

CGS研究会（第2期）

第11回 議事要旨

1. 日時：平成30年11月12日（月）10時00分～12時00分
2. 場所：経済産業省本館17階国際会議室
3. 出席者：神田座長、青委員、江良委員、大杉委員、大場委員、神作委員、小口委員、後藤委員、藤原様（小林委員代理）、佐久間委員、澤口委員、武井委員、塚本委員、寺下委員、藤田委員、松元委員、三笥委員、宮島委員、柳川委員（11時20分より途中参加）、竹林参事官、井上課長
（欠席：青木委員、石田委員、伊藤委員、太田委員、翁委員、小林委員、富山委員、中村委員）
4. 議題：グループガバナンスにおける「攻め」の論点について②
5. 議事概要：

はじめに、本研究会の進め方について、資料2記載のとおりとすることについて委員の了承を得た。

次に、事務局より資料4について説明した後、討議を行った。討議の概要は以下のとおり。

- 【青委員】親会社と上場子会社の関係について、東京証券取引所において一定の整理を行っていることから、少し長くなるが、一通りご説明したい。
まず、事務局資料の30から32ページで、「親子上場に対する投資家等の見方」として、親子上場について否定的な意見が多く取り上げられているが、私どもも同様の話はよく耳にするものの、詳しく話を聞いてみると、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、「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ほしい」と主張したいということが真意と多い。

次に、親子上場の意義を考えると、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。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。

ただ、親子上場については資本市場の立場から留意すべき点が2つあると考えており、1つは親会社株主の視点、もう1つは子会社の少数株主の視点である。

まず1つ目として、「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、親会社の株主にとって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ことが適切であると思う。しかしながら、親会社にとっての資本効率性を十分に踏まえた説明はなかなか見受けられないのが実情であって、それでは、投資家から見れば、真剣に資本の使い方を考えているのかどうかについて疑問が残らざるを得ない場合もあると思う。今回のガバナンスコードの改訂の中で資本効率性が取り上げられたことも念頭に置いて、改めて親会社にとっての資本効率性を軸に、十分にご検討いただくようお願いしたい。

次に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意が適切に行われることにつながるのではないかと考えている。

事務局資料の23ページで、新規上場審査におけるチェックポイントについてご紹介いただいているが、これは上場子会社の投資者の視点を踏まえて設けているものなので、既に上場している子会社を持つ企業グループが、グループ・ガバナンスを考える上でも参考になるのではないかと考えている。

次に、グループ運営の観点に照らしつつ、子会社の独立性に関して細かいところをお話しすると、「独立性」という言葉が誤解を招きやすいのかもしれないが、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と考える。

また、親会社がグループ運営をしっかりとっていくこと自体については問題ないと考えているが、「親会社が強権的に上場子会社を従わせる」のは適当でないということは資料に記載のとおりであって、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と思われる。さらに、長期的にこれに適っ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なことだと考えており、その際には、社外取締役の数を増やしたり、取締役の指名や報酬について客観性や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に、人選や運営も含めて実質をしっかりと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。

最後に、事務局資料の 24 ページのところで、子会社の主体的な意思決定の確保と親会社の子会社管理の要請とをいかに両立するかがポイントだというところをご指摘のとおりだと考えているが、ここに関して、少し細かいことで恐縮だが、言い回しについて申し上げますと、「親子間協定等により、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、子会社の独立性確保の趣旨に反しないのではないか」とご記載いただいている部分については、例えばだが、「親子間協定によって事前の協議を求めることとしても、子会社が独立主体として意思決定をすることが真に確保されている状況であれば、子会社の独立性確保の趣旨に反しないのではないか」としたほうが誤解は生じにくいのかなと考える。

それから、「親会社から上場子会社に対して取締役を派遣し、上場子会社の取締役会による監督機能を通じて、グループとしてのリスク管理を徹底すること」についても、趣旨はよくわかるところあるが、「子会社が独立主体として意思決定することが真に確保されている状況であれば」ということが重要な前提になるかと思うので、そうしたことも明確に示されると良いと思う。

- 【佐久間委員】今、青委員がご説明なさったことと結局同じことになるのかもしれないのだが、まず、親子上場関係において、親は子の監視をどう見るかというときに、内部統制システムの構築、運用が重要だというのはそのとおりなのだが、そのさらに前のところは当然、子は親会社にとってまさに重要な資産であり、バランスシート上の投資等々のところに入ってくるものなので、青委員は資本効率とおっしゃったが、親会社としては資産をいかに維持向上していくかが親会社の株主に対しての義務になろうかと思う。

その関係でいうと、事務局資料 23 ページの大きいポツ 2 のところで、書きぶりではあるのだが、親会社には、企業グループ全体での内部統制システムの構築、運用の責任があると記載されている。これはそのとおりだが、これに加えて、資産としてきちんと見ていく必要があるというところがもう 1 つ強調されないといけないのではないかなと思う。

さらにその関係でいうと、24 ページでは、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反しないのではないかと

書かれている。これは当然反しないと思うし、逆に親会社にとっては協議の方法はいろいろあるし、当然、上場会社というところで限度はあるが、事前に相談をする、報告を受けるといのはほとんど義務ではないかと思う。これは全部がということではない。場合によって、失敗すれば親会社に響くような大きな投資とか、昨今あるような品質問題、結局は親会社なりグループ全体のブランドを毀損する可能性があるような問題等々あるので、ここはもう少し積極的に、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と思う。

もう2点、全体の中で、非常に簡単に言ってしまうと、親子上場のときの親と子の規模によってやり方は大きく分かれると思う。これは会社法でも多重代表訴訟をどういう形で整理したかといえ、そのバランス、20%というところで分けているが、今の整理はそこがあまり分かれていないのかなという気がする。つまり、親の資産にとって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はっきり言ってないと思う。ただ、それが非常に大きいもの、例えば、逆に純粋持株会社であるような場合はまた別だと思うし、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と思う。

そこで、若干細かいことをいうと、34ページのこの辺のところも、必ずしもどういう大小でこのようになっているのかという点がもうひとつわかれば意味があるのだが、それがないとちょっとどうかなという気がする。

もう1つ、これも細かいことではあるが、28ページの上場子会社のコスト・ベネフィットのイメージはまさにこのとおりなのだが、これは、子会社が上場会社であり続けていることのメリットと、単純に子会社であることのメリットと両方あるので、そこをもう少し分けられたら良いのかなと思う。子会社であれば、上場していなくても親会社保証は当然ありえるわけだし、ここで書いてあるベネフィットもほとんど上場維持のメリットかと思うが、そこをもう少し分けて考えたほうが良い場合があるのではないかと思う。

