

**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 第2期
(第2回) 議事録**

日 時： 2023年3月22日(水) 13時00分～14時20分
場 所： 東京証券取引所 15階第一会議室
出席者： メンバー等名簿参照
※ 神作メンバーがご欠席

【菊池部長】

それでは、予定の時刻となりましたので、第2期・第2回の「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」を開催させていただきます。本日も、年度末の大変お忙しい時期にもかかわらず、お集まりいただきまして、誠にありがとうございます。どうぞよろしくお願い申し上げます。

はじめに、本日の出席状況でございますが、神作メンバーがご都合によりご欠席、オブザーバーの金融庁様、法務省様がオンラインでのご参加となっております。

それでは、さっそくではございますが、議事に入らせていただきたいと思います。まず、本日の議事について、ご説明いたします。

【池田課長】

よろしく願いいたします。

本日の議事でございますけれども、1月の第1回の会合では、情報開示と今後検討していくべきガバナンスの論点についてご議論をいただきまして、まことにありがとうございました。

本日は、それらのうち、とりわけ、前回に続いて情報開示の充実につきまして、ご議論をいただければと考えてございます。お手元に資料2と資料3がございますけれども、資料2におきまして、前回の研究会でいただきましたご意見も踏まえ、具体的な方向性や内容、開示を行うにあたってポイントとなる事項を整理しておりますので、それらにつきましてご意見を頂戴できればと考えてございます。

あわせて、資料3におきまして、ご議論いただく際のご参考として、実際の各企業の開示例をピックアップしてとりまとめお付けしてございます。

情報開示につきましては、本日の研究会でのご議論も踏まえまして、今後速やかに、まずはコーポレート・ガバナンス報告書における開示の充実を図っていくという形で、東証として対応を進めていきたいと考えてございますので、それに当たりまして、本日はご意見をいただければと考えてございます。

議事につきましては、以上でございます。

【菊池部長】

続きまして、資料に基づいて東証からご説明をさせていただければと思います。事前説明の際にもご説明させていただいておりますので、説明は短めとさせていただきます。

【白水調査役】

それでは、お手元の資料2につきまして、事務局よりご説明申し上げます。事前説明のお時間を頂戴して一度ご説明差し上げておりますので、短めにご説明させていただきます。

表紙ともう1ページおめくりいただきまして、まず、2ページにおいて、本日ご議論いただきたい事項を掲げております。前回の研究会では、情報開示について広くご意見を頂戴いたしました。本資料では、その議論を踏まえて、今後、情報開示の充実を図っていくにあたって、どのような方向で進めていくか、また、実際にどのような内容について開示を充実させることが考えられるかという点を整理しております。本日は、これらの点についてご意見を頂戴したく存じます。

まず、3ページ目から、今後進めていく情報開示充実の方向性について整理しております。

4ページでは、支配株主が存在する場面のうち、特に、親会社と子会社の両方が上場している場合を念頭に、これまで整備してきた情報開示の枠組みを一覧としてお示ししております。赤枠で囲っております部分が、今回、具体的に開示のポイントを整理していきたいと考えている項目でございます。

続きまして、5ページでは、対応の方向性ということで、今回具体的な対応として想定している内容を記載しております。

表の左側が、親子関係がある場合についてです。この場合については、前のページに掲げた開示枠組みの下で、ガバナンス報告書において開示の実効性を高めていくということがまず必要であり、そのためには、各開示項目における記載のポイントを整理して明示することが重要と考えております。また、子会社においては、親会社に関する内容を自社の少数株主に対して開示することが求められるところ、親会社側がこれに協力することを促していくことも必要であろうと考えております。

次に、表の右側ですが、より範囲を広く見まして、親子関係には至らないも

の、一定の議決権保有関係がある場合についての整理です。この場合については、これまで特段の開示を求めておりませんでした。今後は、その他の関係会社／関連会社の関係がある場合（持分法適用の関係がある場合）を対象に、要請ベースで開示を求めていくことを考えております。

具体的な方策といたしましては、ガバナンス報告書の記載のガイドラインであります記載要領を改訂し、これらの開示内容を明示・周知するとともに、開示内容のイメージを企業に持っていただくために、実際の開示例を取りまとめた上で公表することを考えております。また、その後も、開示の促進・定着に向けて、継続的にフォローアップを行っていくことが必要であると考えております。

なお、一番下の米印に記載しておりますが、ガバナンスに関連する契約の開示につきましては、現在、金融庁において、有報での「重要な契約」の開示に関して、企業内容等開示府令の改正が検討されておりました。その改正内容との整合を図る必要がありますので、今回東証で先行して対応することはせずに、開示府令の改正内容の確定を待つて、それとあわせて整理していく予定でございます。

6ページ・7ページでは、ご参考ということで、前回、開示の総論的な部分等について頂戴したご意見の概要を掲載しております。

続いて、8ページ以降で、各開示項目における記載のポイントを整理しております。

まず、8ページからが、開示項目のうち、グループ経営に関する考え方・方針等に関する事項の開示について、9ページは、親会社側におけるグループ経営に関する考え方及び方針の開示についてでございます。ここでは、グループ経営に関する全体的・総論的な内容として、事業ポートフォリオ戦略やグループ管理体制に関する基本的な考え方・方針について記載していただくことが重要と考えております。例えば、完全子会社や上場子会社などの使い分け、あるいは、グループ内の事業機会の調整の考え方、事業ポートフォリオ見直しの方針などがここで記載していただくべき事項になると考えております。

10ページですが、親会社における上場子会社を有する意義の開示についてでございます。ここでは、先ほどのグループ経営に関する総論的な考え方・方針を前提に、個別の上場会社を有する意義について、子会社を保有することの合理性だけではなく、上場の効用や反対にそれに伴う制約やコストといった観点から、子会社を上場しておくことの合理性も含めて説明していただくことが重要であろうと考えております。

