

## グループ・ガバナンス改革の動向

著者	竹澤 康子
著者別名	Yasuko Takezawa
雑誌名	経済論集
巻	45
号	2
ページ	199-215
発行年	2020-03
URL	<a href="http://doi.org/10.34428/00011501">http://doi.org/10.34428/00011501</a>



# グループ・ガバナンス改革の動向

竹 澤 康 子

1. はじめに
  2. わが国親子上場の現状
  3. 昨今の親子上場に関する問題事例
  4. 親子上場・少数株主保護に関する議論
  5. グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針
  6. 終わりに
- 参考文献・資料

## 1. はじめに

東京証券取引所が定めるコーポレートガバナンス・コード（企業統治指針）の第1項には、「上場会社は、株主の権利が実質的に確保されるよう適切な対応を行うとともに、株主がその権利を適切に行使することができる環境の整備を行うべきである。また、上場会社は、株主の実質的な平等性を確保するべきである。少数株主や外国人株主については、株主の権利の実質的な確保、権利行使に係る環境や実質的な平等性の確保に課題や懸念が生じやすい面があることから、十分に配慮を行うべきである」と記されている。

ここで、「少数株主」とは、一般的にある子会社（親会社に過半数の株式を保有されている会社）の自己資本の中で、親会社の持分以外の部分を所有している株主のことである。親会社（支配株主）も上場している場合には、「親子上場」と呼ばれ、わが国特有のグループ経営手法として、海外の投資家から批判を受けてきたものである。

親子上場に対する厳しい意見・反対論は、最近、海外の投資家ばかりではなく国内の大手投資家などにも見受けられるようになってきている。機関投資家の運用指針として2014年2月に策定されたスチュワードシップ・コードが2017年の改訂を経てより浸透し、投資先企業のガバナンス構造が少数株主の利益を損なっていないか、厳しい監視の目を向けるようになってきているためである。

機関投資家の中には、スチュワードシップ・コードの更なる改訂を視野に入れ、株主総会における議決権の行使について個別の賛否を明らかにするところが増加している。その際、上場子会社に

については、「社外取締役が2人以上、かつ3分の1以上いない上場子会社のトップ選任に反対する」という基準を設けて公表している機関投資家もいる。

また最近の新しい動きとして、上場親会社において上場子会社を売却もしくは完全子会社化する動きが活発化している。日立製作所や三菱ケミカルホールディングスなどがグループ再編の一環として中核（上場）子会社の売却・完全子会社を実施すると発表し、株価を上昇させたことが話題となった<sup>1)</sup>。親会社の株主にとって、親子上場の解消は資本効率を引き上げるものとして評価されるからである。

しかし一方では、親子上場に起因する問題が立て続けに起きている。まずカルロス・ゴーン元会長の逮捕に始まるルノー・日産自動車問題は、両社の資本関係のゆがみとルノーの最大株主であるフランス政府の介入でより複雑化した。次に2018年12月、ソフトバンクグループの通信子会社であるソフトバンクが東京証券取引所に新規上場し、資金調達額としては1987年のNTT上場を抜いて、わが国史上最大規模のIPOとなった。親子上場に対する批判が強まっている中での最大規模子会社上場には、批判も根強い。

さらに、親子関係であるヤフーとアスクルに関しては、ヤフー（最大株主）とプラス（第2位株主）がアスクル創業者である経営トップを株主総会において解任しただけでなく、独立社外取締役3名すべての再任を拒否したことで大きな論争を引き起こした。

このような動きを受けて、政府は2019年6月に閣議決定した「成長戦略実行計画」において「支配的な親会社が存在する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。」として、「このため、新たに指針を策定し、親会社に説明責任を求めるとともに、子会社側には、支配株主から独立性がある社外取締役と比率を高めるといった対応を促す。」と明記した。

筆者は、2014年末における日本郵政グループの親子同時上場発表以来、親子上場について懐疑的な問題意識を持ち、親子上場の現状と制度上の課題について理論分析・実証分析を重ねてきた。本稿では、特に子会社の少数株主保護の問題について、最近の事例を挙げて考察したいと考えている。次章では、わが国親子上場の現状を整理し、3章では昨今の親子上場に関する問題事例を取り上げる。4章では最近の親子上場に関する議論をまとめる。5章では、政府における検討、特に経済産業省が2019年6月に発表した「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」を紹介し、最後に6章で今後を展望する。

---

1) 2019年11月26日付日本経済新聞

## 2. わが国親子上場の現状

東京証券取引所が2006年以降、隔年で公表している『コーポレートガバナンス白書』掲載データによると、上場企業のうち、支配株主<sup>2)</sup>を有する会社（上場子会社）は2018年12月時点で628社あり、上場企業全体の17.2%を占めている。そのうち、支配株主（親会社等）と子会社がともに上場している「親子上場」は同時点で311社であり、上場企業全体の8.7%となっている。

親子上場を長年にわたって調査している野村資本市場研究所のレポート（西山 [2019]）によると、2018年度末（2019年3月末）の親子上場企業数は262社<sup>3)</sup>であり、ピークであった2006年度末の417社から連続して減少している。親子上場の増減理由をみると、減少要因としては上場親会社による完全子会社化が例年最も多く、次いで持ち分の減少となっている。一方、増加要因としては、持ち分の増加と新規上場があり、完全子会社化による上場廃止数が最も多いため、結果として純減になっている。

