

未来投資会議における議論

2019年3月15日

(参考) 未来投資会議での議論

- 平成31年3月7日に開催された未来投資会議において、上場子会社のガバナンスの在り方について議論された。

第24回未来投資会議

日時：2019年3月7日（木）17:15～18:15

議題：①コーポレートガバナンス（主に上場子会社のガバナンスの在り方）
②モビリティ

出席者：

安倍晋三 内閣総理大臣

麻生太郎 副総理、財務大臣 兼 内閣府特命担当大臣(金融)

茂木敏充 経済再生担当 兼 全世代型社会保障改革担当
兼 内閣府特命担当大臣（経済財政政策）

菅 義偉 内閣官房長官

世耕弘成 経済産業大臣

石田真敏 総務大臣

柴山昌彦 文部科学大臣

石井啓一 国土交通大臣

片山さつき 内閣府特命担当大臣（規制改革）

平井卓也 情報通信技術（IT）政策担当
兼 内閣府特命担当大臣（科学技術政策）

金丸恭文 フューチャー株式会社 代表取締役会長兼社長
グループ CEO

五神 真 東京大学 総長

櫻田謙悟 SOMPOホールディングス株式会社
グループCEO代表取締役社長 社長執行役員

志賀俊之 株式会社INCJ 代表取締役会長、
日産自動車株式会社 取締役

竹中平蔵 東洋大学教授、慶應義塾大学名誉教授

中西宏明 一般社団法人日本経済団体連合会会長、
株式会社日立製作所取締役会長 執行役

南場智子 株式会社ディー・エヌ・エー 代表取締役会長

小林喜光 経済同友会 代表幹事

翁 百合 株式会社日本総合研究所 理事長

三村明夫 日本商工会議所 会頭

清田 瞭 株式会社日本取引所グループ取締役
兼 代表執行役グループCEO

未来投資会議での配付資料（上場子会社のガバナンスについての検討項目）（1/2）

上場子会社のガバナンスについての検討項目

資料4

未来投資会議
「企業関連制度・産業構造改革・イノベーション」
構造改革徹底推進会合会長

これまで、累次に渡り、コーポレートガバナンスの在り方について、「企業関連制度・産業構造改革・イノベーション」構造改革徹底推進会合で議論を行ってきたところ。

今夏の成長戦略の実行計画の閣議決定に向けて、当該会合において下記のとおり検討項目をとりまとめたので、本検討項目も踏まえて、未来投資会議で議論を行っていただきたい。

記

1. 現状

- 支配株主のいる上場会社（「上場子会社」）は628（上場会社の2割 ※）にのぼる。
- 上場子会社が、長期安定的な形態として多数存在するのは日本特有の実務とされ、国内外の投資家も、上場子会社における利益相反問題（一般株主利益の収奪）について懸念している。国内外の投資家は、最近の我が国におけるコーポレートガバナンスの強化について積極的に評価しているが、上場子会社のガバナンスについては手つかずのままであるとの認識であり、市場機能の濫用になっているとの批判がある。
- 現状、上場会社に関するガバナンスは、東証の上場規程（義務）とコーポレートガバナンスコード（comply or explain）により定められているが、上場子会社のガバナンスについては特段定めがない。
- 企業経営者においても、親会社の子会社を支配するのは当然との意識が根強く、「上場している以上は一般株主保護が前提」との考え方は必ずしも「常識」になっていない。
- 特に、最近、国内外から上場子会社問題への関心が高まる中、上場子会社のガバナンスに対する特段の規律がないまま放置すれば、日本市場の信頼が損なわれるおそれがある。
- なお、欧米等の主要国では、判例法により、支配株主の一般株主に対するfiduciary duty（誠実義務）が確立しており、一般株主が支配株主を訴えることができるが、日本では会社法上も判例上も認められていないと言われている。

（※）2018年12月時点

未来投資会議での配付資料（上場子会社のガバナンスについての検討項目）（2/2）

2. 上場子会社のガバナンスについてのルール整備

事業ポートフォリオの再編のための上場子会社の意義を認めるのであれば、親会社はその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ルールを特段に明確にし、実務への浸透を図るべきではないかとの指摘がある。これに関し、以下の対応を図る。

(1)コーポレート・ガバナンス・システム研究会（経済産業省）における報告書の骨子案（平成31年2月13日）に従い、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」を新たに早急に策定し、次のとおり在り方を示すこと。

（上場子会社側の対応）

- ・ 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（1/3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。

