

M E T I - R I E T I 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 －

## 第1部 グローバル企業の事業ポートフォリオ戦略

日本投資環境研究所

主任研究員

上田亮子



経済産業省

Ministry of Economy, Trade and Industry

2019.9.2

RIETI

Research Institute of Economy, Trade & Industry, IAA



# 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

## 第1部 グローバル企業の事業ポートフォリオ戦略

2019年9月2日

日本投資環境研究所  
主任研究員  
上田亮子

Private and confidential

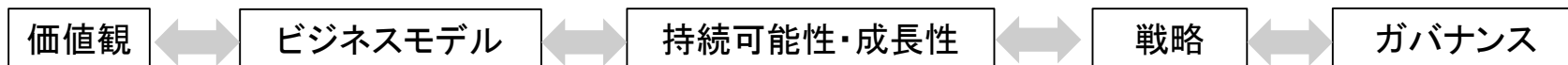
# グローバル企業グループの価値創造モデル

- 投資家が評価するグローバル企業グループの価値創造モデル
  - 企業グループを通じた将来の価値創造 > コングロマリット・ディスカウント
  - 適切なグループ経営を通じて、別個の経済主体として活動するよりも、長期的には大きな価値創出につながると期待できること



- 価値創造モデルの構築および実践
  - 会社の目指す方向性(価値観)、戦略、ビジネスモデルのストーリーの一貫性
  - 中期経営計画等との整合性
  - 環境変化に伴う柔軟性
    - 市場との対話の基礎となる、非財務情報開示の重要性

## 【経済産業省「価値協創ガイダンス」】



## 【英国コーポレートガバナンス・コード】

原則B 取締役は、会社の目的、価値および戦略を構築するべきであり、これらが企業価値と整合的であるようにするべきである

# 課題と対話

- 課題
    - 資本の論理に基づく経営判断
      - ◆ 資本コスト、リスク許容度、タイムホライズン、Exitのタイミングの認識
    - 情報開示: 非財務情報の重要性
      - ◆ 投資家が求める情報、企業が発信する情報との間のギャップ
      - ◆ 競争上どこまで開示できるか
    - 説明責任
      - ◆ 戦略の変更、経営計画とのかい離等に際して、投資家が求める水準の説明の実施
      - ◆ 投資家の予見可能性＝信頼性
    - コミットメントの明確化
      - ◆ 業績の結果は、報酬制度を通じて適切に評価に反映
  - 投資家との対話
    - 投資家は、投資手法、投資ホライズンにより、性質が大きく異なる
    - 短期主義: 将来価値を生む事業、それにつながるR&D、イノベーションへの関心は低い  
(自ら短期主義と明確にする投資家は皆無)  
長期主義: 将来価値を生む事業への関心があり、戦略との整合性、リスクの説明への関心も高い  
エンゲージメント投資家: 多くは投資判断と離れたESG問題に関心があり、事業ポートフォリオやイノベーションへの関心は低い
    - 投資家の投資対象もさまざま
      - ◆ 子会社の財務・営業方針をコントロールする親会社に投資
      - ◆ 企業グループ内の特定の事業分野だけに投資
- 自社にふさわしい、協働して企業価値向上を目指す投資家を選ぶ時代