- 【三笥委員】事務局資料の上場子会社の部分について1つコメントし、それから経営陣の指名のあり方について1つ事務局へ質問したい。

まず、上場子会社について、事務局資料の26ページのイメージ図を拝見するとわかったような感じもするのだが、よくよく考えてみるとわからないところがある。この図では、p 1からp 3まで、それらに加えてs 1、s 2の5人の株主がP社とS社の株主として出てきている。もしA a事業とA b事業を統合してシナジーが発生するのであれば、p 1からp 3と、s 1とs 2の株主が把握する総価値は増えるはず。そうであれば、A aとA bを統合す

ること自体は市場としては良いはずであり、このことは、P社がこれを買いたいと、S社が買いたいと、いずれであっても変わらないはず。では、何が問題かというと、P社とS社の間での対価の設定がおかしいということであろう。それならば、そこにフォーカスしないといけない。利益率の高い事業を親会社が吸収するから利益相反だという説明では、少しおかしいのかなと思う。

さらに言えば、対象事業の利益率が高いか低いかは関係なくて、要はトータルでプラスになるM&Aであればやれば良く、あとは分配の問題だと考えるべきではないか。

ただ、現実問題としては、この場合でいうと、S社がA b事業をP社に売るときの事業価値評価は、本来であればオークションでもやって値づけをすればフェアなのかもしれないが、親子関係があるのでそれは難しく、適切な値決めが難しいという事情はあるかと思うので、そういう意味ではイメージとしてはわかるのだけれども、理論的にもう少し整理する必要があるように思う。

もう1つが、事務局資料 35 ページ、子会社経営陣の指名のあり方についての3つ目のポツ。「ただし、上場子会社の社長・CEOの指名については、親会社（支配株主）と少数株主との間に潜在的な利益相反関係があることに留意し、上場子会社にとって最適な人選が行われるよう、そのプロセスにおけるガバナンスの在り方については、特別な配慮が必要ではないか」という文章の中の、「潜在的な利益相反関係」の意味がよくわからないので、もう少しご説明をいただいたほうが良いかなと思う。指名された上場子会社の社長、CEOの個々の行動の場面において利益相反というのはわかるのだが、この人が子会社のCEOにつくと利益相反だというのがよくわからない。子会社の従業員から見ると、プロパーの人がならなくて、親から天下ってきた社長が来るというのは「利益相反」かもしれないが、多分ここではそういう話をしているわけではないだろう。投資家の目線で話をするのだとすると、誰が社長になるかというのは利益相反の問題ではなくて、むしろその人がどう行動するかが利益相反の問題なのではないかという気がしているのだが、もしかすると少し違う意味合いがあってこのように書かれているかもしれないので、この点について教えていただければと思う。

- 【坂本課長】利益相反という表現が親子間取引のようなゼロサムでのコンフリクトと確かに違うので、不適切だったかもしれない。ここで言わんとしたことは、例えば親会社の人事ローテーションの事情や処遇問題で、親会社にとってはこの人をぜひ送り込みたいというのと、子会社にとって本当にパフ

パフォーマンスが一番上げられるかというような観点での人選とが食い違うと
とがあり得るのではないかというような趣旨だ。少し表現を書き直したいと
思う。

- 【大杉委員】今日は時間がありそうなので、普段より少しだけゆっくりお話し
したい。

まず、13 ページの海外ヒアリングの結果概要の内部統制システムに関して、
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子上場、上場に限らな
いが、親会社の子会社管理において求められているのかなと思った。

次に、17 ページの宮島委員が参加された実証研究で、親子上場で子会社のパ
フォーマンスは一般の独立した会社と比べて低くない、むしろ少し高目であ
ることは、日本では搾取は起きていないことを示している。一般的に見て、
親会社が上場子会社を搾取するようなことはほとんど行われていないとい
ってよい。なので、親会社が「全体最適」を子会社に及ぼすことがわが国に
おける目下の課題なのではないかと思った。

次に、23 ページからは、先ほど三笥委員が指摘されていた親子の利益相反の
話であるが、29 ページまで飛ぶと、親子の利益相反に関して、上のポツの 2
つ目で、こうした観点から、上場子会社の社外取締役は、十分な人数と資質
の確保、あるいは役割認識が求められる、とある。子会社の役員には、親会
社から来た人とか子会社プロパーで上がってきた人がいるが、彼らは親会社
に盾突くことが法律上は求められる場合があるものの、実際上は難しい。し
たがって、社外役員、社外監査役もそうだが、特に社外取締役については、
一般の上場会社よりも形の上で強いルールを置く必要があると思う。たとえ
ば、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 超とする。

「以上」ではなくて 3 分の 1 を「超える」という意味で、3 分の 1 超とす
ることを提案したいし、東証とか金融庁にも検討していただきたい。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今
までより重要になってきていることとのバランスというか見合いで、子会社
の取締役会の独立性を高めることを強く要望したいと思う。

少し戻って 25 ページ。括弧で「事業譲渡等」と書いてあるが、これは会社
法 467 条における「事業譲渡」ではなくて、その次のページに図が出てくる
が、グループ内での重複事業を A 社から B 社に移して集約するというような
意味だと理解した。つまりグループ内 M & A は事業集約なので、資料の図で

「事業」ではなくて「事業部門」という言葉にすると紛れが生じないのではないかと思った。

また、25 ページの一番最後は、一定の対価を支払うというところがポイントで、適正な対価を子会社が得られる手続きとしては、子会社の取締役会で価格、条件についてしっかり議論し、その際、親会社から来ている人、親会社出身者は特別利害関係人として決議から外すことになる。ここは特に慎重な議論を取締役会の中でしていただいて、やはり理想的には、親の出身者は席を外して、価格・条件を承認する取締役会の決議においても、その過半数が独立社外取締役であるということになれば、法的にも安全性が増すのではないかと考えている。

