

**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3回) 議事録**

日 時： 2023年5月19日(金) 10時30分～11時50分  
場 所： 東京証券取引所 15階特別会議室  
出席者： メンバー等名簿参照  
※ 菊池メンバー、黒沼メンバーがご欠席

**【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3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、お忙しい中、お集まりいただきまして、まことにありがとうございます。どうぞよろしくお願ひ申し上げます。

はじめに、本日の出席状況でございますが、菊池メンバー、黒沼メンバーがご欠席となっております。加藤メンバー、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。

**【池田統括課長】**

3月開催の第2回の会合までは、情報開示についてご議論をいただきました。情報開示に関する対応につきましては、前回いただいたご意見も踏まえ、企業サイドとの実務面のすり合わせを行っております。内容が固まりましたら、改めてご報告させていただきます。

今回からは、次の論点として、ガバナンスについて議論を深めていければと考えてございます。資料2に基づきまして、これまでの研究会の中でいただいたご示唆を踏まえ、まずは、独立社外取締役の活用という論点を中心に議論を進めていきたいと考えておりますので、この点についてご意見を頂戴できればと考えております。

**【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きます。

**【白水調査役】**

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、簡潔にご説明させていただきます。

まず、3ページにおきまして、ガバナンスの議論につきまして、今後の議論の進め方の大きな整理をお示ししております。

議論の前提となりますのは、支配株主を有する上場会社においては、経営陣を監督するという典型的なガバナンスの場面では、支配株主によるコミットが見込まれる反面、支配株主と少数株主の間に構造的な利益相反リスクが生じるため、その点についてのガバナンスが必要になるということです。したがって、少数株主保護の観点から重要となるのは、利益相反が生じる場面を監督していくという点において、実効的なガバナンス体制が整備され機能していくことであると考えております。そして、この観点からは、独立社外取締役を中心的な役割を担う者として想定し、それらが活用される体制を整備していくことが重要であるというのが、本研究会等におけるガバナンスの議論での基本的なスタンスと認識しております。

それを踏まえますと、取引所としてまず検討が必要なのは、独立社外取締役が活用される状況を作るために、取引所や上場制度においてどのような対応が必要となるかということになると考えています。具体的な論点としては、まず、独立社外取締役はどのような役割を果たすべきかという点、また、独立社外取締役がそのような役割を発揮する前提となる、支配株主からの独立性確保をどのように確保するかという点から、議論を進めていきたいと考えております。

まず、4ページから、一つ目の大きな論点として、独立社外取締役の役割についての議論です。

5ページで、ご議論いただきたい事項の全体像をお示ししております。ここでは、まず、独立社外取締役や独立社外取締役を含む形で構成される特別委員会が果たすべき役割について、具体的な場面も想定してご議論いただいたうえで、取引所の対応としては、その内容を取りまとめて、基本的な考え方としてお示ししたいと考えております。

それを念頭に、独立社外取締役や特別委員会が関与することが重要となるのはどのような場面か、また、そのようなそれぞれの場面において、どのような行動が求められるかといった点について、ご議論いただきたいと考えております。具体的に想定される場面としては、まず、各社内の意思決定プロセスの中で、独立社外取締役が関与すべき場面とは何か、例えば、典型的に利益相反り

スクが想定される3類型について関与の対象となるのはどのような場合か、また、この3類型以外にも関与が必要となる場面はないかといった点について、ご意見を頂戴したいと考えております。また、上場規則において、少数株主保護のための手続規制として、利害関係のない第三者からの意見入手を義務付けております。この意見入手手続においては、独立社外取締役の役割として意見入手先となることが求められるのではないかと、また、意見を述べる場合にはどのような意見を述べるべきかという点についても、ご意見を頂戴したいと考えております。これに加えて、独立社外取締役が各社内で少数株主保護の役割を果たすために必要となる事項や留意すべき事項があれば、お伺いしたいと考えております。

6ページにこれまで頂戴した関連するご意見を掲載しております。独立役員  
の役割や独立社外取締役が審議すべき事項についてプリンシプルを示すことが  
必要ではないかというご指摘を頂戴していたところです。

7ページからが、独立社外取締役の役割がガバナンスコードにおいてどのよ  
うに示されているか、また、それに上場会社がどのように対応しているかとい  
う点に関する資料です。

7ページですが、ガバナンスコード原則4-7では、支配株主と少数株主と  
の利益相反リスクを監督し、少数株主の意見を反映させることが独立社外取締  
役の役割であるとされています。

8ページですが、これに加え、ガバナンスコード補充原則4-8③では、支  
配株主を有する上場会社を対象に、支配株主から独立した独立社外取締役を中  
心としたガバナンス体制の整備を求めており、具体的には、独立社外取締役を  
所定割合選任すること、または利益相反管理のための特別委員会を設置するこ  
との、少なくともどちらか一方の対応が求められています。

9ページが、この補充原則4-8③につき、コンプライしている会社329  
社、エクスプレインしている会社119社のそれぞれの対応状況を集計してい  
るものです。特別委員会を設置するという形でガバナンス体制の整備に取り組  
む会社が多いという状況が見られます。

10ページから、独立社外取締役が関与する場面やそこでの役割を具体的に  
ご議論いただくための資料を提示しております。

10ページでは、利益相反リスクが生じる取引・行為類型を三つに整理して  
います。一つ目が直接取引、二つ目が事業譲渡・事業調整、三つ目が完全子会  
社化の場面です。また、それぞれの類型においては、いわゆる有事として、特  
定の取引・行為の利益相反が問題となっている場面と、平時として日常的な監

督を行う場面の双方が想定されます。このような典型的な場面を想定して、その中でもどのような場合に独立社外取締役が関与すべきか、また、これ以外にも利益相反の監督という観点から関与が必要な場面はないかという点から、独立社外取締役の役割を整理していきたいと考えております。

また、類型③の完全子会社化については、経済産業省の公正なM&A指針において、公正性担保措置としての特別委員会・独立社外取締役の役割が整理されております。11ページが指針の関連箇所を抜粋したものです。

12ページが、指針策定後における、支配株主による完全子会社化の場面の特別委員会の活用状況を、開示内容をベースに集計したものです。表の上半分を見ますと、多くの場合において、特別委員会は、社外役員を含む形で構成されており、社外役員を含まないのは、社外役員と支配株主との間に何らかの関係があった場合とされています。これらからしますと、社外役員を含む特別委員会を設置することが実務では定着しているといえるかと思えます。また、表の下半分を見ますと、取締役会は特別委員会の判断に従うという対応も定着しつつあるといえるかと思えます。