# 会社の事業ポートフォリオに対する企業と投資家の取組み

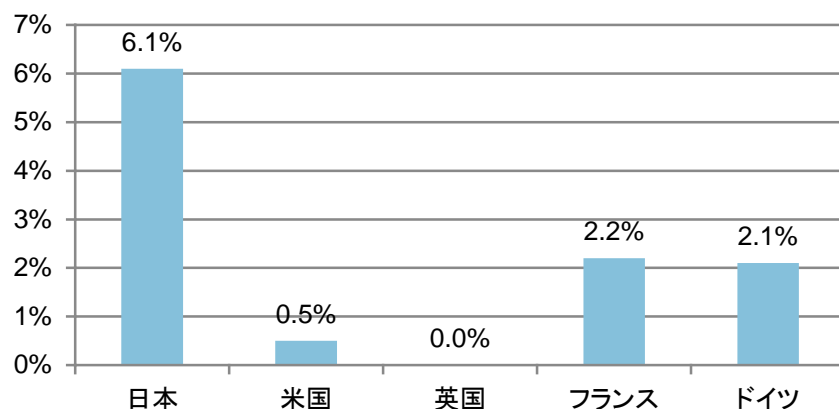
	企業	投資家
会社の伝統事業	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 現在あるいは将来、継続すべき事業か</li> <li>• ステークホルダーの理解はあるか</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 企業価値につながっていない場合には、Exitを求める</li> <li>• 会社の伝統や歴史よりも、将来に関心</li> </ul>
現在価値を生む事業	<ul style="list-style-type: none"> <li>• どれほどのタイムホライズンでその事業に依拠する経営を行うか</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 特に短期主義の投資家は、現在価値を生む事業への関心が高い</li> </ul>
R&D、イノベーション	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 将来価値につながる投資として、横の広がりや深度のバランスは取れているか</li> <li>• 会社の目指す方向性と戦略は整合的か</li> <li>• 資本効率性、リスク・リターン、投資ホライズン、Exitのタイミングは意識しているか</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• R&amp;D、イノベーションは現在時点では投資(コスト)であり、果実の獲得は将来(失敗の場合もある)ため、短期主義の投資家は厳しく評価</li> <li>• 長期主義の投資家も、会社の戦略との不整合は投資リスクを増大させるとして厳しく評価</li> </ul>
将来価値を生む事業	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 会社の目指す方向性と戦略は整合的か</li> <li>• 外的要因の変化を含めた当該事業が成功する可能性、リスク許容度、投資ホライズン、Exitのタイミングは意識しているか</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 投資家が考える成功の可能性、リスク許容度等の平均的水準の程度</li> <li>• 会社の目指す方向性と戦略の整合性を評価</li> </ul>

投資家(情報ユーザ)を意識した情報開示  
業績に対するコミットメントの明確化  
持続的な価値につながる対話の促進

# 子会社上場の問題点

- 子会社上場の本質的問題

- 親会社の支配権を残したまま、子会社経由で市場を通じた資金調達を行う  
→ 市場機能の濫用との懸念をもたれるリスク
- 主要国市場では、グループ経営の最終形としての子会社上場は、ルールによる禁止ではなく、プラクティスとしてほとんどみられない



出所: 経済産業省「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針(グループガイドライン)」【参考資料26】参照

- 上場子会社のコーポレート・ガバナンス

- 親会社との利益相反の弊害を回避するため、少数株主の保護が強く求められる
- より高い水準での独立社外取締役の確保が要請される

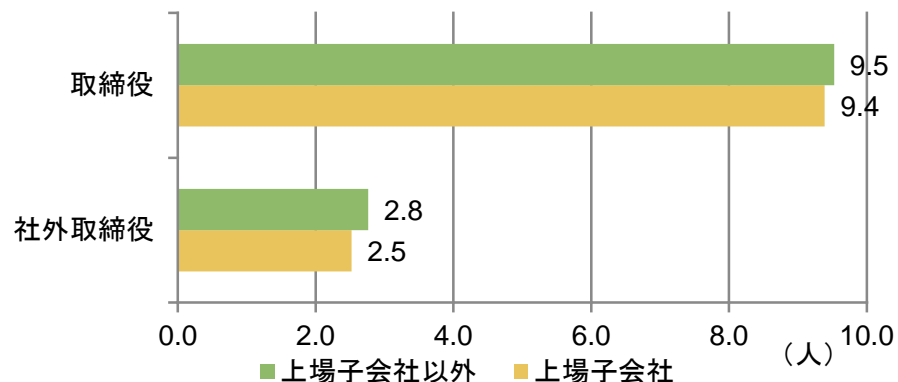
- グローバル投資家の反応

- 2018年末から現在まで、ロンドンにおいて頻繁に話題になる
- 市場の信頼性に関わるプラクティスとして否定的に評価されている
  - 親会社が子会社に利益誘導をしたのちに上場させ、上場後は取引関係を見直すなどして価値を下げて非公開化するという過去の事例を思い出す投資家もいる