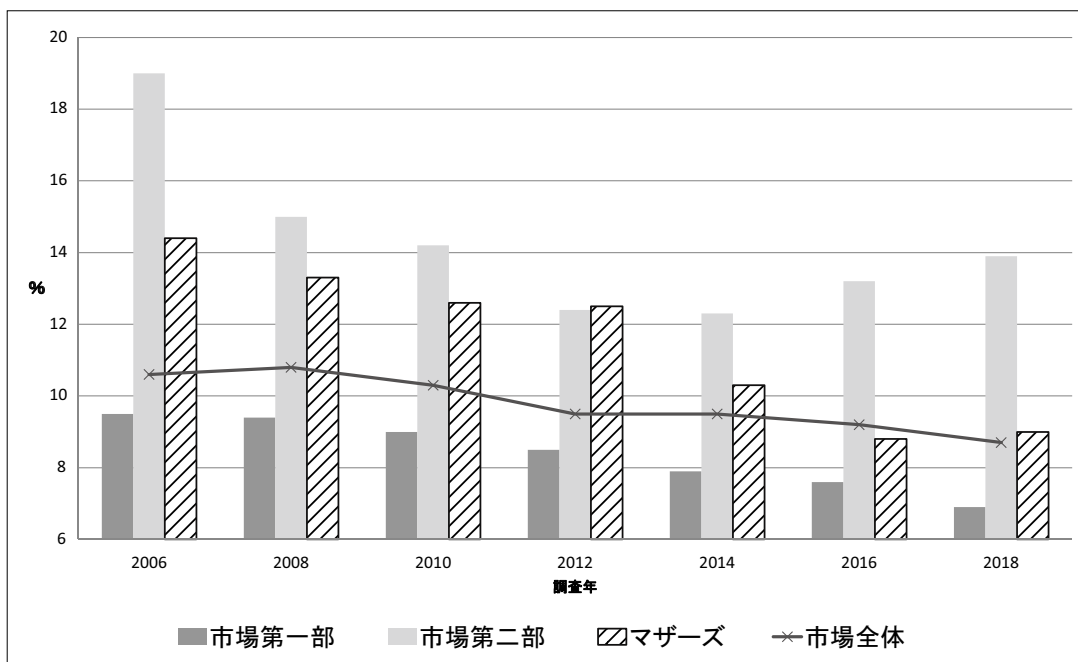
親子上場は、市場全体で見ると大きく減少しているようには見えないが、これを市場区分ごとに分けると、様相は大きく異なってくる。図1により、一部・二部・マザーズに分けて上場子会社の市場シェアをみると、東証一部では2006年9.5%から6.9%と年々シェアを減少させているのに対して、二部では、2006年の19.0%からは大幅に減少させているものの、2014年調査をボトムとして、その後は市場に占めるシェアは増大している。

また、親会社・支配株主の有無に関するデータも見ておこう（図2～図5）。これを見る際には、2010年調査よりも以前は「親会社ではない支配株主」の項目がなく、すべて「支配株主なし」に一括りされていたことに注意を要する。まず市場全体を見ると、直近の2018年末データで7.2%と、決して無視できないシェアであることが分かる。これを市場区分すると、一部は3.9%、二部は6.8%であるのに対して、マザーズは26.2%の企業が親会社ではない支配株主を有している。これに親会社ありを加えると36.0%となり、マザーズでは支配株主のいない独立企業は全体の3分の2弱であることが分かる。

このように、わが国では決して珍しくない親子上場であるが、欧米各国と比較したのが図6である。データの対象範囲が前出の東証『コーポレートガバナンス白書』や野村資本市場研究所とは異なるため注意が必要ではあるが、アメリカ0.5%（28社）、イギリス0%（0社）、フランス2.2%（18社）、ドイツ2.1%（17社）と比較してわが国は6.1%（238社）と突出して多いことがわかる。

2) 現行の東京証券取引所の上場規程において「支配株主」とは、「①議決権50%超、又は②40%以上+取締役過半数派遣または重要な財務及び事業の方針の決定を支配する契約書が存在すること、その他の財務及び事業の方針の決定を支配していることが推測される事実が存在すること」とされている。

3) 野村資本市場研究所の調査では、間接的な親子上場—上場持株会社傘下の非上場子会社や、非上場の中間持株会社の子会社である場合（いわゆる孫会社）—は対象外としているため、東証データとは数値が異なる。



(出所) 図1～5 東京証券取引所『コーポレートガバナンス白書』隔年版より作成

図1 上場親会社をもつ上場子会社の市場シェア

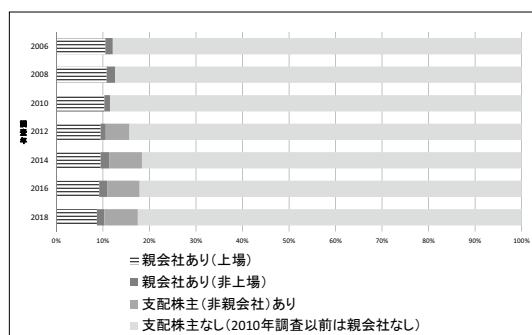


図2 親会社・支配株主の有無 (市場全体)

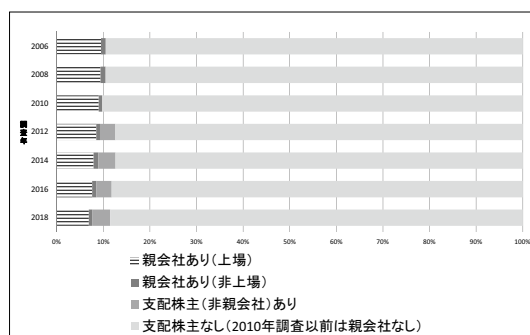


図3 親会社・支配株主の有無 (東証第一部)

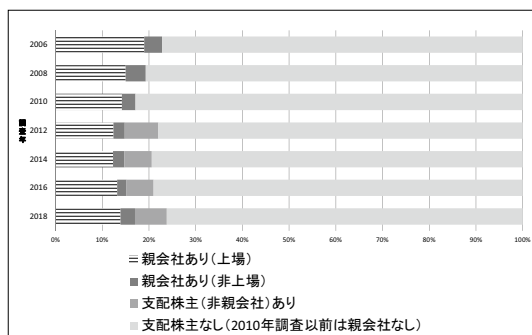


図4 親会社・支配株主の有無 (東証第二部)

