

September 2nd, 2019

METI-RIETI政策シンポジウム

# グローバル企業のグループガバナンス： 企業価値の向上に向けて

宮島英昭

(RIETI/FF,早稲田大学常任理事・商学学術院教授)

This work was supported by JSPS Core-to-Core Program, A. Advanced Research Networks

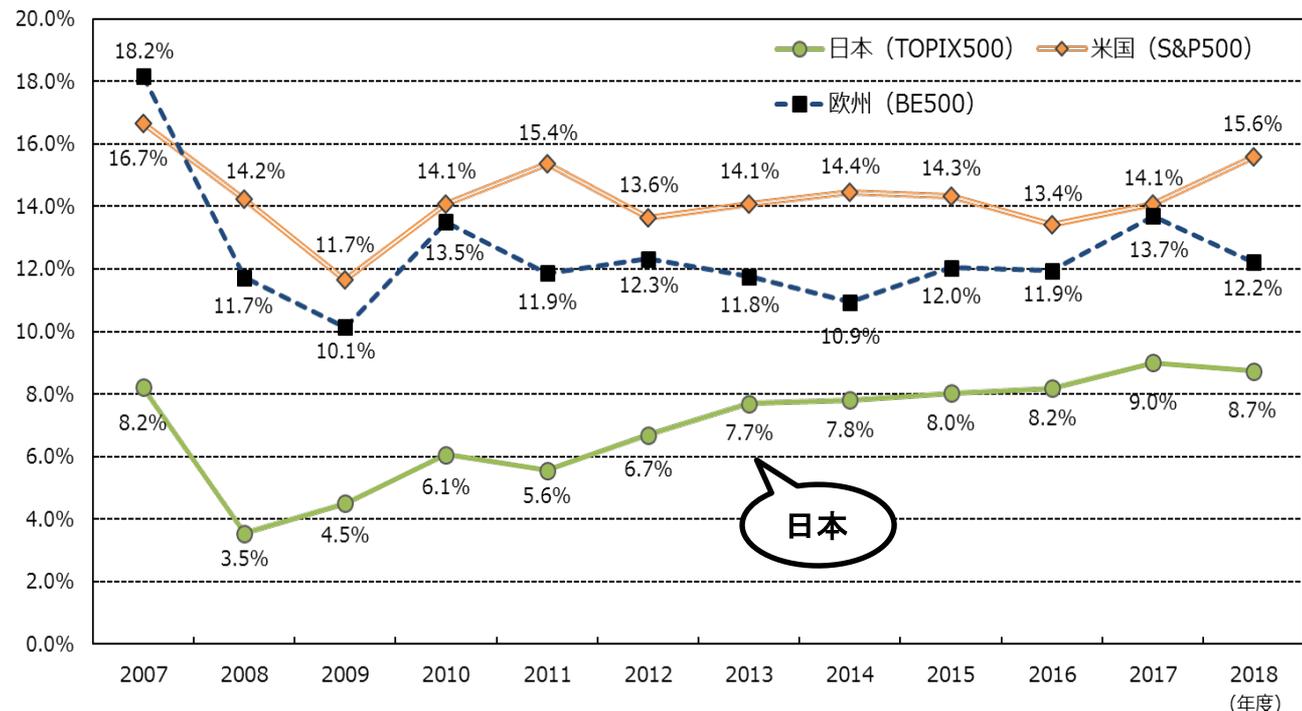
- 2000年代に入って日本企業のグループ化の進展は著しい。
- GDPの名目規模が500兆円で推移する中で、日本企業は、連結ベースの規模を拡大
- 背景には、日本企業のグローバル化の進展・海外グループ企業の増加
  - ✓ 海外直接投資・クロスボーダーM&Aの増加
  - ✓ 国内の事業再編成によるグループ化

(単位：10億円, 倍, %)															
順位	2000年度					2009年度					2017年度				
	会社名	連結総資産	連単倍率	海外売上高比率%	子会社数	会社名	連結総資産	連単倍率	海外売上高比率%	子会社数	会社名	連結総資産	連単倍率	海外売上高比率%	子会社数
1位	日本電信電話	21,214	2.59	-	65	トヨタ自動車	30,349	2.93	69.8	522	トヨタ自動車	50,308	2.87	75.3	606
30位	ダイエー	3,244	2.24	-	153	イオン	3,785	3.44	8.3	168	豊田自動織機	5,259	1.38	72.0	254
100位	川崎重工業	1,247	1.23	40.8	105	NTTデータ	1,279	1.13	-	161	清水建設	1,796	1.17	-	65
上位10社累積/平均		110,080	1.75	46.1	412.9		133,751	2.48	64.2	532.0		210,368	3.20	69.8	683.8
2000=100の指数		100					121.5					191.1			
上位30社		207,396	1.62	40.5	282.8		233,051	1.82	53.1	301.8		349,663	2.38	51.7	402.4
		100					112.4					168.6			
上位100社		339,738	1.49	34.3	164.1		377,092	1.58	45.4	184.6		549,419	1.86	51.7	253.0
		100					111.0					161.7			

- グロ-バル企業の収益が国際的にみて低い
- 事業再組織が遅れている
- クロスボ-ダーM&Aで、減損事例
- 内部統制の不備のためにリプテーションリスク上昇
- 上場子会社で軋みが目立つ