35 ページで、上場子会社の取締役については、親会社が事実上の選任権を持っているけれども、子会社取締役は善管注意義務の一内容として少数株主の利益に配慮しなければならない。35 ページ以下では、その実効性を議論していて、その一環として、36 ページで上場子会社の社長を決める指名委員会について議論されていて、これも先ほどの子会社の取締役会の独立性を高めるということの一環として子会社に指名委員会を設けて、そこに社外役員、すなわち社外監査役とか独立社外取締役に過半数入ってもらうという意味だと思う。実際には、親会社の側で例えば指名委員会を開いて、子会社の次の社長の人事をやると、子会社がそれに逆らうことは難しい。このとき、親が自分のローテーションの都合ないし親側の事情で、子会社に適切でない人物を送り込んでくる可能性はゼロではない。もちろん、そういうことはほとんどないとは思いますが、子会社側の指名委員会は、自分たちで社長を決めることがあっても良いのだが、多くの場合には、親会社が指名して人を送り込んでくるというときに、その人物に対して文句を言う、オブジェクションすることというよりも、事前にその人物を親が選んだ理由、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ことになるはずである。もちろん親会社を覆すことは実際には難しいのだが、そういうプロセスを経るならば、親も勝手なこと、わがままなことはできにくくなる。そういう意味での緊張感が生まれるので、そういう文脈でこれを進めていただければありがたいと思う。

最後に、23 ページで、佐久間委員が冒頭近くで発言されていた話で、子会社の株式は親会社から見て重要な資産だというお話であったが、これはたぶん企業の方には「資産」という言葉でピンとくると思うし、会社法の学説的には同志社大学の舩津さんというこの分野の第一人者がそういう説明をされているので、資産という言葉を使ってももちろん構わないのだが、「収益源」等の表現のほうがより紛れが小さいかもしれないので、備忘として申し上げ

る。

- 【後藤委員】上場子会社とか親子上場という問題は、昔から何度も出てきている話であるが、宮島先生の実証研究などが示唆するように、日本では、特にアジア諸国とか大陸ヨーロッパで見られるほどひどいことは起きていないようであると言われつつも、特に外国人投資家からは信頼してもらえない状況が続いているわけで、それを何とかして改善できないだろうかというのが今日の背後にあるテーマなのかなと認識している。外国人投資家だけなのかと思っていたら、投資家からの意見というところでは、国内のアセットオーナーとかもいろいろ不満を持っているということなので、やはり何らかの根深い問題があるのかもしれない。もし外国人がわかっていないだけだったら、それは日本文化で何とかするのだという説明もあるかもしれないのだが、どうやらそれだけではないということがあるような気がしている。

投資家からみて信頼できないと言われるのは、親会社がひどいことをしないということについて制度的な裏づけが多分ないからということになるだろうと思う。平成 26 年の会社法改正の際に議論していた親会社の子会社に対する責任を追及しやすくするための株主代表訴訟制度の範囲の拡大のようなことが、諸外国では、仏はよくわからないが、英米独ではそれなりにあるのに対して、日本ではそこがどうしても欠けているというところが一番大きいと思う。制度的な問題はこのフォーラムで議論すべきことではないのかもしれない、それを今回変えるという話ではないことは重々承知しているし、そこには手をつけないという前提で何かしらをしようということであるのだが、どうしても根本に手をつけない結果、びほう策的な話に終始してしまったような気が否めないというところは実感としてある。もちろんできることをするのは非常に大事だと思うのだけど、やはり根本的な制度上の問題には手をつけられ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のだと自覚しておくべきであると思う。そうしないと、これをやれば十分なのかということが多分そうではないという話が出てきてしまうと思うので、そのスタンスの問題はもう少し自覚しておいたほうが良いかなという気がしている。

話を聞いていて特にわからなかったのが、子会社の経営者の指名のところで何をしようとしているのかという点だ。36 ページで、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、言う分には結構なことなのだが、これをやって何か今と変わるのだろうか、よくわからない。三笥先生のご質問に対する坂本課長のご回答を伺うと、そもそも問題としているのが上場子会社と親会社の利益が

完全に対立しているということではなく、親会社が派閥の順送りとか処遇に困った人を送り込むということだとすると、それは親会社の利益にとっても最適なことを本当にやっているのだろうかというのがやや疑問であるようにも思う。この話と、いわゆる親会社と子会社の利害対立とでは、少し深刻さが違うので、この話を持ち込むとすると、議論をやや矮小化してしまうのではないかという気もしている。問題とすべきなのは、親会社による搾取を防ぐための制度的な裏づけがないところで、せめてできるだけ子会社の利益を守ってくれる人を選ぼうという話ではないか。また、この話が入ることによって手続きが重くなり、それによって、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いうところも懸念されるので、どういう形が良いのかはもう少し慎重に考えた良いのではないかという気がする。

他方で、事業ポートフォリオの最適化をするかどうかについては、もう少しダイレクトに親会社と子会社の利益が対立しているところで、そこに何か手当てをすべきであるということは非常に良いことだと思う。そのときに、25ページの下部2つ目の「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」という部分は、私は大杉委員とは違い、この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。なぜかというと、事業譲渡等に当たるということになれば、当然、会社法上一定の手続が要求されるわけで、株式買取請求権がついてくる。今の会社法のもとでは、基本的に、少数株主の利益の保護は株式買取請求権によって出現することになると思う。それがあることによって、独立当事者間交渉で決めた価格であれば、それがそのまま尊重されるので、独立当事者間交渉をしましょうということになる。まさしくこの独立当事者間の取引につながるわけだ。親会社と上場子会社の間でやりとりして、高収益の事業をどっちに渡すのかというのは、どっちもあり得るというのは三笥委員のおっしゃるとおりであり、仮に子会社から親会社に渡すにせよ、そのときには、まさしく三笥委員もおっしゃられたように対価の問題になるが、この場合に株式買取請求権をてこにして、対価がちゃんと適切なものになっているか、もしなっていないのであれば、子会社の少数株主に対してそのシナジーがちゃんと行き渡るようにするために、事業譲渡等というフォーマルな形をとってちゃんとやってくださいということだと思うのだ。そうすると、これは表現がむしろおかしくて、株式買取請求権などで子会社の少数株主の利益がちゃんと担保される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、意味を持

つ主張になるのではないかという気がしたところである。

結局、最初の話に戻ってしまうのだが、株式買取請求権とかがない一般の親子会社間取引についても独立当事者間にするかどうかという話があって、それはとりあえず言わないことにしましたというのが平成 26 年会社法改正のときの法制審の結論だったかと思う。ここでもし、一定の取引は株式買取請求権が使える形でやってくださいという義務をソフトロー的な感じでかけていくとすると、平成 26 年改正時の議論との境目がよくわからなくなっていくというところはあるのだが、制度的なはっきりとした対応をしないながらも、一定の形で子会社少数株主の利益を図るという点では望ましい対応だと思っているということだけ最後につけ加えさせていただく。

