

**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1回) 議事録**

日 時： 2023年1月6日(金) 10時00分～11時40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

**【菊池部長】**

本日は、第2期の第1回「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。本日は、年始早々のご多忙な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。本研究会の司会進行を務めさせていただきます、上場部の菊池でございます。どうぞよろしくお願いいたします。

まずは、研究会の再開にあたりまして、上場担当の常務執行役員の青からご挨拶をさせていただきます。

**【青常務執行役員】**

皆様、あけましておめでとうございます。スケジュールの調整の関係でご無理を申し上げさせていただきました。新年早々の開催となりましたけれども、皆様にご出席をいただきまして、誠にありがとうございます。本年もどうぞよろしくお願いいたします。

当研究会は、支配株主、あるいは支配的な株主を有する上場会社を巡る事例が示唆する問題点や、上場会社の少数株主との間の利害調整の在り方、少数株主保護の枠組み等について議論を行うために、2019年12月に設置させていただきました。

それ以降、皆様のご助力をいただきまして、4回にわたり議論を進めまして、2020年9月に、課題の所在やそれを踏まえた少数株主保護の枠組みの在り方について、「中間整理」という形で整理をしていただいたところでございます。中間整理の公表の後、コーポレートガバナンス・コードの改訂ですとか、法定開示における議論の進捗もございまして、少数株主保護における取引所以外における少数株主保護の議論・検討が一定程度なされてまいりましたので、そのタイミングを捉えまして、今回、東証では、これらの動向も踏まえながら、あらためて「第2期」として当研究会での議論を再開させていただき、中間整理を起点として継続する形で、検討を深めてまいりたいと考えてございます。どうぞよろしくお願いいたします。

### 【菊池部長】

本日は再開後の初回となりますが、前回開催時から若干メンバーに変更がございますので、ご紹介をさせていただきます。

まず、日本製鉄株式会社古本省三様のご後任といたしまして、同じく日本製鉄株式会社常務執行役員の大内政太様にご参加いただいております。本日からどうぞよろしく願いいたします。

そして、前回までご参加いただいております、翁百合様と柳川範之様につきましては、ご都合によりまして今回からご参加をご辞退されております。

なお、本日は、オブザーバーのうち、金融庁様がオンラインでの参加となっております。

次に、本日の議論に入ります前に、本研究会の運営方法についてご確認させていただきます。

### 【池田課長】

上場部の池田でございます、よろしく願いいたします。会議の運営についてご確認をいただければと存じます。

まず、本研究会ですが、前回までと同様、活発な意見交換をいただきますために、会議そのものは、オンライン中継などは行わずに非公開という形で進めさせていただきますと考えております。

一方で、議論の透明性を確保するため、会議を開催する旨を原則として会議当日に弊社ホームページで公表させていただければと思っております。会議で利用しました資料も、会議終了と同時に当該ホームページにて公表するという形で進めさせていただきますと存じます。

研究会の議事の内容でございますが、前回までは、議事の内容を「議事概要」ということで、ご発言内容を事務局にてサマライズしたうえで、皆様にご確認をいただいて公表させていただくという形をとっておりましたが、投資家の方をはじめご関心が高い事項でもございますので、もし可能でございましたら、今回からは、逐語ベースでの「議事録」を事務局にて作成させていただきます。メンバーの皆様方のご確認・ご修正をいただいたうえで、会議開催後速やかに公表するという形をとらせていただければと考えてございます。

### 【菊池部長】

ただいまの説明のように、今後は、議事要旨に代えて議事録を公表するということにつきまして、ご了承をいただけますでしょうか。

ありがとうございます。それでは、ご了承いただいたようですので、今回から議事録を公表することとさせていただきます。

なお、恐縮ではございますが、公表前の議事の内容等につきましては、お取り扱いにご留意いただければ存じます。

本研究会の運営方法につきましては、以上でございます。

次に、本日の議事について説明させていただきます。

#### 【池田課長】

本日でございますが、2020年に中間整理でご整理いただきました幾つかの検討課題のうち、まずは、速やかに対応を進めるべき事項として、「情報開示」について主にご議論をいただければと考えております。後ほどご紹介いたします、東証で実施した実態調査などもご確認いただきましたうえで、具体的に拡充していく内容や対象範囲などについて、ご議論をいただきたいと考えてございます。それが1点目でございます。

2点目が、ガバナンスの在り方に関する論点でございますが、深く議論が必要なテーマと考えてございますので、次回以降に深く議論を進めていきたいと考えておりますが、詳細な議論に先立ちまして、まずは議論の焦点をすり合わせておく観点から、具体的に検討を進めていくべきポイントなどに関しまして、本日は、幅広く、2つ目の論点としてご意見を伺えればと考えてございます。

よろしく願いいたします。

#### 【菊池部長】

それでは、お手元の資料に基づいて、東証からご説明をさせていただければと思います。資料の内容につきましては、メンバーの皆様に以前ご説明差し上げていたものから大きな変更はございませんので、それらの説明は短めとさせていただきます、ご議論いただきたい事項を中心にご説明させていただきます。

#### 【白水調査役】

それでは、お手元の資料3につきまして、事務局よりご説明申し上げます。ご議論いただきたい事項以外の部分につきましては、一度ご説明差し上げているものですので、簡潔にご説明させていただきます。

表紙をおめくりいただきまして、まず、2ページから4ページにかけて、本

研究会の中間整理の概要と中間整理後の動向をおまとめしております。中間整理では、情報開示の充実やガバナンスといった点を検討課題としてご整理いただいておりますが、本日は、主として、情報開示についてご議論いただきたいと考えております。

続きまして、5ページの「Ⅱ. 情報開示」以降では、情報開示の論点に関する資料をおまとめしております。

6ページでは、現在の上場制度において情報開示を求めている事項について、情報開示の主体ごとに一覧にしております。全体としてみますと、上場子会社による少数株主に対する開示だけではなく、上場親会社による上場親会社の株主に向けた情報開示が、子会社の少数株主への情報提供の機能を果たしている面があると考えております。

7ページからは、昨年東証で実施しました、上場会社が締結しているガバナンスに関連する契約の実態調査の結果についておまとめしております。

7ページでは、調査内容の概要をまとめております。親会社を有する上場会社や、その他の関係会社を有する上場会社を対象に、下表の①から⑨の各項目について、契約あるいはグループ内規程等の有無について調査を実施しております。

続きまして、8ページ以降で、親会社を有する場合と、親会社というまでの資本関係には至らないものの、その他の関係会社を有する場合とに分けて、集計結果をお示ししております。

まず、親会社を有する場合につきまして、8ページが契約締結状況の集計結果でして、事前承諾・事前協議や役員候補者の指名権などを中心に、一定程度契約が存在しているという状況です。

続いて、9ページ・10ページですが、これらの契約がどの程度開示されているのかを集計しております。9ページが上場子会社側、10ページが上場親会社側における開示の状況を集計しておりますが、いずれも、必ずしも十分に開示されているという状況ではないと考えております。実際の契約に関する開示につきましては、具体的な規定内容を記載するものもあれば、概要を記載するという企業もありますが、11ページ・12ページでは、これらの実際の開示例をご紹介します。

続きまして、その他の関係会社を有する場合につきまして、契約締結の状況を13ページ・14ページでお示ししております。こちら、議決権保有が過半数に至らない中で、役員候補者の指名権や持株比率維持に関する事項、事前承諾・事前協議などを中心に、一定程度契約が存在しているという状況です。