## 日米欧企業のROE比較

- ・日本 (TOPIX500)
- ・米国 (S&P500)
- ・欧州 (BE500)



- 未来投資戦略2018年：「企業グループの全体の価値向上を図る観点から、グループ経営において『守り』と『攻め』両面でいかにガバナンスを働かせるか、事業ポートフォリオをどのように最適化するかなど、**グループガバナンスの在り方に関する実務指針を策定**」

○ CGS研究会（第1期）では、「**本研究会で十分に議論できなかった事項**」として**グループ企業のガバナンスの在り方**。

## グループ企業のガバナンスの在り方

- 現在の我が国企業のガバナンスの議論は、本社のトップマネジメントをどうするかという議論に集中しているが、グループ企業のガバナンスをどうするかという問題は**まだ空白地帯**
- グループとしての企業価値向上につながるガバナンスの構築が重要であり、親会社の取締役会、経営陣（社長・CEO）、各委員会（指名・報酬）の意思をいかにグループ会社経営陣に徹底させるかの工夫が必要。
- 海外子会社も含めたグループ企業のガバナンスの在り方についても議論し、実務上有益な提言をしてほしいという指摘があった。その関連で、報酬の慣行が我が国と海外で異なる中で、海外子会社を抱えるグローバル企業となった我が国企業の報酬慣行（報酬の考え方、報酬レベル）をどのようにしていくかという点が課題であるという指摘があった。

## ● CGS研究会（第2期）を開催し、2017年12月から2019年4月まで計16回の議論を実施。

### 委員等名簿

神田秀樹 学習院大学大学院法務研究科教授【座長】	佐久間総一郎 一般社団法人日本経済団体連合会経済法規委員会企画部会長 (新日鐵住金株式会社常任顧問)
青 克美 株式会社東京証券取引所執行役員	澤口 実 森・濱田松本法律事務所弁護士
青木 淳 株式会社資生堂取締役常務	武井一浩 西村あさひ法律事務所弁護士
石田猛行 インスティテューショナルシェアホルダーサービシーズ代表取締役	塚本英巨 アンダーソン・毛利・友常法律事務所弁護士
伊藤邦雄 一橋大学大学院経営管理研究科特任教授	寺下史郎 株式会社アイ・アールジャパン代表取締役社長CEO
江良明嗣 ブラックロック・ジャパン株式会社 運用部門 インベストメント・スチュワードシップ部長	富山和彦 株式会社経営共創基盤代表取締役CEO
大杉謙一 中央大学法科大学院教授	中村豊明 株式会社日立製作所取締役
太田順司 株式会社東芝取締役（監査委員）	藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授
大場昭義 日本投資顧問業協会会長	松元暢子 学習院大学法学部教授
翁 百合 株式会社日本総合研究所理事長	三笥 裕 長島・大野・常松法律事務所弁護士
神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授	宮島英昭 早稲田大学商学学術院教授
小口正範 三菱重工業株式会社取締役副社長執行役員	柳川範之 東京大学大学院経済学研究科教授
後藤 元 東京大学大学院法学政治学研究科准教授	<オブザーバー>
小林喜光 株式会社三菱ケミカルホールディングス取締役会長	竹林俊憲 法務省大臣官房参事官
	井上俊剛 金融庁企画市場局企業開示課長

