



日本取引所グループ金融商品取引法研究会

上場子会社に対する規律の現状と制度改正に向けた着眼点

2022年12月23日（金）15:00～16:58

オンライン開催

出席者（五十音順）

石田	眞得	関西学院大学法学部教授
伊藤	靖史	同志社大学法学部教授
梅本	剛正	甲南大学共通教育センター教授
片木	晴彦	広島大学大学院人間社会科学研究科実務法学専攻教授
加藤	貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科教授
川口	恭弘	同志社大学法学部教授
北村	雅史	京都大学大学院法学研究科教授
久保	大作	大阪大学大学院高等司法研究科教授
黒沼	悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
齊藤	真紀	京都大学大学院法学研究科教授
白井	正和	京都大学大学院法学研究科教授
高橋	陽一	京都大学大学院法学研究科准教授
船津	浩司	同志社大学法学部教授
前田	雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
山下	徹哉	京都大学大学院法学研究科教授
若林	泰伸	早稲田大学大学院法務研究科教授

上場子会社に対する規律の現状と制度改正に向けた着眼点

同志社大学法学部教授

船 津 浩 司

目 次

はじめに	(2) 投資後の支配株主の登場への対応の要否
I. これまでの議論の簡単な整理	(3) “投資は自己責任”論の限界
1. 江頭憲治郎の分析枠組み	3. 保護の内容はどのようなもので、それは誰が決めるべきか
(1) 運営の局面	(1) 投資家の期待は「独立運営」一択か？
(2) 形成の局面	(2) 取引所による規律の許容性
(3) 解消の局面	(3) 「各企業グループが設定できる」とすることはだめか
2. 宮島＝新田＝宍戸の実証研究	(4) 現行制度の取引所の立場はどのようなものか
II. 近時の議論の(再)隆盛の背景	4. 想定される落としどころとその際の検討の視点
1. グループ経営という親会社への圧力	(1) 運営の局面の規律の難しさ
2. 親子間対立が鮮明となった事例	(2) 重大イベントについての事前規制の合理性
III. 上場制度の現状	(3) 事前規制の態様
1. 東京証券取引所の基本スタンス	(4) 親会社から独立した立場の者への期待と限界
2. 前回報告時における状況	5. 改めて、子会社上場制度存続の当否
(1) 子会社上場審査	討論
(2) 上場管理	
3. 2020年以降の制度改正	
(1) 2020年の上場規則等の改正	
(2) 2021年CGコードの改訂	
4. 上場子会社の現状	
IV. 規律の在り方に関する着眼点(試論)	
1. 「上場」子会社固有の要素	
2. 規律の要否	
(1) いわゆる自己責任論と開示の充実	

○前田 定刻になりましたので、JPX 金融商品取引法研究会を始めさせていただきます。

本日は、既にご案内のとおり、同志社大学の船津浩司先生より「上場子会社に対する規律の現状

と制度改正に向けた着眼点」という表題でご報告をいただくことになっております。

それでは、船津先生、どうぞよろしくお願いたします。

○船津 同志社大学の船津でございます。私から、「上場子会社に対する規律の現状と制度改正に向けた着眼点」ということでご報告をさせていただければと思います。

はじめに

2019年11月29日の本研究会で「有価証券上場規程の具体的検討（6）～子会社上場審査と上場子会社管理～」という報告をさせていただいています（以下、「前回報告」という）。これは、子会社を上場する際にどのような点がポイントになるのか、上場会社が別の会社の子会社である場合に子会社及び親会社の体制に関する規律内容はどのような点かということについて、金融商品取引所が定める有価証券上場規程を中心に概観するものでした。

今回は、近時再び盛り上がりを見せている上場子会社の規制の在り方につきまして、前回報告以降の動向も踏まえつつ、より根本的というか、具体的な検討を行ううえでの着眼点を私なりに整理することを目的としてご報告をさせていただきたいと思います。

この点に関しましては、上場子会社の規律の議論と言いながら、最終的には会社法の議論に行き着く論考が結構多いわけですし、それ自体は正しいことかもしれませんが、あくまで上場子会社に限定して考えた場合には、株式の上場制度自体が金融商品取引所の制度である以上は、株式を上場している子会社について議論をするということですから、やはり金融商品取引所の制度枠組みに触れざるを得ないと思います。というよりも、今回も金融商品取引所による制度整備に関してかなり議論をすることになるかと思いますが、したがって、前回報告と重複する部分がかかなりあるかとは思いますが、その点をご容赦いただければと思います。

I. これまでの議論の簡単な整理

これまで、上場子会社という存在についてはたびたび議論の的とされてきました。その際には、とりわけ会社法の文脈におきましては、より広くは、支配株主を有する会社における支配株主と少数株主との間の利害対立の問題として捉えられてきたわけです。ここでは、これまでになされてきた議論を大まかに整理しておきたいと思います。

1. 江頭憲治郎の分析枠組み

まず、親会社と子会社、あるいは支配会社と従属会社という関係ですが、その親会社と子会社少数株主との利害対立の会社法上の問題の分析は、江頭先生の『結合企業法の立法と解釈』（有斐閣、1995年）が金字塔として立っています。刊行から30年経過しますけれども、今なおその議論内容は、参照に値するものであると考えています。また、これまでの学説の議論枠組みにつきましても、江頭先生のご著書を元に議論しているところもあるかと思しますので、江頭先生の分析自体は上場子会社に限るものではありませんが、上場子会社に関係しそうな議論について、いま一度簡単に紹介しておきたいと思います。

（1）運営の局面

ご存じかとは思いますが、江頭先生の分析枠組みの特徴というのは、会社間の支配従属関係を形成・運営・解消という一連の流れとして捉えたうえで、それぞれについて総合的かつ精緻な分析を行うという点に特徴があるかと思えます。とはいっても、江頭先生の分析において最も分量が割かれているのは、運営の局面であると思います。

そこでは、支配・従属会社間において平常の事業として行う取引について、従属会社から支配会社への利益移転を生じさせるような不利益を従属会社たる上場子会社に与えるという類型と、事業分野の調整等、今の言葉で言えば事業ポートフォリオの組替えということになるかと思えますけれども、その際に支配会社が従属会社に不利な何ら

かの働きかけを行うといった類型が取り上げられています。

ここで問題とされている従属会社少数株主の不利益というのは、支配株主との取引によって従属会社に損害が生じる結果として従属会社の少数株主が害されるという、いわゆる間接損害という被害を念頭に置いた類型であるという点には、まず注意が必要かと思えます。

(2) 形成の局面

江頭先生の分析では、支配・従属関係の形成の局面というのは、従属会社において少数株主と支配会社との両方の株主が併存することになるプロセスを指していると思います。具体的には、①完全子会社であった従属会社が株式を上場する場合、②第三者割当増資によって支配会社が登場する場合、③支配会社となる会社が従属会社の株式を取得する場合、という3つの類型があるかと思えます。

ここで注意を要するのは、この3つの局面全てが支配会社と従属会社少数株主との間の利害対立の問題となる局面とは位置付けられていないという点かと思えます。とりわけ完全子会社の株式上場のプロセスにつきましては、そのプロセスそのものによって従属会社・子会社少数株主に不利益が生じるという問題意識から議論が展開されているわけではありません。上場後展開される運営の局面で従属会社の少数株主が不利益を被ることを予防するという観点から、少数株主が生ずることになる段階で既に独立性の要件を満たしていることを確保する、そういう制度となっているかを検証するのがこの段階での議論の狙いかと思えます。

(3) 解消の局面

支配従属関係の解消の局面というのは、江頭先生の分析の枠組みでいきますと、少数株主と支配会社という両方の株主を伴っていた従属会社において、支配会社が支配権を放棄するか、あるいは従属会社において少数株主が存在しなくなるプロ

セスを指しているものと思えます。

この支配会社が支配権を放棄するという場合については、支配会社による従属会社株式の売却等によって従属会社が完全に独立することが想定されている一方で、少数株主が存在しなくなる方のプロセスにつきましては、従属会社から少数株主を締め出すことが想定されていたわけですが、これは1995年の本で平成11年改正以前の商法が前提とされていますので、締出しは合併を用いることを前提に議論されていました。

従属会社が支配会社の支配から離れて完全に独立するという点については、法的にはそれほど問題はないけれども、従属会社の少数株主の締出しに関しては、前述のように1995年の本ですので、締出しの適法性そのものの検討からスタートしているということになります。この点に関して注目すべきであるのは、江頭先生は、支配従属関係の形成の局面において、株式の買収によって形成をしたか、それとも支配会社の持株の売却、要するに子会社上場という形で子会社を売却したという場合か、この2つの場合を区別します。

