

2009年11月9日 全4頁

# 上場子会社における独立取締役の選任状況

～ リスクメトリックス新基準の影響度～

経営戦略研究所  
藤島 裕三

独立した社外取締役を選任している東証1部の上場子会社は2割に止まる。

## [要約]

- 議決権行使助言の最大手リスクメトリックスグループは、上場子会社を対象として、独立取締役が2人以上いない場合は経営トップの再任に反対する方針を発表した。
- 東証のガバナンス報告書によると、東証1部の上場子会社が選任している社外取締役の大部分は親会社出身で、独立取締役を1人でも選任している企業は2割に過ぎない。
- 独立取締役を伴っていない上場子会社において、取締役選任議案の反対票が多い事実が、議決権行使の結果開示を通じて明らかになる例は、少なからず生じるだろう。

リスクメトリックス  
が改定案を発表

わが国特有のグループ経営戦略・資本政策である親子上場（上場している親会社が支配権を維持したまま子会社を上場させること）は、親会社がグループ利益を優先することで子会社の少数株主が不利益を被る恐れがある、などの理由で近年、外国人を始めとする投資家から批判を受けている<sup>1</sup>。2009年6月の株主総会シーズンにおいては、親会社出身の社外監査役とは別に複数の独立した社外監査役を求めるなど、上場子会社に対する議決権行使を厳格にする姿勢が見受けられた。

この流れを決定付けるものと言えるのが、議決権行使助言コンサルティングの世界最大手リスクメトリックスグループ・ISSガバナンスサービスが10月26日に発表した、2010年2月以降に施行となる議決権行使助言方針の改定案である<sup>2</sup>。同社リリースは「上場している親会社を持つ上場会社」が日本に約400社あると指摘した上で、独立性の高い社外取締役（以下、独立取締役）が2人以上いない場合には経営トップの再任に反対する（2010年は経過措置として1名の独立取締役でよい）。

東証1部の上場子会社  
158社が調査対象

今回の改定案が及ぼす影響度合いを把握するため筆者は、東証が上場会社に開示を求める「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」（以下、ガバナンス報告書）の記載を基に、上場子会社における独立取締役の選任状況を調査した。対象は東証1部市場の「上場している親会社を持つ上場会社」で、10月末までに提出された上記報告書によれば158社（東証1部上場企業1,687社の9.4%）が該当する。

<sup>1</sup> 2009年10月28日付アストロンレポート「見直しが進む親子上場」

(<http://www.dir.co.jp/souken/consulting/report/strategy/cg/09102801cg.html>) 参照

<sup>2</sup> リスクメトリックスグループウェブサイト

(<http://www.riskmetrics.com/sites/default/files/DirectorIndependenceJapanese.pdf>) 参照

ガバナンス報告書は  
親会社出身など例示

「社外取締役」はわが国会社法に特有の制度で、当該会社または子会社の役職員でないことを要件とする。一方で「独立取締役」は監督機能を強化する観点から、より実質的な要件を求められる概念である<sup>3</sup>。東証の「ガバナンス報告書」では独立性を毀損する事項として「親会社出身である」など5項目を例示する（図表1）。これらはリスクメトリックスグループの独立性基準と必ずしも一致しないが、本稿においてはデータ収集の便宜上「ガバナンス報告書」の項目に従って分析を進める。

図表1 東証「ガバナンス報告書」独立性を毀損する項目とリスクメトリックスの独立性基準

東証「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」	リスクメトリックスグループ「日本向け独立性基準」
<ul style="list-style-type: none"> <li>・親会社出身である</li> <li>・その他の関係会社出身である</li> <li>・当該会社の大株主である</li> <li>・当該会社又は当該会社の特定関係事業者の業務執行取締役、執行役等の配偶者、三親等以内の親族その他これに準ずる者である</li> <li>・当該会社の親会社又は当該親会社の子会社から役員としての報酬等その他の財産上の利益を受けている</li> </ul> 社外取締役の「会社との関係」に関する選択項目のうち、独立性を毀損すると考えられるものを抽出	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 会社の大株主である組織で、現在働いている、もしくは過去に働いたことがある</li> <li>2. 会社のメインバンクや借入先で、現在働いている、もしくは過去に働いたことがある</li> <li>3. 会社の主要な取引先である組織で、現在働いている、もしくは過去に働いたことがある</li> <li>4. 会社の監査法人において、過去に働いたことがある</li> <li>5. コンサルティングや顧問契約などの取引関係が現在ある、もしくは過去にあった</li> <li>6. 親戚が会社で働いている</li> </ol>

