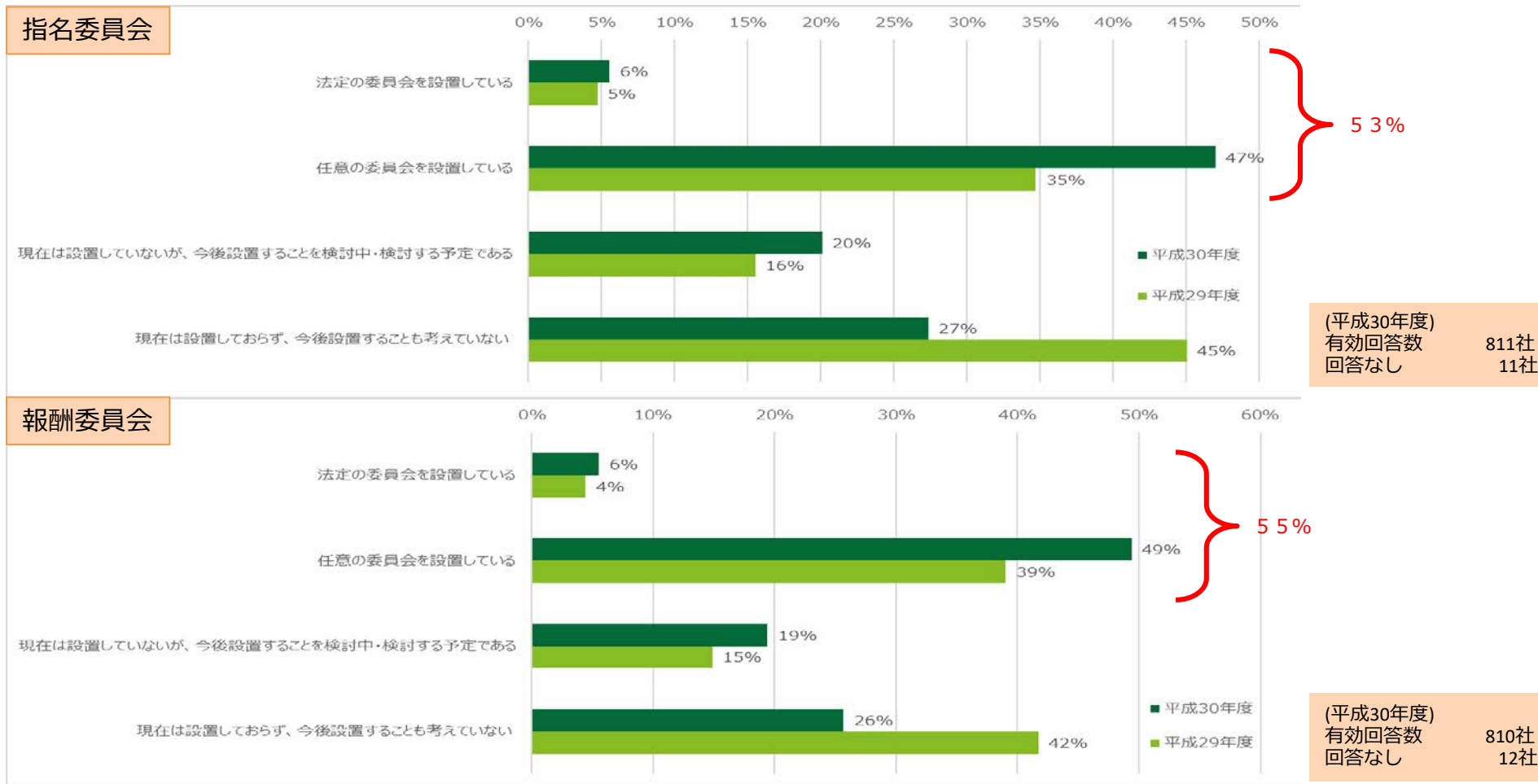


有効回答数 537社
回答なし 11社

指名委員会や報酬委員会（任意の委員会を含む）の設置状況

- 指名委員会や報酬委員会（任意の委員会を含む）の設置割合は、それぞれ53%（前回40%）、55%（前回43%）と大きく増加傾向にある。また、「今後設置することも考えていない」企業の割合は、それぞれ27%（前回45%）、26%（前回42%）と大きく減少。

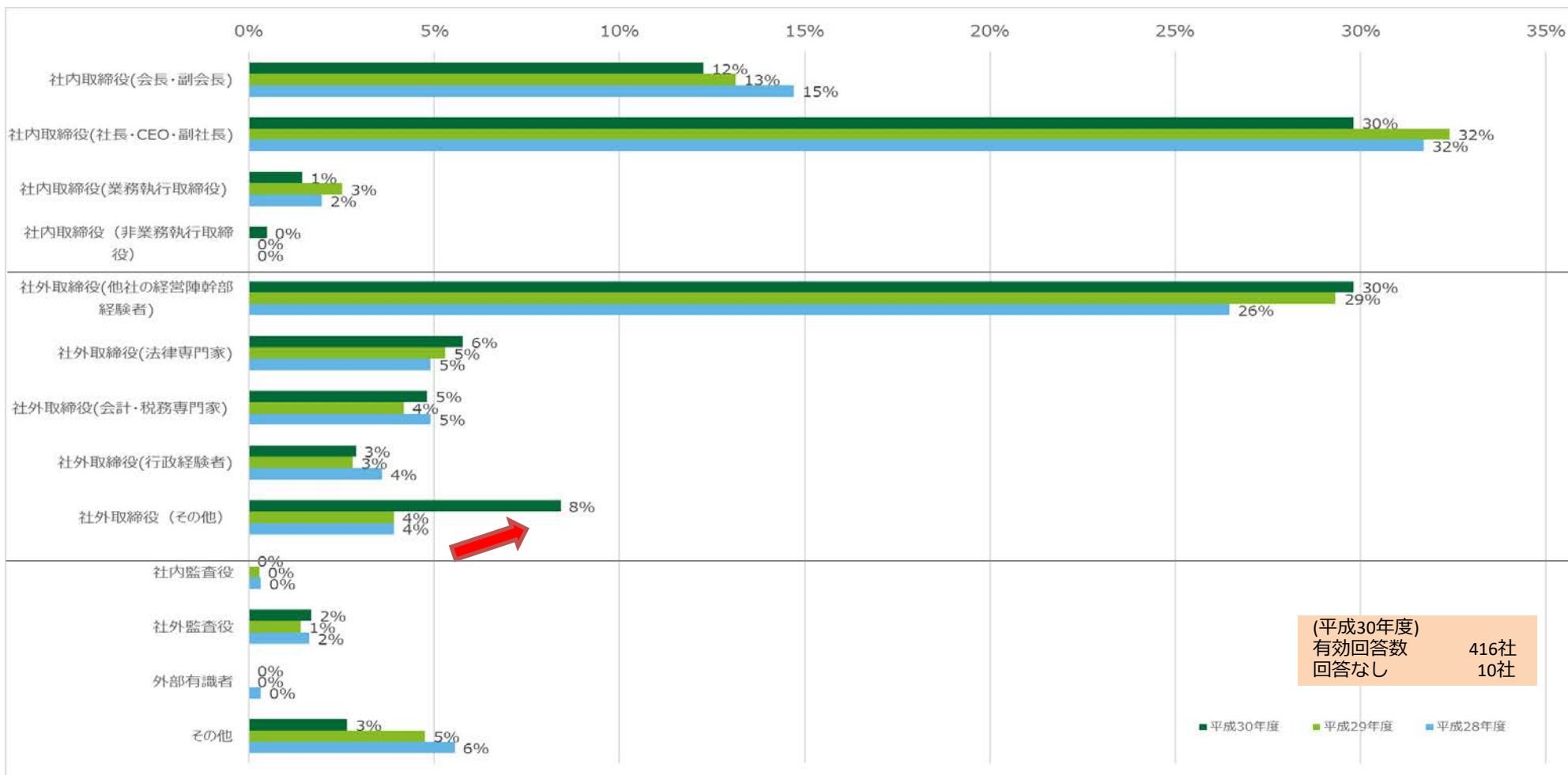
問16. 指名委員会や報酬委員会（任意の委員会を含む）の設置状況についてご教示ください。（1つ選択）



指名委員会の委員長の属性

- 指名委員会の委員長については、社内取締役の割合が減少し（前回48%⇒今回44%）、社外取締役の割合が上昇する（46%⇒52%）傾向がみられた。

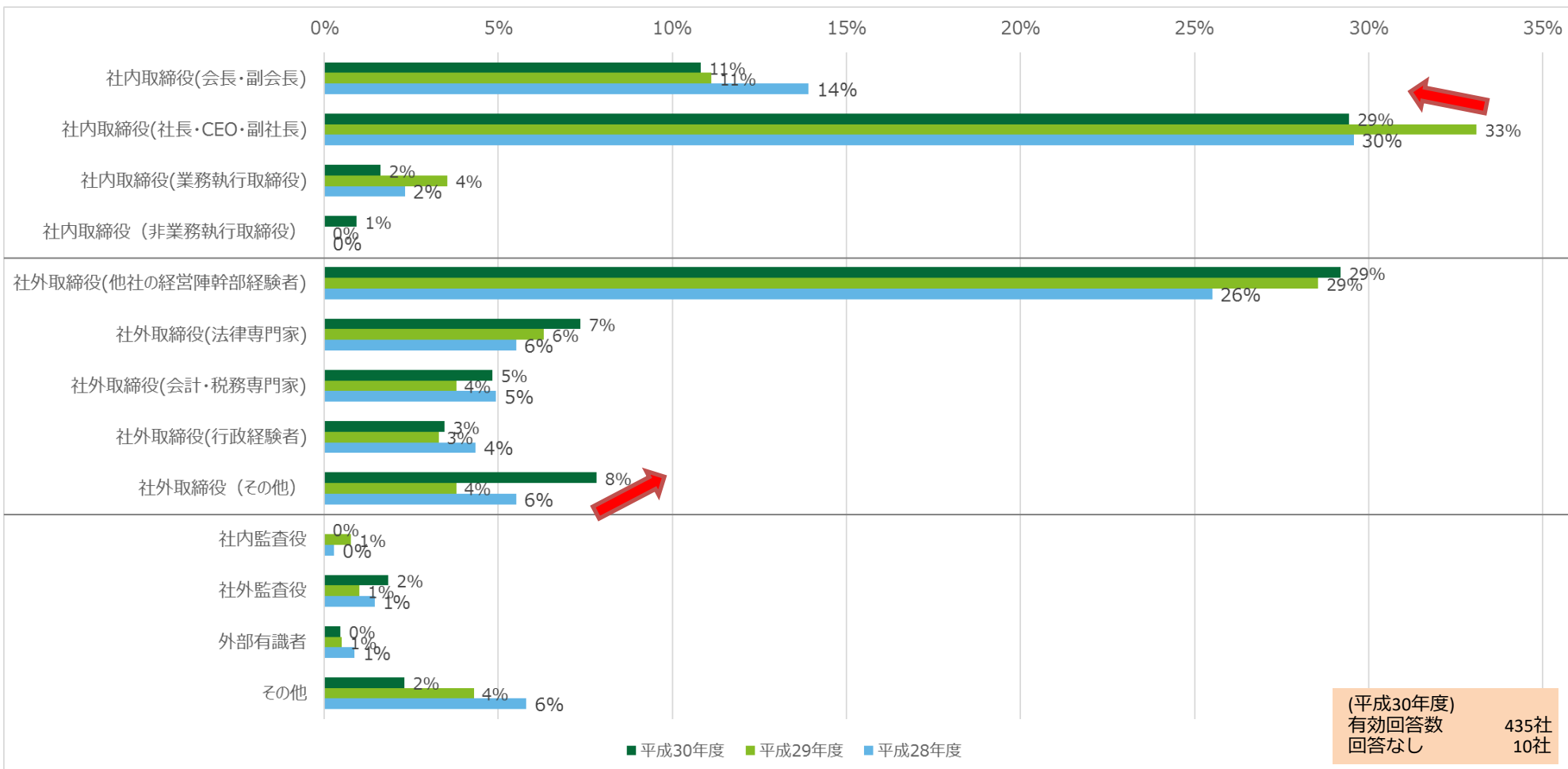
問20-1. 指名委員会の委員長の属性をご教示ください。（1つ選択）



報酬委員会の委員長の属性

- 報酬委員会の委員長についても、指名委員会と同様に、社内取締役の割合が減少し（前回48%⇒今回43%）、社外取締役の割合が上昇する（46%⇒53%）傾向がみられた。