- 【藤原様（小林委員代理）】前回の研究会で、なぜ 100%子会社にしないのかというご質問もいただいたので、再度、親子上場についてお話しさせていただく。

まず 1 つは当社が純粋持株会社であるという点だ。事務局資料 26 ページは明らかに事業持株会社を想定した絵で、純粋持株会社とは様相が異なる。私どもの場合、純粋持株会社で上場子会社を擁しているのが、A a 事業と A b 事業を上下でやっているということがなくて、常に上は空である。純粋持株会社だから、監督と執行の分離ということで、そもそもの生業として子会社の監督に徹するという構造になっている。そして、全体のポートフォリオマネジメントの中で、全くの異業種というわけではないが、医薬品とケミカルと産業ガスとライフサイエンスというポートフォリオを今は組んでいるのだが、そういう中で、純粋持株会社として事業ポートフォリオを最適化することが当社の株主に対する義務であり、同時にそれぞれの上場子会社の少数株主の利益保護も考えているわけだ。そういう立場から見ると、例えば事業を全部 100%子会社として 5 つも 6 つもぶら下げている純粋持株会社とはそもそも何なのだという話にも実はなってくるのではないかな。

先ほど青委員からも言われたが、親、ホールディングスの株主から見たとき、本当にこれは大丈夫なのという話があって、外国の投資家の話というのは、むしろ親会社のほうに対する見方なのか、両方か（「両方」の声あり）。ただ、私どもの場合、なぜか上場子会社 2 社の時価総額を足すとホールディングスの時価総額を上回るという状況になっていて、これは重く受け止めているのだが、それでもやはり抱えているケミカル事業が非常に外的環境に影響されやすく、シクリカルな景気変動を避けられないとか、そういった理由で、あえて異なる複数の事業を取り込んで、全体のポートフォリオ最適化を通して企業価値の向上を図り、ホールディングスの株主に利益をもたらしていると

ということだ。

では、なぜ 100%子会社にしないのかという話なのだが、これはやはり 28 ページのコスト・ベネフィットのイメージに書かれているとおりで、特に異業種をぶら下げている場合は、採用のところで意外と効いてくるという実態がある。例えば、製薬業を志す人が、ケミカル会社の 100%子会社である製薬会社に、どれだけの魅力を感じてくれるのかという問題が事実としてある。もう 1 つは、簡単に言ってしまうと、27 ページの一番下の米印に書いてあるとおり、M & A の際の条件となっている場合もある。これはやはり、今述べた採用の有利さや、働いている従業員のモチベーションも含めて、上場企業であるということそのものが、子会社にとって非常に重要であるからだ。だから、上場維持がホールディングス傘下に統合する際の条件とされていて、仮に 100%にしたくても、実は契約上できないというケースが結構ある。これを敢えて 100%にしようとする、私どもの実務としては取れる手段が敵対的買収、TOB ぐらいしかないという状況になるわけだ。これが、なぜ 100%にしないのかという直接の答えになっているかどうかは別として、そういうお約束になっているという現実がある。それはやはり当社が純粋持株会社であり、異業種をぶら下げているという特殊性があるためだと思っている。

当社の経緯として、田辺三菱製薬を子会社にしたときに、上場適合審査で大変な苦勞をした。だから上場子会社の独立性の維持については重々配慮しているほうで、そういう意味では、経営者の指名などについては上場子会社の全くの任意であり、こちらからは一切口を挟まない。あるいは、取締役の派遣についても、産業ガスの会社に対しては、これも経営統合のときの約束で、指名できるのは 2 名までということになっている。

ただ、一方で、世間では親会社の性悪説みたいなことばかりが語られがちだが、かえって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て、ある意味緊張感が欠けているという実態もあるのではないかと。したがって、むしろ、前回ご紹介した上場子会社による巨額の投資のような案件を、先ほどの佐久間委員のご指摘のとおり、何らかの形できっちり見るのがやはり親会社の責任ということだろう。それから、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るという状況であるならば、まさに大杉委員のおっしゃった、例えば一定の数の社外取締役を入れるなど——これが前回私が「ボードリプレゼンテーションで」というお話をさせていただいた趣旨そのものなのだが——そういった一定程度のガイドライン化、ルール化をしていただくと、上場子会社の大株主である親会社から見ても安心できる経営が担保できるのではないかと思います。

ている。

- 【塚本委員】 1 点目は、19 ページの上場子会社の範囲について、親会社が上場会社である場合に限定するという点である。上場子会社で何が問題となるかということ、少数株主の利益保護であるので、必ずしも親会社が上場会社である場合に限らなくともよいのではないかと思われた。例えば、非上場の親会社でも、事業会社のケースもあるので、19 ページにある事業ポートフォリオの見直しという場面もあると思われる。親会社が上場会社である場合に限ることで、どういった会社を除こうとしているのかが少し気になった。手元の iPad で東証の検索サイトを見ると、親会社のある上場会社は 371 社で、そのうち親会社が非上場というのは 58 社あるようである。この 58 社が、親会社が非上場ということで除かれることになる。この 58 社を除くために親会社が上場会社である場合にあって限るほどのことでもないようには思われる。今後作成されるガイドラインの名宛人が上場会社を念頭に置いているとすると、親会社も上場会社の場合ということになるのかもしれないが。2 点目は、46 ページで、「上場子会社の社長・役員の決定プロセス及び親会社の関与について」という箇所である。ここで紹介されているケースは、上場子会社側がかなり独立性をもって判断しているものばかりであるが、実態は、このような会社ばかりというわけではないのではないかと。役員人事について、親会社から一方的に言われて困っているとか、コーポレートガバナンス・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ある。46 ページで紹介されているのは先進的な上場子会社のケースなのかもしれないが、例えば、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をしてしまうと、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。
- その関係で、先ほど来ご意見が出されている、子会社側でも指名委員会を作り、独立性を持って判断するという 36 ページに関し、後藤委員もおっしゃっていたが、指名委員会を上場子会社側で作って、どこまでのことをその指名委員会に求めていくのかが実務上はまた悩ましいと思った。先ほどの子会社にとって適切ではない人が送られてくるとか、逆に子会社側からすると、他のグループ会社にいるこの人が欲しいというケースもあるのかもしれないが、そのような場面で、上場子会社の指名委員会が親会社に対して対応することが期待されているのだろうか。ただ、親会社は、子会社の議決権の過半数を有しているので、それを背景にいくらでも拒否することができてしまう。そうすると、最終的には、特に指名委員会の委員である上場子会社の独