東証およびリスクメトリックスグループのウェブサイトより DIR 経営戦略研究所作成

独立取締役の選任例  
は少数に止まる

東証1部の上場子会社158社のうちで、まず社外取締役の人数がゼロ（したがって独立取締役もゼロ）の企業は、70社（全体の44.3%）だった。次に社外取締役が1名の上場子会社は44社（同27.8%）で、その1名だけしかいない社外取締役が独立取締役だといえる例は、わずか8社に止まった。さらに2名の社外取締役を選任している上場子会社は20社（同12.7%）だが、両名とも独立取締役である企業は1社しかない。2名の社外取締役のうち1名が独立取締役の例は9社あった。

3名の社外取締役を選任している上場子会社は18社（同11.4%）あり、うち14社は委員会設置会社である。ただし、そのうち2名以上が独立取締役といえる例はゼロで、1名のみが該当する例は10社となっている。社外取締役が4人以上いる上場子会社は7社（同4.4%）で、そのうち3社は独立取締役が2名以上いる。残りの4社については、1人も独立性を備えていない。なお委員会設置会社は4社である。

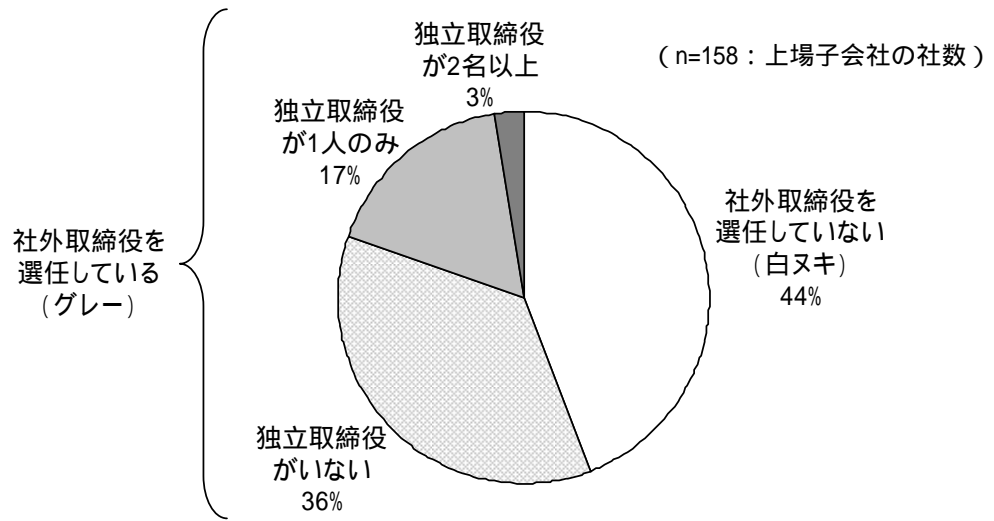
リスクメトリックス  
の改定案は厳しい

以上のデータを総合すると、東証1部に所属する上場子会社のうち、独立取締役を1名だけでも選任している企業は、全体の2割に過ぎないことになる（図表2）。この数値は東証の「ガバナンス報告書」に沿った独立性の理解に拠るものに過ぎず、より厳格なリスクメトリックスグループの基準で精査した場合、さらに社数が減ることも想定されよう。同グループによる今回の改定案は、わが国上場子会社の実態を鑑みると、かなり厳しいハードルだといえるかもしれない。