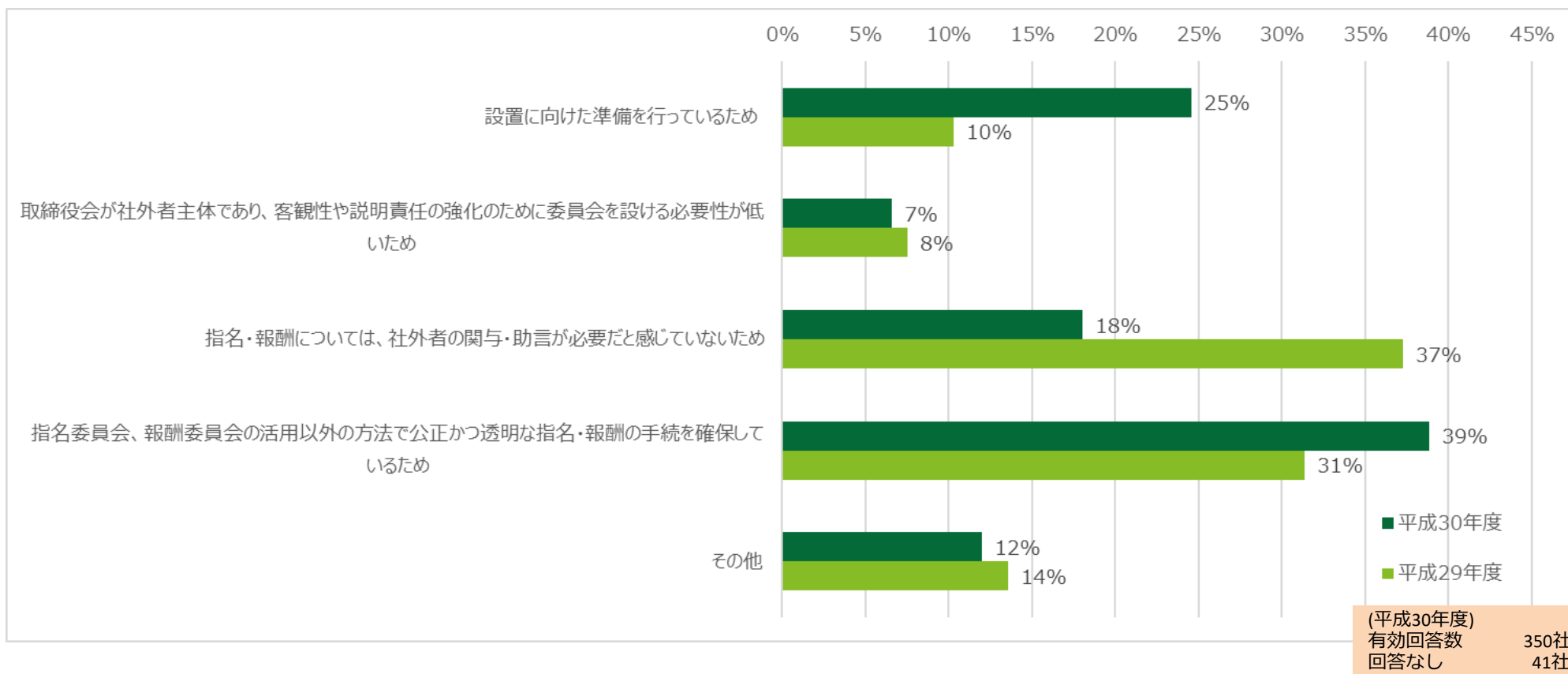
問20-2. 報酬委員会の委員長の属性をご教示ください。（1つ選択）



指名委員会や報酬委員会を設置していない理由

- 指名委員会や報酬委員会を設置していない理由については、「指名・報酬については社外者の関与・助言を必要としない」とする企業が大幅に減少している（前回37%⇒今回18%）。
- 一方、CGコード改訂の影響もあってか、設置に向けた準備を行っているとする企業が増加している（10%⇒25%）。

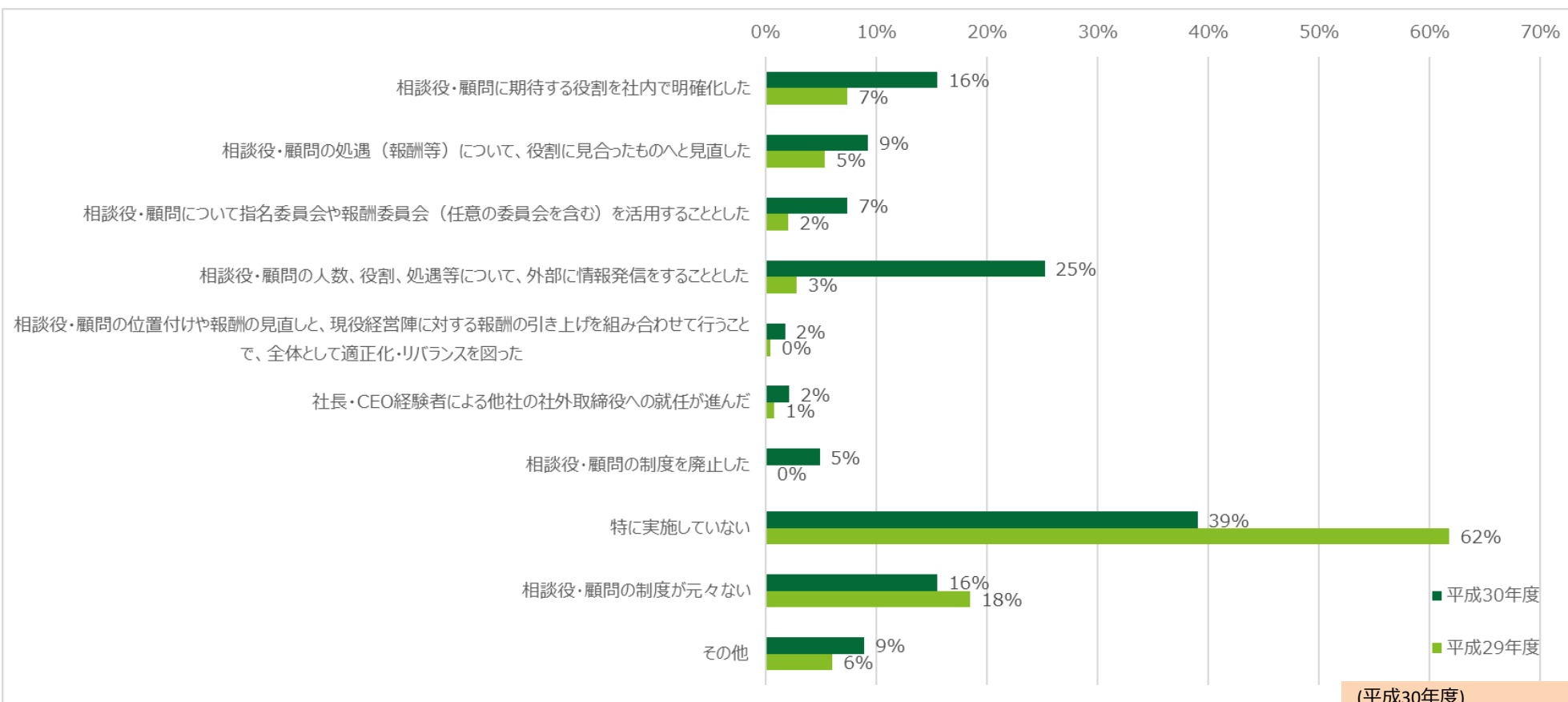
問21. 指名委員会や報酬委員会を設置していない理由についてご教示ください。（1つ選択）



相談役・顧問に関する取組

- 相談役・顧問に関する取組は全般的に進んでいるが、特に、「相談役・顧問の人数、役割、処遇等について、外部に情報発信をすることとした」と回答する企業が25%（前回3%）まで増加。
- 役割の明確化等の動きに加え、制度を廃止した企業（5%）も出てきている。

問29. 過去2年間における、貴社の社長・CEO経験者の「相談役・顧問」に関する取組をご教示ください。（複数選択可）



(平成30年度)
有効回答数 797社
回答なし 25社

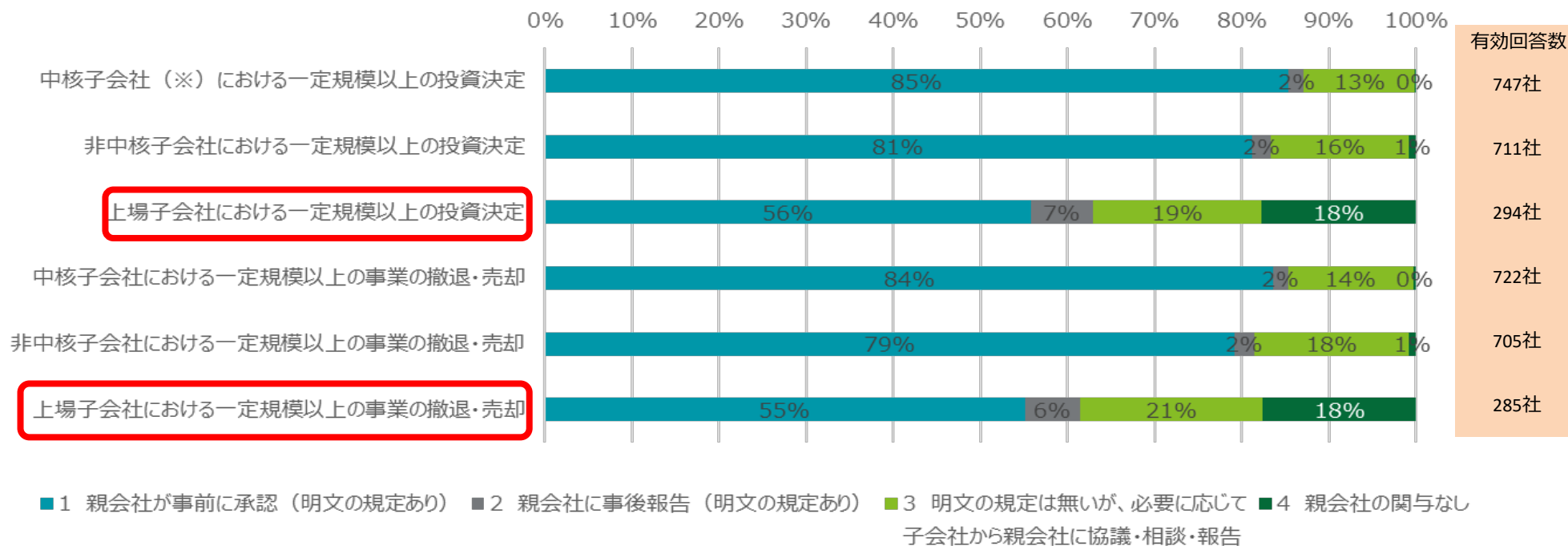
【目次】

1. これまでの議論のまとめ
2. 上場子会社のガバナンスの在り方
 - (1) これまでの議論における共通認識
 - (2) 残された論点の整理
3. コーポレート・ガバナンス・アンケート調査結果（速報版）
 - (1) コーポレート・ガバナンスの進捗状況
 - (2) グループガバナンスに関する現状
4. （参考）海外ヒアリング結果

子会社の案件に対する親会社の関与の在り方

- 中核子会社・非中核子会社における一定規模以上の投資決定または事業の売却・撤退については、「親会社が事前に承認している（明文規定あり）」企業が約8割を占めている。
- 上場子会社における一定規模以上の投資決定または事業の売却・撤退についても、「親会社が事前に承認している（明文規定あり）」企業が約55%となっている。

問33. 企業グループにおいて、子会社の案件に対する親会社の関与の在り方として、各項目それぞれについて下記選択肢より最も近い選択肢を1つ、ご教示ください。
 （それぞれについて、1～4から1つ選択）

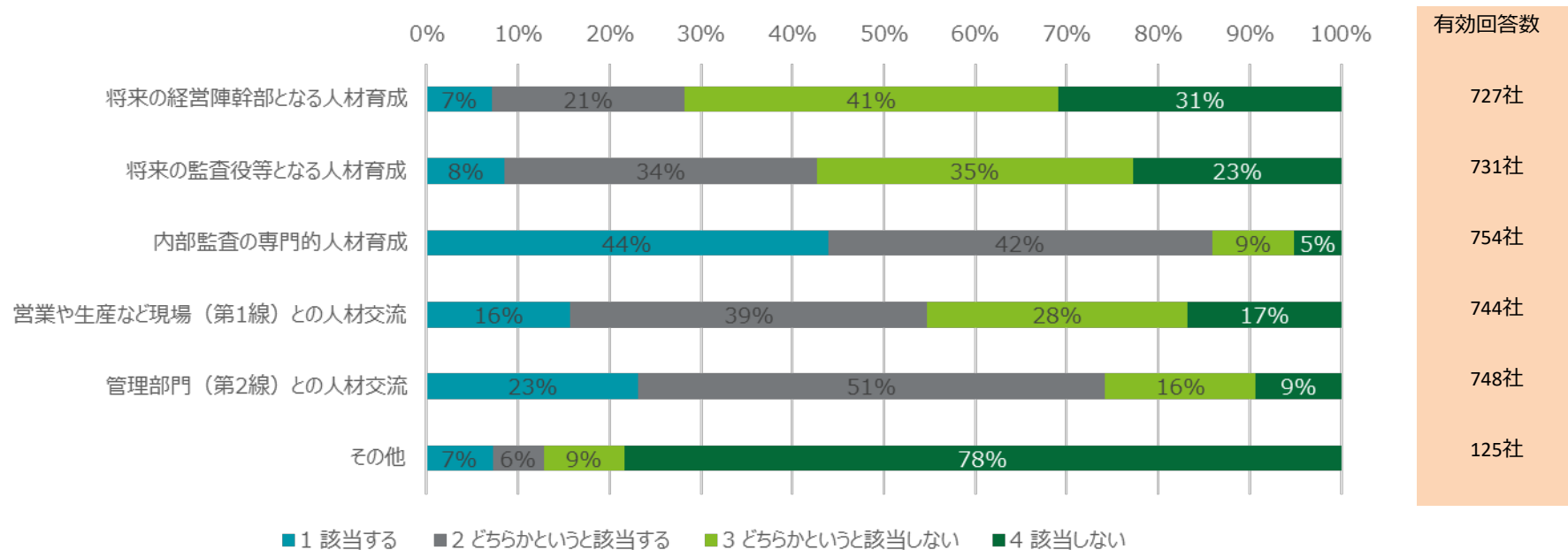


（※） 中核子会社とは、事業持株会社における代表的な100%子会社、また純粋持株会社における代表的な100%子会社を指す。

内部監査部門が担う人材育成の役割

- 内部監査部門が担う人材育成の役割について、「内部監査の専門的人材育成」との回答が約86%を占めた。
- 他方、「将来の経営陣幹部となる人材育成」と回答する企業は約28%にとどまっている。

