

# 上場子会社に関するガバナンスの在り方

(グループガバナンスシステムに関する実務指針)

2020年1月7日

経済産業省 産業組織課

## 【目次】

1. グループガイドラインについて
2. 上場子会社の現状と評価
3. C G S 研究会における議論の経緯
4. グループガイドラインの提案内容
5. 今後の検討課題
6. 成長戦略実行計画（令和元年）

# グループガバナンスの在り方に関する検討

- 「未来投資戦略2018」を受け、日本企業のグローバル化・多角化が進む中、グループとしての「稼ぐ力」の向上を目指し、「攻め」と「守り」の両面で、グループガバナンスの在り方を検討し、「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」を策定し、2019年6月末に策定・公表。

成長戦略の  
位置づけ

## 未来投資戦略2018 - 「Society 5.0」「データ駆動型社会」への変革 -

### (3) 新たに講ずべき具体的施策

#### i) コーポレートガバナンス改革

昨年5月のステュワードシップ・コードの改訂に続き、本年6月に、コーポレートガバナンス・コードを改訂した。また、あわせて、両コードの附属文書として、機関投資家と企業との対話において重点的に議論することが期待される事項を取りまとめた「投資家と企業の対話ガイドライン」（対話ガイドライン）を策定した。これらの取組を受け、コーポレートガバナンスの強化や、果敢な経営判断、大胆な事業再編等を促進すべく、以下の取組を進める。（中略）

- 企業グループ全体の価値向上を図る観点から、グループ経営において「守り」と「攻め」両面でいかにガバナンスを働かせるか、事業ポートフォリオをどのように最適化するかなど、グループガバナンスの在り方に関する実務指針を来年春頃を目途に策定する。

経産省での  
取組み

環境変化に対応しつつ持続的な成長を図るため、グローバル化・多角化が重要になる中、企業グループとしての「稼ぐ力」の向上を目指し、「攻め」と「守り」の両面で、「企業グループとしてのガバナンス強化」の方策について、ベストプラクティスの整理を行うべく、「コーポレート・ガバナンス・システム研究会（第2期）」において検討を進め、グループガバナンスの在り方に関する実務指針を策定。

# コーポレート・ガバナンス・システム研究会（第2期）

- CGS研究会（第2期）を開催し、2017年12月から2019年4月まで計16回の議論を実施。

## 委員等名簿

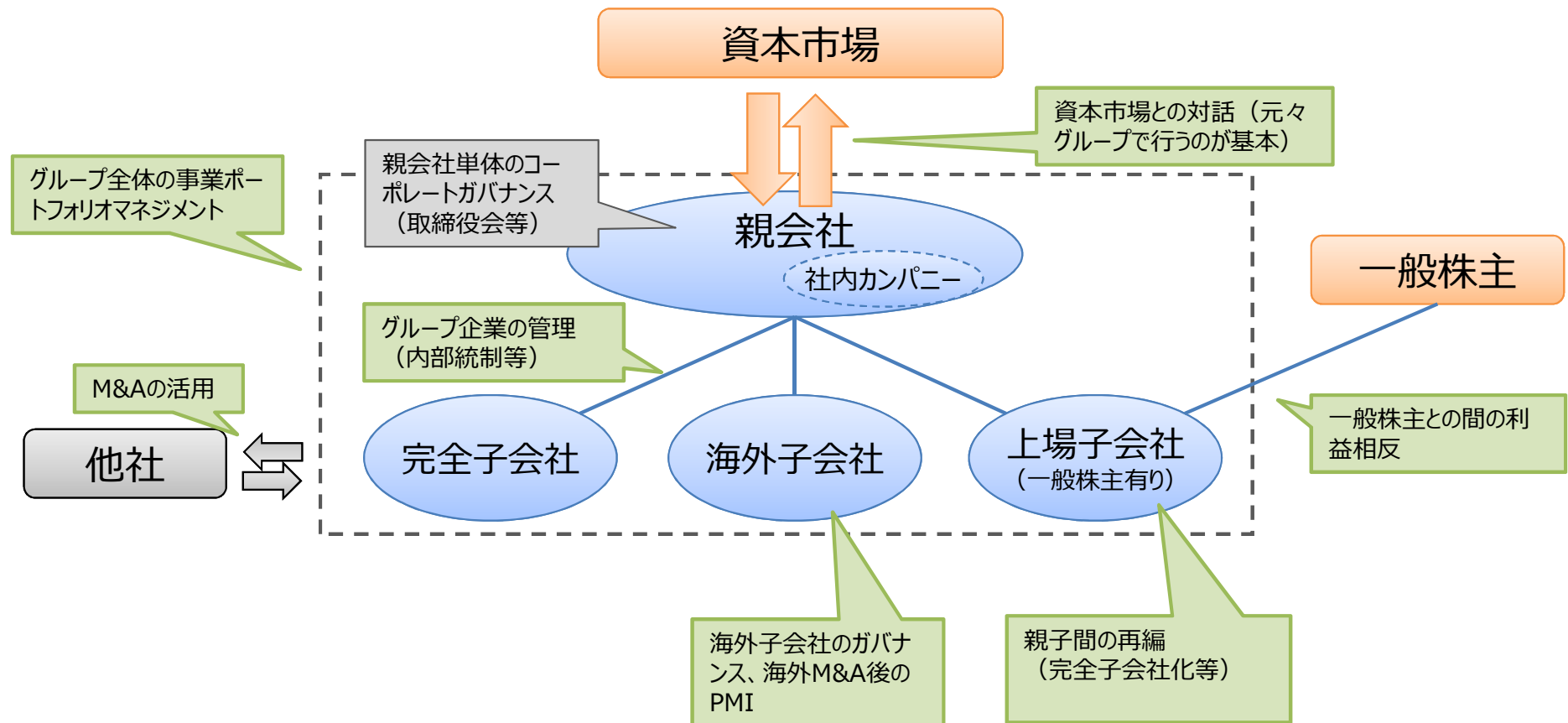
神田秀樹	学習院大学大学院法務研究科教授【座長】	佐久間総一郎	一般社団法人日本経済団体連合会経済法規委員会企画部会長 (日本製鉄株式会社常任顧問)
青 克美	株式会社東京証券取引所執行役員	澤口 実	森・濱田松本法律事務所弁護士
青木 淳	株式会社資生堂取締役常務	武井一浩	西村あさひ法律事務所弁護士
石田猛行	インスティテューショナルシェアホルダーサービスズ代表取締役	塚本英巨	アンダーソン・毛利・友常法律事務所弁護士
伊藤邦雄	一橋大学大学院経営管理研究科特任教授	寺下史郎	株式会社アイ・アールジャパン代表取締役社長CEO
江良明嗣	ブラックロック・ジャパン株式会社 運用部門 インベストメント・スチュワードシップ部長	富山和彦	株式会社経営共創基盤代表取締役CEO
大杉謙一	中央大学法科大学院教授	中村豊明	株式会社日立製作所取締役
太田順司	株式会社東芝取締役(監査委員)	藤田友敬	東京大学大学院法学政治学研究科教授
大場昭義	日本投資顧問業協会会長	松元暢子	学習院大学法学部教授
翁 百合	株式会社日本総合研究所理事長	三笥 裕	長島・大野・常松法律事務所弁護士
神作裕之	東京大学大学院法学政治学研究科教授	宮島英昭	早稲田大学商学学術院教授
小口正範	三菱重工業株式会社取締役副社長執行役員	柳川範之	東京大学大学院経済学研究科教授
後藤 元	東京大学大学院法学政治学研究科教授	<オブザーバー>	
小林喜光	株式会社三菱ケミカルホールディングス取締役会長	竹林俊憲	法務省大臣官房参事官
		井上俊剛	金融庁企画市場局企業開示課長

## 開催実績

第1回(12月8日)	開催趣旨説明、論点出し等	第8回(7月24日)	グループガバナンス「守り」の論点②
第2回(1月16日)	企業ヒアリングの報告・委員のプレゼン (宮島委員、小林委員)	第9回(9月5日)	CGSガイドライン改訂案について 等
第3回(2月22日)	CGSガイドラインのフォローアップ①	第10回(10月10日)	グループガバナンス「攻め」の論点
第4回(3月29日)	CGSガイドラインのフォローアップ②	第11回(11月12日)	経営幹部の選任(グループにおける指名委員会の役割等)
第5回(4月24日)	本研究会の中間整理	第12回(12月13日)	経営幹部の報酬設計(グループにおける報酬委員会の役割等)
第6回(5月25日)	グループガバナンス① (現状と課題の整理、有識者プレゼン)	第13回(1月21日)	その他論点、とりまとめ骨子案
第7回(6月22日)	グループガバナンス「守り」の論点①	第14回(2月13日)	ガイドライン素案
		第15回(3月15日)	ガイドラインとりまとめ
		第16回(4月18日)	ガイドラインとりまとめ

# グループガイドラインの目的・対象

- 従来のガバナンス論は法人単位・「攻め」中心だったが、グループ経営の実態を踏まえ、グループとしての企業価値の向上に向け、攻め・守りの両面からグループガバナンスに関するベストプラクティスを示すもの。※企業の多角化・グローバル化や子会社不祥事問題が背景。
- 主な対象は、多様な事業分野への展開・グローバル化を進めた大規模グループ企業（海外含め、多数の子会社を保有）。
- ①実効的な子会社管理と②事業ポートフォリオの最適化が中心。



## グループガイドラインの構成

- ガイドライン全体は、全 7 章構成。
- 上場子会社については、第2章～第4章で一般的な議論の対象に含みつつ、その固有の問題については、「第 6 章 上場子会社に関するガバナンスの在り方」として、独立して記載。

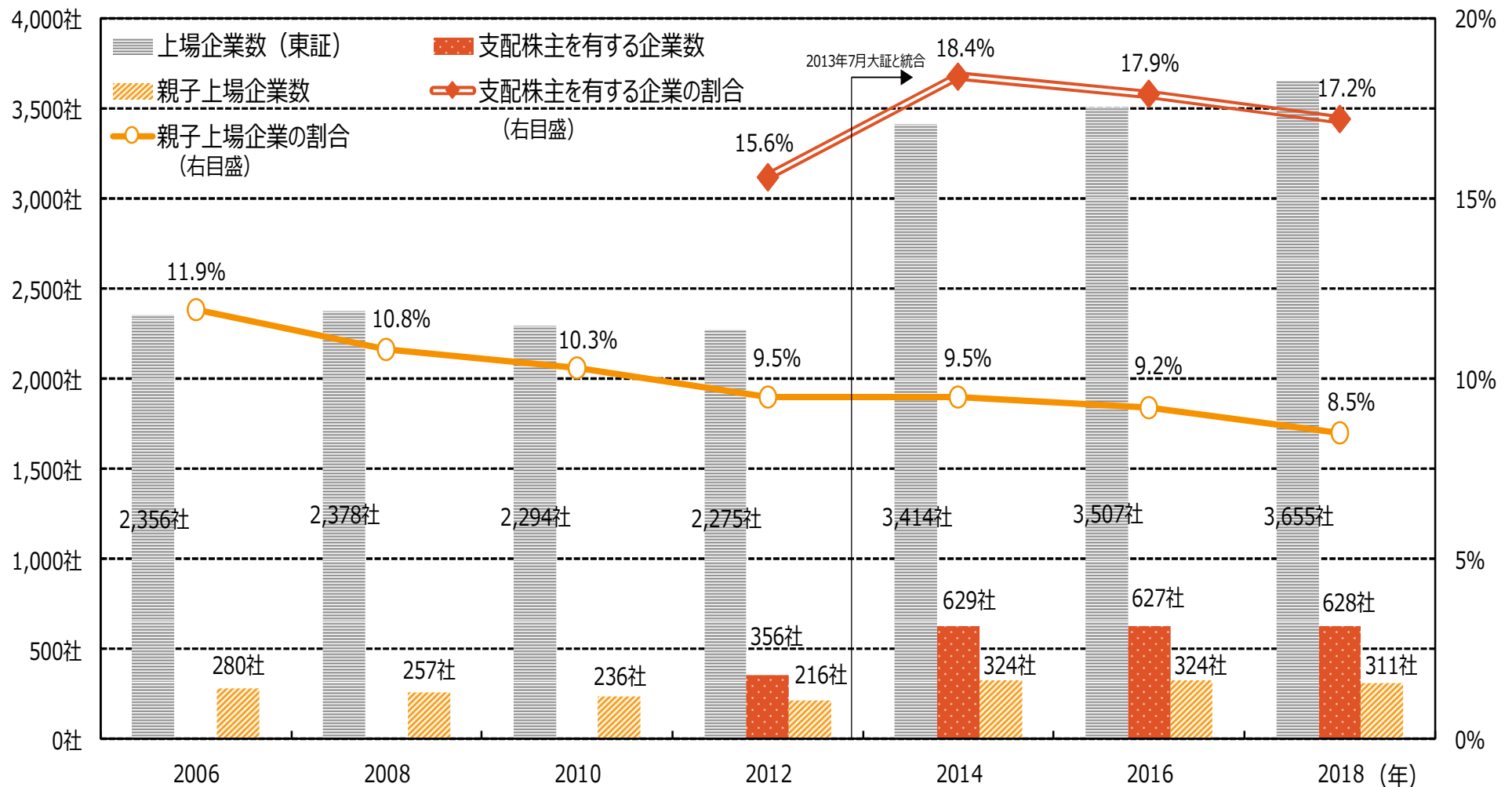
1. はじめに（背景・問題意識、実務指針の位置づけ・目的等）
2. グループ設計の在り方
3. 事業ポートフォリオマネジメントの在り方
4. 内部統制システムの在り方
5. 子会社経営陣の指名・報酬の在り方 ※完全子会社のみを対象。
6. 上場子会社に関するガバナンスの在り方
7. おわりに

## 【目次】

1. グループガイドラインについて
2. 上場子会社の現状と評価
3. C G S 研究会における議論の経緯
4. グループガイドラインの提案内容
5. 今後の検討課題
6. 成長戦略実行計画（令和元年）

# 日本の親子上場・上場子会社の現状

- 上場企業のうち支配株主を有する会社は、2018年時点で628社（全体の17.2%）。
  - 親子上場企業は減少傾向にあり、2018年時点で311社（同8.5%）。
- （注）東証の上場規程において、「支配株主」とは、親会社又は議決権の過半数を直接若しくは間接に有する者とされている。



（出典）東京証券取引所「東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書」のデータを基に経済産業省において作成。