<sup>3</sup> 経営戦略研究 2009年春季号「社外取締役と独立取締役」

（<http://www.dir.co.jp/souken/consulting/report/strategy/cg/09052501cg.html>）参照

**図表2 独立取締役の選任状況（東証1部の上場子会社、2009年10月末）**

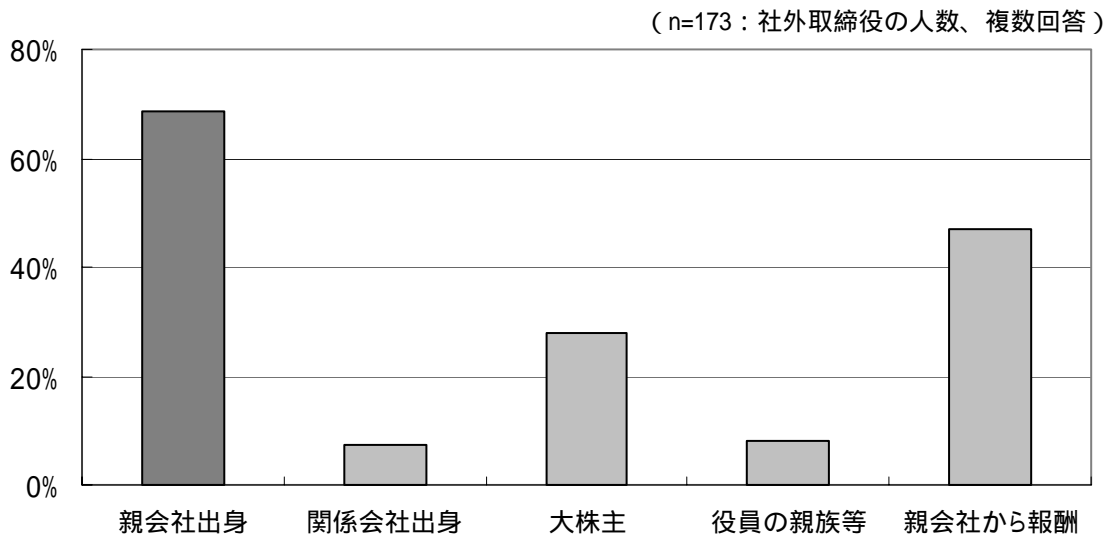


東証「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」より DIR 経営戦略研究所作成

大部分は親会社出身の社外取締役

東証1部の上場子会社における社外取締役の人数は、158社中の88社が選任するトータル173人である（平均1.97人＝選任している企業のみ）。うち134人（全体の77.5%）に関しては、ガバナンス報告書の独立性を毀損する項目のいずれかに該当している。具体的な項目別に見ると「親会社出身」者が119人（同68.8%）と、大部分を占めている。これに「関係会社出身」者の9人（親会社出身との重複回答を除く）を加えると、全体の74.0%までがグループ会社の出身者ということになる。

**図表3 社外取締役と会社の関係（東証1部の上場子会社、2009年10月末）**



東証「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」より DIR 経営戦略研究所作成

外国人の保有比率が  
高い企業は要注目

リスクメトリックスグループは最大手であるため、日本株に投資する外国人株主に対する影響力は大きく、今回の改定案も相当程度に受け入れられるだろう。その意味では上場子会社の中でも、外国人による株式保有比率が比較的高い企業（図表4）においては、独立取締役の選任状況の如何によっては、経営トップの再任議案が例年になく反対票を集めるかもしれない。また国内機関投資家も少なからず同調する可能性があるし、個人株主についても問題意識が高まることは考えられる。

もちろん議決権の多くを占める親会社が存在している以上、実際に株主総会で経営トップの再任が阻まれることは、現実的に有り得ないと断言してもよいだろう。企業経営上の実態的な影響は極めて限定的となる。ただし東証は10月29日、上場企業に対して議決権行使結果の開示を要請した<sup>4</sup>。したがって独立取締役を選任していない上場子会社においては、取締役選任議案が他の議案と比較して著しく反対票が多い事実が、結果開示を通じて明らかになる例は少なからず生じるかもしれない。

図表4 外国人の株式保有比率が20%以上の事例（東証1部の上場子会社、2009年10月末）

外国人 保有比率	上場子会社	親会社	社外 取締役	独立性を毀損する項目
30%以上	アルパイン	アルプス電気	0人	-
	ヤフー	ソフトバンク	1人	関係会社出身
20%～ 30%	日産車体	日産自動車	0人	-
	トーメンエレクトロニクス	豊田通商	0人	-
	イオンクレジットサービス	イオン	0人	-
	イオンモール	イオン	0人	-
	ローランド ディー・ジー	ローランド	1人	親会社出身
	ソニーフィナンシャル ホールディングス	ソニー	1人	該当する項目なし
	エヌ・ティ・ティ都市開発	日本電信電話	1人	親会社出身
三井海洋開発	三井造船	3人	親会社出身、親会社から報酬 1名は該当する項目なし	

(注)親会社が外国人である上場子会社は除外した

東証「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」よりDIR経営戦略研究所作成

<sup>4</sup> 東証ウェブサイト ([http://www.tse.or.jp/news/200910/091029\\_b.html](http://www.tse.or.jp/news/200910/091029_b.html)) 参照