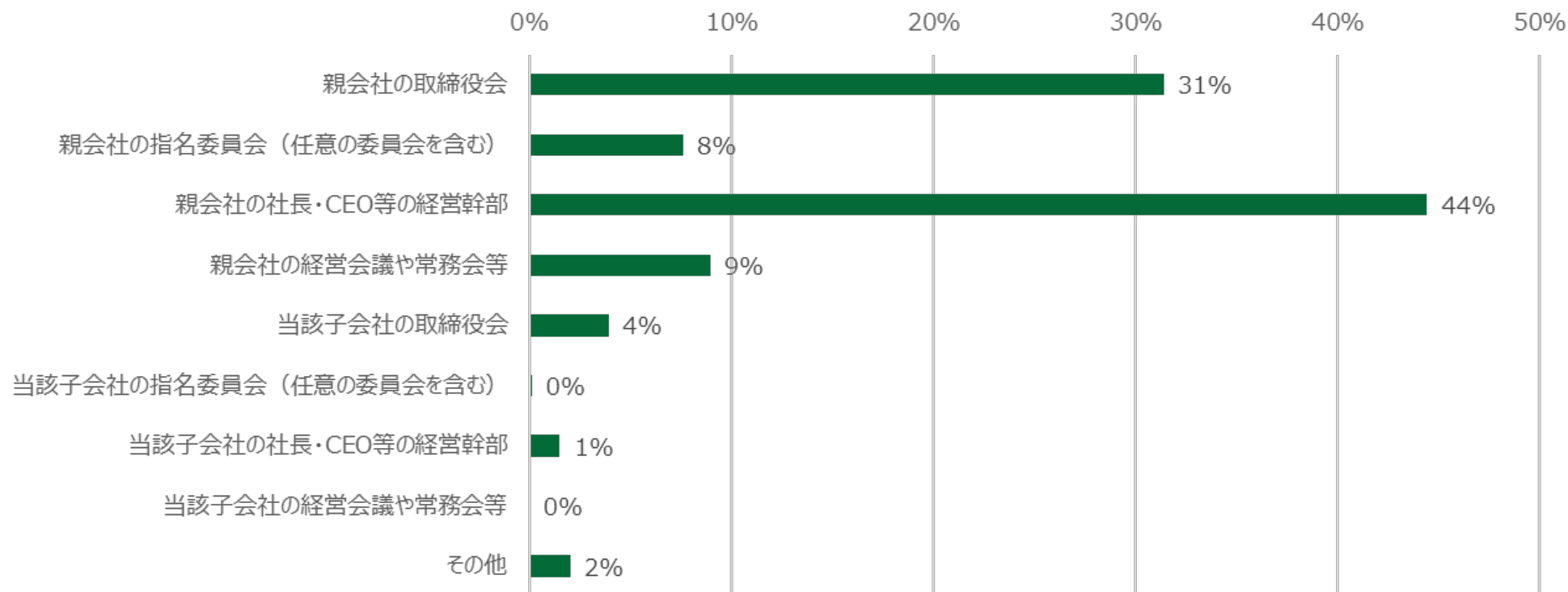
問40-3. 内部監査部門が担う人材育成の役割について該当するものを選択してください。（それぞれについて、1～4から1つ選択）



中核子会社の社長・CEOの指名

- 中核子会社の社長・CEOの指名は、実質的に、親会社の経営幹部や取締役会において決定されているとする企業が多い。

問42-1. 中核子会社の社長・CEOの指名にあたり、最も強い影響力をもつ会議体等について、ご教示ください。
(法的な決定機関ではなく、実質的に意思決定を行っている会議体等をご回答ください) (1つ選択)

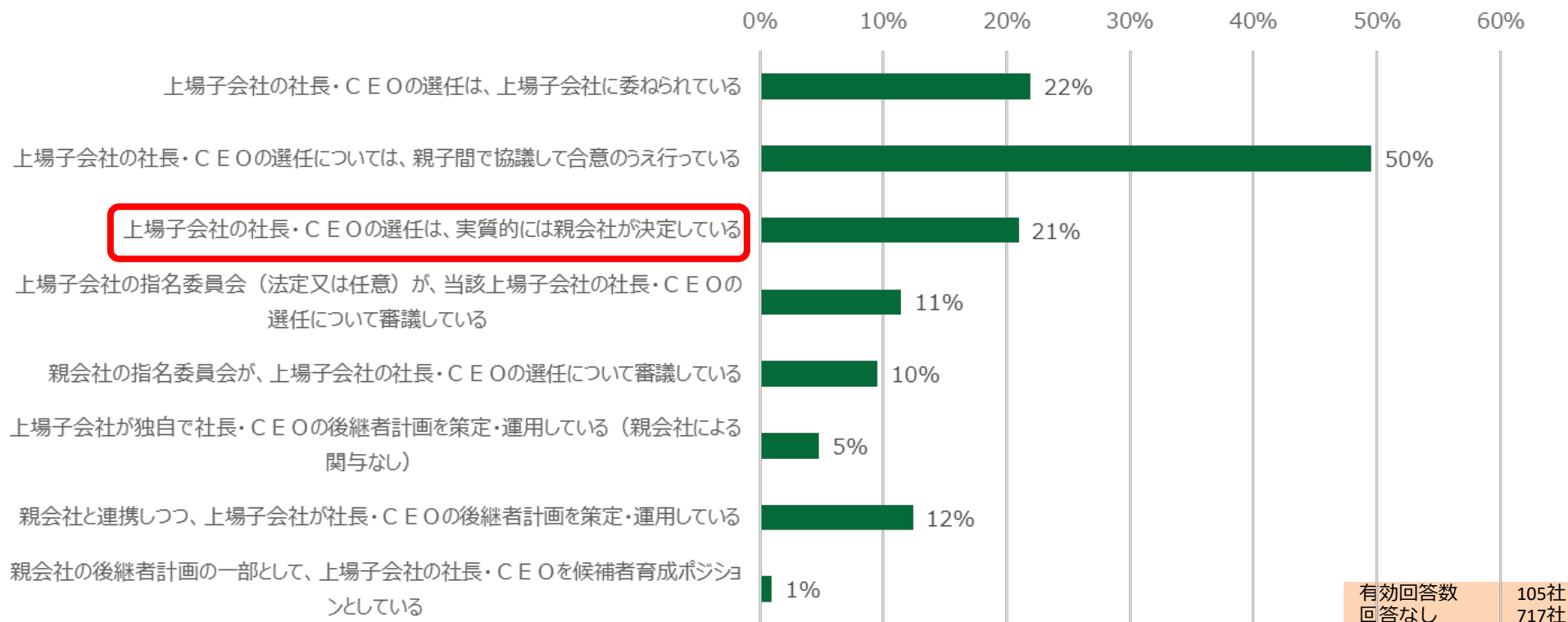


有効回答数 738社
回答なし 84社

上場子会社の社長・CEOの指名

- 上場子会社の社長・CEOの指名については、**50%の企業が親子間で協議して合意の上**行っている。
- また、**実質的には親会社が決定している企業も21%**存在しており、他方、「上場子会社の指名委員会（法定又は任意）が、当該上場子会社の社長・CEOの選任について審議している」企業は11%にとどまっている。

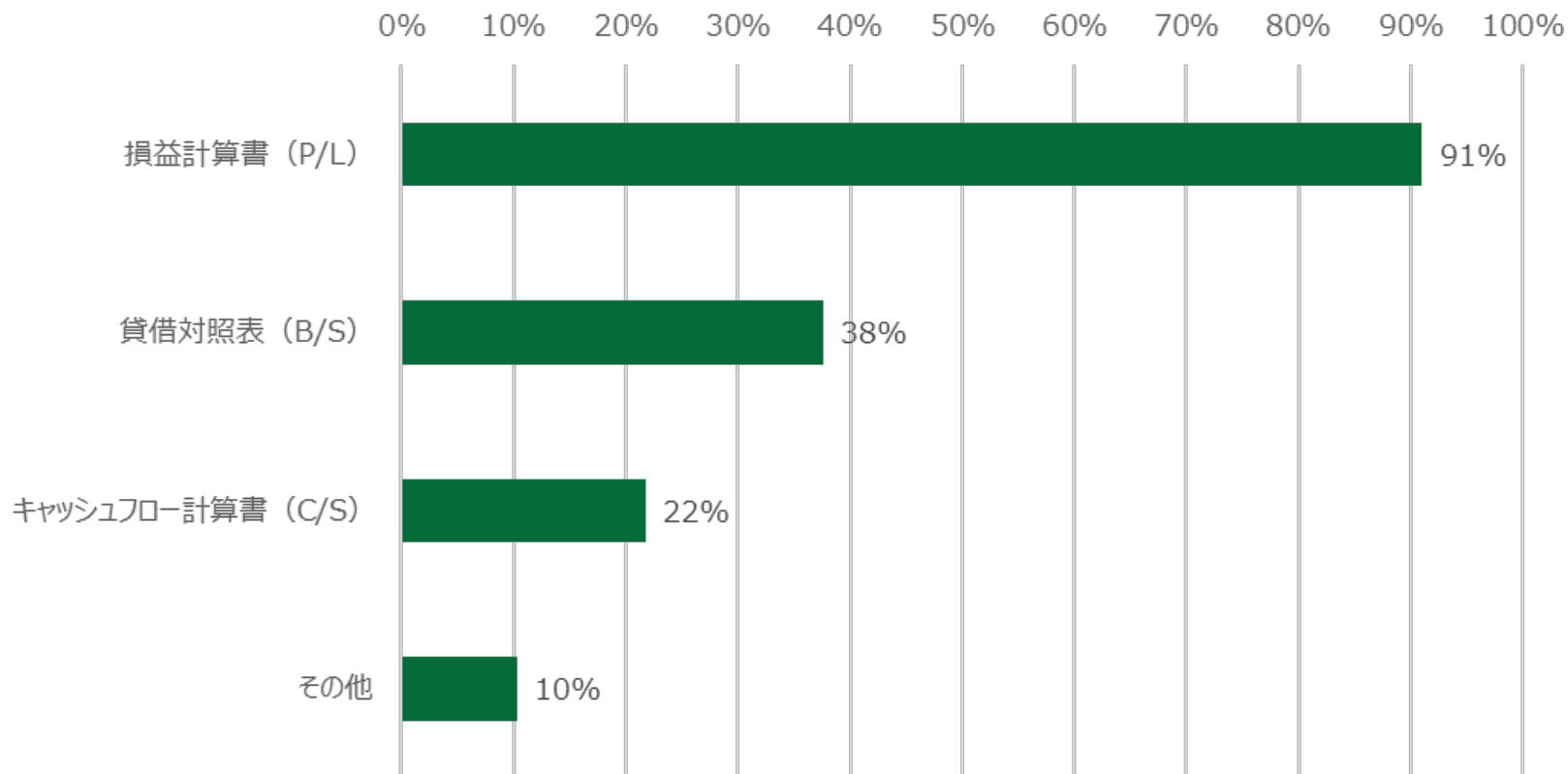
問43. 上場子会社の社長・CEOの指名について、当てはまるものをご教示ください。（複数選択可）



事業部門／セグメントごとに整備しているデータ

- 事業部門／セグメントごとに損益計算書を整備している企業は約91%と大半を占めるが、貸借対照表を整備している企業は約38%、キャッシュフロー計算書を整備している企業は約22%となっており、事業評価制度のデータインフラとして、これらの整備が今後の課題と考えられる。