15ページ・16ページですが、契約の開示に関しましては、金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループにおいても、有報での開示について議論されておりまして、ご参考として、ワーキング・グループ報告書の内容を記載しております。

続きまして、17ページ以降では、グループ経営に関する方針・考え方や、上場子会社の位置づけに関する開示例をご紹介します。

17ページ・18ページが上場子会社側の開示例です。子会社において、親会社グループ内における自社の位置づけについて説明する例をご紹介しますが、他方で、このような具体的な説明をする会社は、現状では一部にとどまっております。

19ページ・20ページが上場親会社側の開示例です。19ページがグループ経営方針の開示例でして、ごく一部では上場子会社をどうしていくかという方針を記載する例があり、また、子会社上場についての検討状況を開示する例も一部見られます。20ページが上場子会社を有する意義の開示例でして、「子会社保有」の合理性だけでなく、「その子会社を上場させておくこと」の合理性について、具体的に説明する例を掲載しておりますが、このような例は一部にとどまるという状況です。

21ページですが、親会社における上場子会社に関する情報開示につきましては、経済産業省様のグループガイドラインでも言及されておりまして、ご参考として、その内容を記載しております。

次に、22ページ「Ⅲ. ガバナンス」以降が、ガバナンスの論点に関する資料でございます。

23ページでは、近時、独立社外取締役を含む取締役選任を巡って、上場会社と株主が対立した事例をご紹介します。

24ページでは、コーポレートガバナンス・コードにおいて新設された、支配株主を有する場合のガバナンス体制に関する補充原則4-8③がございまして、これに対する上場会社の対応状況を集計してお示ししております。

次に、「Ⅳ. 適用範囲」でして、26ページでは、中間整理でもご示唆いただきましたとおり、少数株主保護の枠組みを拡張していく場合のイメージ図をお示ししております。このような適用対象の拡張については、すべての範囲を一律に拡張するのではなく、例えば、情報開示についてはこの範囲、手続についてはこの範囲といったように、規律ごとに範囲が変わってくることもあろうかと考えております。

最後に、27ページより、本日も議論いただきたい事項についてご説明いたします。大きく、情報開示とガバナンスの2つについてご意見を頂戴したいと考えております。

1つ目の論点となる情報開示につきましては、まず、28ページにおいて、1.(1)として、「上場会社である親会社」を有する上場子会社を念頭に、ここでは、少数株主や投資者の判断に際して十分な予測可能性を確保するということが目的となると考えておりますが、そのために、どのように情報開示を充実させるべきかについて、ご意見を頂戴できればと考えております。特に、上場子会社において、現状の開示事項を前提に、具体的にどのような内容が記載されることが重要と考えられるか、開示にあたり留意すべき事項はあるかという点をお伺いしております。また、上場親会社側の開示が子会社の少数株主への情報開示を補完している面もあることを踏まえまして、上場親会社において、どのように開示を充実させることが考えられるかという点も、お伺いしております。

議論のご参考といたしまして、ページ下部の図で、現在の開示事項と本資料でご紹介した開示の状況などをおまとめして、お示ししております。

次に、29ページにおいて、(2)といたしまして、(1)とは株主の属性が異なりまして、「非上場の親会社」や「個人の支配株主」を有する上場会社に関する情報開示について、ご意見を頂戴できればと考えております。このような場合につきましては、株主の属性の違いを考慮しても、原則として、上場子会社と同様の開示を求めることが考えられるのではないかと、その場合に、特に留意すべき点はあるかという点をお伺いしております。また、情報開示の主体としては、非上場親会社や個人の支配株主自身は上場規則の対象外であることから、支配されている上場会社側に適切な開示を求めていくことになるのではないかと考えておりますが、この点についてどう考えるかという点もお伺いしております。

続きまして、2.として、「支配株主」を対象とするこれまでの情報開示の枠組みを拡張し、現在は情報開示の対象とされていない、「支配的な株主」を有する上場会社に関して情報開示の充実を図ることについても、ご議論いただきたいと考えております。

この場合、一定の議決権を保有する大株主を有する場合を対象に情報開示を求めていくことが考えられるところ、その場合の影響力の強さに差があるこ

と、必ずしも実質的な支配力までは有しない場合があることも踏まえまして、どのように情報開示を充実させるべきかについて、ご意見を頂戴できればと考えております。

特に、情報開示の対象とする範囲についてどう考えるかという点、また、開示事項や内容については、支配株主を有する場合と同様とすることが考えられるのではないか、その場合に、特に留意すべき点はあるかということについてお伺いしております。

以上の情報開示の議論の全体イメージを、29ページ下部の図にてお示しております。繰り返しにはなりますが、まずは1.(1)として、上場親会社が存在する場合の開示、続きまして、その下ですが1.(2)として、非上場の親会社や個人の支配株主が存在する場合の開示についてご議論いただいたうえで、さらに2として、それを右側、保有が50%未満の場合にも拡張していくことをどう考えるかについてご議論いただきたいと思っております。

30ページにまいりまして、2つ目の大きな論点として、ガバナンスにつきまして、近時の事例やコーポレートガバナンス・コード補充原則4-8③の制定等を踏まえまして、今後、どのような点について検討を進めていくことが考えられるかについて、ご意見を伺いたいと考えております。あくまで一例ではございますが、ガバナンスの中心として独立社外取締役が役割を果たすことが期待される場所、支配株主が独立社外取締役の選解任権を有することを前提とした上で、独立性確保についてどう考えるか、あるいは、コーポレートガバナンス・コードの制定を受け、特別委員会を設置するという対応をとる会社が多い中で、その実効性の確保についてどう考えるか、といった点が検討課題の中心になるのではないかと、この点をお示しさせていただいておりますが、これに限らず、ガバナンスに関して幅広くご意見を頂戴できればと思っております。

さらに、再開後初回でございますので、ガバナンスや情報開示という視点に限らず、近時の支配株主・支配的な株主を有する会社をめぐる状況を踏まえてのご意見等がございましたら、あわせて頂戴できればと思っております。

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。本日は

論点が大きく分けると情報開示とガバナンスの2つがございますので、前半と後半に分けて議論をしていきたいと思っております。まず前半は、情報開示、説明資料の28・29ページに記載の論点についてのご意見を頂戴できればと思います。

それでは、どなたからでも結構ですので、よろしくお願いいたします。

#### 【菊池メンバー】

それでは、初っ端なので、全体的なところからお話させていただければと思います。第1期のときにプレゼンの機会を頂いて、情報開示に関していくつか考え方を述べさせていただきました。一部それを繰り返すことになるかとは思いますが、しばらく時間が経っておりますので、再度考え方を述べさせていただきたいと思っております。

まずは、情報開示の大前提となるのが、企業価値の評価と、投資や融資の判断が適切にできるという観点がやはり必須であろうと考えております。第1期でも整理されているとおり、幅広に親子上場というものが利益相反を生む可能性があるというところから、通常の開示よりも一歩踏み込んだと言えましょうか、より積極的な情報開示が必要になってくるだろうと思っております。

ここからは少し第1期のときと重なる話ではありますが、個人的に必須と思っているのが、それぞれのグループの中の戦略というものをきっちりと開示すべきではないかと考えています。これは、特に親会社により強く求められることではないかと思っております。東証がまとめた資料の中で、親会社の開示と子会社の開示がまとめられています。グループ戦略の中で、子会社を持つということと子会社を上場させるということに関して言うと、子会社を持つことに関しては比較的多くご説明いただいているわけですが、なぜ上場が必要なのかという点に関してはそれほど説明されていない。ここがかなり大きな論点・問題となるところではないかと思っております。当然子会社を持つということは多々あるとは思いますが、なぜ上場なのかということの説明が求められるのではないかと考えています。