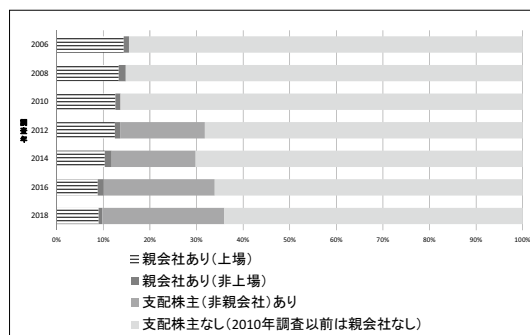
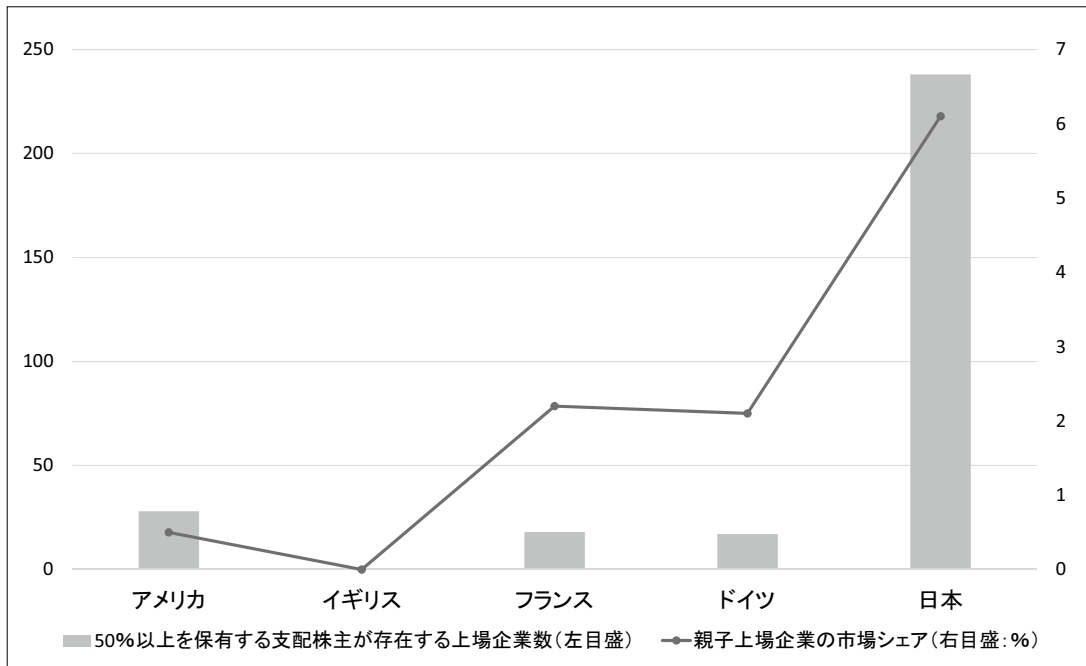


図5 親会社・支配株主の有無 (東証マザーズ)



(出所) 未来投資会議（2019.3.7）における配付資料（出典は経済産業省 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が作成）

(注) データは、S&P Capital IQの検索結果をもとに、ホワイト&ケース法律事務所が集計（2018年12月時点）。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社が、同一国のいずれかの取引所（同一市場には限らない）に上場している件数が集計されている。カウントの対象とされている範囲が東証の定義とは異なるため、単純比較はできない。

図6 上場子会社の各国比較

また、未来投資会議に提出された資料によると、「本来、上場子会社のガバナンス体制は、支配株主（親会社）から独立して上場子会社の一般株主を保護し、独立した意思決定を確保するため、上場企業一般より充実している必要がある。にもかかわらず、上場子会社における独立社外取締役と独立社外監査役の人数は、むしろ、上場企業一般に劣後している現状にある」という。2018年11月時点のEOLデータベースによると、独立社外取締役の人数は、親子上場している上場子会社は平均1.92人であるのに対して上場企業一般は2.09人である。同様に、独立社外監査役の人数は上場子会社では1.63人、上場企業一般では1.84人であり、わが国上場子会社のガバナンスの脆弱さを示す数値として捉えられている。

### 3. 昨今の親子上場に関する問題事例

#### 3-1 ルノー・日産自動車問題

フランス政府・ルノー・日産自動車は、親・子・孫の資本関係にある。フランス政府は、ルノー

の株式を15%しか保有していないが、「フロランジュ法<sup>4)</sup>」により、2倍の30%の議決権を有している。そのため、フランス政府は実質的にルノー側の提案する特別決議を排除できる大株主となっており、日産自動車の経営にも介入しやすい構図となっている<sup>5)</sup>。

ルノーは日産自動車株式の43.4%を保有し、日産はルノーの株式を15%保有している。ただし、フランス会社法の規定により「40%以上の株式を保有されている会社が保有する株式の議決権は消滅する<sup>6)</sup>」ため、日産自動車の保有するルノーの株式には議決権はない。

日産自動車は、カルロス・ゴーン元会長の逮捕を受け、ガバナンス改革の一環として「指名委員会等設置会社」への移行を2019年6月に開催する株主総会で決議する予定であった。委員会設置会社においては、役員を決める「指名委員会」、役員報酬を決める「報酬委員会」、事業運営や決算書類が適切か否かを調査する「監査委員会」という3つの委員会を設置する。それぞれで社外取締役に大きな権限を持たせる仕組みが取られており、監督と業務執行（経営）を分離し、権力を分散させる、すなわち特定の個人に権限を集中させないという狙いがあり、コーポレートガバナンス強化にとって重要な柱となる。

委員会設置会社への移行には定款変更が必要となるため、株主総会における「特別決議」に該当し、株主の3分の2以上の賛成が必要となる。しかし、日産自動車の43.4%の株式を所有するルノーは、日産の独立性が強まるとして、当初案（委員会人事でルノーに1株）に反対を表明し、同議案への投票を棄権する意向を日産側に伝えてきた。その圧力に屈する形で、最終的にはルノーが2株を確保し、経営への強い関与を維持する形となった。

