

# 上場子会社のガバナンスの在り方 に関する参考資料

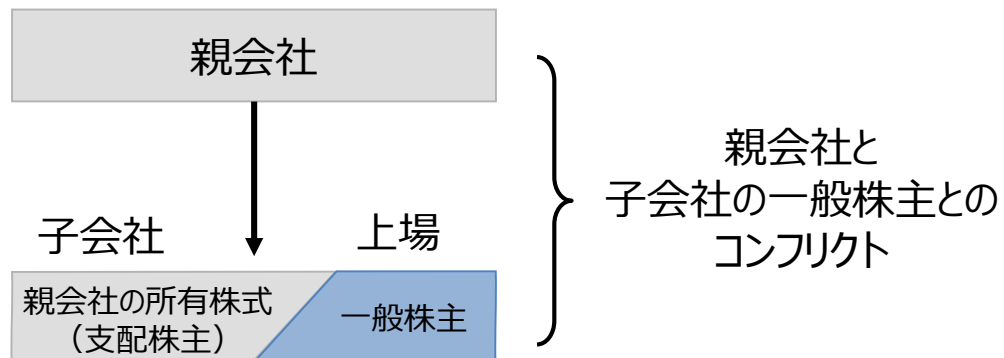
平成31年3月7日  
日本経済再生総合事務局

# コーポレートガバナンス改革の残された課題

- 安倍政権では、コーポレートガバナンス改革として以下の取組を行ってきた。
- 東証一部の上場企業の91.3%が2名以上の独立社外取締役を選任。
- これらの取組については、国際的にも投資家から高く評価されている。

- 2014年 「「責任ある機関投資家」の諸原則（日本版スチュワードシップ・コード）」を策定（金融庁）※2017年改訂
- 2015年 改正会社法施行（社外取締役を置かない場合の理由の開示等）  
コーポレートガバナンス・コードを策定（東証） ※2018年改訂
- 2017年 「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針（CGSガイドライン）」を策定（経済産業省）※2018年改訂  
「価値協創のための総合的開示・対話ガイダンス」を策定（経済産業省）
- 2018年 「投資家と企業の対話ガイドライン」を策定（金融庁）

- 我が国のコーポレートガバナンスの残された課題として、支配株主を有する上場子会社のガバナンス体制の問題がある。本件については、支配株主（親会社）から独立した意思決定を確保し、上場子会社の一般株主を保護することが課題。