それから重要な契約についても申し上げます。ディスクロージャーワーキング・グループでも指摘された論点ではありますが、ここに関しては、要請ではなく必須ということに持っていくべきではないかと考えております。

昨年の株主総会で株主提案を受けた会社などで、重要な契約に関して今年度



開示が進んだ会社が複数社出てまいりました。何かイベントが起きたので仕方がないから開示をしようかということではなくて、積極的に開示をしていただく必要があるのではないかと考えております。

それから、ガバナンスのところと少し絡んでくる話にはなりますが、プライム市場に関してガバナンスコードが改訂され、特別委員会で対応される会社が多い中で、特別委員会がどのように動いているのかという開示がほとんど出ていないのではないかと認識しております。どういう議論をしているのか、どういう開催状況なのかなど、特別委員会で対応されている会社は、特別委員会の内容について開示いただくことが必要なのではないかと思っております。

### 【神田メンバー】

1点質問と2点おおざっぱな感想を申し上げます。

質問は、実態として、議論の対象となる上場子会社と申しますか、上場親会社を有する上場会社、非上場親会社や個人を支配株主として有する上場会社というのは、3つの市場で増えているのかどうか、増えているとしてどのくらいなのかを教えてくださいと思います。

感想が2つありまして、ひとつは、ここに挙がっているような情報開示を進めていくというのは、市場がそれを見て投資判断をすることができるので非常に良いことだと思うのですが、タイミングというか書類の性質というか、非財務情報なので、まずは法定の制度である有価証券報告書での情報開示が進めば、当然それを前提に考えるということになると思います。今、東証で考えているのが非財務情報の開示なので、ちょうどコーポレートガバナンス・コードのエクスプレインのように、定時総会後に速やかにアンド随時という感じなのか、年1回でよいのか、そのあたりの考え方を整理する必要があると思います。

それから2点目は、理屈の問題なのですが、(1)と(2)の違いです。上場親会社がいれば上場親会社に求め、いなければ上場子会社を通じてというように聞こえるのですが、現在上場親会社がしている情報開示は、子会社の株主に向けてしているとは思えず、自分の会社の投資家・株主に向けてしていることだと思います。したがって、子会社の一般株主に向けての情報開示を上場親会社に直接求めるとすると、理屈が要ることと、上場会社のほうも子会社の一般株主向けに情報開示している部分と自分の株主に情報開示している部分が分

かるようにしないと、同じ情報だと言ってしまえばそれまでなので内容として何を要求するかにもよるのですが、そこは整理する必要があると思います。

#### 【白水調査役】

上場子会社数等の推移でございますが、若干株主の属性が異なる集計データであるものの、まず、親会社として上場会社を有する上場子会社の数は、減少傾向でございます。2018年以降ですと、2018年が8.7%、以降、8.6%、8.0%、7.5%、直近の2022年で6.8%と推移しております。続きまして、50%以上に限らず大株主を有する上場会社の推移といたしまして、20%以上50%未満の株主を有する場合、こちらは株主として上場親会社に限らず非上場会社も含まれますけれども、このような株主を有する会社の数や割合は、上昇傾向でございます。2018年以降ですと、2018年が21.0%、以降、21.4%、23.3%、23.5%、直近の2022年では25.4%、数として958社となっております。

#### 【黒沼メンバー】

まず、東証でやっていただいた実態調査を見ての感想ですが、株主との間でガバナンスに関する契約を締結しているのにその内容を開示していない上場会社が多いということに驚きました。

開示について議論していただきたい事項として、どういうものがあるかという点についてですが、今回東証で調べるときに使った、資料7ページの①から⑨までの項目はいずれも重要な項目だと思います。項目ごとに親会社あるいは株主との間に合意があるのであればその内容を開示していただき、合意が無いのであれば無いと開示していただくのが良いのではないかと思います。

上場親会社側で開示すべき項目としては、グループ企業全体の業務分野の調整や配分については、子会社ではなく、親会社の側で記載していただくのが適切ですし、そうして調整された子会社に関する部分については、上場子会社において更に開示していただく。これは、先ほど神田メンバーが言われた、子会社の少数株主にとって重要な事項とは何か、親会社の株主にとって重要な事項とは何かという観点からある程度は決まってくる問題ではないかと思っております。

それから、支配株主が非上場会社又は個人の場合には、これはやむを得ないことですので当該支配株主に係る情報も上場会社を通じて開示していただくこ

とにしろかと思ひます。これは方便のやうなものだと思ひます。

次に、支配的な株主を有する上場会社についてどこまで情報開示を拡充するかという話ですが、支配的な株主との間でも、合意があればその内容、無ければその旨を開示させるだけであれば、支配的な株主の影響力の高低は問題にならないはずです。今はガバナンスに関する合意事項についてのみ発言をしていますが、先ほどの①～⑨の項目について開示を求めるべきことに変わりはないのではないかとと思ひます。合意の有無の調査に大きなコストはかからないと考へますので、その時の情報開示の対象は全ての株主に拡大しても構わないのではないかとと思ひます。もつとも、この点は、そうではないということであれば、例えば20%で切るといふのもひとつの考へ方かと思ひます。

なお、開示の範囲を支配的な株主まで拡張しないといた判断をとる場合であつても、例えば、上場会社が株主との間で取締役の過半数の指名権を与えていふやうな場合は、当該株主は支配株主と扱つて同様のルールを適用すべきではないかとと思ひます。

補足ですが、開示に関係することとは少し離れるのですが、指名委員会を置く子会社における取締役候補者の指名に関する合意について、ちよつと気になったことがあります。法定の指名委員会等設置会社については、そのやうな合意は法の趣旨に反するので無効ではないかと思ふのですが、無効だとしても、止めさせるやうな方策を講じるべきではないかと思ひました。また、任意の指名委員会を置く会社では、指名委員会の性格付けによつて異なつてくるとは思ひますが、やはり望ましくないやうに思ひます。これは、開示とは別に、東証の自主規制で規律の対象とすべきではないかと思ひました。

#### 【神作メンバー】

何点かコメントとご質問をさせていただきます。

ご議論いただきたい事項の28ページですけれども、情報開示の目的として、少数株主・投資者の判断に対して十分な予測可能性を確保するというのは大変正当な目的であり、この目的のために、先ほど黒沼メンバーも指摘されておりましたが、14ページの①～⑨に関する約定がある場合にはそれを情報開示させていくことは適切だと思ひます。

併せてご質問なのですが、今回はガバナンスに関する約定について限定されているやうですが、例えば先ほど言及のあつたディスクロージャーワーキン

グ・グループの方では、株式の保有や売却に関する約定についても併せて俎上に上げられていたと思います。株主にとっては、直接ガバナンスに関わる約定のほか、株式の保有や譲渡についての当事者間の特約というのも非常に重要で、まさに取引所がここに関心を持たないといけないと思いましたが、今回の調査にあたって、株式の保有や譲渡についての約定について調査をしたのかどうかというのが1つ目のご質問です。