これらの親会社側の開示の例といたしましては、資料3の参考資料に掲載の

1-1から1-10などがございます。

もともと、これらの親会社からの開示につきましては、具体的・詳細な開示を行うことがかえって経営上の支障を生じる場合があり得ることについては、当然、配慮が必要と考えております。

一方、11ページですが、子会社による親会社のグループ経営の考え方・方針の開示についてでございます。子会社による自社の少数株主に対しての開示ということを考えますと、親会社のグループ経営戦略のうち、特に、自社の位置づけであったり、事業領域の棲み分けであったり、自社に重要な影響がある事項を記載していただくことが重要であろうと考えております。

子会社側でこれらの事項について開示している例といたしましては、参考資料の1-11から1-16などがございます。

次に、12ページからが、開示項目のうち、独立性確保や少数株主保護の考え方・施策等に関する事項についてでございます。

13ページが、親会社における、上場子会社のガバナンス体制の実効性確保に関する方策の開示についてでございます。これは、上場親会社においては上場子会社の独立性確保への配慮が必要となることを前提に、その内容について自社の株主をはじめとする投資者全体に説明を求めているものです。ここでは、現在でも、上場子会社のガバナンス体制の構築や運用に対する親会社の関与の方針について記載を求めているところですが、より具体的には、上場子会社の独立役員を選解任における議決権行使の方針であったり、上場子会社における独立役員指名プロセスへの親会社の関与についての考え方といった事項について記載いただくことが重要であり、特に、上場子会社に指名委員会が設置されている場合には、それも踏まえてご説明いただくことが必要と考えております。

親会社側がこれらの事項について開示している例といたしましては、参考資料の2-1から2-5などがございます。

一方、14ページですが、子会社における、親会社からの独立性確保に関する考え方・施策や、特に取引の場面を想定した少数株主保護の方策に関する方針の開示についてでございます。上場子会社における少数株主保護のためのガバナンス体制としましては、ガバナンスコード補充原則4-8③の制定を受けて、特別委員会を設置することで対応する会社が多い中で、その場合は、特別委員会の委員構成や審議事項、活動状況等について開示していただくことが重要と考えております。

子会社が特別委員会について開示している例といたしましては、参考資料の2-6から2-9などがございます。

続きまして、15ページ・16ページは、これまで整理してきたような親子関係を念頭に置いた開示を、より広い範囲で、一定の議決権保有関係がある場合にも求めていくべきではないかということで、おまとめしているものがございます。

具体的には、上場会社の間で持分法適用関係、すなわちその他の関係会社／関連会社の関係にある場合にも、要請ベースで、親会社／子会社の関係がある場合と同様の事項・内容について開示を求めることを考えております。

もっとも、この場合については、グループ経営の状況や影響力の強さは個別の状況によって様々でありまして、常に親子関係に類似の状況にあるわけではないということから、自社の状況に応じて記載内容をご検討いただくことが必要と考えております。特に、グループ経営の中で最低限の影響を受けているだけであり、影響力は大きくないという状況の上場会社においては、その状況についてそう判断する理由とあわせて明示していただくことを考えており、これは、少数株主にとって有用性が高い情報となるのではないかと考えております。

17ページは、ご参考までに、20%以上保有株主は増加しているというデータを載せております。

これまでのページでは、上場会社に支配株主として上場親会社が存在する場合を念頭に整理してきましたが、上場会社の支配株主が非上場の親会社や個人の支配株主である場合について、考え方を含めて整理しておりますのが、18ページ・19ページです。

非上場の親会社や個人の支配株主は上場規則による開示義務が及ばないため、これらの株主からの開示がなされることはございませんが、それにかかわらず、それらの株主を有する上場会社は少数株主に対して必要な事項を開示することになることには変わりはなく、したがって、原則として、上場する親会社を有する場合と同内容の開示が求められることになると考えております。

もっとも、株主の状況に応じて、例えば、非上場親会社が資産管理会社などの非事業会社である場合は、そのような状況であってグループ経営に属していないことなどを明示していただくことが適当と考えております。

以上が、情報開示に関する対応事項等の整理でございますので、これらについてご意見を頂戴できますと幸甚でございます。また、情報開示について、今

回対応を想定している内容にとどまらず、引き続き検討していくべき課題などがございましたら、あわせて広くご意見を頂戴できればと存じます。

事務局からの説明は、以上でございます。

【菊池部長】

それでは、メンバーの皆様方からご意見を頂戴したいと思います。どなたからでも結構ですので、よろしくお願いします。

【加藤メンバー】

13ページでご提案いただいている、上場親会社における開示のうち、上場子会社のガバナンス体制の実効性確保の方策に関してコメントいたします。

ここでは、前回の議論を踏まえて、上場子会社に指名委員会が設置されている場合の説明が加わっており、これ自体は非常に重要な開示事項であると考えます。しかし、指名委員会が実際に設置されるのは上場子会社であり、親会社が上場子会社の指名委員会の役割をどのように考えているかという情報は、上場子会社とその一般株主や投資家にとって非常に重要だと思えます。もちろん、子会社も上場会社ですから、子会社のコーポレート・ガバナンス報告書などでは指名委員会に関する開示もされているとは思いますが、ただし、上場親会社において、いわば特殊な指名委員会に関する開示がされているのであれば、上場子会社の指名委員会に関する開示においても、整合性が取れた形で開示が充実される必要があると考えます。