とりわけ後者の場合については、解消の局面との関係で極めて重要な要素となります。すなわち、支配会社が全く出て行くことを望んでいない少数株主がいるにもかかわらず締出しを実施することは、著しく不当と解すべき場合が多いとされています。これはなぜかという点につきましては、「株式公開等により少数株主に期待を持たせておいて、しかもその長期投資の期待を奪う、支配会社の禁反言又は信義則違反の行為である可能性が高い」という認識を示しておられます。この点は少し注目しておく必要があるのかなと思えます。

このような形で、江頭先生の法的分析の枠組み、それから従属会社少数株主保護の必要性という主張内容につきましては、広く共有されているものと思えます。そして数度にわたって、上場子会社を制度的に禁止すべきだといった議論も高まることがあったわけですが、それにもかかわらず、相変わらず上場子会社が存在し、また、新規上場

も少なくなっているかもしれませんがなお行われているという点からしますと、江頭先生が典型的に示されているような懸念を超えたメリットもあるのではないかとこの点が指摘されています。

2. 宮島＝新田＝宍戸の実証研究

その際に特によく引用されているのが、宮島英昭、新田敬祐、宍戸善一の3先生の実証研究かと思えます（「親子上場の経済分析」宮島英昭編著『日本の企業統治』（東洋経済新報社、2011年）289-337頁）。

この研究内容のうち、子会社少数株主の利益状況に関連する内容としては、①子会社の新規上場時における投資家の搾取懸念からくるアンダープライシングの有無、②成熟上場子会社におけるパフォーマンスを独立した類似企業と比較した場合の優劣、③劣悪な子会社の上場や第三者割当てを用いた親会社による搾取的取引、いわゆるトンネリングに該当し得るものがどれくらいあるか、という3つの実証ということになるかと思えます。

具体的な手法としては、①のアンダープライシングに関しては、新規上場時における初期収益率の大きさが不確実性の大きさを表しているとして、収益率が独立した会社よりも子会社上場の方が低ければ、親会社による搾取があるのではないかとこの懸念が出てくるということ。

②については、成熟上場子会社と類似した規模の企業とのROA、それからトービンのQを比較し、上場子会社の方が劣後するというのであれば、それは親会社による搾取が原因ではないかと推測されるということになる。

③については、劣悪な子会社の上場に関しては、高騰した公開価格で上場した後に短期間のうちに公開価格よりも低い価格で完全子会社化等をする事例が多ければ、トンネリングをかなりしているのではないかとこの疑いが持たれるということですし、また第三者割当てに関しても、親会社にディスカウントされた発行価格で第三者割当てを行う事例が多ければ、やはり少数株主から多数株主

である親会社に利益移転がされているという推測が働くということになるわけです。

研究結果として、①については、独立した会社よりも子会社上場の方が初期収益率が有意に低いことが示されていて、これは親会社による搾取懸念というものが上場の時点でそんなにあるわけではないことが示されているということ、②については、親会社による子会社の搾取がこれまで市場で強く懸念されたことはなく、また搾取があったとしても、会計情報に現れるほどの規模ではなかったということが示されており、③については、トンネリングに該当し得る事例というのはごくわずかで、その危険性が深刻であるという証拠はない、という形で、いずれも、上場子会社だから少数株主が害されているという証拠はないという結果になっています。

この実証研究は、②において、成熟企業を前提としたものですが、江頭先生の運営の局面における懸念に、そうではないんだよということを示している。また、①においては、そのような運営の局面における懸念というものを上場当初から投資家はあまり問題としていない、ということを示していることになりしますので、その限りにおいて、江頭先生が指摘したような懸念に対して、実際はそうではないという一応の回答にはなっているかもしれないということになります。

しかしながら、そういった実証研究の存在をもってしても、だから現状の制度でいいのだということには当然ならないわけです。実証研究というのは、ヒストリカルデータを用いているということですから、過去のデータが搾取の傾向を示していないからといって、将来的にもそのような形で運用される保証はないということになるかと思えます。

ということで、現にこの3先生連名の実証研究の論文におきましても、当時における「近時の傾向」ということになりませんが、近時の傾向としては、新興企業グループによる親子上場が増加していることに対応すべく、制度の再設計とし

て、情報開示を含む事前手続の導入と、事後的な利益相反の内容を審査する制度の導入を提言しておられます。

以上が少し前における議論だったということですが、では、今改めて上場子会社の問題がクローズアップされて規律の在り方を議論する必要性が叫ばれている理由はどこにあると考えられるのかということで、前回報告前後からの状況の変化を少しおさらいしておきたいと思います。

II. 近時の議論の（再）隆盛の背景

1. グループ経営という親会社への圧力

この点に関して、近時の公的な場における議論として上場子会社の問題が改めてクローズアップされた代表例としては、経済産業省が設置したCGS 研究会の報告書があるかと思えます。これを少し参照してみますと、この研究会の第2期のテーマの一つとしてグループガバナンスを取り上げ、その際に上場子会社の問題にも触れています。これは、第1期の研究会が2016年から2017年3月に行われて、そこでの積み残しということで、第2期においてグループガバナンスが取り上げられたということです。

ここでのグループガバナンスの関心の高まりというのは、恐らくですけれども、企業グループの親会社が、自社のみではなく、当該企業グループに属する会社までを含めて企業価値の向上を図るべしという意識、いわゆるグループ経営の意識というものがより強まった点にあると考えられます。

この点に関しては、平成26年会社法改正の法制審議会の会社法制部会における議論で、親会社取締役には何らかの形で子会社を管理すべき義務が存在していることが確認されたということと、親会社から違法な指図があった場合などでなければ親会社の子会社に対する管理義務はないというような下級審判例を否定する意味を込めて、従来、会社法施行規則のみに規定されていた企業集団内部統制システムの決定義務が会社法本体に格上げされたといった、このあたりの法制の影響が大き

いと思われます。

このような形でグループ経営の意識が強まってくると、必然的に親会社が子会社への介入を行う局面が増えることが想定されるわけですが、そのような親会社による介入は、親会社自身の利益のみを考慮する限りにおいて、子会社を害するものとなる危険性があります。

もっとも、完全子会社については、そこで損失を生じさせたとしても、その全てを親会社が負担することになることが一応想定されますが、子会社に少数株主が存在する場合には、子会社の少数株主保護の観点から、親会社が子会社に行くべき介入にも限界があるということが想定されることになります。そこで、前述のCGS研究会におきましても、グループガバナンスを議論する際には、完全子会社だけではなくて、少数株主のいる会社についても分けて検討する必要があるのではないかとということで、特に上場子会社の章を別立てにして、結果的に議論がまとめられたということになります。

CGS研究会の報告書（2019年6月28日）の上場子会社に関する規律の結論的な部分としてどういう記述が提案されているかといいますと、親会社からも独立した人物としての独立社外取締役を3分の1や過半数までに増やし、あるいはそのような独立社外取締役（又は独立社外監査役）を中心とした委員会で重要な利益相反取引の審議・検討を行う仕組みを導入するということが提言されています。

2. 親子間対立が鮮明となった事例

加えて、そのCGS研究会の報告書公表前後に、いわゆるヤフー（現・Zホールディングス）対アスクルの問題が出てきたわけです。この事案は、ヤフーがアスクルの株主総会において、アスクルの社長の取締役としての再任を拒否する議決権行使をするということで話題になったということが騒動の恐らく第一歩かと思えます。

その後、ヤフーの動きに対してアスクル側が独

立性の侵害であると反発して、ヤフーとの業務・資本提携開始時点で締結された契約に定められているアスクル及びLOHACO（ロハコ）事業の独立性を尊重する旨の規定とか、契約違反があった場合にはヤフーが保有するアスクル株式を第三者に売り渡すことをアスクルが請求できるという条項とか、そういったものがあることを公表して、アスクルがこの株式の売渡請求権を行使するかどうかということが話題になったわけです。

結局、親子会社を解消するような売渡請求権は行使されずに、2019年8月のアスクルの定時株主総会において社長の取締役の再任が否決されたわけですが、そのときに同時に、それまでアスクルが東証に独立役員として届け出ている社外取締役3名についても、ヤフーの議決権行使によって再任が拒否されました。