立社外取締役が辞任までしないといけないことになるのか。指名委員会がどこまで機能することができるのかという問題である。上場子会社については、通常の上場会社に比べて、独立性のより高い社外取締役を求めたり、独立社外取締役の人数・割合をより多く求めたりするということもあるとは思いますが、言いつ放しになってしまわないかという点が少し気になる。

- 【小口委員】上場子会社の問題、親子上場の問題というのは、事業をやっていく過程の中で存在している。議論が難しい、いろいろな見方があるということであるが、少し問題を整理して考えないといけないのではないかと正直思っている。親子で上場しているというのは、私の見方からすると、アウト、ある事業を外に出していく途中段階、或いは、イン、外から入れてくる途中段階において発生している。例えば当社の事業ポートフォリオの中から、これは多分シナジーがもうないというところで上場させる場合。例えば三菱自動車などはそうしたと思うのだが、それは、出していった過程においてはシナジーはない、しかしながら、ガバナンスという意味では既存のガバナンスが生きている。そこが矛盾関係にあるのだろう。でも、それを上場して自然に外していくことによって徐々に独立性を高めていき、自らの強みを発揮していくということになるし、親会社としては、投資したものを上場することによって回収する。また、アウトする1つのケースは、スタートアップを取り出して、出していく場合。そのときも矛盾で、ガバナンス的にいうと弱い相手だから、そこにある程度人材、リソースを入れていくことになるが、シナジーはない。このようにシナジーとガバナンスが矛盾した状態にある。逆にイン、入れてくる場合については、例えばフォークリフト事業でニチュという上場会社を我々のポートフォリオの中に入れてきたのだが、そこにおいては、ポートフォリオ的にいうとシナジーがあるけれども、長らく事業を独立してきた会社であるから、やはりそのガバナンスをある程度重視しなければいけない。つまり、親子上場が置かれている状況において、シナジーとガバナンスは、ある種矛盾する存在。その中間段階の議論になっていないだろうかというような印象がある。その様に上場子会社をアウト若しくはインの途中段階と考えると、入り出がなくてもただだと親子で上場しているものをどう整理するかというところなのだが、1つは、純粹持株会社の様な形態の中でそういうことはあるのかもしれないが、それ以外の場合で一定期間を超えて長期間にわたって親子で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こと、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なという感じがしている。この問題はこの様に整理することができるのではないかと思っている。

- 【宮島委員】 3つほどコメントというか、問題を指摘したいと思う。

1点目は、本日は大場さんもお見えになられているので、私の解釈が違っていたら直していただきたいと思うのだが、親子上場問題は少数株主との対立が潜在的には存在するので、どうしても株式所有構造に関して機関投資家との関係が問題になると思う。この点に関連して、まず、資料の16ページに、上場子会社の株式所有構造を見せて頂いているが、趣旨は、外国人が少ないという点にある。ただ、上場子会社は定義により親が50%所有しているのだから、少ないのはある意味で当然なので、この点は、分析の結果というより、議論の出発点だと思う。少し工夫はされたほうが良い。例えば、親は50%持っているのだけれども、その他の株主の中で、モニターにインセンティブを持つほどの持ち分を持つ機関投資家、特に外国人投資家がどれくらいの比重で、どういう位置に立っているのかというのに少しつなげられるようなグラフを考えられたら良いかなと思う。

投資家、特に機関投資家を含めた少数株主からは、利益相反の可能性があると批判も多いということなのだが、これをどう理解するかという点は、あらかじめ考えておいた方がよい。上場子会社に問題があり、それ故に市場がディスカウントする傾向があるとしても、機関投資家はそれを承知で割安で買っているのだったら事後に文句を言う筋合いにはないという言い方もできる。また、機関投資家は売却というオプションがあるのだから、問題があるのだったら売れば良いのだという反論もありうる。にもかかわらず問題があるとすれば、国内の機関投資家も含めてパッシブファンドとして運用している部分が多いので、売却というオプションが限られているとか、あるいは、機関投資家が、将来の成長を期待していて、ある程度ステークを持ったにもかかわらず、潜在的な能力を比べて成長が実現されていないとか、そのような事態がある程度システムテックに生じているのかどうかだと思う。もしそうであるとすれば、そのあたりのところを解決すべき問題としてクリアにしたほうが良い。例えば、親の関与が、少数株主との間で利益相反になっているときに、機関投資家はエンゲージメントを通じて矯正することが主要な関心となるが、親に対してエンゲージするのがかなり難しい。当然、子会社のほうへもエンゲージするのだろうが、親が影響力を持っているとすると、親に対して交渉したりエンゲージしたりすることが重要となるが、そのあたりの関係が少しグレーで整理が必要であるということであれば、その点をクリアに、今回の改革で焦点であると明示したほうが良いのではないかなと思う。

2点目は、24ページの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のではないかという点は、強く強調して良いと思う。私は、上場子会社という仕組みが日本の企業の組織選択の1つの選択肢として合理的だと考えているのだが、これが合理的である1つの理由は、二重のガバナンスとよく言われるが、大きなステークを持つ親は影響力を行使できる。しかも、親は、私的情報に基づいて、公開情報に基づく外部投資家よりもより正確に子会社モニターを行うことができる。それに加えて、マーケットの評価というもう1つの評価が加わるから、100%子会社に比べて、2つのモニターのルートがあるから良いというのが1つの正当化だ。もちろん、両方ともワークしないということもあり得る。外部株主の持ち分が限られているから、マーケットのモニターも弱くなってしまう反面、50%近く保有しているのもかわらず、少数株主を過度に考慮して、重要な意思決定に対して影響力を行使できないということになると、十分なモニターとして機能していないということになる。裏返すと、二重のモニターとして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ことで、この方向で議論をまとめて、なるべくこれが実現できるようにしたら良いのではないかと思う。