### 開催実績

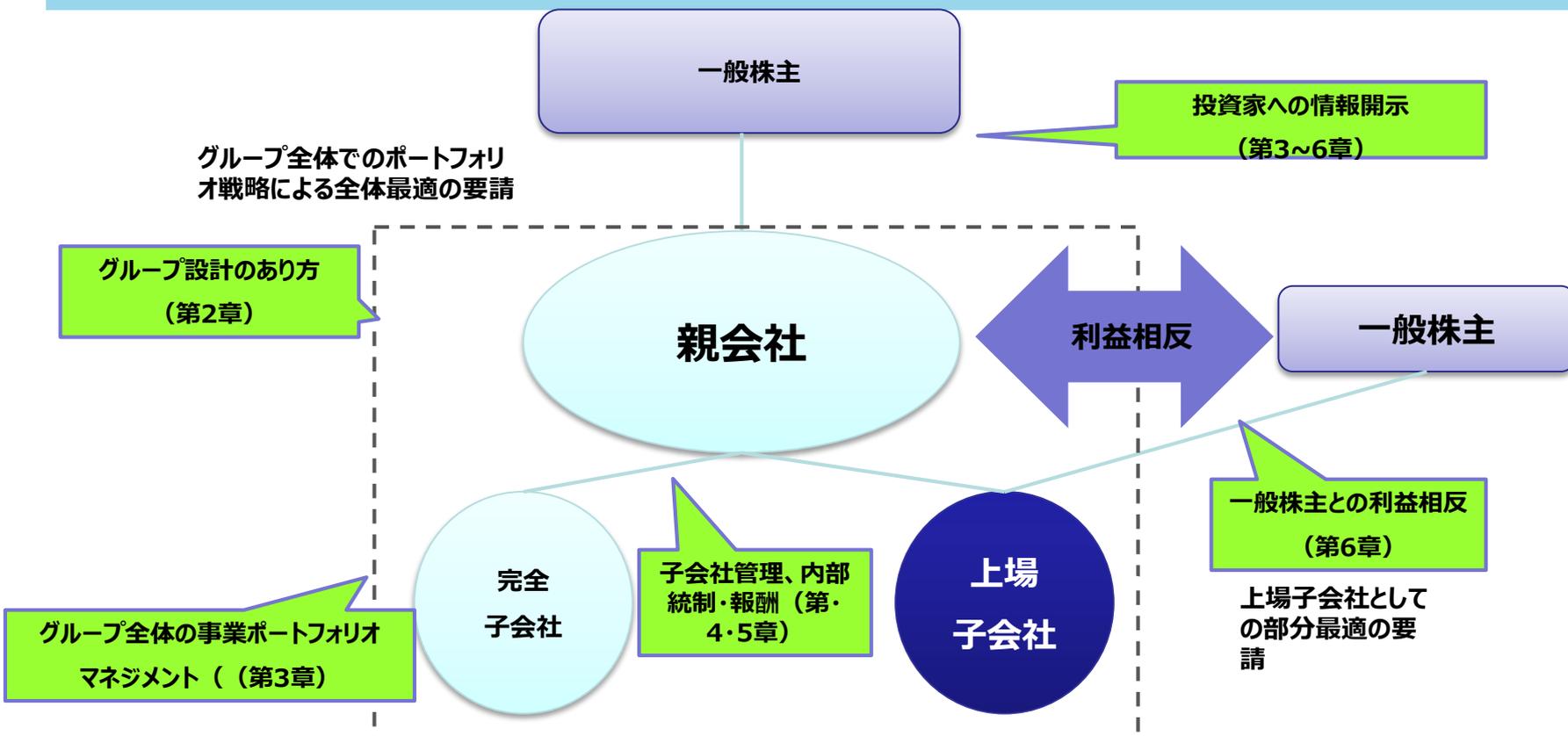
第1回（12月8日）	開催趣旨説明、論点出し等	第8回（7月24日）	グループガバナンス「守り」の論点②
第2回（1月16日）	企業ヒアリングの報告・委員のプレゼン (宮島委員、小林委員)	第9回（9月5日）	CGSガイドライン改訂案について 等
第3回（2月22日）	CGSガイドラインのフォローアップ①	第10回（10月10日）	グループガバナンス「攻め」の論点
第4回（3月29日）	CGSガイドラインのフォローアップ②	第11回（11月12日）	経営幹部の選任（グループにおける指名委員会の役割等）
第5回（4月24日）	本研究会の中間整理	第12回（12月13日）	経営幹部の報酬設計（グループにおける報酬委員会の役割等）
第6回（5月25日）	グループガバナンス① (現状と課題の整理、有識者プレゼン)	第13回（1月21日）	その他論点、とりまとめ骨子案
第7回（6月22日）	グループガバナンス「守り」の論点①	第14回（2月13日）	ガイドライン素案
		第15回（3月15日）	ガイドラインとりまとめ
		第16回（4月18日）	ガイドラインとりまとめ

- ガイドラインの構成
- 全体の見取り図とエッセンス
- 関連したアカデミズムの研究成果を紹介
- ラウンドテーブルの論点を明確化

# グループガバナンス問題の見取り図

## ガバナンス問題は多層的

- 親会社の経営者 v s 親会社株主
- 親会社経営者 = 親会社株主 VS 子会社経営者
- 親会社 = 子会社経営者 VS 子会社株主
- 本指針では、グループ設計や事業ポートフォリオ管理、内部統制システム、子会社経営陣の指名・報酬、上場子会社のガバナンスなど、グループ企業が抱える様々な課題を対象としている。



## 【目次】

1. 議論の背景と実務指針の位置づけ
2. グループ設計の在り方
3. 事業ポートフォリオマネジメントの在り方
4. 内部統制システムの在り方
5. 子会社経営陣の指名・報酬の在り方
6. 上場子会社に関するガバナンスの在り方

・ 企業アンケート結果：東証1部・2部の上場企業を対象、2018年11/12月に実施した「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）社長・CEO向け）を利用