【神田メンバー】

なかなか細かい点は難しい問題もあるように思ったのですが、資料で示されている内容に賛成します。そのうえで、質問が1点と4点ほど意見を申し上げます。

質問は単純な話でして、17ページを見ると、上場子会社の数は減っているが、大株主を有する上場会社の数は少しずつ増えているように見えてくれますが、その原因はどこにあると考えているかという点です。

意見の1点目は、拡張という点は、どこまで拡張するかという話かと思うのですがけれども、私は持分法適用会社までで良いと思えます。40%や30%ではちょっと物足りないですし、その先でどこまでいくかということ、線引き自体は明確な方がいいと思えますので、持分法適用会社までで良いと思えます。

それから2点目ですが、上場子会社を持つ意義を開示してくださいというときに、いろいろな開示が実際にされているわけですし、これまでも議論があったと思うのですけれども、類型があると思います。例えば、M&Aで買った後であるとか、IPOの後であるとか、あるいは提携関係であるとか、ある程度類型ごとに開示の方針というか、開示の在り方を示すことができれば、比較可能性がそこに生じると思います。非財務開示であって、それぞれの会社がばらばらに開示することは、悪いことではないと思うのですけれども、十分な開示がされている会社もあるとは思いますが、投資家から見て少し難しい部分もあるかと思えます。したがって、少し類型を意識した情報開示を奨励することをしてはどうかと思えます。

3点目と4点目は、ロジックだけの話で恐縮なのですが、親が上場している場合とそうでない場合のロジックに違いがあるかということです。親が上場している場合には親会社も情報開示をしています。これは、前回も申し上げたかもしれませんが、上場親会社の株主・投資家のために情報開示をしているわけです。親が上場していようがしていまいが、上場子会社は上場子会社の一般株主のために情報開示をしていただくわけですから、その観点からすると、上場子会社がその一般株主のための開示をするということが基本姿勢であり、極めて大事であるということになると思います。ただし、その際に、親もたまたま上場していて、親会社が親の投資家向けにしている情報開示が子会社の一般株主にとって有益なものである場合には、その分を簡略化して良いというか、子の方ではリファーマーしても良いし、またはしなくてもそちらを見てくださいますといえれば良いという関係になる。ロジックとしては、そういう整理だと思います。

4点目は、上場会社の「独立性」ということがよく言われますが、その意味をよく整理しておく必要があると思います。上場子会社の運営というのは、グループ経営の観点からいえば、極端にいえば、一心同体型と私は呼んでいるのですが、一体運営するやり方もあれば、逆に、経営の独立というか子会社が独立した判断に基づいて経営していくというやり方、独立運営型と私は呼んでいるのですけれども、この両方があり得て、もちろん中間もあるということだと思います。一心同体型であるから上場子会社の独立性が必要ということではないと思います。上場子会社の独立性はそのどちらの場合に求められるもので、その意味は、子会社の企業価値・子会社の経営の成果が公平に分配されることであって、親会社を取りすぎないというか、親が6割保有であれば6割、一般株主が4割保有であれば4割ということが確保されていることが独立性という

意味です。経営スタイルは両方あると思うのですが、独立性が要求される意味はそこにあると思います。それを確保するために利益相反について具体的な取引のルールも別途あると思いますが、情報開示のときも、そういう意味での独立性という点を情報で開示していただくという考え方に立つべきだと思います。

【白水調査役】

大株主を有する会社の増加についてですが、直近のデータですと、新規上場による増加もありますが、上場後に資本関係を構築する、あるいは、持分を増加させて20%以上の大株主になっているケースが増えており、それらよりも、持分の減少で大株主からは外れていくケースが少ないという状況にございます。新しく大株主になった状況は固定化されてそのまま継続して累積していくというのに対して、大株主の持分が減るケースは少ないということが原因になっているのではないかと、考えております。

【菊池メンバー】

まずは全体に関する意見です。資料3で具体的な事例としてまとめていただいておりますが、こういった資料が公開されることが非常に重要ではないかと思っております。この研究会のような議論に参加していると、「それでは投資家は何を求めているのか」「どういう事例を参考にすれば良いのか」という意見をよく伺いすることがあります。具体的な事例が資料として公開される意味は大きいと思います。研究会を含めて東証の方向性が決まれば、継続してこういった資料をお作りいただくことが非常に有益なのではないかと思っております。これがまず意見の1つ目です。

それから、各々について、1つずつ意見を申し上げたいと思います。

グループ経営に関しては、方向性として常々私が申し上げている内容でもありますので、賛同したいと思っております。もし具体的に追加することは無いのかと聞かれれば、キャッシュマネジメントに関しても、グループ経営という点に関して付け加えていただければと考えています。

これは、親会社単独の株主と、親会社と子会社の両方の株主と、子会社だけの株主とで立場が3通りあり得るので、それぞれの立場によっても意見が変わってくるものでもあります。というのは、親会社だけの株主という投資家がいれば、グループでのキャッシュマネジメントで効率化していただくことが一番望ましいかもしれませんが、子会社のみ株主の立場からすると、キャッシュマネジメントの他にも親会社に対して多額の貸付金がある事例も散見されま

す。そういう場合は、子会社で投資に使っていただいた方が良いのではないかという立場になってくると思います。このように、どの株主かという立場で色々意見が変わってくるころでもありますので、グループとしての経営方針とともに、グループとしてのキャッシュマネジメントをどうしているかの基本的な考え方も開示いただくのが透明性の確保につながるのではないかと思います。

それから、独立性の点につきまして、コーポレートガバナンス・コードの補充原則1-1①に、相当数の反対票が投じられた場合の会社提案議案に対しては検証・分析してくださいという補充原則があると思います。これに関して徹底することが重要と思っております。上場子会社である程度の反対票が投じられた場合は、上場子会社における分析がマストでもありますし、もし可能であれば、上場親会社の方もそれに対してどのように考えるかという意見があると、株主との意思疎通がうまくいくのではないかと思います。