3点目として、27ページの今後の方向については、提案はいずれも賛成だ。会社としては現時点で上場子会社としていることを改めて再検討すべきであるということ強くおっしゃられるというのは大賛成だが、なぜ今再検討すべきなのかという点を経産省としては積極的に説明する必要があると思う。私の理解では、かつて、1990年代半ばまでは、上場子会社はかなり安定的な状況で維持されてきた。例えば日立は、現在6社になっているが、ピーク時には26社ぐらいの上場子会社を抱えていた。1960年代に新しい事業が独り立ちするとスピンオフして、それが上場子会社になって、その企業が上場子会社の状態を30年間ずっと続けてきたわけだ。このような状況から、選択と集中が課題となった90年代末以降、成熟企業では完全子会社化を進めて行く一方、新興企業や、流通部門の企業では、いぜんこの仕組みを積極的に使っている状況だと思う。そういう意味で、現在、上場子会社がかつてに比べると安定的ではなくなっている。海外を見ると、上場子会社という仕組みがないということはないのだが、これは非常に経過的な仕組みだ。事業部門をIPOで切り出して、5年ぐらいの間は日本流にいう上場子会社という状況が残っているのだが、5年以降経つと、これはだめだといって100%に戻すか、完全に売ってステークを無くすかというどちらかに落ちていくが、日本ではこの状態が安定的に続いているというわけだ。ただ、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ので、それがな

ぜなのかという説明が必要だ。

私見だが、できあがってくる場合のロジック自身は、M&Aを動機とするケースが増加したという変化はあるが、それと並んで、成長部門のIPOという動機ではそれほど変わっていない。典型的には、多角企業のある部門で大きな資金需要が発生した状況を考える。そこで本体が大きな投資を行おうとすると、資本市場が整備された現在の状況だと、その事業で投資した資金がほかの事業に使われるという可能性を危惧して、投資家は必ずこの投資案件をディスカウントする。つまり、成長部門の資金調達を本体でやるというのはディスカウントされる可能性が高く、そこでその部門を外に切り出して、そこだけ用途がはっきりした形で資金調達するというのは合理的な選択肢で、海外でもそのようにして上場子会社の状況が出現するわけだ。加えて、現在、M&Aで企業成長していくプロセスでは、三菱ケミカルの事例に代表されるように、上場子会社の形をとるというのは非常に大きな選択肢だと思う。そういう意味で、上場子会社は、いぜん非常に重要な選択肢であり、今後もその選択肢は企業の組織選択の自由度を確保する上で非常に重要である。しかし、かつてに比べると上場子会社を取り巻く環境が大きく変わり、その状態が経過的であるという側面が強まっている。だからこそ企業の側は、親子上場という現在の状態が、長期的に今後どのような位置にあるのかを明確に説明する責任が増えているのではないかと思う。

この点との関連で、2番目のポツのところで、一旦でき上がって、上場会社を維持している状態のとき、その合理性を投資家に対して説明すべき点が強調されているわけだが、ここは何を説明するかというのを具体的に示したほうが良いと思う。議論の中では事業ポートフォリオの一環で、この部門を子会社として持っているのはどういう合理性があるかという点が多分意識されていると思う。特に、上場子会社の事業が伸びてくると、場合によっては、親会社が自分のところに再び取り込むという戦略をとる場合があり、これが少数株主からみると成長機会の「収奪」として問題視され、子会社少数株主との間で係争が起きるとするのはときどき目にする案件だ。確かに、それも重要だが、多分、今後問題となるケースが増加すると見られるのは、配当政策や資金政策である。子会社が親との間のどのような資金的な関係を持つか、現行の政策が子会社の少数株主保護との関係でジャスティファイできるかというところを説明する重要性が上昇すると思う。子のほうが儲かっていれば儲かっているほど、余った資金をどうするかという問題が重要性を増す。実は、この問題は、先ほど紹介した上場子会社関係が安定的であった1995年以前はあまり問題とはならなかった。なぜかという、それまで、上場子会社は成長しているので、子会社内にお金が溜まるとか、配当で収益の多く

を吸い上げるというのが問題にならない。要するに子会社のほうに成長機会があるので、利益は基本的再投資するしかリアルな選択肢はなかったわけだ。しかし、現在はこの点でも環境が変わっている。子会社も、周辺で成長機会が少なくなるという意味で、成熟化しているので、どうしても資金効率の観点で、財務政策を正当化することがポイントになってくると思う。それが正当化できないということになると、やはり上場子会社のままでいるというのはかなり難しいということになるので、このところも、今後の重要なポイントなのではないかと思っている。

- 【寺下委員】まず、上場子会社について全体的にネガティブに捉えられているイメージがあるが、今日までの日本の産業競争力や時価総額に貢献しているという点から考えると、この制度はワークしていることを冷静に判断したい。上場子会社があることによって、日本の時価総額の、例えばNTT社にとってNTTドコモ社がそうであるように、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。青委員にまとめていただいたが、諸外国から見てもこの制度が評価されているわけだから、機関投資家の親子上場への批判は全体の制度ではなく、ガバナンスが中途半端で、今後の成長に対する意志がないまま、内部留保だけが溜まっていることや、どうみても低成長や衰退が予見されるなか放置されているところが問題として指摘される点と考える。

子会社上場の制度はまた今後産業再編におけるスピンオフにおいて活用されうる極めて重要な制度になる。産業再編におけるスピンオフの中で、マーケットメカニズムを使うということは一つの重要な選択肢であり、子会社上場があって、正当にマーケットで価値を再評価していくことは意義がある。ただし、今何が問題になっているかという点をもう一度整理すると、まず第一点では、宮島先生が非常によくまとめていただいているが、上場子会社の中に低成長でそのまま止まっている会社があるということ。

2点目は先ほど藤原様からもあったように、親会社並びに大変良い上場子会社があるが、両社とも市場から評価されていないというような場合もあるということ。この場合は、マーケットメカニズムによる是正すなわち欧米で勃興しているアクティビストによる親会社等に対する積極的なガバナンスへの行動が考えられる。日本にもまもなくこの是正活動が是とされることの土壌（制度改革）は整いつつある。

問題点を再整理すると、これは親会社もしかりだが、マーケットメカニズムが機能しにくい。いや機能しない親会社や子会社がいまだに存在することに問題がある。上場子会社の場合は50%を親会社が持っているわけだから、マ