以上のヤフー・アスクル事件の事実経過から、3つの問題点が浮かび上がってくるわけです。

まず、本件におけるヤフーの動向というのは、親会社が少数株主の存在する子会社に対して子会社事業を親会社に譲渡するように迫ったことを契機として、親子会社間での対立が先鋭化した点において、これまで我が国において親子会社関係における会社法的規律の在り方を論ずる際に見られていたような、子会社経営陣が親会社の意向に従うという協調的関係の前提が崩れつつあることを示したという点に大きな特徴があるかと思えます。

また、CGS研究会の報告書に見られるように、子会社少数株主の保護は子会社の独立役員が担うというのが解決策として考えられていたところに、本件では、親会社が子会社の社長のみならず、そのような一般株主の利益の保護の役割を期待された子会社の独立社外取締役までを再任拒否によって事実上解任したことも問題となりました。

さらに、本件の特徴として、資本提携契約中の独立性の尊重条項ですとか、株式の売渡請求権などといったものの存在がそのときまで公にされてこなかったという点があります。このような親子会社間の関係性を根本的に決定付けるような取り

決めというのは、子会社の少数株主にとっては投資リスクを検討するうえで極めて重要な情報であるにもかかわらず、これを投資家が知ることのできる制度となっていない点が問題とされたわけです。

これらの問題の一部については、2020年以降の上場制度の改正で一定の対応がされていますが、未対応の部分も残されていますし、またその対応自体も、その適切性や実効性を改めて検証する必要があると思われます。

ということで、今回の報告のテーマである「上場子会社」について議論をするうえでは、金融商品取引所の制度枠組みをも踏まえた規制体系といったものも意識する必要があると思われます。江頭先生の議論にも見られましたけれども、上場というプロセスを通じてその株式を取得した子会社少数株主には何らかの期待が生じて、それを保護する必要性から何らかの規律が必要であるという考え方もあり得るわけですし、それには一定の合理性もあり、成り立ち得る議論であると思います。

III. 上場制度の現状

そこで、前回報告と重複する部分もありますが、現在における金融商品取引所の上場制度において、上場審査がどのようにされているか、上場管理がどのようにされているかということを見ておきたいと思えます。

ただ、時間の関係上、網羅的にご説明することもできませんので、この部分は簡単に済ませたいと思えます。

1. 東京証券取引所の基本スタンス

まず、現在の東京証券取引所の子会社上場に関する基本姿勢を示すものとして、「親会社を有する会社の上場に対する当取引所の考え方について」（2007年6月25日）という文書があります。ここでは、子会社上場には一定程度の意義がある一方で、子会社の株主の権利や利益を損なう企業行動がとられるおそれや一体的な連結経営を行うう

えでの阻害要因となることなど、子会社上場には独自の弊害があることから、子会社上場を一時的に禁止するのは適当でない反面、投資者をはじめ多くの市場関係者にとっては必ずしも望ましい資本政策とは言い切れないという基本姿勢が示されています。

これは、現在も進行中であると思われます「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」——東京証券取引所が設置しているものですけれども、その「支配株主及び実質的な支配力を持つ株主を有する上場会社における少数株主保護の在り方等に関する中間整理」（2020年9月1日）においても踏襲されている考え方ということで、現在も有効な東証のスタンスということになるかと思えます。

2. 前回報告時点における状況

(1) 子会社上場審査

次に、上場審査と上場管理についてどのようなことが行われているかということですが、一言で言いますと、上場審査に関しては、2019年の前回報告時においても、また、現時点においても、子会社上場審査の観点というのは、親会社からいかに独立した会社として運営させるかに主眼があると言えます。

[上場審査等に関するガイドラインⅡ3(3)・Ⅲ3(3)・Ⅳ3(3)]

- a. 新規上場申請者の企業グループの事業内容と親会社等の企業グループの事業内容の関連性、親会社等の企業グループからの事業調整の状況及びその可能性その他の事項を踏まえ、事実上、当該親会社等の一事業部門と認められる状況にないこと。
- b. 新規上場申請者の企業グループ又は親会社等の企業グループが、通常取引の条件（例えば市場の実勢価格をいう。以下同じ。）と著しく異なる条件での取引等、当該親会社等又は当該新規上場申請者の企業グループの不利

益となる取引行為を強制又は誘引していないこと。

- c. 新規上場申請者の企業グループの出向者の受入れ状況が、親会社等に過度に依存しておらず、継続的な経営活動を阻害するものでないと認められること。

健全性の審査のところでは、親会社の一事業部門と認められる状況にないことですか、グループの不利益となる取引行為を強制又は誘引していないこととか、人事的な独立性ということが審査されていることになるかと思えます。親会社の一事業部門と認められる状況か否かという点に関しては、申請子会社が自ら意思決定を行い、親会社等からの指示を排除し、独自の開発力や営業活動を自ら行うなどの事業運営能力を有しているかという点が審査されています。

(2) 上場管理

前述のように、上場審査の段階では、親会社からの独立性についてかなり突っ込んだ審査をすることが少なくとも制度上は予定されているのに対して、上場された会社が子会社である場合の上場管理の規律については、独立性を取引所が審査するという形を取ってはいませんで、むしろ開示を充実させることによって投資家に注意を向けさせるという方向での規律ということになっているかと思えます。

具体的な開示の媒体としては、コーポレート・ガバナンス報告書における「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針に関する指針」、それから、上場審査の段階から作成が必要となります「支配株主等に関する事項」という2つの開示があります。

具体的な記載内容につきましては、前回報告からそれほど変わっていません。ガバナンス報告書の記載事項として、後ほどご説明します2021年のコードの改正によって補充原則4-8③に新たな規定が付け加わりまして、支配株主からの独立

性を有する独立社外取締役の選任についての規定ですけれども、その選任状況、あるいは特別委員会の設置状況を記載することが望まれるという規律が加わっているという点が特徴的かなというぐらいです。

それから、これも前回報告と重複しますので詳細は申し上げませんが、開示だけが上場管理ではなくて、特定のイベントについてはこういう義務が課されているということで、具体的には、有価証券上場規程 441 条の 2 において、「支配株主との重要な取引に係る遵守事項」として、重要な取引をする場合については、その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て利害関係のない者の意見の入手をせよということになっています。

この意見の入手というのは、適時開示ガイドブック等によりますと、買収防衛策等に関する特別委員会や第三者委員会のような利害関係のない社外取締役や社外監査役などによって手続とかプロセスといったものについて検討したうえで、少数株主にとって不利益なものでないことについて言及をした意見を出しなさいといった記述も盛り込まれているわけです。

3. 2020 年以降の制度改正

以上が前回報告の内容だったわけですがけれども、前回報告以降に行われた制度改正の大きなものとしては、2020 年 2 月 7 日施行の「上場子会社のガバナンスの向上等に関する上場制度の整備に係る有価証券上場規程等の一部改正」と、2021 年のコーポレートガバナンス・コードの改訂があります。

(1) 2020 年の上場規則等の改正

まず、2020 年の上場規則関係の改正ですが、これは「上場子会社における独立した意思決定を確保し、少数株主の利益を保護するために、独立役員独立性基準を見直すとともに、上場子会社を有する場合におけるグループ経営の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の開示の充実を図るもの」であるとされています。

a. 親会社＝上場子会社関係の開示

この改正は、親会社側にも子会社側にもそれぞれ改正点があるわけですが、まず親会社側の改正点から見ますと、施行規則 415 条 1 項 1 号に定められた「上場会社に関する基本情報」を説明する括弧書きの中に、コーポレート・ガバナンス報告書の中に書く内容として、新たに「上場子会社を有する場合は、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」が含まれるということが明記されたうえで、記載上の注意としてどういうことを書けばいいかに関しては、「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」という形になっています（CG 報告書の「I 基本情報」の「5. その他コーポレート・ガバナンスに重要な影響を与えうる特別な事情」の記載上の注意）。

ここで注意を要するというか、私として気になる点は、「上場子会社を有する意義」として、記載上の注意においては、「グループとしての企業価値の最大化の観点を踏まえて記載」というふうに言われている点です。それからもう一つ、「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」の内容としては、「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」と書かれています。

これが親会社側の規律ですが、上場子会社側としても、意味があるのかどうか分かりませんが、記載上の注意が前回報告からちょっと変わっているということで一応挙げています。コーポ

レート・ガバナンス報告書の「I 基本情報」の「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」の記載上の注意として、改正前は、「当該会社が、①親会社を有している場合には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……記載することが望まれます」となっていたものが、「親会社（非上場会社を含みます。）を有する場合においては、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」という形に変わっています。