問46-1. 事業部門／セグメントごとに整備しているデータをご教示ください。（複数選択可）

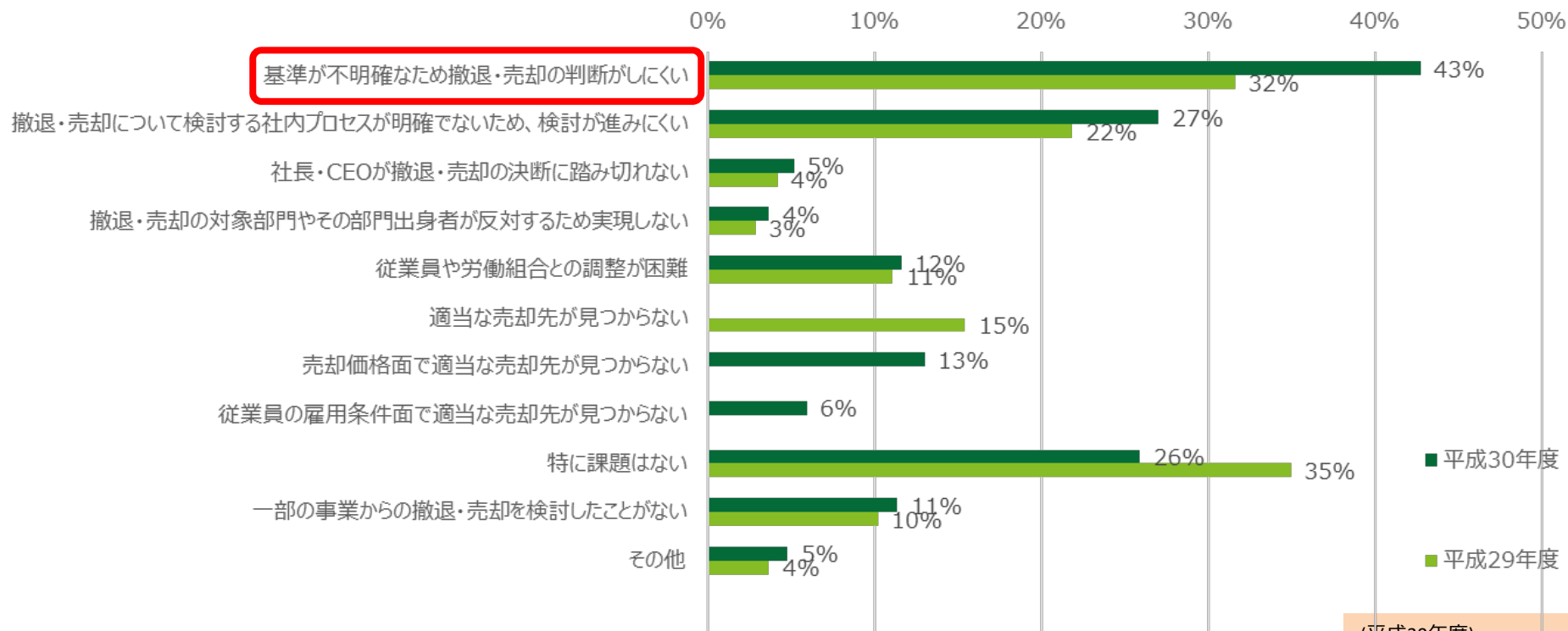


有効回答数 769社
回答なし 53社

事業からの撤退・売却を行う上での課題

- 事業からの撤退・売却を行う上での課題として、「基準が不明確なため撤退・売却の判断がしにくい」との回答が43%（前回32%）まで増加し、全体の中で最多となっている。
- 「撤退・売却について検討する社内プロセスが明確でない」との回答も27%（前回22%）に増加しているのに対し、「特に課題はない」とする割合が減少（35%→26%）。課題意識が高まっているとみることもできるか。

問48. 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。（複数選択可）

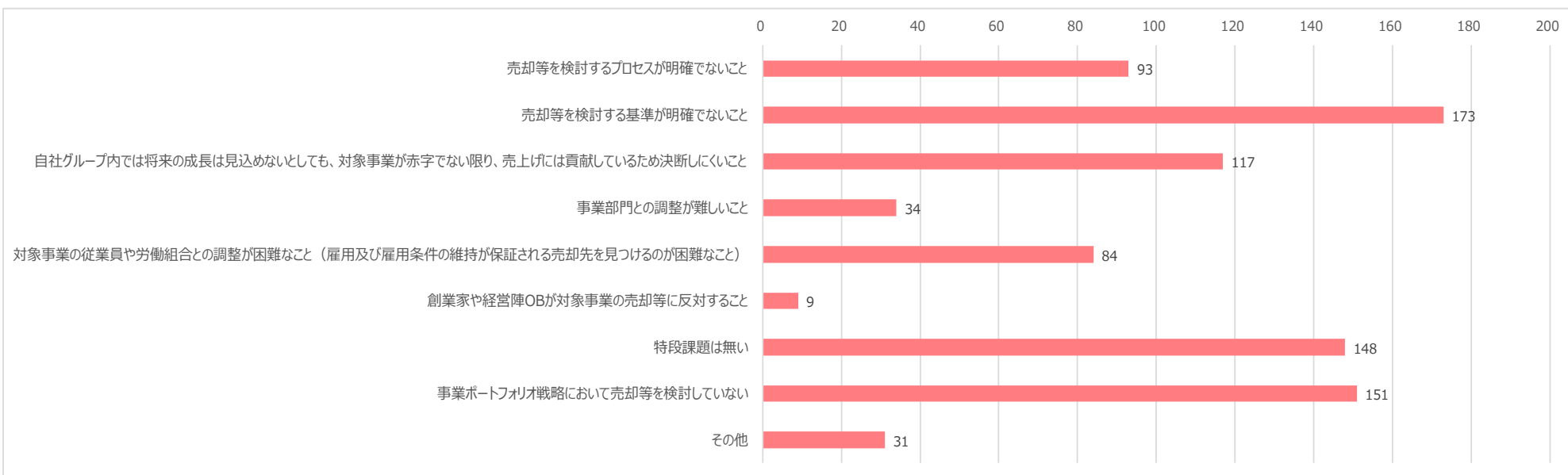


(平成30年度)
有効回答数 791社
回答なし 31社

<社長・CEO向け> 事業の売却や撤退等を検討・実施する際の課題

- 事業の売却や撤退等を検討・実施する際の課題として、「売却等を検討する基準が明確でない」（32%）や「事業ポートフォリオ戦略において売却等を検討していない」（28%）、「自社グループ内では将来の成長は見込めないとしても、対象事業が赤字でない限り、売上げには貢献しているため決断しにくい」（22%）との回答が多い。
- 前ページの企業向け調査の結果と比べ、社長・CEO独自の視点も見られるか。

<社長・CEO向け> 問5. 貴社が事業ポートフォリオ戦略に基づき、事業の売却や撤退等を検討・実施する段階において課題と考えられる事項をご教示ください。
(3つまで選択可)

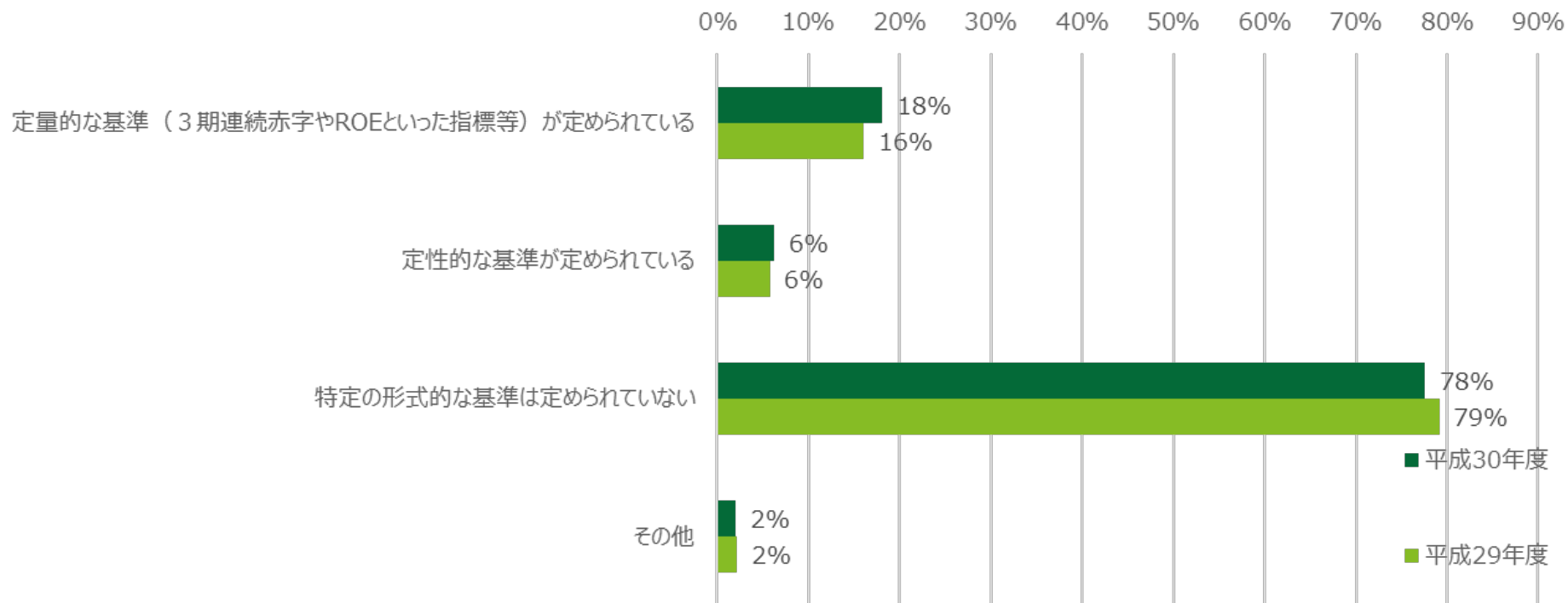


有効回答数 541社
回答なし 7社

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

- 定量的な基準が定められている企業は18%。これに対し、特定の形式的な基準が定められていない企業が78%となっており、前回と比べても、基準の整備が進んでいない状況となっている。

問49. 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）

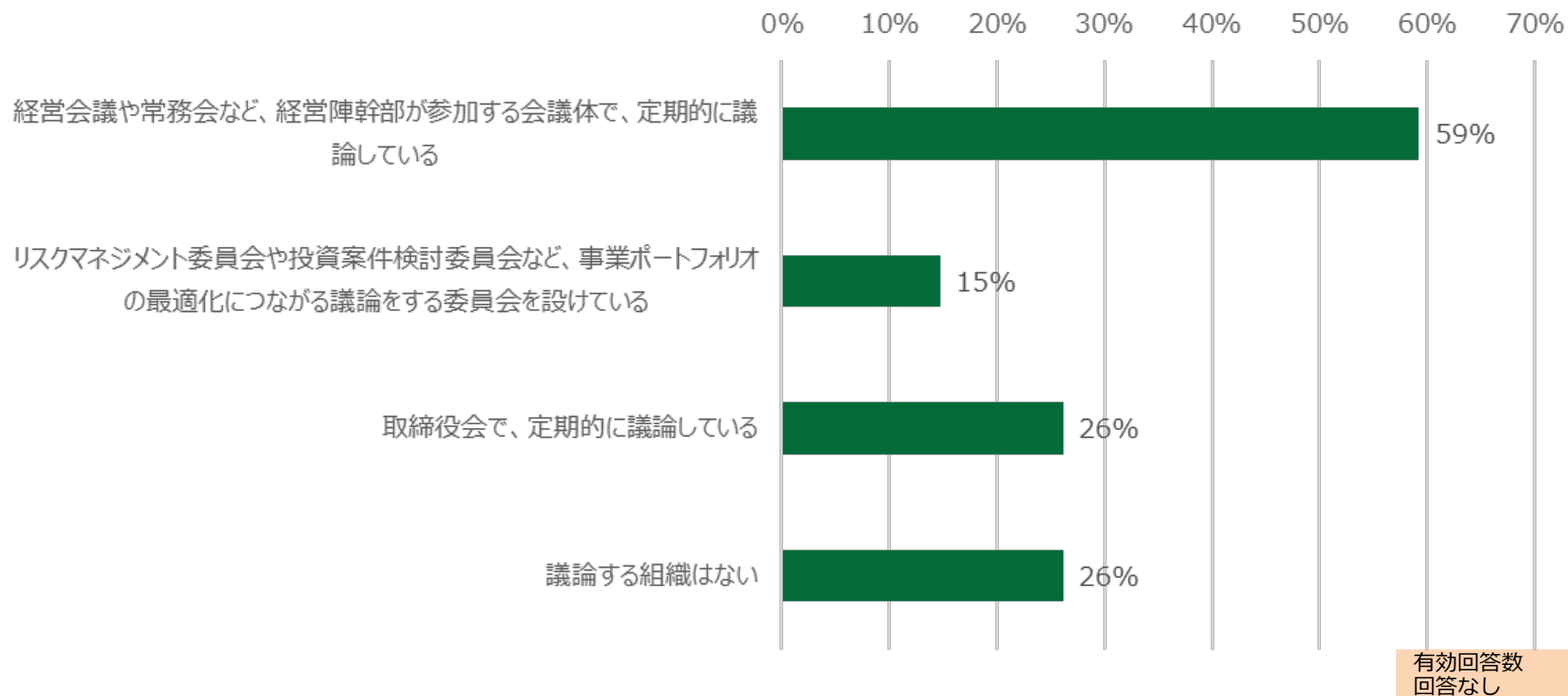


(平成30年度)
有効回答数 784社
回答なし 38社

事業ポートフォリオの組替えの要否を検討する組織

- 事業ポートフォリオの組替えについては、経営会議などの経営陣幹部が参加する会議体で定期的に議論している企業が多い。
- 「取締役会で定期的に議論している」企業も26%あるのに対して、「議論する組織はない」と回答する企業が約26%存在している。

