



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3回資料

2020年7月1日
東京証券取引所
上場部

第1回研究会（本年1月7日開催）の概要

- 昨今の支配的な株主を有する上場会社を巡る状況を踏まえた課題・論点の洗い出し
 - ✓ 事務局による支配的な株主を有する会社に係る近年の事例を踏まえた課題整理の説明
 - ✓ 経済産業省によるプレゼンテーション

【頂戴したご意見の概要】

- ✓ **支配的な株主が存在する会社を上場させる意義**
 - 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（ロングロマリット・ディスカウントの解消・緩和）、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点にニーズあり
 - 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、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でよい など
- ✓ **支配的な株主を有する会社における一般株主保護のあり方**
 - 一般株主保護の観点から、現行ルール of 過不足や必要な規律について、適切に場合分けを行った検討が必要（一般株主保護が必要な類型）
 - 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（情報開示） など
- ✓ **そのほかの支配的な株主を有する会社を巡る課題・論点**
 - 取締役会の構成、社外取締役の選任
 - 利益相反が顕在化した場合の意思決定のあり方
 - グループにおける事業分野の調整 など

第2回研究会（本年1月27日開催）の概要

- 昨今の状況を踏まえた支配的な株主を有する上場会社を巡る課題・論点の洗い出しを継続
- ✓ 投資家によるプレゼンテーション

【頂戴したご意見（投資家の問題意識）の概要】

✓ 上場子会社の問題点

- 親子上場について対話をする際、会社側の観点は事業（執行）上のシナジーや選択肢などであるのに対し、投資家の観点は利益相反の監督。会社と投資家の目線が合っていないのが現状
- 「ディスカウント解消のための子会社上場」でも、親・子会社ともにPBR1倍未満の事例があり、親子上場の多くで意義を疑問視せざるを得ない。もっとも、カーブアウトやグループへの取り込み途上など過渡的な形での親子上場については、方向感も分かることや、海外と比べてベンチャーキャピタルやプライベート・エクイティのエコシステムが十分でないことなどを勘案すると、選択肢としてあり得る
- 上場子会社を誰がコントロールしているのか、誰の意思決定で動いているのかが不明
- 親会社がどのように関与する意向であるかがわからないことが上場子会社への長期投資への妨げとなっている
- 親会社による完全子会社・上場子会社・持分法適用会社などの戦略的な使いわけが不透明
- 親会社によるグループ経営に関する基本的な考えや戦略、事業ポートフォリオの見直しについての説明、情報開示が不十分 など

- 支配株主によって少数株主利益が侵害されるリスクがあることが上場会社に認識されていない
- その結果、グループ経営に関する考え方等について、親会社による説明、情報開示が十分でないとの指摘

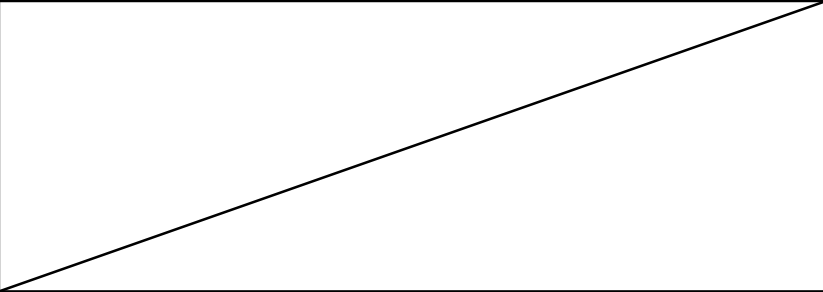
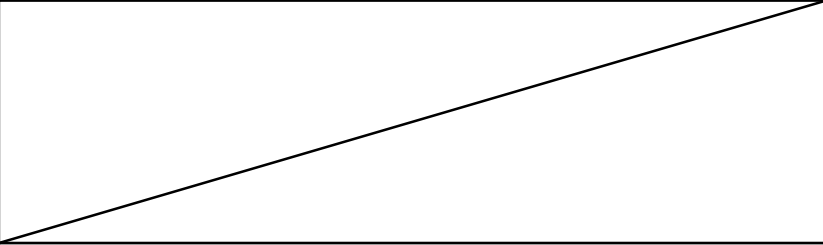
第3回研究会（本日）の討議事項

- 投資家によるプレゼンテーションを踏まえ、支配的な株主を有する上場会社を巡る課題・論点の洗い出しを継続
 - ✓ 上場会社によるプレゼンテーション（主として上場親会社の観点から）
 - ※ 支配的な株主を有する上場会社の意義・合理性、一般株主保護の方策等について