以上が上場子会社側ですけれども、親会社にせよ、子会社にせよ、両方に適用される記載事項として、親会社と上場子会社間でグループ経営に関する考え方及び方針等に関連した契約の内容を併せて「記載することが望まれます」という記述も加わっています。これは恐らく、レジユメのⅡの2で見たアスクル・ヤフー事件において子会社の運命を大きく左右するような契約についての開示がなされていなかったことに対する対応と見られます。ただ、「望まれます」となっているニュアンスをどう考えるかというところがあるかと思えます。

b. 独立役員の支配株主からの独立性の強化

上場子会社の独立役員については、独立役員として就任する以前の10年以内に親会社とか兄弟会社の業務執行者であった者は独立役員としないという改正になっています。

(2) 2021年CGコードの改訂

次に、2021年のコーポレートガバナンス・コードの改訂について見ておきたいと思います（「コーポレートガバナンス・コードの一部改訂に係る有価証券上場規程等の一部改正」（2021年6月11日施行）資料2）。

かつては、コーポレートガバナンス・コード自体、企業グループの視点というものはあまり見られていませんでしたが、2021年の改訂によって、

企業グループや親子会社関係への一定の言及がなされることになりました。

まず、「第4章 取締役会等の責務」の基本原則4に付された「考え方」の欄に、「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のであって、支配株主を有する上場会社には、少数株主の利益を保護するためのガバナンス体制の整備が求められる」という記述が付け加わっています。

それから、補充原則4-3④において、コンプライアンス・内部統制・リスク管理体制の規定ですけれども、この規定において、「グループ全体を含めた」体制構築をせよという形で、グループの観点が明記されています。

さらに、補充原則4-8③において、「支配株主を有する上場会社は、取締役会において支配株主からの独立性を有する独立社外取締役を少なくとも3分の1以上（プライム市場上場会社においては過半数）選任するか、または支配株主と少数株主との利益が相反する重要な取引・行為について審議・検討を行う、独立社外取締役を含む独立性を有する者で構成された特別委員会を設置すべきである」という規定が追加されています。

4. 上場子会社の現状

次に、本報告が対象とする現在の上場子会社の実態について簡単に見ておきたいと思います。

東京証券取引所にご協力いただきまして、2022年7月14日時点のデータをいただきました。結果として、上場会社3770社中の319社が親会社を有する上場会社ということになっています。その内訳は、プライム109社、スタンダード175社、グロース35社となっています。

また、親会社も上場している会社（いわゆる親子上場）は258社です。

業種については、情報通信60、小売46、サービス38、卸売19、不動産19、建設18、電気機器17、化学15、機械12、食料品12、輸送用機器11などですが、かつては電気機器等のメーカ

一が子会社上場の有力な利用者というイメージを少なくとも私は持っていたわけですが、現在は情報通信とか小売り、サービスといったメーカー以外のところがかかなり多いということが言えるかと思えます。

319社のうち、私が開示等を見ましてカウントしたところ、どうも創業家の資産管理会社のような、実質的には個人オーナーのような会社というものも20社前後含まれているように思われます。

さらに、319社につきまして会社のホームページで沿革等を参照しつつ、会社四季報等も見ながら、上場ですとか店頭登録をした後に現在の親会社が登場した会社というのは、私が確認できる範囲でも137社あるということです。

これはオーナー系企業を除けば——除かなくてもいいのかもしれませんが、半数近くがいわゆる純然たる子会社が上場したというような形ではなくて、何らかの形で親会社が株式が流通した後から登場しているというあたりは、今後の制度を考えるうえではかなり重要になってくるデータではないかと思っています。

IV. 規律のあり方に関する着眼点（試論）

ここまで、支配・従属関係における従属会社少数株主保護という一般的な議論を踏まえつつ、近時の実務動向を踏まえた現時点での東京証券取引所での制度的対応を今まで概観してきたわけですが、以下では、繰り返しになりますけれども、上場子会社を対象を絞って規律の在り方を考えるうえでの着眼点を考えてみたいと思います。

1. 「上場」子会社固有の要素

まず、対象を上場子会社に絞った場合に、子会社が上場しているという点において、そうでない会社、すなわち非上場の子会社といったものとは異なる要素としてどういうものが考えられるでしょうか。この点につきまして、要するに、その会社の株式が市場において売買されているわけですから、①子会社の少数株主といえども、市場に

おける売却機会が存在しているということ。②株式の売買が容易であることから、その売買を受けて敵対的買収を含めて「親会社」が変化しやすいだろうということ。③株価という形で市場の評価にさらされているということ。この3つが特徴的かと思えます。

2. 規律の要否

このような上場子会社の固有の要素を踏まえつつ、近時のグループ経営の要請と子会社少数株主保護の要請を、上場子会社においてはどのように調和させるかというその内容と、それをどのような形で実現するかという規律の方法というのが問題になります。

その規律の内容とか方法を論ずる以前の問題として、そもそも何らかの規律を置く必要があるのかという点が問題となります。これは、上場子会社であることを前提とした場合には、①の要素から、少数株主には市場における売却機会が存在すること、要するに流動性があるという点をどのように考えるかによって、少数株主保護の要否というそもそもの問題に対する考え方が分かれると思われま

(1) いわゆる自己責任論と開示の充実

最も典型的な議論は、投資の自己責任論と呼んでいいのでしょうか、そういうものだと思います。これは、投資家が市場で子会社の株式を購入した以上は、仮に購入時点で、例えば子会社が独立した会社と同様に運営されるというような何らかの信頼を抱いていたとしても、それに法的な裏付けがないというのであれば、その法的な裏付けがないことを前提として、親会社による上場子会社の搾取といった信頼の裏切り行為の可能性までを考慮に入れて適正な値付けを行うはずだということです。これは先に述べた上場子会社の特徴のうちの③の要素に関係していることになるかと思えます。

要するに、搾取の危険性までをディスカウント

したうえで売買しているでしょう、ということになるわけですが、そのような形で適正にディスカウントして購入した投資家には損失というものは発生しないだろうし、仮に親会社による搾取がないことを信頼して適正な値付けよりも高い値段で購入した投資家がいたとすれば、その者は株価の割高・割安の相場観を誤ったということと同じなのだから、それによって被った損失は自己責任としてその投資家が負担すべきだという論理展開になるのではないかと思います。

このような自己責任論を極限まで突き詰めますと、少数株主保護の制度は、少なくとも上場子会社に関してはないということになるかもしれません。もっとも、このような自己責任を重視する見解からも、自己責任を問う前提となる価格付けが適正となる情報が必要になるだろうということで、情報開示の充実という形の規律を主張する見解も多いように思われます。

(2) 投資後の支配株主の登場への対応の要否

今申し上げたような自己責任論というのは、少なくとも子会社上場が盛んだった 1990 年代までにおいては、明示的に主張されることは少なかったかもしれませんが、かなり根底に流れていた、有力に根付いていた考え方であるように思われます。そういう考え方は、子会社の上場が多かった時代においては一定程度の説得力を持っていたと思いますし、逆にそれではだめなのだという異論を唱えたのが江頭先生だったと言えるかもしれません。

それはともかくとして、そういった自己責任論というものは、子会社株式を購入したつもりのない株主がいる場合、例えば、株主が株式を取得する時点においては子会社ではなく独立した会社であったものが、買収や第三者割当て等によって上場を維持しつつ子会社化された場合には、子会社であることが分かっている当該株式を取得したという意味での自己責任論のロジックは当てはまらないと思われます。

もっとも、これに対しては、子会社化する以前も上場会社であったということであれば、上場会社である以上は、②の特性、すなわち売買が容易であるから敵対的買収を含めて親会社に変化するという点を考えますと、全ての上場会社はおおよそ上場子会社となり得る危険性を秘めている以上、その危険性までを織り込んだ価格で売買するのが投資家の自己責任だという論理展開もないわけではないと思います。

しかしながら、そこまでの割引計算をするというのはかなり複雑なことになることが想定されますので、そのこともあってなのかはよく分かりませんが、経済学的な立場からも、ここまでの自己責任論を徹底する主張はあまり見られないように思われます。

話を元に戻しまして、仮に事後的な支配関係の変化の危険に対して自己責任を超えた何らかの保護を与える必要があると考えるとすれば、少なくとも事後的な子会社化の場合については、一定のルールによる対応の必要性が肯定されることになるかもしれません。