ガバナンスに関する約定についてまず申し上げますと、私は黒沼メンバーと同様に、株主が何%持っているのかということは関係なく、さらに私に言わせれば株主であるかどうかにも関わらない、1株も持っていないともこういった契約を結べば、それは開示の対象とすべきであって、ガバナンスについての契約の問題は、従来開示されているグループ経営の考え方や方針とはまた別の類型の開示事項として考えていく必要があるのではないかと感じました。その場合には、併せて、役員候補者の指名等ガバナンスに直接関わる問題だけではなくて、株式の保有と売却についての制限も非常に重要です。このような約定は、合理的なプレミアムやディスカウントの織込みのみならず、そもそもその会社の株を買うかどうかという投資判断に直接的な影響を及ぼしうる場合があるからです。特に、一定の持分を取得してある程度経営に対して影響を与えようとする人たちには、このような約定があるかどうかは非常に大きな関心事であると思いますので、そのような約定の開示についても併せて検討していく必要があると思います。

今回のテーマからはややみ出る部分もあるかと思いますが、幅広く意見を述べて良いとのことでしたので、申し上げさせていただきました。

それから、ガバナンスに関する契約などは、確かに概要や目的というようにスポットを絞って開示をしてもらうということもありますが、どうも開示がまちまちで差異が大きいという実態に鑑みると、契約書それ自体を開示してもらうというのが本来の姿ではないかと思えます。先ほどの神田メンバーのご指摘との関係でいいますと、現在有効な契約を丸ごと出していただくというのが本当は一番望ましい姿なのではないかなと思いました。

それから、これも最初にご指摘があった点ですけれども、最後のガバナンスにも関係するところですが、特別委員会についてはどのような事項についてどのような議論がなされたかについて透明性を確保することが極めて重要であると思いましたが、繰り返しにはなりますけれども申し上げさせていただきました。

ご質問に戻ってしまいますが、資料を拝見していて、20%未満なのにガバナンスに関する約定が思っていたよりも多く締結されていると感じました。20%未満との株主との間でこうしたガバナンスに関する契約が締結されている場合というのは限りなく20%に近い株主が多いのか、そうではなくかなり小さい割合でもこうした契約が締結されているケースがあるのか、そのあたりがもし調査の過程でお分かりでしたら教えていただければと思います。

#### 【白水調査役】

1つ目のご質問、契約の内容として株式の保有に関する合意は今回の調査の対象になっているのかという点につきましては、調査対象にしております。今回の調査対象として「ガバナンスに関連する契約」といっておりますのは、東証では広い範囲の契約を指しているものでして、金融審議会のディスクロージャーワーキング・グループでの議論のように「ガバナンスに関連する合意」と「株式保有に関する合意」として細かい切り分けをするというよりは、これらをまとめて、「ガバナンスに関連する契約」と呼称しております。具体的に申し上げますと、7ページの調査の概要を見ていただければと思います。例えば、②では「株主の持株比率維持・希薄化防止に関する事項」ということで、会社の新規の株式発行に関する制限ですとか、株式発行を行う場合の出資比率に応じた引受権の有無を調査対象にしております。③では「株主が保有する株式の処分や追加取得その他株式の取扱いに関する事項」ということで、一項目の中に複数の事項をまとめて集計しておりますけれども、株主により株式の譲渡、担保設定その他の処分の禁止・制限があるか、追加取得について禁止・制限があるか、株主がエグジットするときなどに売渡請求や売渡先の指定ができるかといった事項を調査対象にしております。このようにご指摘の点については、②や③で確認対象にしております。

#### 【神作メンバー】

一点、追加でよろしいでしょうか。あくまでも、会社が当事者となっているケースについて調査されたと認識したのですが、株主間契約のようなものも対象に含まれていたのでしょうか。

#### 【白水調査役】

今回の調査対象は、会社が当事者になっているものに限定しておりますので、株主間契約まではフォローできてはございません。

#### 【神作メンバー】

株式の保有や譲渡についての制限は、株主間契約がメインになるのではないかと思いますので、質問させていただきました。

#### 【白水調査役】

ありがとうございます。

20%未満の区分のところですが、今回の調査の対象をその他の関係会社を有する場合に限定しておりますので、20%未満の区分では、会計上、15%以上20%未満の保有で一定の影響力を有しているためその他の関係会社に該当することになる会社を対象としております。したがって、20%未満の会社を一律に調査対象にしているわけではございませんで、その他の関係会社の中で15%以上20%未満の会社が集計結果で出てきております。

#### 【神作メンバー】

よくわかりました、ありがとうございました。

#### 【加藤メンバー】

調査結果について1点コメントいたします。この調査結果は、ディスクロージャーワーキング・グループの提言に基づく制度整備の前の調査であると思いますが、ディスクロージャーワーキング・グループの提言に基づく制度整備が終わった後にどれくらい変わるかというのが、証券取引所の自主規制として情報開示規制を設ける際に考える必要があると考えます。

個人的な印象ですけれども、上場子会社が親会社と締結するガバナンスに関する契約の存在は、会社法なり、上場会社に一般的に適用される様々なルールが想定しているのとは違った形で意思決定が上場子会社で行われているということの意味しますので、上場子会社に投資する人にとっては非常に重要な情報であり、上場子会社が開示すべき情報であると思います。ただし、上場子会社は非常に特殊な立場にあり、親会社との契約を開示する際にはどうしても親会社の意向を無視できないというか、いわば上場子会社が何を開示すべきかということについて、親会社が非常に大きな影響力を行使しているという実態があるのではないかと思います。

こうした実態がディスクロージャーワーキング・グループの提言に基づく制度整備の後には変わる可能性はありますが、どこまで変わるのかを注視する必要があります。特に、ディスクロージャーワーキング・グループの提言の対象にならなかった事項についても自主規制として何らかの開示を求めるのであれば、それは、いわば法令の義務による担保がない開示事項について上場

子会社に開示を求めるということですので、果たして親会社がどのような対応を取るのか、上場子会社に有価証券報告書への開示が義務づけられていない事項まで開示を求める必要性を、親会社が理解してくれるのかが問題となり得ます。

そうしますと、上場子会社の経営は企業グループの方針に拘束されるとしても、上場子会社が自分に投資してくれている一般投資家のために開示をすることについて親会社が協力しなければいけないというようなことを、東京証券取引所の自主規制として明示することが考えられます。これは上場親会社であれば機能するかもしれませんが、非上場の親会社の場合でも機能するのか、機能させる術があるのかは難しいところはあるのですが、ガバナンスに関する契約で、特に親子会社間の契約に関する開示については、どうしても親会社の意向に影響を受けてしまう事情があると思いますので、その影響を受けない、影響を遮断した状態で、子会社が、一般株主のために開示すべき情報を開示できる環境を自主規制で作ることが重要であると思います。

### 【三瓶メンバー】

まず、最初に、第2期を始めるに際して、3ページに中間整理の概要が書かれていますが、一番下の適用範囲のところ、(2)と同じような文章として(3)があったらよいと思いました。第2期の検討に当たっては、(2)になぞらえて、(3)というのは、例えば、「支配的な株主となっている上場会社に適用すべき子会社少数株主権利の公正な取扱いに関する上場制度の枠組みについて検討すべき」ということです。これまでも複数のメンバーがおっしゃっていましたが、子会社だけではなく、親会社がこういった姿勢で臨むべきかを誘導する必要があるのではあるかと思えます。

ご承知のとおり、コーポレートガバナンス・コードが改訂されて、第4章の考え方に「支配株主は会社及び株主共同の利益を尊重し、少数株主を不公正に取り扱ってはならない」ということが明確に書かれました。原則主義ですから、原則主義での考え方というのはとても大事な軸だと思いますので、これをどう implement するのかということは、どこかに何か枠組みとして作ることを検討すべきだと思います。これは、アメリカでいえば他の株主に対する信託義務につながる話だと思いますので、これをどう日本で浸透させていくのが重要なのではないかと思います。

