

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1回 議事概要

- 日 時：2020年1月7日（火） 13時00分～15時00分
- 議 題：昨今の従属上場会社を巡る状況を踏まえた課題・論点の洗い出し

事務局説明、経済産業省の坂本オブザーバーからのプレゼンテーションの後、意見交換が行われた。

<メンバー・オブザーバーの主な発言>

坂本オブザーバー	<ul style="list-style-type: none">● 昨年6月に「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）を公表してまもなく、ヤフー・アスクルの事例が発生。● 日本においては、欧米の主要国のような支配株主の一般株主に対する fiduciary duty が会社法上も判例法上も確立されていない中、グループガイドラインでは、上場子会社の一般株主保護を図るため、独立社外取締役を軸としてガバナンスを確保することとしている。● こうした考えから、独立社外取締役の存在を前提とした内容が多く含まれており、当該事例のように、独立社外取締役が不在となるのは想定外の事態であった。
長谷川様（古本メンバー代理）	<ul style="list-style-type: none">● 上場親会社と上場子会社は、通常、利益相反の関係になく、双方の企業価値の最大化を目指す上で、その利害は一致するものであり、基本的に Win - Win の関係に立つ。● 子会社等の上場には正当な目的があり、実際に利益相反が顕在化する場面は限定的であることも踏まえると、子会社に関する規律の従属会社への準用を含め、子会社等に対する過度な規制には慎重であるべき。● 支配株主が子会社等のコントロールを実質的に有することは、法の「資本多数決の原則」に照らして当然のこと。利益相反が顕在化する各場面で、法令等の制約の下、当事者がより望ましい手順を踏むことが妥当。● 上場子会社等の一般株主は、親会社の信用による投資への安心感や、親会社による経営資源投入、ガバナンス（監督）等によるメリットを享受できる。● 親子上場が日本特有のものであるとして批判の声もあるが、非上場の支配会社やオーナーのいる会社は、欧州、南米等でも珍しくない。なお、支配株主が非上場の場合は、開示される情報が少なく、レピュテーションを気に掛ける必要性も小さいことから、親子上場の場合よりも利益相反懸念は大きい。 ※資料6を参照
池尾メン	<ul style="list-style-type: none">● 企業グループの全体最適と従属上場会社の部分最適は理論的には一致し

バー	<p>ない場合が存在。仮に、従属上場会社の少数株主保護を徹底し、部分最適を常に優先しなければならないとすると、全体最適が犠牲となり、支配会社の株主にその損失が帰着することから、従属会社の上場は支配会社の経済合理性から考えると矛盾したものとなる。</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 従属上場会社の少数株主保護とは、常に部分最適を優先させることではなくて、支配会社との取引が等価交換になっていて従属上場会社が搾取されなければ、支配会社が全体最適を優先してもよいということだと思ふ。その場合は、従属上場会社の企業価値は下がるが、その方針が適切に従属上場会社の株価に織り込まれ、合理的なディスカウントが生じた価格で株主が株式を取得できる状況が確保できれば従属上場会社の株主に不利益は生じないはずであり、価格で調整するという考え方も十分ある。
菊池メンバー	<ul style="list-style-type: none"> ● 会社とエンゲージメントを行う際には、親会社株主として要望することと子会社株主として要望することが互いに矛盾することもあり、投資家としても難しい局面がありうると認識。 ● 親会社において、完全子会社、上場子会社、持分法適用会社などを戦略的にどのように使い分けているかが不透明である。過去には、子会社を上場させたものの、短期的に再び完全子会社化する事例も存在した。
三瓶メンバー	<ul style="list-style-type: none"> ● 全体最適と部分最適は常に緊張関係にある訳ではなく、シナジーが上手く発揮されれば両立する場合も多い。ただ、仮にそのような場合であっても、両者がかい離する有事の場合に備えて、有事対応の仕組みを事前に設けておくことが必要。しかしながら、取締役会の過半数を独立社外取締役とするなど、子会社において十分な仕組みを設けるとすると、費用対効果を考えると非効率であるケースも想定されることから、本質的には親会社に信認義務を課し、損害を被った少数株主が実際に救済される枠組みを構築することが重要であるほか、CGコード4-11③（取締役会の実効性評価）や、4-14（取締役・監査役に対するトレーニング）が必要。 ● 支配株主の権限を制約すべきでないとの意見もあるが、常に資本多数決の考えに立つと、少数株主は、資金は提供するが口は出せない状況になり、資本市場として不健全。有事の局面では少数株主の過半数の賛成を取得するマジョリティ・オブ・マイノリティ（MoM）の仕組みを活用することなどにより、少数株主の意見が適切に反映されることが重要。
柳川メンバー	<ul style="list-style-type: none"> ● 支配的な株主と少数株主の利益が完全には一致しない以上、少数株主の保護を考える必要はあるが、どのように保護するか、どの程度コストをかけるかについてはしっかりとした検討が必要である。 ● 保護する方法としては、常に部分最適が確保されるようにする方法と、少数株主にとって情報の透明性や将来の予見可能性を高め、不確実性を減少させる方法の二つのタイプが考えられる。基本的には後者の方法を

