

2021 年 3 月 5 日 全 12 頁

上場子会社におけるガバナンス体制の現状

CG コード改訂が迫る中、独立社外取締役の選任は進んでいるのか？

金融調査部 調査本部 金融調査部
リサーチ業務部 兼 SDGs コンサルティング室
研究員 藤野大輝
瀬戸佑基
主任研究員 横山 淳
大和 敦

[要約]

- 上場子会社の少数株主と親会社との間には、利益相反が発生する可能性が指摘されている。この上場子会社少数株主保護のために、「親会社からの独立性」を持った独立社外取締役に大きな期待が寄せられている。現在、コーポレートガバナンス・コード改訂に向けた議論が進められているが、特に上場子会社に対しては、より多くの独立社外取締役選任が求められる可能性もある。
- 各企業が公表するコーポレート・ガバナンス報告書によると、2020 年 2 月現在、上場子会社であるか否かにかかわらず、東証 1・2 部上場企業の多くが、独立社外取締役に 2 名以上選任している。一方で上場子会社は、上場子会社ではない企業と比べて、現時点では特別に多くの独立社外取締役を選任しているわけではない。
- 仮に上場子会社に対し、独立社外取締役増員などの一段レベルの高いガバナンス体制が求められた場合、多くの上場子会社が何らかの対応を行う必要がある。具体的には CG コード改訂に伴い追加される可能性がある「独立社外取締役 1/3 以上」という原則を満たすためには、東証 1 部上場の上場子会社は、非独立社外取締役に 1.4 人程度独立社外取締役に変更するなどの対応を取る必要があることが分かった。
- 2022 年 4 月より、東証の新市場体制がスタートする予定だ。求められるガバナンス体制は再編後の市場により異なる可能性が高いため、各企業やその関係者は、なぜ独立社外取締役が必要とされているのかを見つめなおしたうえで、東証市場再編の方向性と併せて、CG コード改訂の議論を追っていくべきだろう。

1. 上場子会社に求められるより高度なガバナンス体制

親会社や支配株主を有する上場企業（以下「上場子会社」と呼ぶ）において、その少数株主と親会社（支配株主）との間に、利益相反が生じる可能性が指摘されてきた。経済産業省「コーポレート・ガバナンス・システム研究会」の資料では、その利益相反の一例として「できる限り低利子で子会社の現金を活用したい」親会社と「資本コストに見合う利率が支払われない限り、現金は自社の投資に活用したい」子会社（とその少数株主）、という対立構造の存在を指摘している¹。実際に日本では、上場子会社と親会社（支配株主）間で対立が生じた際、親会社（支配株主）が子会社経営陣の再任に反対するなど、子会社の一般株主の不利益につながりかねない事案が発生しているとの指摘もある。このような利益相反問題に対応するために、上場子会社における独立社外取締役には、通常の独立社外取締役に求められる、「業務執行を監督する役割を果たすための執行陣からの独立性」に加え、「一般株主の利益を確保する」ための「親会社からの独立性」も求められているといえる²。

現行のコーポレートガバナンス・コード（以下「CG コード」）では、「独立社外取締役に少なくとも2名以上選任すべき」（原則4-8）としている。このCGコードは現在改訂が予定されており、後述の「フォローアップ会議」にて改訂内容の議論が進められている³。特に上場子会社については、上述のような問題意識の高まりから、より多くの独立社外取締役の選任が求められるように改訂される可能性がある。この点から、特に上場子会社やその関係者は、今後のCGコード改訂の議論をより注視すべきといえる。

本稿ではまず、独立社外取締役についての議論、また特に上場子会社におけるガバナンスについての議論を整理する。その上で、CGコード等でより多くの独立社外取締役選任を求められた際、どれほどの企業が、平均的にどの程度の独立社外取締役を選任する必要があるのか、簡単なシミュレーションを行う。本稿での分析が、自社グループや投資先のガバナンス体制が相対的にどの程度の水準にあるのか、を確認するための一助となれば幸いである⁴。

2. 上場子会社のガバナンスをめぐる議論

上場会社における独立社外取締役に関する動き、また特にそのうち、上場子会社に関連する動きに関して、主要なものをまとめた年表が図表1である。直近のものに関して簡潔に内容を確認