そしてその対応策としては、入り口段階の規制、すなわち、a. 買収による上場子会社化をそもそも認めないという方法と、入り口後の規制、すなわち、b. 買収による上場子会社化は認めつつ、子会社化後に新たに親会社となった会社による搾取を禁止するような規律を導入するという方法が考えられるかと思えます。

具体的には、入り口規制であれば、買収時の全部買付義務の導入、それから入り口後であれば、第三者割当てによる支配権異動後の支配株主との取引報告制度に類似するようなものを、売買による支配権異動についても適用するといった方法が考えられるかと思えます。

また、いうまでもないことですが、ここでも注意しておくべきであるのは、いわゆる運営の局面において子会社少数株主が害されることから保護する施策として、運営の局面における規律だけではなくて、形成・解消の規律として整備す

ることも考慮に値するということかと思えます。

(3) “投資は自己責任”論の限界

(2) は、事後的に親会社が登場する場合は自己責任論には限界があるのではないかという話でしたけれども、そういった事後的な親会社の変化といったものに限らず、自己責任論を貫徹できない、あるいは貫徹することが望ましくないというような株主・投資家が増加していることも考慮する必要があるかもしれません。

確かに、個別株投資を念頭に置く限りは、適正に割引計算をして、株価が割高であれば購入しなければいいし、割引計算が複雑化して適正価格が算出できなければ、やはり購入しなければいいと言えるわけですが、インデックス投資等のパッシブ運用につきましては、上場がされている限りは嫌でも買われるわけですし、嫌になっても売れないという、そういう銘柄があるわけですし、そういった運用スタイルというものの合理性もあるわけですから、そのあたりを考えると、やはり「投資は自己責任」ということを貫徹するのはなかなか難しいという部分もあるのではないかと思います。

3. 保護の内容はどのようなもので、それは誰が決めるべきか

ということで、自己責任論に一定の限界を認めて、上場子会社に投資する株主——ここには凶らずも上場子会社に投資することになってしまった株主も含むわけですが——に何らかの実体的な、すなわち情報開示以外の何らかの行為規範等のルールを用いて保護を図る必要があると考えた場合に、その保護の内容はどのようなものとして規律すべきかが問題となります。

(1) 投資家の期待は「独立運営」一択か？

この点に関しましては、江頭先生のご研究にも現れていますように、上場している会社にとっては、その会社に対する期待、いわゆる投資家の期

待を保護するという基本方針が鍵となるように思われます。それが唯一ではないでしょうが、かなり有力な考え方になるかと思えます。そして、これまた江頭先生をはじめとしてこれまで有力に主張されてきたのは、子会社があたかも独立した会社であるように振る舞うことへの期待を保護するという考え方かと思えます。

このような考え方は、独立していた会社に投資していたら、いつの間にか親会社が現れていたというような買収の場合だけではなく、少なくとも現行の上場審査の項目を見る限りにおいては、子会社の上場のときに株式を取得した株主についても、やはり独立性といったものを審査している以上は、引き続き独立運営をしてほしいという期待を持つことには、それなりに理由があるように思われます。しかしながら、投資家の期待の保護を図るとしても、かつてはともかく、現在の投資家の期待は、必ずしも独立運営だけではないように思われます。

それと同じぐらい近時有力に、少なくとも表面上主張されるようになった期待として、親会社の保証機能と呼ばれるもの、あるいは親会社による指導・助言機能があると思われます。端的には、上場子会社は、より人的資源や資金等の豊富な親会社が指導・助言等を行うことによって、独立した会社以上のパフォーマンスを上げられるという期待であるかと思えます。以下、このようなものを、適切な用語かどうか分かりませんが、「ペアレンティング」と呼ぶことにしたいと思います。

このようなペアレンティングへの期待は、近時の親会社取締役の子会社管理義務が上場子会社にもそのまま妥当すると考える限りにおいては、一層高まっていると考えることもできるかもしれません。

ここで注意を要するのは、ペアレンティングは子会社への意思決定への介入を必然的に内包しますので、理論的には、ある特定の局面において独立運営への期待とペアレンティングの期待の両方を保護することはできないと思われる点です。

(2) 取引所による規律の許容性

そうしますと、それぞれの局面でどちらの期待を保護するかを選択する必要がありますけれども、私が思いますに、両者いずれも有力に主張されていて、どちらか一方が法的に保護に値するほど圧倒的な優位に立っているものとは考えられないのが現在の我が国の状況かと思えます。そのような状況においては、どちらを保護するかというのは、ポリシーの選択の問題であって、法的な問題とはならないのではないかと考えています。

では、そのポリシー選択を誰が行うべきかですが、この点に関しては、近時の取引所の役割の拡大を前提とした場合、取引所が決めるということも許されるのではないかと考えられます。すなわち、上場会社と取引所との間の上場契約という私人間の自由意思を基礎とする上場制度を前提とする限りは、会社にも上場をするかしないかを選択する自由が与えられていることの裏返しとして、取引所には、その取り扱う商品としての上場株式の品質基準を比較的自由に設けることができ、そのような品質の中身として、支配株主を有する会社における支配株主からの独立性の程度といったものを組み込むことは許されるように考えられます。

(3) 「各企業グループが設定できる」とすることではだめか

もっとも、このような考え方に対しては、ある子会社について独立した運営を行うか、ペアレンティングを重視するかは、各企業グループが自律的に決めるのが望ましいのであって、取引所が全ての企業グループに当てはまるような「あるべき親子会社関係」を設定すべきではないという批判があり得るかもしれません。

このような考え方からは、各当事会社グループ自身が定義した「あるべき親子会社関係」を公表する形でリスクを開示すれば、投資家はそのような開示に基づいて投資判断を行うことが可能となるのだから、それによって自衛も可能である、と

いう、いわば自己責任論への回帰によって投資家保護の問題に見切りを付けることも可能かもしれません。

しかしながら、企業グループごと、厳密には各親子会社のペアごとに「あるべき親子会社関係」を設定可能であるとする考え方に対しては、まず、多数の投資家への投資商品を提供する場としての上場制度という観点から望ましくない可能性があるかと思えます。すなわち、個別の銘柄ごとに親会社との関係性を探らなければならないとすれば、上場会社がわずかとは言えない現状において、その調査コストは無視できないものとなると考えられます。

近時の独立役員義務付けに見られるような上場株式の品質の均質化を志向する取引所の在り方を是とする限りは、「あるべき親子会社関係」の選択肢を絞ることで品質を均質化し、取引コストを削減するという方策が望ましいように思われます。

さらに、より根本的な問題としては、そのような形で個々の企業グループごとに「あるべき親子会社関係」を提示し開示すべきだという制度を組んだとしても、それは投資家の期待の保護には不十分なものとなる可能性がある点です。

まず、そのようなあるべき親子会社関係の開示が可能であり、それにより何らかのコミットメント効果もたらされるためには、これについて親会社と子会社とが合意している必要があるかと思えます。双方の言い分が矛盾する内容をばらばらに開示していたのでは、ただ単に混乱するだけです。

そうしますと、「あるべき親子会社関係」を当事会社が決めて開示することに意味があるのは、親子会社が協調関係にあり、かつ当分はその関係が揺るがないことが保障されている場合だけであるかと思えます。

逆に、あるべき親子会社関係に当事会社双方が合意するという姿は、敵対的買収によって成立した親子会社関係では想定しづらいということにな

るかと思えます。

そして何よりも、あるべき親子会社関係の定義そのものが親会社の都合のよいように作られる危険性をどのように排除するかという問題がやはり存在するように思われます。全てを自己責任に委ねるのでない限りは、そのようなあるべき親子会社の定義のみに限定したとしても、最低限の決定手続のあるべき姿といったものは設定せざるを得ないように思われます。

(4) 現行制度の取引所の立場はどのようなものか

仮に、(2)で述べたような考え方から、上場子会社に対する期待の内容、あるべき親子関係の内容を金融商品取引所が定めて品質管理することができるということを前提とした場合に、現在の制度枠組みはどのように評価できるでしょうか。すなわち、取引所としてあるべき親子関係を定義しているのでしょうか。定義しているとすれば、それはどのような内容でしょうか。

この点に関しては、取引所があるべき親子関係の内容を表明していない、あるいは表明していたとしても、曖昧さが残るような形でしか表明していないというように私には見受けられます。いわば、あるべき親子関係のポリシーを決定する主体たることを取引所自らが選択したのかどうかは制度的には判然としないように思われます。