	<p>採用することが適切であると考え、その場合は情報開示を充実させることで、少数株主の将来の予見可能性を高め、不確実性を減少させることが重要となる。</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 昨今、ガバナンスに関して独立社外取締役への期待が高まり、責任がますます重くなっている。独立社外取締役に過度な期待をすべきでないとも思う。現状では、独立社外取締役が果たすべき具体的な役割が明らかではないことから、取引所としてそれを明示することが考えられる。
加藤メンバー	<ul style="list-style-type: none"> ● 個別事案の評価に際しては、問題の本質が経営者と株主との間の利害対立なのか、支配株主と少数株主との間の利害対立なのかを切り分けて考える必要がある。支配株主が業績不振を理由に経営者の交代を求めることだけであれば、支配株主と少数株主との間の利害対立は生じていない。 ● 従属上場会社における指名委員会の活用には慎重な検討が必要。指名委員会は、理論的には分散所有型の会社における経営者と株主の利害対立を緩和するための仕組み。支配株主と少数株主の利害対立の緩和に活用できるかは疑問であり、実際に米国では設置義務が免除されている。 ● 支配株主による取締役の選解任権に対する過度な制限は不適當だが、社外取締役選任に関してMOMを活用すること（少数株主だけの賛否割合を公表すること）は少数株主保護の観点から望ましい。 ● 支配株主との間で利益相反が生じうる類型のうち、グループ間の事業調整の類型については、現状では上場ルールでの手当てがなされていないのではないか。
翁メンバー	<ul style="list-style-type: none"> ● 親子上場が最適な事業戦略かは疑問だが、事業再編の中で過渡的に活用する意義が存在する。 ● 現状では親子上場を巡る情報開示が不十分であり、より充実させていくことが必要。 ● 子会社の一般株主利益の保護に関して独立社外取締役が適切にその役割を果たすことが期待されているが、その具体的な役割について認識が不十分であると感じており、明確化が必要。
中村メンバー	<ul style="list-style-type: none"> ● 企業の目的は持続的成長と企業価値の向上であり、親会社は成長戦略の一環として、企業価値の向上を実現するために子会社を上場させる。成長の過程で双方の成長戦略に違いが生じ、グローバル市場で勝ち残るため資本政策の変更が必要になる場合がある。これを決めるのは経営者であり、過度な規制は企業の成長を阻害することから、なるべく自由な市場を維持すべき。 ● テクニカルな議論に終始するのではなく、日本の経済成長を実現するために、どうすれば株式市場が有効に機能するか、上場会社をどう位置づけるのか、目的を明確にしたうえで議論すべき。 ● 支配株主の議決権も尊重されるべきであり、投資家も子会社の取締役の選任ではなく、親会社の取締役の選任について関与するのが筋ではない

	<p>か。</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 少数株主を保護する意義は理解するが、投資家は支配株主の存在を認識した上で投資を行っていることから、投資家の自己責任という要素も考慮した方がよい。
神作メンバー	<ul style="list-style-type: none"> ● 支配株主の定義を見直すべきであり、基本的には株式会社の最高意思決定機関である株主総会を支配している者とするべき。その場合、議決権の過半数保有している場合に限らず、過半数に満たなくとも、株主構成や、支配株主と従属会社との間の契約内容などを踏まえて、株主総会を実質的に支配していると判断できる株主については含めるべき。類型としては、①株主総会決議を支配し得る過半数を有する株主、②継続的に株主総会を支配している者、および③支配契約などの契約に基づき会社を支配する者の3類型に大別できると思われる。 ● 取締役会の構成は、株主の利害が適切に調整されるものとなっていることが重要。一般株主利益の保護の観点からは、一般株主利益の代弁者が取締役に適切に含まれることが必要であり、そのためにはM o Mを活用することも考えられる。 ● 支配株主との取引が真に公正な取引条件で行われているかは疑問であり、支配株主との取引に関する情報開示や監査を充実させた方がよい。その際、従属上場会社に不利であるものの支配的な株主にとっては全体最適であるという場面もあるかもしれないが、それを認めたくえて、不利益の補填や是正措置を適切に行うことでW i n - W i nの関係が成り立つ場合もあるかもしれない。その場合は、グループ全体の利益を考慮することが正当化できよう。
武井メンバー	<ul style="list-style-type: none"> ● 実態の把握として、上場子会社を多く保有している事業会社の親子上場の状況についてもまとめて欲しい。 ● 上場子会社側なり従属上場会社側の企業価値が高まることに資する仕組みとなるのかどうか議論の出発点だろう。 ● 子会社が親会社からの監督を一切受けないのも不適切。親会社に関与すべきものとそうでないものとの切り分けなど、子会社側の独立性確保というときの独立性の意味を詰めることが重要。そこが出発点となって、子会社側の独立役員の職責が整理される。 ● 海外のルールを参考にするのは良いが、それらは各国の法制度全体のバランスのもと成り立っているもの。チェリーピッキングにならないように注意が必要。 ● 市場構造の見直しも踏まえ、市場のコンセプトに応じた規律を設けていくことも考えられる。 ● M o Mについては、企業が自らの置かれている状況を踏まえて採用を自主的に検討すべきものであり、強制すべきではない。
神田メン	<ul style="list-style-type: none"> ● 従属会社の上場には論理的な矛盾があるという意見が出されたが、株式

<p>バー</p>	<p>会社という仕組み自体、株主とその他ステークホルダーとの間で利益が相反する場面はあるのだから、従属会社の上場に一定のニーズが認められている以上、あまり難しく考える必要はないのではないか。</p> <ul style="list-style-type: none"> ● ポイントは、従属上場会社の一般株主利益を適切に保護することであり、その検討に際しては、現状の上場ルールに過不足がないか、不足がある場合にはどのような形の規律を設ける必要があるかについて、場合分けをして考えていくことが重要。 ● 想定される場合分けの切り口として、支配株主の範囲（20～50%）、支配株主の属性（会社・個人、上場会社・非上場会社、純粹持株会社・事業会社）、従属会社に対する関与のスタンスの違いなどが考えられる。また、上場後に支配従属関係に変更が生じた場合のルールの過不足があるかどうかも点検すべき。 ● 支配株主との契約内容については、投資者の投資判断に重要な影響を及ぼす可能性があることから、取引所として適時かつ適切に情報開示を求めべき。
-----------	---

以 上