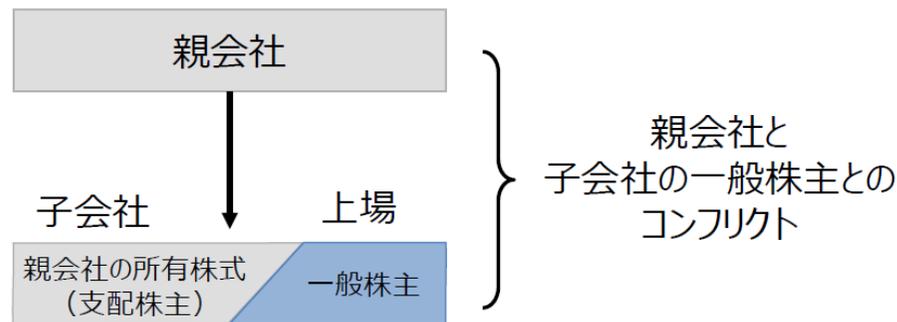
(2)東証の独立性基準等についても、(1)の方向性に沿った対応を検討すること。

コーポレートガバナンス改革の残された課題

- 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。



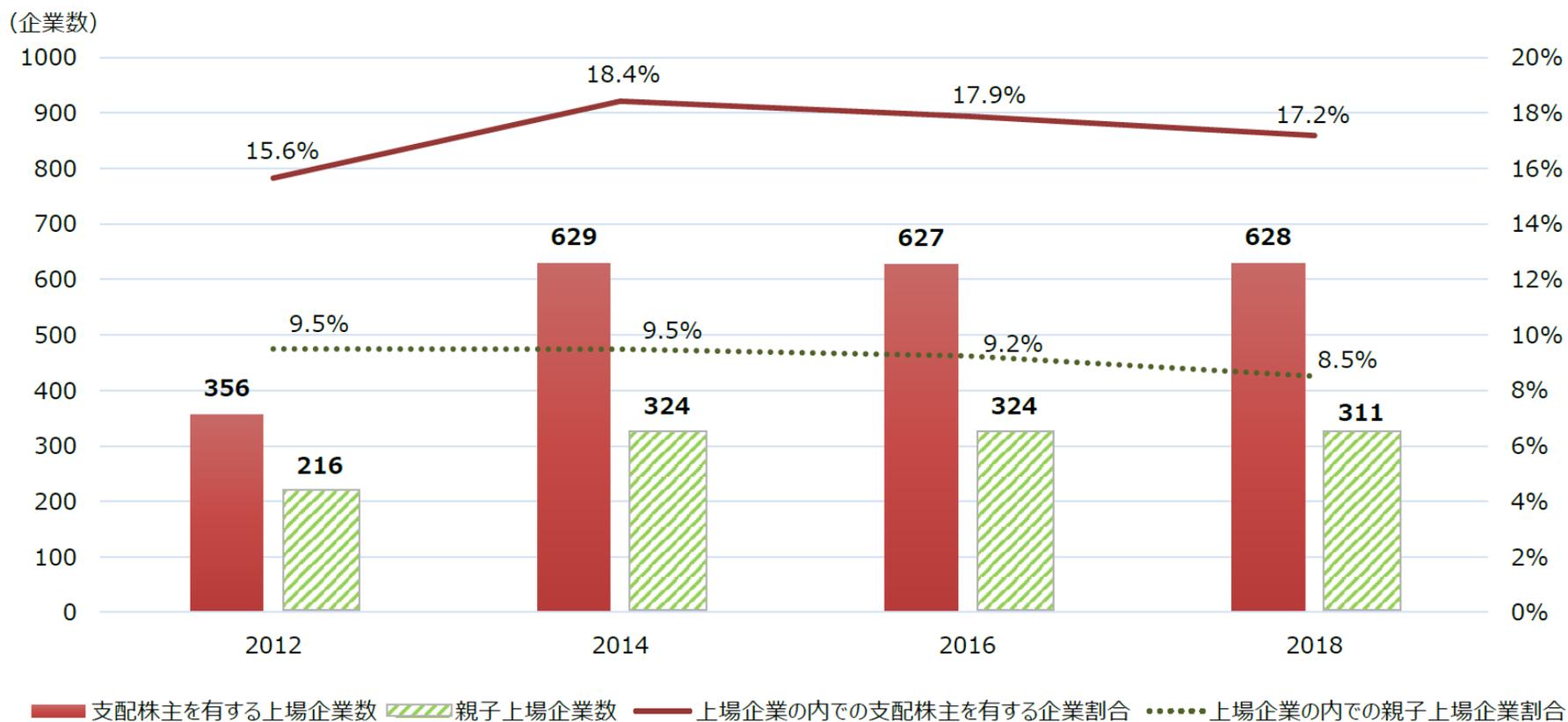
未来投資会議での配付資料（上場子会社のガバナンスの在り方に関する参考資料）（2/9）

我が国では支配株主を有する上場子会社は多い

○ 上場企業のうち支配株主(※)を有する会社（上場子会社）は、2018年12月時点の東証で628社（上場企業の17.2%）。

(※) 現行の東証の上場規程においては、「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or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。