まず、これまで概観しましたように、上場審査の段階では、少なくとも明文の規定としてはかなり厳格な独立性が要求されており、独立への期待が表明されていると評価し得るのに対して、上場管理の段階では、その要求は緩いものとなっていますので、明確に独立性を維持すべきことへのメッセージが出されている状況にはありません。

さらに、そのような曖昧さに拍車をかけるものとして、2020年の規則改正があるかと思えます。例えば、親会社側の開示に係る「上場子会社を有する意義」に関する記載として、「グループとしての企業価値の最大化」の観点も踏まえよという

ことが書いてありますので、一見すると、上場子会社への介入も積極的に行うべきことを取引所として推奨しているかのようにも見えます。

さらに言いますと、グループ経営に影響を及ぼす重要な契約の開示を求めるという制度も、それまで秘密裏に行われ野放しだったこれらの契約の在り方をまずは投資家に開示させるという点において、経過措置的には極めて重要な制度ではあると思いますが、これを半恒久的な制度だと理解しますと、親子会社間の距離感といったもの、あるべき親子関係といったものは当事会社間で決めてこれを開示しさえすれば、いかようにでも定められるといった(3)で述べたような理解も生じさせるものだと言えるかと思えます。

いずれにせよ、私としては、取引所がポリシーを決める立場に立つのかどうか。そして、仮にその立場に立つと決めたのであれば、取引所としてより具体的な内容に踏み込んで親子会社関係の明確化をする必要があると考えています。今行われている上場子会社の研究会に関しては、まさにそのようなものとして位置付けて検討がなされるべきではないかと思われていますが、このあたりについての実態は、参加されているメンバーの先生にぜひともお伺いしたいところです。

時間が来ましたので、以下、簡単に申し上げます。

4. 想定される落とし所とその際の検討の視点

ここでは、規範的なあるべき論というよりも、むしろ現行制度の延長線をたどるとどのようなところが現実的な落とし所として考えられるかという点について分析しています。

(1) 運営の局面の規律の難しさ

運営の局面について、現在はあまり規律がされていないという状況ですが、その点については、少なくとも規律のコストという観点から、それもやむを得ないことかと私は考えています。少なくとも取引所の規律戦略としては、運営の局面への

原則不関与というのはいり得てよいと思います。

これは、取引は日常に大量に生じるものであるということに鑑みますと、これに対して取引所自らが審査に乗り出すと、規制のコストは莫大になりますし、自らでなくても、親子どちらか（あるいは両方）に行為規範といった規律の上乗せをすれば、それはコスト倒れで、子会社少数株主の利益にかえってかなわないという可能性も出てくるかと思ひます。

そして何よりも、日常取引に関しては、親子会社の固有のリスクというよりも、むしろ会社一般における不正取引といった一般的な仕組みで解決すべき問題という見方も不可能ではないように思われます。

そういった意味で、運営の局面において何らかの規律を置くということは、基本的に取引所としてすることはできないだろうと私は思ひわけです。ただ、日常取引によって子会社少数株主が害されることがあるとすれば、恐らくそれは、そのような日常取引の前提となる枠組みの設定などに親会社の不当な関与があるケースというものは考えられるかと思ひます。その限りで、例えばキャッシュ・マネジメント・システム（CMS）など、日常取引の枠組みを設定する重要な契約についても、何らかの形で事前のチェック機能を働かせることを検討する余地はあるかもしれません。

（2）重大イベントについての事前規制の合理性

他方で、とりわけ親会社と関係した重要イベントについては、Ⅲの2の（2）のbで述べましたように、事前の意見入手義務が課されています。

（3）事前規制の態様

会社法の原則では、事業譲渡等の重大なイベントについては株主総会決議という形で保護をしているわけですが、そのような会社法上の保護措置に至らないものについて、事前の上乗せで取引所が規制を置くということについても望ましいのではないかということが前提にあります。問

題は、事前の仕組みとしてどのようなものを想定するかですが、内容規制を置くということは恐らく難しく、手続規制でやるのが現実的だろうと思ひます。

そのような観点から、支配株主等の取引に際しての意見入手制度のように、親会社の利害から切り離された立場から評価させるという仕組みは、それが適切に運用される限りにおいては有効な現実的保護策と評価できると思ひます。

（4）親会社から独立した立場の者への期待と限界

問題は、そのような独立者による意見がいかにか実効的なものとなるか、すなわち、真に子会社株主利益にかなった観点から評価させるための仕組みを作れるかという点にあるかと思ひます。

この点に関しては、独立社外取締役に期待をするということで、取締役会の構成として独立社外取締役の数を増やすといったことが行われているわけですが、ただ、ヤフー・アスクル事件に見られますように、取締役が株主総会によって選解任されるという原則がある限りは、親会社支配株主の圧力に屈することなく少数株主の保護を計図ろうとしても、親会社にすぐに首にされてしまうといったことは、会社法の制度としては起こるわけですが。

そこで、いわゆる「独立人事論」と言われるような、子会社独立社外取締役に対する親会社の選解任権の制約といった議論がなされているわけですが。しかしながら、この点に関しては、利益相反の危険が大きい有事のみならず、平時にも関与する独立社外取締役の選任を一般的に制約するという点については批判があるところですが。

このように考えますと、取締役の選解任権を通じた親会社のコントロールを利かせつつ、なお重要な取引において親会社から独立した判断を行うためには、有事において選任される独立者により形成される委員会の方法の方が望ましい可能性があるように思ひます。

しかしながら、他方で、そのような第三者委員会の在り方そのものの法的位置付け、とりわけ会社あるいは株主に対する義務と責任が不明確であることから、その委員が真に子会社少数株主の利益のために行動するインセンティブ構造となっているかどうかは疑問のあるところです。したがって、選任プロセスを含めて規律をすることも考慮に値するように思われます。