### 3-2 ソフトバンク上場問題

2018年12月19日、ソフトバンクグループの通信子会社であるソフトバンクが東京証券取引所に新規上場を果たした。グループ持ち株の約3分の1を売り出し、1株あたりの売出し価格は1,500円で総額は2兆6,400億円となり、新規上場で市場から調達する額としては、1987年のNTT上場を抜いて過去最大となった（表1参照）。これを海外との比較で見ると、これまで世界のIPOの最高額は、2019

---

4) 2015年4月に成立し、2016年4月より施行された。正式名称は「実体経済回復のための法律2014-384号」という。労働者保護の労働法的側面と株式会社を規制する会社法的側面を有している。長期保有株主の保護強化のため、従来、定款で任意に定めるものであった2倍議決権を、株主名簿に2年以上登録されている株主に当然に付与することとした（福本 [2016] 参照）。

5) カルロス・ゴーン元会長時代の2016年、ルノーは日産車をフランスの工場生産開始した。本来、日産はインドで生産予定であったのに、ルノー工場の稼働率を上げるために移転させたとされる（2019年3月6日付日本経済新聞）。

6) 福本 [2016], p.87参照のこと。なお、わが国会社法にも類似規定がある。

表1 日本の大型IPO案件

上場日	企業名	IPO総額 (億円)	(備考)
1987. 2. 9	日本電信電話(NTT)	22,143	
1993.10.26	東日本旅客鉄道(JR東日本)	7,323	
1994.10.27	日本たばこ産業(JT)	5,670	
1996.10. 8	西日本旅客鉄道(JR西日本)	4,878	
1997.10. 8	東海旅客鉄道(JR東海)	4,859	
1998.10.22	NTT移動通信網(NTTドコモ)	21,255	子会社上場
2000. 7.26	ローソン	2,635	
2004. 2.19	新生銀行	2,501	
2004.10. 6	電源開発	3,748	
2006.11.14	あおぞら銀行	3,800	
2007.10.11	ソニーフィナンシャルHD	3,480	
2010. 4. 1	第一生命保険	10,089	相互会社から株式会社へ転換
2012. 9.19	日本航空(JAL)	6,633	
2013. 7. 3	サントリー食品インターナショナル	3,881	子会社上場
2014. 3.19	ジャパンディスプレイ	3,347	
2015.11. 4	日本郵政グループ3社	14,362	親子同時上場
2016. 7.15	LINE	1,328	
2016.10.25	九州旅客鉄道(JR九州)	4,160	
2017.12.13	佐川急便(SG HD)	1,276	
2018. 6.19	メルカリ	1,306	
2018.12.19	ソフトバンク	26,400	子会社上場

(出所) 2014年以前は野村證券(2014.4.24「財政制度等審議会・国有財産分科会」公表資料)、2015年以降は各種報道資料より作成

年末にサウジアラビア国会会社サウジアラムコが同国内タダウル取引所で調達した256億ドル(約2.8兆円)、次いで2014年に中国アリババ集団がニューヨーク証券取引所で調達した250億3,200万ドル(追加売出し分も含む、当時の為替レートで約2.7兆円)であり、これにほぼ匹敵する額である<sup>7)</sup>。

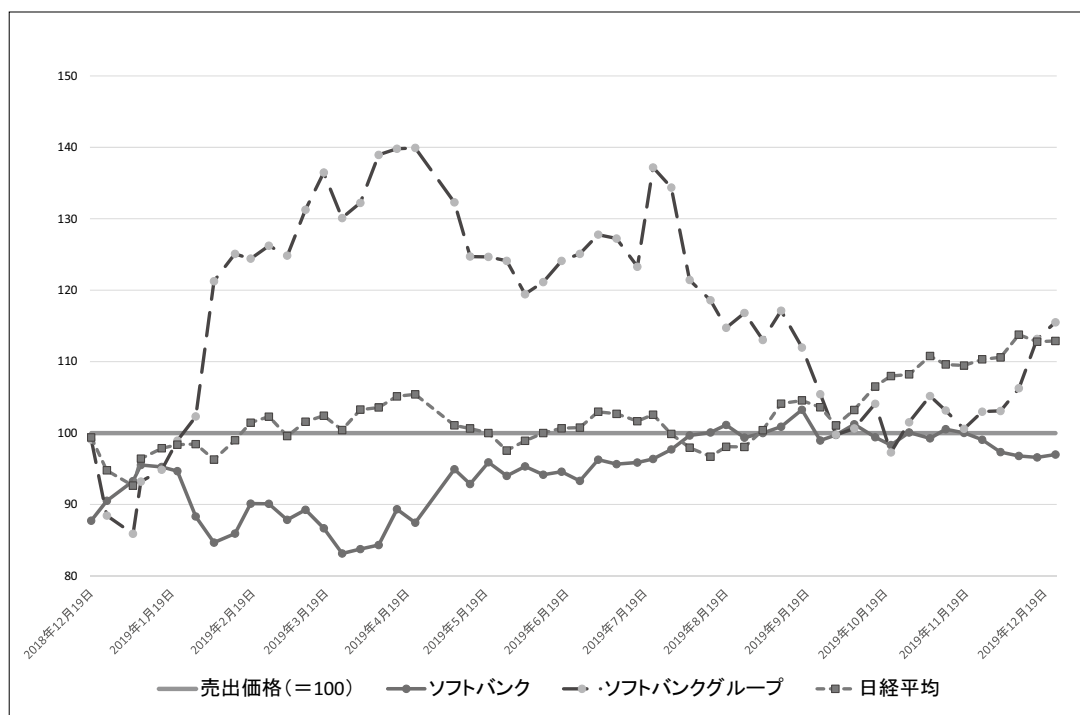
親会社が約64%の株式を持つ大株主の地位を保ち続ける状態で、ソフトバンクの株主(少数株主)との利益相反の懸念は上場申請当初から根強いものがあった。第2章で見たように、親子上場を解消する動きが広がっている中で、上場審査を行う日本取引所グループの自主規制法人が過去最大の子会社上場をなぜ承認したのかについては、親会社が実質的に投資会社に変質しているためソフトバンクの経営の独立性が担保されると判断した、とされている。しかし、もし申請を却下すれば、ソフトバンクは海外取引所での調達に切り替える可能性が高く、市場で多額の利息と売買手数料を落としてくれる巨大企業ソフトバンクグループの意向に逆らえなかったとされる<sup>8)</sup>。

