

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18回)への意見書

2019年3月5日

日本投資環境研究所
主任研究員 上田亮子

本日は、会議を欠席し、誠に申し訳ありません。

コーポレート・ガバナンスの実質を高めるうえで、我が国市場が抱える課題について、意見を述べさせていただきます。

1. 親子上場に対する海外投資家の評価

私は現在ロンドン在住ですが、昨年末から頻繁に日本市場の親子上場のあり方（制度、実態）について、議論の機会を求められます。とくに、昨年以降、日本市場を舞台にした親子上場の事案が続いたことから、海外からも注目されていると感じます。

親子上場は、我が国の市場においては珍しい事象ではありません。グループ経営の一環として、親会社の支配権を残したまま、子会社において外部からの資金調達を可能にする手段として、以前から活用されてきた手法です。

ところが、海外では、日本市場の親子上場問題については、他のグローバル市場とは異なるという視点から否定的な文脈で話題とされることも少なくありません。海外においては、M&Aにおけるプロセスとして、子会社化された会社の上場が一定期間維持される、という選択肢が検討されることはあるようです。しかしながら、グループ経営手法として、上場子会社が最終形となり、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は、違和感を持つ海外の市場関係者が多いようです。私は、日本市場の参加者や監督当局などが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で、我が国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しています。

2. 子会社上場のコーポレート・ガバナンス上の問題点

子会社上場の目的の多くは、支配株主たる親会社が支配権を維持したまま、子会社を通じて市場の資金調達機能を利用することにあります。そのため、市場の適切な利用者として、上場子会社の少数株主に対する保護は、それ以外の上場会社の場合よりも、強く要請されるべきと考えます。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ます。そのような場合には、子会社の取締役会においては、親会社との関係で利益相反が生じ、子会社の利益を第一に考えた意思決定が行われないおそれも否定できません。

そのため、上場子会社においては、上場子会社以外の会社と比べて、さらなる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ます。

しかしながら、上場子会社のコーポレート・ガバナンスの実態を見ると、親会社出身の社外取締役が独立役員として届けられている場合が少なくなりません（下記図表参照）。

| | | 人数（名） | 社外取締役候補者に占める比率 |
|---------|---------------------|-------|----------------|
| 上場子会社 | 社外取締役候補者 | 260 | |
| | 大株主出身（親会社を除く） | 16 | 6.2% |
| | 大株主（親会社を除く）かつ東証独立役員 | 13 | 5.0% |
| | 親会社出身 | 23 | 8.8% |
| | 親会社出身かつ東証独立役員 | 9 | 3.5% |
| 上場子会社以外 | 社外取締役候補者 | 4,362 | |
| | 大株主出身 | 730 | 16.7% |
| | 大株主出身かつ東証独立役員 | 409 | 9.4% |

注：大株主とは上位 10 位株主のこと（上田作成）

我が国のコーポレートガバナンス・コードによれば、独立社外取締役の役割・責務について、「経営陣・支配株主から独立した立場で、少数株主をはじめとするステークホルダーの意見を取締役に適切に反映させること」（原則 4-7（iv））と定められていますが、現実にはコードの趣旨に反する実務が行われていると言わざるをえません。また、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が高くなっています。

3. 今後の対応

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ります。他方では、日本市場の信頼性を高める観点からは、上場子会社に対するより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ます。

そのため、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（CGS ガイドライン）」において、上場子会社の問題について言及され、問題の認識が共有されるとともに、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ます。

さらに、日本市場全体の取組みとして、その実効性を高めるためには、コーポレートガバナンス・コードの見直しも有効であると考えます。2018 年コーポレートガバナンス・コードは、独立社外取締役について、「業種・規模・事業特性・機関設計・会社をとりまく環境等を総合的に勘案して、少なくとも 3 分の 1 以上の独立社外取締役を選任することが必要と考える上場会社は、上記にかかわらず、十分な人数の独立社外取締役を選任すべきである。」（原則 4-8）とされます。このようなコードの定めにも念頭に置きながら、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ます。また、東京証券取引所が定める独立性基準（一般株主と利益相反の生じるおそれがあると判断する場合の判断要素）および独立役員届出制度においても、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ます。

以上