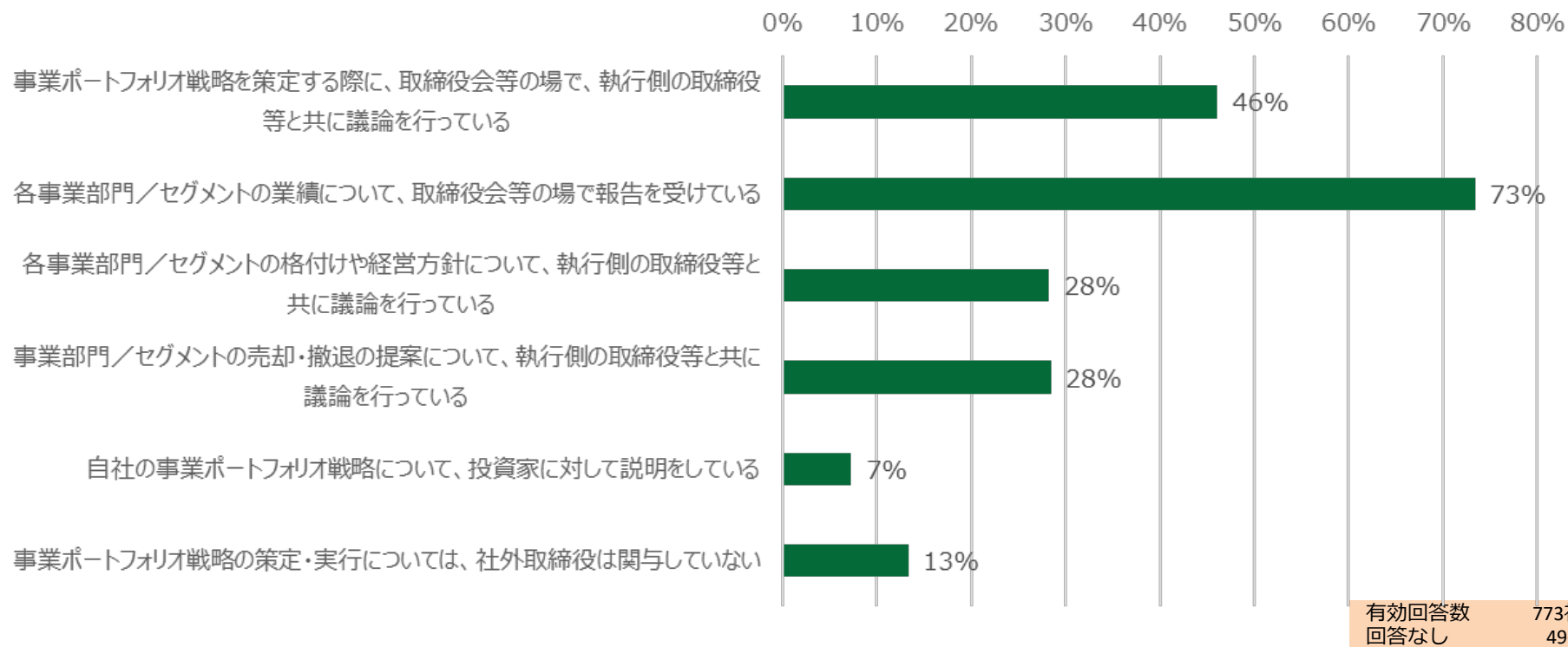
問51. 事業ポートフォリオの組替えの要否の検討する組織に関する事項について、ご教示ください。（複数選択可）



事業ポートフォリオ戦略に対する社外取締役の関与の在り方

- 「事業ポートフォリオ戦略策定において社外取締役が執行陣と議論を行っている」企業は46%。
- 社外取締役は、各事業部門/セグメントの業績について、取締役会等で報告を受けていることが多いが、その格付け・経営方針や売却・撤退の提案について、執行陣と議論している企業は3割弱にとどまる。
- 事業ポートフォリオ戦略の策定・実行について、社外取締役が関与していない企業も13%存在。

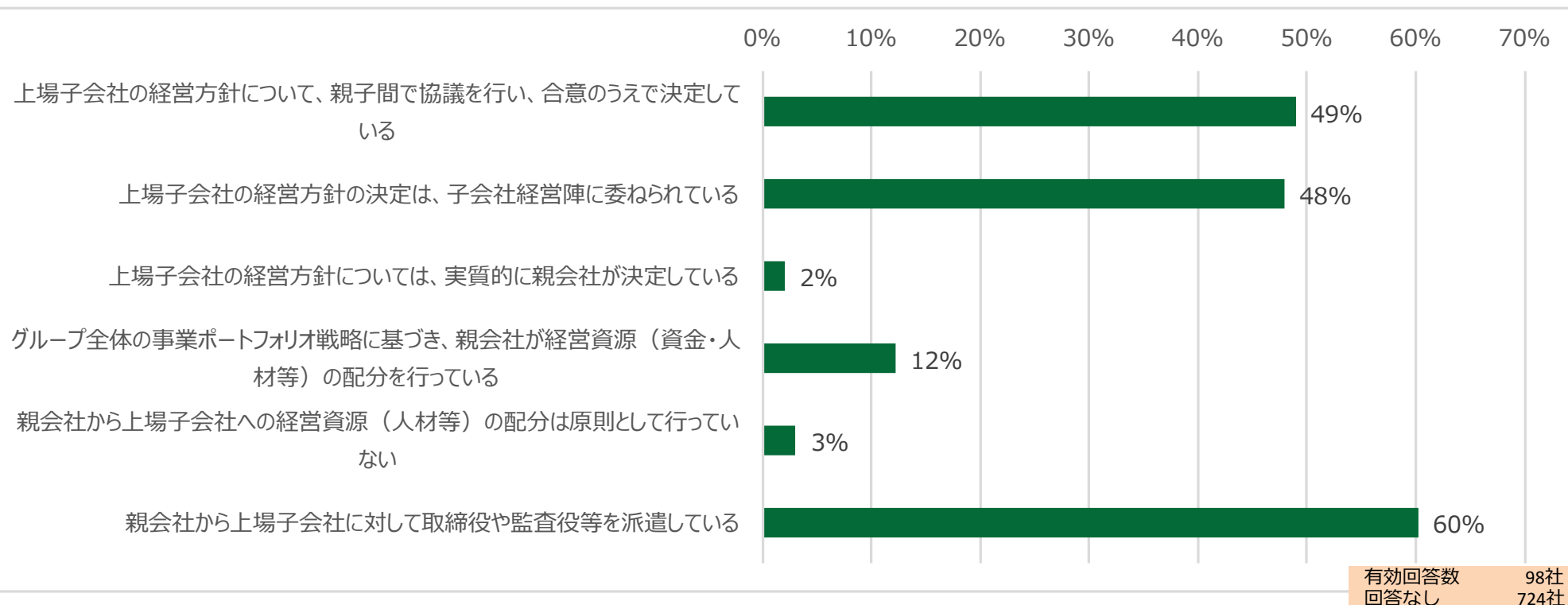
問52. 事業ポートフォリオ戦略に対する社外取締役の関与の在り方について、ご教示ください。（複数選択可）



上場子会社における事業ポートフォリオ戦略の実施方法

- 上場子会社の経営方針について、親子間で協議・合意のうえで決定している企業と、上場子会社の経営陣に委ねている企業がほぼ半数ずつとなっている。
- 親会社から上場子会社に対して取締役や監査役等を派遣している企業が60%、上場子会社の経営資源(資金・人材等)の配分を行っている企業も12%存在。

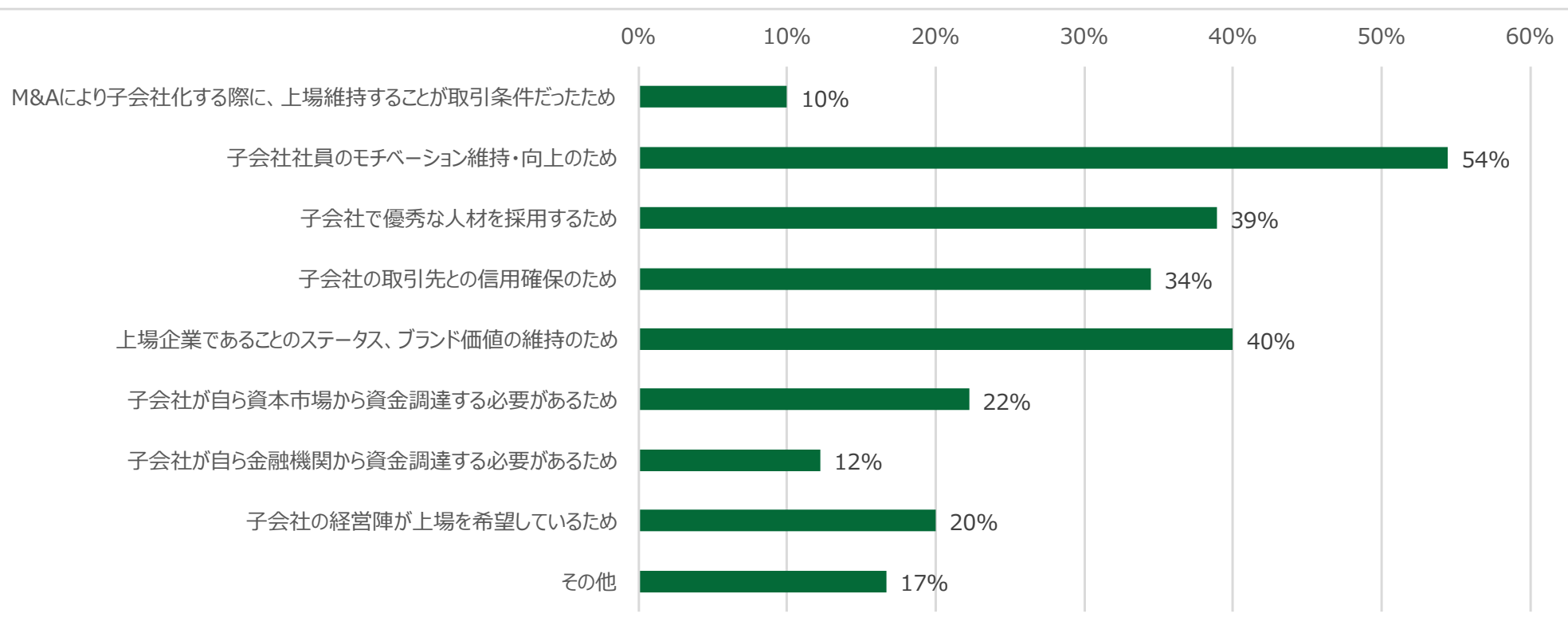
問53. 事業ポートフォリオ戦略の実施における上場子会社の扱いとして、当てはまるものをご教示ください。(上場子会社を保有している企業のみ回答。複数選択可)