7) 2019年11月17日付、2019年12月26日付及び2018年11月12日付日本経済新聞

8) 2018年11月20日付日本経済新聞



配当性向85%、年間配当利回り5%という同業他社と比較して高い利回りを謳うことによって、IPOに多くの個人投資家が応募し、上場後の値上がりを期待した。しかし、上場初日の終値は1,316円と売出し価格1,500円を大きく下回った。その後もソフトバンクの株価は低迷し続け、2019年4月2日には上場来最安値の1,215円を記録し、親会社株価との乖離が大きくなっていった(図7参照)。8月以降、ようやく売出し価格を超える日もあるが、一進一退を続けている。個人投資家の中には親会社の株を売って子会社のIPOに応じた人も多く、子会社株売出しで得たキャッシュで親会社が潤っているとの批判も根強い。



(出所) Yahooファイナンス掲載データより作成

図7 ソフトバンクとソフトバンクグループの株価の推移 (IPO時基準)

### 3-3 アスクルの独立社外取締役解任問題

2019年8月2日に開かれたアスクル株の定時株主総会において、創業社長である岩田彰一郎氏の再任案が否決され、同時に岩田氏の続投を取締役に具申した独立役員会(独立社外取締役による任意の指名委員会)メンバーである3人の社外取締役も解任された。アスクル株の46%を保有する筆頭株主(親会社)であるヤフーと2位株主(11%保有)であるプラスの意向であり、この解任によって、アスクルは中立の立場で少数株主の権利を守る役割を担う独立社外取締役がゼロという異常な

状態となった。同社が発表した株主総会での取締役再任議案に対する賛否比率を見ると、3人の独立社外取締役については、支配株主の2社を除く一般株主から9割以上の賛成を得ていたという<sup>9)</sup>。

この問題に対して、日本取締役協会（会長：宮内義彦オリックスシニアチェアマン）は、「ヤフーとアスクルの間の社長再任をめぐる対立で、アスクルの社長候補の取締役を不再任にただけでなく、同じ理由で、独立社外取締役まで全員不再任としたのは、親子上場企業のガバナンス上、重大な問題である。支配的株主の横暴を牽制するために存在している独立取締役を、緊急性も違法行為もない状態で解任できるならば、ガバナンスの基本構造が成り立たなくなる。」との声明を株主総会開催前に発表している。さらに「特に支配的株主の少数株主保護義務については、（中略）米国、英国、ドイツなどの先進事例を参考に、金融庁及び法務省に対して、迅速な制度整備を強く要望する。」と支配的株主による少数株主保護義務に関する早期の法整備を訴えている。

また、日本取引所グループの清田CEOも本件に対する懸念を記者会見で表明した。今回の支配株主による独立社外取締役解任がグループ・ガバナンス・システム上の欠陥を浮き彫りにし、後述するような少数株主保護や独立社外取締役の独立性判定の厳格化などの議論のスピードを速めるきっかけとなったことは事実であろう。

#### 4. 親子上場・少数株主保護に関する議論

未来投資会議での議論やヤフー・アスクル騒動を受けて、親子上場に関する関心が急速に高まり、専門雑誌で特集が組まれたり<sup>10)</sup>、新聞での論説や社説で多く取り上げられるようになった<sup>11)</sup>。脚注11のタイトルで一目瞭然であるが、親子上場に対する否定的な主張が圧倒的である。特に8月10日付けの「大機小機」では、「上場企業が他の上場企業を支配できる制度の改廃が強く求められる。他の企業を支配したいのであれば、速やかに完全子会社化すべきである。」と論じている。しかし一方では、親子上場には大企業内のベンチャー企業を育成する機能があるとして、親子上場のメリットを強調する論者もいる<sup>12)</sup>。

---

9) 2019年8月6日付日本経済新聞

10) 『企業会計Vol.71, No.12』（中央経済社、2019年）特集「親子上場子は悪か？－上場子会社ガバナンスの最新論点」、『信託フォーラムvol.12』（日本加除出版、2019年）特集「上場子会社のガバナンス」など。

11) 2019年4月19日付日本経済新聞・大機小機「親子上場問題の本質」、2019年8月5日同新聞・社説「看過できなくなってきた親子上場の弊害」、2019年8月10日付同新聞・大機小機「親子上場に嵐」、2019年9月2日付同新聞電子版・安東泰志「上場子会社、深刻化する一般株主の軽視」など。

12) 藤田勉「親子上場は会社の成長を促す－事業創造の支援に期待－」、『週刊エコノミスト』2019.11.5

#### 4-1 経済学的アプローチによる先行研究

わが国における親子上場に関する経済学的研究の蓄積は、竹澤 [2015] 及び竹澤・松浦 [2017] で示したとおり、問題の重要性と比較して非常に乏しい。特に実証分析により業績面から分析した先行研究はわずかである。

新田 [2010] によれば、親子上場のプラス面としては組織選択の自由度、親子間のシナジー効果、親会社によるモニタリング・信用保証などがあり、マイナス面として、親会社による子会社少数株主の搾取が制度的に排除できない点が指摘されている。すなわち親会社の都合で子会社が不利な、通例的でない取引が実行されれば、子会社の少数株主の利益が損なわれる。しかしこれは支配株主の問題であり、親子上場特有の問題ではないとされる。