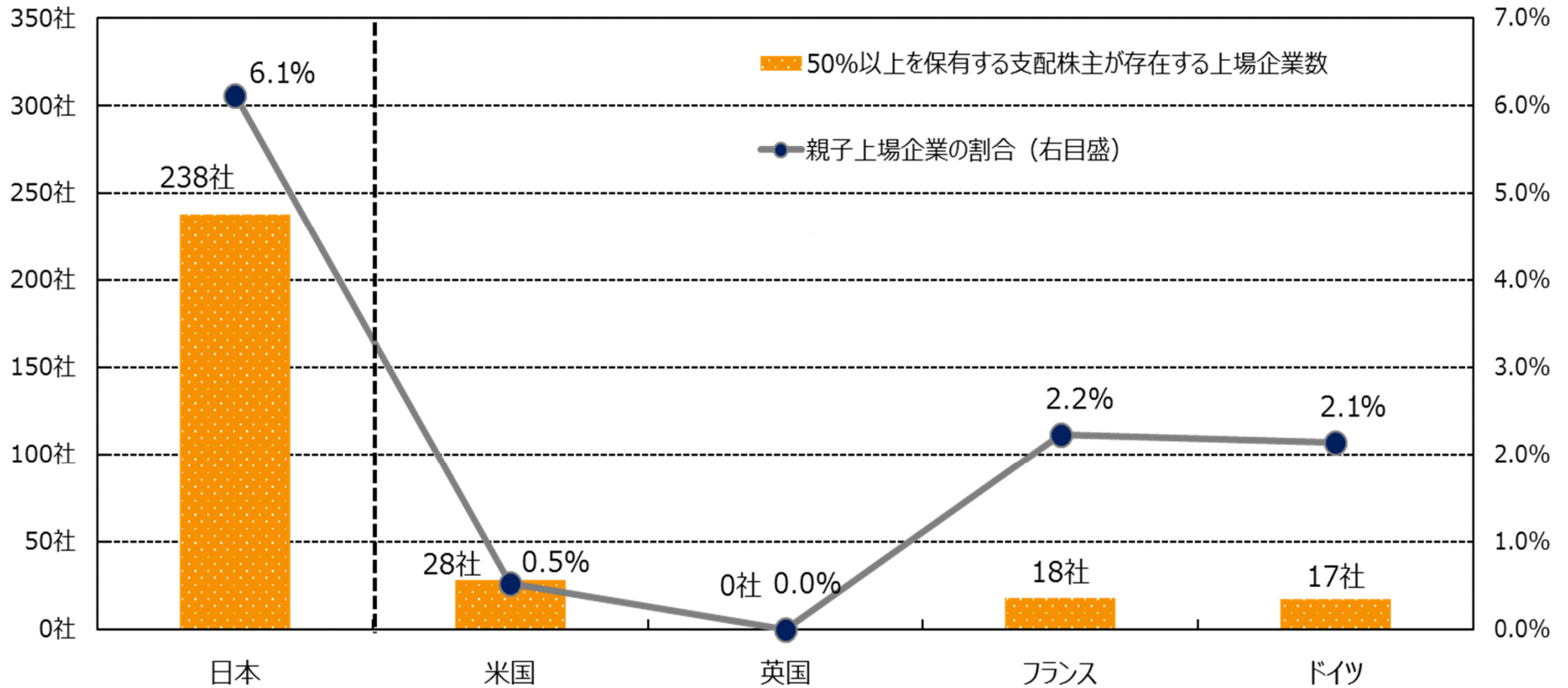
（注）2011年3月より、コーポレート・ガバナンスに関する報告書において、支配株主の有無の記載を求めることとしたため、「支配株主を有する企業」についてのデータは2010年以前は存在しない。



## 各国比較（上場企業数と全上場企業に占める割合）

- 日本の上場子会社数と市場に占める割合は、欧米各国と比較してかなり高い水準にある。

※ 上場子会社のカウントの仕方について、東証の「コーポレートガバナンス白書2017」とは若干整理が異なる。具体的には、以下の各国比較データでは、上場子会社について直接保有の場合のみを対象としていることや、支配株主の定義が異なることなど、東証データと単純比較はできない点は注意が必要。



(出典) 経済産業省 第3回公正なM&Aの在り方に関する研究会資料（海外調査中間報告資料（ホワイト&ケース法律事務所））のデータを基に経済産業省において作成。  
 (注) 対象上場会社の発行済株式の50%以上を直接保有している支配株主と対象会社の両者が、同一国のいずれかの取引所（同一市場には限られない）に上場している件数。

# 日本における上場子会社の評価

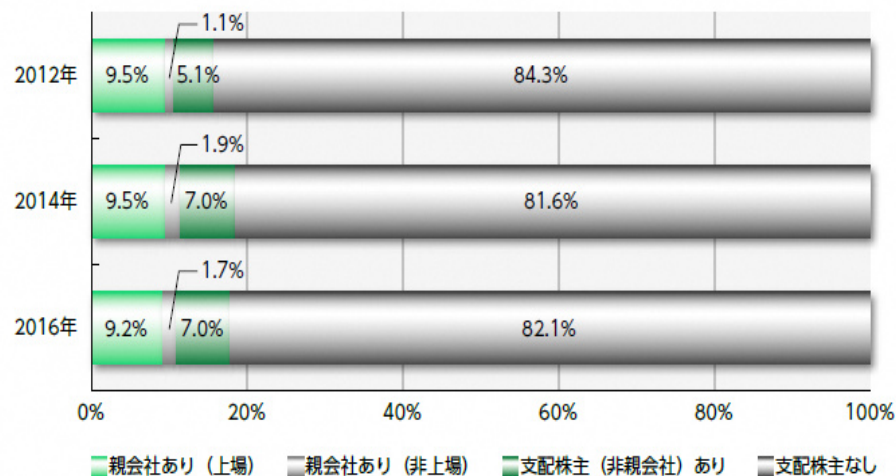
- 2011年に実施された親子上場に関する実証分析※によると、上場子会社のIPO後のパフォーマンスは（平均的には）独立企業と比較して低くなく、親会社に対する経済的搾取が発生している可能性も低いとの結果が提示されている（詳細は次頁参照）。

※「日本の企業統治」（宮島英昭著）の第7章「親子上場の経済分析 利益相反問題は本当に深刻なのか」（宮島、新田、宍戸）を参照。

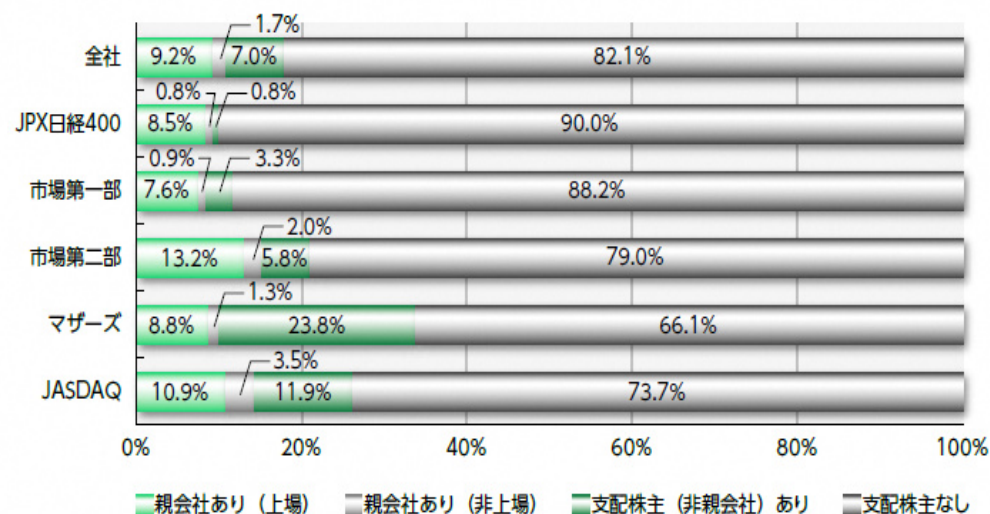
- これに対して、多くの投資家は、親子上場における利益相反リスクを懸念しており、上場子会社における企業価値ディスカウントの可能性が指摘されている。

日本における上場子会社の状況（2017年白書によると東証上場企業のうち324社が親子上場企業）

図表 11 支配株主・親会社の有無の推移



図表 12 支配株主・親会社の有無（市場区分別）



※ 1 親会社：財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則第8条第3項に規定する親会社をいう。

※ 2 支配株主：有価証券上場規程第2条第42号の2、同施行規則第3条の2。

（出典）株式会社東京所見取引所 東証上場会社コーポレートガバナンス白書2017

# 親子上場に関する実証分析

- 「日本の企業統治」（宮島英昭著）の親子上場に関する実証分析では、親子上場の実態を検証し、「親会社によって**子会社・少数株主利益が搾取されている可能性は低い**」とした上で、親子上場という選択肢の重要性を認めつつ、**構造的な利益相反リスクを最小化するため政策提言**がなされている。

## 親子上場の実態に対する示唆

- ① 1990年代以降の親子上場は、親会社に対して組織設計の合理的な選択肢を提供してきた。近年でも**子会社上場は、企業グループの組織選択としての重要性を失っていない。**
- ② **子会社上場は**子会社の少数株主からみても、**コストよりもベネフィットが大きい。**親会社が優位な保証効果を発揮していることに加え、親会社が子会社のIPO後のパフォーマンスを有意に引き上げる効果を有している。
- ③ 銀行危機以降においても、**親子上場を維持する成熟した子会社のパフォーマンスは独立企業と比較して有意に高く、少なくとも低くはない。**親会社によるモニタリング効果が、この高パフォーマンスの源泉とみられ、自己取引などによる子会社少数株主との間の利益相反のコストがシステムティックに顕在化したことを示す証拠はない。
- ④ 少なくとも**金融取引を利用した搾取**（ファイナンシャル・トンネリング）に関しては、**親子上場に起因する、あるいは親子上場によって増幅されている問題が生じている可能性は低い。**

## 親子上場に対する政策の在り方に関する提言

- 実証結果は、**親子上場の実務を止めてしまうような過度な規制をとるべきではない**ことを示唆。
- しかし、**親子上場には利益相反構造が内包**され、日本市場でもこの問題を惹起させる新興企業による親子上場が増加していることは事実。
- 市場に参加する投資家、特に**海外投資家からの信任を得るために、上場子会社のベネフィットを維持しつつ、コストを最小化**するような制度の再設計が必要。このための方策として、①情報開示を含めた何らかの事前手続と②事後的に利益相反行為を審査する制度の導入が考えられる。
- ①については、**子会社取締役による利益相反取引に対するレビューを実効化**することであり、**グループ内取引をモニターする責任ある役員の導入**（例：議決権を有する独立取締役によるモニターを義務付けること）や取締役会決議に関する情報開示などが考えられる。
- ②については、**会社法による支配株主の忠実義務の導入**が考えられる。支配株主による少数株主の搾取という問題が国際的に注目を集める中で、**少数株主の保護に向けた法整備が必要。**

## (参考) 親子上場に関する実証分析

- 「日本の企業統治」(宮島英昭著)の親子上場に関する実証分析では、上場子会社と独立企業のパフォーマンス比較が行われており、全期間を対象とした分析から、「上場子会社のトービンのq1.24は、独立企業の1.17と比べて有意に高く、財務指標のROA及び売上高成長率も上場子会社が独立起業を上回っている」との分析結果が示されている。
- 本分析では、このような分析結果を踏まえ、「親会社による搾取が、これまで市場で強く懸念されたことはなく、搾取があったとしても、会計情報に表れるほどの規模ではなかった」とされている。

表7-7 上場子会社と独立企業のパフォーマンス比較1

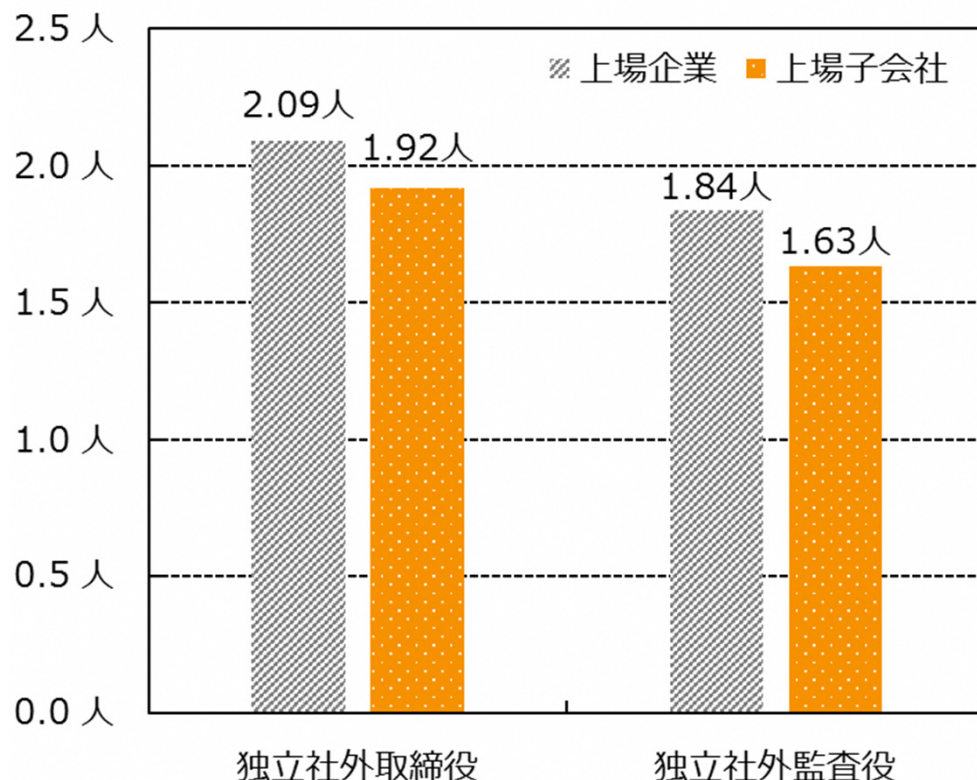
期間	パフォーマンス指標	①子会社(親子上場)			②独立企業			平均値の差 ①-②
		データ数	平均	標準偏差	データ数	平均	標準偏差	
1986	トービンのq	6,283	1.24	0.57	6,283	1.17	0.48	0.07***
	ROA	6,283	3.55	4.41	6,283	3.29	4.16	0.26***
2008	総資産負債比率	6,283	0.61	0.21	6,283	0.58	0.20	0.03***
	売上高成長率	5,717	2.37	12.98	6,039	1.78	11.89	0.59***
1986	トービンのq	1,211	1.74	0.73	1,211	1.61	0.62	0.14***
	ROA	1,211	4.45	4.13	1,211	4.23	4.10	0.22*
1990	総資産負債比率	1,211	0.65	0.20	1,211	0.58	0.19	0.07***
	売上高成長率	953	8.85	11.70	982	8.94	11.11	-0.09
1991	トービンのq	1,541	1.30	0.42	1,541	1.25	0.40	0.05***
	ROA	1,541	2.94	4.16	1,541	2.79	3.95	0.15
1996	総資産負債比率	1,541	0.64	0.20	1,541	0.60	0.20	0.04***
	売上高成長率	1,497	1.35	11.78	1,540	0.24	10.46	1.12***
1997	トービンのq	1,769	1.00	0.40	1,769	0.95	0.33	0.05***
	ROA	1,769	2.52	4.16	1,769	2.52	3.57	0.00
2002	総資産負債比率	1,769	0.62	0.22	1,769	0.61	0.21	0.01
	売上高成長率	1,650	-1.11	13.05	1,761	-1.83	11.36	0.73**
2003	トービンのq	1,762	1.08	0.45	1,762	1.02	0.35	0.05***
	ROA	1,762	4.49	4.73	1,762	3.86	4.70	0.63***
2008	総資産負債比率	1,762	0.56	0.21	1,762	0.54	0.20	0.02***
	売上高成長率	1,617	3.02	13.20	1,756	2.74	12.15	0.28

(注) 分析対象は、金融事業法人を除く、全国証券取引所上場会社、及びジャスダック上場会社。①の子会社は Claessens *et al.* (2000) に従って33%基準で判定した。①の子会社は、株式公開後10年以上が経過し、かつ、同一の親子関係が変化せずに3年以上継続したケースのみを対象とし、自らがさらに上場子会社を持つ場合は除外した。②の独立企業は、株式公開後10年以上が経過し、かつ33%以上を保有する支配株主、及び15%以上を保有する上場会社株主が存在せず、かつ自らが33%基準の親会社でない上場会社の中から、①のサンプル参入時において、①と業種と規模を一致させるように抽出した。②は、会社の重複を許さず、①とすべての期間において一対一に対応。パフォーマンス指標は、日経 NEEDS に基づき筆者算出。各変数の定義は以下の通り。トービンのq=(負債総額簿価+ファイナンスリースの期末残高+株式時価総額+優先株残存額)/(総資産簿価(時価会計移行調整)+ファイナンスリースの期末残高)×100。ROA=(営業利益+ファイナンスリースの支払利息)/(総資産簿価(時価会計移行調整)+ファイナンスリースの期末残高)×100。総資産負債比率=(負債総額簿価+ファイナンスリースの期末残高)/(総資産簿価(時価会計移行調整)+ファイナンスリースの期末残高)。売上高成長率=(売上高/前期売上高-1)×100。ここで、財務データは、連結決算が取得できる場合は連結決算を、取得できない場合は単独決算を利用している。\*\*\*、\*\*、\*は、それぞれ平均値の差が1、5、10%水準で有意であることを示す。