情報開示の拡張の点に関しては、神田メンバーもおっしゃったとおり、持分法適用というのは分かりやすい基準の一つだと思いますので、現時点では方向性として賛同します。ただし、いわゆる一般的な機関投資家という立場で申し上げますと、独立性がないという判断に主要株主という規定を入れるところが比較的多いので、そうしますと10%ということになります。そこまでやると厳しすぎるかなということもありますし、色々な意見はあるかと思いますが、情報開示をどこまで拡張するかの議論とともに、独立性に関してはもう少し検討が必要なのところがあると思います。

最後に、非上場・個人の株主の点で、第1回でも色々申し上げましたが、特にスタートアップのような特定個人が大株主である場合は、他の問題も包含しているかなと思っております。スタートアップのような特定個人が大株主である会社は、リスク開示で、特定の個人に依存しているというような開示をする会社が多いと思っております。リスク情報との連動を明確に説明することを促すことは一つの手ではないかと思います。

日本では事例が多くはないですが、スタートアップ企業では種類株を発行するという場合も多々あります。この場合は、株式保有ではなく議決権の保有比率で議論しないと全く意味がなくなってしまうので、議決権の保有比率がどうかという議論をしていくことが、種類株を発行する会社が増えてくればという前提の下ではありますが、注意点として必要になると思います。

【黒沼メンバー】

今回、開示を充実させるために記載のポイントを示すやり方や、記載のポイントでどういう項目を挙げるかという案が示されておりまして、概ねその内容に賛成です。

個別に見ていきますと、グループ経営に関する考え方や、上場子会社を有する意義については、ここに書かれているようなポイントを示せば、事例からも分かるように、かなり多くの会社で開示がされているのではないかと予想されるのですが、すべての上場子会社を有する親会社でこういった事項の開示がより促されると思います。

上場子会社における開示についても、事業領域の棲み分けや今後の見通しについて開示のポイントを示すことで開示が促されるように思います。

次に上場子会社のガバナンス体制の実効性確保に関する事項ですが、独立役員を選解任に関する議決権行使の考え方を求めるのは大変重要だと思いますが、記載例を見ると、議案に応じて個別に判断すると述べているにすぎないものがありまして、それ以上のことには中々触れられていません。しかし、議案に応じて適切に個別に判断するというを書かせるだけではやはり足りないように思うので、ここはもう少し詳しい開示を促すような文言の方が良いのではないかと思います。

それから、独立役員の指名プロセスへの関与の有無ですが、これはなかなか難しい問題で、開示例を見てもその例は見られません。議決権行使については個別議案ごとに判断するのは当然かもしれないですが、それ以前の指名プロセスへの関与を行っている例が多いのではないかと推測しています。ここで記載を求めると、そういうことはありません、つまり、公式に何か協議を行う体制や規則に定めていない限りは「無し」と書く会社が多いのではないかと思います。しかし、実際には相談しているとか、事前に報告に行っている、事前に報告に行くのは当然ですが、それによって候補者が変更する可能性があるなど、そういった内容まで本当は投資家としては知りたいところだと思います。企業機密との関係もあるのかもしれませんが、有無というだけでは「無し」と書くだけの開示になってしまうのではやや物足りないので、もう少し突っ込んだ記載を促すような方策があれば良いと感じました。

それから、特別委員会を設置しているような会社では、特別委員会の内容について、既に、資料に書いてあるような審議事項・権限・役割等については書いてありますが、活動状況について詳しい記載をしている会社は多くないよう

に見受けられたので、これを促すことに十分意義はあると思います。

【三瓶メンバー】

まず、4ページ・5ページのところです。今回の議論の外の話にはなりますが、4ページの左側の「上場子会社を有する上場会社」の中の一番下「支配株主等に関する事項」の定期開示の棒線が引いてある部分の開示が将来的に重要ではないかと思います。今回は、上の部分だけが議論の対象で、できることを速やかにという話ですけれども、できることを速やかにするだけでなく、必要と思われることは、上場規程の改正等が必要だとしても、ぜひ議論していただきたいと思っています。

それはどういう観点かということ、上場子会社を持つ場合に、グループ経営や企業集団というわけですけれども、企業側の説明はかなり一方的で、例えば、バランスシートに例えると左側だけの話をしていて右側の話をしていない、コインの裏表で言うと表しかしていないという感じです。それでは、バランスシートの右側やコインの裏は何かということ、グループ経営に伴って起こる利益相反ということです。例えば、50.1%持っていれば経営支配ができて自分たちの言うことは通るんだけれども、そこに子会社の少数株主がいて彼らの株主共同の利益は適切に考えなければいけない、ここに不一致があるということについてどこまできちんと考えているのか。うまくいっていればあまり気にしなくても良いのですけれども、問題が生じたときにどうするかということが考えられていない。そのような場合があるので、枠外の部分はまだまだ考える必要があると思います。

実際に同じ親会社と話していても、時と場合によって、子会社についてグループの一員だと一体経営の話をするときと、子会社の独立を尊重していると、ある種突き放す場合があり、特に平時の場合と有事の場合で大きく異なります。昨年も、ある上場会社の上場子会社で不祥事があったときに「独立した経営を尊重しているから」ということで、グループの一員として何か対応することもなく、また、圧倒的な支配株主であって、他の少数株主は全部が集まったとしても何もできないにもかかわらず、親会社が支配株主として責任を果たしたり、株主共同の利益に関してリードして対応するというのもしない、このようなこともあり、ここに課題があると思います。枠の外の部分も、今後は検討課題にしていきたいと思っています。