¹ 経済産業省「[第13回 CGS 研究会（コーポレート・ガバナンス・システム研究会）](#)」「資料4 事務局説明資料」（p.30）より。

一般に、上場子会社における利益相反問題は、必ずしも親会社（支配株主）のモラルなどに帰着する倫理的な問題ではなく、グループの全体最適を追求する親会社の行動と、子会社（特に一般株主）にとっての部分最適を追求する子会社の行動により発生する構造的な問題であることに留意する必要があるだろう。

² 経済産業省「[コーポレート・ガバナンスの在り方](#)」より「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）」内「6.3.2 上場子会社における独立社外取締役の役割」など。

³ CGコード改訂に関する主な論点については、神尾 篤史「[来春に改訂されるCGコードの論点](#)」（2020年8月14日）などで体系的に論じられている。

⁴ 本稿での分析結果は、あくまでも「平均的なガバナンス水準」を示すものであり、「理想的なガバナンス水準」を示しているわけではない点に注意されたい。

認し、現在行われている議論を整理する。

図表 1 独立社外取締役・上場子会社に関係する制度・報告書・指針等

年	月	主体	名称	独立社外取締役に関する内容	特に上場子会社に関係する内容
2006	3	東証	「コーポレート・ガバナンス報告書」提出・開示制度についての規則改正		
2009	6	金融庁	「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」	・（取引所においては、社外取締役・監査役と会社との関係について）「より具体的な内容の開示を求めるとともに、当該者の独立性に関する会社の考え方についても適切な開示を求めることが適当」	・「取引所においては、子会社の上場に当たって（中略）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（中略）ルールの整備が検討されるべき」
2015	6	東証	CGコード（注1）適用開始	・「独立社外取締役を少なくとも2名以上選任すべき」	
2019	4	金融庁	フォローアップ会議（注2）「意見書（4）」		・上場子会社は「支配株主等と一般株主との間に構造的な利益相反リスクがあるため、取締役会の独立性を高める必要がある」 ・「上場子会社等のガバナンス体制を厳格化することが求められている」
2019	6	内閣（日本経済再生本部）	「成長戦略実行計画」		・「コーポレート・ガバナンス」に関しては以下の2つの事項を明記 1. 「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」の制定 2. 「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」
2019	6	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」		・独立社外取締役には「執行陣から独立性に加え（中略）親会社からの独立性も求められる」 ・独立性基準：上場子会社の独立社外取締役は「10年以内に親会社に所属していた者を選任しないこととすべき」
2020	2	東証	有価証券上場規程等の一部改正		・独立性基準：「過去10年以内に親会社又は兄弟会社に所属していた者でない旨」を追加
2020	9	東証	「支配株主及び実質的な支配力を持つ株主を有する上場会社における少数株主保護の在り方等に関する中間整理」		・「少数株主保護の枠組みや適用範囲に関する今後の検討課題を整理」 ・具体的には「情報開示」「手続」「ガバナンス」「適用範囲」についてを検討
2020	12	金融庁	フォローアップ会議「意見書（5）」	・プライム市場上場企業には「独立社外取締役の3分の1以上の選任を求めるべき」 ・「それぞれの経営環境や事業特性等を勘案して必要と考える企業には、独立社外取締役の過半数の選任を検討するよう促すべき」	
2021	1	金融庁	第23回フォローアップ会議「議事録」		・上場子会社については「最低でも3分の1以上、できれば過半数を独立社外取締役とすることが必要」といった意見

（注1）正式名称は「コーポレートガバナンス・コード」

（注2）正式名称は「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」

（出所）東京証券取引所、金融庁、首相官邸、経済産業省資料より大和総研作成

2.1. 2名以上の独立社外取締役選任を求めるCGコード

東京証券取引所（以下「東証」と呼ぶ）は2015年にCGコードを制定し、このコードに「独立社外取締役は会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に寄与するように役割・責務を果たすべきであり、上場会社はそのような資質を十分に備えた独立社外取締役を少なくとも2名以上選任すべき」（原則4-8）と明記した。これにより、東証1・2部上場の全企業が、独立社外取締役2名以上の選任について、「コンプライ or エクスプレイン」（「原則を実施するか、実施しない場合には、その理由を説明するか」^{5）}）することを求められるようになった。