今回、事前調査をしていただいて明確なデータが出てきたので、根拠を持って議論できますので、ありがとうございます。

そこで、情報開示についてですが、28ページで、まず、開示の目的という

のは、株主が informed decision できる環境を確保して市場の公正性を維持することだと思います。そうすると、開示の主体は、第一義的に、自社の株主を対象として informed decision の環境を整えることですので、上場子会社については、支配株主などの特定の株主との決め事があるのであればそれを開示していただくというのは、いまご議論いただいているとおりです。13・14ページに、保有比率の多寡にかかわらず契約が広範に存在しているということと、20%未満でも40%以上の会社と数字的に変わらないという実態も分かっています。それに、いまご意見がありました。ディスクロージャーワーキング・グループの議論では、有報で開示をするときに保有の多寡は関係ないので、東証の方で保有の多寡を気にすると、かえってスコープが狭まってしまうと思います。

いまのは上場子会社の話でしたが、上場子会社にばかり責任を負わせると、グループ経営の上でバランスが悪くなると思います。ですので、支配株主も自社の株主に対して開示すべきだと思います。そうしないと、子会社の一般株主との間で著しい利益相反が生じるときに、親会社が意思決定したグループ経営の方向性が子会社又は子会社の一般株主の反発・抵抗にあって意思決定を完遂できない可能性が出てくる。これはリスクといえます。ですから、親会社は親会社の株主に対してそういうこともあり得るということと、どうしてそういうことがあり得るのか、上場子会社との間で決め事があるのだけれども決めたことがすんなり行くかどうかは分からないということをごきちん開示すべきではないかと思います。

29ページのところにある、非上場親会社や個人の支配株主を有する場合というの、原則は同様だと思います。ただし、これまで複数の方がおっしゃったとおり、原則どおりいかないところもあると思います。具体的にどういう場合ということについては、色々なご意見をお聞きしたいと思います。

2. の支配的な株主を有する上場会社に関する情報開示については、やはり、informed decision の公正性から、株主と又は誰かとなんらかの決め事がある場合にはその内容を開示すべきで、そのときに保有の多寡は関係ないと思います。

むしろきちんと説明すべきなのは、例えば、20%未満の保有で取締役の選任について口出しするとなった場合に、それはどうやって達成するのかということ。例えば、議決権の行使率は、平均で大体6割未満とのあるデータが出ています。20%未満の保有で6割未満の行使率ですと、3割前後の影響力になります。そうしたときに、可決するための残りをだから取れると思ってい



るのか、でもそれは確実ではないのだとすると、なぜその保有比率なのにそういった合意を結んでいるのか。できそうであればあるほど少数株主への影響が大きいので説明する必要がありますし、他方、達成可能性が低いのであればそれにも拘わらずそのような合意を結んでいることの意図は何なのか、その親会社又は株主として何を目的としているのかよく分からないため、そうしたことも含めて、何を最終的に目論んでいるのかということは情報として開示すべきだと思います。

それに関連すると、26ページに項目が具体的に出ていますけれども、特にその中で拡充をしてほしいと思うのは、情報開示の3つ目の「CG報告書での開示（契約等）」というところと、「手続」の2つは特に拡充して欲しいと思うところです。

#### 【後藤メンバー】

（ガバナンスに関連する契約の実態調査に挙げられている）6項目にしても9項目にしても、投資者の方からすると非常に重要なテーマばかりかと思えますし、これらが開示されるルールができるように努力していくのは、全く構わないと思っています。私の発言は、実際事業会社として投資家・資本市場と向き合う当事者としてのコメントになりますが、実際そういうご質問は、投資家の皆さんからも非常に多いわけです。ですから、どうせ答えるわけです。それがルール化されることについて、何の反論もないと思います。むしろこれだけ開示されていない状況というのは、確かに問題なのだろうと思います。例えば、親子間の考え方ひとつで色々な価値が変わってしまうようなケース、もしくは意思決定を左右するものなど、少数株主が見えていない部分について、できるだけ見えるようにするということは、上場子会社を持つ親会社にしても、それから子会社として上場した立場であっても、いずれも必要なことなのだろうと思います。

その上で申し上げるのですが、ルール化はできるだけすべきですが、会社としては決まっていないことが結構あります。ディスクロージャーのルールを明文化していくときに、答え方として「答えが決まっていない」との答え方もしっかり容認していただきたいと思っています。それが投資家の皆様のご批判を受けるかもしれないですが、それは甘んじて受けなければいけないと思います。決められないことの現状と理屈もあります。それに対して肯定的な方のご意見

もあると思います。

一例としては、中期計画があります。これを示せる会社と示せない会社があるわけです。私どもは投資会社ですから、各期の損益が大きく変動します。そのような中で、計画を事前に予想としてお出しすることはかえってミスリードになると思います。事業会社の中でもご意思を持って中期計画を出していない会社もたくさん存在すると思っております。

それから、市場と相對するだけに難しいのが、親会社の立場からしますと、「子会社株の保有方針はどうなりますか」という質問です。一言で株価は動きますので、戦略・戦術についてコメントしたくても、それがファクトでない限りはわからないわけです。例えば、将来的には売るかもしれないという上場子会社のA社という会社があって、「持ち続けるんですか」という質問も投資家の方からはチャレンジングな質問として必ずあるわけです。しかし、決して答えません。でも質問した側も「答えられないよね」と納得されるわけです。であれば聞く必要はないという話かもしれませんが、彼らが聞きたい気持ちも分かります。

親子間の開示のルール、親子もしくは関係会社として20%~30%保有しているケースでどのように答えていくべきなのか、上場株だったら答えない方がよいのではないかという市場論理の整理をしていくべきなのか、実際の当事者としてはいつもその辺を悩んでいるところです。

### 【武井メンバー】

第一に、皆さんもおっしゃっていることですが、ディスクロージャーワーキング・グループで制度的に行われることとの調整問題はどうしても関係してくるところがあり、取引所さんで色々なことをどうするかもそこの関係でどうするかになります。加藤メンバーもおっしゃった、法令と自主規制との性格からの話でもあります。

わかりやすくP社・S社と言います。P社が親会社とか株を持っている側で、S社が上場子会社とか持たれている側です。東証の自主規制の場合はなかなかP社には行きづらいという話が、法令になるとどうなるかという話がありますし、またP社S社間の契約の守秘義務をどのように解除できるのかということについての性格の違いということもあります。その意味で、今回やろうとしていることが法令でやることとどういう関係に立つのかについて、根本的に

整理が必要になるのだと思います。各論はそれ次第で色々変わってくるというのが1点目です。今日の段階では、法令の方が決まっていない中でこれ以上申し上げるのも難しいわけですが、正確な整理をすべきということです。あと神田メンバーがおっしゃったタイミングの話もありまして、有報は年1回だがコーポレートガバナンス報告書のほうだと随時できるということで、タイミングは両方で分かりやすく違うのだと思いますが、それ以外の点について、法令と自主規制でこういった役割分担で何をするのかについて整理をしなければいけないというコメントが多かったのだと思います。