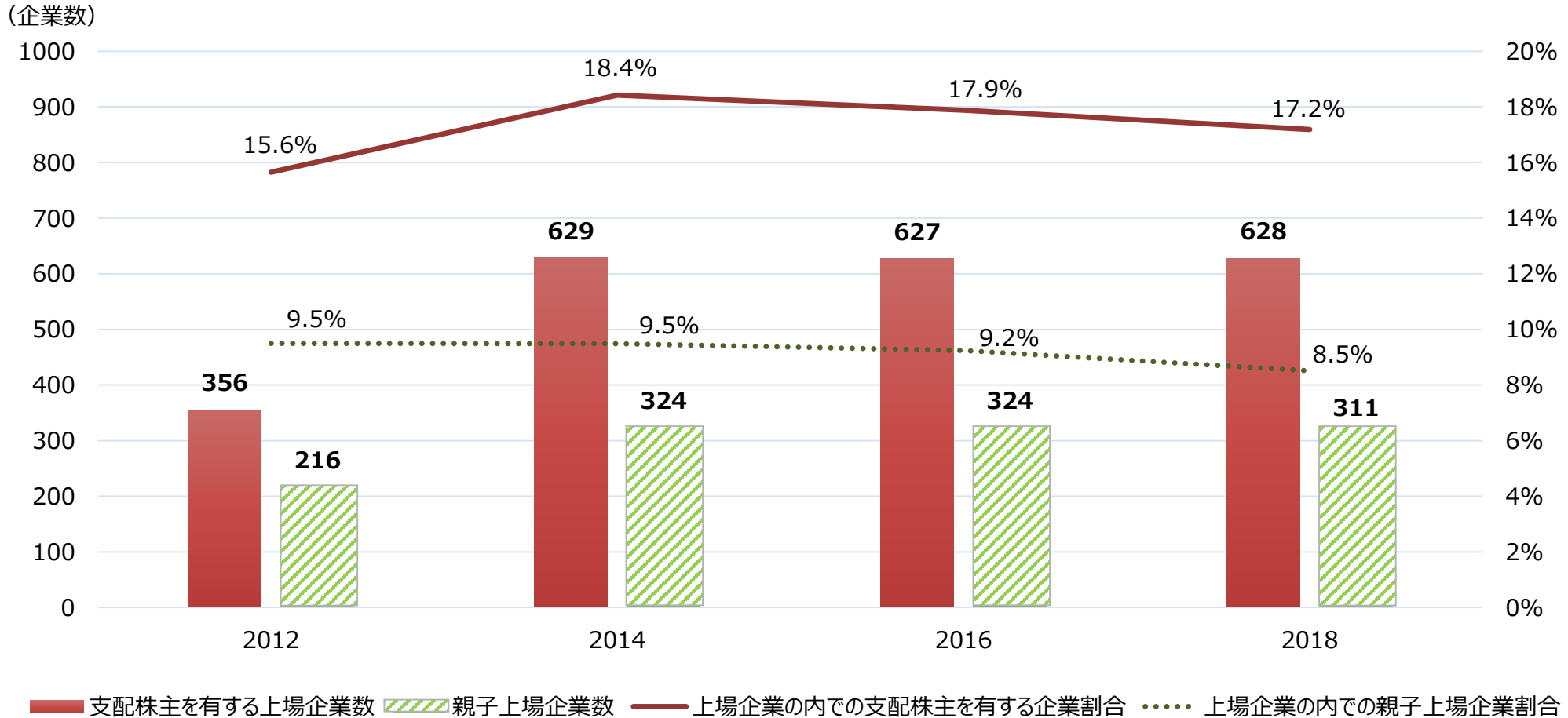


# 我が国では支配株主を有する上場子会社は多い

○ 上場企業のうち支配株主(※)を有する会社（上場子会社）は、2018年12月時点の東証で628社（上場企業の17.2%）。

(※) 現行の東証の上場規程においては、「支配株主」とは、①議決権50%超又は②40%以上 + 取締役過半数派遣or重要な財務及び事業の方針の決定を支配する契約書が存在することその他財務及び事業の方針の決定を支配していることが推測される事実が存在することとされている。

