

2019年6月27日

協働ヒアリング・アジェンダ

親子上場会社のガバナンスについての論点整理

機関投資家協働対話フォーラムは、エンゲージメント・アジェンダの候補として、「親子上場会社のガバナンス」というテーマを検討しています。主眼は、親会社・子会社双方の中長期的な企業価値向上を達成するために、主としてコーポレート・ガバナンス上どのような点に留意すべきかという点にあります。当フォーラムでは、これを実効性のあるエンゲージメント・アジェンダとするために、投資家の共通見解を取りまとめるための準備段階として、株式会社ICJの協力のもと、2019年3月より、企業の皆様との意見交換（協働ヒアリング）を開始しました。

建設的な意見交換を実現するための一助として、以下のとおり、投資家の視点からの親子上場問題に関する問題意識と、投資家として特に企業に質問したい事項について、簡単に論点整理しました。

1. 投資家の問題意識

いわゆる親子上場については、そのメリットとデメリットについて多様な意見がありますが、投資家の立場からは、疑問点、懸念事項として以下のような点が挙げられます。

- ① 少数株主に不利益が生じているのではないか
支配株主を有する上場企業（上場子会社）において、少数株主と支配株主との利害が相反する可能性があるが、その場合少数株主の利益が適切に保護されていると言えるのか。
- ② 親会社・子会社それぞれにとって親子上場のメリットは十分に大きいのか
親子上場のメリットは、投資家の懸念などのデメリットを凌駕するほど大きいのか。完全子会社化や親子関係解消という選択肢と比べて企業価値向上にとって有利なのか。
- ③ 株価形成面での「歪み」をもたらす恐れがある
下記「注」に仮想例として示したように、親子上場は株価評価上の困難さ・複雑さをもたらし、株価のディスカウントの誘因となり得る。
- ④ 「嫌なら保有しなければよい」はパッシブ投資家には当てはまらない
親子上場を批判する見解に対する有力な反論に、「親子上場という事実は公知であり、それをどう評価するかは投資家が判断すればよい」「親子上場に不満ならば投資しな

ければよい」というものがあるが、例えばパッシブ投資家においては保有しないという選択肢が取りにくい。最終受益者が運用会社に要求するポートフォリオ構築手法は多様だが、それがパッシブ運用であれば、インデックス全体に対して下押し要因となり得るリスクがあればそれを極力軽減させようとするのが受託者責任の一環であると言える。

2. 企業にお聞きしたいこと

上記のような問題意識から、投資家は具体的に次のようなことを企業の皆様に質問したいと考えています。

① 親子上場という実態に関して企業として留意していること、腐心していることは何か

例えばコーポレート・ガバナンスの面で、親子上場ならではの工夫や施策を講じていることはあるか。IR活動や情報開示の面ではどうか。

② 親子上場のメリットをどう感じているか、完全子会社化や親子関係解消の場合に生じる不利益は何か

そもそも、親子上場という状態を維持することのメリットは、具体的にどのようなものか。完全子会社化や親子関係解消という行動を採った場合どのような不利益が生じると予想しているか。

③ 親子上場のデメリットについてはどう思うか

親子上場がもたらすデメリットや親子上場維持にともなう負担について、率直にどう考えているか。

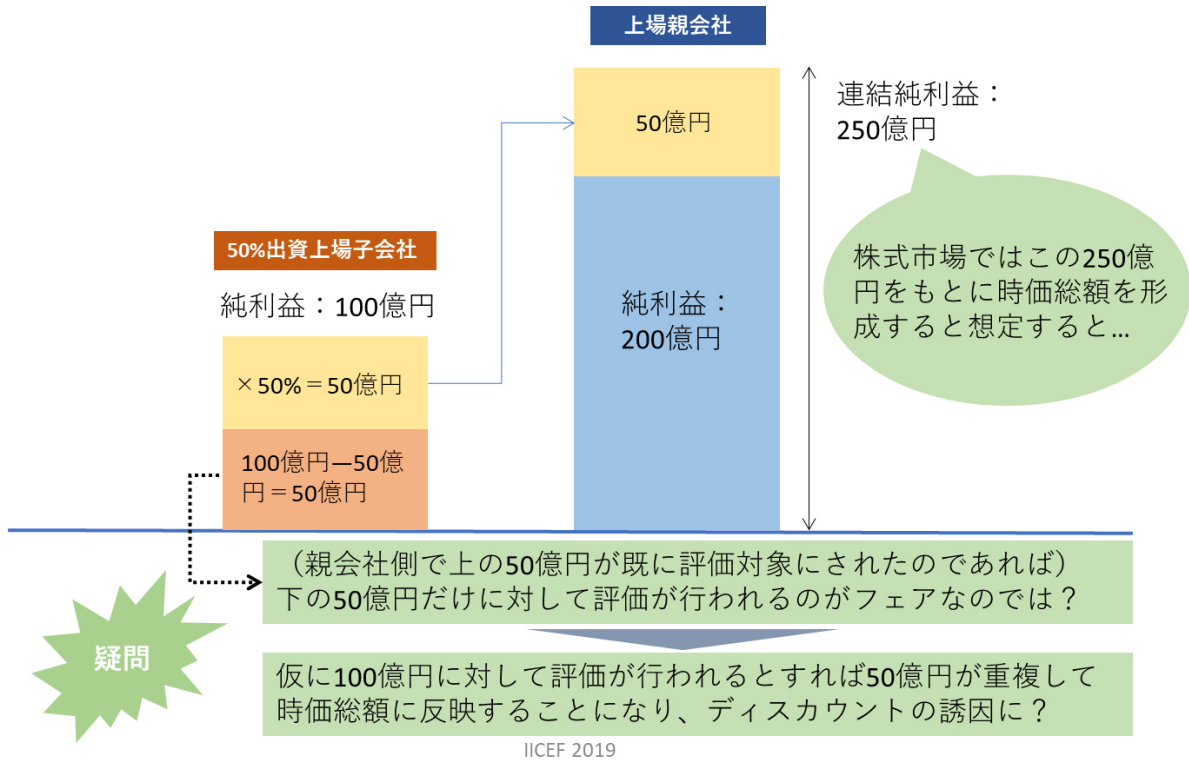
④ 少数株主保護のためにコーポレート・ガバナンス面などでどのような施策があり得ると考えるか

企業の視点から、少数株主の利益が損なわれているのではないかという投資家の懸念を軽減するために、コーポレート・ガバナンス面や情報開示においてどのような方法が考えられるか。

⑤ 議決権行使基準の「社外取締役〇%以上」などは企業側への「規律付け」として有効と感じているか

現状、機関投資家の議決権行使基準では、支配株主を有する上場企業の取締役構成について人数や構成比に高いハードルを設定しているものが見られるが、このような基準はその意図している目的（少数株主の利益保護のための牽制）を達成するために有効と感じているか。

【注： 株価形成面の「歪み」の仮想例（上記1-③参照）】



以上のような論点整理をした上で、企業との意見交換（協働ヒアリング）を開始いたしました。意見交換を踏まえて、当フォーラムのエンゲージメント・アジェンダとしての共通見解を再整理し、別途公表する予定です。

以上

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 木村祐基、山崎直実、大堀龍介

メールアドレス info@iicef.jp