第二に、開示する内容に関してですが、ここでやろうとしていることは、S社株主が不当に害されていないかという観点からの開示だと理解していて、そこを超えるものまでやるのかどうか。S社株主が不当に害されていないかどうかを見るための必要性・相当性を見るべきだと思っております。その観点から、契約の全文を開示させるのはちょっとやりすぎかなと思います。例えば、業務提携をするというときに、業務提携はS社の企業価値が高まるという意味でS社一般株主にも良い話なわけです。S社株主も一般的に利する話をやっているときに、業務提携の詳細を契約書に書いて開示と言うことになってしまったら、S社の競争事業者を利してしまう懸念もあるわけです。開示というのはS社株主だけでなくみんなも見てしまいますので。S社が常に害されるとまではいわないものの、逆にS社の利益にならない場合もあるかもしれない。それもあって、法定開示の方がもし概要の開示にとどめているのであれば、自主規制の方で全文というのはどうなのかと思います。S社株主が一般に害されていないですかという観点からどこまで必要なのかを見ていくことになるのではないかと思います。

第三に、S社の指名委員会について。アメリカでは支配株主がいる上場会社は指名委員会の必置義務が外れています。P社がやるのか、S社の独立役員が全部やるからP社は黙っているというのか、そのような簡単な2択にはなっていないのだと。それもあって、ガバナンスコードも特別委員会という選択肢を認めているのだと思います。P社におよそ何もするなという話は、S社一般株主が不当に害されていないかという観点から考えると、少しやりすぎなのだと思います。そこはやはり気を付けないといけないのだらうと思います。

### 【大内メンバー】

後半のガバナンスの話にも跨ってしまうのですが、今の武井メンバーの議論

に近いと思いましたので、ここで発言させていただきたいと思います。今日お集りのメンバーの方の中では、私どものような会社、事業会社でかつ上場子会社を持っているという意味では、直接的な議論の対象となり得る数少ない存在でございます。

上場子会社を持つ意味なのですが、少数株主の方の利益を不当に傷めて親会社が得をしようとの考えは有しておりません。おそらく、諸外国でもわが国でも、歴史的に上場子会社が長年認められてきているのは、やはり親会社がいることによるガバナンスや経営の安定性と、一部なりとも株式が上場していることの活力、中にいる方の誇りみたいなことがよく言われますが、このベストマッチを狙っていること、魅力的な銘柄とでもいえるところにあると思っております。

議論していただきたいのは、この魅力をより増していく、つまりガバナンスの安定性のようなものと活力のベストマッチをいかに磨いていくかということだろうと思っております。逆にいうと、その魅力を損なうようなことになれば、上場子会社は減っていくのだろうと思っております。別に利益をそこで不当に吸い上げたいと思っているわけではありません。親会社サイドの立場からはそのように見えております。

その観点で考えますと、法令システムが色々ありますし、諸外国のシステムもありますが、一つ一つの規制について単発的な議論にならずに、総合的にどのような規制になっているか、諸制度が最終的にどのような規制として総合的に機能するのか、という観点から議論いただきたいと思っております。具体的には、例えば、会社法の体系と照らし合わせますと、親会社側からみると内部統制システムという概念があります。釈迦に説法ですが、会社法施行規則の第100条で、グループ会社のガバナンス・業務の適正を確保する体制の構築義務も、親会社側に「内部統制システム構築義務」として課されております。この「内部」というのは、法令にある用語ではないものの、判例を含め、一般的に言われている言葉ですが、どのような仕組みで意思決定するか、あるいは監査体制を整備するのか、武井メンバーのコメントにありましたように、どのようなものが親会社に上がっていくのか、いくら以上の投資だったら親会社の承認が必要かといったことは「内部」の問題であると整理されていると思っております。具体的金額基準等があまりに詳らかに出してしまうと、敵対する会社や何らかの

大きな取引をしようとしている相手方の会社に内部の情報が筒抜けになってしまいます。それは、一つの独立した会社の意思決定に関する例えば決裁基準を全部明らかにしろということと同じで適切でないと思います。内部であるということにより、手の内にとって置く利益が認められるべきものもあろうと思います。決して何でもかんでも隠したいという意味で申し上げているわけではないのですが、このバランスをいかにとっていただくかが、重要だと思います。

今回議論されていることは、純粹に少数株主の利益だけ考えていくと、何でも開示した方がいいという議論にしかならないものですので、ぜひそういう観点をお持ちいただきたいというのが、1点です。

それから、後半のガバナンスの議論に跨ってしまうのですが、例えば、取締役の独立性ということを考えますと、独立役員や社外取締役等の概念や仕組みが十分に出来上がってきているわけですが、これは、客観的に見て独立性がある、つまりどういう選び方をしたかではなく、その方の属性から独立性をみていこうという考え方だったと思います。これにM o Mを導入しますと、今度はプロセスに着目し少数株主が選んだのだから独立性が高いのだろうという考え方になります。二つの考え方を混在させていいのかということが疑問です。客観的にこの人は独立性がある人なのだ、誰が選ぼうと、ということで行くのであればその道を行くべきだし、プロセスとして少数株主が選んだのであれば独立性があるというのであればそちらの道を行くべきです。プロセスを踏まえなければ独立性が足りないという議論をすると、では、今まで「客観性」により、独立性あり、と考えていた議論は欠陥があったのか、ということにもなると思います。

今申し上げたようなことをお考えいただき、ぜひバランスをとった議論をしていただきたいと考えております。

#### 【菊池メンバー】

一つだけ追加させていただければと思います。

非上場・個人のところの問題なのですが、例えば、スタートアップ企業でファウンダーのような方がいわゆる大株主として存在する例は非常に多くて、このような場合と、それ以外のいわゆる組織としての非上場の株主がいる場合とでは、色々な議論において、分けて考える必要が出てくるのではないかと感じています。特にスタートアップのような場合は、上場直後のように普通に個人の方が数十%持っているような会社もあれば、何年か経ってきてその方の持株

比率が下がったり、あるいは、管理会社のようなものが実態としてはそれなりに持っていたりなど、株主状況が分かれてくると思います。支配株主が個人の場合は色々なパターンがありえますので、「個人」一般として一つのルールという議論にはなりにくいと感じます。議論が煩雑になってしまうので難しいとは思いますが、非上場や個人に関しては、丁寧に「こういう場合は・・・」というような議論をしていく必要があるのではないかと考えます。

#### 【菊池部長】

ありがとうございました。

それでは、2点目の論点であるガバナンスに移りたいと思います。資料の30ページに記載の論点についてご意見をいただければと思います。本日は再開後の初回ということですので、情報開示やガバナンスという論点に限らず、近時の動向を踏まえてのご意見等ございましたら、あわせて幅広く頂戴できればと存じます。

それでは、どなたからでも結構でございますので、よろしくお願いいたします。

#### 【三瓶メンバー】

ガバナンスについてコメントさせていただきます。今、大内メンバーから企業側の視点をお話いただきましたが、例えば日本製鉄さんは、最近も上場子会社を完全子会社化する動きがあり、丁寧に色々なことを考えられていらっしゃる事が開示情報から読み取れますが、一方、多くの会社とやり取りをする中で、親会社側の説明としていまだに、子会社を持つことの意味、又は先ほど菊池メンバーからのご意見でもありましたが、上場させている意味の説明が、いつも経済的シナジーの面ばかりの強調となっています。グループ経営の視点としてはもっともなことでありますが、しかしながら、上場子会社の経営責任としては二枚舌となっていることがよくあります。同じ会社と話していても、グループ経営だと言いながら子会社の独立性を尊重しているとおっしゃり、特に、何か子会社で不祥事等があった場合には、急に独立性のところを強調されて、「私たちは、彼ら（子会社）は上場会社として独立して経営しているから、その問題は自分たちで解決すると思っている」と言って、親会社や支配株主であることの責任はどこかにいってしまう。時と場合によって使い分けをしているという点に、非常に違和感を持っているところです。