(※※) 親子上場企業は、2018年時点で311社（上場企業の8.5%）

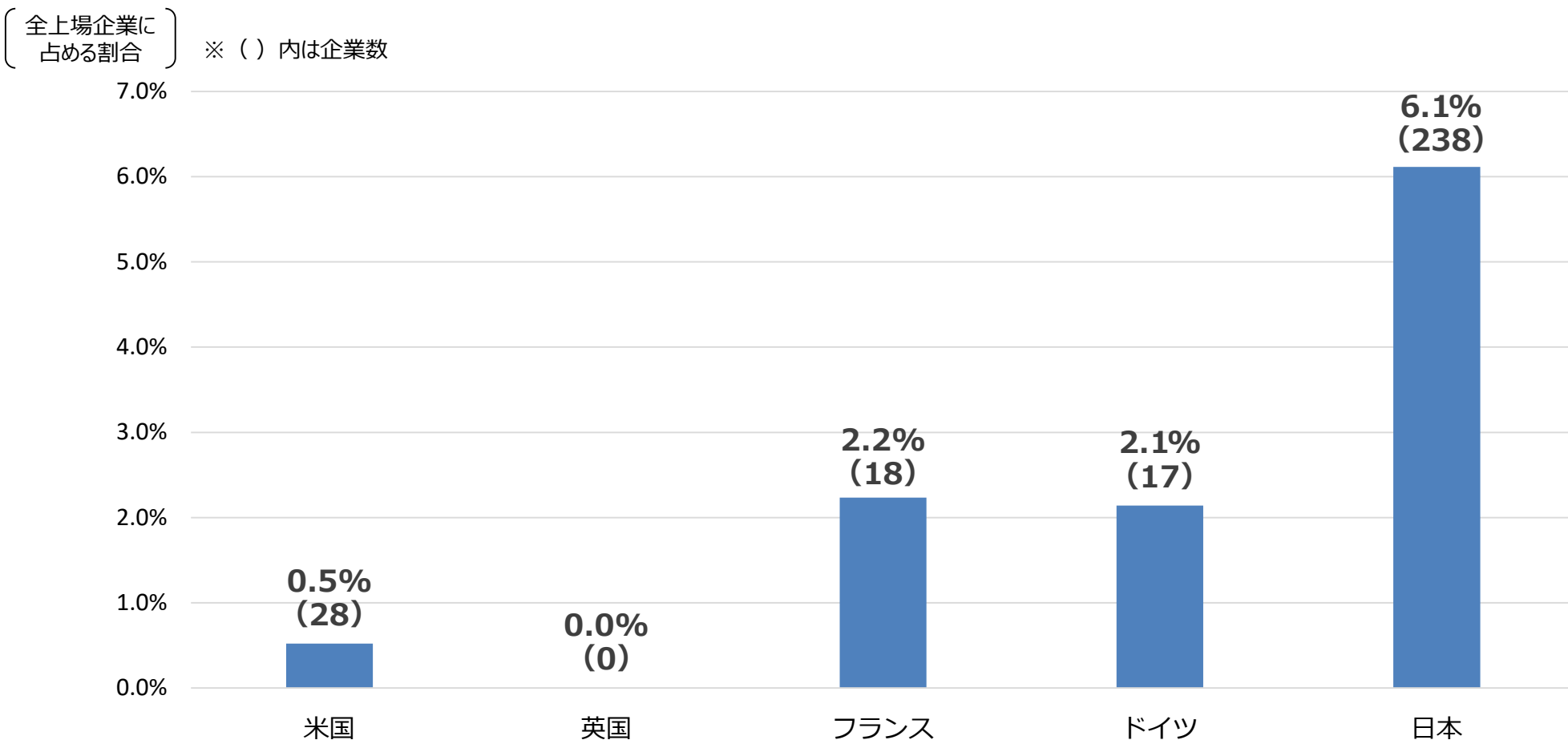


※親子上場：支配株主（親会社等）と子会社がともに上場していること。

(出典) 株式会社東京証券取引所の「コーポレートガバナンス白書」のデータ等を基に作成。

# 我が国は各国と比較して親子上場企業数とその市場に占める割合が大きい

○ 日本の親子上場企業数とその市場に占める割合は、欧米各国と比較してかなり高い。

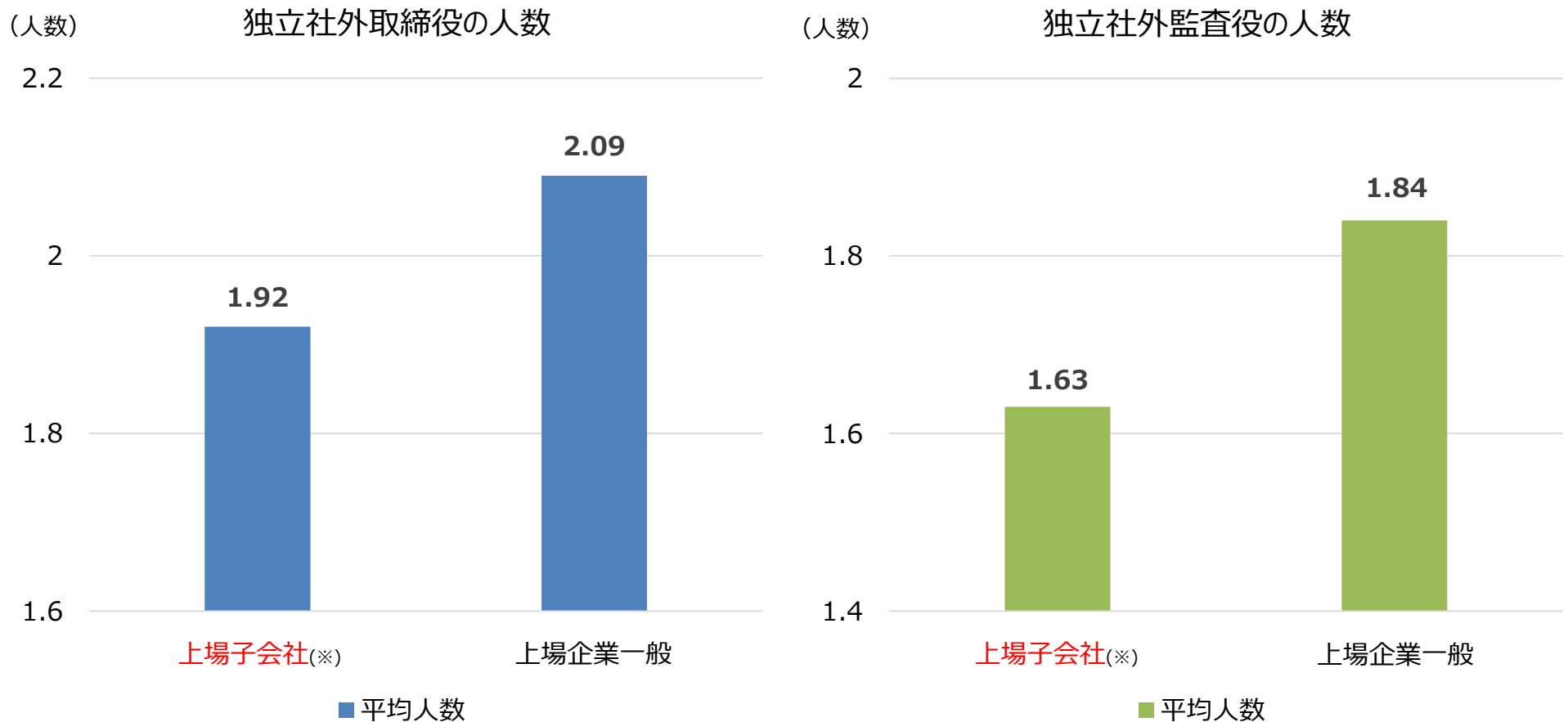


(注) 上場子会社のカウントの仕方について、東証の「コーポレートガバナンス白書2017」とは整理が異なる。上記の各国比較データでは、上場子会社について、親会社が子会社を直接保有している場合のみを対象としていることや、支配株主を「親会社が子会社の株式の50%以上を保有していること」と定義して計上しており、東証の支配株主の定義と異なることなど、東証データと単純比較はできない。

(出典) 経済産業省 第3回公正なM&Aの在り方に関する研究会資料 (海外調査中間報告資料 (ホワイト&ケース法律事務所)) を基に作成。

# 我が国の上場子会社のガバナンスの脆弱さ

- 本来、上場子会社のガバナンス体制は、支配株主（親会社）から独立して上場子会社の一般株主を保護し、独立した意思決定を確保するため、上場企業一般より充実している必要がある。
- にもかかわらず、上場子会社における独立社外取締役と独立社外監査役の人数は、むしろ、上場企業一般に劣後している現状にある。