今回の議論については16ページ、その他の関係会社／関連会社の関係にある場合まで情報を求める範囲を拡張する考えを示していただいて大変ありがたいと思っています。前回の資料で非常に衝撃的だったのは、そんなに株数を持

っていないにもかかわらず、契約の締結があるということです。よくその株数でそのような権限を持てるなという点には驚きます。そういう意味では、何%以上という仕切りはわかりやすいですけれども、必ずしもそれだけではなくて、むしろ特別な契約の締結がある場合とした方が良いのではないかと思います。

特別委員会について14ページに記載がありますが、実際に、ガバナンスコードが改訂されてから子会社の方で独立社外取締役の方を一定の数増やすことをしない代わりに、場合によっては特別委員会を設置しますという非常設の説明をしている会社があります。その場合、株主は議決権行使判断に迷った結果、反対が明らかに増えたと感じていますが、企業側は必ずしもその理由が分かっています。反対の理由は、特別委員会が非常設であって、実際に設置したわけではないので、特別委員会の構成員の独立性の説明ができていないためです。その説明ができていないので、厳しめに見る投資家からすれば、特別委員会に期待する利益相反管理を果たせるか不明ということで、しかも、コンプライのつもりで会社はやっているけれどもそうになっていなくてエクスプレインもしていないということで、代表取締役の再任議案に反対することになります。今回、記載要領の改訂でその点について明確にすることは、企業側および株主側双方にとって有意義だと思います。

資料3で色々な事例を出していただきましたが、この中で、例えば13ページの水道機工では、一般株主の利益に配慮する内容がいずれの取り決めにおいても盛り込まれていると「グループ経営に関する契約書」に書かれているということです。これを読む限り、きちんと考えてくれていると感じます。18ページのアスクルも、「株主共同の利益を最大化することが重要であると認識」とあり、言葉だけではありませんが、少なくともそのような点に言及していることは良い傾向だと思います。

最後に13ページにある、独立役員を選解任に関して議決権行使の方針を書くという点ですけれども、これは独立役員を選解任に限定する必要はないと思います。上場子会社は子会社であるわけですから、業務執行取締役についても何かあった場合に解任するといったことについて適切に議決権行使をしてほしいですし、その時に株主共同の利益を適切に考えたうえで対応してほしいですから、その考え方を示していただきたいと思います。

【大内メンバー】

3点申し上げます。

まず1点目ですが、開示の範囲の拡大につきまして、持分法適用会社あるいは関連会社まで広げるという案については、結論から申し上げますと、強く反対です。対象を広げれば広げるほど透明性が高まるという面があるのは確かですが、やはり趣旨を踏まえた開示である必要があると思っております。持分法適用会社というのは、ある一定の関係から持分利益を出資者側に帰属させることが連結バランスシート上適切であるという法体系なわけです。独立性の観点から開示対象を広げようということからすると、先ほど三瓶メンバーがおっしゃったように、支配に関する契約が存在するか、なんらかの支配を受けている関係にあるといった理由が必要です。つまり制度趣旨が全く違う連結の考え方を使うのは、竹に木を継ぐような話だと思いますので、例えば、会社法の相互保有の考え方とか、日本の法体系上の説明がつくといいですか、整合性が取れる形であるべきだと思います。持分法適用会社はそれなりの関係性がありそうだ、グループだ、というようなぼやとした考え方で範囲を広げることには強く反対いたします。

2点目は、13ページの独立役員の選解任についてです。これも三瓶メンバーのお考えに近く、役員の選任に関するものの考え方について、すなわち、その会社にとっていかに良い候補なのかについて説明することはあっても良いと思いますが、独立役員の選解任に限定して書くとなりますと、それは何故かということになります。すなわち、独立役員というのは、過去、要件が客観的に積み上がっておりまして、その会社と利害関係がないということで独立性を考えてきたわけです。その人たちに対して、ことさら選解任の考え方を説明する、場合によってはMOMというような選解任の考え方だけでなくプロセス自体に何らかのルールを当てはめるといことは、制度として矛盾するもの、あるいは趣旨が違うものを持ち込むことになると思います。役員全体ということであれば理解はできますけれども、独立役員に限定した考え方ということであれば、反対いたします。

それから、3点目です。私も含めて実際に実務を担当している者や上場している会社の共通の思いとして、取引所の魅力が高まり、そこに資本が世界各国から集まってくるということはぜひ実現したいことであって、今時点でもそうなっているとは思いますが、資本市場の魅力を高めるということについては方向性として大賛成です。ただし、そこでも、資本側の利便性、それから、上場してそこで資金を調達する側の利便性がいかに調和するかが非常に重要だと思っています。そういう意味では、この段階で検討を終えてソフトローを施行するというのではなく、ぜひ具体的な開示の中身も含めて実務担当者

の声を考慮した検討を進めていただきたいと思います。

【後藤メンバー】

大内メンバーと同様に、事業会社サイドということでコメントさせていただきます。

まず、今回議論している一番のテーマであります、開示充実の方向性そのものについては、私自身もちろん賛成です。しかし、我々ルールに従う側は、世の中が見ている以上に真面目でありまして、これを開示せよとなるときちんと一生懸命対応します。一生懸命対応している側からすると、対応していない人が目立って見えます。実際に対応していない人が多いから、ここでの議論になっているのだと思っているわけですが、やはり、開示するというルールで皆でコンセンサスを取ってやる以上は、開示していない人に対してのペナルティはしっかりあった方が良くと思います。そのためには、東証の様々な権限はもっと強くて良いのではないかと思います。そのペナルティが会社が潰れてしまうようなペナルティである必要はないのですが、やはり性善説だけに立って守らせようとしても、色々な思惑なども出てきて、判断が難しくなってくるケースが色々あるのではないかと思います。守らなければこういう罰則を受けるというルール化がしっかりしていればいるほど、システムそのものが良い方向に行くのではないかと思います。