13ページでは、特別委員会が関与する場面がどのように設定されているかの例として、CG報告書に開示されている特別委員会の審議事項の例をご紹介します。例えば、対象となるコーポレートアクションを個別に設定している例や、一定金額以上の取引を対象としている例、グループ事業戦略上の経営方針の決定や人事案件についても審議事項としている例がございます。

続きまして、14ページが、取引所の手続規制に独立社外取締役がどのように関与すべきかという議論になります。上場規則では、企業行動規範において、支配株主等が関連する重要な取引等を行う場合には、少数株主にとって不利益なものではないことに関し、支配株主との間に利害関係を有しない者による意見を入手することを義務付けています。意見の入手先について、M&A指針やコーポレートガバナンス・コード改訂後の期間を対象に集計したものを掲載しています。過去の集計とも比較して見ますと、現状では、独立社外取締役やそれを含む特別委員会から意見を入手することが定着しつつあるのではないかと思います。

以上のような状況を踏まえ、独立社外取締役の役割について整理していきたいと考えております。

続きまして、15ページからが、独立社外取締役が少数株主保護の役割を果たすためには「支配株主からの独立性」が必要となるということに基づきまして、そのような独立性を確保するために何が必要かという議論になります。

16ページでは、支配株主からの独立性という観点から、独立社外取締役の

要件・独立性基準についてご議論いただきたいと考えております。具体的には、現在の独立社外取締役の独立性基準を見たときに、「支配株主からの独立性」を確保するための最低限の形式要件としてカバーされていない要素はあるのかという点についてご意見を頂戴したいと考えております。さらに、そのようなカバーされていない要素があるとして、上場制度において独立性基準として求めていく必要があるのかを含め、どのような対応が考えられるのかといった点についても、ご意見を頂戴したいと考えております。

17ページでは、独立性基準の概要をお示ししています。独立役員要件としては、「一般株主と利益相反が生ずるおそれがない者」という抽象的・実質的な要件を設定しております。その中で、最低限確保されるべき形式要件として、独立性基準を設定し、これに抵触しないことを求めるという構造になっております。独立性基準では、主として経営陣からの独立性を要求しております。表の①がこれに相当する部分です。これに加え、現状の独立性基準では、支配株主からの独立性についても既に一部取り込まれており、表の②の部分にあるように、支配株主との雇用関係がないことや、雇用関係がある者との近親関係がないことを求めております。その一方で、支配株主との間で取引関係・経済関係がないことまでは求められておりません。

このような概要を踏まえまして、支配株主の独立性の確保という観点から、現状の独立性基準についてご意見を頂戴したいと考えております。

また、18ページですが、支配株主からの独立性を考えるにあたって、支配株主が有する選任権限と支配株主からの独立性をどのように両立させるかという点が大きな論点となると考えております。この点については、さらに今後議論いただく想定でございまして、18ページには、これまでいただいているご意見を掲載しております。もし、現時点で、追加のご意見があれば、あわせて頂戴できますと幸いです。

最後に、20ページですが、その他の論点ということで、独立社外取締役の活用という観点から、独立社外取締役の役割と支配株主からの独立性の確保という二つの他に上場制度において対応すべき点や、より広く、独立社外取締役の活用という論点にも重要性が高いと考えられる論点がありましたら、その点お伺いできればと考えております。

事務局からの説明は以上です。

**【菊池部長】**

それでは、メンバーの皆様方からご意見を拝聴したいと思います。本日は論点が複数ありますので、前半と後半に議論を分けたいと思います。まず前半は、資料5ページの「ご議論いただきたい事項（独立社外取締役の役割）」について、ご議論いただきたいと思います。

それでは、どなたからでも結構ですので、よろしくお願いします。

### 【三瓶メンバー】

まず、5ページの議論に入る前に、3ページの「今後の議論の進め方」についての意見です。議論に深入りする前に確認しておきたいと思います。

支配株主を有する上場子会社の少数株主保護の観点からの議論をすると、支配株主である親会社がまるで敵のように見えて、親会社から「ああしろこうしろ」と言われることが全て悪いことだという議論に傾きがちです。しかしながら、本来は親子間の利害関係がない場合、例えば、子会社の不祥事について、本来モニタリングするのは親会社・支配株主です。親会社が子会社をきちんとガバナンスするということは当然あるべきなので、そこまで排除するような方向に話が行き過ぎないようにすることが、まず大事です。

それを踏まえたうえで、5ページの議論です。ここに具体的には書いていませんが、具体的な場面を想定するとき、平時か有事かという分け方があると思います。実際に多くの会社が特別委員会の設置によって一定の利益相反管理をしようとしています。その際に、会社の公表する説明ではその内容がよくわからないことが多々あります。特別委員会が常設なのか有事の場合に作るのか、よく読めないところがあります。場合によっては、なんとなく何かがあったら特別委員会を立ち上げると読める場合があります。

その書き方で気になるのは、何かがないと特に問題なしとして通り過ぎてしまうのではないかという問題です。有事のときには特別委員会を設置するけれども、平時のときから、特別委員会は設置されないにしても、独立社外取締役一人ひとりが何かおかしいことがないか常に目を光らせておく必要があると思います。それがないと、特別委員会を設置すべきかがわからなくなります。明らかな取引が発生したときしか特別委員会が発動されないと困るということです。

それに関連して、記載されている取引・行為以外に必要な場合が考えられるかという点についてです。親会社と子会社の間で同じような事業を営んでいる場合に、顧客を棲み分けということがよくあります。簡単に言うと、大口の顧客は親会社が引き受け、同じようなサービスの内容でも小口・中小の顧客は子会社が引き受けるなどです。そうすると、子会社で扱っていた顧客がど

らんどん発展して大きくなり一定以上の規模になったときに、親会社が持つていくとなれば、問題だと思ひます。重要な人材の配置や親会社・子会社の行き来について親会社が決めている場合もあります。また、知財・無形資産の話もあります。無形資産としては特にブランドなどが当てはまると思ひます。知財については、研究開発をどちらでやるのか、共同で開発していても最終的にその知財はどちらが保有するののか、といった場面もあると思ひます。そういった意味で、取引というよりは行為に当たるのかもしれないが、そのような場面も視野に入れて考えていくべきと思ひます。