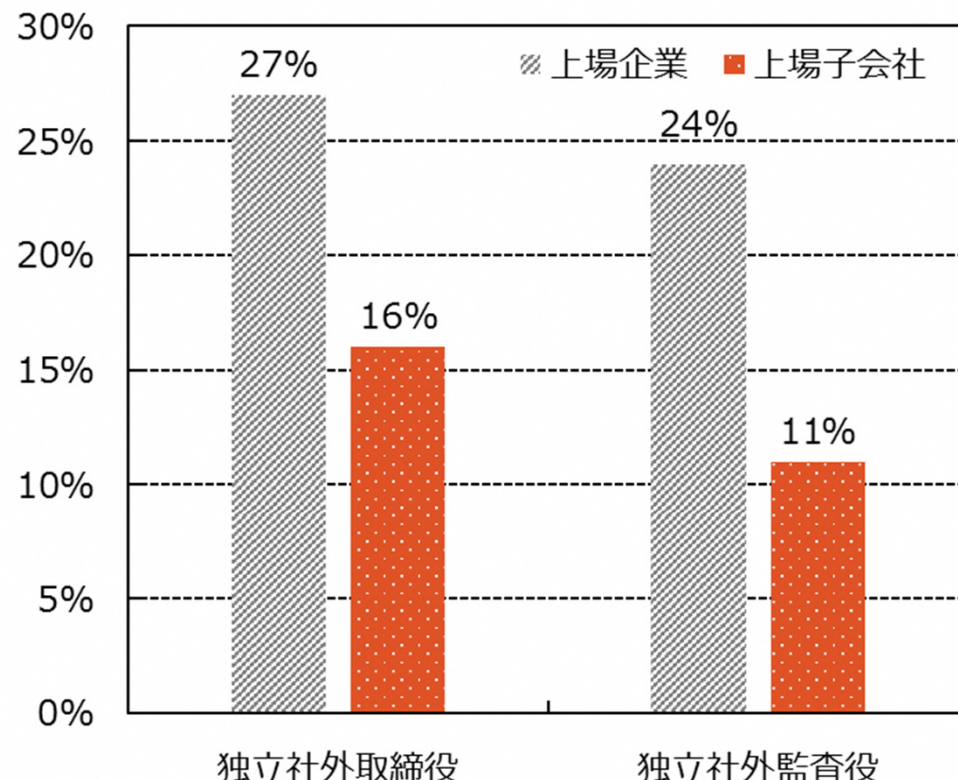
## 上場子会社のガバナンスの現状（上場企業全体との比較）

- 上場子会社のガバナンスを上場企業一般と比較すると、一般株主の利益を確保するために重要な役割を担う独立社外取締役と独立社外監査役の人数が劣後することが判明。
- 3名以上の独立役員を設置する割合についても、上場企業一般と比較して大きな差がある。

＜独立社外役員の平均人数＞



＜独立社外役員を3人以上選任している企業の割合＞



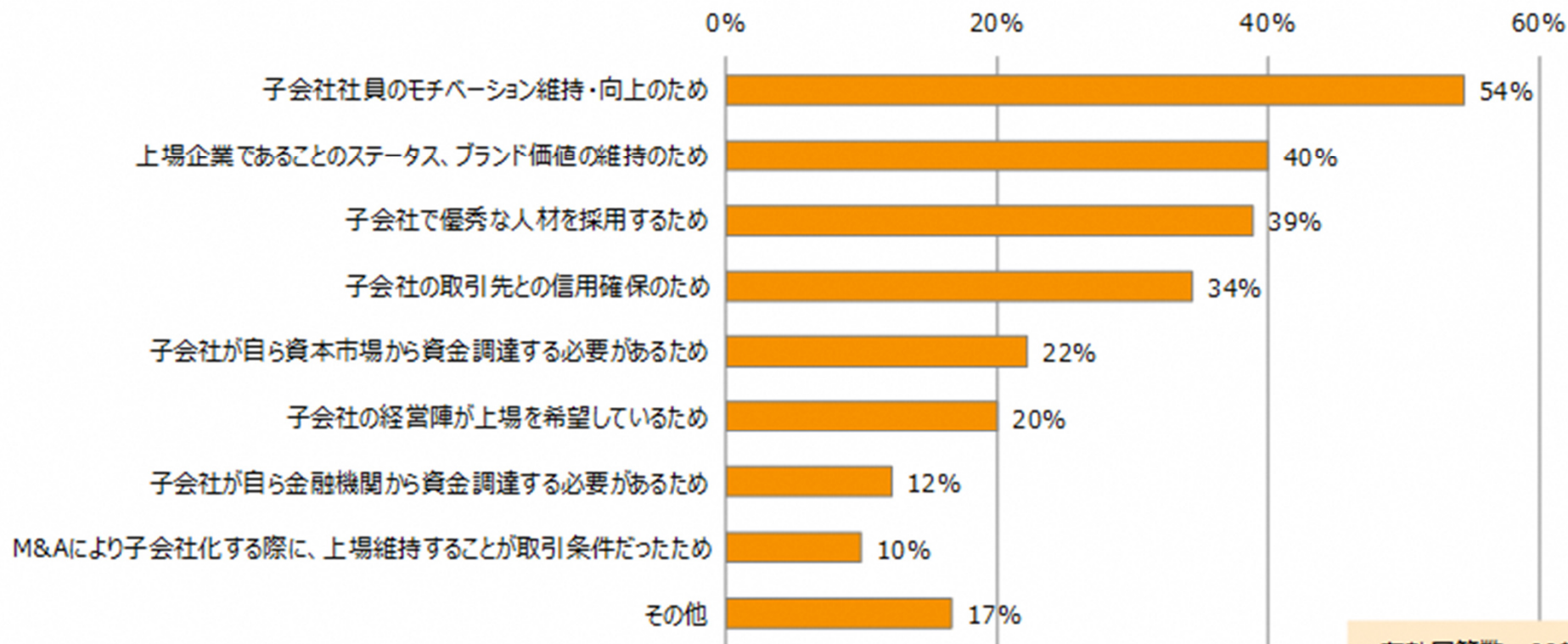
（出典）2018年11月時点のEOLデータを基に経済産業省にて作成。 ※ここでの「上場子会社」は、支配株主が上場企業であるもの（いわゆる親子上場）に限る。

## 【企業アンケート結果】上場子会社を保有している理由

- 上場子会社を保有する理由としては、「社員のモチベーション維持・向上」や「上場企業としてのステータス維持」、「優秀な人材の採用」などを理由にあげる企業が多い。

問54.上場子会社を保有している理由として、当てはまるものをご教示ください。

(上場子会社を保有している企業のみ回答。複数選択可)



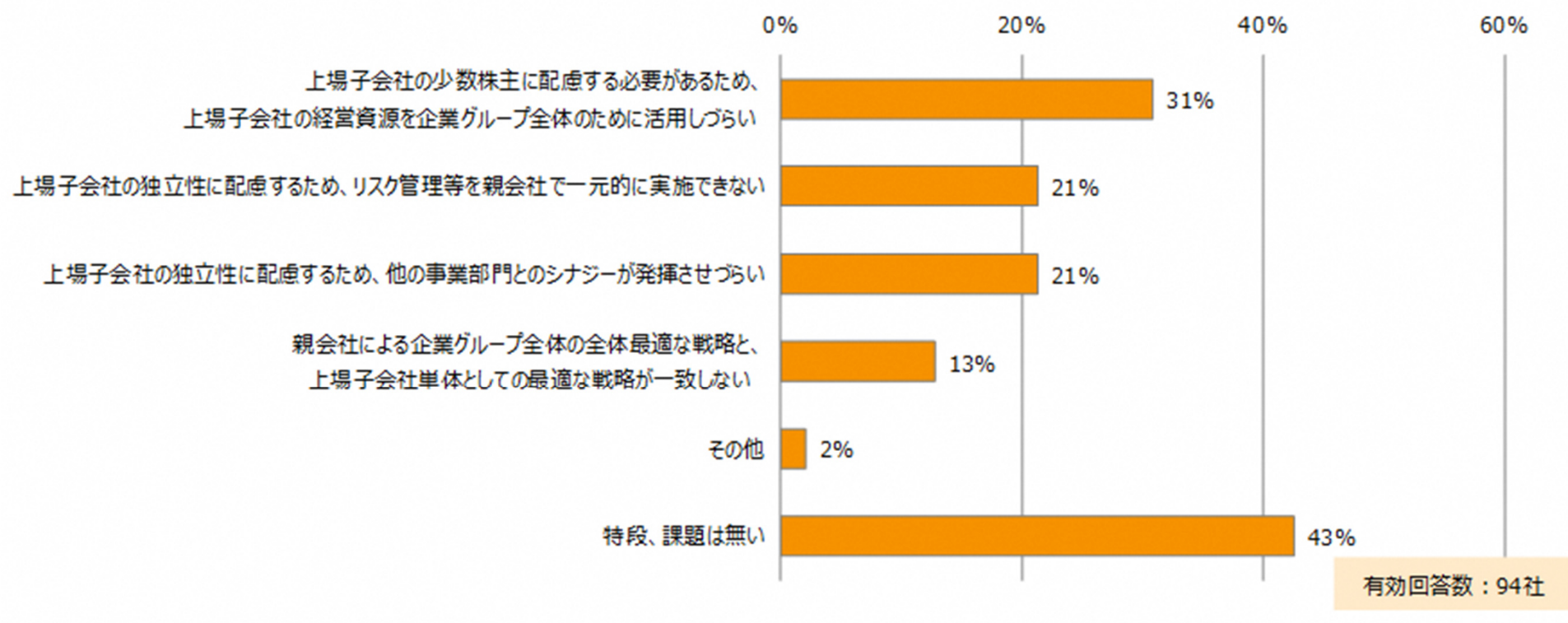
有効回答数：90社

## 【企業アンケート結果】事業ポートフォリオ戦略における上場子会社

- 6割弱の企業が上場子会社について何らかの課題があると認識している。
- 具体的な課題としては、「上場子会社の少数株主に配慮する必要があるため、上場子会社の経営資源を企業グループ全体のために活用しづらい」（31%）、「リスク管理等を親会社で一元的に実施できない」（21%）、「他の事業部門とのシナジーが発揮させづらい」（21%）が多い。
- グループの全体最適と上場子会社単体の最適戦略が一致しないとする企業も13%存在。

問55.企業グループ全体の事業ポートフォリオ戦略の策定・実行する際に、上場子会社における課題をご教示ください。

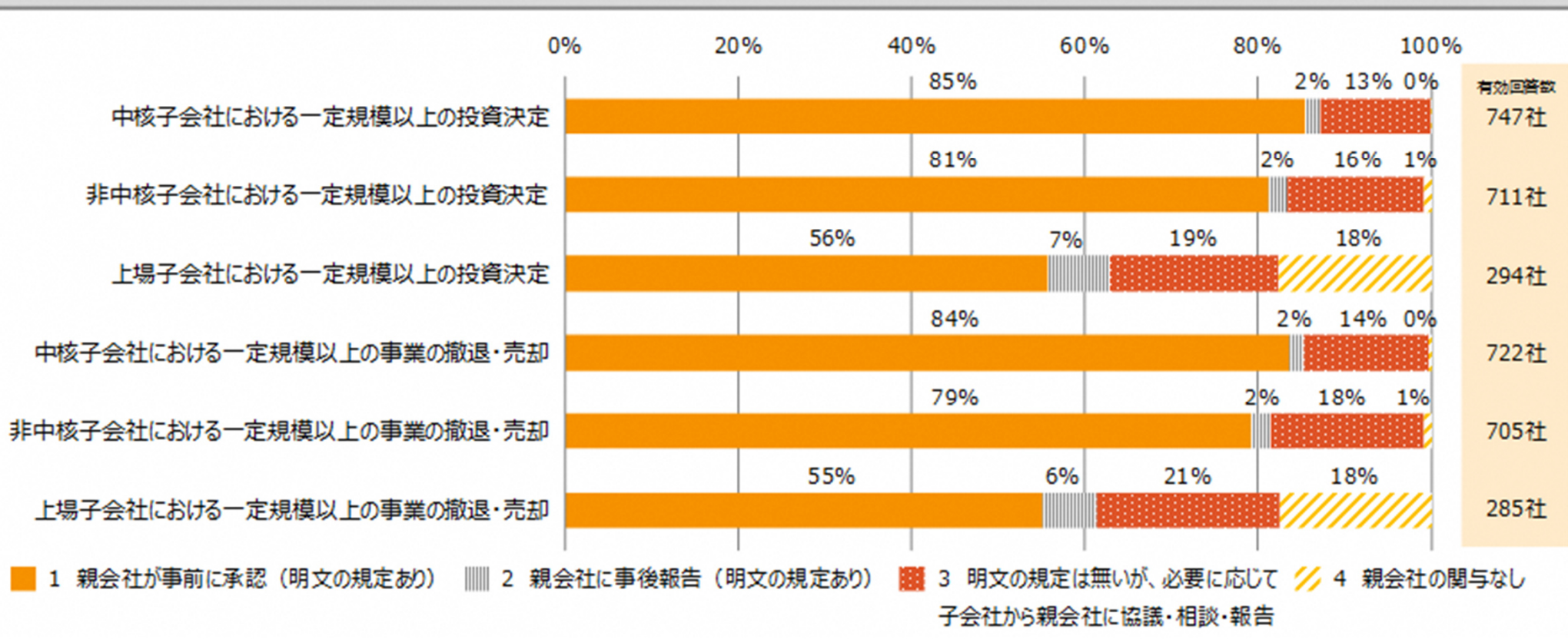
（上場子会社を保有している企業のみ回答。複数選択可）



## 【企業アンケート結果】上場子会社に対する親会社の関与の在り方

- 上場子会社における一定規模以上の投資決定または事業の売却・撤退について、「親会社が事前に承認（明文規定あり）」すると回答した企業が55%。

問33.企業グループにおいて、子会社の案件に対する親会社の関与の在り方として、各項目それぞれについて下記選択肢より最も近い選択肢を1つ、ご教示ください。  
(それぞれについて、1～4から1つ選択)

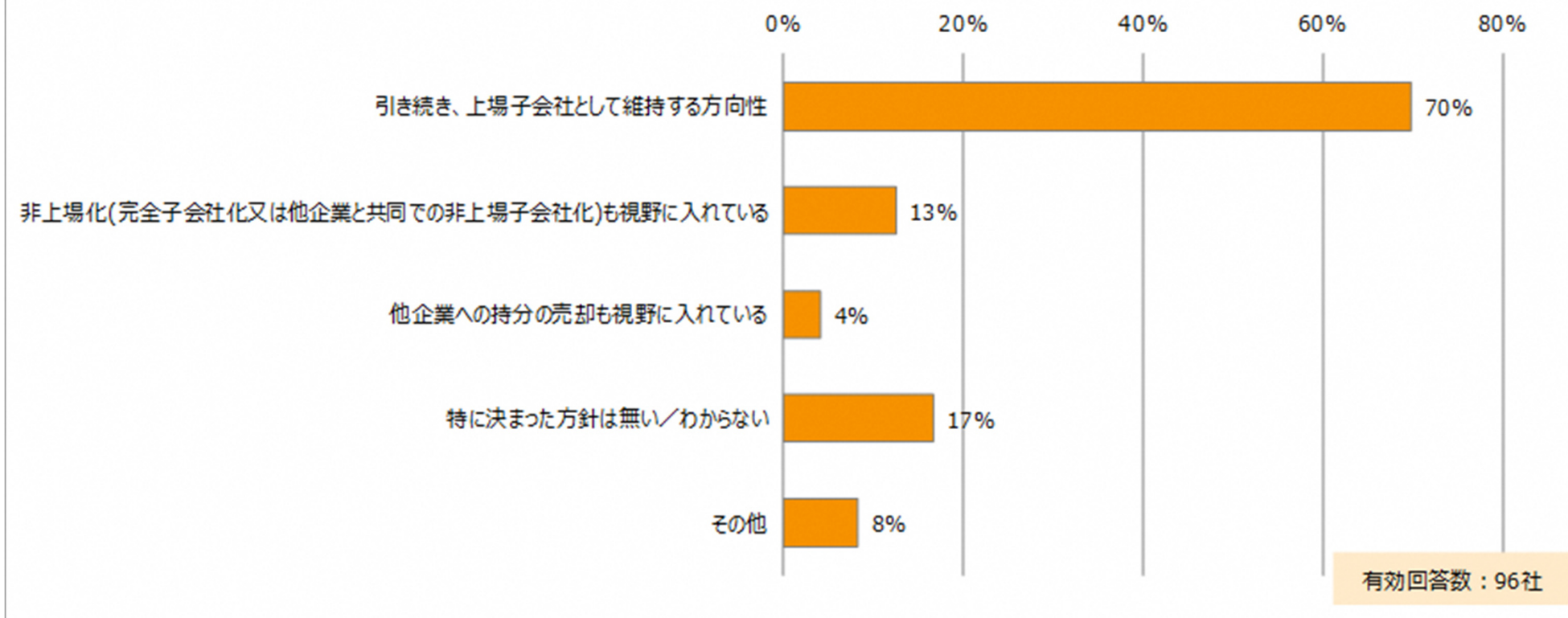




## 【企業アンケート結果】上場子会社を保有している理由

- 上場子会社を整理することを視野に入れている企業は1～2割であり、7割の企業が上場子会社を維持する方針となっている。
- なお、今後の方針を定めていない企業も2割弱存在している。