上場子会社を保有している理由

- 上場子会社を保有する理由としては、「社員のモチベーション維持・向上」や「優秀な人材の採用」、「上場企業としてのステータス維持」などを理由にあげる企業が多い。

問54. 上場子会社を保有している理由として、当てはまるものをご教示ください。（上場子会社を保有している企業のみ回答。複数選択可）

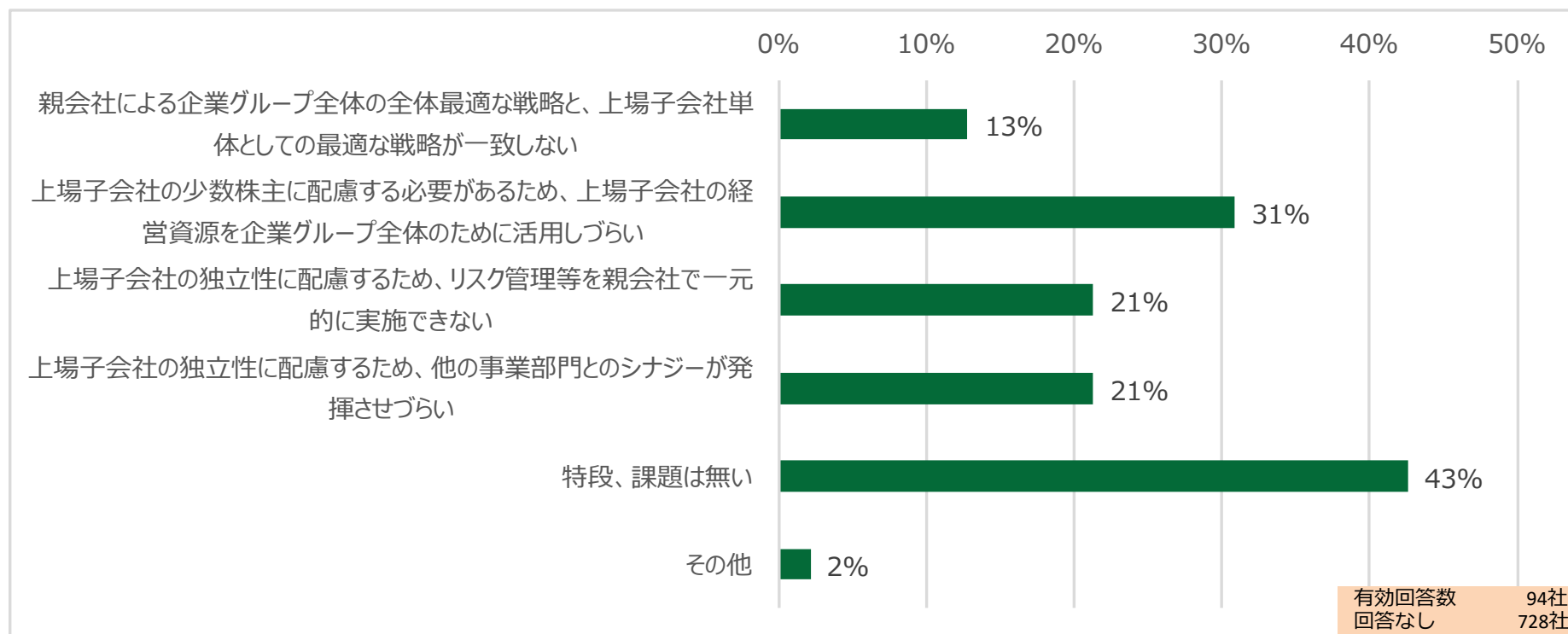


有効回答数 90社
回答なし 732社

グループ全体の事業ポートフォリオ戦略策定・実行の際の上場子会社に関する課題

- 6割弱の企業が上場子会社について何らかの課題があると認識している。
- 具体的な課題としては、「上場子会社の少数株主に配慮する必要があるため、上場子会社の経営資源を企業グループ全体のために活用しづらい」（31%）、「リスク管理等を一元的に実施できない」（21%）「他部門とのシナジーが発揮させづらい」（21%）が多い。
- 「グループの全体最適と上場子会社単体の最適戦略が一致しない」とする企業も13%存在。

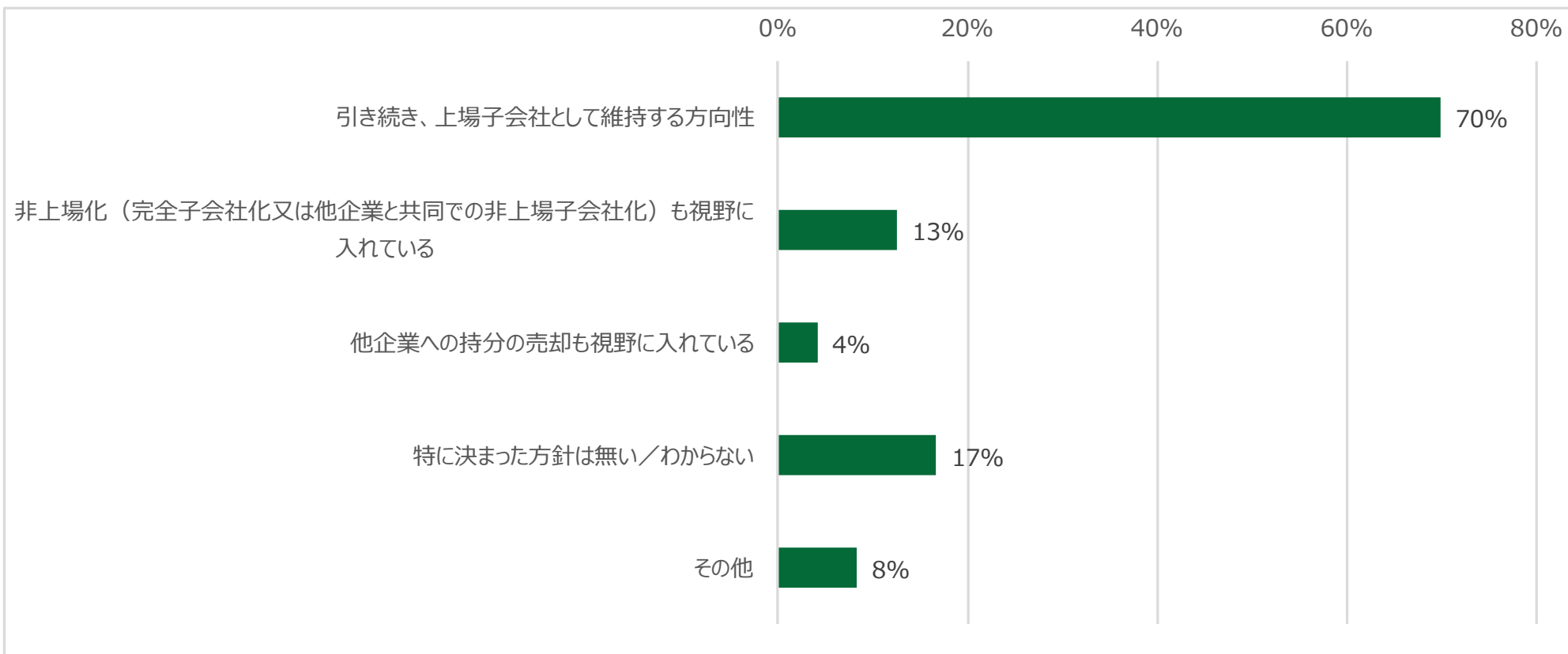
問55. 企業グループ全体の事業ポートフォリオ戦略の策定・実行する際に、上場子会社における課題をご教示ください。
（上場子会社を保有している企業のみ回答。複数選択可）



上場子会社の今後の方針

- 上場子会社を整理することを視野に入れている企業は1～2割であり、70%の企業が上場子会社を維持する方針となっている。
- なお、今後の方針を定めていない企業も2割弱存在している。

問56. 貴社の上場子会社について、今後の方針をご教示ください。（上場子会社を保有している企業のみ回答。複数選択可）

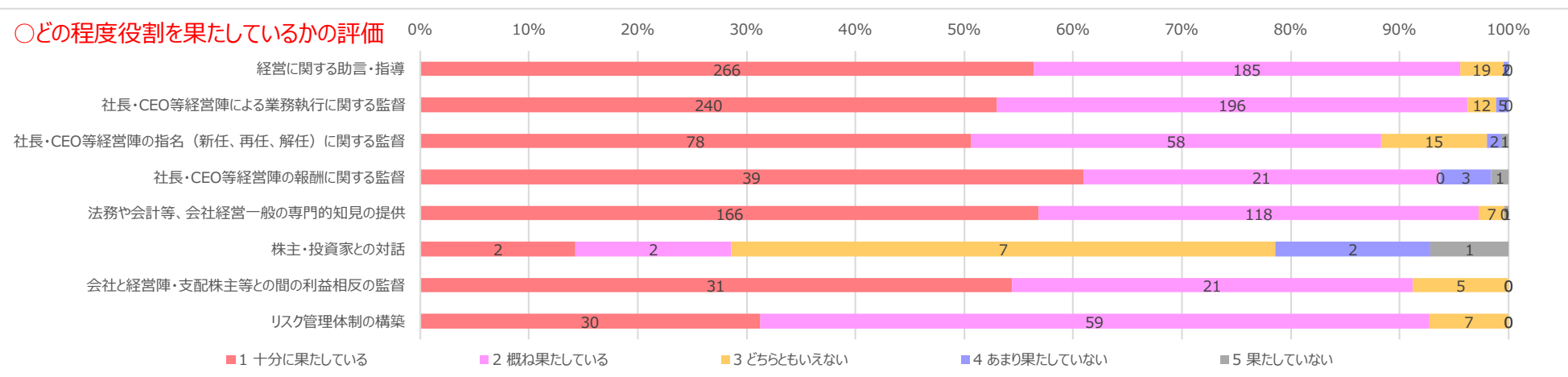
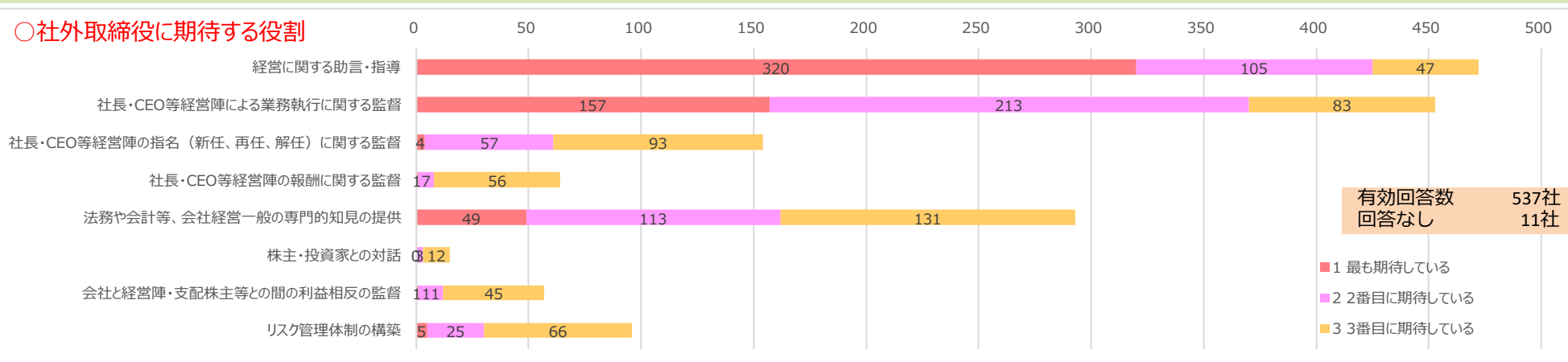


有効回答数 96社
回答なし 726社

<社長・CEO向け> 社外取締役役に期待する役割

- 社外取締役に対しては、「経営に対する助言・指導」や「業務執行に関する監督」を求める社長・CEOが多く、「経営陣の指名・報酬に関する監督」を行う役割への期待は相対的に低い。
- 社外取締役の役割については、十分又は概ね果たしているとの評価が大半。

<社長・CEO向け> 問2. 貴社の社外取締役役に期待する役割と、どの程度役割を果たしているかの評価をご教示ください。
 (それぞれの項目について、最も期待する度合いの高い項目を3つまで順に「最も期待している」「2番目に期待している」「3番目に期待している」のいずれかを選択)



【目次】

1. これまでの議論のまとめ
2. 上場子会社のガバナンスの在り方
 - (1) これまでの議論における共通認識
 - (2) 残された論点の整理
3. コーポレート・ガバナンス・アンケート調査結果（速報版）
 - (1) コーポレート・ガバナンスの進捗状況
 - (2) グループガバナンスに関する現状
4. （参考）海外ヒアリング結果

海外ヒアリング結果概要

※ヒアリング先：アメリカの企業、民間団体、米国企業日本法人
詳細は、後述の「海外ヒアリング項目別詳細」参照。

ヒアリング項目	主なコメント
事業ポートフォリオ管理 ・戦略 ・評価・意思決定基準 ・管理インフラ 等	<ul style="list-style-type: none">✓ “Best Owner Mindset（その事業にとって最良オーナーか）”の考え方にに基づき、撤退判断を行っている✓ それぞれの事業特性に基づき事業セグメントごとに資本コストを算定✓ 経営資源配分は、オーガニック投資、配当、買収の順で検討。さらに余剰があれば株主還元。✓ グローバルでシステムを統一しているのでデータ管理は容易。本社は世界中のデータをリアルタイムで把握。✓ ほぼすべてのグループ会社で同じERP(Enterprise Resources Planning:経営資源の統合的管理・配分システム)を使用。グローバルで業務プロセスが統合・標準化されている。✓ 取締役会には、レビュー・承認にとどまらず、戦略立案への積極的関与（執行陣へのチャレンジ）が求められる。✓ 成長市場では、新しい市場を広げていくためのパートナーとして、買収後も上場を維持することにも意義がある。
経営陣・幹部の指名 ・指名委員会 ・後継者計画、経営者育成 等	<ul style="list-style-type: none">✓ 経営陣・幹部にはグローバルな経験や、事業部門・コーポレート部門双方の経験が求められている✓ CEO後継者候補のパイプラインを強固なものにすることへの投資家からのプレッシャーから、社内だけでなく外部の人材も候補者として増えている。✓ 現在、CEOの指名だけでなく、適性評価や解任も取締役会の責任で行われ、その結果、CEO解任が急増。
内部統制システム ・内部監査部門 ・人材育成 ・データアナリティクスの活用 等	<ul style="list-style-type: none">✓ 独立性・客観性を保つため、内部監査トップのレポート先は監査委員会、副次的にCFOにもレポート。✓ 内部監査部門の人事権も監査委員会にある。海外拠点の社員の人事権も、本社の内部監査部門長。✓ 各地域の内部監査のレポート先・評価者は各国法人トップではなく本社の内部監査部門長に直接レポート。✓ 内部監査部門は将来のリーダー育成ポジションとしても位置付けられている✓ 事業部門出身者から事業の知見を、社外の大手監査法人出身者から専門性を補っている✓ データアナリティクスを積極的に活用。従来のサンプル検査ではなく、リスクある取引を特定して監査できる。
独立取締役の人材市場	<ul style="list-style-type: none">✓ 独立取締役を過半数選任するルールの適用をきっかけに、現在では安定した人材市場が形成。✓ 人材市場の拡大には、エグゼクティブサーチファームの果たす役割も大きい。
その他	<ul style="list-style-type: none">✓ サイバー事故によるレピュテーション棄損が壊滅的なため、近年では、経営者がサイバーセキュリティ対策を適切に講じているかについての評価・監督も、取締役会に期待されている。✓ デジタル化の加速及びデータ保護に関する取締役会による監視の強化は一つの論点となっている。✓ 企業との対話において、機関投資家は、CEO・CFOに加え、より多くの独立取締役との対話を望んでいる。