それから、もう一つは、対象範囲の議論です。実務サイドからするとなるべく狭い方が良いという思いは働きますが、やはり投資家の皆様のご関心に対しては様々にお応えする責任があると思っています。

ただし、問題は、保有株式をどう見るかというときに、直接保有か間接保有かという議論がございます。どこまで上流に遡って持株比率を考えるべきなのか、ここはいくつかの見方が出てくるだろうと思います。例えば一例として挙げますと、私どもの会社を含めてたまにありますけれども、親会社一子会社一孫会社一ひ孫一玄孫が全部上場していたりします。その際、直接的な説明責任を負っているのは、直接保有の親会社だと思います。例えば三段階で整理して、親一子一孫でいうと、孫会社との直接的な関係というのは孫と子の間で、そこには今日も議論されているテーマのとおり、親子間の様々な議論があります。ここでの開示というのは、子と孫の間での、親に当たる議論・子に当たる議論を必要にして十分に満足にする必要があるだろうと思います。今度は、親と子の関係でいうと、親は孫までの開示をするべきかということ、これは議論があると思います。ただし、我々親は子会社の企業価値を見にいけます。子会社の企業価値を見るうえで、子会社は孫会社に対してどういう議論をすべきか、

どうあるべきかという点、しっかりとルールに則った開示責任を果たして、それが投資家（親を含む）の評価につながっていき、結果的には市場の価値にそれは表現されていくだろうと思います。そういう形で、親からしますと、親と子の間の直接的な関係に基づくルールの整理、それから開示の責任を果たす関係をしっかりと考えていくのが良いのではないかと思います。

一方で、投資家からすると「私はひ孫会社の投資家だけれども、4つ上のおじいさんにあたる会社の考え方が知りたい」という投資家がいらっしゃるかもしれない。そういうことからすると、これだけデジタル化も発達しておりますので、このリンクに飛べば分かりますという形で子や孫のサイトにすぐ飛べるようにしておけば、子や孫がきちんと孫やひ孫の間関係についてこのような整理をしているということを投資家として知ることができると思います。投資家として興味があれば知ることができるようにしておくことは、必要なことだと思います。ただし、こういう時代ですので、それはできるだけデジタルを活用した形で表現すれば、責任を果たしているのではないかと思います。投資家としてアクセスできることが一番重要なことだろうと感じます。

そのうえで、私どもの整理でいくと、持株比率は50%、30%、5%という点にあまりこだわりがあるわけではなくて、説明を聞きたいという声があればそれに応えていくということです。ただし、直接・間接の比率の点についてはご留意いただきたいと考えています。

どのようにグループ経営に関する考え方を開示するかという点について、細かい点ですが1点気になったのは、コストについて記載をすべきという議論です。これは実務畑から考えていくと、なかなか現実的には難しいという気がしています。非上場の子会社を上場化することで、様々なコスト面であったり様々な価値であったり、そういった部分が定量面でどう変化するかというのは、相当に様々な数学的なケース分けをして、様々な計算、将来の予測も含めて考えていく必要があります。せっかくの良いテーマでしたので、私たちの会社の部門の中でもどのようなことを指摘しないといけないのかを議論してみたのですが、これを全部示すことは相当難しいということになりました。定性面をしっかりと説明することは必要だと思います。定量面のコスト面のところは、現実的に可能なルール化をお願いしたいと思っています。

最後に、特別委員会の開示がございませけれども、特別委員会で具体的な審議事項をどう記載するかという点については、取締役会でも同じような議論があるのではないかと思います。具体的な個別の議論された内容を開示するかというのは、他のルールによって開示すべきもの、例えば決算上の数値のよ

うなものは当然開示するべきだと思います。そうではない戦略的な様々な議論・意思決定に当たるもので、例えばルール上開示の要求が元々されていないものについても開示する必要があるかといえ、それは違うと思います。その点については、資料での整理に修正が必要な部分が出てくるかもしれません。企業としての戦略の優位性というものも保っていかないといけない観点から、そこはご議論いただきたいと思います。その代わりに、例えば、企業の定款で会社の事業目的を並べて書くような形で、こういう事項は基本的に書くべきだという一般的な記載をあらかじめルールにして並べて書いておくことはありうると思います。

【武井メンバー】

3点あります。

まず、今回開示が拡充されるわけですが、今回の開示の拡充の趣旨には色々な趣旨があると思いますが、ぜひ東証さんの開示の現場の方でも、趣旨に則った形での運用というか、形式的な対応がなされないようお願いしたいと思います。先ほど機密情報というか、具体的・詳細な開示を行うことがかえって経営上の支障を生じる場合があり得ることには当然配慮が必要というご説明があったかと思いますが、そういった点についての現場への理解のシェアであったり、また10ページにある上場の「コスト」という言葉で、「コスト」という説明が開示で使われていないじゃないかといった形式論や、「コスト」をどう考えるかということで数字で測るか否かといった形式論が現場で生じない方が良くと思います。10ページの4つの点についても、絶対並べて書く必要があるということになるのではなく、文章の流れの中でどう書くかが決まってくる面もあると思うので、あまり現場の方が形式的な対応にならないような制度運用になるように、今回制度が決まったら、運用面とのすり合わせはしていただければというのが1点目です。