### 【神田メンバー】

5 ページでお示しいただいている方向性については、全面的に賛成です。整理をしたうえで独立社外取締役の役割についての基本的な考え方として提示することは、大変結構なことかと思ひます。それを進めていくに当たって、例示していただいている事項について整理していく必要があると思ひます。それに関連して3点申し上げます。

三瓶メンバーのご発言と被る部分がありますが、1点目として、特別委員会があったほうが良い場面とそうでない場合について整理できれば、役に立つのではないかと思ひます。整理しきれぬかどうかは、会社の状況にもよると思ひますが、少なくとも考え方のレベルで整理できないかということです。特別委員会は会社法上の権限はないわけですから、会社法上は取締役会が決定することになります。したがって、特別委員会が有用な場合があることは明らかです。したがって、その点を整理すると良いと思ひます。

2点目として、特別委員会を置く・置かないにかかわらず、独立社外取締役が役割をもっと発揮してくださいという方向性は良いと思ひています。もちろん、例えば、社外の専門家に判断を仰ぐことが有用な場面はいくらでもあるわけですが、なぜ独立社外取締役が役割を発揮することが望ましいかという理由は、取締役は会社法上義務を負っているという制度的な根拠があるからです。取締役ではない方は、契約を結んで契約上の義務はあるのですが、会社法上の義務を負っているわけではありません。したがって、会社法上義務を負っている取締役、殊に独立社外取締役がもう少し前面に出るという発想で、大きくみると現にそのような方向で動いているのだと思ひますが、整理していくことがよろしいかと思ひます。

3点目は、直接資料には表れていない点です。18ページの今後検討という

部分に関わり、三瓶メンバーのご発言とも被りますが、グループ経営について、上場子会社あるいは上場従属会社の運営というのは、「一体運営型」と私は呼んでおりますが、理念形としてそのようなグループの方針で運営されている場合と、「独立運営型」と私は呼んでおりますが、その会社の運営をその会社の経営陣なりに任せている場合と、極端に言えば、これらの二つの理想形・理念形があり、実際にはその間の形態もあると思います。

18ページにも出ていますが、基本的な矛盾とでもいえることとして、取締役を選ぶのは、親会社・支配株主です。51%持っていれば選任できるわけです。そうすると、指名委員会を置いた場合の指名委員会の在り方が問題になるわけです。MOMを入れれば別ですけども、極端に言えば、その会社の指名委員会が取締役候補者として誰を推奨しようと、支配株主が51%持っていれば選任権は支配株主にあるということになります。したがって、その問題を今後議論・検討する必要があるように思います。

1点だけこれまで危惧を感じているのは、グループ経営に一体運営型と独立運営型があるのは良いのですが、途中で変更されるのは投資家・一般株主にとって不意打ちになる気がしています。一体運営型から独立運営型に行くのはまだ良いとしても、独立運営型としていた会社が突然支配株主の意向で一体運営型に変わるの、不意打ちのような気がします。この点で思い出すが、議決権種類株の話です。途中から支配権を固定するという点については、国によっても違いはあるものの、どの国でも非常に消極的だと思います。したがって、途中変更がありなのかということも含めて、非常に難問だと思いますが、検討をお願いしたいと思います。関連する事項だと思いますので申し上げます。

後半の論点についても、16・17ページの支配株主からの独立性の議論について、3点申し上げます。

1点目は、資料にあるとおり、今までの原則的な考え方としては、独立社外取締役というのは経営者からの独立という意味ですから、支配株主からの独立の観点からよく考え直す必要があると思います。例えば、支配株主との取引関係の不存在ということは現在のルールでは要求されていませんので、それを加えて要求すべきかどうかは課題になると思います。

2点目は、支配株主からの独立性ということについては、これもグループによっても非常に違ってきます。例えば、ポイントのような制度を介してグループ全体がエコシステムを構成している場合は、そのグループ内の従属上場会社



は、支配株主からだけではなく、グループの中での独立性という見方をしないといけないと思います。その点を含めての検討が必要です。

3点目は、最後のページにもありますが、親会社・支配株主からだけではなく、支配的株主からの独立性まで拡げていくことが考えられます。現在の独立性要件は「親」を使っており、それを拡げなければいけなくなりますので、併せて検討していく必要があります。

#### 【加藤メンバー】

先ほどの三瓶メンバーと神田メンバーのご発言と重複する部分はあるかと思いますが、2点意見を申し上げます。

1点目は、5ページの独立社外取締役・特別委員会の役割についてです。ここでは、利益相反リスクの監督が挙げられています。これは非常に重要な役割であると思います。他方で、独立社外取締役も子会社の取締役である以上、子会社の企業価値を維持し向上させることが主たる役割になります。その中の具体的な細分化された役割の一つとして、利益相反リスクの監督があるということかと思えます。すなわち、利益相反リスクの監督は非常に重要ではあるのですが、子会社の企業価値の維持・向上のためには、親会社と子会社の関係において常に敵対的であるべきではないということであり、これは三瓶メンバーがご指摘されたとおりです。状況によっては親会社の支援が必要な場面もあるでしょうし、親会社と子会社の適切な関係を構築することが独立社外取締役の役割であって、そのために利益相反リスクの監督が必要になるものと理解しております。

次に、具体的な利益相反リスクの監督の方法について、親会社と子会社の関係は多種多様であることに留意する必要があります。例えば、親会社と子会社の間で行われる取引や子会社の事業活動に関連する親会社の何らかの指示について、逐一独立社外取締役を構成員とする特別委員会に諮問しなければいけないとすることは、親子の関係を阻害することにもつながりかねず、適切ではない場合もあると思います。利益相反リスクの監督という点でも、リスクベースの視点も重要です。

さらに、三瓶メンバーのご意見とも重なりますが、親子の関係の中のどこに重要なリスクがあるかということ独立社外取締役が分かるような仕組みがあると大変良いのではないかと思います。

この点に関連して1点ご質問です。14ページで企業行動規範の手續規制における役割について取り上げられておりました。現在、支配株主が関連する重要な取引などを行う場合にこちらの規制が適用されることになっております。この重要性判断が上場会社においてどのように判断されているのかということは、新しい枠組みの下で独立社外取締役が利益相反を監督する際にも参考になるかと思っておりますので、もし何か調査している資料がありましたら提供していただけますと幸いです。

