



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回資料

2020年1月27日
東京証券取引所
上場部

【前回の研究会におけるご意見の概要】

- ✓ 企業の目的は持続的成長と企業価値の向上にあり、親会社は（子会社の）成長戦略の一環として、企業価値の向上を実現させるために子会社を上場させる。（もっとも）成長の過程で双方の成長戦略に違いが生じ、資本政策の変更が必要になる場合がある。
- ✓ 子会社の上場には、子会社独自の資金調達手段の獲得、子会社株式の価値に対する正当な評価の獲得、子会社の信用力の強化、業界再編・グループ再編の手段といった、正当な目的が存在する。
- ✓ 親子上場を「日本特有のもの」と批判する声もあるが、非上場の親会社やオーナー株主が存在する上場会社は国際的にも珍しくなく、親子上場の場合以上に利益相反の懸念は大きい。
- ✓ 親子上場が（常に）最適な事業戦略であるかは疑問だが、事業再編の中で過渡的に活用する意義は認められるべき。
- ✓ シナジーが適切に発揮されていれば、上場親会社、上場子会社の双方ともに、魅力的な投資対象となりうる。
- ✓ 株主とその他のステークホルダーとの間の利益相反は、株式会社制度そのものに内在する論点であり、子会社の上場に一定のニーズが認められるのであれば、それを前提に検討することにより。

【今後の検討の方向性】

- 今後、本研究会では、支配的な株主を有する会社の上場そのものは所与の前提とする一方、市場関係者の共通理解を醸成する観点から、どのような場合に、支配的な株主を有する会社の上場に合理性があるといえるかについて検討を深めていくことが考えられるがどうか。

【前回のご議論におけるご意見の概要】

- ✓ 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うえで、その利害は一致する。利益相反が顕在化する場面は限定的であり、過度な規制には慎重であるべき。
- ✓ 企業グループの全体最適と従属上場会社の部分最適は、常に緊張関係にあるわけではないが、両者が乖離する有事の局面に備えた仕組みを事前に整備することが必要。また、具体的な仕組みの検討に際しては、費用対効果を考慮すべき。
- ✓ 企業グループの全体最適と従属上場会社の部分最適とは、理論的には一致しない場合が存在。あらかじめ（不一致が生じた場合の）方針が開示され、合理的にディスカウントされた価格が形成される状況が確保されていれば、従属上場会社の株主に不利益は生じない。
- ✓ 一般株主保護のあり方としては、情報開示の充実により、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最も重要。
- ✓ 投資者は、支配株主の存在を認識して投資しており、投資者の自己責任の要素も考慮すべき。
- ✓ 新たな規制を導入する際には、それが支配的な株主を有する会社の企業価値の向上に資するのかを考慮すべき。また、海外の規制を参考にする際には、チェリーピッキングにならないよう留意すべき。
- ✓ 検討に際しては、支配株主と少数株主との間の利害対立の具体的な局面を明確にすべき。
- ✓ 一般株主保護の観点から、現行のルールにどのような過不足があるか、仮に不足があるとして、どのような規律を設けるかについて、適切に場合分けを行って検討することが必要。

【今後の検討の方向性】

- 今後、本研究会において、適切な一般株主保護のあり方について、検討を進めることでどうか。

【今後の検討の方向性】

- 今後、本研究会において、市場関係者へのヒアリング等を通じ、引き続き、課題・論点の抽出を進めることでしょうか。

【前回のご議論におけるご意見の概要】

<一般株主保護が必要な類型>

- ✓ 株主総会における実質的な意思決定の支配の状況を踏まえて、支配株主の定義を見直すべき。
- ✓ 支配株主の持株比率や属性、従属会社への関与のスタンスなどの相違により、適切に場合わけを行って対応を検討することが適当。

<情報開示>

- ✓ 親子上場を巡る情報開示が十分でない。
- ✓ 親会社が、完全子会社・上場子会社・持分法適用関連会社などを、戦略的にどのように使いわけているかが不透明。過去には、子会社を上場させた直後に再び完全子会社化した事例も存在。
- ✓ 投資者の投資判断に重要な影響を及ぼす「支配株主との契約」内容の適時かつ適切な情報開示が必要。
- ✓ 支配株主との取引が公正な条件で行われるよう、支配株主との取引に係る情報開示や監査の充実が必要。

【前回のご議論におけるご意見の概要】

<取締役会の構成、社外取締役の選任>

- ✓ 利害関係を適切に調整しうる取締役会の構成とすることが必要であり、一般株主の利益の代弁者を取締役に含めるため、MoMの活用が考えられる。
- ✓ 支配株主の権利を過度に制限しない範囲で、社外取締役の選任手続きにMoMの活用が考えられる。
- ✓ 支配的な株主を有する会社の独立社外取締役が果たすべき具体的な役割を明らかにすべき。
- ✓ 「子会社の独立性」の意義を明確にしたうえで、子会社の独立役員職員の職責を明らかにすべき。
- ✓ 支配的な株主を有する会社における指名委員会の活用には慎重な検討が必要。

<利益相反が顕在化した場合の意思決定のあり方など>

- ✓ 有事の局面で少数株主の意見を適切に反映するため、MoM（少数株主の過半数の賛成を求める仕組み）の活用が考えられる。
- ✓ MoMは、会社が具体的な状況を踏まえて自発的に採用を検討すべきものであり、一律の強制は不適切。
- ✓ 利益相反が顕在化した局面で、会社が、より望ましい手順、プロセスを選択できるようにすることが必要。
- ✓ 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り、費用対効果の面でも効率的。
- ✓ グループ間の事業調整の論点について、既存の上場ルールに不足があるのではないか。

グループ間の事業調整に関する一般株主保護の枠組み

<新規上場審査に関する規律>

- 事業内容の関連性、事業調整の状況及びその可能性等を確認することで、**将来、グループ間で事業調整が行われるリスクを抑制**

<既上場会社に関する規律>

- グループ内で競合する事業分野の調整や事業機会の取り合いなどについては、**取引行為が存在しない場合もあり、上場ルールの適用がなされないケースも存在**
- ※ 取引行為が存在する直接取引及び事業譲渡・完全子会社化取引については、一定の情報開示や手続を要求

類型	新規上場審査に関する規律 (上場審査等に関するガイドライン)	既上場会社に関する規律	
		開示規制	手続規制
直接取引	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 通常取引条件と著しく異なる条件での取引等、不利益となる取引行為を強制等しないこと 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 支配株主との取引等における少数株主保護の方策等の開示 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ (重要な取引について) 利害関係を有しない者による意見の入手
事業調整	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 事業内容の関連性、事業調整の状況及びその可能性等を踏まえ、事実上、親会社等の一事業部門と認められる状況にないこと 	<p>— (注)</p>	<p>—</p>
事業譲渡・完全子会社化	—	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 投資者の投資判断に影響を及ぼす情報の適時開示 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 利害関係を有しない者による意見の入手

(注) コーポレート・ガバナンスに関する報告書において、親会社による事業上の制約がないことや、事業活動・運営について親会社から独立していることに言及する会社も見られる