バランスをとっていただければよいのですが、そのバランスの中で、支配状況や支配的な状況下での子会社の少数株主との構造的な利益相反についての深い考えがまず出てこないことが気になっています。今日は話題としてそちらの

方ばかりに焦点が当たっているようですが、本来はバランスをしっかりとっていただき、最終的に企業価値の向上を目指していただけたらよいと思っています。

その中で、株主総会で議案の賛否を多数決で決定するのは当然ではありますが、そのことと支配力で少数株主利益を不公正に取扱うことは違うと思います。51%持っていると言ったことを聞かされるから、49%の少数株主はどうでもいい、反対されても意見は通らないということではなくて、49%分の出資をしているわけですから、その分について別のところでどうやって彼らの意向をきちんと考えていくか。つまり経済的に100%出資しているのではないのに株主権として100%保有しているかのように振舞うというのが不誠実であって、不公正だと思います。だから、アメリカのような信認義務をもっと浸透させるべきだと思います。

また、時代背景的に言えば、事業マーケットが拡大している時代は、全体のパイが大きくなるので、あまりこういうコンフリクトは目立たなかったかもしれませんが、市場全体が成長しない時代になると、こういったコンフリクトが目立ちやすくなっていることがあると思います。かつてはよかったが、今はその背景の違いがあると思います。

### 【黒沼メンバー】

大阪大学の津野田准教授が2021年に公表した論文<sup>1</sup>では、上場子会社の指名委員会が親会社から独立して判断を行うべきあるといったいわゆる「独立人事論」は、親子上場は廃止の方向に向かうべきであるという考え方を前提としてしか理解できない、というような主張をされています。私は、津野田准教授の議論は、子会社の業務執行を行う取締役と独立社外取締役を十分に区別していない点で反論の余地は大きいと考えていますが、今回の我々の議論は、上場子会社を廃止するという方向性でその目的を達成するために何が必要かという発想で議論しているのではないことをまず確認しておく必要があるのではないかと思います。

そこから先は個人的な見解ですが、この中間整理で出ている意見の中で一番ドラスティックともいえる、子会社の独立取締役の選任にMOMを要求するという案についていえば、そのように要求するとしても、親会社による子会社の

---

<sup>1</sup> 津野田一馬「親子上場再考〔上〕—子会社役員人事の視点から—」旬刊商事法務2277号(2021)、「親子上場再考〔下〕—子会社役員人事の視点から—」旬刊商事法務2278号(2021)

業務執行取締役の選解任権の行使が妨げられるというわけではありません。また、子会社の業務の監督権限も、子会社の取締役会全体が担うのであって、この点からみても、独立社外取締役の選任にM o Mを要求しても親会社による子会社の監督機能が機能しなくなるわけではないと思います。

津野田准教授の主張は、独立人事論を推し進めると、子会社について親会社と市場による二重のモニタリングが働くとか関係特殊的投資を実現するという親子上場のメリットを失わせるという点に着目して議論されているのですが、以上のように、仮に独立社外取締役にM o Mを要求しても、二重のモニタリングや関係特殊的投資を妨げるものではないと思いますので、本研究会のメンバーではない方の見解への意見とはなりますが、申し上げておきたいと思います。

#### 【神作メンバー】

ガバナンスについては、黒沼メンバーがご指摘されたように、これまでのガバナンス改革の方向性では、独立社外取締役の最も重要な役割は、一般株主・少数株主の利益を擁護する・代弁するということだと思います。株主総会決議で選任された役員について、少数株主の少なくとも過半数の賛成が得られるのか、あるいは不信任にするのか、いろいろな制度設計があり得ると思いますが、少数株主の一定の支持がないと、なかなか独立社外取締役が一般株主・少数株主の利益の擁護者であるということを正当化できないのではないかと思います。そのような観点から、M o Mを導入することは、私はぜひ積極的に検討するに値すると思います。

また、特別委員会の実効性確保ですが、私は、方向性としては、特別委員会を実務に定着させ発展させるよりも、独立社外取締役の方にもっていくという方向性が望ましいと考えます。したがって、特別委員会の方は、先ほど発言させていただきましたように、とにかくディスクロージャーを充実することが重要であると思います。できるだけ独立社外取締役に一般株主の利益を擁護してもらう方向に誘導する考え方の方が、中長期的にはよろしいのではないかと感じています。

#### 【加藤メンバー】

ガバナンスの問題を考える際には、先ほど三瓶メンバーがおっしゃったコーポレートガバナンス・コードの基本原則4の「考え方」の部分、支配株主の責任のようなものを記載した部分を活かすような形での制度整備が必要だと思います。個人的には、この基本原則4の「考え方」の支配株主の部分を見たときに、誰に対して何を言っているかよく分かりませんでした。コーポレートガバ



ナンス・コードは上場会社に対するメッセージですが、この支配株主の部分だけは、その支配株主が上場会社であるかを問わず、上場会社の支配株主に対するメッセージだからです。そういった意味では、コーポレートガバナンス・コードのレベルでは、このような記載が限界だったのかもしれませんが、メッセージの対象が意図的に不明瞭にされている点が個人的には問題であると思います。コーポレートガバナンス・コードの起草者の意思は三瓶メンバーが整理されたようなことだと思いますので、それをガバナンスに関する具体的な制度を設計する際に活かすようなことが必要だという気がします。

それと同時に、黒沼メンバーや大内メンバーがおっしゃったことも非常に重要であって、上場子会社という企業形態に何らかの社会的及び経済的な意味があると考えるのであれば、そのメリットを損なわないような配慮も必要であるということに賛成です。

その上で、独立社外取締役の話については、支配株主が最終的には株主総会を通じて選任するにもかかわらず、支配株主から独立しているということをどう担保するかということが非常に難しい問題となります。MOMといっても、選任権という形なのか、それとも独立社外取締役としての企業行動規範の中の届出の条件として設けるのかというように、色々と選択肢があります。支配株主が存在しない会社では、形式的な独立性の要件プラス独立した株主総会の選任によって独立社外取締役として認められているわけであって、それと同等の条件が実質的に担保されているということを支配株主が存在する会社でも要求することは、現在のコーポレートガバナンス・コードなり上場規則から自然に導かれることだと思います。

次に、特別委員会については、メリハリが必要であると思います。つまり、上場子会社という形態を採用する場合には、様々な親会社と子会社の関係があるわけであって、常に親子会社間で何かやり取りをする場合に特別委員会に諮問しなければならないとするのは、硬直的すぎると思います。特別委員会については、上場子会社及び少数株主の利益にとって重要な取引とは何かということを各会社で検討した上で、特別委員会が重要な役割が果たす場面上場子会社のレベルで開示させるというメリハリがついた対応をとった方が、むしろ上場子会社が少数株主利益を確保することにつながるのではないかと思います。

#### 【後藤メンバー】

支配株主・被支配会社の観点からの株主権・議決権の議論がありますが、こ

れに関しては、本来の株主権・議決権の在り方に立ち返って整理しておくことが何より重要で、少数株主の立場についての議論は大いに尽くされるべきなのですが、議決権そのものはその会社に対してどれだけの経済的な責任を持って資本投下しているかだという観点も非常に重要なテーマだと思います。その後、市場を通じて、株式なり会社なりが流通することを考えていったときに、もし企業買収の実務の中で議論するテーマがあるのであれば、そこはあらかじめ明示したルールを全体の中で作っておくべきなのだろうという気がしております。一定の少数の株を持っていれば、何千億と投資している投資家に対して何らかの抵抗権が与えられると整理しようとする、先ほども議論があったように、過半数でとか3分の2でとかという意思決定のプロセスそのものが成り立たなくなってしまいます。そのうえで、全会一致というのも当然必要なケースはあると思います。それについては、こういう場合には全会一致で決めていくという全体の株主権そのもののテーマの中で取り組んでいった方がフェアな気がしております。