#### 【白水調査役】

ありがとうございます。

便宜上、資料には「重要な取引」が企業行動規範の手續規制の対象となると記載しております。もっとも、実質的な基準として重要性を判断しているのではなく、枠で囲んである部分の※印に記載しておりますとおり、適時開示事由のうち対象となる行為を列記し、それに該当し、かつ適時開示の軽微基準に該当することなく開示対象となる場合を、意見入手手續の対象としています。他方、軽微基準に該当するため開示の重要性が必ずしも高くない場合は、意見入手手續は不要となります。このように、実質的に重要性の判断をするというよりは、形式的に、適時開示事由のうち所定の事項に該当するものを意見入手対象としているのが、現在の上場規則でございます。

#### 【加藤メンバー】

制度を若干誤解しておりました。確かに適時開示の事由と連動しているということをおも調べたことがございました。そうしますと、適時開示の対象となっている事由を基準とすることで、支配株主と子会社の利益相反リスクの監督の観点から問題となる状況を過不足なく把握できるのかを検討することが考えられると思えます。

#### 【後藤メンバー】

私も加藤メンバーのお考えに近い考えを持っております。議論を明確にするためには、皆様ご承知のこととは思いますが、取締役会の在り方ということが前提になります。取締役は、全ての株主を代表して経営の委託を受けているわけですので、企業価値最大化の推進というのが最大のテーマだと思っております。

そのうえで、少し細かい点ですが、7ページの上段に「少数株主の意見を反映されるという役割を期待」という記載がございます。少数株主の提案や考え

方を積極的に経営判断に反映させることよりは、やはりチェック機能だと思います。ただし、そのチェック機能というのは、重要なチェック機能ということだと思います。チェックというと単なるチェックということに見られがちですが、決してそうではありません。少数株主の利益が阻害されていないかを取締役会でチェックする機能として、独立取締役の一人ひとりが役割をしっかりと果たしていただきたいと思っております。これは三瓶メンバーのご発言と同じです。基本的には、企業価値最大化を目指す場合には少数株主と大株主は同じ方向を向いているはずですが、そこに油断があってはいけないと思っております。しっかりとチェックをしていただきたいと思っております。

利益相反リスクがある場合を対象に独立社外取締役によるチェックを活用するにあたっては、強制力がある形で東証のガイドラインがあった方が良いと思います。社内で議論した際に、そういうものがあつたときに当社が困るかという視点で考えてみると、当然やるべきものとしてすでにやっていることだと考えています。金額の多寡によらず、利益相反があつた場合はそれをやらないと罰則があるくらいの議論があつて良いと感じています。

一方で、独立社外取締役に責任と役割を重大な任務として課してしまうと色々弊害も出てくることは、並行して議論が必要だと思います。独立社外取締役はチェック機能として重要ですが、最終的には取締役会です。取締役会が独立社外取締役のチェック機能を必要不可欠な重要なパーツと心得ながら、最終的には取締役会としての判断になるということです。そこが何より大事な部分だと思います。そういう点が議論されない取締役会の実効性がないということだと思います。少し議論が飛びますけれども、この点は独立社外取締役の役割という議論と不可分だと思います。

特別委員会が必要な場合に都度実施すべきという点には異論はありません。しかしながら、必要性・重要性の多寡を適切に議論して設置しないと、事の大小によらず何でも特別委員会で議論するという形になると重荷になってしまいます。社外取締役の方々にも色んなお立場の方がいらっしゃって、弊社の場合ですと、現役の経営者の方や経営者経験のある方が企業価値向上に一番適した方々であるという認識もあります。そういった方に社外取締役をお願いすると、現職のCEOの方などはお忙しく、なかなか取締役会以外の各委員会の全部に出ていただくことは無理ですし、そこまで必要なのであれば自分は就任できませんというお話もしばしばいただきます。我々としては、その方にはぜひ定時役員会で大いに力を発揮していただきたいと思うものですから、重荷にならないという点は大事だと思っております。あまり負荷をかけずに、かつその方

の能力をいかに発揮していただくような仕組みづくりが、社外役員やそして雇う会社側の観点としては重要だと思っております。

取締役会で利益相反についてちゃんとチェックされるためには、その下ごしえが大事です。役員会の議案は、もちろん事前に事務方で全部整理・チェックして、我々の場合ですと、1週間前には各役員に配付します。あとは、それぞれ専門的な話が多いですから、各役員向けに事前のブリーフィングを行っております。その場で、社外役員の方には、特に利益相反の観点からこの問題についてどう考えるかということを実前に喚起して、取締役会に臨んでいただけるように準備をするようにしています。そうしますと、取締役会において漏れなく利益相反の議論がなされるということになります。

特別委員会をいつ設置するのかという本日の議論はそのとおりだと思っております、すり抜けてしまうものがあってはなりません。すり抜けないようにするためには、事務方の役割も非常に大事だと思っております。取締役会でしっかりと議論されるような、チェックが漏れないような仕組みが大事だと思っております。

#### 【神作メンバー】

5ページでご議論いただきたい事項とされている、独立社外取締役の役割についてコメントいたします。スライドに記載がございますように、特に従属上場会社の独立社外取締役には、業務執行取締役との利益相反だけではなく、親会社・支配的株主からの利益相反をコントロールすることが強く期待されております。私は、5ページに記載されているような方向は、正しい方向だと思います。

具体的に、直接取引、事業譲渡・事業調整、完全子会社化の3類型を取り上げ、構造的に支配株主・親会社との利益相反が特に問題となる類型を議論していくことは非常に重要だと思います。

それに関連して、ここに挙がっていない点で一つ重要ではないかと思われるのは、今申し上げたような独立社外取締役の親会社・支配株主との利益相反のチェックという観点からすると、独立社外取締役にどのような人が選任されるのか、つまり親会社や支配的株主から適切に少数株主の利益を守ってくれる人が独立社外取締役であるかどうかということです。そのような観点からは、独立社外取締役の役割として資料に記載されていないこととしては、直接的な利益相反ではないかもしれませんが、独立社外取締役の後任候補者を選ぶときに、経営者の関与が薄まり独立社外取締役がより積極的に関与していくこ

