

2020年2月26日 全6頁

上場子会社に関する東証規則改正

上場子会社（親子上場）を巡る最近の議論（続報）

金融調査部 主任研究員 横山 淳

[要約]

- 2020年2月5日、東京証券取引所（東証）は「上場子会社のガバナンスの向上等に関する上場制度の整備に係る有価証券上場規程等の一部改正について」を公表した（2月7日施行）。
- この中には、①独立役員の実効性基準の強化（過去10年以内に親会社又は兄弟会社に所属していた者は不可）、②グループ経営の考え方等の開示の充実（コーポレート・ガバナンスに関する報告書）が盛り込まれている。
- ①は、2020年3月31日以後に終了する事業年度に係る定時株主総会の日の翌日から、②は、2020年3月31日以後に終了する事業年度に係る定時株主総会後に提出するコーポレート・ガバナンスに関する報告書から適用することとされている。
- 2020年1月からは、東証の「従属上場会社における少数株主保護の在り方等に関する研究会」において、（子会社には該当しないものの）一定の支配的な株主が存在する上場会社を含めた少数株主保護の在り方などについて審議が開始されている。
- さらに、2020年後半に予定されているコーポレートガバナンス・コードの次の改訂に向けた議論でも、上場子会社（親子上場）を含む「グループガバナンスの在り方」が課題の一つとして想定されている。

はじめに

2020年2月5日、東京証券取引所（東証）は、「上場子会社のガバナンスの向上等に関する上場制度の整備に係る有価証券上場規程等の一部改正について」を公表し、規則・ガイドラインなどの改正を行った¹。この中には、2019年6月に閣議決定された「成長戦略実行計画」²を受けた上場子会社（親子上場）のガバナンス問題に対する対応策も盛り込まれている。具体的には、次の二点である。

¹ 東証のウェブサイト（<https://www.jpx.co.jp/rules-participants/rules/revise/index.html>）。

² 首相官邸のウェブサイト（<https://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/portal/plan/>）。

- ①独立役員の独立性基準の強化
- ②グループ経営の考え方等の開示の充実

本稿では、これらの概要を紹介する。特に断らない限り、本稿において「上場会社」とは、東証上場会社を意味する。

なお、「成長戦略実行計画」を含む、これまでの上場子会社（親子上場）問題への対応策の議論については、別稿³を参照されたい。

1. 独立役員の独立性基準の強化

(1) 過去 10 年以内に親会社等に所属していた者は独立性基準に抵触

改正前においては、「最近において」次の①又は②に該当していた者は、独立性基準に抵触するものとしていた（改正前の上場管理等に関するガイドラインⅢ5. (3) の 2c）。

- ①当該上場会社の親会社の業務執行者（業務執行者でない取締役を含み、社外監査役を独立役員として指定する場合にあっては、監査役を含む。）
- ②当該上場会社の兄弟会社の業務執行者

これらの者（重要でない者を除く）の近親者も同様である（同Ⅲ5. (3) の 2d）。

ここでいう「最近において」に関して、「1 年以上前において」①又は②に該当していた者は、通常、当てはまらないものと解されていた⁴。

これが改正後は、「**その就任の前 10 年以内のいずれかの時において**」①又は②に該当していた者は、独立性基準に抵触するものとされた（改正後の上場管理等に関するガイドラインⅢ5. (3) の 2c の 2）。これらの者（重要でない者を除く）の近親者も同様である（同Ⅲ5. (3) の 2d）。

つまり、親会社・兄弟会社の業務執行者であった者は、10 年のいわゆる「冷却期間」を経過しなければ、独立性が認められないということとなる。

ちなみに、ここでの「親会社」とは、財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則（財務諸表等規則）第 8 条第 3 項に規定する親会社（いわゆる実質支配基準）をいい（東証有価証券上場規程 2 条 2 号）、「兄弟会社」とは、当該上場会社と同一の親会社を有する他の会社のことである⁵。

³ 横山淳「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」（2019 年 7 月 19 日大和総研レポート）https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/securities/20190719_020906.html

⁴ 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。

⁵ 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。

(2) 実施時期

今回の改正は、2020年3月31日以後に終了する事業年度に係る定時株主総会の日翌日から適用される（改正付則）。（改正された規定そのものは2020年2月7日から施行されている。）