(※※) 親子上場企業は、2018年時点で311社（上場企業の8.5%）

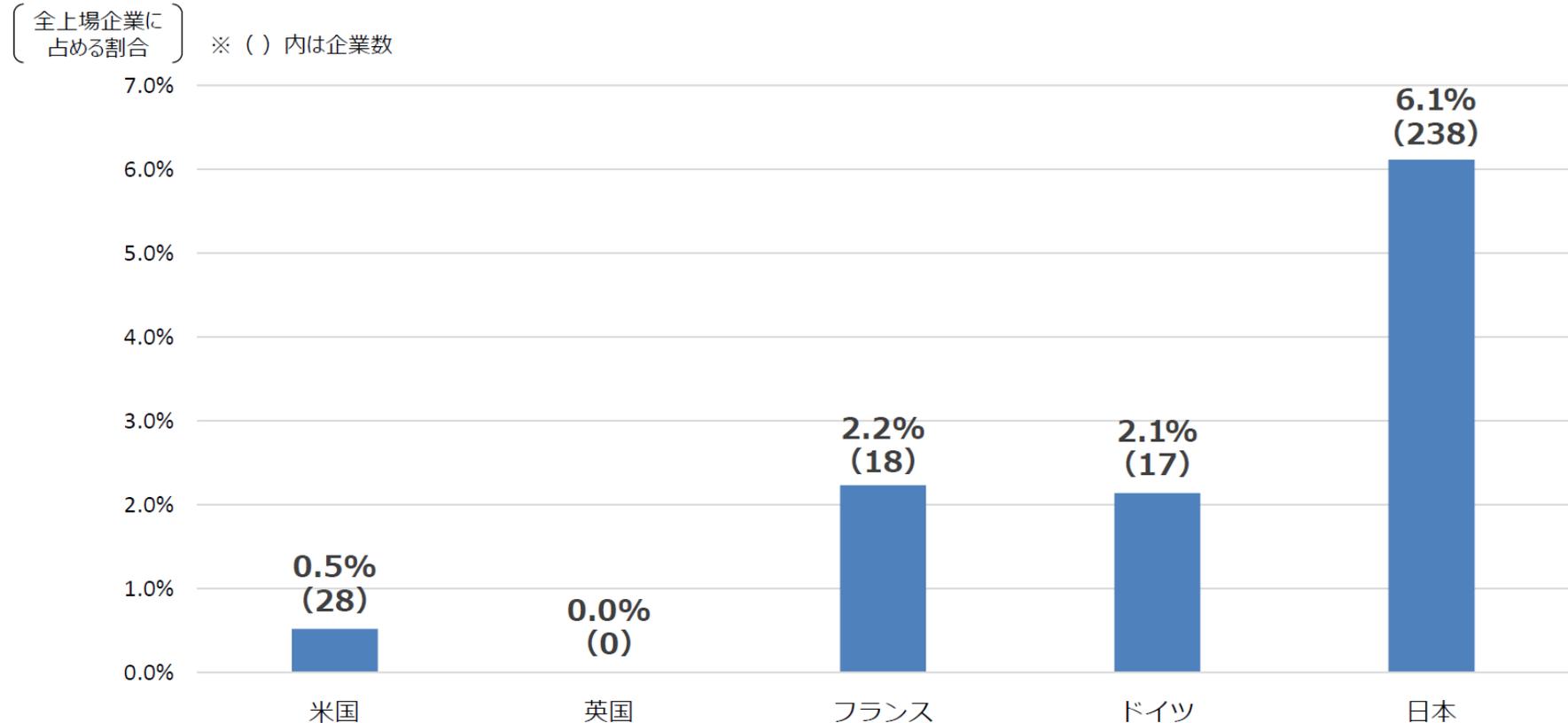


※親子上場：支配株主（親会社等）と子会社がともに上場していること。

(出典) 株式会社東京証券取引所の「コーポレートガバナンス白書」のデータ等を基に作成。

我が国は各国と比較して親子上場企業数とその市場に占める割合が大きい

○ 日本の親子上場企業数とその市場に占める割合は、欧米各国と比較してかなり高い。