#### 【菊池メンバー】

加藤メンバーが少し触れられたところでもありますが、「独立」というのが何なのかについて考えるべきだろうと思います。通常は「独立」というと、その会社の経営陣からの「独立」を指しますが、中間整理でも整理いただいたとおり、子会社の場合は親会社からの「独立」という視点も重要なのだろうと思います。この観点からいうと、東証へのリクエストになるかもしれませんが、東証の基準でいう「独立」の検討が必要ではないかと思っております。東証の基準では、親会社などは「独立」ではないとされていますが、いわゆる主要株主は「独立」の範疇に入っています。今回の東証の調査結果では、持株比率が低くても一定の契約を結んでいращやる会社も一定数いるということもあり、東証の「独立」定義を見直す必要があるのではないかと思います。東証の今の「独立」を前提に本研究会の議論を進めていくと、ミスリードにつながる危険性があるのではないかと思います。

#### 【神田メンバー】

2点感想です。

独立性について、いま菊池メンバーがおっしゃったことや大内メンバーがおっしゃったことにも関係するのですが、東証の「独立社外取締役」の概念は、会社法でいう社外取締役の概念を前提として、その上乘せになっています。会社法は雇用関係の不在、2014年改正後は親族関係の不在もありますが、

東証の基準はプラスして経済的取引関係の不在も要求していて、一般的には三要件といわれているものです。東証の方で、上場規則によって、前回のラウンドでご意見があったような内容をさらに独立性の要件として求めることはあり得ると思います。ただその時に、大内メンバーがおっしゃったように、手続で求めるべきか、すなわち、M o Mを経た人は独立性があるという考え方でよいのか、それとも菊池メンバーがおっしゃったことですが、親との関係で経済的取引関係の不在などの三要件を求めるのか、というのは問題としてあると思います。今後、実態も見ながら検討していくことになるかと思いますが、検討事項かと思います。

関連して、細かい点ですが、中間整理で挙げられている例で、指名委員会の意見が尊重されるというのは、一般論としてはそうかとは思いますが、制度や枠組みとしては難しいと思います。親会社が51%を保有していれば親会社が取締役を選べるわけですから、指名委員会がどういうことを言っても親会社は選べるわけです。

この問題への対応は、独立性の要件がよいかはともかくとして、プラスアルファのところをどういう観点から場合によっては求めていくのかということになっていくと思います。

それから、特別委員会については、多くの方がおっしゃったとおりだと思っ  
ていまして、平時において常に特別委員会で審議するわけではないので、やはり親会社と子会社の一般株主の利益が対立するような類型の場面、あるいは具体的な取引が問題になる場合に、特別委員会で議論するということだと思います。それをはっきりさせたいと、活動状況の開示という話になります。有報の方で色々な任意の委員会の活動状況の開示が始まりますが、実効性確保ということであれば、まずは活動状況の開示というアプローチが、これは有報の状況を見ながらにもなると思いますが、考えられると思います。

#### 【武井メンバー】

事業再編指針の文脈で「ベストオーナー」という言葉がありますが、先ほど大内メンバーのおっしゃった「ベストマッチ」というのもいい言葉だと思いました。ベストマッチ、すなわちS社の企業価値をどう高めていくか、魅力を高めていくかということと、S社の株主が不当に害されない工夫とのベストマッチには、いろいろな選択肢があるのだと思います。どの選択肢も完璧ではないですし、ものによっては副作用もあるのだと思っています。やりたい企業さんがやられることはもちろん否定しませんが、制度で強制するまでいくと

色々な形の副作用・問題も生じますので、強制して「これでやれ」というよりは、まず色々な選択肢を示す段階なのだと思います。

その観点から、この段階で示すこととしては、プリンシプルを2つ示すことが大事ではないかと。1つ目は、P社がいるS社の独立役員が何をするかという行動規範の明確化です。10年くらい前に、独立社外取締役の考え方を東証さんが出していらっしゃるかと思いますが、そのP社がいる版のS社の独立役員の行動規範といいますか、S社の独立役員は何をすべきかを明確に整理することかと思いますが。選び方のプロセス論に行くと強制という側面がやや入ってきてしまいますので、その前に、何をすべきかということを示すことだと思います。

第二に、その発展形として、先ほど皆さんもおっしゃっていたとおり、どういう事項についてS社としてS社独立社外取締役に付する、関与していただくのがよいのかという点についてのプリンシプルです。独立性の話でいつも問題になるのは、独立性があるということは逆に事業のことを分かっていない可能性があって、独立役員がS社のことを何でもかんでも決めることがS社の企業価値向上が高まるかは、ケースバイケースで色々違います。したがって、S社の独立社外取締役が全部決めるべきだとするよりは、まずはプリンシプルを定めた上で、S社に考えていただく。ベストマッチを考える責任はS社側にあるわけですので、考えるためのプリンシプルを2点示すことが考えられるかだと思います。

3点目として、先ほど菊池メンバーがおっしゃった東証の独立性基準の点は私もグッドポイントだと思います。一定の比率以上の株主、親会社まで至っていない比率のP社であっても一定の株式比率であるときに、S社における独立性を独立性基準でどう考えるかという部分も、今日の前半と後半との両方に関わってくる 이슈 ですが、論点として考えてよいと思います。一定の比率としては、今の議決権行使基準では10%くらいの比率から独立性がないとおっしゃっている方が多いと思うので、20%では済まないで10%くらいの比率ではないかとは思いますが。この機会に、独立性基準の考え方も整理するのが良いかだと思います。

#### 【加藤メンバー】

前半の議論で黒沼メンバーもおっしゃっていた、上場子会社の指名委員会の使われ方については、問題があると思います。指名委員会が設置されているというのは、形式的にはガバナンスに関して配慮されていると見えてしまうのですが、その実態がどうなのかということは、相当各会社で差があるように感じます。独立社外取締役の話もそうなのですが、株主総会では親会社や支配株主

が多くの議決権を支配している中で、指名委員会に期待できる役割は通常の会社と大きく異なると思います。指名委員会の実態について、何か資料などがあるとガバナンスの問題を考える際に有益ではないかと思います。

**【菊池部長】**

ありがとうございました。

それでは、本日はご意見が出尽くしたかと思しますので、討議は終了とさせていただきます。最後に、次回の進め方についてご説明させていただきます。

**【池田課長】**

本日は、活発なご議論をいただきまして誠にありがとうございました。本日の議論いただいた内容につきましては、速やかに議事録を作成いたしまして、ご確認を頂戴できればと存じます。またメール等にてご連絡をさせていただければと思いますので、よろしく願いいたします。

情報開示につきましては、本日、色々ご意見いただきましたので、具体的にどうすればよいかという点を事務局で整理の上でご提示させていただければと思っております。ガバナンスに関しましても、色々ご示唆を頂戴しましたので、こういった点を検討のポイントにしていくかを整理のうえ、ご議論いただけるようにしたいと思っております。

以上でございます。

**【菊池部長】**

それでは、特にご質問等がなければ、これで終了とさせていただきますがよろしいでしょうか。

本日は誠にありがとうございました。次回もどうぞよろしく願いいたします。

以 上