

2019年7月19日 全7頁

グループ・ガバナンス 上場子会社（親子上場）を巡る最近の議論

ガバナンス体制の強化が求められる

金融調査部 主任研究員
横山 淳

[要約]

- 2019年6月21日、政府は、「成長戦略実行計画」を閣議決定し、公表した。
- この中で、わが国企業のコーポレート・ガバナンスの更なる強化として、上場子会社（親子上場）のガバナンス問題を取り上げている。具体的な対応策としては、上場子会社における独立社外取締役比率を高めること（3分の1以上や過半数）、独立性判断基準の見直し（10年以内に支配株主に所属していた者に該当するものは選任しない）、情報開示・説明責任の強化などを掲げている。
- 経済産業省コーポレート・ガバナンス・システム研究会「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」や金融庁「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」意見書でも同様の問題が取り上げられている。
- これらを受けて、今後、東京証券取引所の独立性判断基準（ガイドライン）やコーポレートガバナンス・コードなどの見直しが進められる可能性がある。

はじめに

2019年6月21日、政府は、「成長戦略実行計画」（成長戦略）¹を閣議決定し、公表した。この中で、わが国企業のコーポレート・ガバナンスの更なる強化として、上場子会社（親子上場）のガバナンス問題を取り上げている。

上場子会社のガバナンス問題への対応に関しては、ほかにも経済産業省コーポレート・ガバナンス・システム研究会（CGS研究会）、金融庁「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」（フォローアップ会議）なども、指針や意見書等を公表している。

¹ 首相官邸ウェブサイト (<https://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/portal/plan/>)。

本稿では、成長戦略や各種の有識者会議の指針や意見書などにおける上場子会社のガバナンス体制を巡る議論を整理する。

1. 成長戦略実行計画

これまでの「日本再興戦略」や「未来投資戦略」においても、コーポレート・ガバナンス改革は、重要な課題として取り上げられていた。今回の成長戦略でも、「コーポレート・ガバナンスの更なる強化が求められている」²として、特に、上場子会社（親子上場）のガバナンスの問題を取り上げている。具体的には、次のような施策を進めることとしている。

【実務指針の策定】

⇒上場子会社のガバナンスの在り方を示し、企業に遵守を促す「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」を新たに策定（後述2参照）

【東京証券取引所の対応等】

⇒「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」の実効性を高めるため、同指針の方向性に沿って、東京証券取引所の独立性判断基準の見直し等、上場子会社等の支配株主からの独立性を高めるための更なる措置等を講ずる（後述4参照）

これらの施策を通じて、上場子会社の一般株主保護、独立した意思決定の確保のため、上場子会社において、次のような対応を求めることとしている。

- ①独立社外取締役の独立性判断基準につき、少なくとも支配株主（親会社等）出身者（10年以内に支配株主（親会社等）に所属していた者）に該当するものは選任しないこと
- ②上場子会社における独立社外取締役比率を高めること（3分の1以上や過半数）（注）
- ③利益相反取引が発生する具体的な局面において、独立社外取締役（又は独立社外監査役）のみによって構成される（又は過半数を占める）委員会において、一般株主の利益保護の観点から審議・検討し、かつ、取締役会においても、その審議結果が尊重される仕組みをつくること（注）
- ④一般株主の利益を確保するためにどのようなガバナンス体制を構築しているか、情報開示すること

（注）②と③の関係について、成長戦略では明記されていないが、2で紹介する「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」（pp.132-133）では、「独立社外取締役の候補人材の不足等により」、②の対応が直ちには困難である場合における「実務的な可能な対応」として③の対応が示されている。

² 成長戦略 p. 25。

加えて、上場子会社を有する親会社も、次の事項について開示や説明責任が求められる。

- ⑤上場子会社として維持することの合理的な理由（グループの企業価値の最大化の観点）
- ⑥上場子会社のガバナンス体制の実効性確保（一般株主の利益に十分配慮した上場子会社の取締役の選解任権限の行使など）

なお、これらの①～⑥の対応策は、次の経済産業省 CGS 研究会「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・ガバナンス実務指針）³にも盛り込まれている。

2. グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針

2019年6月28日、経済産業省 CGS 研究会は、グループ・ガバナンス実務指針を策定した。グループ・ガバナンス実務指針は、「主として単体としての企業経営を念頭に作成されたコーポレートガバナンス・コード（…中略…）の趣旨を敷衍し、子会社を保有しグループ経営を行う企業においてグループ全体の企業価値向上を図るためのガバナンスの在り方をコードとの整合性を保ちつつ示すことで、コードを補完するものである」と位置づけられている⁴。その「6 上場子会社に関するガバナンスの在り方」の中で、上場子会社（親子上場）に関する問題を取り上げている。

グループ・ガバナンス実務指針は、上場子会社におけるガバナンス上の重要な課題を、支配株主である親会社と上場子会社の一般株主との間に構造的な利益相反リスクが存在することにあるとしている。こうした利益相反リスクが顕在化する局面として、グループ・ガバナンス実務指針は、3つのパターンを例示している（下記図表）。

図表 上場子会社における利益相反リスク

	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"> 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。 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。 	<ul style="list-style-type: none"> 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。 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。 	<ul style="list-style-type: none"> 親会社は、できる限り安価で子会社株主から株式を取得し、完全子会社化したい。 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。

（出典）本研究会第13回資料4（事務局資料）を一部加工。

（出所）グループ・ガバナンス実務指針 p. 122

³ 経済産業省ウェブサイト（<https://www.meti.go.jp/press/2019/06/20190628003/20190628003.html>）。

⁴ グループ・ガバナンス実務指針 p. 10。

こうした利益相反リスクを踏まえて、一般株主の利益を損なわないために整備すべき上場子会社におけるガバナンス体制として、グループ・ガバナンス実務指針は、前述の成長戦略が示す①～⑥の対応策に加えて、次のような考え方を示している⁵。

◇上場子会社における独立社外取締役の選任

- 候補者が、一般株主の利益保護などの役割を担うことができる人物であるかどうかについて十分に検討を行うべき
- 就任依頼の際に、その役割を明示的に確認しておくべき
- 就任時に文言による確認や定期的な研修の受講等が有効な場合もある

◇適切な独立社外取締役を確保するための担保措置

- 例えば、独立社外取締役の選任議案に関するマジョリティ・オブ・マイノリティの対応状況開示(注)による一般株主から過半数の賛同を得られるような独立社外取締役の選任の促進することが有効であるとの考え方もある

◇上場子会社経営陣の指名の在り方

- 上場子会社の経営陣について、上場子会社が独立した立場で、その後継者計画を策定し、候補者を指名すべき
- 親会社との連携は合理的であり、親会社から候補者の提案を受けることも否定されない。ただし、上場子会社において、その的確性について客観的な判断を行うことが求められる
- 上場子会社の経営陣が親会社から派遣されるケースも想定されるが、親会社から独立した独立社外取締役が中心となって厳格に審査し、必要な場合には親会社に対して候補者の再考を促すことも検討されるべき

◇上場子会社経営陣の報酬の在り方

- 上場子会社の経営陣の報酬政策について 上場子会社において独立した立場で検討すべき
- 親会社と協議を行うことやグループ全体の報酬ポリシーに沿って報酬額の決定を行うこと自体は問題ないが、上場子会社としての企業価値の向上への適切なインセンティブとなっていることを確認すべき
- 親会社株式を報酬として付与することは、基本的に避けるべき
- 上場子会社の経営陣(取締役等)の報酬等について、親会社の取締役会・報酬委員会等の決定・承認に係らしめるべきではない

(注) マジョリティ・オブ・マイノリティ (Majority of Minority) とは、ここでは「支配株主及びそれと利害関係を共通にする株主を除いた一般株主の過半数の賛同を求めること」を意味しており、具体的には「一般株主の過半数の賛同を得て選任されたかどうか」の開示が想定されている(グループ・ガバナンス実務指針 p. 130)。

さらに、グループ・ガバナンス実務指針は、いわゆる親子上場に厳密には当てはまらない場合、すなわち、「形式的には支配株主の定義に該当しない場合(例えば、議決権保有割合が40%未満の場合)」であっても、「実質的に当該会社を支配していると考えられる場合には、同様の