問56. 貴社の上場子会社について、今後の方針をご教示ください。  
(上場子会社を保有している企業のみ回答。複数選択可)



# 上場子会社に対する投資家の声

- 親子上場に対しては、国内外の機関投資家からは、厳しい視線が注がれている。

## ➤ 米系機関投資家

- そもそも日本の上場子会社はTOB前価格がすでにディスカウントされている。アメリカはフィデューシャリーデューティーの規制等でコストがかかるが、日本はそれがないので親子上場が存在するのではないか。

## ➤ 米系機関投資家

- 日本では資本市場に軸がなく、上場子会社でも業績がいい場合もある。アメリカだとあり得ないという評価がなされるが。他方、そもそも上場子会社というものの自体がおかしいのではないかという考えはある。
- 投資判断的には、独立心が強いのであれば親会社のバリューをディスカウントするし、親会社の子会社のハードルになるのであれば子会社のバリューもディスカウントするというかたちでいずれもディスカウントの方向。
- 社員のモチベーション等の観点について、採用時にプラスに働くかもしれないが、経営の舵が曖昧になるのは最悪。
- 完全子会社する資金がないという主張については、財務的にバツなら手放せばいいし、マルなら借り入れてでも買えば良いのではないか。日本では従業員や事業拡大のみしか見ておらず、株主という視点に欠けている。
- 上場子会社に投資することもある。親を引っ張っているのは子というケースもあるのでケースバイケース。

## ➤ 国内アセットオーナー

- 海外のほとんどの証券取引所では、100%子会社になる前段階として親子上場となるケースに限られているが、日本は状況が違う。日本は、コーポレート・ガバナンスが効きようがない形の上場となってしまっている。
- 親子上場は禁止・廃止すべき。今のところ、海外投資家のオポチュニティになっている。
- 親子上場の場合の親会社の態度に矛盾を感じている。すなわち、親会社は自らのバランスシートに載っているものの利益最大化を図らなければならないので、当然、支配している子会社の利益も追及すべきである。他方、親子上場する際には子会社の独立性を担保することが求められていることもあり、子会社の少数株主が親会社に話をしに行っても、独立しているから関係ないと言われる。この使い分けは非常に評判が悪い。

# 上場子会社に対する投資家の声

## ➤ 国内アセットオーナー

- **親子上場は少数株主の立場に立つとガバナンスが効きにくく、少数株主が害される恐れがある。**商取引の関係で言っても一般論としてはよくない。

## ➤ 国内ファンド

- 上場子会社の株主として親会社に対話を求めても、子会社は独立しているので子会社と話してくれ、として断られる。結果として、上場子会社は経営者天国になっていたり、株価が割安で放置されていたりする。
- 親会社にアカウントビリティがあるとされていることも踏まえ、**親会社には、子会社株主との対話に応じる義務があることを明確にして欲しい。**
- 子会社上場は認めるべきでない。仮に認めるとしても、**子会社の少数株主を守るために、上場規則で真に独立した社外取締役が過半数いることとすべき。**

## ➤ 国内研究者

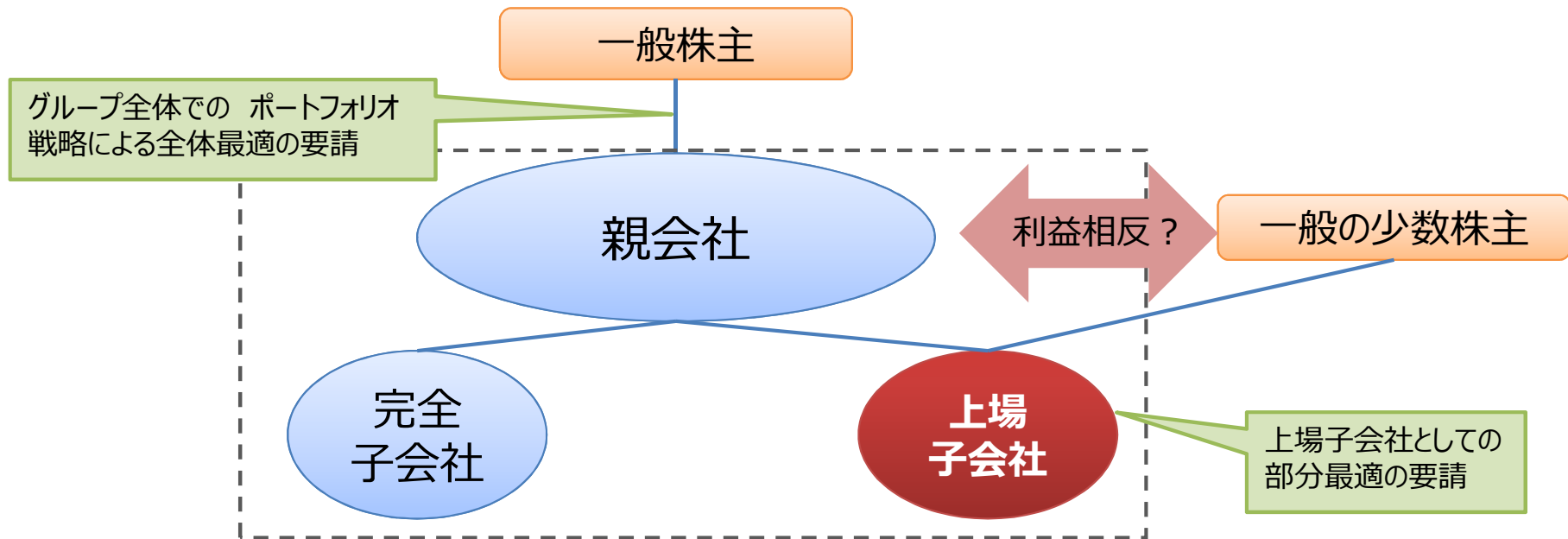
- 上場子会社は、（グループとしての）ポートフォリオマネジメントの要請と整合的かという点、**投資家的に言うと完全にNO**。どの投資家と話してもNOと言う。**企業価値への貢献が非常に大きい上場子会社なら完全子会社化すれば良いし、他方、そうでない上場子会社は売ってしまえば良い。**
- 親会社の株主からすると中途半端な状態なので、すぐに売れと主張する。
- 上場子会社の株は狙われやすい。ディスカウントされた値段で買われ、フェアバリューを主張される。
- 親会社から見ても子会社から見ても、シナジーはある。親会社のR&Aインフラを使えたり、人材も探してもらえたりと、シナジーが出ていることも否定できない。**投資家からするとNOだが、グループ経営という側面から見るとプラスがある。**
- **上場子会社のトップの選解任について取り上げると良い**のではないか。上場している以上、子会社の社外取締役がしっかりやるべき。天下りするくらいなら完全子会社化すれば良いし、**緊張関係を持つなら子会社社長は株主に任せるべき。**
- 親会社と緊張関係を保っている上場子会社もある一方で、**完全に受け身の姿勢となっている上場子会社もある**ので、これを一律に語るのは難しいかもしれない。

## 【目次】

1. グループガイドラインについて
2. 上場子会社の現状と評価
3. C G S 研究会における議論の経緯
4. グループガイドラインの提言内容
5. 今後の検討課題
6. 成長戦略実行計画（令和元年）

# 事業ポートフォリオマネジメントにおける上場子会社の扱いについて

- 親子上場は、長期安定的な存在としては、日本に特有の実務であるとも言われ、会社法の観点からは「親会社（支配株主）と少数株主の利益相反」の問題が指摘される。
- 一方、企業実務では、上場子会社の独立性に配慮しており、実証分析でも、親会社による搾取等の特段の問題は生じていないとされてきた。
- 今後、親会社がグループの全体最適を図る観点から、事業部門を超えて切出しを含めたポートフォリオ組換えを行うに当たっては、上場子会社の扱いが問題になりうるのではないか。
- 特に、親会社の役割として②事業的シナジー実現機能を重視し、事業セグメントを超えた事業シナジーを実現するため、経営資源の共用や調達・販売等の共同化を図ろうとすれば、「上場子会社の少数株主利益の最大化」との緊張関係が生じる場合もありうるのではないか。



## 議論の対象とすべき「上場子会社」の範囲について

- 少数株主の利益保護の観点からは、支配株主（創業家等）のいる上場会社が問題となりうる（支配株主と少数株主の利益相反問題）。
- 他方、グループの全体最適を図る観点からの事業ポートフォリオの見直し（※1）や、グループ全体の内部統制システムの構築・運用の責任（※2）については、特に支配株主（親会社）が上場会社である場合に論点となる。
- よって、特にこれらの関係整理が問題となる「親子上場」の場合における上場子会社の問題を中心に、議論を行ってはどうか。

※1：コーポレートガバナンスコード（2018年6月1日改訂）

【原則5-2. 経営戦略や計画の策定・公表】

経営戦略や計画の策定・公表に当たっては、自社の資本コストを的確に把握した上で、収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、その実現のために事業ポートフォリオの見直しや、設備投資・研究開発投資・人材投資等を含む経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて、株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべきである。

※2 会社法では、「取締役の職務の執行が法令及び定款に適合することを確保するための体制その他株式会社の業務並びに当該株式会社及びその子会社から成る企業集団の業務の適正を確保するために必要な……体制の整備」（会社法362条4項6号等）については、取締役会において決議しなければならない旨規定されており、「企業（法人）」単位と並び「企業集団（グループ）」単位での「内部統制システム」の構築・運用が求められている。

## 上場子会社の適切な運営について（基本的な考え方）

- 上場子会社は、グループ設計の有用な選択肢の一つであるが、親子間の利益相反構造に留意し、少数株主の利益にも配慮し、**その独立的意思決定を尊重した運営**が求められる。
- 親会社は、会社法上「グループの内部統制システムの構築・運用」が義務付けられており、大規模M&A等、グループとしてのリスク管理上必要な場合については、**子会社による独立した意思決定が担保される前提で、事前の協議等を求めることは合理的。**
- 他方、親子（少数株主）間で利益相反がある場合（親子間取引や資源配分(※)）には、特に、上場子会社における独立した意思決定を通じて「公正な対価」が確保されるよう、実効的なガバナンスの仕組みを整備しておくことが必要。  
※グループとしての**全体最適を優先した事業ポートフォリオの見直し**（重複事業の整理）等

# 上場子会社におけるガバナンスの在り方について

- 現状、日本の会社法では、支配株主（親会社）が少数株主に対して何らかの配慮義務を有するとの規定は存在せず、判例上もそうした義務は示されていない。
- こうした中、上場子会社の適切な運営が行われるためには、事業ポートフォリオ見直しにおける事業再編を含め、親子間に利益相反がある取引において、上場子会社での独立した意思決定を担保するためのガバナンス体制の整備が特に重要となる。
- そのため、上場子会社において「親会社から独立した社外取締役」を一定数（割合）確保し、当該社外取締役が適切に役割を果たすことが重要となる。

※監査役設置会社の場合は、上記社外取締役に加えて、社外監査役も同様の役割を果たすことが期待されるとの指摘がある。

- 上場子会社の取締役については、支配株主として親会社が選解任権限を有するが、その権限の行使（株主提案・議決権行使）に当たっては、親子上場の適切な運営の観点（※）から、上記の点に十分配慮する責務があると考えられるのではないか。

※親会社による上場子会社の利益相反リスクへの懸念がある場合、市場において上場子会社の株価がディスカウントされることになり、親会社にとっては資産価値が減損することとなる。したがって、上場子会社において利益相反リスクに適切に対処するためのガバナンス体制（その担い手としての社外取締役の選任と機能発揮）が整備されることは、親会社にとっても重要な課題となり、親会社の取締役会においても適切な監督が行われることが期待される。

- コーポレートガバナンスコード（2018年6月1日改訂）

【原則4－8. 独立社外取締役の有効な活用】

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外取締役を少なくとも2名以上選任すべきである。

また、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。



## (参考) 親子会社法制について

- 支配株主の少数株主に対する責任について、諸外国には、判例法上これを認めている例があるが、わが国には、こうした責任について、会社法上も特段の規定はなく、判例上も示されていない。

- 米国では、支配株主が少数株主に対して「信認義務」(fiduciary duty)を負うことが判例法上認められており、損害賠償責任や差止めを認めた裁判例がある。
- ドイツでも、支配株主が少数株主に対して「誠実義務」(Treuepflicht)を負うことが、判例法で確立している。
- わが国でも、平成26年会社法改正の議論の過程において、子会社少数株主を保護するための親会社の責任に関する規定を創設するか否かが議論された(※)が、最終的には、このような規定は創設されず、その代わりに、親子会社間取引に関して情報開示の充実が図られることとなった。

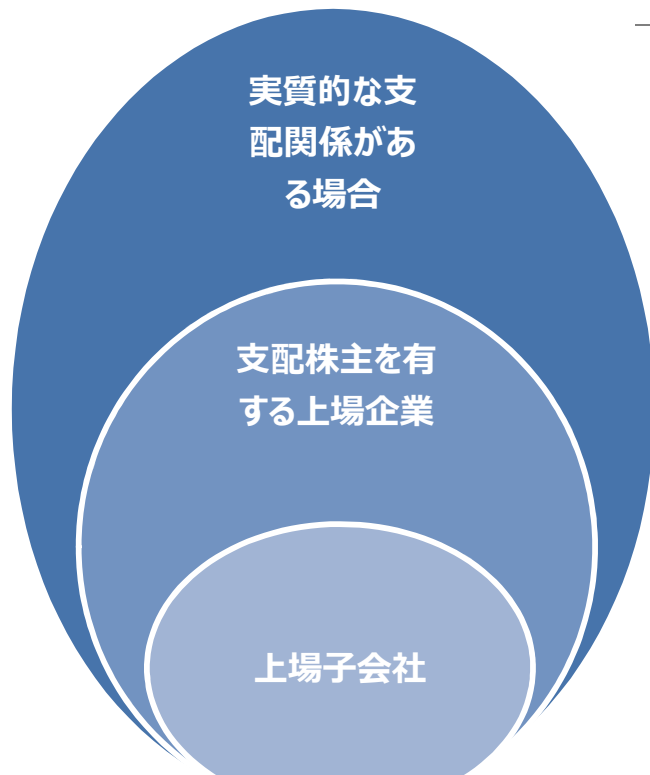
※親会社の子会社の株主総会における議決権を背景とした影響力の行使により、子会社が親会社から搾取されるようなことから、子会社ひいては子会社少数株主を保護しようとする問題意識に基づき、特に「親子会社間の利益相反取引」は、定型的に子会社に不利益を及ぼすおそれがあると考えられることから、こうした取引によって子会社が不利益を受けた場合における親会社の責任に関して、明文の規定を設けるか否かが議論された。

## 【目次】

1. グループガイドラインについて
2. 上場子会社の現状と評価
3. C G S 研究会における議論の経緯
4. グループガイドラインの提言内容
5. 今後の検討課題
6. 成長戦略実行計画（令和元年）