とが非常に大事ではないかと感じております。

二つ目のコメントです。5ページのスライドでは、特別委員会が独立社外取締役とほぼ等置されているように思うのですが、その点は、神田メンバーが先ほど指摘されたように、会社法上の義務・責任を負っているかどうかという点で大きく異なると思います。また、この議論が始まったときの日本の上場会社の独立社外取締役の割合・数の状況と現在の状況はかなり違っていると思います。

そこでご質問させていただきたいのが、9ページでご説明いただいた、多くの上場会社が特別委員会を設置することにより対応しているという実態がある中で、独立社外取締役が特別委員会に入っている割合はどの程度なのかということです。また、独立社外取締役が一人入っているだけではなく、むしろ特別委員会の主要なメンバーが独立社外取締役だという実態があれば、私は特別委員会がどんな場合にも必要だとは思いません。独立社外取締役が普段から適切に機能していれば、特別委員会が本当に必要なのかは疑問に思っております。もっとも、やはり実態との関係がございしますので、特別委員会の設置により対応している会社における特別委員会のメンバー構成、特にその中に独立社外取締役がどの程度いるかについて、教えていただければと思います。

#### 【白水調査役】

開示の議論の際にもご説明いたしましたとおり、現状で、特別委員会の構成についてまで開示している上場会社は多くないということが前提となります。その前提で、データとしてはお示しできず感想にはとどまりますが、特別委員会を設置している旨に加え、特別委員会の構成についても開示している会社の開示内容を見ますと、独立社外取締役全員で構成している、または独立社外取締役のみで構成しているという内容であったり、独立社外取締役と独立社外取締役監査役全員で構成している、またはそれらの者のみで構成しているという内容を開示している会社はかなり多いと感じております。常設で特別委員会を設置する場合には、そのような構成が最適であると考えている会社が多いということではないかと思えます。

#### 【神作メンバー】

ありがとうございました。特別委員会の中にもかなり独立社外取締役が入っているのが実態だと理解しました。

#### 【大内メンバー】

経団連の会員企業の声を集めてお伝えするという意味合いでも申し上げたいと思います。

今ご議論いただいている中で、重要性という議論がございましたが、私も重要性をどのようにこなすかが最も重要だと思います。社外取締役は常勤でもありませんし、細かいことをたくさん処理はできません。また、細かいことを全部見てもらうことになると、おそらく実務的に回らないだろうと思います。

その意味で、資料の10ページで例えばということで挙げていただいている利益相反リスクが生じる取引・行為の類型で①、②、③とありますが、③が重要であることは論を俟たないと思います。今のご説明にもありましたが、独立役員で構成される特別委員会の関与というケースがマジョリティになっていると思われま

す。次に②についてみると、②のうち事業譲渡も、大きさ次第で重要なものになると思います。本当に小さな事業を移管するときまで全部対象に入るかという議論です。難しいのは事業調整です。10年前に事業調整により子会社から親会社に知的財産権を移したものが大化けして大きな事業になったという場合に、移した時点では判断できるのかという点が問題になると思います。例えば、全知的財産資産の一定割合といった定量的な要素を持ち込むならば可能かもしれませんが、数値化できない場合は実務的に設計できないと思います。

それから①の直接取引についても、独立社外取締役が入って親会社等との取引を全て詳細に見ていくことは無理だと思います。一つの割り切り方は、他の同種のサービスなり財なりから得られる利益率と親会社向け取引の利益率に乖離がないというような点からチェックして、乖離があるようなものについてはなぜなのかと入っていくことが考えられます。それについても、小さなものは落として良いと思います。

その中で、経産省様の資料にもありますが、キャッシュ・マネジメント・システムのような資金管理をどうするかについても難しい問題として残ると思います。裁判例も多々あり論点になっていることは承知していますが、発想としていったん保守的に考えれば、余剰資金を預金にするという大きなジャッジは経営の判断だと思います。そのうえで、預金として比較してみた場合に利益として見劣りしないかというチェックを行うことは可能だと思います。預金に置いておいてすぐに使えるようにしておく方が良いとか、投資に回すべきとか、配当性向との兼ね合いから配当すべきではないかということは、大きな議論になってしまって、利益相反を超えた検討になってしまいます。今の低金利時代だとほとんど意味のない議論なのかもしれませんが、やはりこのケースでは、利益率の乖離を確認したうえで乖離の大きなものについては議論するといった

定量的比較を行うという考え方が実務的ではないかと考えています。

### 【菊池部長】

続きまして、後半の議論に移りたいと思います。後半では、資料の16ページに掲載しております「ご議論いただきたい事項（支配株主からの独立性の確保）」について、ご議論いただきたいと思います。それから、今後も引き続き議論していく内容ではございますが、17ページに掲載しております、支配株主からの独立性に関する論点についても、本日ご意見あるようでしたら頂戴したいと思います。また、20ページに記載のその他の論点についても、ご意見がございましたら頂戴できますと幸いです。

### 【三瓶メンバー】

まず、16ページの議論のポイントについてです。12ページの最下部に「社外有識者のみで構成している場合の選任理由」とあり、そこにある矢羽根の上から三つに記載されている内容は、独立性の確保にあたって十分に考慮すべき重要なポイントであると思います。支配株主グループ企業の取締役・職員や支配株主のリーガル・アドバイザーである法律事務所は、支配株主との距離が近いため、そのような関係は、独立性を判断するにあたっての重要なクライテリアだと思います。そうすると、17ページの図では、項目として違う項目が追加されることになると思います。

18ページですが、冒頭で申し上げた、親会社・支配株主と子会社の関係を考えたときに、あまりにも親会社・支配株主の権限をはく奪することは不適當であり、バランスが大事だと思います。例えば、MOMのような方策を考えないといけない場面があるかもしれません。ただし、その場合には、MOMをどこまで適用して良いかは、限定的に考えるべきではないかと思います。限定的でも適用がありえる場合としては、例えば、子会社の独立社外取締役を解任する、それによって利益相反管理ができない状態が生じる場合は、MOMが必要かもしれません。また、独立社外取締役を主として構成されている特別委員会に諮問して答申があったにもかかわらず、それに従わないという場合に、どのタイミングで株主意思の確認ができるかという難しさは残るものの、それを理由にMOMを使うという考え方はありうると思います。しかしながら、それ以外でMOMをあまり広く可能にしてしまうと、そもそも親が子をガバナンスするというのを排除してしまうのではないかという懸念があるので、スコープは限定的にすべきだと思います。