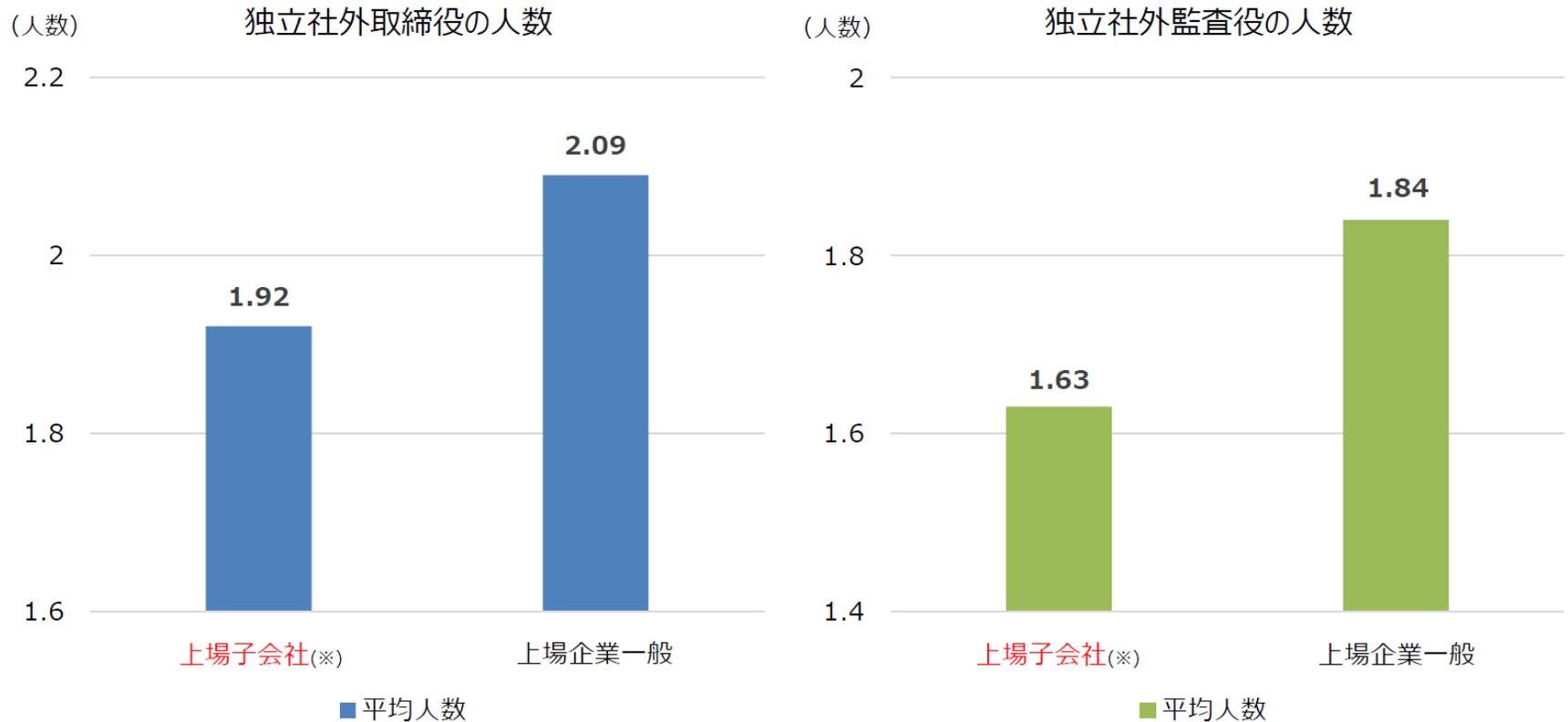


(注) 上場子会社のカウントの仕方について、東証の「コーポレートガバナンス白書2017」とは整理が異なる。上記の各国比較データでは、上場子会社について、親会社が子会社を直接保有している場合のみを対象としていることや、支配株主を「親会社が子会社の株式の50%以上を保有していること」と定義して計上しており、東証の支配株主の定義と異なることなど、東証データと単純比較はできない。