CGコードは2021年春以降に改訂が予定されている。改訂後のCGコードは「プライム市場^{6）}の上場会社を念頭に、より高い水準が示される想定」^{7）}となっており、上場子会社であるか否かにかかわらず、独立社外取締役の人数に関しても、現行よりも高い水準が求められる可能性がある。

2.2. 特に上場子会社については、より厳しい基準の提案がなされる

2.2.1. 上場子会社におけるガバナンスが議論される「フォローアップ会議」

2015年より、金融庁と東証では、「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・コードの普及・定着状況をフォローアップするとともに、上場企業全体のコーポレートガバナンスの更なる充実に向けて、必要な施策を議論・提言すること」^{8）}を目的とし、「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」（以下、「フォローアップ会議」）を継続的に開催している。この会議では、上述のCGコード改訂に関する議論も行われており、節目ごとに意見書が公表される。

2019年4月に公表されたフォローアップ会議意見書(4)「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」^{9）}では、「我が国のグループ経営について（中略）取締役会の独立性を高める必要があること等が指摘されている」と述べられたうえで、「とりわけ、上場子会社等に関しては、その合理性に関する親会社の説明責任を強化することや、東京証券取引所の独立性基準の見直しも念頭に置いて、支配株主等から独立性がある社外取締役の比率を高めるなど、上場子会社等のガバナンス体制を厳格化することが求められている」とされた。上場子会社

^{5）} 東京証券取引所「[改訂コーポレートガバナンス・コードの公表](#)」（2018年6月1日）より、「コーポレートガバナンス・コード（2018年6月版）」内『『コーポレートガバナンス・コード原案』序文』より。

^{6）} プライム市場とは東証新市場のうちの1つで、流動性、ガバナンス、経営成績・財政状態などの項目において、最も高い水準が求められる市場である。このプライム市場においては、CGコードの全原則が適用される予定となっている（詳細は脚注7資料を参照）。

^{7）} 東京証券取引所「[新市場区分の概要等の公表について](#)」（2020年2月21日）より「新市場区分の概要等について」

^{8）} 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』の設置について](#)」（2015年8月7日）

^{9）} 金融庁「[『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）』の公表について](#)」（2019年4月24日）

におけるガバナンス体制強化の手段として、独立社外取締役に期待される役割が大きいことは、ここからもうかがえる。

2.2.2. 経産省指針・東証の上場規程改正により「独立性」基準が厳格化

独立社外取締役に関しては、量的な拡充を求める機運が高まっているだけでなく、その「独立性」の質も強く問われるようになっている。

2019年6月に、経済産業省「コーポレート・ガバナンス・システム研究会（第2期）」は、「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」¹⁰を策定・公表した。この指針においては「上場子会社の独立社外取締役には、業務執行を監督する役割を果たすための執行陣から独立性に加え、一般株主の利益を確保する役割も期待されるため、親会社からの独立性も求められる」とされた。また「独立性」に関して、「上場子会社の独立社外取締役については、10年以内に親会社に所属していた者を選任しないこととすべき」という指針を示している。

この指針の公表から8か月後の2020年2月には、東証の有価証券上場規程が一部改訂され、独立役員の「独立性」に関する条件が加わった¹¹。具体的には、10年以内に「上場会社の親会社の業務執行者又は業務執行者でない取締役」などであった役員については、「独立性」が認められないこととなった。

2.2.3. 直近の「フォローアップ会議」では更に踏み込んだ議論が

フォローアップ会議では、上記意見書(4)の公表後にも、引き続き独立社外取締役に関する議論が進められている。直近の会議では、CGコード改訂を見据え、上場子会社における独立社外取締役選任に関し、更に一步踏み込んだ議論が交わされた。