2点目は、私も13・14ページを読んでいて考えていたのが、なんで独立役員だけなのだろうという点です。いつものように親会社をP社、子会社をS社と表現させて頂きますと、元々P社からのS社の独立性の話をしていたから独立役員に区切られていたわけですが、よく考えると、S社の役員にS社の企業価値を高める役員を選べるのかというのは、P社とS社一般株主の共通の利益であり、また投資家側からすると重要な話です。また、指名委員会というのも、現実問題としては、独立役員だけを選んでではなく、S社のトップについて一定の議論をしている可能性も高い。こういうことを考えると、S社の役員全体とした方が座りが良い面もあるのかもしれません。結論を

どちらにすべきということの前に、考え方の整理をすることかと思います。S社の独立役員だけを切り取っているのはなんでだろうという点は、確かに私も13・14ページを見てそう思いました。元々の今回の議論の経緯がそうだったからそうなったのかもしれませんが、ここは東証さんの中で改めてどうするのか議論されても良いかなと思いました。

3点目は、今後の拡張という箇所、特に、17・18ページの非上場の親会社と個人のところです。東証さんでできることと難しいこととがあって、最終的には金融庁さんとも調整しながらということかもしれませんが、今の金商法制度の親会社等状況報告書という制度をどう直す・直さないという論点になるのかもしれませんが。また、今の制度改正のガバナンスの契約に関して検討している内容が決まらなると、この話についてもなかなかどのような切り口になるのかということもわからないとは思いますが。制度開示との連携を含めて、東証さんでやることと法制度でやることという論点として今後検討していただければと思います。

今回、たまたまP社が上場しているとすごく色々な情報が出てきますけれども、P社が上場していないと何も情報が出てこないという格差、崖が広がった状態にもなります。それはそれでどう考えるのかと言いますか、別にP社が上場していようとしていまいと、S社の一般株主から見ると重要性には変わりはありませんので、今回生まれる崖をどうするかというのは次の論点として、今後の色々な制度の論点の終着を見ながら検討していただければと思います。

【神田メンバー】

追加で2点申し上げたいと思います。

1点目は、親会社が2人とはあまり言わないかもしれませんが、2者を足して親会社になっている場合は、当然今回カバーする趣旨だと思います。法律をやっている者にとっては大変有名な最高裁の決定で、完全子会社化の事例なんですけれども、ジュピターテレコム社という事例があります。住友商事社とKDDI社で両方足して70%持っておられて、完全子会社化をした事例です。共同親会社という日本語は無いとは思いますがけれども、とにかく2つの会社で50%超とか、あるいは今回拡張するのであれば拡張された状況においては、当然親会社の間で提携契約など何らかの方針があるはずだと思います。そういうものは、親会社の方が上場会社であればそこで開示されるとは思いますが、子会社の方から見れば上場子会社と呼べるわけなので、当然開示の範囲に含まれているとは思いますがけれども、その点も考えて開示のルール作りをしていただくと良いと思います。

2点目は、若干議論に出ていた13ページあたりの話です。東証には独立役員制度というものがあって、届出をしてという制度があります。これは、先ほどからご指摘があるように、会社からの独立性を求めているに過ぎないので、会社法にいう社外役員、社外取締役・社外監査役にプラスして経済的關係や取引關係の面での独立性を上乗せした形で求めている制度であり、会社法の方も会社からの独立性というルールで成り立っている制度であるわけです（社外要件には親会社からの独立性が一部だけ入っていますが）。しかし、今回のこの文脈では、前回も申し上げましたし武井メンバーのご指摘もありましたが、親会社ないし支配株主からの独立性が問題になっています。資料ではコーポレートガバナンス・コードも引用していただいています、コードでは明らかにその点を明確にしています。したがって、親会社ないし支配株主からの独立性ということを開示していただかないといけないと思います。13ページや14ページの書き方からは必ずしも読み取れず、13ページはそういう趣旨だとは思いますが、単に今ある独立役員制度の独立性ではなくて親会社・支配株主からの独立性について開示を求めることが望ましいと思います。

それにプラスして、今日のテーマでは無いかもしれませんが、独立役員制度というものをもう一つ作る必要があるのではないかと思います。つまり、上場子会社向けの独立役員制度です。上場子会社は親会社又は支配株主から独立した役員（とくに経済的關係や取引關係の面で独立した役員）を今の制度に即して1名以上選んで届け出ることになります。それは、一般の上場会社はその会社および経営者から独立した人を選んで届け出てくださいというのとは違うわけです。両方から独立している方も当然いると思うので、その場合はそれで良いと思います。したがって、今日のテーマを超えているとは思いますが、独立役員制度というものをやはり改正する必要があるのではないかと思います。

【黒沼メンバー】

1点だけ追加で申し上げたいと思います。

神田メンバーが指摘された2点目と同じ問題ですけれども、今回は子会社の少数株主の保護が問題になっているわけで、それゆえ独立役員を選解任に関する考え方や議決権行使、選任・指名プロセスへの関与の有無の開示が求められているわけです。もちろん独立役員以外の役員も重要ではありますが、それは特に親会社の株主の方にとって重要ですけれども、今回の中心テーマは子会社の少数株主の保護であります。子会社に開示を求めても議決権を行使するのは

親会社なわけですから、実際に議決権を行使したり、決定権限のある親会社に開示を求めようというわけです。ここで独立役員以外の役員の重要性をあまり強調して、その結果、両方とも同じ程度の開示が良いのではないかという議論になると、それは今回の検討の趣旨から逸脱してしまうと思いますので、その点は注意していただければと考えます。

【加藤メンバー】

16ページのその他の関係会社／関連会社への情報開示の拡張について、コメントいたします。この点については色々とメンバーで意見が分かれている点かと思いましたので、意見を述べさせていただきます。