(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））を基に作成。

我が国の上場子会社のガバナンスの脆弱さ

- 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。

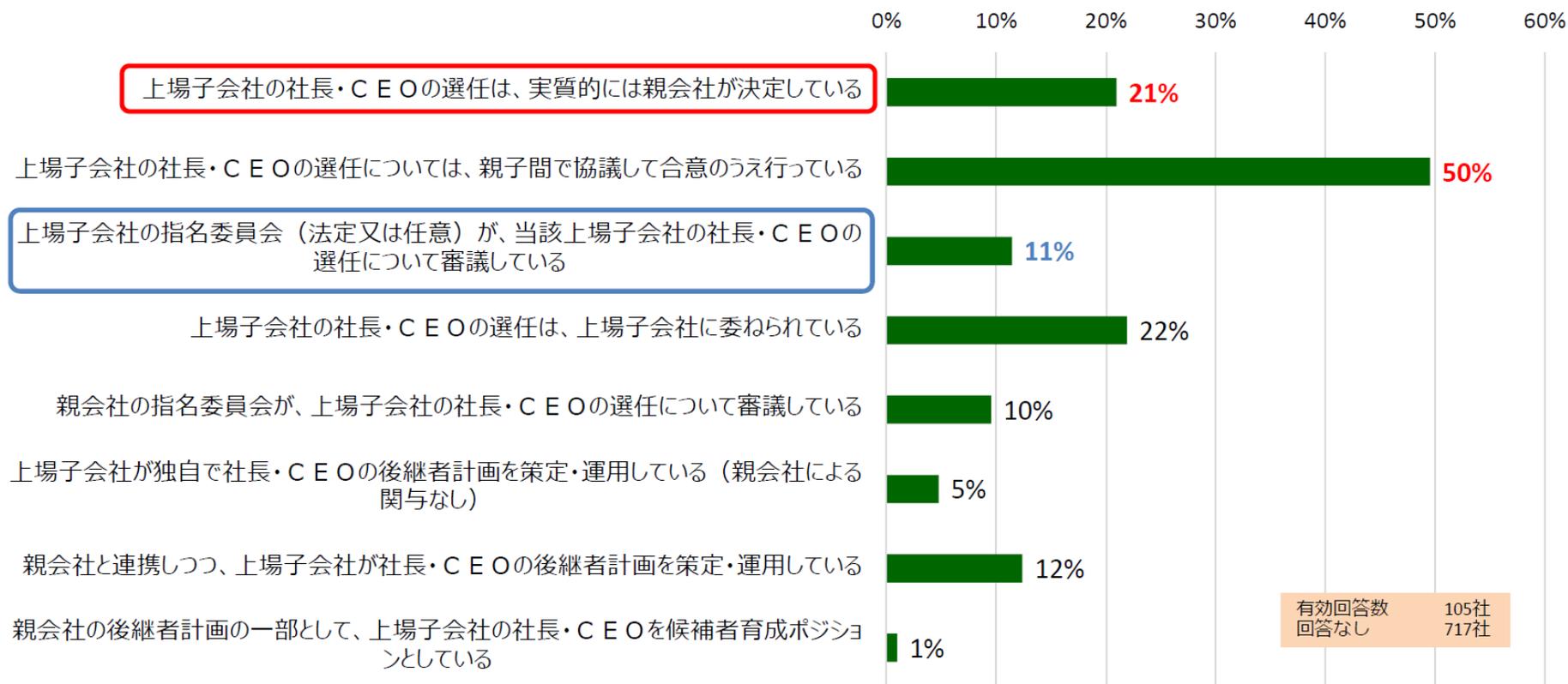


(※) ここでいう上場子会社は、親子上場企業を指す。

(出典) 2018年11月時点のEOLデータを基に作成。

上場子会社の社長・CEOの指名方法

- 上場子会社の社長・CEOの指名について、実質的には親会社が決定している企業が21%、親子間で協議して決定している企業が50%にのぼる。
- 他方、子会社の指名委員会が、当該子会社の社長・CEOの選任について審議している企業は11%にとどまっている。



投資家からみた上場子会社の評価①

（基本的考え方）

- 親子上場はガバナンスが効きにくく、子会社の少数株主が害される恐れがある。
- 上場子会社が、親会社との関係が維持された状態で市場に存在し続けることについて、違和感を持つ海外の市場関係者が多い。アベノミクスで一丸となって市場改革やコーポレート・ガバナンス改革を進め、それが世界的にも評価を受けているなか、日本のこのような実態が日本市場の信頼性を損ない、市場制度の欠陥として認識されることを強く危惧。
- 今のままだと、親子上場は何も問題ないのではないかというような、国内で、そういう雰囲気であるけれども、海外からすると、とんでもないと、これは何なのだということになる。やはり、もう少し考えないといけない。
- 我が国の成長戦略との関わりにおいて、上場子会社問題の本質は、親会社に代表される「支配的株主」と被支配会社である上場子会社側の「一般株主」、特に少数株主との間に外形的に利益相反リスクがあること、そしてそのことが株価のディスカウントにつながることにある。
- 上場企業の経済的使命は、親会社を含む一部の特定大株主固有の利益に貢献することではない。構造的リスクは、例えば支配的株主が主導した被支配上場企業との業務連携や取引行為が支配的株主の利益にはなるが、被支配会社の企業価値の向上につながらない可能性。
- 親子上場の問題は、非常に大きな問題があるので、もう一段ガバナンス改革を進める上では、上場子会社の問題は、やはり、避けては通れない。