# グループ設計

## □ グループ化の継続

90年15.2社/98年23.6社

08年31.5社、17年33.9社

## □ 何故企業は子会社を設立するか

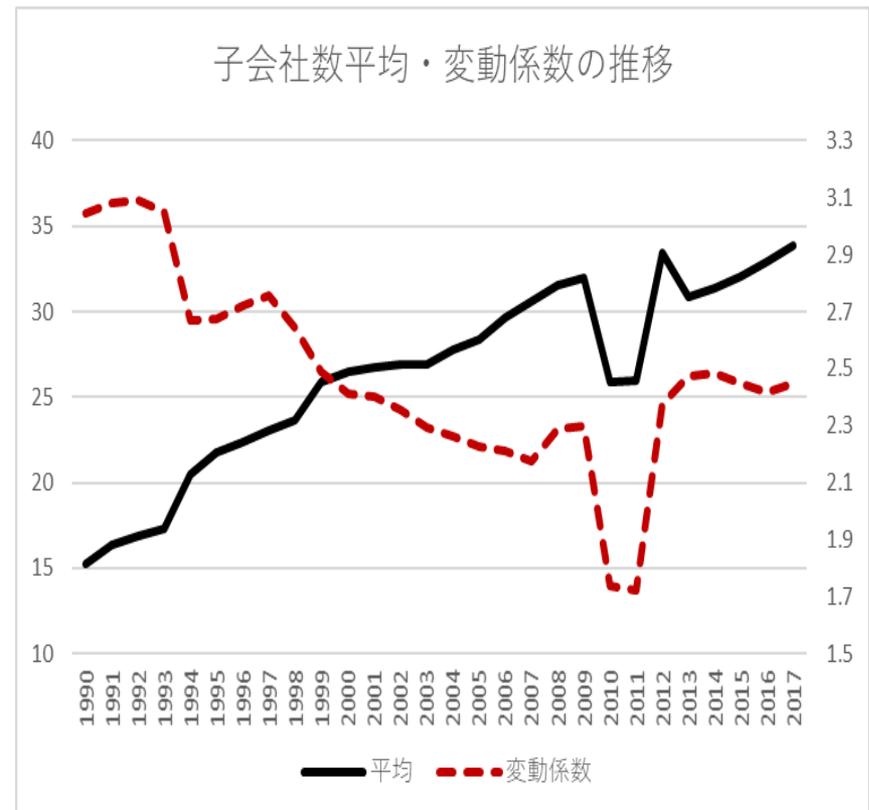
### □ 子会社のメリット

- ✓ 法人格＝リスク分散
- ✓ 経営者の自立性に対するコミットメント
- ✓ 賃金制度の弾力的な利用(上方にも・下方にも)

## 子会社数の推移

東証1部上場企業・持株会社は除去していない。

青木英孝(中央大学作成)



□ 独占禁止法改正・税制改正後、急速に普及 2016年、東証1部上場企業の15.2%

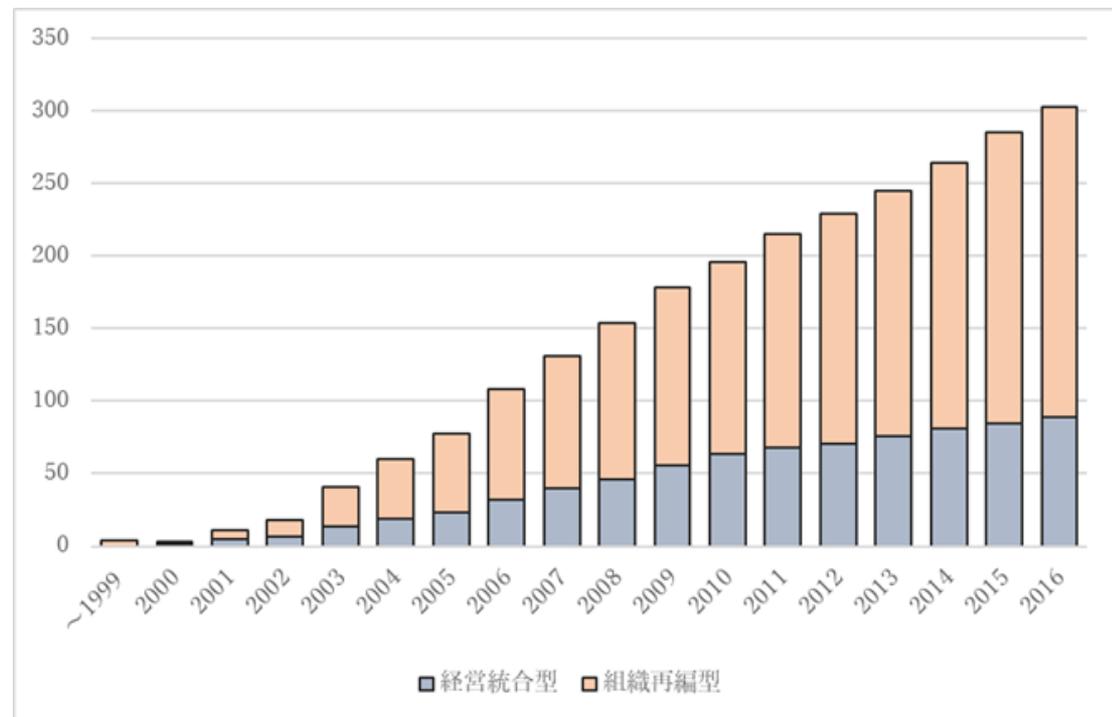
□ 純粹持ち株会社か、事業持ち株会社か

決定要因： 事業再組織化の必要度(財務シナジ-)/コーディネーションの必要度(事業シナジーの利用)