一ケツメカニズムは議決権という伝家の宝刀が効かない。それをそのまま放置して良いのかということで、少数株主の保護を前提とした親会社からの独立性という点が浮かび上がる。先ほど大杉先生の上場子会社の独立取締役3分の1以上の案も一案と考えるが、それよりも先にまず親会社の取締役会として、上場子会社の取締役会は、親会社であるマジョリティーなシェアホルダーによって承認された取締役会構成であるということを前提とし、それだからこそ少数株主の視点を取り入れた公正な判断が必要であることをもう一度注意喚起すべき必要性がある。少数株主の意見を尊重するという具体例としては、イギリスのコーポレートガバナンス・コードの改訂が参考になる。株主総会において20%以上の反対株主の投票が出た場合の議案や意見については取締役会で議論するというのが、新しく今年から入ったコードである。これらを日本のガバナンスコードに取り入れるのか、とくに上場子会社の場合は10%以上の反対票が出たらこの適用になるとか、少数株主の意見を建設的に取締役会に組み入れる制度を考慮することも一案である。最後に先ほどから議論になっている親子間のコンフリクトの問題は調整が極めて難しい。ただし、最終的には企業成長すなわち企業価値という株主共同の利益の向上という視点で見た場合、今後、親会社が上場子会社を上場していること、それとも非上場化することのどちらが親会社グループとしての企業成長を促すのか、仮に非上場化することで親会社グループの企業価値が向上すると判断した場合は、上場子会社の少数株主の利益の確保も十分考慮する必要性をしっかりと認識させることが大切である。要するに、ずっと野放しにしておくわけではなく、日立さんのように大胆な改革を実行したように、曖昧にしておくことは親会社の監督責任を放棄しているという考え方を提起しても良いのではないかと考える。

- 【藤田委員】明快な解決策がない状態で発言するのはあまりうれしくないのだが、少し気になる点は何点かあるので、お話ししたい。

1つ目は、24ページ、上場子会社の独立性確保と親会社の内部統制というテーマが上がっていて、これはなかなか面倒だ。一方で、親会社は子会社をちゃんとコントロールしろということが最近言われるようになってきている。そのことと子会社の独立性はどうしても一定の範囲で緊張関係に立つ。ここでは緊張関係がないかのような説明の仕方をしているのだが、これは理想的にバランスがとれればそうだとすることであって、潜在的には非常に面倒な問題を持っていると思う。

24ページで、「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反しないのではないか」というのは、宮島先生が言ったことに同感で、それ

は反しないと思う。括弧書きの中で書いてあるコンプライアンスやリスク管理の観点から、一定のチェックを行うことは子会社の株主からみても望ましい面すらある。この部分はそのとおりだと思う。

問題は、コンプライアンス、リスク管理の観点から行われているチェックなのか、そうではない経営に対する影響力の行使なのかの区別が当然にはできないところだ。その解決策としては、下に書かれている独立当事者間の契約として締結しているものを想定しているということなのだが、どんな契約をしようが、結局、その契約に基づく事前協議をどんな形で活用しているかということが問題なのであるから、契約の結び方の問題ではない。そういうことを考えると、独立当事者間の契約を要求するというのは、ここでは全く機能しないような解決策ということになる。問題は一応正しく捉えられているようで、また結論として言われていることも部分的には正しいのだが、自明な命題を書いているだけであって、そうなるようにどうしなくてはならないかというのがこのポイントなので、非常に気持ちが悪い。

その解決策として、再三いろいろな方がいろいろなことを言われているのだが、1つだけ触れておきたい。社外取締役や独立取締役を何割以上増やすとかそういう案、あるいは子会社の取締役会の独立性を高めるといったことを言われているのだが、根本的にそれはどういう意味のある議論なのかがよくわからない気がする。社外取締役を含め、取締役は親会社、支配株主から選ばれた人なので、その人の独立性とは一体何なのかということがそもそもよくわからない。もともと社外取締役は、業務執行者から独立性の高い取締役会の構成のために考えられた。そこで通常想定されているのは、株主構成が分散している中で、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、経営者から独立した人を置いて監督しましょうという話なので、支配株主がいるとき、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というのは少し疑ってかかったほうが良いと思う。普通の意味での社外取締役を3割増やすとか、東証基準の独立取締役を要求するとしても、期待した機能が本当に果たせるのかは考えたほうが良いと思う。

例えば、子会社ですっと経営陣をやってきて、ずっとその部門でたたき上げてきて、その部門のプライドの塊のような人がいたとして、そういう人と、あるとき突然親会社によって選任され社外取締役に入ってきた人と、どちらが親会社からの指図に抵抗できるかと考えると、社外だからできるということではないような気がする。いろいろなストーリーがあるので、一概には言えないが、これは少なくとも上場子会社ではない普通の上場会社における業務執行者からの取締役会の独立性とはやはり次元が違う異質な要素がある

ことはよくわかった上で議論しないといけない。社外取締役の概念は、平成 26 年以後は、確かに株主からの独立性も入ることは入ったのだが、基本は取締役会、業務執行者からの独立性なので、そういう人を増やすというのがこのコンテキストでどの程度意味があるかというのは、少し考えたほうが良いと思う。

もし社外取締役を増やすとかではだめだとすると、中身をコントロールするのは、後藤先生が言われた事後的な責任の追及か、意思決定のプロセスに何らかの外枠をはめるしかない。そうすると、これはこれで劇薬なので、私もやるのが良いともそう簡単に言えないのだが、判断の中身を事後的にチェックし責任追及するわけではなく、取締役会構成で簡単に対処できるわけでもないとなると、意思決定プロセスの外形に着目するぐらいしかない気がする。他方、プロセスで子会社の判断に親会社が関与できないようにすればするほど良いわけではないのは一番最初言ったとおりだが、逆に全面的に関与を認めるようなこと、つまり管理を非常に強く認めるわけにはいかないし、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ような気がする。何らかの形で子会社の独立性を維持しながら解決しようという方向でいくのであれば、そのあたりを今後より検討できたらというような気がしている。

- 【澤口委員】 1 点目は、資料の 46 ページ。先ほど塚本先生からも指摘があったが、私も少し回答が偏っていないかなと思っている。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かなと思っている。社長だから、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のも当然の事象だ。必ずしもそれがベスパラではないと位置づけることもないように思うので、それを前提に、その上で独立性をどう担保していくのか検討するほうがよろしいのではないかな。2 点目は、上場子会社という制度が、20 年後に残っているのか、残すべきなのかはよくわからないが、今どっちの方向にアクセルを踏むのかというのは慎重に考えたほうが良い。

というのは、そもそもこの 10 年間で上場子会社は相当減った。一方、成長戦略の関係だと、事業ポートフォリオの見直しがかなり優先度が高いのではないかなと思っている。その手法としてカーブアウト、スピンオフ、シンプルなものがすぐ活用できるかということ、現実問題としては難しい状況だ。そのような中で、子会社を上場させるというのは事業ポートフォリオの見直しの 1 つの選択である。これに代わる案を法律家サイドで何か提案できているかというと、必ずしもできていない。少し違うが、一昔前、トラッキングスト

ックを作ってみてチャレンジしたが、幾つかの事情で結局続かなかった。今、事業ポートフォリオの見直しが喫緊の課題だとすると、上場子会社という選択を捨てていいのかな疑問と思うところである。