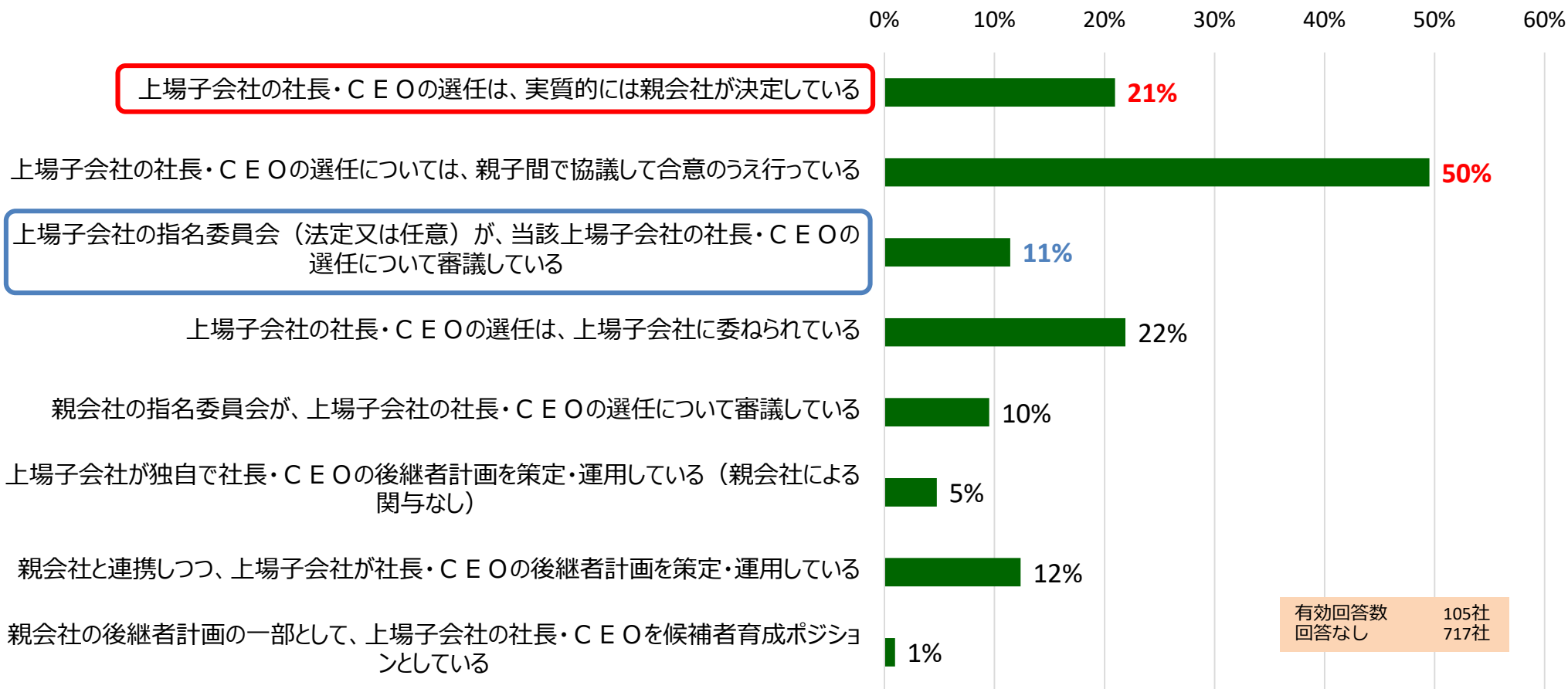


(※) ここでいう上場子会社は、親子上場企業を指す。

(出典) 2018年11月時点のEOLデータを基に作成。

# 上場子会社の社長・CEOの指名方法

- 上場子会社の社長・CEOの指名について、実質的には親会社が決定している企業が21%、親子間で協議して決定している企業が50%にのぼる。
- 他方、子会社の指名委員会が、当該子会社の社長・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。



