

エンゲージメント・アジェンダ「親子上場に関わるコーポレート・ガバナンス問題」

いわゆる親子上場に関わるコーポレート・ガバナンス上の論点
についての協働対話のお願い

機関投資家協働対話フォーラム(以下、当法人)は、当法人の協働対話プログラムに参加する企業年金連合会、第一生命保険、三井住友 DS アセットマネジメント、三井住友トラスト・アセットマネジメント、三菱UFJ信託銀行、明治安田アセットマネジメント、りそなアセットマネジメント(50音順)の7社とともに、親子上場に関する論点について、複数の上場企業に協働対話をお願いするレターを送付します。

1. 当アジェンダの概要

日本におけるいわゆる親子上場(注1)については、経営側にとって資金調達面や人材確保面などに関するメリットがあるとされ、また子会社等の上場が持つ企業のインキュベーション機能に着目し肯定的にとらえる見方もあります。他方、投資家の観点からは、株価評価におけるある種の「歪み」や、(特に株主間の)利益相反の懸念を招来しやすいといったデメリットが指摘されてきました。近年、一部大手企業グループなどに上場子会社等の数を大幅に減らす動きが目立つようになっている一方で、新たに事業子会社を上場する事例や上場子会社等の取締役選任問題での意見対立が表面化する事例なども見られます。さらに2019年6月には経済産業省から「グループガイドライン」(注2)が公表されたことが注目を集めました。また、支配株主を有する上場子会社等に関する議決権行使ガイドラインについて見直しの動きを進める機関投資家も少なくありません。このように、親子上場問題は引き続き市場参加者の関心が高いテーマのひとつです。

当プログラムに参加するパッシブ投資家や大手機関投資家は、多くの場合その運用の性格上、原則として親会社・子会社等株式の双方を継続して保有しています。親会社の株主としては、グループ全体の長期的な経営や価値向上を考える上で親子上場の維持が本当に最適な選択肢なのかについて強い関心を持っています。また、子会社等の株主としては、上場子会社等において少数株主の利益が不公正な形で損なわれる可能性について懸念を抱かざるを得ません。これらの観点や投資家の懸念について、親会社・子会社等双方の経営陣に改めて認識してい

ただ、懸念の軽減に向けた企業統治上の措置を検討していただくこと、関連する情報開示や投資家への説明を充実していただくことは、私たちの協働対話アジェンダとして非常に有意義であると考えています。

(注1) 東京証券取引所の研究会(従属上場会社における少数株主保護の在り方に関する研究会)では「実質的な支配力を持つ株主を有する上場会社」を「従属上場会社」と定義しているが、以下では厳密性にこだわらず「親子上場」、「(上場)子会社等」という用語を用いている。

(注2) 経済産業省「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)」
2019年6月28日策定

2. 投資家の問題意識

親子上場問題に直面する上場企業の経営陣に改めてご認識いただきたい投資家の問題意識・懸念は、主として以下のようなものです。これらのなかには、親会社と上場子会社等の一方だけでなく、双方の経営陣との議論が必要とされる論点があることも認識しています。当法人では、できる限り並行して親会社・子会社等、双方の経営陣との対話をお願いする方針です。

- 上場子会社等の少数株主に何らかの不利益が生じている恐れはないか。また、そのことが親会社・子会社等双方または一方の株式市場における評価に悪影響を及ぼしている可能性はないか。
- 親会社・子会社等それぞれの経営や価値向上にとって、親子上場という現状がもたらすメリットは本当に十分に大きいのか。従来大きな問題が生じなかったとしても、何らかの「有事」の際には利益相反リスクが顕在化するのではないか。
- 子会社等の上場により子会社等に少数株主が生じることが、グループとしての最適な経営戦略の障害になることがあるのではないか。
- 一部に、「親子上場は公知の事実でありネガティブに感じる投資家は投資を回避すればよい」という議論があるが、この議論は例えばパッシブ投資家等には当てはまらない。

3. 具体的な質問事項

経営陣・社外役員への質問事項は以下のとおりです。上記のような投資家側の懸念を軽減することを目的に、これらについて、コーポレート・ガバナンス報告書その他の資料における開示内容の一段の充実していただくことに加えて、経営陣および社外取締役との対話の機会をお願いします。

【親会社向けの質問事項】

1. 親子上場という現状がグループ全体の基本的な方向感と統合的なものであるか、グループ全体の経営戦略において最適な状態となっているか。例えば完全子会社化や外部への売却を選択せずに、上場子会社等として維持するのはなぜか。
2. 上場子会社等における支配株主と少数株主の利益相反が生じる恐れについてどう考えているか、上場子会社等の少数株主の利益まで視野に入れたグループ・ガバナンスの理念や仕組みを明確にしているか。投資家の懸念を軽減するために具体的にどのような選択肢が有効と考えてくるか。
3. 上記のような論点について、実際に取締役会等の場でどのような議論がなされているか。特に独立社外取締役は、当該問題や取締役会での議論についてどのように捉えているか。

【上場子会社等向けの質問事項】

1. 支配株主と少数株主の利益相反が生じる恐れについてどう考えているか。投資家の懸念を軽減するために具体的にどのような選択肢が有効か。
2. 経済産業省の「グループガイドライン」で示されているような、取締役会における独立社外取締役の比率を高める対応、利益相反リスク対応のための独立社外取締役中心の委員会設置、経営陣の指名や報酬についての適切な機関設計といった選択肢について、どのように考えるか。
3. 親子上場という現状がグループ全体の基本的な方向感と統合的なものであるか、グループ全体の経営戦略において最適な状態となっているか。
4. 上記のような論点について、実際に取締役会等の場でどのような議論がなされているか、特に独立社外取締役は、この問題と取締役会での議論について、どのように捉えているか。

連絡先

一般社団法人 機関投資家協働対話フォーラム

〒103-0027 東京都中央区日本橋 3-2-14 新槇町ビル別館第一 東京アントレサロン

事務局 理事長・木村祐基、事務局長・山崎直実、理事・大堀龍介

メールアドレス info@iiccf.jp