⁵ グループ・ガバナンス実務指針 pp. 129-138。

利益相反リスクが存在すると考えられるため、本指針の趣旨を踏まえ、適切なガバナンスの在り方を検討することが期待される」としている⁶。

3. フォローアップ会議意見書

2019年4月24日、金融庁と東京証券取引所が共催するフォローアップ会議は、「コーポレートガバナンス改革の更なる推進に向けた検討の方向性『スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議』意見書(4)」（「意見書」）を公表した⁷。

「意見書」は、フォローアップ会議において検討を行うべき課題の一つとして「グループガバナンスの在り方」を掲げている。その中でも、特に上場子会社等のガバナンスの問題を取り上げ、前記1、2の議論を踏まえ「一般株主保護等の観点からグループガバナンスの在り方に関する検討を進める」としている⁸。今後、これを受けて、コーポレートガバナンス・コードの見直しの議論が進められる可能性がある。

「意見書」では、グループガバナンスのほかにも、コーポレートガバナンスの課題として、「監査に対する信頼性の確保」を掲げている。具体的には、「**内部監査**が一定の独立性をもって有効に機能するよう、**独立社外取締役を含む取締役会・監査委員会や監査役会などに対しても直接報告が行われる仕組み**の確立を促す」（下線太字は筆者）⁹方針を示している。

そのほか、スチュワードシップ・コードに関連するテーマとして、運用機関に対する情報開示の充実（企業との対話プロセス及びその結果、議決権行使助言会社の活用状況など）、企業年金のスチュワードシップ活動の後押し、議決権行使助言会社に対する規律の強化（助言策定プロセス公表、企業との対話の積極的な実施など）、運用コンサルタントに対する規律付け（利益相反管理体制の整備など）が盛り込まれている。

4. 東京証券取引所の独立性判断基準

成長戦略は、「『グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針』の実効性を高めるため、同方針の方向性に沿って、東京証券取引所の独立性基準の見直し等、上場子会社等の支配株主からの独立性を高めるための更なる措置等を講ずる」¹⁰こととしている。

本稿執筆時点では、未だ、東京証券取引所の具体的な取組みは明らかにされていないが、独立社外取締役などの独立性判断基準の見直し（①への対応）が中心になるものと予想される。

⁶ グループ・ガバナンス実務指針 pp. 117-118。

⁷ 金融庁のウェブサイト (<https://www.fsa.go.jp/news/30/singi/20190424.html>)。なお、拙稿「SSコード、CGコード 両コードの今後の見直しの方向性が明らかに」（2019年4月15日付大和総研レポート）も参照 (https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/securities/20190415_020749.html)。

⁸ 「意見書」 p. 4。

⁹ 「意見書」 p. 4。

¹⁰ 成長戦略 p. 27。

すなわち、現行制度の下では、親会社出身者を上場子会社の取締役とする場合、次の者については独立性や社外性が認められていない（つまり、独立社外取締役となることができない）。

- ①現に親会社の取締役、執行役、その他の使用人である者（会社法上、そもそも社外取締役として認められない（会社法2条15号ハ））（注）
- ②最近において親会社の業務執行者（業務執行者でない取締役を含む）に該当していた者（東京証券取引所「上場管理等に関するガイドライン」Ⅲ5(3)の2）（注）

（注）上場子会社の取締役を独立役員として指定する場合を念頭に置いている。上場子会社の監査役を独立役員として指定する場合にあっては、親会社の監査役や最近において監査役であった者も認められない（会社法2条16号等）。

ここで、1年以上前において親会社の業務執行者に該当していた者は、上記②でいう「最近において…該当していた」には当たらないと解されている¹¹。言い換えれば、親会社の業務執行者であった者でも、退任後1年経過すれば、上場子会社の独立社外取締役となることが、理論上、可能ということとなる。

この点について、前述のグループ・ガバナンス実務指針は「上場子会社における独立社外取締役については、一般株主の利益保護という重要な役割を果たし、一般株主や資本市場からの十分な信頼が得られる必要があるため、少なくとも10年以内に親会社で業務執行を行っていた者は独立社外取締役としては選任しないこととすべき」¹²としている（10年間のいわゆる冷却期間）。今後、この方向に沿って、東京証券取引所の独立性判断基準（ガイドライン）の見直しが行われるものと予想される。