## 第6章（上場子会社に関するガバナンスの在り方）の対象範囲

- 親子上場の場合の「上場子会社」が主たる対象。（親会社が事業ポートフォリオに関する説明責任を負っているため。）
- ただし、一般株主との利益相反リスクに対応するためのガバナンスの在り方については、「**支配株主（※）を有する上場企業**」に基本的に妥当。  
（※）東証の上場規則において、「支配株主」とは、「親会社又は議決権の過半数を直接若しくは間接に保有する者」とされている（有価証券上場規程2条2号、同条42号の2、同施行規則3条の2）。
- 形式的には「支配株主」に当たらない場合でも、実質的な支配関係にある場合には、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を期待。



第6章の適用範囲	支配株主の当否	支配株主の上場の有無
<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ （支配株主に該当しない場合でも）実質的な支配関係にある場合には、<b>第6章の趣旨を踏まえ、適切なガバナンスの在り方を検討することを期待。</b></li> </ul>	×	—
<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 一般株主との利益相反リスクに対応するためのガバナンスの在り方については<b>第6章の考え方が基本的に妥当</b></li> </ul>	○	非上場
<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ <b>第6章の主たる対象</b></li> </ul>	○	上場

# 上場子会社において利益相反が生じる具体的な場面

- 上場子会社において、利益相反が生じる場面としては、大きく以下の3つの類型が考えられる。
- こうした取引は、親子間の利益相反リスクが顕在化しうるため、**上場子会社には、一般株主の利益に十分配慮した対応を行う**ことが求められる。

	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"> <li>● 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。</li> <li>● 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。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 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。</li> <li>● 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。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 親会社は、できる限り安価で子会社株主を締め出し、完全子会社化したい。</li> <li>● 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。</li> </ul>

「公正なM&Aの在り方に関する研究会」での議論をまとめた「公正なM&Aの在り方に関する指針」(2019年6月末公表)を参照。同指針において、一般株主の利益を保護するための「公正性担保措置」の在り方を示している。

# グループガイドラインの提言内容（上場子会社のガバナンス）

項目		主なポイント
6.2	親会社における対応の在り方	<ul style="list-style-type: none"> <li>親会社は、グループ全体としての企業価値向上や資本効率性の観点から、<b>上場子会社として維持することが最適なものであるか、定期的に点検</b>することが重要。</li> <li>上場子会社として維持する合理的理由やガバナンス体制の実効性確保について、<b>取締役会で審議し、投資家に対して情報開示を通じて説明責任</b>を果たすべき。</li> </ul>
	リスク管理としての視点	<ul style="list-style-type: none"> <li>親会社は、<b>グループのリスク管理上必要な事項等については、上場子会社による独立した意思決定が担保されることを前提に、事前の協議を求めるとも合理的</b>である。</li> </ul>
6.3	基本的な考え方	<ul style="list-style-type: none"> <li>上場子会社においては、親会社と一般株主との間に利益相反リスクがあることを踏まえ、<b>上場子会社としての独立した意思決定を担保するための実効的なガバナンス体制が構築されるべき</b>である。</li> </ul>
	独立社外取締役の役割	<ul style="list-style-type: none"> <li>上場子会社の独立社外取締役には、<b>執行陣からの独立性</b>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、<b>親会社からの独立性</b>も求められる。</li> </ul>
	独立社外取締役の独立性に関する考え方	<p>（上場子会社における独立性基準）</p> <ul style="list-style-type: none"> <li><b>10年以内に親会社に所属していた業務執行者</b>を独立社外取締役として<b>選任しないこと</b>とすべき。</li> </ul> <p>（上場子会社における独立社外取締役の選任）</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>上場子会社の独立社外取締役については、<b>一般株主の利益を保護するという重要な役割を担える人物であるかを確認の上</b>、その指名・選任が行われるべき。</li> </ul> <p>※ 一般株主の利益保護は、取締役としての善管注意義務に基づく重要な役割であり、こうした役割に関する意識を醸成していくことも重要。</p> <p>（上場子会社における適切な独立社外取締役を確保するための担保措置）</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>親会社は、<b>上場子会社の取締役の選解任権限を行使するに際し、上場子会社のガバナンス確保に十分配慮</b>するべき。</li> </ul>

# グループガイドラインの提言内容（上場子会社のガバナンス）

項目	主なポイント
<p>6.3 上場子会社におけるガバナンス体制の在り方</p> <p>実効的なガバナンスの仕組み</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>上場子会社では利益相反リスクに対応できる<b>実効的なガバナンス体制が構築</b>されるべき。</li> <li>上場子会社においては、<b>取締役会における独立社外取締役の比率を高めること（1/3以上や過半数等）を目指すことが基本</b>であるが、それが直ちに困難な場合においても、<b>重要な利益相反取引については、独立社外取締役（又は独立社外監査役）を中心とした委員会</b>で審議・検討を行う仕組みを導入することが検討されるべき。</li> </ul>
<p>6.4 上場子会社経営陣の指名の在り方</p> <p>情報開示</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>上場子会社は、そのガバナンスの方策について、<b>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</b>すべきである。</li> </ul> <p>※ 具体的な検討内容（完全子会社化や売却等の方針等を含む）の開示を行うことに支障がある場合には、上場子会社を維持することの合理的理由について、十分な議論が尽くされ、客観的に確認されていることを<b>プロセスとして説明</b>することも考えられる。</p>
<p>6.5 上場子会社経営陣の報酬の在り方</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>上場子会社の経営陣の報酬は、<b>上場子会社としての企業価値の最大化への適切なインセンティブ</b>となるよう、<b>上場子会社が独立した立場で検討</b>されるべきである。</li> <li>上場子会社の報酬委員会は、上場子会社にとって最適な報酬設計が行われるよう、<b>親会社の取締役会・報酬委員会からの独立性が実質的に担保</b>されるべきである。</li> </ul>

## 6.2 親会社による情報開示

- 上場子会社については、「グループ経営における事業ポートフォリオ戦略のダイナミズムの中で、少なくとも過渡的な選択肢としては、一定の意義が認められる。」
- その上で、上場子会社における構造的な利益相反リスクを踏まえ、親会社には、グループ全体としての企業価値向上等の観点から、**上場子会社として維持することが最適なものであるか、定期的に点検（レビュー）することが重要。**
- 上場子会社として維持する場合には、①その**合理的理由**（※）とともに、②**上場子会社のガバナンス体制の実効性確保**（具体的な措置・手続きを含め）について、取締役会で審議し、投資家などに対して、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。

※グループ全体の事業ポートフォリオ戦略との整合性や、上場子会社とするベネフィットが制約やコストを上回っているか等。

➤ コーポレート・ガバナンス・コード（一部抜粋）

【原則5－2．経営戦略や経営計画の策定・公表】

経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっては、自社の**資本コストを的確に把握した上で**、収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、その実現のために、事業ポートフォリオの見直しや、設備投資・研究開発投資・人材投資等を含む**経営資源の配分等**に関し具体的に何を実行するのかについて、**株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべき**である。

## 6.3.2 上場子会社における独立社外取締役の役割

- 上場子会社の独立社外取締役には、①（一般の上場企業と同様）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、②（上場子会社固有の利益相反問題に対応するため）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。

➤ コーポレートガバナンス・コード（一部抜粋）

【原則4-7. 独立社外取締役の役割・責務】

上場会社は、独立社外取締役には、特に以下の役割・責務を果たすことが期待されることに留意しつつ、その有効な活用を図るべきである。

- i. 経営の方針や経営改善について、自らの知見に基づき、**会社の持続的な成長を促し中長期的な企業価値の向上を図る**、との観点からの助言を行うこと
- ii. 経営陣幹部の選解任その他の取締役会の重要な意思決定を通じ、**経営の監督を行う**こと
- iii. **会社と経営陣・支配株主等との間の利益相反を監督**すること
- iv. **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4-8. 独立社外取締役の有効な活用】

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名以上選任すべきである。

また、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。



### 6.3.3 上場子会社における独立社外取締役の独立性に関する考え方

- グループガイドラインでは、「親会社から独立した社外取締役」として、10年以内に親会社に所属していた業務執行者を独立社外取締役として選任しないとすべきとしている。

		取締役の属性		
		上場会社・子会社の業務執行者	親会社・兄弟会社の業務執行者	主要な取引先、多額の金銭その他の財産を得ているコンサルタント等の業務執行者
該当期	現在	独立性×	独立性×注1	独立性×
	最近注2 (1年以内)	独立性×	独立性×注1	独立性×
	過去注3 (10年以内)	独立性×	独立性○ ⇒ 独立性× (独立社外取締役としては親会社の業務執行者を選任しない)	独立性○

(出典) 東京証券取引所「独立役員に係る実務上の留意事項(2015年6月改訂版)」19頁の図を基に経済産業省において作成。

※ 濃青色部分に該当する場合、社外性なし(会社法2条15号参照)。

※ 濃青色部分に加え、水色部分に該当する場合、独立性なし(青太線枠内)。

※ 近親者や上場会社の経営を支配している自然人については省略。

(定義) 「業務執行者」とは、業務執行取締役若しくは執行役又は支配人その他の使用人を指す。

(注1) 親会社の業務執行者でない取締役を含む。

(注2) 実質的に「現在」と同視できるような場合を指す。1年以上前については「最近」には通常該当しない。

(注3) その就任前10年内のいずれかの時において、株式会社又はその子会社の取締役、会計参与(会計参与が法人であるときは、その職務を行うべき社員)又は監査役であったことがある者(業務執行取締役等であったことがある者を除く。)にあっては、それらへの就任の前10年間も含む。

# 上場子会社における適切な独立社外取締役を確保するための担保措置 (Majority of Minorityに関する情報開示)

- グループガイドラインでは、「親会社は、上場子会社の独立社外取締役の選解任権限を行使するに当たっては、上場子会社のガバナンス確保に十分配慮すべきである。」としつつ、Majority of Minorityについての開示を推奨している。

## グループガイドライン（一部抜粋）

（上場子会社における適切な独立社外取締役を確保するための担保措置）

- 親会社は、このような上場子会社における独立社外取締役の重要性を踏まえ、支配株主としての独立社外取締役の選解任権限の行使に当たっては、上場子会社における実効的なガバナンスの確保の観点から適切な選任がされるよう、十分に配慮することが求められる。
- この点に関し、利益相反取引におけるマジョリティ・オブ・マイノリティ条件（Majority of Minority）の考え方を踏まえ、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（一般株主の過半数の賛同を得て選任されたかどうか）について情報開示を行い、独立社外取締役に対する一般株主からの信認について透明化を図ることで、一般株主の過半数の賛同を得られるような独立社外取締役の選任を促進し、一般株主利益保護のためのガバナンス機能を強化することが有効であるとの考え方もある。

（注釈）ここでいうマジョリティ・オブ・マイノリティ条件（Majority of Minority）の考え方とは、利益相反取引において、株主総会における賛否の議決権行使等により株主の意思表示が行われる場合に、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指す。

## (参考) 独立取締役の選任に関する英国上場規則

- 英国上場規則 (Listing Rules :LR) では、支配株主のいる会社で独立取締役を選任する際、少数株主の意思を確認する手続が求められている (2014年の上場規則改正で導入)。
- 上場規則の主なポイントは以下のとおり。
  - 支配株主を有する会社の株主総会における独立取締役の選任は、
    - ①株主全体の過半数
    - ②少数株主の過半数 (いわゆるMoM : Majority of Minority)のそれぞれで承認されなければならない (LR9.2.2ER)
  - ただし、①株主全体の過半数および②少数株主の過半数のそれぞれによる承認がなされなかった場合でも、会社が同じ候補の選任を再提案することは可能
  - 再提案については①株主全体の過半数の承認のみで足りるが、その投票は元の投票から90日以後120日以内に行われる必要がある (LR9.2.2FR)  
※この90日間はクーリングオフ期間・支配株主と少数株主が互いに対話する機会を提供するものといわれている
  - 上記の独立取締役選任手続を可能とする規定を定款に置かなければならない (LR9.2.2AD R (2))
  - これらはプレミアム上場している会社 (現在約500社) に適用される (LR9.1.1 R)  
※支配株主……30%以上の議決権を有する株主 (LR Appendix 1)

## 【目次】

1. 「グループガバナンスシステムに関する実務指針」について
2. 上場子会社の現状と評価
3. C G S 研究会における議論の経緯
4. グループガイドラインの提言内容
5. 今後の検討課題
6. 成長戦略実行計画（令和元年）

## 今後の検討課題

- グループガイドラインでは、現行の会社法の下で、独立社外取締役を軸とした上場子会社におけるガバナンスの強化により、利益相反リスクへの対応を図るという実務的方策を採用している。
- この点、CGS研究会においては、上場子会社における利益相反問題の根本的な解決のためには、一般株主に対する支配株主の責任について制度的担保が必要との意見もあり、研究会の報告書において、今後の検討課題としている。

### CGS研究会（第2期）報告書「今後の検討課題」

（上場子会社のガバナンス等）

支配株主  
の責任に  
積極意見

- 支配株主を有する上場会社について、投資家から一般株主との利益相反リスクに対する懸念が示されているのは、米国及び一部の欧州諸国にあるような支配株主に対する事後的な責任追及等の制度的な裏付けがないことが根本的な問題であることは明確にしておく必要があるとの意見があった。
- また、上場子会社のガバナンス強化の仕組みとして、独立社外取締役を中心に対応していくことについては、独立社外取締役も支配株主によって選任される立場にあるため、その支配株主からの独立性についても限界があり、こうした対応のみで実質的に機能するか疑問がある。このため、補完的な手段としては、支配株主に対する事後的な責任追及や、親会社による上場子会社の意思決定への関与を外形的に制限する方法などが考えられるとの意見もあった。
- 支配株主と一般株主との利益相反の問題は、グローバルなルールに合わせなければ結局は日本企業が不利になるので、究極的には法制化が必要であり、当面は実務指針による対応でよいが、その方向性は明示すべきであるとの意見もあった。
- これらの指摘に対しては、上場子会社の取締役や親会社の取締役に対する事後的責任追及や親会社等との利益相反取引の適法性に関する監査役等の監査・報告義務その他各種の開示制度がすでに運用されていることや、今回の実務指針による対応等も踏まえ、法制化も含め更なる措置が必要なのか、慎重に考える必要があるとの意見もあった。

慎重意見

## 【目次】

1. グループガイドラインについて
2. 上場子会社の現状と評価
3. C G S 研究会における議論の経緯
4. グループガイドラインの提言内容
5. 今後の検討課題
6. 成長戦略実行計画（令和元年）

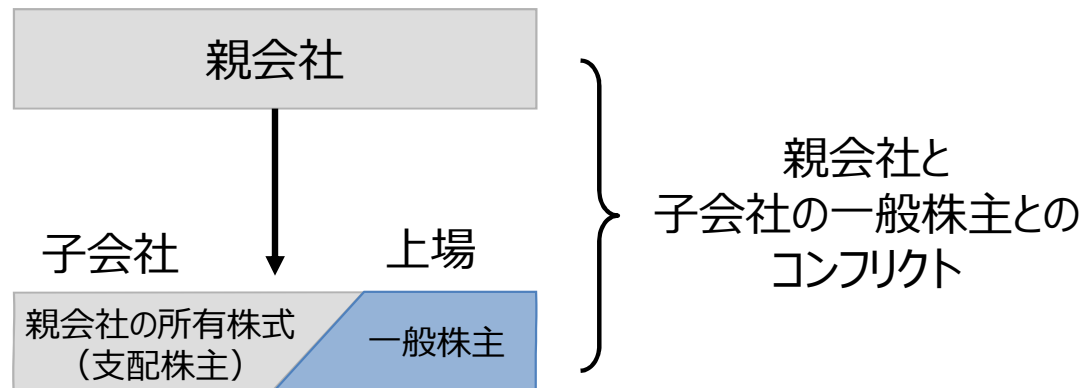
# コーポレートガバナンス改革の残された課題

未来投資会議  
(2019年3月7日) より抜粋

- 安倍政権では、コーポレートガバナンス改革として以下の取組を行ってきた。
- 東証一部の上場企業の91.3%が2名以上の独立社外取締役を選任。
- これらの取組については、国際的にも投資家から高く評価されている。