2020年12月に行われた第22回会議¹²においては、「(引用者注：東証新市場区分における)プライム市場上場会社は独立社外取締役の比率を過半数、他の市場区分の上場会社は独立社外取締役の比率を3分の1、上場子会社については、独立社外取締役の比率を過半数とすべきではないかといった御意見」があった。プライム市場では1/3（もしくは過半数）の独立社外取締役を求めるべきだ、という意見は、他にも数多くのメンバーが挙げている。

また、2021年1月に行われた第23回会議¹³においては、「上場子会社における独立社外取締役の要件を厳しく設定する必要がある(中略)最低でも3分の1以上、できれば過半数を独立社

¹⁰ 経済産業省「[コーポレート・ガバナンスの在り方](#)」より「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)」(2019年6月28日)。

¹¹ 東京証券取引所「[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](#)」(2020年2月5日)

¹² 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\(第22回\)議事録](#)」(会議開催日：2020年12月8日)

この第22回会議における重要論点は、鈴木 裕・神尾 篤史「[社外取締役増員を求めるガバナンス・コード改訂](#)」(2020年12月10日)にてまとめられている。

¹³ 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\(第23回\)議事録](#)」(会議開催日：2021年1月26日)

外取締役とすることが必要」といった、上場子会社に対して独自の基準を設ける意見も出されている。

直近の議論を総合的に勘案すると、まずプライム市場上場企業に関しては、上場子会社であるか否かにかかわらず、取締役の 1/3（場合によっては過半数）の独立社外取締役選任が求められる可能性がある。また、上場子会社に関しては、更に一段高い水準のガバナンス体制が求められる可能性もある。

次の章では、CG コード改訂により、取締役の 1/3（場合によっては過半数）の独立社外取締役選任が求められたと仮定した際に、どれほどの企業がどの程度の対応を迫られるのか、を確認する。

3. 「独立社外取締役 1/3 以上」のインパクト

この章では、仮に CG コードで「独立社外取締役 1/3 以上」「独立社外取締役過半数」が求められた場合、その原則をコンプライするためにどれほどの独立社外取締役選任が必要か、という簡単なシミュレーションを行う。

上場子会社がすでに、親会社・支配株主を持たない上場企業と比較して相対的に多くの独立社外取締役を選任しているのならば、上場子会社に対して一段高い水準のガバナンス体制（＝相対的に高い割合の独立社外取締役選任）が求められたとしても、大きな問題とはならない可能性がある。逆に上場子会社の独立社外取締役選任水準がそれ以外の上場会社と同程度であれば、上場子会社に対して一段高い水準のガバナンス体制が求められた場合、独立社外取締役選任時の負担が相対的に大きくなる可能性が高いといえる。

後者であった場合、上場子会社やその関係者は、CG コード改訂の議論をより注意深く追っていく必要があるだろう。

3.1. シミュレーションの概要

シミュレーションの手順は以下の通りである。

- ・ 2021 年 2 月 2 日時点での各企業の CG 報告書から「取締役の人数」（「定款上の取締役の員数」ではない）、「社外取締役のうち独立役員に指定されている人数」を取得
- ・ 取得したデータを、
 - ①国内外のいずれかの市場に上場する親会社を持つ、東証 1・2 部上場企業
 - ②非上場の親会社を持つ、東証 1・2 部上場企業

③親会社は存在しないが、支配株主を持つ¹⁴東証1・2部上場企業

④親会社・支配株主の存在しない東証1・2部上場企業

に区分（今回は①、④の結果を詳細に解説し、②、③に関しては簡潔に結果を掲載する。）

- ・①～④の各属性に関して、独立社外取締役「2名以上」「1/3以上」「過半数」を選任している企業の割合を算出
- ・独立社外取締役「2名以上」「1/3以上」「過半数」を選任していない企業に関しては、各人数・割合を充足させるまでの「平均不足人数」を算出¹⁵