20ページについてです。「(参考) これまでの議論」の箇所に記載のある支配株主の責務、すなわち親会社に関する論点です。2021年のコーポレートガバナンス・コードの改訂の際に、基本原則4の「考え方」に、親会社側が少数株主のことを考えないといけないということが記載されています。これを企業行動規範に反映していただきたいと思います。そもそも親会社として子会社をガバナンスしないといけないという責任がある中で、特定の事象について利益相反が生じている場合には子会社がNoと言うというバランスがあります。その全体のバランスを親会社も適切に理解しながら対応しなければならないので、親会社や親会社の取締役会はどのように考えて行動すべきかという点についての企業行動規範への明記が必要ではないかと思います。

20ページのその下に書いてある「ガバナンスに関する少数株主保護の枠組みの範囲拡張」とある箇所についてです。2行目に「持株比率が低くても一定の契約を結んでいる会社」とあり、これは前に関連する資料を出していただいたと思います。一定の契約があり、特に、子会社の取締役の選任に関わってくるとなると、それは独立ではないということになります。

したがって、矢羽根の二つ目に「一定の比率以上の株主が存在するときに」とある部分の「一定の比率」について考えないといけないと思います。それを考えたときに一つありうるのは、1%以上とすることです。株主提案ができるということで、一定の特別な権利行使ができる株主になっているということから、ここで考慮すべき事由となるかもしれないと思っています。

#### 【後藤メンバー】

取締役選定における支配株主からの独立性からのハードルを引き上げるという点については、親子間の利益相反を防ぐという観点のみから言えば、最適解だと思います。しかし、それだけを重視してしまうと、取締役会の活性化や取締役会の本来の趣旨と少し摩擦が生じてしまう点には気を付けないといけないと思います。支配株主からの独立性の論点だけから社外役員の選定を考えることになってしまうと、別に否定的に申し上げているわけではなく、専門性が高い方々、弁護士や会計士、専門家の先生などが中心になってしまいます。そのような方々だけで取締役会が構成されてしまうと、かえって色々な論点があると思います。その観点からは、先ほど申し上げた部分と重なりますが、社外取締役選任プロセスとしては、企業価値向上という観点で会社にどのように貢献できるかを考えて候補者を探したうえで、その候補者の中で独立性に関して非常に知見の高い方をその方の資質として重視して選定していくことが良いと思います。



また、監査役の位置づけも非常に重要だと思っています。常勤監査役に専門性の高い方が入られるのがベストだと思っています。弊社もそのような監査役のチームを組成しております。独立社外取締役の皆様と監査役チームが共同してチェックにあたると、バランスの取れた方々が集まるのではないかと思います。

マジョリティ・オブ・マイノリティの活用という点については、少し問題があると思っています。本来の株主権の阻害というテーマを解決するのが難しいと思います。やはり、取締役は従来どおり株主総会を通じて選任されるべきだと思っています。株主総会に取締役選任議案を上げるためには、取締役会を通すこととなりますが、ここが重要だと思っています。取締役会には社外取締役の方がいらっしゃる前提ですが、取締役会において新たな取締役候補者は適任だと判断されれば、そこで一つチェックされているわけです。その後、株主総会でご判断いただくということが、流れとしてスムーズですし、必要にして十分ではないかと思います。

候補者選定の段階で間違わないというためには、事務方レベルで適切に社外取締役の意見を吸い上げて、実効性のある取締役会で意思決定することが重要だと思っています。

あとは、本日の議論と少し異なるかもしれませんが、日本は、社外取締役のマーケットが薄いということがあります。同じ優秀な方が社外役員の要請をたくさん受けて、一人の方が4社も5社も社外役員に就くというケースが、どうしても日本では多くなってしまいます。海外の事例として、自分のグループ会社だったり親しい会社の役員構成を見ていますと、非常にプールが豊富で、入れ代わり立ち代わり新たな社外役員が来ても、皆様素晴らしいご経歴をもった方に来ていただけるようなマーケットになっています。日本も早くそのようなマーケットになると良いと思っています。

最後に、その他の論点として、これまでの議論は独立社外取締役が存在する前提の議論をしております。当社は、2000年から過半が社外役員となっている会社ですが、実は、データを見ますと、1%から2%程度独立社外取締役が存在していない上場会社が存在しています。これは非常に問題だと思っています。上場維持のための要件として、独立社外取締役が存在しているということを明記してもいいのではないかと思います。そうしませんと、これまでの議論が成り立たない会社が出てくるということになりますので、その点を危惧しています。

### 【神作メンバー】

独立性基準については、事務局説明にありましたとおり、支配株主と支配的な株主からの独立性を意識した基準を作る必要があると思います。また、支配株主との取引関係がないことが要求されていないという点ですが、やはり、独立性基準としては、取引関係に基づく影響力を無視できない場合があると思いますので、独立性基準の中に取り込むのが望ましいと思います。

しかしながら、独立性基準で少し広めに網をかけたときに、先ほど後藤メンバーからもご指摘がありましたとおり、適切な人が除かれてしまうという問題があるように思います。先ほど独立社外取締役の後任人事に現在の独立社外取締役が関与すべきだと申し上げましたが、M o Mも含め、何かもう少し実質的な要件で広くかけた網を抜けるという道を探すことがありうると思います。例えば、独立性基準を2種類設けて、この要件は絶対に満たしていなければならないという要件と、先ほどの取引関係のように、一応カバーはするけれども何か別の一定の手続や議論でクリアできる要件とするという考え方は、ありうると思います。基本的には、影響力という観点から、株式の所有関係、業務執行に基づく指揮命令関係、血縁関係、それから取引関係がある場合には、定型的・外形的な利益相反がございます。それらの関係は一通りカバーしたうえで、M o Mその他別の工夫によって、ある要件についてはオーバーライドできるという考え方はありうると思います。

### 【大内メンバー】

まったく真逆の意見を直後に申し上げることになるかもしれませんが、議論が活性化すればと思ひまして申し上げます。

今回、支配株主を議論の対象にしていますが、支配的株主にまで範囲を広げるかという議論につきましては、なぜこの議論をするかをよく考える必要があると思います。事実上その者ひとりで役員を決めることができってしまうからということだと考えると、やはり議論の対象は支配株主であるべきです。