- 2014年 「「責任ある機関投資家」の諸原則（日本版スチュワードシップ・コード）」を策定（金融庁）※2017年改訂
- 2015年 改正会社法施行（社外取締役を置かない場合の理由の開示等）  
コーポレートガバナンス・コードを策定（東証） ※2018年改訂
- 2017年 「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）」を策定（経済産業省）※2018年改訂  
「価値協創のための総合的開示・対話ガイダンス」を策定（経済産業省）
- 2018年 「投資家と企業の対話ガイドライン」を策定（金融庁）

- 我が国のコーポレートガバナンスの残された課題として、支配株主を有する上場子会社のガバナンス体制の問題がある。本件については、支配株主（親会社）から独立した意思決定を確保し、上場子会社の一般株主を保護することが課題。



# 成長戦略実行計画（令和元年6月21日閣議決定）

- 「グローバルスタンダードに沿って、コーポレートガバナンスを更なる強化が求められている」中、「上場子会社のガバナンスについては、投資家から見て、手つかずのまま残されているとの批判があり、日本市場の信頼性が損なわれるおそれがある」とし、対応の方向性として以下の記載が盛り込まれた。

## 成長戦略実行計画「第2章 Society5.0の実現 4. コーポレート・ガバナンス」

上場子会社のガバナンスについてのルール整備を図り、親会社は事業ポートフォリオの再編のための上場子会社の意義について説明責任を果たすとともに、上場子会社側については、適切なガバナンスの在り方を特段に明確にし、実務への浸透を図る。

### ① 実務指針

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」を新たに策定する。

（上場子会社側の対応）

- 具体的には、上場子会社の一般株主保護及び独立した意思決定の確保のためには、独立社外取締役の役割が特に重要であること。
- 上場子会社におけるガバナンスの実効性を確保するためには、支配株主からの独立性が重要であることから、独立社外取締役の独立性判断基準については、少なくとも支配株主出身者（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こと。
- 上場子会社の取締役会の独立社外取締役比率を高める（3分の1以上や過半数）ことを目指すこと。
- 利益相反取引が発生する具体的な局面においては、例えば、独立社外取締役（又は独立社外監査役）のみ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・検討することとし、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。
- 上場子会社において、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について、投資家等に対して情報開示を行うこと。

（親会社側の対応）

- 親会社は、グループとしての企業価値の最大化の観点から上場子会社として維持することの合理的理由を示すとともに、支配株主として上場子会社の取締役の選解任権限について上場子会社のガバナンス体制の実効性を確保できるよう行使し、その適切性について、情報開示を通じて、投資家等に対して説明責任を果たすこと。

### ②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。



# 參考資料

# CGS研究会の議論のまとめ

## 1. 親子上場について（評価と対応）

（投資家等の見方）

- 投資家等の声で、親会社について否定的な意見が多く取り上げられたが、ほとんどの場合は子会社上場そのものを否定することが本意ではなくて、「子会社に対して投資しやすくなるように、利益相反構造を踏まえて、独立性を確保し、少数株主保護をしっかりと図って欲しい」と主張したいということが真意ということが多い。（青委員）
- 親子上場は、イン（外部から新しい事業を取り込む）若しくはアウト（自社の事業を外に出していく）の途中段階であり、過渡的にシナジーとガバナンスが矛盾している状態にある。純粹持株会社であれば問題ないかもしれないが、入り出が一定期間を超えて、長期間にわたって親子上場しているということは本当にいいのだろうかというのを、海外の投資家も含めて問題提起されているのではないか。（小口委員）
- 上場子会社に投資している投資家が、親に対して交渉したりとかエンゲージしたりするのが難しく、そのあたりの関係が少しグレーで、今そこが問題だということであれば、そこをクリアカットに焦点であるということを示したほうがいいのではないか。（宮島委員）
- 投資家といっても様々な人がいるので、親子上場に関する考え方は1つではなく、様々な声を少し丁寧に整理した上で議論していくべき。（江良委員）
- 親子上場の経営判断としての位置づけ、すなわち意志のある親子上場なのかどうかは非常に重要なポイント。意志があるものであると今後の方向性についても考慮しやすくなるので、その方向性に基づいて、投資家がプライシングがしやすくなる。また、投資家が親子関係が存在することに基づいて判断できるような情報開示、親子関係という前提条件がクリアになっているかどうかという点が大事。（江良委員）

# CGS研究会の議論のまとめ

## 1. 親子上場について（評価と対応）

（実証研究、現状認識）

- 実証分析では、ロシアとか、タイとか、韓国では支配株主による少数株主の収奪といった事実があるが、日本ではそういった事実は観察されていない。（宮島委員）
- なぜ100%子会社ではなくて、上場子会社になっているのかという理由を、検討していくべき。上場子会社のパフォーマンスは、独立企業と比較するというよりは、100%子会社である場合と比較すべきではないか。（松元委員）
- 今の日本での問題は、親会社が上場子会社を搾取することというより、全体最適を親会社が子会社に及ぼせていないところではないか。（大杉委員）
- 上場子会社も千差万別なので、様々なケースをよく検討していくことが必要。（翁委員）
- 事務局資料において、上場子会社の独立役員の数統計が出ているが、一般的に言えば、上場子会社は子会社だから当然規模も小さく、上場会社全体と比べれば当然取締役の数も少ない。独立役員が占めている割合で見ると、上場子会社は所帯が小さくなるので、独立役員を2人置いていると独立役員の割合は高くなるのではないか。当社のグループでは、本体に比べて子会社はなるべく所帯を小さくすることになっており、そこに独立役員が2人入ると比率は高くなる。こういうことが起きているかどうか見ていただきたい。（佐久間委員）

# CGS研究会の議論のまとめ

## 1. 親子上場について（評価と対応）

（実証研究、現状認識）

- 現在の親子会社上場の問題の一端は、東京証券取引所が2000年前後に従来の方針を転換して、親子会社上場を推進する立場に転換したことに1つの原因がある。企業の方から耳にするのは、当時、東証に勧められたので子会社を上場させてみたが、あまり意味がなかった、失敗したというようなお話だ。もちろん、親子上場それ自体が悪いわけではないが、当時の方針、つまり「親会社は子会社の独立性を最大限尊重する」という方針が現在ベストではなくなっていて、大げさに言うと言行き詰まっており、見直しが必要になっていることはほぼ疑いがない。（大杉委員）
- 最近までの日本の上場子会社において、親会社による搾取等はあまり存在しなかったというのが私の感触だ。他方、海外では、上場会社に支配株主とりわけ創業家等がいるという文脈で、上場会社が搾取される事例が存在する。なぜ日本でこれまで大株主、親会社による搾取がほとんどなかったかと言うと、それは、法律が整備されていたからではなく、東証の上場規則等を通じて、上場子会社の独立性を尊重しなければならないという規範が社会全体に行き渡っていたからというのが私の見立てである。**現在、親子会社の関係には見直しが必要となっていて、従来よりも、親会社がもう少しグループ経営、グループ統制、全体最適というのを考え、一定程度子会社への統制を強めるということになれば、その過程で親会社が上場子会社を搾取する可能性は高くなっていく。**（大杉委員）

# CGS研究会の議論のまとめ

## 2. 親子上場について（評価と対応）

（親子上場の意義）

- 親子上場の意義については、実際に我が国の親子上場を振り返ってみると、大企業の中の社内ベンチャーへの成長資金の供給を通じて上場子会社が大きく成長した事例も相当あり、**親子上場には日本の産業育成に寄与してきた面が十分にある**と考えている。（青委員）
- 子会社上場が我が国特有の実務であるといわれることもあるが、必ずしもそうではなく、確かに**米国や英国ではスピノフの前段階に行われるケースが多いものの、欧州諸国やアジアでは、我が国と同様に幅広く行われている。**（青委員）
- 上場子会社をなぜ100%子会社化しないのか。1つは当社が純粋持株会社であるため。**純粋持株会社と事業持株会社では様相が異なる。**純粋持株会社だから、監督と執行を分離し、監督に徹するのがなりわい。そのうえで、事業ポートフォリオを最適化することが純粋持株会社の株主に対する義務。親＝純粋持株会社の株主からみたとき、主要事業が景気変動など外的環境に非常に影響されやすいといったことなどを理由に、異なる事業を持つことで、企業価値の向上を図っている。（藤原様（小林委員代理））
- 特に**異業種を子会社としてぶら下げる場合、上場維持が採用活動において有利になる。**また、**上場維持がM&A受入の条件となっている**場合もある。これはやはり、子会社にとって上場企業であるということ自体が、従業員のモチベーション維持の点からも、非常に重要であるということ。だから仮に100%にしたくても、上場維持が統合の条件とされているため、契約上できないというケースが結構ある。（藤原様（小林委員代理））
- 今までの日本の産業競争力、時価総額に貢献しているといういろいろな点から考えると、**上場子会社があることによって、日本の産業競争力において極めて重要な位置づけ**であったということはまず認識しなければいけない。（寺下委員）

# CGS研究会の議論のまとめ

## 2. 親子上場について（評価と対応）

（親子上場の意義）

- 上場子会社が今後どう使われていくかについて、産業再編におけるスピノフが極めて重要なキーテーマになる。産業再編におけるスピノフの中で、マーケットメカニズムを使うということは1つの重要な選択肢。**スピノフとして親会社も利権を得ていくことは十分考えられるということで、上場子会社制度は今後もより評価されていくだろう。**（寺下委員）
- この10年で上場子会社は相当減った印象。成長戦略の関係だと、事業ポートフォリオの見直しはかなり優先度が高いのではないかと。**事業ポートフォリオの見直しが喫緊の課題だといわれる状況下で、上場子会社という選択肢を余り絞っていいのか疑問。**（澤口委員）
- 親子上場の問題というのは、やはり企業経営側から見ると非常に重要な問題で、かつてはいざ知らず、グループ経営を強化していくという発想で捉えていかなければいけないという部分があると思う。そういう意味では一連ではなくて、例えば**自らの事業をスピアウトする、もしくは、市場にある会社を自分のグループの中に取り入れる、そういう過程の中で一時的に親子上場が起こるとするのは当然許容されて然るべきだ**と思う。一方で、3分の2以上保有しているとか、半分以上保有しているとか、またそれ以下といった場合をやはり一連として考えてはいけないのではないのか。例えば、**50%以上とか3分の2以上保有している親子上場が継続しているということがグループ経営上、本当にどういうことなのだろうか**と思う。親会社としては、当然、企業経営上、上場している子会社に対して出資もしている、リスクもとっている、リソースも配分している、それからグループ経営としてのガバナンスを共有しているわけだから、**子会社の独立性と言っていることがグループ経営を強化する観点から本当に正しいことなのかは考えていくべきで、やはり然るべき基準を設けて親子上場を解消していくというほうが、グローバル化の中では必要だ**と思っている。（小口委員）

# CGS研究会の議論のまとめ

## 2. 親子上場について（評価と対応）

（親会社としての説明責任等）

- かつて上場子会社はかなり安定的な状況で維持されてきたが、全体としては、かつてに比べると安定的ではなくなっている。だからこそ企業の側は、子の状態が今後どういう位置にあるのかというのを説明する責任が出てきているのではない。上場会社を維持している状態のときに、配当、内部資金、資金循環の関係で、子会社が親との間のどのような資金的な関係をもつか。それが子会社の株主との関係で正当化できるかというところを説明しないといけない。（宮島委員）
- コンフリクトの問題はあるが、最終的には、子会社が上場していることが本当に企業成長になるのか、それとも未上場にすることで1回ディリストしたほうがよいのかを親会社の責務として取締役会として議論すべき。要するに、野放しておくわけではなく、大胆な改革をやるのか、そうでないのか、曖昧にしておかないという考え方を提起してもいい。（寺下委員）
- 親子上場について議論する際には、親会社からみて、企業グループの価値向上の観点から上場子会社として維持しておくのが良いのかどうか検討する上での考え方や視点を提供していけるとよいと思う。その際、非支配株主持分として利益が社外流出することは考慮すべき要素の一つであると思う。（青委員）

（その他）

- 投資家からみて信頼できないといわれるのは制度的な裏づけがないからだろう。コアのところにはどうしても手をつけ切っていないのだということを自覚した上で、それでもまだ何かしらできることはないのかということをやっているというスタンスの問題を自覚しておくべき。（後藤委員）

# CGS研究会の議論のまとめ

## 3. 上場子会社の独立性とグループ内部統制システムの実効性

- 上場子会社の少数株主の視点で考えると、重要なのは、上場子会社が、上場子会社とその株主にとって最適になるよう、意思決定や業務運営を主体的に行い、それによって少数株主への配慮が適切に行われることではないか。（青委員）
- 子会社の独立性に関して、子会社の少数株主への配意を主眼として、上場子会社の意思決定や業務運営が主体性をもって適切に行われることが必要だということであるので、それが確保されていれば、親子会社間で情報共有を行うことや、コミュニケーションや協議を行うこと自体に投資者も異論はないところではないか。（青委員）
- 親会社と上場子会社がそれぞれ独立主体としての対等な立場で、緊張感をもって健全に協議を行って、是々非々で、協調することが適当なものについては協調するという形でグループの運営が行われていくことが適当ではないか。（青委員）
- 親子会社間で協議をすること自体は問題ないと考える一方、親会社が承認をしないと子会社において業務上の意思決定が行えないという形は、子会社の少数株主への配意という観点からは問題である。（青委員）
- 親子間協定等々によって事前の協議等を求めることは、子会社の独立性確保の趣旨には当然反しないと思う。逆に親会社にとっては事前に相談をする、報告を受けるとするのはほとんど義務で、もう少し積極的に、そういうことはしないといけないということではないか。（佐久間委員）
- 親子上場のときの親にとっての子の規模によってやり方は大きく分かれる。親の資産に比べ非常に小さい子の上場会社であれば、いちいちその人事を親会社が議論する必要はない。ただ、それが非常に大きいものや、純粹持株会社であるような場合はまた別。やはり資産規模の大小でかなり違ってくるのではないか。（佐久間委員）



# CGS研究会の議論のまとめ

## 3. 上場子会社の独立性とグループ内部統制システムの実効性

- 海外ヒアリングの結果に関し、要するに親子の関係が強いところもあれば、**独立性の高いところもあるのだけれども、後者のタイプにおいても内部統制システムで中央集権的にやっているというのは重要な指摘**で、これが今後の日本の親会社の子会社管理において求められてきているのではないか。（佐久間委員）
- 親会社の性悪説みたいなことが語られがちだが、上場子会社のほうが超安定した株主がいるため、株主総会の運営等を含め、ある意味で緊張感に欠けている実態もあるのではないか。したがって、前回ご紹介した**巨額投資案件のようなケースを含め、何らかの形で上場子会社をきっちりチェックすることが、むしろ親会社の責任**ということ。（藤原様（小林委員代理））
- 親会社が上場子会社のリスク管理を行うにあたって、子会社の社外取締役の適格性や資質などに意見するなど、**ボード・リプレゼンテーションのところで関与することも考えられる**。（藤原様（小林委員代理））
- 上場子会社の状況で、子会社の側で大きな意思決定がされている場合に事前協議を求めることは、子会社の独立性の趣旨に反しないというのは強く強調されている。**親会社とマーケットの二重のモニターのポジティブな側面を機能させるためには、事前協議を求める等のことは当然行われるべき**。（宮島委員）
- **社外取締役の数を増やすとか、親会社の事後的な責任追及を強化する**とかいった手法をとらないのであれば、あとは**意思決定プロセスの外形に着目**するぐらいしかない。もっとも子会社の判断におよそ親会社に関与できないようにすればするほどいいわけではない。しかし、逆に全部的に関与を求める、つまり管理を非常に強く認めると、今度は（独立性が）損なわれるし、そこを**両立させる手続的なところをもう少し中身を詰めないと**、この議論は結局できない。（藤田委員）