3.2. シミュレーションの結果

①国内外のいずれかの市場に上場する親会社を持つ、東証1・2部上場企業

国内外のいずれかの市場に上場する親会社を持つ、東証1・2部上場企業に関してシミュレーションを行うと、図表2の通りの結果となった。

図表2 上場する親会社を持つ東証1・2部上場企業に関するシミュレーション

上場市場	総社数	独立社外取 2名以上	独立社外取1/3以上		独立社外取過半数	
		選任企業 割合	選任企業 割合	平均不足人数 (1社あたり)	選任企業 割合	平均不足人数 (1社あたり)
東証1部	137社	97%	59%	1.42人	4%	2.53人
東証2部	58社	81%	36%	1.35人	0%	2.71人
合計or平均	195社	92%	52%	1.4人	3%	2.58人

(注)「独立社外取」は「独立社外取締役」を指す（以下、本章の図表は全て同様）。

「合計 or 平均」行に関しては、「総社数」のみ合計値を記載。それ以外は東証1部、2部の企業数で重みづけをした加重平均を記載（以下、本章の図表は全て同様）。

特に着目すべき項目に関しては、背景をオレンジ色にしている（以下、本章の図表は全て同様）。

(出所) 各社のCG報告書より大和総研作成

図表2の1行目を見ると、上場する親会社を持つ、東証1部上場の上場子会社においては、約97%が独立社外取締役を2人以上選任（CGコードの原則4-8をコンプライ）していることがわかる。一方で独立社外取締役を1/3以上選任している割合は約59%、過半数以上に関しては約

¹⁴ 今回はCG報告書の「支配株主（親会社を除く）の有無」欄に支配株主名の記載がある場合、③に分類した。CG報告書における「支配株主」の定義については東京証券取引所「[コーポレート・ガバナンスに関する報告書 記載要領（2020年11月版）](#)」pp. 3-4に記載がある。

¹⁵ このシミュレーションでは、「社外取締役1/3、過半数選任が求められた際に、既存の非独立取締役を、何人独立社外取締役に転換する必要があるか」を求めている。つまり、取締役員総数を変更せずに、メンバーの構成変化だけで1/3、過半数を充足させることのできる人数を求めている。既存の非独立取締役を削減せず、独立社外取締役の追加のみで1/3、過半数を達成させる場合には、今回のシミュレーションした数値よりも更に多くの選任が必要となる。

4%のみとなる。

また、仮に「1/3 以上選任」が CG コードによって求められた場合、それをコンプライするには、東証 1 部上場の上場子会社では、平均的に 1.42 人の非独立取締役を独立社外取締役に転換する必要がある。もし「過半数選任」が求められた場合には、その数値は 2.53 人まで上昇する。

先述の通り、フォローアップ会議では、上場子会社に対して、プライム以外の市場に上場している場合であっても、更なる独立社外取締役選任を求める趣旨の意見が挙がっている。簡易的に東証 2 部上場企業がスタンダード市場に移行すると考え、東証 2 部上場の上場子会社に関しても結果を確認したものが、図表 2 の 2 行目である。東証 2 部上場企業は、東証 1 部上場の企業に比べ、「2 名以上」、「1/3 以上」、「過半数」のいずれについても、「選任企業割合」が相対的に低いことが分かった。特に「過半数」が求められた際には、東証 2 部上場の全上場子会社が何らかの対応を行う必要がある。

②非上場の親会社を持つ、東証 1・2 部上場企業

同様のシミュレーションを、非上場の親会社を持つ、東証 1・2 部上場企業に対して行くと、図表 3 の通りの結果となった。

図表 3 非上場の親会社を持つ、東証 1・2 部上場企業に関するシミュレーション

上場市場	総社数	独立社外取 2名以上	独立社外取1/3以上		独立社外取過半数	
		選任企業 割合	選任企業 割合	平均不足人数 (1社あたり)	選任企業 割合	平均不足人数 (1社あたり)
東証1部	16社	81%	50%	1.63人	0%	2.38人
東証2部	20社	70%	35%	1.54人	0%	2.8人
合計or平均	36社	75%	42%	1.57人	0%	2.61人

(出所) 各社の CG 報告書より大和総研作成

この属性に該当する企業は少ないものの、東証 1 部上場企業の約 81%が現行の CG コードをコンプライしている一方、「1/3 以上選任」が求められると約半分の企業が対応を求められるなど、概ね①と同様の傾向となっている。