# 投資家からみた上場子会社の評価①

## (基本的考え方)

- 親子上場はガバナンスが効きにくく、子会社の少数株主が害される恐れがある。
- 上場子会社が、親会社との関係が維持された状態で市場に存在し続けることについて、違和感を持つ海外の市場関係者が多い。アベノミクスで一丸となって市場改革やコーポレート・ガバナンス改革を進め、それが世界的にも評価を受けているなか、日本のこのような実態が日本市場の信頼性を損ない、市場制度の欠陥として認識されることを強く危惧。
- 今のままだと、親子上場は何も問題ないのではないかというような、国内で、そういう雰囲気であるけれども、海外からすると、とんでもないと、これは何なのだということになる。やはり、もう少し考えないといけない。
- 我が国の成長戦略との関わりにおいて、上場子会社問題の本質は、親会社に代表される「支配的株主」と被支配会社である上場子会社側の「一般株主」、特に少数株主との間に外形的に利益相反リスクがあること、そしてそのことが株価のディスカウントにつながることにある。
- 上場企業の経済的使命は、親会社を含む一部の特定大株主固有の利益に貢献することではない。構造的リスクは、例えば支配的株主が主導した被支配上場企業との業務連携や取引行為が支配的株主の利益にはなるが、被支配会社の企業価値の向上につながらない可能性。
- 親子上場の問題は、非常に大きな問題があるので、もう一段ガバナンス改革を進める上では、上場子会社の問題は、やはり、避けては通れない。

## 投資家からみた上場子会社の評価②

### (基本的な対応の在り方)

- せっかく日本のコーポレートガバナンス改革が進んでいると評価され、海外の資金で日本の株式市場のダイナミズムを支えてもらおうというときに、上場子会社問題への手当をしていないことで足を引っ張られてはもったいない。踏み込んだ対応を行うべき。コーポレートガバナンスコードの改訂や東証の基準での対応も大変に大事。
- ロンドンで年末に議論になったのが、上場子会社の問題。2週間ぐらいの間に、4人ぐらいの人から日本市場における上場子会社問題を問いかけられた。現状、そういう会社がたくさんある中で、上場子会社のガバナンスを、一般の上場会社よりも厳しくするべきである。例えば、社外取締役は過半数とか、少し違う仕組みを入れておかないと、日本市場というのは、古い仕組みが残っているということで、市場として劣っているとの見られ方をするのも、少し悲しい。
- 我が国ではグループ経営の手法として定着していること、現実には多くの上場子会社が存在していることを鑑みると、日本市場で子会社上場を禁止することは、影響も大きく、検討には時間をかける必要がある。他方で、日本市場の信頼性を高める観点からは、上場子会社に対して厳しいコーポレート・ガバナンス基準を適用することが望まれる。
- 特に、グループ経営としての事業や財務戦略の決定・実施プロセスにおいては、親会社の利益と、子会社の少数株主の利益が対立する場面も想定される。そのため、上場子会社においては、子会社の少数株主保護の観点から、より厳格なコーポレート・ガバナンス体制の整備が求められる。
- 上場子会社については、例えば取締役会の過半数を独立社外取締役とするなど、一般の上場会社よりも厳格な規準の策定が期待される。また、東京証券取引所が定める独立性基準においても、親会社出身者の取扱いについては、より厳格な対応が求められる。
- 第一歩としては、経済産業省の「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針」において、上場子会社が参考にすることができる指針作りが望まれる。さらに、その実効性を高めるためには、東証のコーポレートガバナンス・コードの見直しも有効。



## 投資家からみた上場子会社の評価③

### (各論)

- 機関投資家の多くは、親会社出身の社外取締役の独立性を認めておらず、株主総会の議決権行使においても否定的に判断する傾向にある。
- 少数株主の代表であるはずの社外取締役が取締役会に入っていて、何も投資家の話を聞いていないとか、情報共有していないというのは、おかしいに決まっている。
- 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断られる。結果として、上場子会社は経営者天国になっており、株価が割安で放置されていたりする。
- この問題の究極的な答えは、可及的早期に少数株主保護の法準則を確立することである。もちろん法制化には時間がかかることは理解しているので、当面、ソフトローを先行させることは実践的には正しい。
- 任意の委員会において独立役員の比率が高くても、それを社内者の多い取締役会に上げたときにひっくり返されるというのでは困る。