その他の関係会社／関連会社への情報開示の拡張が提案されている理由として、資料でも言及されていますが、まず、その他の関係会社／関連会社を含む形でグループ経営が行われていることが事実として存在するということがあると理解しております。少し古いですが、2018年のアンケート調査などを見ると、2割、3割くらいの会社は、連結子会社以外の会社もグループ管理規程に入れて、いわばグループ経営の対象に含めているという解釈も成り立つかもしれません。そうすると、いわば実態として連結子会社以外の会社がグループ経営の対象に含まれているのであれば、やはり、グループ経営というものを対象にグループ経営の方針などについて開示を要求する際に、その中に少なくとも持分法適用会社までが入るような枠組みの方が、実態に即しているという考え方もあると思います。つまり、現在はグループ経営の実態とグループ経営に関する情報開示の枠組みにズレがあり、グループ経営について開示すべきという方針からしてまだ開示が要求されていなかったものが残っているということなので、その他の関係会社／関連会社への情報開示の拡張はこのようなズレを解消するという意味があるということです。

次に、その他の関係会社を有する上場会社への情報開示の拡張については、東証は、新規上場の審査の段階ではその他の関係会社からの独立性を要求しているということとのバランスの問題であると考えます。つまり、東証のポリシーとしては、新規上場を認める際に関係会社からの独立性を要求しているのですから、それとの整合性を考える必要はないかということです。関係会社が存在したとしても、これは神田メンバーがおっしゃった意味での独立性が担保されていない限り上場は認めないということが東証のポリシーであるならば、そのポリシーに沿って情報開示の規制を見直すという考え方もあると思います。

最後に、その他の関係会社と関連会社に関する情報開示の問題については、これから検討が始まる大量保有報告制度の改正との関係も考える必要があるか

もしれません。すなわち、上場関連会社を有している上場会社は大量保有報告書を出しているわけですし、関係会社が存在する上場会社については大量保有報告書が出されているわけです。このような大量保有報告書でどのような内容が開示されているかを踏まえて、すなわち、開示書類間のバランスというか整合性を考える観点からも、その他の関係会社と関連会社への情報開示の拡張を考えていく必要があると思います。

【三瓶メンバー】

先ほど菊池メンバーが言及されたかと思いますが、議決権行使比率の開示については、色々な現状や事実関係を知るうえで、または、単に親会社の保有比率ということだけでなく議決権行使の際にどのくらい影響力があるかというのを見るときには、通常の発行済株式の分母ではなく、議決権行使比率から見ることで本当の影響力が分かります。その意味では、非常に重要な数字だと思います。これをぜひ開示してもらいたいと思うのですが、ただし、これは制度的にどのように開示を促すことができるのか、少しピンとこないところがあります。例えば、株主総会後の臨時報告書での開示を考えると、臨報は虚偽記載が問われるので数字の正確さを求めると現実的ではないなど、適切な開示手段を思いつかないのですけれども、他に東証が促すことができる方法というのはあるのでしょうか、という質問です。

【白水調査役】

問題となりますのは、議決権行使比率を正確に把握できるかという点であり、状況は各会社で様々であるというのが前提となるかと思いますが、東証で検討しているというわけではなく、最近の論考に記載されていた内容ではございますが、反対が多かった議案と同様に、行使比率の開示をガバナンスコードの中に取り込むことを提案しているものがございました。その趣旨としては、ガバナンスコードはプリンシプルベースですので、各社の判断や解釈に基づきどのように議決権行使比率を把握しているかということを開示していただくことができ、また、そのような場合は少ないのではないかとはいえますけれども、状況によってはエクスプレインというルートがあることとなります。少し柔らかいような形で導入することは考えられるのではないかとはいえます。少し柔らかいような形で導入することは考えられるのではないかとはいえます。少し柔らかいような形で導入することは考えられるのではないかとはいえます。

【武井メンバー】

すいません、とても細かい点で、先ほどの機密情報という点の絡みで、23ページ・24ページの特別委員会の設置の箇所について、「具体的な審議事

項」というのと「主な検討事項」というのと2つ記載されているのですが、なにをもって具体的といっているのか。個別の取引まで書かせると色々な機密情報まで洩れると思うので良くないと思うのですが、そうすると「主な検討事項」という表現がありつつ同時に「具体的な審議事項」と区別して書かれているのが気になりました。どのような感じの事項を諮っているのか、アイテムの性質・性格を書くのは良いと思いますが、諮った個別具体的な取引内容まで開示させるのは行き過ぎだと思います。この「主な検討事項」という記載とそれがある上での「具体的な審議事項」という記載だと、本当に個別具体的な事案まで書きなさいと現場で言われることがないか。あまり細かく具体性まで求めないようにしていただいた方が良いと思います。以上です。

【菊池部長】

ありがとうございました。

本日のご意見は出尽くしたように思います。ご意見をいただきましてありがとうございました。色々な角度からのご意見をいただきましたので、今後の対応については、一度東証で検討させていただいた上で、あらためてご案内させていただければと思います。それでは、これもちまして、本日の会合は終了させていただきます。最後に、次回の会合についてご説明します。

【池田課長】

本日もありがとうございました。

先ほど菊池からも申し上げましたが、本日のご議論を踏まえ、持分法適用会社の場合の話をはじめ、色々なご指摘をいただきましたので、具体的な充実の内容につきましては、一度、東証で検討いたしまして、次回の研究会の形でお諮りするかは別にいたしましても、個別にご相談などさせていただければと考えております。そのうえで、次回の会合の内容につきましては、別途、ご連絡させていただくようにいたします。

以上でございます。

【菊池部長】

それでは、以上もちまして本日は散会とさせていただきます。

本日もご議論いただきましてありがとうございました。次回もどうぞよろしくお願いいたします。

以 上