次に、宮島・新田・宍戸 [2011] においては、我が国の親子上場に問題があるか否かを、上場子会社と独立企業のデータを用いて詳細な実証研究を行っている。そこでは「トービンのq」や「ROA」などのパフォーマンス指標について両者を計量分析によって比較することにより、上場子会社と独立企業のどちらのパフォーマンスが優位であったかを明らかにしている。それによれば、①1990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こと、②子会社上場は、子会社少数株主からみても、コストよりベネフィットが大きいこと、③銀行危機以降の局面でも、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よりも高く、これは親会社とのシナジーと親会社によるモニタリングの効果であること、④親子上場を利用したフィナンシャル・トンネリング等の利益相反が深刻な問題となっている可能性は低い、等々の結果が示されている。

これに対して、竹澤・松浦 [2017] では日本政策投資銀行の財務データを用いて、連結決算データにより上場子会社の15年間の業績について、独立会社との差が観察できるかどうかパネルの操作変数法による実証分析を行っている。その結果、上場子会社のROAは、他の一般企業と差はないという結果が得られた。統計的に有意な差がないという結論は、同時に子会社の業績にとって親会社の保証効果（名声の利用）、モニタリング効果や親子シナジー効果が発揮されていない、ということでもある。これらの有利な効果が十分発揮されれば、連結決算で見た場合には独立した一般企業よりも高い収益が得られるはずであると指摘している。

小幡 [2019] は、親子上場の場合、子会社の株主である親会社の株主が子会社の企業価値を最大化しない例が頻出することから、親子上場はガバナンス上悪いものだという誤解が生じている。株式所有のピラミッド構造などを通じて、子会社の外部の株主の利益を損なうことが問題であって、親子上場を禁止するのではなく、すべての上場企業の外部少数株主の利益を守ることが重要であると主張している。

## 4-2 法学的アプローチによる先行研究

法学者や実務家（弁護士）からの論議・提言についてみると、太田 [2011] は、法律家・実務家の立場から親子上場に関する問題点について、①親・子会社の利益相反と親会社の「搾取」、②「情報の非対称性」を利用した恣意的な子会社上場とゴーイング・プライベートを用いた資本市場の悪用、③親会社と子会社の株式時価総額の逆転など「株価の歪み」、の3点をあげて論じている。

高橋 [2013] は、法学者の立場から、ソフトローとしての役割を果たしている東京証券取引所の「上場審査等に関するガイドライン」を紹介し、親子上場会社固有の問題である少数株主保護に焦点を当てている。そこでは、子会社が上場申請する際には、親子会社間での一定の独立性の確保が重要であることが強調されている。

一方、船津 [2015] は、従来、日本でも欧州でも、子会社の利害関係者の保護を最優先課題と認識した立法の提案が繰り返されてきたが、近時、欧州では企業活動のグループ化やグローバル化の影響を受けて、むしろ親会社や企業グループ全体としての活動を優先するかのような規律の提案がなされているとして、各国の事例を紹介・解説している。その基本思想の変化をもたらした要素を検討し、企業グループ法制の目的が「保護法」から「授權法」の枠組みへの移行があると論じている。

尾崎 [2019] は、上場子会社の少数株主保護に関して社外取締役の役割に大きな期待がかけられているが、親会社に対する一定の抑止力にはなり得るものの、その機能に限界があることは認めざるを得ないとしている。さらに親会社の子会社に対する責任の強化についても、日本では支配株主の「忠実義務」は判例法上も制定法上も認められていないので、コミットメントとして機能させることは容易ではないとしている。そのため、子会社少数株主保護のあり方を考える上では会社法上の仕組みだけではなく、企業のニーズ、株式保有構造や株主のニーズを踏まえる必要があり、証券市場のあり方の問題を検討することを意味している、と論じている。

## 5. グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針

### 5-1 指針策定の背景

2019年6月、経済産業省は「コーポレート・ガバナンス・システム研究会（第2期）」における議論に基づいて「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針（以下、グループ・ガイドラインと略称）」を策定・公表した。前年に策定された「未来投資戦略2018」において「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」ことが盛り込まれたことによるものである。これは、日本国内市場が縮小する中であって中長期の収益性・生産性向上のため「攻めのガバナンス」

ス」が必要であること、さらに2017年秋以降の子会社不祥事問題を契機に、子会社管理の実効性を確保する「守りのガバナンス」の重要性が再認識されていることが背景にある。<sup>13)</sup>

わが国では2014年の日本版ステュワードシップ・コード策定以来、コーポレートガバナンス改革を行ってきたところである（表2参照）が、2019年3月の未来投資会議においては、一連の改革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とされた。現状では、上場子会社のガバナンスについての特段の規定がなく、国内外の投資家から上場子会社の一般株主が不利益を被ると批判が根強いためである。未来投資会議の席で、安倍首相は親子上場問題に対して「日本市場への信頼性が損なわれる可能性がある」との懸念を示した。

表2 わが国におけるコーポレートガバナンス改革の経緯

2013年	「日本再興戦略」における緊急構造改革プログラムの1項目「事業再編・事業組換の促進」→その中でコーポレートガバナンス改革を明記
2014年	日本版ステュワードシップ・コード（「責任ある機関投資家」の諸原則）策定 → 機関投資家に対して投資先企業との対話を促し、議決権行使で明確な方針を持つことを求める。
同年	会社法改正 → 社外取締役の機能活用（社外取締役を選任しない企業に説明責任を課す）や会計監査人の独立性強化などコーポレートガバナンスの一層の強化。
同年	「日本再興戦略」改訂2014:「稼ぐ力の強化～グローバル水準のROE（自己資本利益率）達成目標」を明記。「伊藤レポート」公表。
2015年	コーポレートガバナンス・コード適用開始 → 株式持ち合いの方針開示義務、役員報酬決定方法の明確化、独立社外取締役選任、株主との対話など73の原則:「遵守せよ、そうでなければ説明せよ」
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） → コーポレートガバナンス・コードを補完し「稼ぐ力」を強化するための具体的な行動
同年	日本版ステュワードシップ・コード改訂 → 運用機関に対して投資先企業株主総会での議決権個別開示を求める
2018年	投資家と企業の対話ガイドライン策定 → 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
同年	コーポレートガバナンス・コード改訂 → 持ち合い株削減に向けた考え方の明記を要望、取締役会は独立社外取締役を3分の1以上選任すべき、女性・外国人の活用
同年	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）改訂 → 社長・CEOの指名と後継者計画、社外取締役の活用、指名・報酬委員会設置
2019年	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）策定