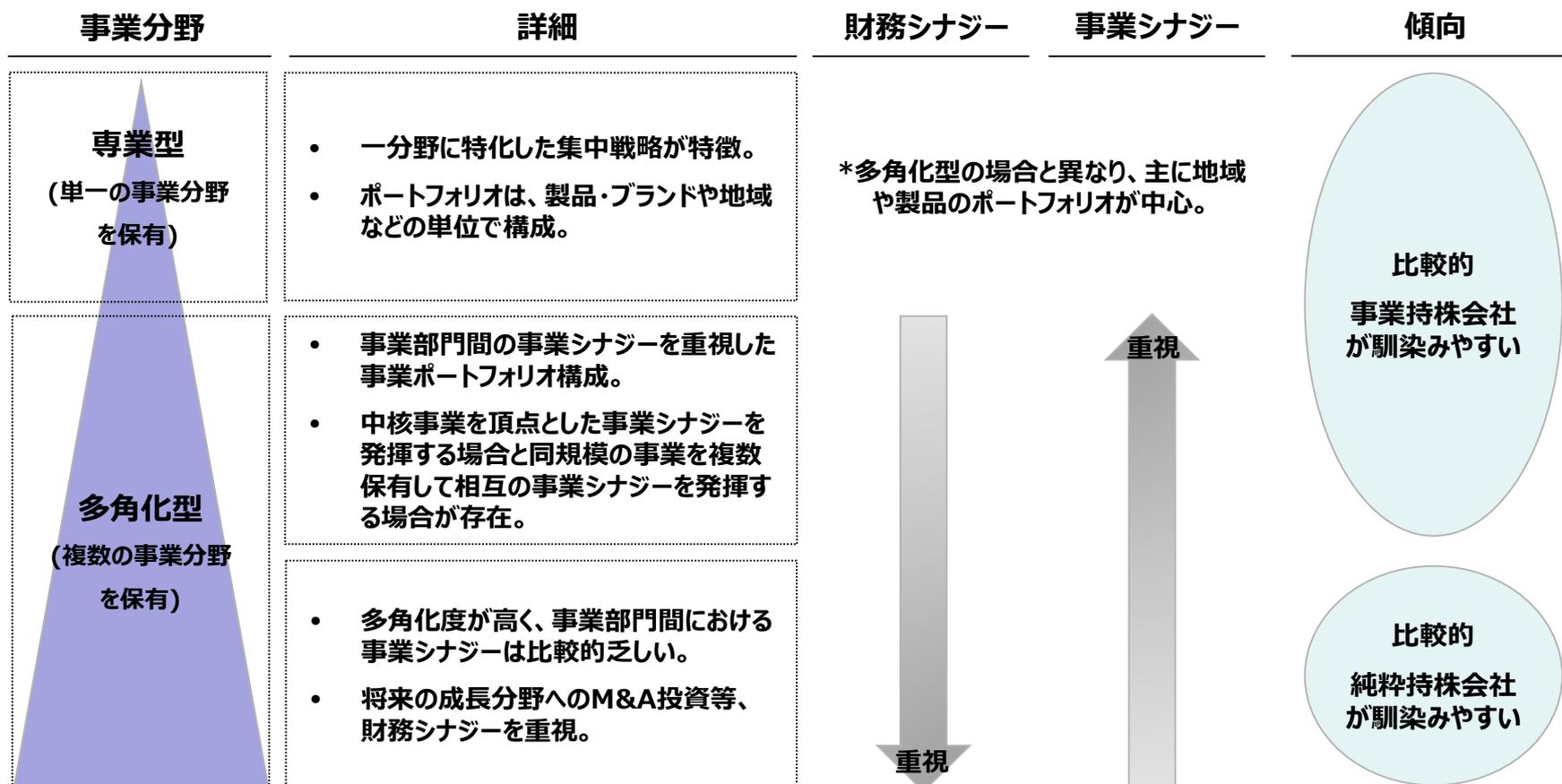
## 持株会社現在数の推移(東証1部)

**経営統合型**： 合併の代替で、企保・範囲の経済性の実現を目指すもの

**組織再編型**： 既存の企業グループ内において事業部門と管理部門を分けることで、経営効率を向上させる



- 純粋持株形態の場合には、ホールディングス（監督・事業ポートフォリオ戦略）と事業会社（事業に関する意思決定・執行）の**役割分担を明確**にすることが重要であり、グループ本社として、グループとしての「**コングロマリット・プレミアム**」の創出に向けた積極的な取組を行うことが期待される。



## □ 財務的シナジーと事業的シナジー:

- ・ 本社は財務的シナジーと事業的シナジーの最適なバランスを検討することが重要。純粹持株会社と事業持株会社の選択はその観点から

## □ 法人格の分離

- ・ そのメリット(経営責任の明確化や意思決定の迅速化)と、法人維持コストやグループ管理の実効性等を勘案し、その在り方を改めて検討

## □ 分権化と集権化のバランス

- ・ 分権化(事業部門への権限移譲)と集権化(本社によるコントロール)の最適なバランス。
- ・ 子会社への権限移譲に対応した、子会社業績に対する結果責任とトップの**人事・報酬**を通じたコントロール確保が重要

## □ 横軸の強化

- ・ 日本企業のグループガバナンスの課題としては、「攻め」「守り」とともに事業軸(タテ軸)に対して本社(コーポレート)機能軸(ヨコ軸)が弱い。

# 事業ポートフォリオマネジメント

# 何が問題か: 多角化の動向

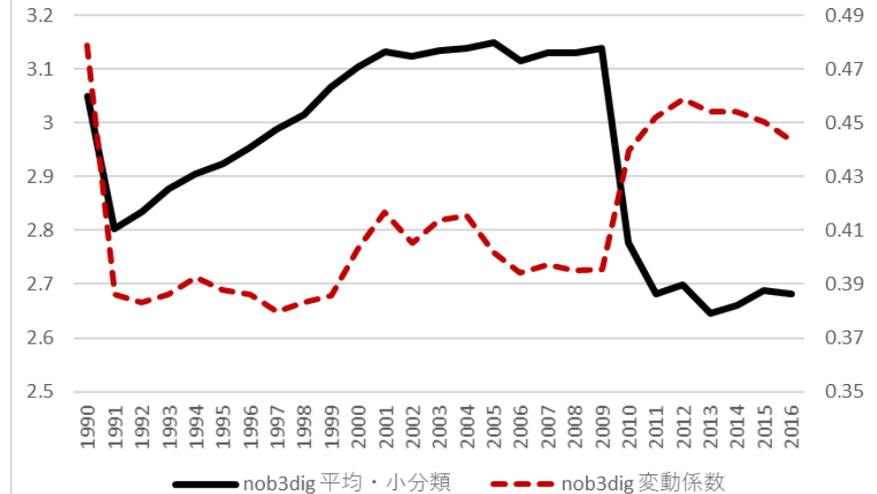
## 事業部門数/エントロピー指数

- ✓ 2000年初頭まで上昇、
- ✓ 2001年より安定、弱い低下傾向
- ✓ 2010年代: 低下の漸進的進展 = 進出と撤退の並存
- 変動係数の上昇
- 企業間の分散拡大