そうはいつでも、株主総会での投票率は100%ではないので、もう少し議決権保有比率が低くても決めることができるのでは、という議論は当然あると思います。工夫するとすれば、私の個人的な意見ではありますが、過去10年の平均的な投票率から逆算すると一人で決めることができるであろう議決権比率を決めることが考えられます。あまりくるくると変動してもいけませんので、何年か前の実績で決める、すなわち、役員交代時期（監査等委員だと2年）も考慮して、直近の数値で決めるすると数値が直前で変わってしまいますの

で、ある程度前の実績で決めるということが考えられます。

事実上ひとりで役員を決められるから独立役員が重要となるという点を外して、何となく議決権が大きいからという理由でのあいまいな議論をするべきではないというのが、入り口の議論だと思います。

独立性基準については、自分の会社であれば取引関係は独立性に影響があるわけですが、支配株主との関係での取引関係をみることをどう考えるかです。何となくグループに縁が深いといったような、あまりあいまいな議論をすべきではないと思っています。属性として取引関係がなぜ重要なのかを考えると、取引があるから仲がいいのだろうということでは必ずしもなく、取引があるからこそ取引に関する判断に誤りがあるかもしれないということから考えるべきだと思います。

そうだとすれば、本体であれば取引先と取引があるということは直接出てきますが、子会社が非常にたくさんある中で、親会社との取引関係があるということでピックアップされた取引先は、必ずしも子会社と関係があるわけではありません。例えば、子会社にはいくつか事業がある中で、親会社がやっているA事業に関連する事業を持っている上場子会社であれば、親会社の取引先は関連があるかもしれない。他方で、上場子会社が全く関連のないB事業をやっている場合に、親会社の取引先が独立役員に関して非適格となるのは、やりすぎではないかと思っています。基本的には取引関係を独立性基準に含めることは避けるべきと思いますが、なぜ取引関係を入れるべきなのかということもよく考えて議論する必要があると思います。

もう1点は、取引関係をグループで見ますと、非常に広くなりすぎて、独立役員のみ手が見つかりにくいという問題もあると思います。

次に、実体的な問題ですが、選び方としてのM○Mの議論があります。確かにこれは魅力的な議論ではありますが。支配株主からの影響が全くないことが明白になるからです。

しかし、これを議論するのであれば、ステークホルダーの議論をしないといけません。つまり、少数株主というのは一つのステークホルダーであります。株主は総体として会社のオーナーであるといえますが、少数株主は、オーナーではなくて、一部のステークホルダー、配当権を中心とするステークホルダーということになるわけです。少数株主のM○Mに議論を及ぼせるためには、労働組合の代表や地域の関係先の代表を選ぶ必要がないのかという議論になります。ステークホルダーの部分代表を入れるのかという議論を同時に解かないといけなくなります。

また、会社法上は、累積投票を禁じることが許されており、基本的には部分代表は排除できる仕組みになっています。これを全面的に解禁してしまうとなると大ごとになるわけです。

このような議論がありますので、M o Mは非常に魅力的なカードである一方で、大きな議論を解かないといけない、非常に重要な一步であると思っております。なかなか容易に踏み切ることは難しく、ソフトローであっても手を付けるのは慎重であるべきというのが私の意見です。

3点目は、私の個人的な経験ですが、一番苦労した悪い独立社外取締役は、経営者の友達です。どのような独立性の要素を持ってきても、飲み仲間などは、独立性がないとして区別することができません。しかし、それらの者が悪く結束すると経営がおかしくなるというケースを、親子上場のケースではないものの、これまで経験したことがあります。独立性を属性で区別することには限界がありますので、理論的に精緻に絶対に独立性を維持する必要があるとの考えで対応してしまうと、実は一番大事な点が漏れたり動きにくくなったりする面があります。ある程度おおざっぱな議論で、反対票が多い役員を相変わらず候補者として提案してくる会社はいかがなものかといった、むしろ結果から追い詰めていく方法が良いのではないかと思います。

その意味では、神作メンバーがご提案の独立役員が候補者選任に関わるという考え方は、ある文脈では魅力的な提案である一方、悪友の連鎖という点ではそれが切れないことになります。私が経験したのも悪友の連鎖でつながっていたケースです。したがって、その議論も慎重になるべきだと思います。正面から全く駄目だと反論するつもりではないものの、案外難しさがあると思っております。

### 【武井メンバー】

前半と後半の議論が絡んできますので、まとめて意見を申し上げます。

まず、前半の議論です。13ページの開示例ですが、ここにあるような開示内容は各社が考えて開示すべきだと思います。このような開示例も少ないと伺っていますので、このぐらいの考え方は各社で整理して開示すべきではないかと思っております。

考え方について開示するにあたって、10ページにあります対象類型の①・②・③についてみますと、②と③は日常的な経営においてはほとんどない話なのだと思います。そういう意味で、②と③は有事的であって、平時の①を独立社外取締役がどこまで見るのかを整理するという事だと思います。そのうえ

で、実際にどういった場合にS社（子会社）の利害がP社（親会社）によって不当に害されるかという点に関しては、先ほどの三瓶メンバーのご指摘も踏まえつつ、企業側が整理の建付けをもう少し開示することが重要だと思います。親子上場の状況は千差万別なので、一つの切り口では全てを整理しにくい面があり、特にP社からの独立性を求めすぎると、今度は、P社からのS社に対する規律が弱くなってしまうという相反する構造・緊張関係があります。P社とS社の事業の重なりも千差万別ですし、どういう場合にP社によってS社が害されるのかも千差万別なので、まずは考え方をきちんと企業側で自主的に整理しておく。そのうえで、整理における一般的な考え方ぐらひは東証さんが出すことが想定されますが、そこから先は今後の開示例等を見ながら考え方を深めてもらうことが良いのだと思います。少なくとも13ページに記載されているぐらひの考え方は、各社が出すべきなのだろうと思います。まずは、東証さんが一般的な考え方の基本を示しながらも、P社とS社とに自主的に考えてもらうことが大事だと思います。以上が、前半についての意見です。

そのうえで、後半のP社の取引先の議論です。これは案外難しい問題だと思っていてどちらの結論もあり得るかと思いますが、私の意見としましては、現時点では、P社の取引関係まで独立性基準を拡げることには慎重なほうが良いかなと思っています。理由がいくつかあります。