③親会社は存在しないが、支配株主を持つ東証１・２部上場企業

次に、親会社は存在しないが、支配株主を持つ東証１・２部上場企業の結果を確認する。

図表４ 親会社は存在しないが、支配株主を持つ 東証１・２部上場企業に関するシミュレーション

上場市場	総社数	独立社外取 2名以上	独立社外取1/3以上		独立社外取過半数	
		選任企業 割合	選任企業 割合	平均不足人数 (1社あたり)	選任企業 割合	平均不足人数 (1社あたり)
東証1部	85社	85%	53%	1.33人	4%	2.34人
東証2部	30社	87%	47%	1.29人	3%	2.41人
合計or平均	115社	85%	51%	1.32人	3%	2.36人

(出所) 各社の CG 報告書より大和総研作成

こちららも概ね①、②と同様の傾向を持っている。現行の CG コードに関しては東証１部上場企業の約 85%の企業がコンプライしているものの、「独立社外取締役 1/3 以上」が求められた場合は約半数の企業が、「過半数」が求められた場合はほぼすべての企業が何らかの対応を行う必要がある。

④親会社・支配株主の存在しない東証１・２部上場企業

最後に、親会社・支配株主を持つ企業群①～③の結果と比較する意味合いも兼ねて、親会社・支配株主を共に持たない東証１・２部上場企業の結果を確認する。

図表５ 親会社・支配株主の存在しない東証１・２部上場企業に関するシミュレーション

上場市場	総社数	独立社外取 2名以上	独立社外取1/3以上		独立社外取過半数	
		選任企業 割合	選任企業 割合	平均不足人数 (1社あたり)	選任企業 割合	平均不足人数 (1社あたり)
東証1部	1944社	96%	64%	1.43人	7%	2.45人
東証2部	372社	72%	37%	1.46人	3%	2.65人
合計or平均	2316社	92%	60%	1.44人	6%	2.49人

(出所) 各社の CG 報告書より大和総研作成

図表５の１行目を見ると、親会社・支配株主が存在しない東証１部上場企業においては、約 96%が CG コードをコンプライしていることがわかる。一方で独立社外取締役を 1/3 以上選任している割合は約 64%、過半数以上に関しては約 7%のみとなる。この数字は、上場子会社などの数

字に比べ低いわけではない、という点に留意する必要がある。

また、仮に「1/3 以上選任」が CG コードによって求められた場合、それをコンプライするには、東証 1 部上場の上場子会社では、平均的に 1.43 人の非独立取締役を独立社外取締役に転換する必要がある。もし「過半数選任」が求められた場合には、その数値は 2.45 人まで上昇する。

3.3. 上場子会社の独立社外取締役選任は特別進んでいる、というわけではない

上記①～④の結果から、企業属性に関係なく、多くの企業が、現行の CG コードはコンプライしているものの、改訂後に想定される基準（1/3、過半数）を満たすような独立社外取締役選任を進めている企業は、あまり多くないことがわかる。これらの企業は、CG コード改訂の内容によっては、独立社外取締役のさらなる選任（もしくは「エクスプレイン」）を求められることになる。

また前章で述べた通り、上場子会社に関しては、より厳格なガバナンス体制が求められる可能性が高い。一方で①と④の結果を比較することでわかる通り、現時点で上場子会社は、特別に厳格なガバナンス体制を自主的に整えている（相対的に多くの独立社外取締役を選任している）というわけではない¹⁶。

仮に今後、上場子会社に対して一段高い水準の独立社外取締役選任が求められた場合、上場子会社はそうでない企業に比べ、選任時の負担が相対的に大きくなる可能性が高いといえる。

ただし「上場子会社に対して一段高い水準の選任が求められる」という仮定は、直近のフォローアップ会議における議論等から設定したものであり、あくまでも想定範囲を出ないことに注意されたい。本稿は、「上場子会社のガバナンス体制に不備がある」、「上場子会社は今後ガバナンス体制整備上の大きな課題に直面する」といった主張を行うものではなく、単に現状を確認することに主眼を置いている。