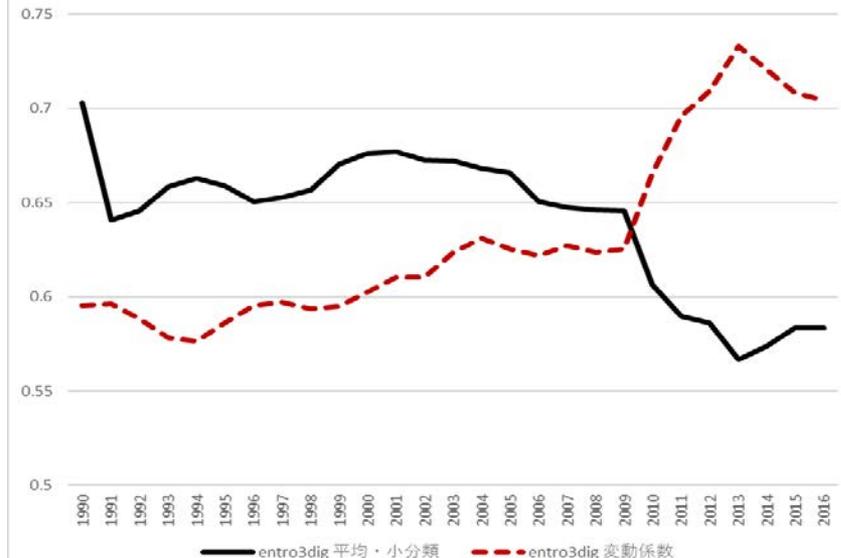
\* 2010年にセグメント情報の開示ルールの変更のため不連続

青木英孝(中央大学・RIETI研究会メンバー)作成

事業部門数(小分類・3桁分類)



エントロピー指数平均・変動係数の動向



## 多角化ディスカウント

- Berger/Ofek (1996)、多角化ディスカウントの存在
- ✓ 内部資本市場の非効率性： 成長部門の資金が衰退部門の維持に向かう。
- ✓ 成長部門の経営者は自己の事業で忙しく、衰退部門の経営者は、社内で活動して自部門へ資金を誘導することに熱心(インフルーエンシャル)コスト。
- ✓ 日本でも、ディスカウントは確認できる(牛島:2016)

## 多角化のブライト・サイド

- ✓ 内部資本市場による資金制約の緩和
- ✓ コインシュランスによる最適負債比率の引き上げ。

経済危機危機・収益の低下⇒デフォルト、これを回避するために負債を削減、多角化事業、他の事業の不足で資金の不足を埋め合わせることができる

- 日本企業のROAは上昇傾向にあるが、特に米国と比較すると依然として低い状況。
- 日本企業は事業が多角化・大規模化するほど収益性が悪化する傾向に

## 日米企業・多角化度別営業利益率

		小規模	中規模	大規模	巨大規模
専業	日本	8.8%	5.9%	6.5%	7.0%
	米国	-0.5%	11.4%	7.7%	10.4%
準専業化	日本	7.4%	5.3%	6.2%	6.2%
	米国	4.7%	11.5%	10.7%	7.8%
準多角化	日本	6.2%	5.7%	5.2%	4.7%
	米国	9.9%	9.2%	8.3%	8.6%
多角化	日本	5.1%	5.4%	5.4%	3.0%
	米国	-15.2%	9.0%	11.0%	13.7%

### 規模(売上高)

小規模：～500億円

中規模：500億円～5,000億円

大規模：5,000億円～2兆円

巨大規模：2兆円～

### 多角化度

専業：～10%

準専業化：10%～30%

準多角化：30%～50%

多角化：50%～

- 自社にとっての**コア事業を見極め**、その強化のためのM&Aとノンコア事業の整理(売却・独立・撤退)を戦略的に追及。
- 各事業の潜在力を発揮させる**「ベストオーナー」**が誰かという視点が重要
- グループ本社の取締役会は、事業ポートフォリオマネジメントのための仕組みの構築において**主導的な役割**を果たすとともに、その運用の監督を行う
- 内部取締役は、事業部門(子会社)の利害代表となるから、**社外取締役の主体的関与が必要**。

- 事業ポートフォリオ管理の仕組みの構築: 事業ポートフォリオマネジメントを継続的に実施するため、グループ本社の取締役会が中心となり、投資や事業切出し等に関する**基準の設定や検討の主体・プロセス等の明確化**を行うことが重要
- 事業評価のための基盤整備:
  - ✓ 事業セグメントごとに貸借対照表(BS)やキャッシュフロー**計算書類を整備**。
  - ✓ 資本コストを設定するなど、事業ポートフォリオマネジメントに向けた基盤整備として、客観的な評価指標を用いた**一元的な事業評価の仕組み**
- こうした仕組みの構築・運用においては、**CFO**が主導的な役割