# CGS研究会の議論のまとめ

## 4. 事業ポートフォリオにおける上場子会社の扱い

- 親会社の株主の視点で考えると、「親会社が貴重な資本をどのように使うか」、「100%子会社ではない子会社の形態をとることが親会社にとって本当に最適なのか」は、関心が高いところだと考えられる。それらの観点から子会社上場がグループの形態としてベストなのかを、資本効率性も十分に意識して真摯に点検していただくのがよいのではないかと。（青委員）
- 親会社のある事業と子会社のある事業を統合してシナジーが発生するのであれば、統合すること自体は市場としてはよいはず。親会社と子会社の間での対価の設定、つまり分配の問題だと考えるべきではないか。（三笠委員）
- 「上場子会社の場合には、独立当事者間の取引（事業譲渡等）として、一定の対価を支払った上で行うことが必要となるのではないかと」における「事業譲渡等」というのはまさしく会社法の事業譲渡等を指すのだろうと読んだ。なぜかという、事業譲渡等に当たるということになれば、会社法上一定の手続が要求され、株式買取請求権がついてくる。子会社の少数株主に対して統合のシナジーがちゃんと行き渡るようにするところを、株式買取請求権をテコに実現するために、事業譲渡等というフォーマルな形で事業ポートフォリオマネジメントは行うべきであるということであれば、意味をもつ主張になるのでは。（後藤委員）

（注）事業の全部の譲渡または事業の重要な一部の譲渡は「事業譲渡等」（会社法468条1項）にあたり、反対株主は事業譲渡等をする会社に対し、株式を公正な価格で買い取ることを請求することができる（会社法469条1項）。

# CGS研究会の議論のまとめ

## 5. 上場子会社におけるガバナンスの在り方

- 長期的に少数株主に配意したグループ運営が確実に行われる仕組みをしっかりと作り、そのことを投資者に理解してもらうことが重要だと考えており、その際には、社外取締役の増員や、取締役の指名・報酬について客観性・透明性が確保された枠組みを作り、実際に少数株主に配意した運営が貫徹できるよう、人選や運営も含めて実質を確保していくことが有効ではないかと考えている。とりわけ利益相反性が高い状況であるほど、外部からの理解を得られやすい方策が重要視されるべきではないかと考えている。（青委員）
- 上場子会社においては「独立社外取締役を3人以上かつ3分の1超」というようなことを提案したい。要するに、上場子会社においては取締役会の独立性を高めることが非常に重要である。親会社から子会社に対して一定の統制を及ぼして全体最適を図ることがむしろ今までよりも大事になってきていることとのバランスで、子会社の取締役会の独立性を高めるということを要望したい。（大杉委員）
- 直接に取締役の派遣等で口が出しにくい、むしろ利益相反のほうがクローズアップされてしまうため、直接に取締役の派遣等で口が出しにくいということであれば、例えば一定の数の社外取締役を入れるというようなガイドライン化・ルール化をしていただくと、大株主＝親会社からみた安心できる経営が担保できるのではないかと。（藤原様（小林委員代理））
- 上場子会社の場合、50%を親会社が持っているため、マーケットメカニズム（議決権という伝家の宝刀）が利かない。それをそのままにしておいていいのかということで、少数株主とか独立性といった問題が言われているので、親会社の取締役会として、支配株主であるということを前提とした考え方で決議等を行うというガバナンスについて、もう一度注意喚起すべき。（寺下委員）

# CGS研究会の議論のまとめ

## 5. 上場子会社におけるガバナンスの在り方

- **日本の会社法において、支配株主が上場子会社の少数株主に対して配慮義務を有するという規定がない、判例上もないというのは、そもそもこのようなこと自体があまり問題にならなかったからというところもあるのではないか。**仮に、この認識が正しければ、そのような背景はきちんと記載すべきではないかと思う。一方で、構造的には起こりうる可能性はあるが、そういう事例があまりないという点は解釈が難しく、ほかの委員の方々からもご発言があったような、親子関係の実態というところが、確証はないが、規律として働いているのかもしれない。そのような背景から、日本において親子上場に関する潜在的リスクが、大きく頻繁に顕在化していないということであれば、それは前提条件として、実態も踏まえて書き込むべきではないか。なぜなら、**海外では、実際に親会社が明確に子会社を搾取するケースは少なくなく、法的保護が不可欠という点が前提に強くあるため、日本との前提条件や背景の違いは大きい。**これらの前提条件を理解せずに日本や海外の状況を理解することは難しい。したがって、**利益相反が顕在化するリスクとリスクへの対応、保護のバランスが重要で、セットで状況を整理することが重要ではないか。**（江良委員）
- 東証の「支配株主との重要な取引等に係る遵守事項」は、今現在、企業が親子上場間で常に考慮して守っている事項だ。支配株主との間の利害関係については、利害関係を有しない者による意見を入手しなければいけないということで、実際、必ずしも独立社外取締役だけでなく、別途、第三者のF Aをそのために起用している。東証の「遵守事項」は立派な内容になっていると思う。何でもかんでも利益相反ということになると、ほとんど全部引っ掛かるが、「遵守事項」では「重要な」と限定されている。また、「重要な」というのは適時開示という基準があるので、やはりその範囲で考えるべきではないかと思う。だから、これを出発点にしたとき、オントップであと何が必要なのか。**必要がなければ、東証の今の「遵守事項」で十分なのではないか**というところをもう少し検証すべきだと思う。（佐久間委員）

# CGS研究会の議論のまとめ

## 5-1. 上場子会社の利益相反リスクへの対応の方向性

- そもそも論として、上場会社とは何なのかという議論が大事だと思う。大前提としては、上場会社というのは公開されているので、ずぶの素人がその会社の株を買える。そうすると、上場会社で誰を守るべきかと言えば、ずぶの素人を守らなければいけないのだ。だから、少数株主を保護するのは当たり前だ。（富山委員）
- 私は、この問題はやはりどう考えても**究極的には法制化するしかない**と思う。法的対応を視野に入れない限り、何をやっても意味がない。**今すぐ法的対応をとれとは言わないが、法的対応に向かっていくということを明示しなければならない**。こういう話は、基本的にグローバルルールに合わせておかないと結果的に日本の企業が不利になる。究極的には、やはり世界に合わせていくしかないのだ。だから、当面はガイドライン等による実務的対応で良いのだと思うが、究極的には法的対応に持っていくということを方向性として見せなければならない。（富山委員）
- 富山委員から、法的対応がないとどうしようもないというお話があった。私も全く同感であって、国際的な資本市場において日本企業が信頼されるために、ということ考えると、**やはり最後の最後は訴訟ができるというルートを確立しておかなければいけない**と思っている。そのためにも、今回、このフォーラムでできるわけではないということは理解しているが、**支配株主の責任の明確化は必要だろう**と思っている。ただ、**平成26年会社法改正で子会社少数株主を保護するための親会社の責任に関する規定の導入が見送られたときに何がだめだったのかを正確に認識しておく必要がある**。現行法の下で親会社の責任がおよそ存在しないところを、創設的に作ろうとしたからだめだったということではなく、親会社の不法行為責任について子会社の少数株主が代表訴訟によって追及することができない状況にあるので、親会社の責任を法定するとともに、それを子会社の少数株主による代表訴訟の対象としようとしたわけだが、日本の代表訴訟制度に対しては、経済界から色々なご指摘があり、そこでの調整がつかなかったから断念したという経緯である。（後藤委員）

# CGS研究会の議論のまとめ

## 5-1. 上場子会社の利益相反リスクへの対応の方向性

- グローバルには非常に厳しい見方があるし、グループ経営をこれだけ強化していこうという方向の中で、**親子上場については利益相反にどのように配慮していくかということに関して、ソフトローをしっかりと入れていくことをまずやるべきだ**と思う。（翁委員）
- 我が国の資本市場の健全な発展に寄与するため、海外機関投資家等からの様々な指摘を真摯に受けとめて、**親子上場問題に内包される利益相反問題の緩和に向けた行動、あるいは正確な情報発信を促すガイドラインを発信していくことが必要だ**と強く思う。しかしながら、**ハードローでの対応は、これまでの経緯から見ても時間がかかり過ぎる**という懸念があるので、実務的な対応ということで、ソフトロー的に、あるいはガイドラインで示していくという対応が良いのではないか。（太田委員）
- 現在、親子会社の関係には見直しが必要となっていて、従来よりも、親会社がもう少しグループ経営、グループ統制、全体最適というのを考え、一定程度子会社への統制を強めるということになれば、その過程で親会社が上場子会社を搾取する可能性は高くなっていく。なので、**実際に上場子会社からの搾取が現実になる前に、法律やソフトローを強化して、そのことを積極的に海外にアピールすべき**である。（大杉委員）
- 日本は取締役による利益相反取引、競業取引については一定の法規制があるが、**親会社による利益相反取引（経営指導料の徴収などの親子会社間取引）や兄弟会社による競業取引（グループ会社間の事業分野調整など）については、会社法はきわめて不十分だ**と思う。そもそも、親会社による搾取等が上場子会社で行われようとしているときでも、その案件が上場子会社の取締役会に上程されることが、日本の法律では担保されていないので、仮に上場子会社の独立取締役を3人にしたとしても空振りに終わってしまって意味がない。そのため、**東証のルールやコーポレートガバナンス・コードの改訂で、親会社による利益相反取引や兄弟会社による競業取引について、確実に子会社の取締役会の審議がなされるということを定めていただきたい**。（大杉委員）

# CGS研究会の議論のまとめ

## 5 - 2. 上場子会社における独立社外取締役の役割とその独立性について

### (独立社外取締役の役割)

- 子会社の立場から人事・事業領域について意見を持つのは、通常、子会社のプロパーの人たちであり、**親会社に対してそれを代弁するのが社外役員、とりわけ独立社外取締役**ではないか。(大杉委員)
- 結局のところ、色々な難しい調整は、全部、独立社外取締役がやってくださいということになってしまうので、ガイドラインに何か入れるのであれば、その部分はある程度整理をしておかないと、結局、社外取締役は重要な局面で何をやって良いかかわからないということになりかねないと思う。**どういう役割のときに何をやってもらうかをガイドラインにきっちり書き込み、社外取締役が何をすべきか迷ったり、自主的におかしなことが起きないようにする工夫が必要**かと思う。(柳川委員)
- 独立社外取締役がありとあらゆる業務執行について関与し、独立性を確保するようなことを言われるのだとすると、社外取締役の責務があまりにも多くなり過ぎる気もするので、**本来要求される役割というのを特定する必要がある**ような気がする。(藤田委員)
- **独立取締役の存在、機能強化は、唯一の手法ではないにせよ、有力で、かつ最も実効性の高い手法ではないか。**(大杉委員)
- CGコードに書いてあるが、**上場会社の取締役は、社内、社外ともに、会社及び株主共同の利益により行動するのだ。これを誓約させて、サインさせて東証に提出させたほうが良い。**親会社から派遣されていても自分は少数株主保護のためにフィデューシャリーして行動するというのをサインさせたほうが良い。日本人は形式に弱いので、日本人の心理としては、これは効く。上場している以上、利益相反が起きてしまった場合に、一般少数株主を保護しなければいけないのは当然なのだ。(富山委員)

### (社外監査役の役割)

- 本来、関連会社間取引や利益相反取引を見るのは監査役の仕事である。従って、「社外取締役だけ」というのは言い過ぎであり、**社外監査役も含めた独立社外役員と書くべき**だろう。(武井委員)

# CGS研究会の議論のまとめ

## 5 - 2. 上場子会社における独立社外取締役の役割とその独立性について

(独立社外取締役に求められる独立性について)

- もともと社外取締役は、株主構成が分散しており、したがって個々の株主はモニタリングするインセンティブがない中で、業務執行者から独立な人を置いて監督させるというアイデアなのであるが、支配株主がいるときに、**支配株主からの独立性確保のための社外取締役というのは本当に意味のあるコンセプトなのか**少し疑ってかかったほうがいい。社外取締役を増やすことでどういう機能が本当に果たせるのかは考えたほうがいい。(藤田委員)
- 言うまでもないが、社外取締役というのは、業務執行者からの独立という要素と、利害関係がないという要素がある。ここでの業務執行者というのは子会社の業務執行者だから、例えば子会社の社長からの独立性ということになるが、それを重要な要素として考慮する必要があるのか。親会社から独立した取締役というのであれば直接趣旨がわかるが、**社外取締役に、かつ親会社から独立となると、やたらハードルが高くなる**。(藤田委員)
- 「親会社から独立した社外取締役」についてだが、これはまず子会社も上場しているわけだから、**まず子会社自身の独立社外取締役であり、同時に親会社からの独立性もあるということだ**。事務局資料では、特に最初の「親会社から独立した意思決定がなされるよう、その取締役会の構成については、『親会社からの独立性』を有する……」というように、親会社からの独立をくどいぐらいに強調しているので、ちょっとしつこいなという感じがする。(藤原様(小林委員代理))
- 独立性基準についての赤字でのストレッチは、やるべきではない。社外取締役概念から来ている10年という制約については、本件でもそうした会社法上の社外性要件にそもそも縛られないといけないのかという点と、そもそも10年もの長いクーリングオフ期間は欧米にはないことも考える必要がある。過去10年まで遡って親会社にも兄弟会社にもいなかった人でないと独立性がないという考え方は、さすがに厳しすぎると思う。取引関係についても、親会社と取引があるからといって子において親の言うとおりに動くという話でもない。また近親者まで入れている点も特に問題で、「近親者」というのは二親等とかなので、とても広い。**子会社から見て親会社の取引先や近親者も調べるのは、現実とても難しい**。(武井委員)



# CGS研究会の議論のまとめ

## 5 - 2. 上場子会社における独立社外取締役の役割とその独立性について

(独立社外取締役に求められる独立性について)

- **東証のルールでは、親会社の役員も1年以上前に辞めていると独立しているとみなされる。さすがにこれは世界基準から見て相当かけ離れたところにあるのではないか。** I S S 基準並みにすることも選択の一つであるが、そこまで徹底するかしないかの議論の以前に、現在日本企業のコーポレート・ガバナンス報告書は英語化され世界に発信されており現状の独立取締役 (Independent Director) の定義は証券取引所が認めたものになっている。この点は是非ご検討いただきたい。(寺下委員)
- インディペンデントの定義を考える場合、日本ではまだその概念がないのだが、I S S レポートには、インサイダーとアウトサイダーという区分がある。日本では、どう見てもインサイダーの人が独立役員や社外取締役になっていることがよくある。取締役会の中にはインサイダーの人も積極的に入れるべきであって、社外取締役をインサイダーとして入れたら悪いということではない。**インディペンデントという定義を重視しインサイダーとアウトサイダーを明確に区分した上での独立社外取締役の役割や機能の議論を進めるべき**と考える。(寺下委員)
- 独立性の定義が上場会社一般と上場子会社で異なるのは混乱を招くおそれがあるが、**親会社からの独立性についてはある程度規制を強化して、それを海外投資家にもアピールすべきだ**と考える。他方、独立取締役のなり手を確保するため、経営者からの独立性という点については多少規制を緩めることもあり得るのではないか。(大杉委員)
- 色々議論し出すときりがないので、とりあえずの割り切りとしては、親会社を起点とした独立性と読みかえる形で独立性基準を適用することを考える。その結果、**親会社の役員だった人は一定期間はなることができないといった過去要件が入る形で、とりあえず制度化するというので基本は良いのかなと思う**。(藤田委員)

# CGS研究会の議論のまとめ

## 5-3. 独立取締役が実質的に機能するための方策（独立社外取締役の人数等）

- 一定数の独立社外取締役あるいは社外監査役の選任を勧奨することは、少数株主の権利保護やガバナンスの観点から有効だと思うが、我が国では、監査役会設置会社や監査等委員会設置会社が圧倒的に主流を占めており、例えば、3分の1を超える社外取締役の配置という議論は、本当に実態に即しているのだろうか。方向性としては、社外取締役の増員配置がうたわれていることは十分承知しているが、今の機関設計の実態を踏まえたとき、そして、取締役会の平均人数が8. 何人と言われている中で、3分の1を超える、あるいは3分の1を目処として強く推奨するところまで行って良いものだろうか。（太田委員）
- 普通の社外性に加えて、親会社からの独立性も要求し、しかも、それは3分の1以上だということになると、それは子会社の役員の構成として現実性を欠くという意見もわかるような気もする。（藤田委員）
- 親会社と上場子会社との間で財・サービスのやりとりをする場合、相当に大きいものでも、その価格は取締役会の議題には上がらずに、執行で大体決まっているというのが実態だ。インプットについても、こちらの子会社に注文を入れるか、親会社に注文を入れるかなんていうことは日常のオペレーションの話であり、取締役会の議題には上がってこない。要するに、取締役に議題として上がる案件のうち、利益相反が生じる案件というのは、親子間で事業譲渡が行われる局面ぐらいしかない。そういう意味では、そもそも取締役に原則議題として上がってこないので、利益相反取引を監視するには、独立社外取締役を増やしても意味がない。独立社外取締役を増やすよりは、ある局面についてどうしたら良いのかということをもう少し検討したほうが良いのではないか。（佐久間委員）
- 上場子会社について独立社外取締役を3分の1、3人とすることを常に求めるのは、日本の現状も踏まえると、また実効性の観点からも、現実的にはかなり難しいのではないか。（江良委員）