4. 市場再編の議論と併せて CG コード改訂の議論を見守るべき

現状を鑑みると、①全上場企業に対しどの程度の独立社外取締役選任が求められるのか、また②上場子会社に対してより高い水準のガバナンスが求められるか否か、の 2 点について、今後注視していく必要があるといえる。

ただしこの CG コードの議論は、それ単体では語ることができない点に注意が必要だ。フォローアップ会議でも、プライム市場とそれ以外の市場で異なる基準を適用することを提案した意

¹⁶ CG 報告書は随時更新される可能性があるため、データ取得時点により多少の数値のずれが発生しうる。また取締役・独立社外取締役の人数に増減があったとしても、CG 報告書に即時反映されるとは限らない。実際の人数と CG 報告書上の人数が異なっていた場合、シミュレーションの数値に多少誤りが生じる可能性もある。このシミュレーションは仮説の厳密な検証を目的としたものではなく、あくまでも概算であり、規模感を大まかに確認することが主目的である、という点に注意されたい。

見書が公表されている¹⁷。市場再編にまつわる様々な議論を踏まえ、自社が上場を想定する市場を見定めただけで、CG コード改訂の議論を見守るべきだ。

また、上場子会社における独立社外取締役は、親会社と子会社少数株主との間の利益相反を防ぐ、という重要な役割を担っている。ただひたすらに独立社外取締役人数の充足を求めるのではなく¹⁸、独立社外取締役として期待される役割と責務を見定め、的確な人物を選任することが重要だといえる。

¹⁷ 金融庁「[コロナ後の企業の変革に向けた取締役会の機能発揮及び企業の中核人材の多様性の確保（「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（5））の公表について](#)」（2020 年 12 月 18 日）

プライム市場上場企業に対しては「上場企業に対し、独立社外取締役の 3 分の 1 以上の選任を求めるべき」とあるが、それ以外の市場に上場する企業に関しては、何も言及がない。

¹⁸ CG コードの改訂と東証新市場との関係性は明らかになっていないが、現時点では「コンプライ」せず「エクスプレイン」をするだけであっても、プライム市場・スタンダード市場に上場できると考えられる。（神尾 篤史「[東証再編において上場企業に重要な CG コードへの姿勢](#)」（2021 年 2 月 9 日））

5. 補遺：シミュレーションにおける具体的な計算方法

本文中で定義した①～④の企業群に対し、以下の作業を行った。

- 各企業に関して、以下の変数を定義

図表 6 各算出値の定義

名称	定義	備考
独立社外取締役比率	社外取締役のうち独立役員に指定されている人数 / 取締役の人数	
独立社外取締役1/3人数	取締役の人数 / 3	端数は切り上げ
独立社外取締役過半数 (取締役人数が偶数の企業)	$1 + (\text{取締役の人数} / 2)$	
独立社外取締役過半数 (取締役人数が奇数の企業)	取締役の人数 / 2	端数は切り上げ

(出所) 大和総研作成

- 「独立社外取締役 1/3 人数」「独立社外取締役過半数」から、現状の独立社外取締役数を引いたものを、各々「独立社外取締役 1/3 選任までの不足人数」、「独立社外取締役過半数選任までの不足人数」と定義

例) 取締役が 7 人、独立社外取締役が 2 人の企業の場合

独立社外取締役 1/3 : 3 人 → 1 人不足 (不足人数は+1)

独立社外取締役過半数 : 4 人 → 2 人不足 (不足人数は+2)

本文中で述べた通り、このシミュレーションでは、取締役の総数を変更せずに、既存の非独立社外取締役を独立社外取締役に転換する場合、何人の転換が必要になるか、を求めていることになる。

- 上記①～④の企業属性ごとに、「独立社外取締役 1/3 選任までの不足人数」などが正の値をとる企業 (つまり不足している企業) に関して、不足人数・平均不足人数¹⁹を算出

これらの結果を企業属性ごとに集約したものが、本文で示した表となる。

¹⁹ 定義は「不足人数/不足している企業数」。つまり充足している企業は分母に含まない。例えば、独立社外取締役を過半数まで選任していない企業が 5 社あり、その 5 社での過半数までの合計不足人数が 10 人だった場合、平均不足人数は $(10 \div 5) = 2$ 人となる。