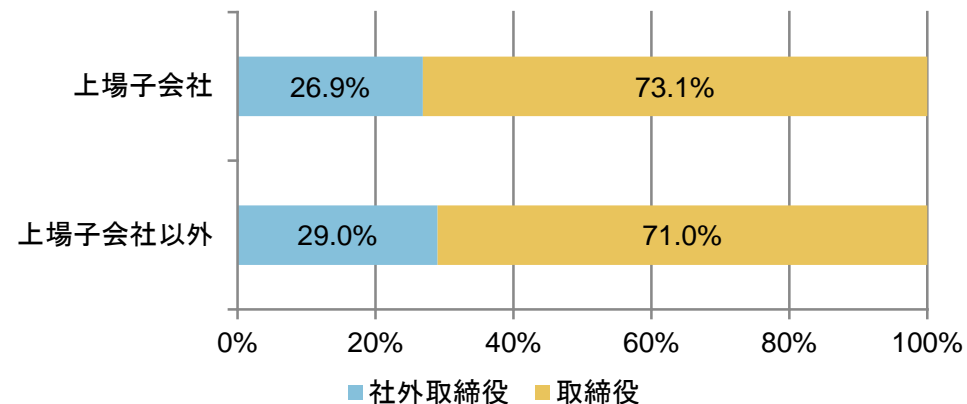
# 上場子会社のガバナンス体制

- 社外取締役、社外監査役ともに、  
上場子会社よりも、それ以外の会社の方が、人数および比率が高い傾向にある

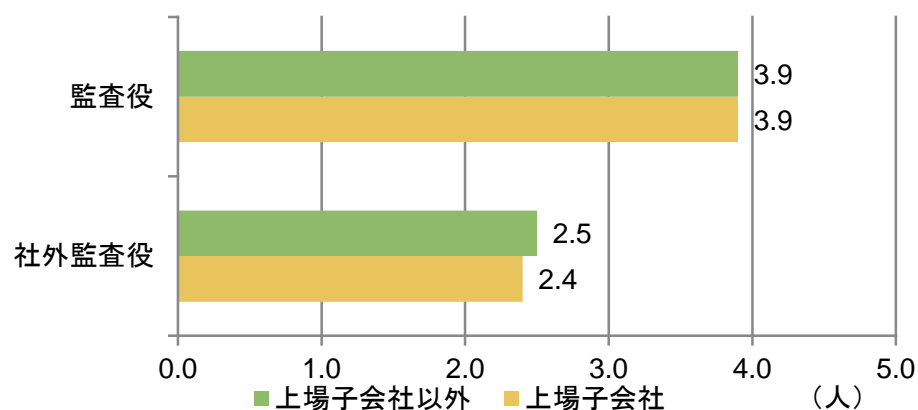
### 取締役、社外取締役の人数比



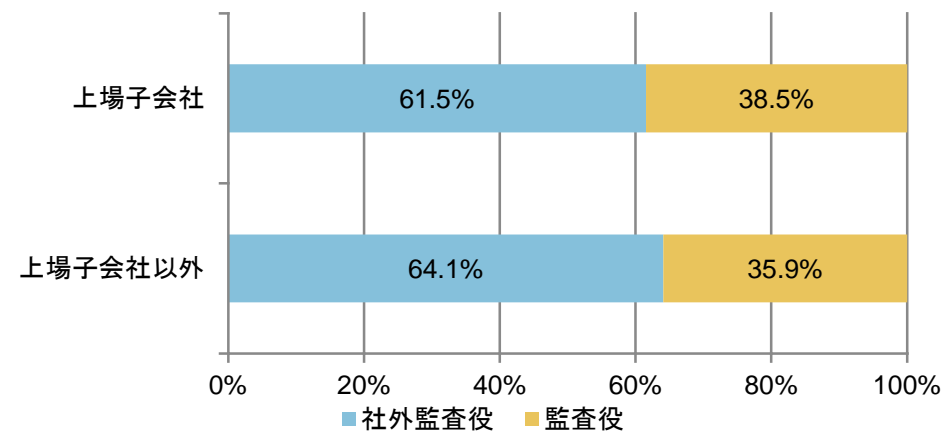
### 取締役、社外取締役の構成比



### 監査役、社外監査役の人数比



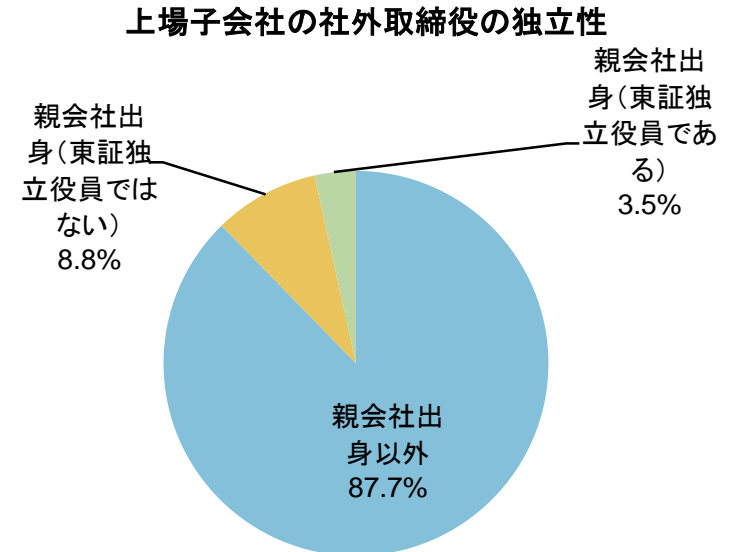
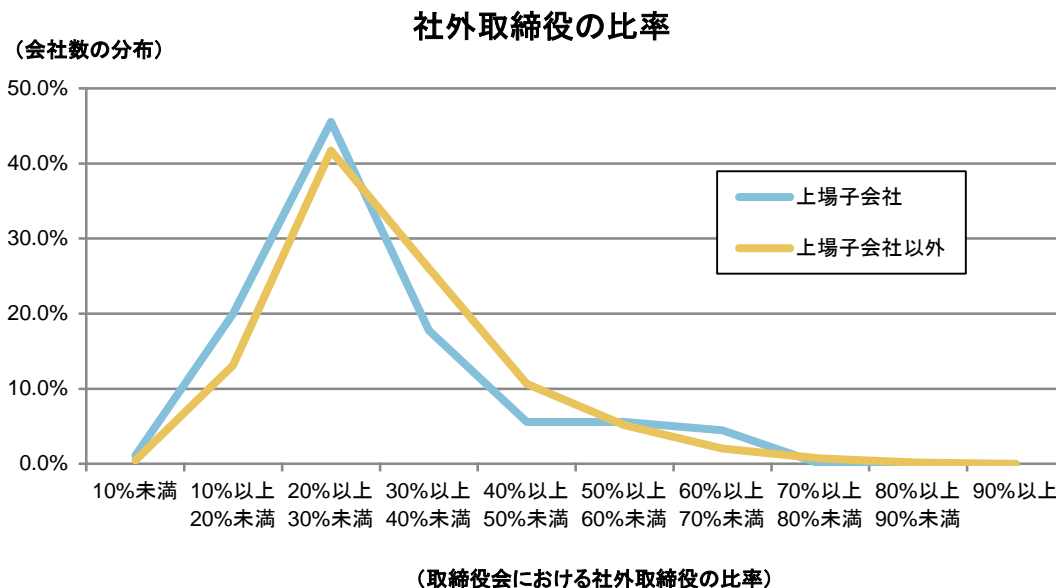
### 監査役、社外監査役の構成比



出所: 日本投資環境研究所

# 上場子会社における独立社外取締役の確保

- 上場子会社は、親会社との利益相反の弊害を回避するため、少数株主の利益の保護が強く要請される
- 2018年コーポレートガバナンス・コード  
「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。」(原則4-8)
  - 上場子会社については、一般の上場会社よりも厳格な対応が求められる
- 上場子会社の社外取締役の独立性
  - 親会社出身者の社外取締役が東京証券取引所に独立役員として届け出られている場合がある
  - 東京証券取引所の独立役員制度の目的: 主要株主等が存在する場合に一般株主の利益を保護すること
  - 「成長戦略実行計画」: 東京証券取引所の独立性基準等の見直し



出所: 日本投資環境研究所



End slide

Private and confidential