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

- 事業ポートフォリオ戦略は、①市場の魅力(市場成長率)、②当社の競争力(市場での当社のポジショニング、マーケットシェア)、③グループ内の他の事業とのシナジー(単一の事業では実現できない価値創造)、④収益力(過去2-5年間で資本コストを上回るリターンを創出しているか。将来の価値創造のポテンシャル)といった視点で検討（航空）
- 企業向けのソフトウェア領域に注力しており、多角的に展開(例:ハードウェアやSI領域への参入)していくことは志向していない。企業活動をよりスマートにしていくことをミッションとし、最近では基幹システムに加え、アナリティクスやビッグデータ分析等のテクノロジーの先端領域に参入し、それに付随するプロダクトのラインを揃えている（情報・通信）
- 人類の進化をけん引するテクノロジーの創出というミッションを掲げており、将来にわたり必要不可欠なITインフラカンパニーとなることを目指している。創業からの第一期(コンピューター普及期)のオーガニック成長、第二期(インターネット時代)の技術獲得のための買収・統合を経て、現在は第三期(AI, IoTの時代)を迎えている。第二期のスピード感(企業を買収し、PMIを通じその技術を自社に取り込む)では、世界を制覇できない時代であり、エコシステムの形成が必要となっている。世界の標準になる技術を買収し、上場を維持する（上場子会社化）。対外的には当社の色をつけずに、内部では商品開発を共同で実施している。現代のスピード感についていくため、それぞれが世界で戦いながら、同じエコシステムの仲間であるという感覚でグループとして経営している。(IT)
- 事業評価指標は“Core Growth Future”という戦略に基づき設計している。“Core”とは、現在マーケットNo.1または2のシェアを持ち(成功プレイヤー)、安定的に収益を稼ぎ出す事業を指す。これらの事業では、オペレーショナルエクセレンス、効率性を追求している。“Growth”とは、3-5年後にマーケット成長または自社の成長が期待される事業。“Future”とは、5-10年後に市場が成長すると期待される事業。現在“勝っている市場”でしっかりとオペレーショナルエクセレンスを実現し高収益を実現すること、将来の柱となる事業を打ち出しそこへ投資していくことを投資家に明確に説明していくことが、市場からの評価につながっている。(PC)

組織構造

- 事業軸×機能軸の構成。地域軸には強いリーダーシップポジションは置いておらず、レポートラインも事業軸または機能軸である。過去にはコーポレート機能も事業部門内に配置していたが、5年前からマトリックス型組織(事業軸×機能軸)に移行。ただし、サプライチェーンの機能は現在も事業部門内に置いている。(化学)
- 組織構造は、地域軸×製品のマトリックス型。ただし、クラウド型事業では、製品軸の構造となっており、開発から導入・販売・保守サービスまで、End-to-endで意思決定ができる構造としている。レポートラインも現地法人のトップではなく製品トップになる。クラウド事業は企業買収によって成長しているという背景があるが、これを無理に統合することは考えていないが、業務オペレーションや経理、総務、SSC、HR等はグローバル横串の組織を持つ。(情報・通信)
- 地域×製品のマトリックス組織で、事業管理は双方の軸で行っている (IT)

事業評価を実施する体制

- 月次または四半期で各事業の予算やKPI達成進捗の確認を行っている。本社レベルでは3つのセグメントレベルの管理を行い、セグメント内の詳細の管理は各セグメントで実施している。(PC)
- 毎年、取締役会において2日間に渡る戦略ミーティングを実施する。このほかに、年に一度の頻度で特定の戦略トピックに絞ったセッションも実施する。また、年に2,3度開催される通常の実務取締役会においても戦略に関する議論は行われる。(IT)
- 毎年、CEOやCFO、また各Business Unit(以下、BU)の主要幹部が集まり、事業の成長ドライバー、市場の動向、成長機会、財務見通し、そしてポートフォリオ戦略に関する議論を行う。ポートフォリオ戦略では、“Best Owner Mindset”のコンセプトに基づき、経営資源の配分に関する議論を行う。本社として、最も効果的に資源配分を行うため、各事業の成長可能性を見極め投資する。(化学)

事業評価の指標

- 事業評価においては、事業の収益力が資本コストを上回っているか、という点を重視している。指標としてはROCE(Return On Capital Employed)を用いている。資本コストはそれぞれの事業特性に基づき事業セグメントごとに算定を行っている。グループ全体の資本コストは、各事業セグメントの平均値を使用している。(航空)
- 以下の二つの軸で評価を行っている。(情報・通信)
 - － ① 成長率(クラウド等の新規事業領域については、資本コストを考慮し効率性を重視するよりは、成長率にコミットしており、市場が評価する点でもある。)
 - － ② 利益率(従来のオンプレミス型のソフトウェアライセンスの販売では、高い利益率が維持できる形態であったが、クラウド型サービスでは自社で多くのリソースを抱える必要あり、利益率を保ちながらクラウドビジネスへの参入・成長を試みている段階。)
- 評価指標は、①顧客Net Promoter Score (NPS)、②社員NPS、③財務指標、④マーケットシェア。財務指標は、まず年間の成長戦略を国単位で描き、それを売上・利益といった財務諸表への落とし込み、財務諸表をKPI(売上台数、売上、利益、一台あたりの利益率等)に落とし込み、ターゲット値を決定している。KPIは組織単位から営業担当者単位まで落とし込まれ、これを日次で進捗管理している。成長戦略は、3年先まで立てている。(IT)
- 5つの軸、①財務指標(e.g. 売上、利益、CCC(Cash Conversion Cycle)、在庫)、②顧客指標、③オペレーション指標、④人材指標、⑤イノベーション&ストラテジー指標、で評価している。事業別の資本効率性も考慮される。資本コストが高い傾向にある事業は、CapexやCCCに反映され、管理される。(PC)
- ①売上成長率、②EBITDA、③ROIC(以前はRONA“Return on Net Asset”を採用)、④Free cash conversion(以前はFCF“Free Cash Flow”を採用)を使用している。各BU長のパフォーマンス評価についてもこれらの指標が採用される。資本市場への透明性向上の動きが高まる中で、当社では、評価指標の見直しを行いROICやFree cash conversionを開示することとした。投資家の反応は非常にポジティブ。(化学)

評価の時間軸

- USP(Unique Selling Proposition)や同業他社との比較優位性といった定性的な評価では5年以上の長期の時間軸を用いる。一方で、財務的評価は、経済環境の変化やコモディティ価格の変動によって大きな影響を受けるため、3年ほどの時間軸での評価を行う。メガトレンドを踏まえた20~30年後の構想策定やシナリオ分析も実施している。(航空)
- 3つの時間軸、①5年+ (長期計画に使用。最終的には予算計画に落とし込まれる)、②3年(長期計画)、③次年度(次年度の予算計画)、で評価を行っている。(PC)

事業管理のインフラ

- 全ての事業において、ITシステムは共通化している。各地域や事業セグメントの法規制や特殊事情に基づき多少のアドオンは行っているが、基本的にはグループで標準化されたERP(SAP)を導入している(航空)
- 当社グループではほぼすべての会社で同じERPを使用している。グローバルでSSC (Shared Service Center) を持ち、業務プロセスが統合・標準化されている。本社のエグゼクティブボードやスーパーバイザーボードは世界各国のデータ(業績実測・予測、各種先行指標、非財務情報)をリアルタイムで確認することができる。(情報・通信)
- グローバルでシステムを統一しているので、データ管理は容易である。グローバル本社は世界中のデータをリアルタイムで確認することができる。また、部品管理もグローバルの統一オペレーションで行っている。世界中にお客様がいるので、どの部品がどこにあるのか、数量管理や配送管理をグローバルで行っている。(IT)
- 財務・会計関連システム、人事管理システムは統一されており、本社において指標のモニターが可能だが、一部の指標は対象外。たとえば重要な指標であるチャネル在庫は、現状チャネルパートナーからのレポートでデータ収集している。ここについても現在システム統一を行っている途中。(PC)

投資と配当の配分の考え方

- 配当性向については、当期純利益に基づき検討を行う。資本集約的な業界であることから多くの経営資源を再投資にまわす必要がある。資産の流動性に余裕(Buffer)を持たせることも重要。M&A等を含む新規事業へ投資においては、あらゆる選択肢がある中、当社の経営資源も限られているため、最も大きな価値創造力が期待できる投資を優先している。(航空)
- 社内の一定の基準にそって、再投資(Core事業、Growth事業、Future事業それぞれへ投資する割合等)及び株主還元の優先順位を検討している。また、M&A Blueprintプロセスにそってマネジメントで全ての投資機会に目を通し、優先順位を検討している。(PC)
- 経営資源は、再投資、配当、自己株式取得の順に配分を検討している。再投資は、内部への投資(工場増築や建設)及び外部への投資(M&A)があげられ、どちらにどの程度投資を行うか、評価を実施している。当社が積極的に資金を再投資や配当に充てている背景は、多角的に展開していること、また高いマージンを得られる市場のみ参入していることから、業績が安定していることにある。(化学)
- 本社レベルで経営資源配分のフレームワークを持っており、①オーガニック成長に向けた投資、②競争力のある配当、③魅力的な買収機会への投資の順番で検討している。その後、さらに余分キャッシュがある場合には、株主への還元を検討する。(化学)

意思決定の権限分配

- 規模の経済を実現できる領域(例：航空機や燃料の調達)については、グループ本社で集約的に実施している。一方で、事業の推進に関する意思決定は各事業セグメントに権限分散させている。(航空)
- 国ごとにCapexの予算を持つが、投資関連は基本的には本社の取締役会の承認が必要になる。CEO直下に投資関連の委員会を置いており、そこで投資案件が一元管理されている。以前はより多くの意思決定がローカルの判断が委ねられていたが、インシデント等もあり、より本社のコントロールが強くなっている。(情報・通信)
- 事業に関する意思決定はほぼ本社で行われる。M&Aの買収案などはローカルのチームから提案されることもあるが、買収の意思決定は本社で行う。子会社へ意思決定を以上する金額閾値も設定しているが、非常に低く設定されている。本社では、マネジメントチーム、投資委員会、取締役会の順番で議論・承認される (PC)
- 経営資源の配分について、各事業の評価結果に基づき、本社において各事業への投資金額を決定している。(化学)

投資の判断基準

- 4つの視点(①ファイナンシャルリターン、②全社戦略との整合性、③時間軸(例えば、5年後にリターンが実現するもの、あるいは来年のコスト削減を目的にした投資は行わない傾向にある)、④リスク)に基づき投資判断を行っている。(PC)
- 本社レベルでは経営資源配分のフレームワークを持っており、①オーガニック成長に向けた投資、②競争力のある配当、③魅力的な買収機会への投資の順番で検討している。その後、さらに余分キャッシュがある場合には、株主への還元を検討する。成長投資については、ファイナンシャルリターン(現在価値とIRRを算出)と全社戦略との整合性の視点で投資機会を見極めている。R&D投資については、売上高の4-5%を投資するというガイドラインがある。(化学)

事業の売却・撤退の判断軸

- “Best Owner Mindset”の考え方に基づき、その事業にとって一番良いオーナーを検討することにより、撤退の判断を行っている。(化学)
 - ①財務的な判断軸としては、売上成長率と収益力(EBITDA)。EBITDAが10%を下回る事業については、売却の対象となる。10%のEBITDAマージン率は世間一般的には低くない数値かもしれないが、10%を下回することは製品のコモディティ化の予兆である。当社は、より差別化されイノベータティブな製品群に強みを持っている。コモディティ化した製品は、低コストオペレーションに強みを持つ企業の傘下に入ることが、その製品の競争力を維持することができると考えている。
 - ②非財務的な判断軸としては、戦略との整合性。ヘルスケア事業において、財務的なパフォーマンスが期待される場合においても、体内に永久的に埋め込まれる製品の開発は行わない。収益力が高い事業領域でも、当社がコアコンピタンスを持つ領域ではないため参入しない、など。
- 事業の収益力がグループの期待値に届かない場合に撤退を検討する (航空)