# 内部統制システムの在り方

## 何が問題か

- 子会社に対する適切な権限の配分とモニタ-の必要。
- 子会社不祥事
- 海外子会社、とくにクロスボーダー案件の子会社では、**分権的(任せすぎ)の傾向**
  - ⇒ グリーンフィールド投資の現地法人について、低すぎる権限移譲・現地化の遅れが指摘されていたのは対照。
- ⇒ パネルディスカッション第2部・3つのディフェンスライン

問題は何か？

指名と報酬は、子会社ガバナンスの1丁目1番地

□適切な指名がなされているのか

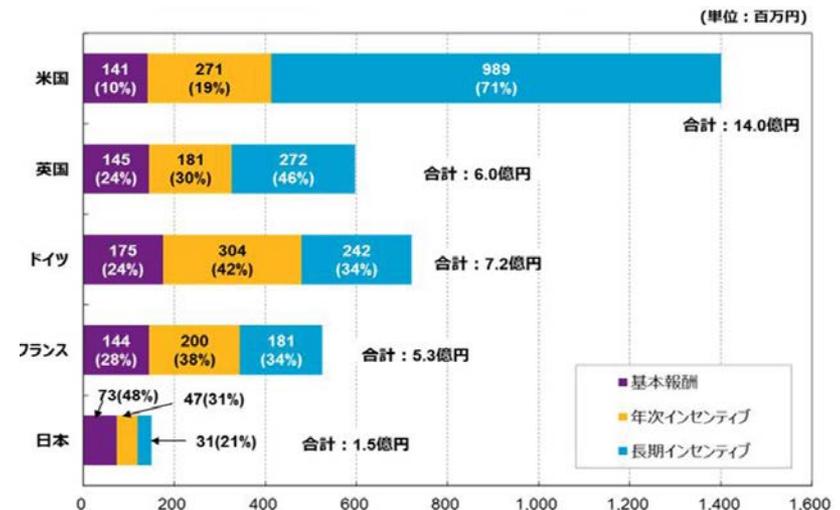
□子会社と親会社の報酬制度がダブルスタンダード

- Ex. 海外子会社の経営者のほうが親会社・経営者より報酬が高い。

□世界的に報酬水準に格差がある中で避けられない。

⇒第2部で指名・報酬の提案

売上高等1兆円以上の企業におけるCEO報酬比較（2017年度）



# 上場子会社に関するガバナンスの在り方

- 東証一部で、上場子会社(50%以上保有)は、6-7%前後。
- 33%まで基準を下げると2000年まで17%前後、1995年がピークで17.3%
- 2000年代に入って、子会社の完全子会社化 (Ex.日立26社から4社)
- 成熟企業でリーマン危機後に完全子会社化が加速
- M&A、新興企業によるEquity curve outで**利用の側面も**

	対象会社数	親会社数	割合	親子上場 子の平均	親子上場 子会社	割合	他の被支 配	割合	全上場子会 社	割合
	A	B	B/A	C/B	C	C/A	D	D/A	C+D	(C+D)/A
1985	1655	116	7.0	2.33	270	16.31	41	2.48	311	18.79
1990	1898	173	9.1	1.89	327	17.23	50	2.63	377	19.86
1995	2094	196	9.4	1.85	362	<b>17.29</b>	55	2.63	417	19.91
2000	2353	226	9.6	1.80	406	17.25	95	4.04	501	<b>21.29</b>
2005	2385	251	<b>10.5</b>	1.46	366	15.35	124	5.20	490	20.55
2008	2346	240	10.2	1.49	357	15.22	131	<b>5.58</b>	488	20.80
2012	2855	182	6.4	1.87	341	11.94	130	4.55	471	16.50
2016	2416	135	5.6	1.88	254	10.51	131	5.42	385	15.94

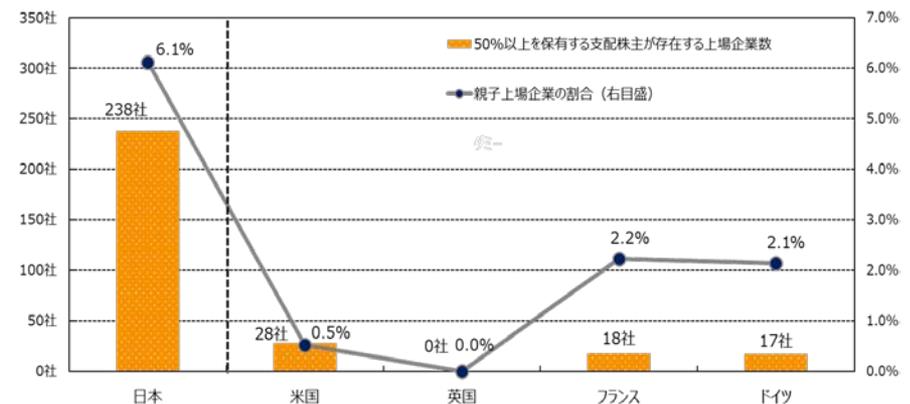
- 1990年代半ばまで、市場と組織の両方の問題を解決する中間組織（今井 1989）
- Shleifer / Vishney (1997)の問題提議以来、支配株主による少数株主の収奪 (exploitation) が注目。