なお、上場会社は、その独立役員を記載した「独立役員届出書」を東証に提出することが義務付けられており、その内容に変更が生じる場合には、原則として、変更が生じる日の2週間前までに変更内容を反映した「独立役員届出書」を東証に提出するものとされている（東証有価証券上場規程施行規則436条の2）。

今回の改正により、届け出ている独立役員の中に、独立性基準を満たさなくなる者がある場合は、2020年3月31日以後に終了する事業年度に係る定時株主総会の日2週間前までに、その旨を反映した独立役員届出書の提出が必要となる（『上場子会社のガバナンスの向上等に関する上場制度の整備について』に寄せられたパブリック・コメントの結果について）（「パブコメ回答」⁶No.6）。

2. グループ経営の考え方等の開示の充実

(1) 改正の概要

上場子会社を有する上場会社（親子上場の親会社）は、「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」（CG報告書）において、次の事項を開示することが求められる（改正後の東証有価証券上場規程施行規則211条4項1号など）。

- ◇「グループ経営に関する考え方及び方針」を踏まえた上場子会社を有する意義
- ◇上場子会社のガバナンス体制の実効性確保に関する方策

(2) CG報告書における記載

今回の改正に伴い、CG報告書の記載要領の改訂も行われている。

改訂後のCG報告書における、親子上場に関する主な開示事項を「親会社」と「子会社」に分けて整理すると次のようになる。

⁶ 東京証券取引所のウェブサイト

(<https://www.jpx.co.jp/rules-participants/public-comment/detail/d1/20191129-01.html>)

図表1 親子上場に関する親会社の主な開示事項

「5. その他コーポレート・ガバナンスに重要な影響を与える特別な事情」	
開示事項	<ul style="list-style-type: none"> ◇グループ経営に関する考え方及び方針 ◇それら（上記の考え方及び方針）を踏まえた上場子会社を有する意義 ◇上場子会社のガバナンス体制の実効性確保に関する方策
	<ul style="list-style-type: none"> ・上場子会社を複数有する場合には、上場子会社ごとに記載 ・グループとしての企業価値の最大化の観点を踏まえて記載 ・上場子会社を複数有する場合には、上場子会社ごとに記載 ・上場子会社におけるガバナンス体制の構築及び運用に対する親会社としての関与の方針並びに少数株主保護の観点から必要な上場子会社における独立性確保のための方策等を記載
開示が「望まれる」事項	◇上場子会社との間で、グループ経営に関する考え方及び方針として記載されるべき内容に関連した契約（その他の名称で行われる合意を含む。）を締結している場合は、その内容

（出所）東京証券取引所「コーポレート・ガバナンスに関する報告書 記載要領」（2020年2月改訂版）より大和総研金融調査部制度調査課作成

図表2 親子上場（注）に関する子会社の主な開示事項

「4. 支配株主との取引等を行う際における少数株主の保護の方策に関する指針」	
開示事項	<ul style="list-style-type: none"> ◇（会社ひいては少数株主を害することを防止することを目的とした）契約の締結等について具体的に記載
	<ul style="list-style-type: none"> ・例えば、取引条件は独立当事者間取引と同様にすることなどを約するもの ・改訂前（社内体制構築の方針など）に開示事項が追加された
「5. その他コーポレート・ガバナンスに重要な影響を与える特別な事情」	
開示事項	◇少数株主保護の観点から必要な親会社からの独立性確保に関する考え方・施策等について記載
開示が「望まれる」事項	<ul style="list-style-type: none"> ◇親会社におけるグループ経営に関する考え方及び方針 ◇それらに関連した契約を締結している場合はその内容

（注）親子上場の場合だけでなく、非上場の親会社を有する場合にも、同様の開示が要求される。

（出所）東京証券取引所「コーポレート・ガバナンスに関する報告書 記載要領」（2020年2月改訂版）、「パブコメ回答」より大和総研金融調査部制度調査課作成

(3) 記載に当たっての考え方（経済産業省「グループガイドライン」）

(a) 親会社における情報開示

CG 報告書におけるグループ経営の考え方等の開示の充実は、政府の「成長戦略実行計画」に加え、経済産業省が2019年6月28日に策定した「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）」⁷の下記の内容にも対応したものと考えられる。