（出所）経済産業省、金融庁、東京証券取引所等の報道発表資料を基に作成

13) 疋田他 [2019] p.66参照

わが国特有の形態である親子上場は、親会社（支配株主）と少数株主との間に構造的な利益相反リスクが存在することが常に指摘されており、支配株主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喫緊の検討課題となった。その結果、同年6月発表された「成長戦略実行計画」においても「新たに指針を策定し、親会社に説明責任を求めるとともに、子会社側には、支配株主から独立性がある社外取締役の比率を高めるといった対応を促す。また、東証の基準等についても見直しを図る。」と明記されたものである。

## 5-2 グループ・ガイドラインの構成

グループ・ガイドラインは7つの章から構成されている。

1. はじめに（ガイドラインの目的、位置づけ、対象等）
2. グループ設計の在り方（基本的考え、グループ本社の役割等）
3. 事業ポートフォリオマネジメントの在り方（コア事業の考え方、一元的な事業評価の仕組み構築等）
4. 内部統制システムの在り方（親会社の取締役会、監査役等の役割、有事対応の在り方等）
5. 子会社経営陣の指名・報酬の在り方（グループとしての在り方、親会社の関与の在り方等）
6. 上場子会社に関するガバナンスの在り方
7. おわりに

ここで注目する第6章においては、上場子会社には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しており、「取引条件の設定によっては一般株主の利益が害される可能性があるため、上場子会社における実効的なガバナンス体制の構築を通じ、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。」と明記されている（ガイドライン6.1.3）。以下で、具体的な対応策について見ていく。

### 5-2-1 親会社における対応の在り方

- ・グループの事業ポートフォリオ戦略の視点：上場子会社として維持することが最適か否か、定期的に点検し投資家に対して情報開示を通じて説明責任を果たすべき（同6.2.1）。
- ・グループのリスク管理の視点：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べき（同6.2.2）。

### 5-2-2 上場子会社におけるガバナンス体制の在り方

- ・基本的な考え方：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、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（同6.3.1）。
- ・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、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（同6.3.2）。

・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：①上場子会社における独立性基準一少なくとも10年以内に親会社で業務執行を行っていた者を選任しないこととすべき（同6.3.3）。②上場子会社における独立社外取締役の選任一特に一般株主の利益を保護するという重要な役割<sup>14)</sup>を担える人物であるかどうかを確認の上、指名・選任が行われるべき。③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一親会社は、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（②および③は同6.3.3）。

・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：利益相反リスクに対応するため、取締役会における独立社外取締役の比率を高めること（3分の1以上や過半数等）を目指すことが基本。それが直ちに困難な場合でも、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（同6.3.4）。

・上場子会社における情報開示の在り方：具体的なガバナンスの方策について、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すべき（同6.3.5）。

### 5-2-3 上場子会社経営陣の指名の在り方

・上場子会社に求められる対応：上場子会社の企業価値向上に貢献するかという観点から、上場子会社が独立した立場で、その後継者計画を策定し、候補者の指名を行うべき。その際、親会社と連携することは合理的であるが、親会社から提案された候補者についても、その適格性について客観的に判断すべき（同6.4.2）。

・上場子会社の指名委員会と親会社との関係：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、指名委員会は、上場子会社の企業価値向上にとって最適な経営陣の指名が行われるよう、親会社からの独立性が実質的に担保されるべき。親会社の指名委員会は、上場子会社における検討に対して不当な影響を与えないよう留意すべき（同6.4.3）。

### 5-2-4 上場子会社経営陣の報酬の在り方

・上場子会社に求められる対応：上場子会社の経営陣の報酬政策については、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るよう、上場子会社において独立した立場で検討されるべき。親会社の株式を報酬として付与することは、親会社の利益を優先する不適切なインセンティブを与える恐れもあり、基本的には避けるべき（同6.5.2）。

・上場子会社の報酬委員会と親会社との関係：報酬委員会は、上場子会社にとって最適な報酬設計

---

14) 「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である」との指摘も明文化されている。

が行われるよう、親会社からの独立性が実質的に担保されるべき。親会社と上場子会社が報酬政策について対話や協議を行う場合には、上場子会社の独立した意思決定が担保されるよう配慮すべき(同6.5.3)。

以上のように、本ガイドラインでは「上場子会社の親会社からの独立性」があらゆる面で繰り返し求められている。

## 6. 終わりに

2019年12月4日、改正会社法が参議院本会議で可決・成立し、この中で上場企業の社外取締役の設置が義務づけられることとなった。ただし、2015年のコーポレートガバナンス・コード適用以降、ほとんどの上場企業が既に社外取締役を導入している(2019年8月現在で導入率98.4%<sup>15)</sup>)。しかし、前述したようにアスクルでは支配株主により社外取締役がすべて解任されるという事態も起きており、会社法上の義務になるという意義は一定程度認められる。