5. 改めて、子会社上場制度存続の可否

この部分につきましては、私の素朴な感想を申し上げる予定でしたが、時間の都合上、この点につきましては省略させていただきまして、私の報告は以上とさせていただきたいと思えます。ご指導のほど、よろしくお願いいたします。

~~~~~

#### 【討 論】

○前田 船津先生、どうもありがとうございます。

それでは、ただいまのご報告につきまして、どこからでも結構ですので、ご質問、ご意見をよろしくお願いいたします。

#### 【海外からの評価向上という視点】

○高橋 大変貴重なご報告をありがとうございました。大変勉強になりました。

私の方から一点質問させていただきたいと思えます。7ページから8ページにかけての「規律の要否」というところで、船津先生は、少数株主保護の要否という観点をそもそも問題にする必要があるのかということ論じておられて、自己責任論というものもあるけれども、それは限界もあるので難しいというご意見だと思うのですが、私もそこは同様に考えています。自己責任を推し進めていくと、親子上場の話だけではなくて、上場会社に関するあらゆる問題が自己責任で片づけられかねないというような懸念もしているところです。

質問したいのは、自己責任ですとか少数株主保護の要否というのとはちょっと異なる観点です。搾取の懸念から株価がディスカウントされることがあるということですが、全上場会社の10%ぐらいを占める上場子会社において、そのようなディスカウント自体が行われることが日本の株式市場全体のパフォーマンスの低下にもなっているという意見もあるかと思えます。また、特に海外投資家などは、親子上場の問題を日本のコーポレート・ガバナンスの問題の一つの重要なテーマだと位置付けていると思えます。

そこで、市場パフォーマンスや海外の投資家からの評価を改善するというような観点から親子上場について何か改革をするということもあり得ると思えます。これは少数株主保護の観点とは若干ずれるのですが、船津先生のお言葉を借りるなら、「嫌なら買うな」というところの、そもそも嫌だと思われないようにするような観点から、改革をするということもあり得ると思えます。

会社法でそういう観点からの規制を作るのは難しいかもしれませんが、取引所の規則であれば、当該取引所における市場全体の魅力を高めるという観点から説明もしやすいのかなと考えています。実際そういう議論もあるように思うのですが、その点について船津先生のご見解がございましたら、お聞かせ願えればと思います。よろしくお願いいたします。

○船津 そのあたりが、まさに上場制度についての考慮要素の一つであるかと思えます。その点に関して、私の報告の中でいくと、結局のところ、投資家として何を期待しており、それを保護すべきなのかということなのかなと。その投資家の一類型として外国人投資家を考えるかどうかではないかと考えております。

そして、高橋先生がおっしゃった外国人投資家からの評価の改善というものも、上場規則できっちりと対応できることではないかと思っております。

そのうえで、現在の問題点は、会社が好き勝手

をして何をやり出すか分からないというのを投資家は不安に思うということだと思のです。この会社が何をやらすか分からないということの一端は、上場会社としてどこまでやっていいかという意味での品質を取引所としてまだ管理できていないということではないか。

したがって、一定の投資家に対するアピールの点も含めて、取引所が、きちっとこの部分については独立性を確保します、この部分についてはペアレンティングの自由を与えますということをはっきりとポリシーとして打ち出すということをするれば、多少なりとも投資家は、「あつ、この部分は日本特有の部分だな。この部分は独立性だな」ということが分かって投資判断ができるようになるから、買いやすくなるのではないか。そこまで一応カバーできるのではないかという感じでご報告申し上げたつもりでおります。

○高橋 ありがとうございます。よく分かりました。

#### 【東証のスタンスの明確性】

○前田 レジューメの9ページの下の方で、船津先生は、取引所があるべき親子関係像を明らかにしていないという評価をなされました。確かに、上場後は開示規制が主にはなっていますけれども、少なくとも上場審査の時点では、いわゆる独立運営が重視されていますよね。そして、取引所がとっている様々な施策を全体として見れば、やはり取引所としては独立運営を狙っているのではないのでしょうか。

例えば、独立社外取締役という制度も、その者にグループの利益最大化というような微妙な判断を求めているのではなくて、とにかく上場子会社が親会社から独立して運営されることを狙っていることではないかと思うのです。

確かに船津先生が挙げておられますように、親会社側の開示のところでは、上場子会社を有する意義に関する記載を求め、またグループ運営に影響を及ぼす重要な契約も開示を求めるだけである

という具合に、やや取引所の姿勢が分かりにくい面があるとは思いますが、これらも特に独立運営を否定しているわけではないと思うのです。

やはり取引所が求めるのは、全体として見れば独立運営であるというように、ご報告全体をお聞きして感じたのですが、船津先生としては、取引所のスタンスはなお明らかでないとお考えでしょうか。

○船津 前回報告でもたしかそのように申し上げたと思うのですが、私も、全体を通して見たら、独立運営の方向の規律はされているのだろーと思ひます。確かに規定自体は、特定の部分について、ここでは独立が大事、ここでも独立は大事というふうには言っているわけです。しかしながら、そのすき間をどういうふうにするかが問題だと思ひています。

恐らく実務的にそこを都合よく解釈している部分があるのではないかという気がしています。現在は独立を確保すべきところのみをがっとう挙げていて、すき間部分が生じているように思われるのですけれども、そうではなく、この場面とこの場面は独立である必要はないけれども、それ以外は全部独立性を確保しないといけない、といった形で宣言しておかないと投資家としても判断ができないのではないか、空白部分が残っていること自体が投資家の不安をあおっているのではないかという趣旨で申し上げていました。ですので、すき間部分もやはり独立なのだということであるならば、ぜひとも取引所にはそのすき間部分を埋めてほしいという、そういうニュアンスでございます。

○前田 分かりました。どうもありがとうございました。

#### 【親会社による子会社社外取締役解任の是非】

○梅本 ご報告ありがとうございました。とても勉強になりました。

特に、先ほど来、話に挙がっていますレジューメ9ページのペアレンティングというお話、独立性

ばかりじゃなくて、親会社も子会社の企業価値を高めるために経営に関与するというお話はとても示唆的でした。それに関連するかどうか分かりませんが、3ページのヤフーとアスクルの問題についてちょっとお尋ねしたいと思います。

私は業務提携契約の内容が対外的に明らかになっていなかったという点については問題だと思うのですが、ヤフーがアスクルの代表取締役、それから社外取締役を排除したということについてはどう考えるべきでしょうか。

先ほどのペアレンティングではないのですけれども、たしかヤフーというのは、もともと子会社を放置しておく、よくも悪くもほったらかしている会社だと当時まで言われていました。アスクルについては、経営関与までの2018年前後は株価が2,000円近くで、経営関与を始めた2019年初頭は1,000円近くまで下がってきていたと思うのですね。株価が半分まで下がってしまうと、親会社というか、大株主としてもそれは放置してられないということで、何か手を打たなきゃいけないと思うのは当たり前だと思うのです。

ペアレンティングではないけれども、親会社としての経営関与は、株主としての当然の権利行使ではないかと私には思えたのですが、いかがでしょうか。先生はどういうふうにご覧になるのかという、これが一点です。

○船津 それは社長の解任という話だけでしょいか。それとも、取締役全般という話になるのでしょうか。

○梅本 かなり難しいところですが、経営が悪化する事態を社外取締役も放置していたとするなら責任を問題にすることもあり得ることで、ヤフーとしては、代表取締役を支持してきた社外取締役にも責任ありと、だから一掃しなきゃいけないと考えたのではないかと、そうであれば、社外取締役も併せて排除するという事は、あってもいいことではないかと、私は考えます。もちろん、当時はヤフーの行為は厳しく批判されたので、多くの方の考え方とは違うとは思いますが。

○船津 私も、基本的にはそうであってよいのではないかと思います。それが独立性の侵害だと言うべきかどうかということ自体をまず問うべきではないかなと私も思っております。

#### 【市場区分による対応の可否】

○梅本 ありがとうございます。

もう一つ、こちらは比較的単純な話ですけれども、上場子会社の問題について先生の御議論もよく分かるのですが、私はもう少しシンプルに、例えば上場子会社かどうかというのを市場区分でまずはっきりさせた方がいいのではないかなと考えております。

現状は、ご承知のようにプライム市場で求められる流通株式比率が35%ですから、上場子会社であってもプライム市場に上場できるという形になっている。また、インデックスも今度新しくなるのでしようけれども、TOPIXにも上場子会社が入っていると。先生もインデックスのところで、嫌なら買わなければよいが、買わなきゃいけない場合があると指摘しておられます。しかしインデックスから上場子会社を外してしまえば、買う必要はないわけですよ。

取引所としてインデックスに上場子会社を入れない、あるいはプライム市場には上場子会社を入れないという形でルールを作ってしまうという方法もあるとは思いますが、先生はどうお考えでしょうか。

○船津 JPX 日経400のうち、カウントしたら40社が上場子会社というのをレジюмеに書いていたと思いますが…

○梅本 8ページですね。

○船津 恐らくは、市場区分による規律付けというもの、ある種の限定的な自己責任論に基づくものであると思っていて、そこに詰め込まれたものについてはその市場に特徴的なリスクがあるのだよということだと思います。

ただ、そこに詰め込まれた中身が均質であれば、投資判断としては分かりやすいのですけれども、

均質でないところが一番問題なのではないかということになると、やはりある程度の均質化というのがあった方がいいのではないかということです。

あと、市場を丸ごと買うということになると、上場されている限りは買わなければならないという、そういう人たちがいるので、やはりそれだけでは解決できない部分もあるのかなと、そういうふうに思っております。

○梅本 ありがとうございます。