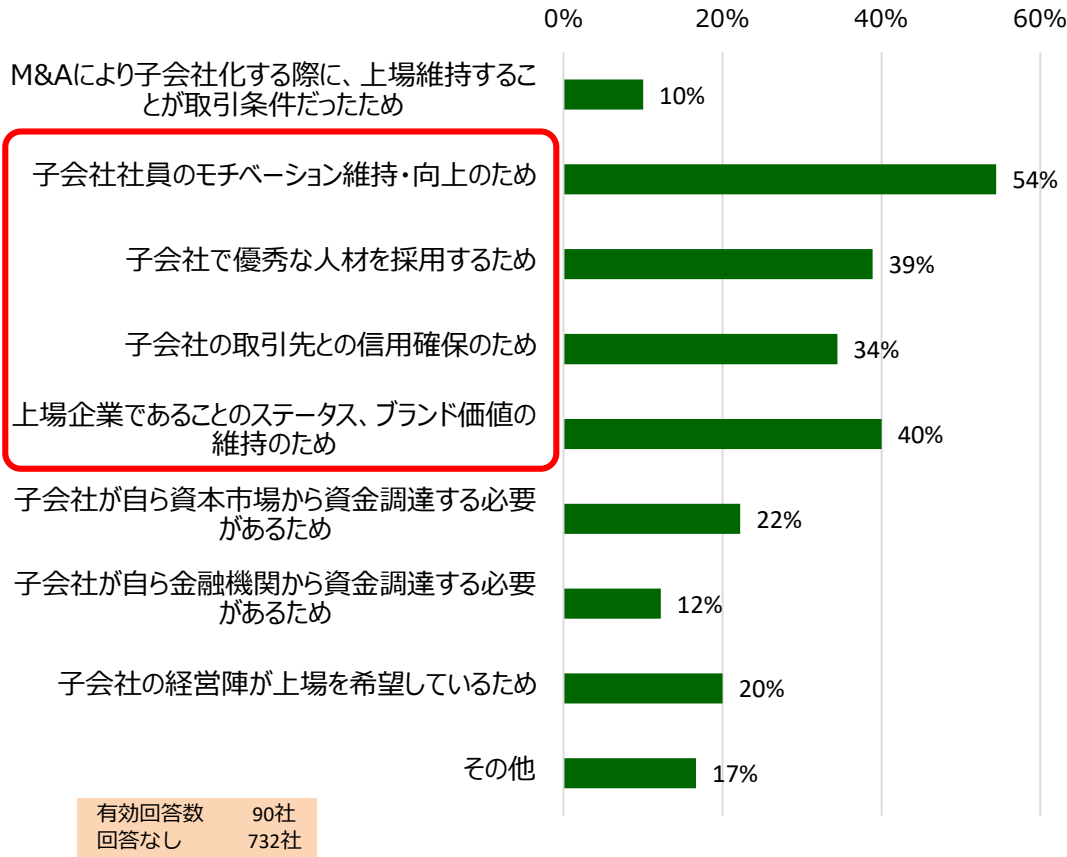
### <参考> 第198国会 安倍総理 施政方針演説より

「経済活動の国境がなくなる中、日本企業の競争力、信頼性を一層グレードアップさせるために、企業ガバナンスの更なる強化が求められています。社外取締役の選任、役員報酬の開示など、グローバルスタンダードに沿って、これからもコーポレートガバナンス改革を進めてまいります。」

# 親会社から見た上場子会社の課題

- 上場子会社を保有する理由は、「子会社社員のモチベーション維持・向上」、「優秀な人材の採用」、「上場企業としてのブランド価値の維持」、「子会社の取引先との信用確保」など。
- 他方で、親会社も、6割弱が上場子会社について課題があると認識。
- にもかかわらず、7割の企業が上場子会社を維持する方針。

＜上場子会社を保有する理由＞



＜親会社にとって上場子会社に課題があるか＞