- 【江良委員】投資家といっても様々な人がおり、アクティブやパッシブという違いがあれば、例えば、親子上場している子会社の株価がディスカウントされているので、そこにオポチュニティーを見出して積極的に投資する投資家もいる。投資家の分類について丁寧に整理した上で議論していかないと、親子上場に関する考え方は1つではないため、議論が難しい。

ファンダメンタルズを評価する投資家にとっては、親子上場の経営判断としての位置付け、方向性、すなわち意思のある親子上場かどうかは非常に重要なポイントである。経営に意思があれば、その意思の方向性に基づいて、投資家としてプライシングがしやすくなる。逆に言うと、そのあたりが少し曖昧になっていたり、いつまでも動きがないと、長年割安のまま放置されることもある。そのことが成長戦略や市場としてどうかというのは論点としてはあるかと思う。一方で、これは私見だが、経営の意思の有無も含めた、方向性がきちんと株価に反映されているのであれば、それはそれで市場が適切に機能しているという考え方もあるのではないか。そのような考えに基づく、重要なのは、親子関係が明示されており、投資家が適切な情報に基づいて判断できるような情報開示、前提条件がきちんとクリアになっているかどうかという点ではないか。親子関係とは少し論点がずれるが、例えば資産管理会社などを通じている保有の場合、どの程度実効的な支配権が大株主にあるのか、判断が難しかったりする場合もある。

最後に、親子関係における子会社の社外役員の独立性は重要であると思うが、一方で、親会社が存在する中で、子会社の役員の独立性にどこまで期待できるかという点は悩ましい。逆に、親会社からすれば、適切なオーナーシップ、すなわち保有割合に応じた保有意義がないとならないわけで、子会社の人選にある程度の影響力がなければ、それはそれでガバナンスとしてどうかと思う。少数株主保護のために、形式も重要だが、それ以上にどのように実効的に実質的に保護するか、実態や実務に焦点をあてて、ベストプラクティスを議論していくと良いのではないか。

- 【大杉委員】まず、23 ページの東証の上場審査等に関するガイドラインの中で、業務上の意思決定について、事前に親会社からの承認を求められるような規定が存在してはダメです、上場させませんという仕組みになっているとのことだが、上場時はそれでよいと思うのだが、上場した後にもこれを続け

るのが本当に良いルールかという点、そうではないのではないか。本日の冒頭で、青委員から東証はそのような形式的な運用を望んでいるものではないということをご説明いただいた。私は、その点で非常に安堵したのだが、この研究会の席上でそのお話をしていただくだけでは不十分であり、多くの上場子会社を持つ上場親会社の側にそれが伝わらないと意味がないので、東証として、また可能であれば金融庁とも協議して、広く周知していただきたい。上場して、子会社の管理体制がしっかりしてきた暁には、事前承認を求めるようなルールを親会社が子会社との間で作っていくことは禁じられないということを明らかにしていただければと思っている。

次に、27 ページの先ほど藤原さんがおっしゃっていた一番下の米印のところだが、そもそも上場子会社を他社から買ってきたときに、独立性を維持することが買収時の条件になっていることが多いというのは、なるほどと思った。今後、他社から上場子会社になるような会社を買ってくるときは、こういう条件に期限をつける、例えば5年間は独立性を維持するというような定めにすることができるし、既に関して、そのときの約束が今でも残っているという場合でも、10年間の約束を守ったならば、それはすでに義務・責任を果たしたと考えて、それ以降はその約束を変更することは許されるというべきだろう。それは信義にもとるものではないと思うので、そのように中間的な解決を今後していくことも検討すべきだと感じた。

第3点は、藤田委員がおっしゃっていた子会社における取引条件、あるいはグループ内事業間調整の確保における公正確保についてである。これは非常に難しい問題で、子会社の独立取締役といえども、しよせん株主総会で親会社に選任されている人だからというお話は、まことに正当だと思ったので、その点について私の意見を簡単に申し上げる。おそらく親会社が変な社長を子会社に押しつけてきたり、あるいは全体最適の観点からグループ内の事業調整をする、M&Aをやるといいうきに、対価の公正とか、今後の子会社の事業のあり方に関して、親の横暴に最も不快感をもつのは子会社のプロパーの役員であろう。なので、子会社としての意見を形成するのは子会社のプロパーの人たちであるが、他方、それを親会社に対して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と考えた。もちろん異論は認める。

- 【青委員】先ほど大杉委員から、上場子会社が業務上の意思決定を行う際に事前に親会社の承認を求めることについての私の冒頭での発言についてご意見があったが、私が申し上げた趣旨としては、親子会社間で協議をすること自体は問題ないと考えている一方、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慮とい

う観点から問題ではないかと考えているというものであった。

例えば、リスク管理やコンプライアンスの確保という観点であれば、親子会社間で考え方が一致するケースが多いのかなと思うのだが、そのような場合であっても、親会社と上場子会社のそれぞれが独立した主体として考えた結果として、親会社の考え方と上場子会社の考え方が一致したということがベースになって、物事が進んでいくが通常ではないかと考える。また、例えば新規事業の推進に関する意思決定を行う場合には、親子会社間で考え方が異なる場合も生じると想定され、そうした場合にあっては、独立した主体としてそれぞれの立場から考えながら協議はするものの、最終的には上場子会社において独立して業務上の意思決定を行うことが求められると考えており、そういった場面で、親会社が承認しない限り、上場子会社は業務上の意思決定が行えないという形は、子会社の少数株主に十分に配意した経営ができるのかどうかという観点からは疑問なしとはしないと考えており、申し上げたということなので、その点は誤解なきようお願いできればと思う。

- 【佐久間委員】リアリティーという点で若干つけ加えさせていただくと、親会社から行った人間が独立性がないというのは、あまりそうではなくて、親会社から大物のOBが行った場合が一番独立性が増す（笑声）。特に、不満を持っていた人が行った場合は、何するものぞという事例があると思う。もう1点、プロパーの人が親会社から来る社長を受け入れることに皆反対かといえば、反対している人は1人で、つまりそのタイミングで社長になれなかった人。その他の人は、どうせなれないのだったら、あいつより親会社から来たほうが良いというようなリアリティーもあるので、今、皆さんの話を聞いていて、必ずしもそういうことを前提にして議論すると若干おかしくなるかなという気がした。

以上

お問合せ先

経済産業政策局 産業組織課

電話:03-3501-6521

FAX : 03-3501-6046