# CGS研究会の議論のまとめ

## 5-3. 独立取締役が実質的に機能するための方策（独立社外取締役の人数等）

- 前提として、上場子会社という仕組みは、企業の組織選択として非常に重要な仕組みなので、ネガティブな側面ばかり強調されると良くないと思う。上場子会社の近年の動向は、上場子会社の状態であった企業が完全子会社化や売却される場合と、新規に上場子会社のスキームを使うという場合があって、後者のほうが少し少ないので、上場子会社の総数が減っているという状況だ。この現状を踏まえると、**例えばスピノフして資金調達を行う際、上場子会社という仕組みは依然として重要なスキームであり、このスキームを残しておきたいという面を考えると、ガイドラインにおいて独立取締役が3人といった高いハードルが課されると、なかなか使いづらくなる**と思う。逆に、**5年以上、上場子会社の状態を継続していて、潜在的に利益相反の問題が深刻になっているような企業に対しては、独立社外取締役の要件は生きてくる**と思う。取締役会で3分の1とか3人をハードルとして考えてみたらどうかということだが、ちょっとハードルが高過ぎるので、少しお考えになったほうが良いかなという印象がある。（宮島委員）
- 前回までの議論の中で、日本では支配株主による少数株主の収奪という事実は観察されていないという実証研究だというお話があったかと思うが、それを踏まえると、なぜこんなに厳しくしなければいけないのかということについては、ちょっと疑問を感じる。独立社外取締役を増やすことについては、コストもかかるし、もともと適切な人材をどうやって確保するかという話があり、そういう中で、ことさらこの点について規制を強くすることの優先度はそんなに高くないのではないかと考えている。**普通の独立社外取締役を選ぶときに、親会社の影響を受けない人も選ぶようにしてくださいというような、もう少し緩やかな規制の入れ方もあるのではないか。**（三笥委員）
- 上場子会社の役員が平均人数8人とあるが、そこに3分の1では3人になってしまう。それプラス、親会社から来ている役員がいる。そうなると子会社プロパーの取締役が下手したら3人しかいなくなってしまう。約300社ある上場子会社の中には、親と子で全然違う事業をやっている上場子会社もあり、内容は多種多様である。そういうときに、親から独立だけで3分の1というのはさすがにやり過ぎだ。**親子間の個別経済取引については、親会社から独立した社外役員の同意を得るとか、任意の委員会において協議するとか、そういう立てつけはあり得るかもしれない。**（武井先生）
- **3分の1以上とか3人とかは厳し過ぎる、人を探すのが大変であるという意見が出されていたが、これに対する私の回答はきわめてシンプルで、そのような会社は上場すべきでない**と思う。（大杉委員）

# CGS研究会の議論のまとめ

## 5-4. 独立取締役が実質的に機能するための方策 (独立性を確保する手段としてのMajority of Minorityについて)

- 例えば、親会社の子会社を買うためにM & Aを行う際に、**海外では、株主総会において親会社は投票しない、つまり、少数株主だけが投票するということが結構ある**と聞いている。こういう事例にどういうものがあるか、実態を少し調べると、それをもとに何か議論ができるのではないかと。(石田委員)
- 海外でも、支配株主がいる場合の独立社外取締役にどれほどの意味があるのかという問題が懸念されているようで、最近のアメリカの論文を読んでいると、**例えば、支配株主が独立社外取締役を選任する際、その人で良いのかどうかについて、Majority of Minorityで決定することにより、少数株主に拒否権のようなものを与えてはどうかという提案があったりする**。そこで、例えば、親会社が存在する上場企業については、独立社外取締役の選任の際に、親会社を除いた残りの株主でMajority of Minorityがとれていることを条件とすることや、親会社を除いた残りの株主がどの程度賛成していたのかの開示にとどめて、開示した結果「実は親会社以外の投資家はほとんど反対していた」という場合には、そういう評価をされている独立社外取締役だと思って扱うということなどが考えられる。どちらが良いかは考える必要があるが、独立社外取締役の人数を増やすよりはこのような形のアプローチのほうがまだ意味があるような気がする。Majority of Minorityを選任の条件とするのではなく、**親会社以外の株主の賛成率の開示であれば、計算は今すぐにでもできるはずなので、そんなに負担なく実施することができ**、かつ、もしそれで投資家からも、その社外取締役がきちんとやっているということの評価されるのであれば、それによりその社外取締役の発言力が強まることも期待できるように思っている。(後藤委員)
- 株主総会の決議を経る場合には、総会決議の後で、**支配株主及びその関係者の議決権数を控除した賛成の議決権数、反対の議決権数が果たしていくらあったのかを開示させることにしてはどうか**。これは**東証の適時開示ルールに入れることも可能**であり、さらに**金融庁で臨時報告書の記載事項と定めることも可能**な事柄なので、ぜひご検討いただきたいと思う。**MOMが成立していたかどうかというのが一目で明らかになれば一定の浄化作用、抑止効果が働くのではないかと考える**。(大杉委員)

# CGS研究会の議論のまとめ

## 5-4. 独立取締役が実質的に機能するための方策 (独立性を確保する手段としてのMajority of Minorityについて)

- Majority of Minorityという発想は、理論上はあり得ると思う。ただし、少数株主も様々で、状況にもよるが、例えば十分にリサーチできる能力を有していたとしても当該企業に対する保有率が極めて低い場合、リサーチコストを十分にかけ、適正に判断するインセンティブがどこまであるか、またそもそもどこまでリサーチコストをかけられるかに判断が大きく依存してしまう点は、十分に考慮しなければならないのではないかと思う。(江良委員)
- 上場子会社の独立性を確保する手段として、MOMの話が出てきたが、私も少し慎重に考えたほうが良いと思う。上場子会社の場合、親会社以外の株主は合計40数%の場合が多いが、最近はヘッジファンドが10%弱保有するようなことは珍しくない。ヘッジファンドが2つ来ると、もう20%を占めてしまうこととなるので、そうなる状況が変わってくる。そのような状況下でのMOMは、少数株主の利益に合致しているのか、それとも、特定の株主の利益を優先してしまうのではないか、疑問を感じるようなこともある。(澤口委員)
- 親会社から独立した社外取締役について、形式的な最低基準として、どういう属性でないことを要求するかという話があるわけだが、仮にこれを全て満たしたとしても、支配株主が株主総会でその人を支持したからこそ選任されているとすると、形式的な基準を満たしたところで全員信頼できない可能性がある。だからこそ、支配株主以外の少数株主も支持しているということが重要になってくるということかと思う。それ以外の少数株主の支持がどれだけあったのか、親会社を除いて何%の人が支持したのかということを開示してはどうかと思う。そうすると、例えば、ほかの取締役は全部90%の支持だけれども、ある人だけやたらと低いとか、そういうことがあると、当事者もその情報をおそらく気にするだろうし、当該社外取締役が関与した決定等を裁判所が何らかの形で評価するときにも、参考になるのではないかと思う。(後藤委員)

# CGS研究会の議論のまとめ

## 5-5. 上場子会社における実効的なガバナンスの仕組みの在り方

- そもそも取締役会の構成で何%にするかという案（方策Ⅰ）と、利益相反が生じる場面で何をするかという案（方策ⅡとⅢ）で、大きく分かれる。**（前者は）完全な事前の構成の規制で、（後者は）個別のトランザクションごとの承諾のルール**。方策Ⅰが厳しすぎてどうしてもとれないのであれば方策Ⅱ、Ⅲになるのだが、今度は委員会の同意なのか、個々の同意なのかという点でⅡ、Ⅲに分かれる。方策ⅡとⅢの間で選択するとすれば、**個別同意は変なルールなので方策Ⅱのほうが良い**と思う。（藤田委員）
- **方策Ⅰ～Ⅲの3つの方策は、機能する局面がずれていて、**（利益相反取引の種類のうち）①MBOとか上場子会社の完全子会社化というような局面では、目の前にやるべき取引が具体的に存在しているので、方策Ⅱ、Ⅲということになるが、①（直接取引）や②（事業譲渡等）等では、そもそもそう言う取引をしていることを取締役会や監査役、社外役員が把握して、リスクとか内容・価格をチェックするという前提としてガバナンス体制が必要になるはずだ。なので、**方策ⅡないしⅢをとれば方策Ⅰが不要ということになるものではない**。（大杉委員）
- **真ん中の方策Ⅱに絞って当研究会で議論をまとめていくことが有効ではないか**と思う。具体的には、**独立社外取締役及び独立社外監査役が過半を占める委員会、あるいは独立社外役員だけによって構成される委員会に諮ることによって実効性を担保するという手法を提案したらどうだろうか**。（太田委員）

（注）方策Ⅰ：独立社外取締役を3人以上又は1/3以上として、取締役会の独立性を高めた上で、取締役会で審議・決定する方法。

方策Ⅱ：支配株主である親会社と利益相反が生じる場面では、独立社外取締役（又は独立社外監査役）が過半数を占める委員会※で審議を行い、取締役会はその審議結果・判断を尊重することとする方法。※法定の監査等委員会や監査委員会の活用も考えられるか。

方策Ⅲ：支配株主である親会社と利益相反が生じる場面では、個別に各独立社外取締役※の同意を得ることとする方法。

※独立社外取締役が存在しない場合には、独立社外監査役の同意を得ることも考えられる。

# CGS研究会の議論のまとめ

## 5-5. 上場子会社における実効的なガバナンスの仕組みの在り方

- **方策Ⅱをメインに据えて推奨したほうが良いのではないか。**結局、親会社から独立した社外取締役を入れるということになった場合に、その方の立ち位置はやはり明確にすべきなのではないか。取締役会で、例えば10人の取締役がいる中の1人として話をするのではなく、少数株主を保護するための委員として話をするとした方がミッションが明確になるので、例えばこれが問題だと指摘するときも、やりやすいのではないか。**少数でも良いので独立した社外取締役のミッションを明確にし、少数株主の保護に資するような委員なら委員、委員会なら委員会を作るといような形を推奨するのが望ましい。**（三笥委員）
- 実際のエグゼキューションとしては、**社外の人で議論するというフォーマットのほうが多分機能する**と思う。（富山委員）
- **方策Ⅲの個別の独立社外取締役に拒否権を与えるというのは少し行き過ぎ**のような気がしており、**委員会で議論するというのが良いのではないか。**逆に、仮に方策Ⅰが可能だったとしても、取締役会全体の3分の2は社内もしくは親会社の影響を受けている人だということになるので、方策Ⅰだけでも不十分だと思う。なので、方策Ⅱをベースとしつつ、可能なのであれば方策Ⅰを加えるという形が良いと思う。さらに、個別の議論の中身というか、どういう独立取締役がどのように審議をしたのか、その案件との関係でその人が本当に独立していたと言えるのかということを経験者がチェックする必要がある。（後藤委員）

(注) 方策Ⅰ：独立社外取締役を3人以上又は1/3以上として、取締役会の独立性を高めた上で、取締役会で審議・決定する方法。

方策Ⅱ：支配株主である親会社と利益相反が生じる場面では、独立社外取締役（又は独立社外監査役）が過半数を占める委員会※で審議を行い、取締役会はその審議結果・判断を尊重することとする方法。※法定の監査等委員会や監査委員会の活用も考えられるか。

方策Ⅲ：支配株主である親会社と利益相反が生じる場面では、個別に各独立社外取締役※の同意を得ることとする方法。

※独立社外取締役が存在しない場合には、独立社外監査役の同意を得ることも考えられる。

# CGS研究会の議論のまとめ

## 5-6. 上場子会社についての情報開示

- 重要なのは、やはり適切な情報開示だと思う。親会社による経営資源の配分の在り方として、上場子会社の合理性、あるいは上場子会社の必要性に関して、適切な情報の開示を促すことが重要だと示すべきではないか。（太田委員）
- 私は親会社の立場と子会社の立場と、両方とも経験があるのだが、親会社の立場からは、グループ最適化を阻むリスクもあるし、スピードのおくれや非効率性の可能性もある中で、なぜこういった形態をとるのかということに関して、取締役会でしっかり議論して開示するというのは、親会社の観点からは重要だと思う。（翁委員）
- 上場子会社について何らの方策も提言しないわけにはいかないというときに、例えば、上場子会社側において、情報開示の充実を図ることが考えられるのではないか。上場子会社では、社外取締役や社外監査役が「独立役員」として指定されているわけであるが、一般的な理解としては、その人たちは、親会社からも独立しているということで独立役員に指名されているはずであるし、そのような独立役員がきちんと少数株主の利益に配慮した振る舞いをすると、一応期待されているはずである。そこで、上場子会社の独立役員の方々に、その点についてもっと自覚を持ってもらうという観点から、一定の事項に関する独立役員自身の考え・意見を開示することが考えられるのではないか。例えば、当該上場子会社の親会社からの独立性を確保する仕組みの整備状況及びその運用状況についての当該独立役員の考えや、親子会社間・兄弟会社間で利益相反的な場面が生じたときに、当該利益相反取引が当該上場子会社にとって不利益でないと当該独立役員が考える理由などが考えられる。そのような事項が開示されると、投資家サイドからも、上場子会社の状況や独立役員の活動振りも見やすくなるのではないか。（塚本委員）
- 持続的な企業価値の向上に向けて各企業の取締役会が自己評価をして、それを開示するという情報開示が有効ではないか。（大場委員）



# CGS研究会の議論のまとめ

## 6. 子会社経営陣の指名の在り方（特に上場子会社の場合）

- 子会社の指名委員会は、親が指名して送り込んでくる人に対して異議を唱えることではなくて、**事前にその理由、背景、親会社の考え方を聞かせてもらった上で、それに対して子会社の委員会としての意見を親会社に述べるということ**ではないか。もちろん親会社を覆すことはできないのだが、そういうプロセスを経れば、親も勝手なことはできにくくなるという意味での緊張感が生まれる。（大杉委員）
- **子会社の指名委員会が少数株主の利益に配慮し、上場子会社にとって最適な人選であるかをチェックするというのは、これをやって何かいいことが今と変わるのかよくわからない**。もし、これによって手続が重くなり、本当に親会社からみてマネジメントするのに最適な人材を送り込もうとしているのに、それに時間がかかって大変になると、かえって悪くなってしまうのではないかと懸念されるので、どういう形がいいのかはもう少し慎重に考えたい。（後藤委員）
- 上場子会社の指名について、**親会社から一方的にいわれて困っているとか、ガバナンスコードとの関係でどのように対応していくか非常に悩ましい**という声を上場子会社側から聞くこともよくある。上場子会社側で独自に決めて、親会社には事後的に報告するのがベストプラクティスであるというような示し方だと、多くの上場子会社にとって大分ハードルが高くなる印象があると思う。（塚本委員）
- 上場子会社側でも指名委員会をつくるということであるが、**指名委員会を上場子会社側でつくって、どこまでのことを指名委員会に求めていくのかというのが実務上は悩ましい**。上場子会社については、一定以上の人数、割合の独立社外取締役を多く求めていくということもあるかもしれないが、いっ放しになってしまわないか気になる。（塚本委員）
- **上場子会社の社長の決定プロセスについては、親会社が深く関与しているケースも非常に多い**。社長ということだから、当然株主総会の決議対象だし、法的権利の対象なので、親会社から提案があるということも当然の事象。必ずしもそれがベストプラではないと位置づけることもないように思う。**それを前提に、その上で独立性をどう担保していくのかのほうがいい**のではないかと。（澤口委員）
- リアルティィーとしては、親会社から行った人間が独立性がないというのは、余りそうではなくて、**親会社から大物のOBが行った場合が一番独立性が増す**。（佐久間委員）