投資家からみた上場子会社の評価②

（基本的な対応の在り方）

- せっかく日本のコーポレートガバナンス改革が進んでいると評価され、海外の資金で日本の株式市場のダイナミズムを支えてもらおうというときに、上場子会社問題への手当をしていないことで足を引っ張られてはもったいない。踏み込んだ対応を行うべき。コーポレートガバナンスコードの改訂や東証の基準での対応も大変に大事。
- ロンドンで年末に議論になったのが、上場子会社の問題。2週間ぐらいの間に、4人ぐらいの人から日本市場における上場子会社問題を問いかけられた。現状、そういう会社がたくさんある中で、上場子会社のガバナンスを、一般の上場会社よりも厳しくするべきである。例えば、社外取締役は過半数とか、少し違う仕組みを入れておかないと、日本市場というのは、古い仕組みが残っているということで、市場として劣っているとの見られ方をするのも、少し悲しい。
- 我が国ではグループ経営の手法として定着していること、現実には多くの上場子会社が存在していることを鑑みると、日本市場で子会社上場を禁止することは、影響も大きく、検討には時間をかける必要がある。他方で、日本市場の信頼性を高める観点からは、上場子会社に対して厳しいコーポレート・ガバナンス基準を適用することが望まれる。
- 特に、グループ経営としての事業や財務戦略の決定・実施プロセスにおいては、親会社の利益と、子会社の少数株主の利益が対立する場面も想定される。そのため、上場子会社においては、子会社の少数株主保護の観点から、より厳格なコーポレート・ガバナンス体制の整備が求められる。
- 上場子会社については、例えば取締役会の過半数を独立社外取締役とするなど、一般の上場会社よりも厳格な規準の策定が期待される。また、東京証券取引所が定める独立性基準においても、親会社出身者の取扱いについては、より厳格な対応が求められる。
- 第一歩としては、経済産業省の「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針」において、上場子会社が参考にすることができる指針作りが望まれる。さらに、その実効性を高めるためには、東証のコーポレートガバナンス・コードの見直しも有効。

投資家からみた上場子会社の評価③

（各論）

- 機関投資家の多くは、親会社出身の社外取締役の独立性を認めておらず、株主総会の議決権行使においても否定的に判断する傾向にある。
- 少数株主の代表であるはずの社外取締役が取締役会に入っていて、何も投資家の話を聞いていないとか、情報共有していないというのは、おかしいに決まっている。
- 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断られる。結果として、上場子会社は経営者天国になっており、株価が割安で放置されていたりする。
- この問題の究極的な答えは、可及的早期に少数株主保護の法準則を確立することである。もちろん法制化には時間がかかることは理解しているので、当面、ソフトローを先行させることは実践的には正しい。
- 任意の委員会において独立役員の比率が高くても、それを社内者の多い取締役会に上げたときにひっくり返されるというのでは困る。

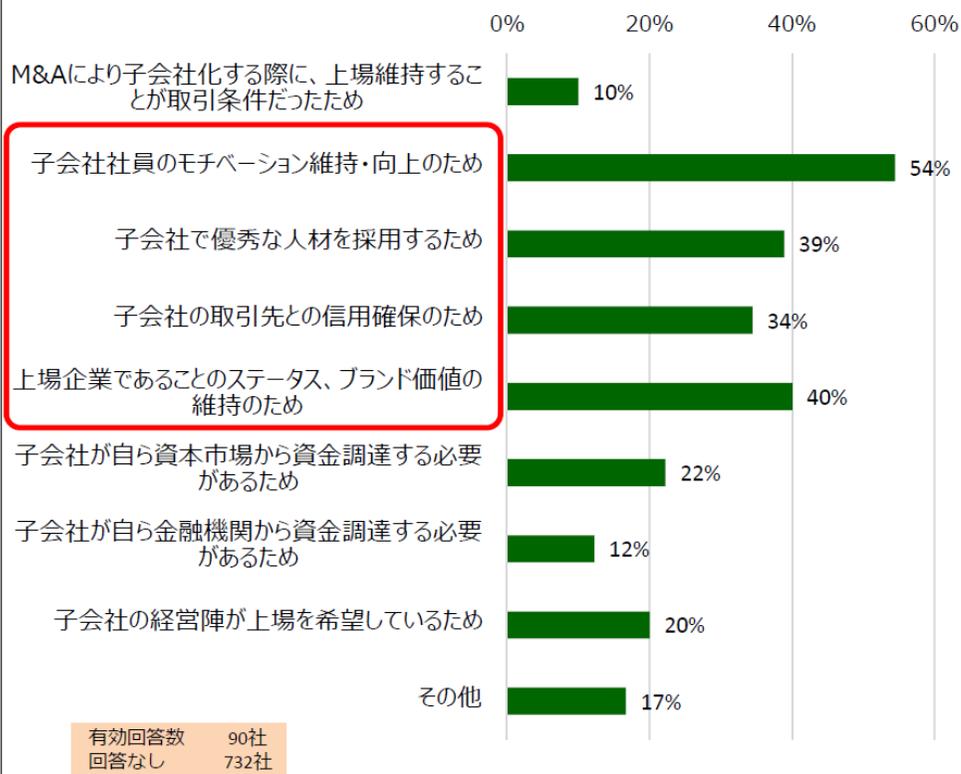
＜参考＞ 第198国会 安倍総理 施政方針演説より

「経済活動の国境がなくなる中、日本企業の競争力、信頼性を一層グレードアップさせるために、企業ガバナンスの更なる強化が求められています。社外取締役の選任、役員報酬の開示など、グローバルスタンダードに沿って、これからもコーポレートガバナンス改革を進めてまいります。」