まず、ここでの利益相反処理は、S社の経営陣からの独立性、総株主対S社（経営陣）という、会社法的に言えば「縦」の話と、P社対一般株主という「横」の話との二つがあります。ここでの論点は、この縦と横の話が絡み合っているわけです。現行の独立性基準は縦を中心に規定してあり、今回はどこまで横について属性を入れますか、縦で置かれている属性の規律をそのまま横についてもどこまで規定しますか、という問いであるわけです。ただ他方で、先ほどからもご意見がありますとおり、横のほうで排除すべき属性を広げること、縦の規律においてP社が果たすべき役割が弱まってしまう面もありえるわけです。そのような縦と横との相反する関係、テンションについても考えて設計していく必要があるように思います。

今の独立性基準の考え方は、まず当該社の現役の役職員という直接の関係を含めています。そのうえでいくつかの要素を間接で拾っており、例えば、近親者という間接を拾っており、今回論点となっている取引先もいわば間接の関係になります。また、過去10年というのも一種の間接の話です。横についていいますと、今はP社の現役の役職員という直接に加えて、近親者という間接、過去10年という間接、さらには過去10年の近親者となると間接の間接まで拾っています。そのうえで、P社の横について間接の関係をあまりに求めすぎ

ますと、縦の規律における悪影響、P社からの規律への悪影響が出てき得ます。

間接の属性で独立性ナシの範囲をどんどん広げていくというのは、その間接の関係でどこまで果たして影響があるのかは必ずしも微妙なところがあり、ある意味で決めつけの感があります。例えば近親者についても、本当にどこまで影響力があるのか、よくわからない面があります。というのは、2親等は相当広く、例えば配偶者の兄弟までも入ってきます。その程度の関係で果たしてどこまで影響力があるのかという点もあるわけです。

また、間接の関係について、S社としても調べようがないのではないかとこの点もあります。現実にも、例えば近親者の確認も現場では相当苦労していて、近親者の状況がわからないことがよくあります。会ったこともない親戚が役員に就任したときに「この人は配偶者の兄弟でした」といった状況もありえ、事前の確認が回らないという課題があります。

さらには、独立役員のなり手の問題もあります。縦のほうだけでなく、横のほうだけでも排除すべき間接関係を広げることで、S社の独立役員のなり手が見つかるのかという話が出てきます。

横について間接をどこまで広げるのかというのがここでの問いであるわけですが、既に、P社の現役の役職員は拾えており、過去10年にも近親者も含めて広げている。そのときに、取引関係という間接関係まで広げるのかどうかについては、縦の話に入っているから横の話にも入れるべきというよりも総合的なバランスで決めるべきであり、縦の属性を横にもそのまま使うという形式論で、P社からの独立性を拡張しすぎるのは適当ではない面もあります。ここでの独立性基準というのは、いわばオールアウトの概念となります。また、ガバナンスコードでは独立社外取締役3分の1以上や過半数選任とされているなど、「独立」している者かどうかというグルーピングがされており、独立という概念の中で個別対応はしていません。独立性が求められる場面で個別に独立性がない者を外していくというのではなく、ここで独立性がないとなると全てで除外されてしまうような概念として使われています。そうすると、縦と横とのテンションという問題もありますし、どこまで間接関係を独立性基準に入れるかという点に関しては、縦でも入っているの横でも入れるという議論には直ちにはならない面があります。

S社から見ますと、P社の主要な取引先を果たして確認できるのかという問題もあります。S社から確認できる範囲が限られている中で、事前に役員が独立性基準を満たすかを確認することを考えたときに、P社の主要な取引先に該当しますかというS社の照会が回せるのかという現実的な問題もあります。さらに、取引関係まで間接関係を広げたときに、S社からの独立性プラスP社か

らの独立性を有する人が（ガバナンスコードに従って）3分の1以上とか必要だとなったときに候補者がそこまで存在するのかという問題も出てきます。

代わりにというか、P社との取引関係という属性について、それを独立性概念で拾ってしまってオールアウトですべて一律に外すというのではなく、日ごろは独立なのだけれども、ある特定の事項に関しては独立性が外れるという個別的な対応もありえます。P社に取引上依存している者が常に独立性があるわけでもないですし、P社の利益とS社の利益との利益相反が課題となるテーマについては、個別の対応として「独立性の観点から外れる」という対応もありえるのだと思います。

S社の企業価値向上の観点から縦の関係でなく横の関係について気にすべき事項は、10ページの類型①・②・③で、これはS社の日頃の経営事項の中で比率的にはそんなに多くはないのだと思います。有事プラスアルファで平時の一部の場面が入ってくるとは思いますが、横との関係が問題になることは頻度的にはそれほど多くはない。そういう事項がもしあったときに、P社への依存関係がある人は個別に外れるということでも対応できます。独立性基準で取引関係がある場合を一律にオールアウトで外してしまうという対応がよいのか。通常のP社の事項については間接関係、取引関係があっても独立性自体は一律には否定されないのだけれども、ある特定の事項については独立性で外れるという個別対応をしていくほうがよいのか。縦の関係とのテンションも踏まえて決めていくことになるのだと思います。以上です。

### 【三瓶メンバー】

先ほど20ページに関してコメントした際に簡単に端折ってお話したため、趣旨が伝わっていない可能性があるかと思ひまして、もう一度、丁寧に述べておきたいと思います。

20ページの下部にある「ガバナンスに関する少数株主保護の枠組みの範囲拡張」の部分で、ある会社が対象会社の株式を保有していて、持株比率は低いけれども一定の契約を結んでいて、その会社から役員が来ている場合を想定します。その役員は独立ではないのではないかというのが、先ほどの発言の趣旨です。その際に、持株比率の基準となる一定の比率がどの水準かを考えた場合に、1%しか持っていないのに契約を結んでいて、しかし1%以上保有があれば株主提案は可能であるという状況、すなわち1%というのは些細な保有かもしれないけれども、そこに特別な関係が形成されており、そこから役員が来ているという場合には、その役員は独立社外とはいえないのではないか。そのような趣旨で申し上げました。

**【菊池部長】**

ありがとうございました。

それでは、ほかにご意見もないようですので、本日の研究会は、これをもって終了とさせていただきます。

本日もまことに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