事業の売却・撤退における課題

- 事業の撤退の際、従業員への配慮は一つの課題だが、長期的な視野で見れば、非コア事業への投資が絞られるため事業の競争力はより弱体化し、従業員にとってもグループに存続することは理想的な環境とは言えない。企業は、従業員だけでなく、すべてのステークホルダーへの責任を持っており、株主価値の創造も企業にとっては重要な責任である。(航空)
- 売却やその後の移行期間においては困難も多く、経営者にとっても難しい判断だが、その際、感情的な判断は排除し、その事業にとって一番良いオーナーを見つける責任がある。長い期間に渡り会社による投資が行われていない事業では、その事業に関わる従業員の不満もたまっている。プライベートエクイティファンドに売却された事業の例では、売却後、投資額はその以前の2倍から3倍にのぼったと聞いている (化学)

事業ポートフォリオ戦略における取締役会の役割等

- 毎年、取締役会において2日間に渡る戦略ミーティングを実施する。また、攻めに関する内容は、ファイナンス、投資、テクノロジーなどを扱う委員会へ報告する機会が多い。この委員会は、ファイナンス及びテクノロジー領域に専門性を持つ4名の社外取締役メンバーで構成され、彼らの知識や経験に基づき、多くの質問やアドバイスを得ている（PC）
- 取締役会がレビュー及び承認を行うというのは、10年前のモデルである。今は、より積極的に戦略立案プロセスに関わることが求められている。マネジメント課題に深く入りこむ必要はないが、傍観するだけでなく、必要に応じてマネジメントへチャレンジする必要もある（民間団体）

本社経営幹部の指名

- サクセッションプランニングは取締役の重要責務の一つである。報酬委員会や指名委員会の役割は、幹部の報酬や指名に留まらず、企業のカルチャー形成や経営人材育成といった分野まで拡大している。通常のサクセッションプランに加え、緊急時に備えたサクセッションプランについても検討する必要がある。CEOについては、伝統的には社内の人材を候補とするケースが多かったが、最近では外部からも候補者を選任することが増えている。これも、次期経営者候補のパイプラインが強固であることへの投資家からのプレッシャーによる動きである。取締役会ではエグゼクティブサーチファームを通じ、候補者をリスト化し、企業の長期戦略や社会のメガトレンドを検討し、将来の経営環境の変化に対応するCEOを選任することが求められる。(民間団体)
- CEOの指名だけでなく、適性評価も取締役会の重要な責務であり、これにはCEOの解任も含まれる。過去にはCEOに権限が集中し、取締役会がCEOを解任することは考えられなかったが、今ではCEOの評価及び解任も取締役会の責任で行われる。結果として、以前に比べ米国でのCEO解任の数は急激に上昇している(民間団体)
- CEOも時代の変化にそった人選である必要があり、投資家からのプレッシャーが益々高まる中、投資家との対話ができることも求められる。CEO就任後、最初の1年間は落とし穴と言われ、期待通りの成果が発揮できないことがある。候補者のスクリーニング及び選任も指名委員会の重要な任務ではあるが、新任CEOの移行(Transition)を支えることについても、その任務を広げていく必要がある(民間団体)

後継者計画

- トップティアタレント(将来のBU長やコーポレート部門トップを担うことが期待されるタレント)には、伝統的に“Escalated Leadership Program”を持っており、年次で、彼ら彼女らのこれまでの経験を洗い出し、そしてこれからリーダー就任に備えるために必要な経験を整理している。リーダーには、国内だけではなくグローバルな経験も求められる他、事業部門やコーポレート部門双方の経験も求められている。(化学)

社外取締役の人材プール

- 大企業の前CEOやCFO、現役のCEO、CFO、または大学教授や元政府高官等の有識者が典型的な取締役候補であるが、時代の変化にあわせ求める適性も変化していく必要がある。中国等の新興市場の台頭、デジタル化の加速等の変化にあわせ、この領域にスキルや経験を持つ人材を取締役候補として求められている。(民間団体)
- 米国では安定した独立取締役の人材市場が形成されており、当初に比べ多くの適性をもった取締役候補の人材が存在する。独立取締役を過半数以上選任するルールの適用をきっかけに人材市場が形成されてきた。また、多くの米国企業は独立取締役人材の確保においてはKorn Ferry等のエグゼクティブサーチファームを使用する例が多く、人材市場の拡大にはこれらのファームが果たす役割も大きい。伝統的には、取締役会の候補者選定は、個々の人脈によるネットワークに依存していた。10年前まではこのような方法も受け入れられていたが、目の前のネットワーク(immediate network)を超えて人材を確保する必要がある。従来の方法にとどまり、適切な人材がないという説明をすれば、株価が90%下落するほどの批判に値する(民間団体)

社会課題における取締役会の役割

- 人口動態のシフトや、ESG投資の浸透も社会トレンドである。企業の環境変化への対応力も取締役会の監視の役割が増している。(民間団体)
- 人材育成(Diversity & Inclusionの推進)や、環境問題、サステナビリティ等の社会課題への企業の対応について、取締役会は監督する必要がある。その監督プロセスを投資家に対し示す必要がある。(民間団体)

株主との対話

- 企業は年間を通じ株主と対話することが求められており、それは独立取締役も例外ではない。企業との対話において、機関投資家は、CEOやCFOに加え、より多くの独立取締役との対話を望んでいる。(民間団体)

サイバーセキュリティやデジタル化への対応

- デジタル化の加速及びデータ保護に関する取締役会による監視の強化は米国において一つ論点となっている。その中で、テクノロジー委員会を作る議論もされている。(民間団体)
- 近年では、企業のサイバーセキュリティへの対応の監督も取締役会に期待されている。サイバー事故が企業にもたらすレピュテーション毀損が壊滅的なためである。経営者が適切な対策を講じているか、企業は十分な対応リソース(人材やナレッジ)を持つか、取締役会にて評価、監督する必要がある。(民間団体)

内部統制システム（3線ディフェンス）の構築

- 内部監査部門トップのレポート先は、独立性及び客観性を保つため、経営陣ではなく、監査委員会(4名の独立取締役で構成)となる。また、内部監査部門長と監査委員会のプライベートセッション(経営陣は参加しない)を定期的に持つことで、内部監査部門として独立性・客観性のある意見を述べる機会が設けられている。組織は垂直型に構成され、各地域の内部監査チームのレポートラインは、各国の社長(カントリーマネージャー)ではなく、本社の内部監査部門長にある。(電子計測機器)
- 内部監査部門(第3線)は、独立性を保つため、監査委員会へレポートラインを持つ。CFOへも副次的なレポートラインがある。各国の内部監査チームについても、各国トップ(Country manager)ではなく、本国の内部監査部門へ直接レポートラインを持つ。さらに独立性を強化するため、例えばインドで監査を実施する際は、インドの監査チームでなく、別の国の監査人で監査チームを構成することがある。内部監査部門のメンバーは、将来的にはそれぞれの国でファイナンス関連ロールに就くが、それらに関連する各国マネージャーに対し、独立性を保った監査を行うことが難しいケースが存在するためである。(化学)
- 内部監査部門の機能的レポートライン(Functional reporting line)は監査委員会、事務的レポートライン(Administrative reporting line)は社長となっている。監査結果の報告先や内部監査部門の人事権を持つのは監査委員会。組織としての独立性を保つため、海外拠点の社員の人事権も本社の内部監査部門長が持つ。(損保)
- 内部監査のローカルのマネージャー及びそのチームは、内部監査部門として独立しているため、ローカル組織の社長(Country Manager)へのレポートラインは持っていない。(化学)

監査委員会との連携

- 監査委員会へは、オペレーションレベルの課題の報告は実施せず、ガバナンス関連の課題やSOXテストの結果に絞って報告を行っている。ただし当社の行動規範に反するものについては、改善アクションもあわせて全て報告。監査委員会は、他社の現役または元CEOやCFO等で構成されており、彼らの経験や知識に基づき、非常に多くの質問を投げかけ、同時に示唆が提供される。(化学)
- 監査委員会へは四半期ベースで報告を行っている。年度末には次年度の監査計画、また前年度の結果報告を行う。取締役会や監査委員会全体でのミーティング前には監査委員会議長と個別に打ち合わせを行い、アジェンダや報告内容の共有を行っている。監査委員会議長とは正式なミーティングの場以外においても頻繁にコミュニケーションをとっている。(化学)

監査の範囲

- 近年では、クラウド事業へシフトしているため、当社のクラウドサーバーで責任をもって顧客のデータを管理する必要があるため、IT監査に注力している。事業の変革に伴い、内部監査部門の役割も変えていく必要がある (IT)
- 監査の範囲は、例外は設けず、全てが対象。内部監査部門は社内のすべての情報にアクセスする権利が与えられており、マネジメント層も非常に協力的。投資家がよりレピュテーションリスク対応への注目が高まっていることから、内部監査部門としての機能も財務報告の適切性に留まらず、デジタル化が進む中で、内部監査におけるITの視点も重要性が増している。サイバーセキュリティに関しては特に重視している点であり、“もしも”の話ではなく、いつ起きてもおかしくないという心構えで対策を打っている (化学)

内部監査部門のアドバイザーとしての価値提供

- 内部監査部門では、SOXレポート、業務プロセス監査、リスク管理、事業部門へのアドバイザーの4つの役割を持っている。内部監査部門のトップとしては、内部監査は、規則違反警察ではなく、事業部門にとってリスク管理におけるビジネスパートナー的して位置づけられよう、社内で啓蒙している。（化学）
- 2年前のCAO交代を機に、内部監査部門のミッションを設け、内部監査部門が会社に提供する価値を明確にした。監査意見の証明だけでなく、事業部門へのアドバイザー的ポジションとしての価値提供を重視している（IT）
- 内部監査部門の役割は、監査保証、アドバイス、インサイトの提供がある。ただし、監査保証があつての、アドバイスでありインサイトの提供である。監査の自動化が進むと、今後はアドバイザーやインサイト提供により労力を割くことができる。意味のある指摘をしていけば、営業や製造部門も聞く耳を持つ。内部監査の報告書も同様に、チェックボックスを埋めるだけの監査ではなく、事業部門にとって示唆のあることが書いてあるかが重要（損保）

内部監査部門の人材育成

- 複数の人材育成プログラムを用意し、積極的なタレントローテーションを実施している。営業・コンサルタント・開発等の部署からも人材を集め、彼らは内部監査部門での経験を経て、将来のリーダー候補として事業の現場に戻っていく。内部監査部門としても、既存のナレッジのみならず、様々な知見が集まることで、監査レポートの作成や課題分析の質の向上に繋がっている（IT）
- 内部監査部門のスタッフは、主にBig4ファームから採用しているが、社内の事業部門からの受け入れも行っている。社内の事業部門出身の人間は、事業をよく理解しており、リスクが隠れている部分への感度が高い。その分、監査のメソドロジー等の知識や経験が不足するため、この点はBig4ファームから経験者を採用することで、バランスのとれたチーム構成としている（電子測定機器）

内部監査におけるデータアナリティクスの活用

- データアナリティクスは積極的に活用している。取引のアルゴリズムができるので、従来のサンプル検査ではなく、リスクのある取引を特定し監査ができる。当社では、内部監査部門に所属する400人のうち、20人をデータアナリティクス専任にしている。これらの投資は内部監査部門の予算内で内部監査部門長がイニシアティブを持って進めている。（損保）
- ビッグデータ分析は6-7年ほど前から活用をはじめ、非常に効果的だと感じている。この分野において専門家を採用し、高度な分析を実現している。毎四半期に45のテストを実施し、週末の異常な支出や、企業サーバーへのアクセス履歴等のデータの分析を行い、異常取引や不正の特定を行っている（電子測定機器）

海外事業の内部監査

- 内部監査部門はグローバルで120名ほどの組織となっており、このうち50%は米国外のSSC(Shared Service Centre)やトレジャリーセンターを置く地域に配置している。（製薬）
- 各地域のその地域に属する国の事業へコンサルティングを提供することのできる監査人を置いている。例えばロシアの監査人はロシアの監査を行うだけでなく、近隣諸国に訪問しコンサルティングを行うこともある。それぞれの地域で統制上の不安がある際、事業部門が内部監査部門へ相談できる窓口を持つことが重要（化学）

買収事業の内部監査

- 買収企業の内部監査機能は直ちに統合するディール締結度、30日以内には内部監査部門が買収企業を訪問し、彼らの内部統制上のコントロールやコンプライアンス準拠状況の評価を行う。これは、5日間に渡り実施され、非常に多くの質問事項が設けられている。その後、6か月後には再度訪問し、改善状況の確認及び事前監査を行う。1年後の本場の監査の際には、事前に提示された改善事項を含めた監査が実施される。IT統合はまでは長い時間も要することから、一定期間は買収先企業が元々持つITシステムを使い続けるので、信用力のあるITシステムを持つことも買収の条件として考慮される。（化学）

上場子会社関係

- 上場子会社の少数株主との利益相反は、成熟した市場で子会社を上場させている場合に起きるのではないか。成熟市場では、事業の成長よりはコスト削減に注力してしまい、親会社から子会社への取引価格設定等で少数株主と利益相反が起こりやすい。当社では、成長市場で上場企業を買収している。成長市場ではまず収益基盤を拡大することが最優先課題。上場子会社を有しているものの、子会社という認識はなく、新しい市場を広げていくためのパートナーである。また、完全子会社化してしまうと、当社の傘下であるという印象が強くなってしまい、独立した立場で世界の市場で成長していくことができないため、完全子会社化しないことにも意義がある。（IT）