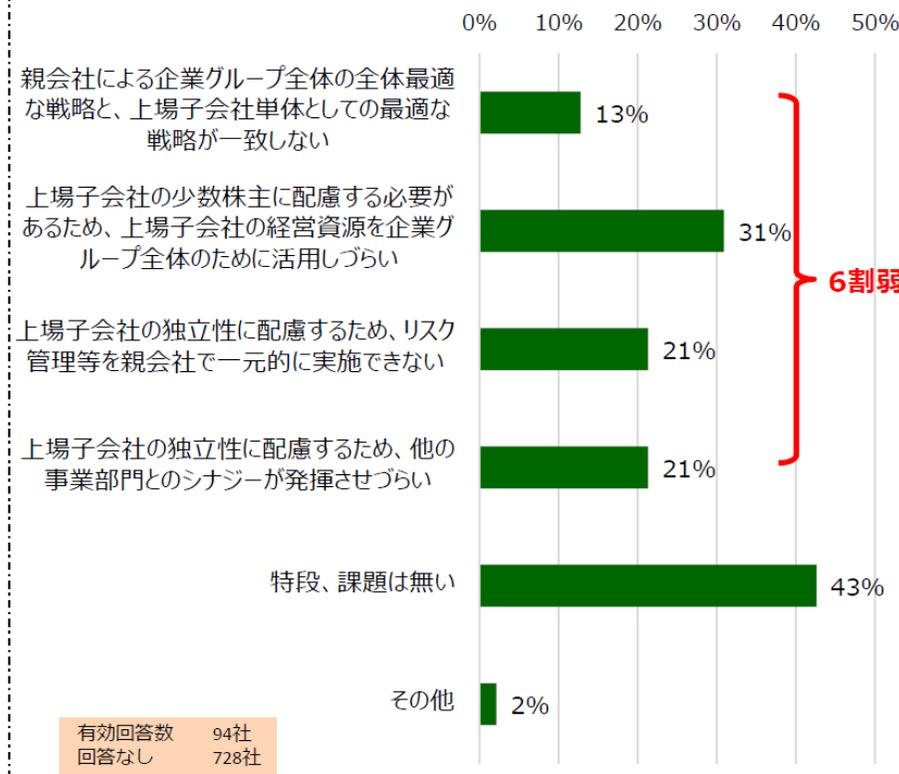
親会社から見た上場子会社の課題

- 上場子会社を保有する理由は、「子会社社員のモチベーション維持・向上」、「優秀な人材の採用」、「上場企業としてのブランド価値の維持」、「子会社の取引先との信用確保」など。
- 他方で、親会社も、6割弱が上場子会社について課題があると認識。
- にもかかわらず、7割の企業が上場子会社を維持する方針。

＜上場子会社を保有する理由＞



＜親会社にとって上場子会社に課題があるか＞



未来投資会議における総理のご発言

- 総理から、上場子会社のガバナンスの強化に向けた対応に関して以下のご発言があった。
- ① 新たな指針を早急に策定し、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。
- ② 東証の基準等についても対応を検討する。

総理ご発言（コーポレートガバナンス関連抜粋）

安倍政権では、企業ガバナンス改革を進め、内外の投資家から評価を得ているが、日本企業の競争力、信頼性を一層グレードアップさせるために、グローバルスタンダードに沿って、更なる強化が求められている。特に、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る。日本市場の信頼性が損なわれる恐れがある。

このため、新たに指針を早急に策定し、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対応を検討いただく。