【ご議論いただきたい事項】

- 上場会社と投資家のプレゼンテーションを踏まえて、支配的な株主を有する上場会社の現状についてどのように考えるか。
 - かかる現状に対して、どのように改善を図ることが考えられるか。
 - たとえば、開示を充実させていくことが考えられるが、その場合、いかなる情報を、いかなる種類の「支配されている会社」について、開示を充実させていくべきか。
- ※ 開示を充実させていくべき情報の例：
 - ✓ 支配的な株主における上場子会社・関連上場会社への関与の意向や戦略
 - ✓ グループ経営・グループにおける事業分野の調整、事業ポートフォリオに係る考え方
 - ✓ 支配的な株主との取引や、支配的な株主との間の契約・合意の内容
 - ※ 開示を充実させていくべき「支配されている会社」の例：
 - ✓ 議決権を過半数保有されている「子会社」に限らず、株主構成や契約内容により、上場会社が「実質的に支配されている」場合
 - ✓ 支配的な株主の持株比率や属性（会社・個人、上場会社・非上場会社、純粹持株会社・事業会社）、上場子会社・関連上場会社への関与の意向によって影響力を有していると考えられる場合

項目	上場子会社	上場子会社を有する上場会社
少数株主の保護の方策に関する指針	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 支配株主との取引等を行う際における少数株主の保護の方策に関する指針を開示 ✓ 少数株主の保護の方策の履行状況を開示 	
支配株主が関連する重要な取引等	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 支配株主が関連する重要な取引等を行うことが少数株主にとって不利益でないことを適時開示 	
グループ経営の考え方等	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 親会社（非上場会社を含む）からの独立性確保に関する考え方及び施策等を開示 ✓ 親会社（非上場会社を含む）のグループ経営に関する考え方及び方針に関連する契約を開示（要請ベース） 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ グループ経営に関する考え方及び方針を踏まえた上場子会社を有する意義及び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を開示 ✓ 上場子会社との間のグループ経営に関する考え方及び方針として記載されるべき内容に関連した契約を開示（要請ベース）

(参考) 少数株主の保護の方策に関する指針の開示

- **支配株主を有する上場会社は、コーポレート・ガバナンスに関する報告書において、支配株主との取引等を行う際における少数株主の保護の方策に関する指針を開示**

【コーポレート・ガバナンスに関する報告書 記載要領 I 4. 支配株主との取引等を行う際における少数株主保護の方策に関する指針】※一部省略

支配株主を有する会社は、以下に掲げる者と取引を行う場合における、少数株主保護の方策に関する指針を具体的に記載してください。

- ① 親会社、② 支配株主（親会社を除く）、③ ②の近親者、
- ④ ②及び③が、議決権の過半数を自己の計算において所有している会社等及び当該会社等の子会社

- ※ **少数株主保護の方策に関する指針**については、**支配株主がその影響力を利用して、支配株主又は上記③④を利する取引を行うことにより、会社ひいては少数株主を害することを防止することを目的とした、社内体制構築の方針、社内意思決定手続や外部機関の利用、契約の締結（例えば、取引条件は独立当事者間取引と同様にすることなどを約するもの）等について具体的に記載してください。**
- ※ 指針において対象とする支配株主との取引等の水準については、基本的には支配株主との取引等の全てを念頭に置くことが望まれますが、各社の規模や体制によってはその影響度合いが異なることも想定されますので、少数株主に一定程度影響を及ぼしうる規模の支配株主との取引等に限定する趣旨から、各社にとって適切と判断する具体的な取引の水準を指針に反映することも考えられます。この場合には、当該水準を適切と判断した理由も併せて記載してください。
- ※ なお、記載された指針に定める方策の履行状況については、支配株主等に関する事項の開示(上場規程第411条、同施行規則第412条)の一部として、事業年度経過後3か月以内に開示することが求められますので注意してください。

(参考) 支配株主が関連する重要な取引等の開示

- **支配株主を有する上場会社は、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し、必要かつ十分な適時開示**

【有価証券上場規程 4 4 1 条の 2】

(支配株主との重要な取引等に係る遵守事項)

支配株主を有する上場会社は、次の各号に掲げる場合には、当該各号に規定する事項の決定が当該上場会社の少数株主にとって不利益なものでないことに関し、当該支配株主との間に利害関係を有しない者による意見の入手を行うものとする。

(1) 当該上場会社の業務執行を決定する機関が、第 4 0 2 条第 1 号 a (第三者割当による募集株式等の割当てを行う場合に限る。)、e、i から m まで、o から s まで、w から z まで又は a p から a r までに掲げる事項 (支配株主その他施行規則で定める者が関連するものに限る。) のいずれかを行うことについての決定をする場合 (同条の規定に基づきその内容の開示を要する場合に限る。)

(2) 当該上場会社の子会社等の業務執行を決定する機関が、第 4 0 3 条第 1 号 a から e まで、g から k まで、n、o 又は s に掲げる事項 (支配株主その他施行規則で定める者が関連するものに限る。) のいずれかを行うことについての決定をする場合 (同条の規定に基づきその内容の開示を要する場合に限る。)