5. 公正なM&Aの在り方に関する指針

2019年6月28日、経済産業省「公正なM&Aの在り方に関する研究会」が「公正なM&Aの在り方に関する指針－企業価値の向上と株主利益の確保に向けて－」（「公正M&A指針」）¹³を策定した。これは、2007年に策定された「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収（MBO）に関する指針」を、その後の実務の蓄積や環境変化等を踏まえて見直すものである。

「公正M&A指針」は、上場子会社の問題そのものを取り扱っているわけではないが、（MBOに留まらず）支配株主による従属会社の買収においても、個別のM&Aにおける具体的状況に応じて、例えば、独立した特別委員会の設置などといった公正性担保措置の実施が望ましいとしている。今後、例えば、上場子会社の解消などに際して100%子会社化を実施する場合に、「公正M&A指針」に沿った対応が必要になるものと思われる。

¹¹ 東京証券取引所上場部編『東京証券取引所 会社情報適時開示ガイドブック 2018年8月版』p.612。

¹² グループ・ガバナンス実務指針 p.129。

¹³ 経済産業省のウェブサイト（<https://www.meti.go.jp/press/2019/06/20190628004/20190628004.html>）。

おわりに

上場子会社（親子上場）の当否やガバナンス上の問題などを巡る議論は、今回が初めてではない。

例えば、2007年には東京証券取引所が「親会社を有する会社の上場に対する当取引所の考え方について」を公表し、子会社上場を禁止はしないが、望ましい資本政策とは言い切れない以上、株主の権利等への配慮、積極的なアカウンタビリティの遂行が望まれるとの見解を示した¹⁴。

2009年には、金融庁金融審議会金融分科会「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ」が報告書の中で、「仮に、今後も子会社の上場が認められていくのであれば、取引所においては、子会社の上場に当たって、親会社や兄弟会社などの出身でない、少数株主の利益を十分に配慮することのできる社外取締役及び監査役の選任を求めるなど、利益相反関係が適切に管理され、親会社による権限濫用が適切に防止されるような実効性あるルールの整備が検討されるべきである」¹⁵との提言を行った。

同時期には、いわゆる公開会社法構想の一環として、親子上場の禁止も論じられた¹⁶。

そのほか、上場子会社（親子上場）そのものではないが、2014年の会社法改正に向けた議論の際にも「子会社少数株主等を保護するための親会社の責任」などが議論された。反対意見が強かったことから「子会社少数株主等を保護するための親会社の責任」やその責任の株主代表訴訟を通じた追及に関する規定を会社法に定めることは見送られたものの¹⁷、親会社との間の取引などに関する情報開示が拡充された（会社法施行規則118条5号など）。

今回の成長戦略も、上場子会社の一般株主の保護に重点を置くなど、これまでの議論の流れに連なるものと評価できるだろう。今後、成長戦略に沿って、上場子会社（親子上場）のガバナンスに関して一定の規律付け、例えば、親会社から独立した独立社外取締役の選任や、情報開示・説明責任の強化を進めるため、東京証券取引所のガイドラインやコーポレートガバナンス・コードなどの見直しが進められるものと思われる。

こうした、新たに求められるガバナンス体制の強化を踏まえ、上場子会社（親子上場）の意義や合理性が改めて問い直されることとなるだろう。

¹⁴ 拙稿「子会社上場に対する東証の考え方」（2007年6月27日大和総研レポート）など参照。

<https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/securities/07062703securities.html>

¹⁵ 「金融審議会金融分科会 我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ報告～上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて」（平成21年6月17日）pp. 7-8。

https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20090617-1.html

¹⁶ 例えば、2009年の衆議院総選挙直後の報道として2009年9月2日ロイター

<https://jp.reuters.com/article/idJPJAPAN-11313220090902> などがある。

¹⁷ 坂本三郎『一問一答 平成26年改正会社法』（商事法務、2014年）p. 226。