## 対・新興国ファミリー・グループ、

- 相対的に低いピラミッド（第3層以下が上場企業であるケースがほとんどない）
- 金融機関を傘下に持たない

## 対先進国

- 米国・上場子会社は経過的
- 日本安定的。
- 2010年まで、収奪の証拠はない。



※ 上場子会社のカウントの仕方について、東証の「コーポレートガバナンス白書2017」とは若干整理が異なる。具体的には、以下の各国比較データでは、上場子会社について直接保有の場合のみを対象としていることや、支配株主の定義が異なることなど、東証データと単純比較はできない点は注意が必要。

## 分社化(エクイティ・カ-ブアウト)

- ✓ 成長する事業部門をIPO
- ✓ 親が増資する場合ディスカウント

## M&Aの促進

- ✓ 売り手の経営者=従業員のハードル引き下げ

M&Aの実現。

## 親子上場のメリット

- ✓ 子会社経営者の独立性に対するコミットメント
- ✓ 市場によるモニタリング
- ✓ シナジ-の維持

問題は、親VS子会社経営者＝少数株主

- 事業ポートフォリオに関わる意思決定に関与できない。

⇒ **グループとして企業価値の最大化実現できない**

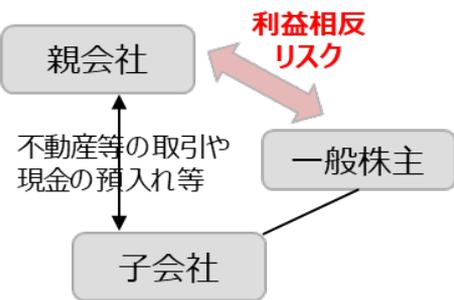
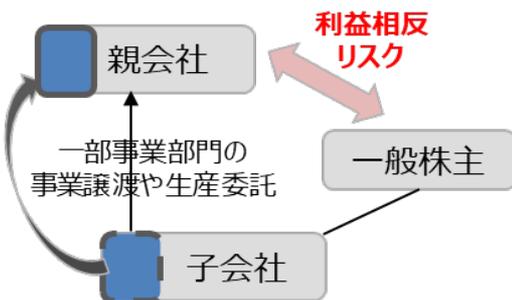
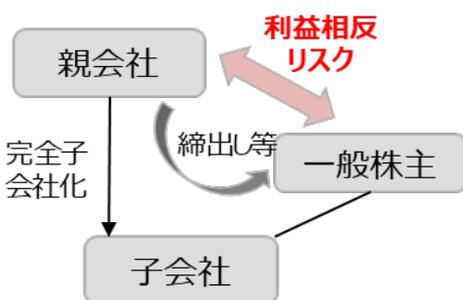
1: 上場子会社における一定規模以上の投資決定または事業の売却・撤退について、「**親会社が事前に承認**(明文規定あり)」すると回答した企業が**55%**。(報告書・アンケート調査結果)

2: 上場子会社について課題があると認識している企業＝**6割**

- 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%**、
- リスク管理等を親会社で一元的に実施できない＝**21%**
- 他の事業部門とのシナジーが発揮させづらい＝**21%**
- 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＝**13%**

# 何が問題か？子会社株主との利益相反

- 問題は、親経営者＝子経営者VS少数株主
- 類型①:直接取引:原材料・販売、不動産取引
  - ⇒ 子から(に)市場価格より安く購入(高く販売)
- 類型②:事業譲渡・事業調整
  - ⇒ 子会社の利益機会を奪う
- 類型③:支配株主による完全子会社化
  - ⇒ 買収価格が安すぎる

	類型①:直接取引 (②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
取引イメージ			
利益相反関係	<p>(現金預入れの場合)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>親会社は、できる限り低金利で子会社のキャッシュを活用したい。</li> <li>子会社は、資本コストに見合う利子が支払われない限り、現金は自社の投資に活用したい。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>親会社は、グループの全体最適のため、競合・重複事業をできる限り安価で整理したい。</li> <li>子会社は、将来の収益性や事業継続性も勘案した、公正な対価が支払われない限り、事業譲渡・調整(縮小・廃業)はしたくない。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>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。</li> <li>子会社の一般株主は、将来のキャッシュフローなども勘案した上で、公正な価格が提示されない限り、買収に応じたくない。</li> </ul>

- 会社は、グループ全体としての企業価値向上や資本効率性の観点から、上場子会社として維持することが最適が、**定期的に点検**。
- 上場子会社として維持する合理的理由やガバナンス体制の実効性確保について、取締役会で審議し、投資家に対して**情報開示を通じて説明責任を果たす**
- ガバナンス体制＝**独立社外取締役の役割が極めて重要**
  - 独立要件の厳格化＝**10年以内に親会社**に所属していた業務執行者を独立社外取締役として選任しない
  - **一般株主の利益を保護**するという重要な役割を担える人物であるかを確認
- 独立社外取締役の比率を高めること(**1/3以上や過半数等**)を目指すことが基本。
  - それが直ちに困難な場合においても、重要な利益相反取引については、独立社外取締役(又は独立社外監査役)を中心とした**委員会**で審議・検討を行う仕組みの導入を検討すべき。



**WIAS**

早稲田大学高等研究所

Waseda Institute for Advanced Study (WIAS)