2 上場会社は、前項各号に掲げる場合には、必要かつ十分な適時開示を行うものとする。

(参考) グループ経営の考え方等の開示

- ▶ **上場子会社を有する上場会社**は、コーポレート・ガバナンスに関する報告書において、
 - **グループ経営に関する考え方及び方針を踏まえた上場子会社を有する意義及び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を開示**
 - **上場子会社との間のグループ経営に関する考え方及び方針として記載されるべき内容に関連した契約を開示（要請ベース）**
- ▶ **親会社を有する上場会社**は、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（非上場会社を含む）からの独立性確保に関する考え方及び施策等を開示**
 - **親会社（非上場会社を含む）のグループ経営に関する考え方及び方針、関連する契約を開示（要請ベース）**

【コーポレート・ガバナンスに関する報告書 記載要領 I 5. その他コーポレート・ガバナンスに重要な影響を与える特別な事情】※一部省略

・上場子会社を有する場合には、グループ経営に関する考え方及び方針を記載するとともに、それらを踏まえた上場子会社を有する意義及び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を記載してください。なお、上場子会社との間で、グループ経営に関する考え方及び方針として記載されるべき内容に関連した契約（その他の名称で行われる合意を含む。）を締結している場合は、その内容を併せて記載することが望まれます。

※ 上場子会社を複数有する場合には、上場子会社を有する意義等を上場子会社ごとに記載してください。

※ 「上場子会社を有する意義」については、グループとしての企業価値の最大化の観点から踏まえて記載してください。

※ 「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」については、上場子会社におけるガバナンス体制の構築及び運用に対する親会社としての関与の方針並びに少数株主保護の観点から必要な上場子会社における独立性確保のための方策等を記載してください。

・親会社（非上場会社を含みます。）を有する場合には、少数株主保護の観点から必要な当該親会社からの独立性確保に関する考え方・施策等について記載してください。また、当該親会社におけるグループ経営に関する考え方及び方針や、それらに関連した契約を締結している場合はその内容を、併せて記載することが望まれます。

(参考) 支配株主を有する上場会社における配当性向・総還元性向

	配当性向				総還元性向			
	支配株主あり			支配株主なし	支配株主あり			支配株主なし
	親会社(上場)	親会社(非上場)	個人		親会社(上場)	親会社(非上場)	個人	
2009年	18.5	0.0	20.1	24.3	21.7	0.0	21.1	28.7
2010年	24.9	0.0	26.3	28.6	24.9	0.0	26.3	28.6
2011年	25.8	6.1	24.0	30.5	27.0	6.9	23.9	33.8
2012年	25.9	13.0	24.0	29.9	27.9	12.6	25.7	32.7
2013年	27.3	16.4	23.5	29.0	31.3	17.8	23.5	31.5
2014年	27.1	15.9	23.4	28.4	28.0	17.4	23.9	31.0
2015年	26.3	16.5	25.4	29.2	27.5	17.4	26.5	32.0
2016年	26.4	17.2	18.7	29.5	27.8	17.7	23.8	33.0
2017年	26.5	16.4	17.9	29.6	27.7	16.0	21.4	33.2
2018年	26.7	11.8	17.2	30.2	28.1	15.2	18.9	33.3
2019年	28.6	17.6	15.7	30.8	30.6	18.7	20.9	34.3
平均	25.8	11.9	21.5	29.1	27.5	12.7	23.3	32.0

※中央値

(参考) 支配株主を有する上場会社における自社株買い

	支配株主あり			支配株主なし
	親会社 (上場)	親会社 (非上場)	個人	
2015年	6.5% 21社/322社	10.9% 7社/64社	0.0% 0/253社	18.7% 530社/2,831社
2016年	7.7% 25社/324社	10.2% 6社/59社	11.1% 27社/243社	21.3% 614社/2,880社
2017年	6.6% 21社/317社	6.6% 4社/61社	7.5% 19社/255社	14.7% 427社/2,904社
2018年	6.4% 20社/311社	11.7% 7社/60社	13.2% 34社/257社	17.0% 510社/2,993社
2019年	12.8% 40社/313社	9.4% 6社/64社	19.2% 50社/261社	21.5% 644社/3,001社
平均割合	<u>8.0%</u>	<u>9.7%</u>	<u>10.2%</u>	<u>18.7%</u>

※実施割合 =
実施社数/全体社数

	支配株主あり						支配株主なし	
	親会社 (上場)		親会社 (非上場)		個人		社数	割合
	社数	割合	社数	割合	社数	割合		
報酬委員会 設置あり	117社/ 313社	<u>37.4%</u>	8社/ 64社	<u>12.5%</u>	29社/ 261社	<u>11.1%</u>	1,143社/ 3,001社	<u>38.1%</u>

※2019年7月12日時点