今般の法改正は、社外取締役の設置義務化の他には総会資料の電子提供などが目玉となっており、先行している実態の後追い・追認に過ぎないとの評価が一般的である。現行のわが国会社法には、支配株主の権利は明記されているものの、尾崎 [2019] が指摘しているとおり少数株主を保護する義務の規定が存在していない。日産・ルノー問題やヤフー・アスクル問題は、この法制度の不備を露呈することになったと言えよう。今後、少数株主の利益保護に向けた法改正の議論が高まることを強く期待したい。

2019年は、日本を代表する大手企業による中核子会社の売却や完全子会社化のニュースが相次いだ。11月に三菱ケミカルHDが田辺三菱製薬を、東芝が東芝プラントシステムなど上場子会社3社を完全子会社化すると発表した。また、日立製作所は12月に日立化成を昭和電工に売却することを発表した。特に日立製作所はグループ企業の再編を加速しており、かつて22社あった上場子会社は、日立建機、日立ハイテクノロジーズ、日立金属の3社のみとなった。投資家の間では、親子上場の解消によって事業の選択と集中が進み、資本効率を高めるとの期待があり、日立製作所の株価は上昇している。市場では、上場子会社の再編=わが国のガバナンス改革の進展と評価する海外投資家が多く、親子上場解消の動きが株価に与える影響が注目される。

東京証券取引所は、2019年11月29日に「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」を設置したと発表した。親子上場の最近の事例が示唆する問題点や、上場子会社の少数株主保護問題の枠組みなどを議論し、親子上場の統治ルールを整備するため、2020年前半には骨格を示す方針という。なお、東証は研究会での結論を待たず、社外取締役の独立性の判定を厳格化する

---

15) 東京証券取引所『コーポレートガバナンス白書』による。



ため上場規則を改定すると報道されている<sup>16)</sup>。これまで独立役員と認める条件は親会社から1年離れていることであったが、これをグループガイドラインに示された10年とし、より独立した立場で経営を監視できるよう基準を強化する。

日本生命などの機関投資家は、スチュワードシップ活動の一環として行ってきた投資先企業との対話において、これまでガバナンス体制や株主還元策などについて話し合ってきたが、今後は「親子上場」を新たな論点とすることを明らかにしている<sup>17)</sup>。議決権行使の方針を記載した要領に親会社などの支配株主がいる場合の「少数株主の利益保護」を追加で明記したとのことである。独立社外取締役が3分の1未満で、親会社との利益相反を適切に管理する体制が整っていない場合には改善を求め、進捗が見られない場合には、議決権行使で反対票を投じる可能性がある。

さらに、アメリカ議決権行使助言会社のISS（インスティテューショナル・シェアホルダー・サービスーズ）は上場子会社などへの適用基準を厳しくするという。2020年2月から取締役のうち3分の1以上を独立社外取締役にするよう要求し、基準を満たさない場合には経営トップの選任に反対するとのことである<sup>18)</sup>。こうした機関投資家の親子上場に対する監視強化により、「会社と経営陣、株主との間の利益相反を外部の目で監督する」という役割を果たしていくことが強く期待される。

#### <参考文献・資料>

- 上田亮子 [2019], 「上場子会社のガバナンスをめぐる現状と課題」, 日本加除出版『信託フォーラム』 vol.12, pp.59-65
- 太田洋 [2011], 「「親子上場問題」について」, 神田・小野・石田編『コーポレートガバナンスの展望』第5章, 中央経済社
- 尾崎悠一 [2019], 「法的な観点からみた上場子会社の少数株主保護問題」, 中央経済社『企業会計』 vol.71 No.12, pp.63-70
- 金融庁 [2018], 「投資家と企業の対話ガイドライン」及び報道発表資料
- 経済産業省 [2017-2019], 「コーポレート・ガバナンス・システム研究会」における事務局説明資料及び報道発表資料
- 経済産業省 [2019], 「コーポレート・ガバナンス・システムの在り方に関する実務指針（グループガイドライン）」
- 高橋均 [2013], 「親子上場と子会社少数株主保護」, 小林秀之・高橋均編『コーポレートガバナンスにおけるソフトローの役割』第3章, 中央経済社
- 竹澤康子 [2015], 「研究ノート：日本郵政グループの新規株式上場について」東洋大学『経済論集』第40巻第2号, pp.335-352
- 竹澤康子・松浦克己 [2017], 「親子上場している子会社の業績 ―連結決算ベースの分析―」東洋大学『経済論集』

---

16) 2019年11月28日付日本経済新聞

17) 2019年10月3日付日本経済新聞

18) 2019年11月29日付日本経済新聞

第42巻第2号, pp.11-27

東京証券取引所, 『コーポレートガバナンス白書』隔年発行版 及び報道発表資料

西山賢吾 [2019], 「親子上場数は12年連続で純減」, 野村資本市場研究所『野村資本市場クォーターリー』2019 Summer, pp.1-4

新田敬祐 [2010], 「株式市場における親子上場の存在感とその功罪」, 『NRI Research Institute Report November 2010』pp.22-28

日本取締役協会 [2019], 「上場企業のコーポレート・ガバナンス調査」

疋田・大草・樋口 [2019], 「「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」の解説－上場子会社のガバナンスの在り方について」, 日本加除出版『信託フォーラム』vol.12, pp.66-71

福本葵 [2016], 「長期保有株主に対する優遇策」, 日本証券経済研究所『証券経済研究』第94号, pp.77-92

船津浩司 [2015], 「欧州における企業グループ法制の動向と日本の法制のあり方」, 財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』平成27年第1号(通巻第121号), pp.108-134

日本経済新聞 (2018.11.20, 2019.3.6, 2019.4.19, 2019.8.5, 2019.8.6, 2019.8.10, 2019.9.2, 2019.10.3, 2019.11.12, 2019.11.17, 2019.11.26, 2019.11.28, 2019.11.29, 2019.12.26)

宮島英昭・新田敬祐・宍戸善一 [2011], 「親子上場の経済分析－利益相反問題は本当に深刻なのか－」, 宮島英昭編著『日本の企業統治』第7章, 東洋経済新報社