親会社は、当面、上場子会社として維持する場合には、特に以下の2点について、取締役会で審議し、投資家に対して、情報開示を通じて十分な説明責任を果たすことが求められる。

① 上場子会社として維持することの合理的理由

本来、上場の固有の意義は、子会社が資本市場から直接資金調達を行う手段を持つことで持続的な

⁷ 経済産業省のウェブサイト (<https://www.meti.go.jp/press/2019/06/20190628003/20190628003.html>)

成長を実現し、企業価値の向上を図ることにある。この点を踏まえつつ、グループ全体の事業ポートフォリオ戦略との整合性や、上場子会社の一般株主利益に配慮しなければならないことに伴う制約やコスト（グループの全体最適のためにリソースを活用しにくい等）と比較して、ベネフィット（自社グループにとって上場子会社を維持することの利益）が上回っているかなど、グループとしての企業価値を最大化する観点から上場子会社として維持することの合理的理由があるかについて具体的に説明すること。

②上場子会社のガバナンス体制の実効性確保

親会社は、支配株主として上場子会社の取締役の選解任権限を行使できる立場にあるが、一般株主の利益に十分配慮し、上場子会社における実効性のあるガバナンス体制（必要な資質を備えた独立社外取締役の選任など）を確保するための適切な選解任権限の行使に関する考え方を説明すること。

（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）」 p.126

CG 報告書での開示・説明に当たっては、この「グループガイドライン」に沿った記載がなされることが期待されるだろう。

特に、①はグループの全体最適の観点からの説明、②は子会社の独立性確保（部分最適）、ひいては子会社の少数株主保護の観点からの説明が求められるものと考えられる⁸。言うまでもなく、これらは、必ずしも一致するとは限らないという点に留意が必要となろう。

(b)上場子会社における情報開示

上場子会社における情報開示について、「グループガイドライン」は、「上場子会社における実効的なガバナンスのための方策については、投資家への説明責任や資本市場からの信頼確保の観点から、積極的に情報開示を行うべきである」（p.134）としている。

CG 報告書での開示・説明に当たっても、この「グループガイドライン」の考え方に沿った記載がなされることを期待されるだろう。

(4)実施時期

今回の改正を反映した開示は、2020年3月31日以後に終了する事業年度に係る定時株主総会后に提出するCG報告書から適用される。

⁸ 「パプコメ回答 No. 8-No. 12」など参照。

3. 今後の展開

(1) 東証「従属上場会社における少数株主保護の在り方等に関する研究会」

東証は、「実質的な支配力を持つ株主（「支配的な株主」）を有する上場会社（「従属上場会社」）を巡る最近の事例が示唆する問題点、支配的な株主と従属上場会社の少数株主との間の利害調整の在り方、少数株主保護の枠組み等について議論を行う⁹ため、「従属上場会社における少数株主保護の在り方等に関する研究会」を設置し、2020年1月から審議を開始した。

同研究会では、親会社・子会社関係には該当しないものの、一定の「支配的な株主」¹⁰が存在する上場会社を含めた幅広い議論が行われている模様である。今後の審議の方向性にもよるが、単に形の上で「親会社」・「子会社」に該当しなくなったというだけでは、少数株主保護等の規律を免れることはできない、といった状況も想定されるだろう。

(2) コーポレートガバナンス・コード

コーポレートガバナンス・コードの次の改訂に向けた議論が、2020年後半から開始することが見込まれている¹¹。

ここでも、一般株主保護等の観点から、上場子会社（親子上場）を含む「グループガバナンスの在り方」が課題の一つとして想定されている¹²。仮に、実現すれば、コーポレートガバナンス・コード上も、「コンプライ・オア・エクスプレイン」ベースでの一定の規律が要求されることとなるだろう。

⁹ 東証のウェブサイト (<https://www.jpx.co.jp/equities/improvements/study-group/index.html>)

¹⁰ 「支配的な株主」の定義そのものが、今後、審議の対象となるものと思われる。

¹¹ 令和元年11月20日（水）開催金融審議会「市場構造専門グループ」（第5回）議事録、中島局長発言参照。 (https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-str/min/1120/20191120.html)

¹² 平成31年4月24日「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）」）p. 4。 (<https://www.fsa.go.jp/news/30/singi/20190424.html>)