麻生大臣、世耕大臣におかれては、茂木大臣と協力して、今夏取りまとめる成長戦略の実行計画に向けて具体的な検討を進めていただきたいと思います。

未来投資会議における議論のポイント（1/2）

- 未来投資会議における上場子会社のガバナンスの在り方に関する議論は以下のとおり。

議論の主なポイント

- 支配的な親会社が存在する上場子会社のガバナンスが手つかずのままであるという批判を放置すれば、投資家の日本市場に対する信頼が損なわれるおそれがある。…親会社の説明責任とともに、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必要がある。あわせて、東証の基準等につきましても再検討が必要である。（小林会長）
- ガバナンスというのは、一番基本は株主の立場をきっちり、少数株主を含めて尊重していくかどうかという一点だと思うし、それが、そのまま企業価値に反映し、その企業価値がきっちり株式市場で評価されるという、そういう形をつくっていくということが本来ではないかと思う。そういう意味では、今回、ガイダンスを出していただく、きちんと議論をした上でこれを決めていただくということは、基本的には賛成であるが、併せて、日本の株式市場のルールを、ある意味で上場、退場のルールが少し緩いから、これをしっかりさせるとか、上場会社の数の問題等についても、総合的な議論をして有効なルールになっていくような決め方をしていただきたい（中西議員）
- 海外投資家から懸念されているのは、上場子会社の存在が親会社のグループ最適化を阻むリスクや非効率、また、グループ全体のガバナンスの低下ということかと思う。昨今の海外投資家からの日本の親子上場に対する厳しい姿勢について、経営者はより感度を高める必要があるように思う。上場子会社を持つ親会社、上場子会社ともにガバナンスの課題について、より鮮明な問題意識を持ち、しっかりと取締役会で議論し、市場に対して発信していく必要があると思う。…執行サイドの取締役は当然であるが、独立社外取締役が、特にその役割を果たす必要があると思う。そのためには、親会社の関係者を入れない独立した社外役員を多く選任すること、また、独立役員だけで重要な論点を議論する会議を設けることなどの提案は重要だと思う。特に私が重要だと思うのは、上場子会社の社外取締役が一般株主を尊重することを常に意識して職務に当たり、経営について実質的な議論を行えるよう意識を向上させることかと思う。親会社と子会社の商取引があるとき、または、親会社と共有財産を持つときなど、頻繁に一般株主の利益に配慮すべき経営判断のタイミングは存在すると思う。そうした独立社外取締役自身の意識や能力を向上させる具体策を考えることも、日本企業の企業価値を上げていく上で重要かと思う。（翁会長）
- 昨今の親子上場の例を見ると、親会社のための資金調達という側面が非常に強いと思われ、真のコーポレートガバナンスの発揮なのかという点では、疑問を持たざるを得ない。そういう意味では、上場子会社には、より厳格なスタンスで望むべきであり、フィデューシャリー・デューティーといった視点は重要。御提案には大いに賛成であるが、より具体的な提案として3点申し上げたい。1点目は、上場子会社のガバナンス指針を早急にルール化すること。ソフトウェアに時間がかかるのであれば、少なくとも政府方針として発信できないか。2点目は、既に上場している子会社に対して、上記指針にすぐに対応するよう促せないか。3点目は、日本の特異性を政府として意識し、是正しようとしているという姿勢を早く世界に向けて発信できないか。（櫻田議員）

未来投資会議における議論のポイント（2/2）

議論の主なポイント（続き）

- 上場企業の子会社が上場することは、グループとしての共通したビジョン、戦略を共有しながら従業員のモチベーションを高め、人材が確保しやすいなどのメリットがある一方、サプライチェーンにつながる親子間の取引において、価格設定や投資分担などの決定が、他の取引先と同様にアームズ・レングスで行っている公正、公平な取引であることを少数株主に対して証明することは一般論としては非常に容易ではない。したがって、利益相反リスクの高い親子の場合は、両者の企業価値を毀損しない形での非上場化、もしくは持分株式の売却などにより、親子状態を解消することも長期的には重要だろうと考える。また、株式売却により脱グループ化が図れることで系列を超えた業界再編のきっかけにもなり得ると考える。実際、INCJが検討する再編案件も、そうした脱グループ化が発端となるケースが数多くある。一方、非上場化や売却が容易でなく、上場会社を継続する場合は、支配株主以外の少数株主への配慮として、支配株主からの独立性のある社外取締役の比率をできる限り高め、例えば、3分の1以上あるいは過半数とするなどは、非常に有効だと考える。その実効性を高めるために、経産省による任意の指針だけでなく、強制力のある東証の基準で一定のアクションを検討することが必要と考える。（志賀議員）
- 上場子会社のガバナンスについては、残された大きな課題の1つであるということは確かである。実際に親子上場の企業数が非常に多いという点を踏まえ、上場子会社のガバナンスの改善に向けたルール整備が必要であるという御指摘をいただいており、私どもの上場ルールとして、それに対応するという点については前向きに取り組んでいきたいと思う。とりわけ、上場子会社における独立社外取締役の独立性や取締役会における比率については、上場子会社の少数株主の利益がきちんと守られているかという観点で重要であり、また、情報開示についても、上場親会社からの開示のみならず、上場子会社自身がみずからのガバナンスに係る親会社からの独立性について、きちんと開示をしていくことが非常に大事だと思う。私どものルールには強制的な面があるので、どこまでルール化するかについては、今後検討させていただきたいと思うが、基本的な方向性は、本日の御議論で提示されたテーマに沿って積極的に取り組んでいきたいと思っている。（清田CEO）
- 取り上げられた上場子会社のガバナンスの話は、グループガバナンスの観点から重要な論点であることから、いわゆる東証の独立性基準等について、一歩踏み込んだ対応が必要。（麻生副総理、財務大臣兼内閣府特命担当大臣（金融））
- 残された問題が、やはり投資家サイドから指摘をされているが、本日議論している上場子会社の問題。経済産業省としては、上場子会社の一般株主を保護する観点から、お示しをしている方向性に沿って、独立社外取締役の比率を高めることを推奨するなど企業に遵守を促す「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」を、この6月にも公表したい。（世耕経済産業大臣）