#### 【上場子会社が維持可能な日本固有の事情】

○川口 今日のご報告には直接は関係ないかもしれない抽象的な質問で恐縮です。親子上場についてメリットとデメリットがあり、そしてその優劣が決定的でない、こういうことが、現状日本において親子上場が維持されている背景にあるかと思えます。

他方で海外において、一般論として子会社上場に否定的な立場が多いように思われます。例えばアメリカでは、明示的に子会社上場が禁止されているわけではないのですが、その数は非常に少数です。そこでは、スピノフをするときの臨時的なものにとどまっているようなことも言われているようです。

そう考えますと、子会社上場のメリットやデメリットというのは日本特有の議論なのでしょうか。あるいは普遍的というか、外国でも妥当するものなのでしょうか。もし妥当するとすれば、なぜ海外では子会社上場に否定的で、日本のみが維持されているということになるのでしょうか。

日本の親子上場というのは、子会社上場をする際に親会社の上場を要件にしていたという歴史的な事実が背景にあるのですが、日本と海外の違いに関して、これ以外に何か理由があるのでしょうか。このあたりを教えていただければ幸いです。

○船津 正直、海外でどういう実態があるのかということまではちょっと分からないところではあります。ただ、私自身思っているところですし、あと、東証の元社長の斉藤惇氏が——アスクルの

社外取締役だったこともあって、かなりバイアスの入った意見かもしれませんが——おっしゃっていたのが、ポストが要るところがやはり大きいと。経営スタイルとして、自律的な組織を作るというときに、すぐに会社の形にするということがあり、それによって処遇として社長のポストというものができる。かつ、それが上流のよりよい天下り先として、子会社を上場するという実務が起こったというようなことをおっしゃっていて、かなりそれが大きな要素なのではないだろうかと考えるところではあります。

そうしたときに、少なくとも日本の中だけでも、そういう一国一城の主というような意識で、そこに気持ちとしてのプラスの要素が働くということである限りは、そういうものもあり得る話です。逆に言うと、そういう意識が変わらない限りは、やめなさいというのなかなか難しい。実態としては難しいのだろうなという気がしております。すみません、お答えになっておりませんが。

○川口 報告にないことを聞いて申し訳なかったのですが、例えば、子会社上場に対してかなり批判があるわけですね。この批判は日本も海外も同じかと思えます。しかし、市場からの圧力が海外と日本では違って、日本は緩いというようなことが日本で子会社上場が維持されている一つの理由としてあり得るのでしょうか。先ほどの高橋先生との議論でそういうことを思ったのですが、いかがでしょうか。

○船津 少数株主のフィデューシャリー・デューティーを入れるべきだということを議論されている方は、海外にはフィデューシャリー・デューティーがあるから、中途半端な状態にしていると責任追及されるから中途半端な状態がないのだと、そういう論調で語られることが多いわけです。

なので、実態がどういう規律なのか自体、私は支配株主のフィデューシャリー・デューティーというものをよく分かっていけませんので何とも言えないのですが、仮にそのような圧力があるという

ことであれば、そういう違いが恐らく出てくるのだらうなと思います。

それに関連してですけれども、大阪大学の津野田一馬先生が独立人事論の当否について論じておられる中で、独立人事論というのは、子会社の少数株主の利益を保護するために独立役員とすべきだという議論のように見えるけれども、実は、そういう形で人事を独立させることによって規制のコストをぐんと上げるので、コストに見合わないから上場をやめようという、むしろそういうふうにかける機能を有するのだということをおっしゃっていて、全くそのとおりだと私自身は思っているところです。

そのようなご意見も考慮しますと、もしかしたら、規制によって発生する上場コストが低いというところが、日本でなの子会社上場があるということの一つの説明になるのかなと思っています。ただ、だから支配株主のフィデューシャリー・デューティーだという論理関係には恐らくないのだらうなというのも、また一つ思っているところです。

○川口 ありがとうございます。

#### 【少数株主を保護する役割を担う者の選任権者】

○前田 レジュメ 10 ページ下の方、「親会社から独立した立場の者への期待と限界」というところですが、船津先生は独立社外取締役にはさほど重きを置いておられないというようにお聞きしました。

確かに、改訂されたコーポレートガバナンス・コードの補充原則については、取締役の一定割合を独立社外取締役にすると、ご指摘のように平時に弊害が生じうるということは分かるのですが、他方、独立社外取締役を含む特別委員会の設置は、ある程度有用な対応策になるようにも思うのです。

先生は委員の義務・責任が不明確だとおっしゃいましたけれども、もし独立運営を目指すのであれば、特別委員会の委員は、ともかく上場子会社の利益になるかどうかを独立運営の観点からチェ

ックすることが求められ、委員になったからには、上場子会社との間に委任契約があって、それに基づく善管注意義務を負うでしょうから、義務と責任もそう不明確なこともなく、この制度はそれなりに機能するようにも私は思ったのです。船津先生は、やはり独立社外取締役にさほど期待できないとお考えでしょうか。

○船津 その点に関しては、その特別委員会の中が誰で構成されているのかというところがまず一つありまして、社外取締役とか、要するに取締役の肩書が付いている者であれば、それは支配株主が選ぶ者になります。他方で、先ほど言ったような支配株主からの独立性が求められている人が、支配株主との取引等のやりとりにおいて本当に独立なのかという点がある。そうすると、支配株主の選解任権から切り離された人になってくることがなければいけない。あるいは、支配株主から一定の身分保障があるという人でなければならないということになるのではないかと。

そうすると、例えばスポットでの本当の第三者委員会というか、広い意味での社内でない人という意味で、取締役でもない人を呼んでくるということも、実は選解任から切り離すという観点からすると合理的ではないかと思うわけです。しかし、そうなってくると、その人を選ぶのは一体誰なのだという話になってくる。その人を選ぶのが経営者だったら、結局意味がないということになるわけで、要するに、どこまで行っても選解任権の呪縛からは逃れられないわけです。

したがって、最後、省略いたしましたレジュメの5のところになるわけですが、支配株主との取引で特に大きなものだ、最終的には子会社の重要な財産を譲渡するとか、非公開化するとか、そのような話になったときには、真に子会社の少数株主の利益を図ってくれるのは、やはり少数株主が選んだ人なのではないか。もっとも、そこまですべてやったら、先ほどの川口先生との議論ではないですけれども、かなり規制のコストが上がり、そこまですべてやりたくないという人た

ちが増えてきて、結局、上場子会社自体が廃れていくのかもしれませんが。

いずれにせよ、上場子会社を維持しつつ、独立取締役とか株主の選解任権を維持しつつそういうような運営をしていって利益相反を回避するということはかなり難しいのではないかという、そういう発想でした。したがって、特別委員会を作るのであれば、少数株主が選任した者が論理的には正しいのではないかという、そういう趣旨でございます。

○前田 ありがとうございます。

**【運営の局面においてディスカウントを解消する方策の有無】**

○片木 よく分からない立場から、初歩的なところで教えていただけたらと思います。

非常に簡単な発想でいくのですけれども、市場での株式が安くなっていて、これはだめだと思ったらさっさと売ればいいだろうというのは、一つの市場の機能だろうと思うのです。普通の独立の会社の場合には、市場の機能というのは、まさに経営によって潜在的な能力が阻害されているといえますか、そういった場合においては、敵対的買収という手段によって経営が取得されるということによる規律といいますか、そういう可能性による規律というのが恐らく大きいのだろうと思うのです。

親会社において親会社、子会社のシナジーがうまく働いて、子会社にとっても有利な場合にはいいのでしょうかけれども、どちらかという子会社が親会社の都合だけで置かれていて、むしろ独立させておいた方がよっぽど子会社としての潜在価値は高められると思われるような場合においても、例えば子会社のキャッシュフローが魅力でそのままにしておきたいとか、そういう支配的な要因が出てくる場合があると思うのです。

そういう場合に、敵対的買収に対応する手段といいますか規律というのが、何分親会社が完全に株を支配していますから働かないというところで、

子会社の株価といいますか企業価値が抑圧されているときの救済として非常に弱いというのが、恐らく上場子会社のガバナンスの一番大きな問題なのだろうというふうに素人的には見ておりました。

子会社の少数株主による株の売渡請求権という議論がしょっちゅうされてはいるのでしょうかけれども、これはそう簡単に実現しないだろうなど思うのです。今おっしゃっていただいたいろんな制度の中で、そこまで根本的な手段ではないけれども、何らかの意味でのそういう子会社の株価に対する規律の働きかけというのは何かあるのでしょうかというのが私の質問です。

○船津 それは現行制度としてという意味でしょうか。それともアイデアということでしょうか。

○片木 現行制度でなくてもということです。もちろん、一番根本的にはそういう売渡請求権になるのでしょうか。

○船津 そうですね、そこが恐らくはないですし、そこをどうするか……。どうしても株価評価との関係でいきますと、投資の段階でどういうリスクを織り込んでいたかということになっているので、そうだとすると、支配会社が現れたら搾取によって投資のリスクが変わる、それでいきなりがくんとディスカウントされてしまうということになりそうなので、そういう意味では、支配株主に全部買付義務を一旦負わせておいたら、その段階で適正な価格を与えて退出させるということは恐らく可能なのだろうとは思いますが。

例えば、あくまで思いつきのレベルですけれども、上場廃止要件として全部買付けのオファーをせずに支配権を取得した場合というようなものを組み込めば、取引所で完結できる制度として設計できなくはないのかなと思いました。

○片木 いわゆる注意義務とかそういったものは、個別の取引の公平性を見るのには一つの手段にはなるのでしょうかけれども、今言ったような意味での企業全体としての価値が抑圧されているということについては、やはり救済手段は少ないという理解でよろしいのでしょうかね。

○船津　そうですね、やはり市場のディスカウントですから、価格で解決するほかないのかなという気は何となくしております。

○片木　ありがとうございます。

【あるべき親子会社の姿の決めることの意味とその決定主体】

○伊藤　レジュメ8ページから9ページにかけて検討されています、「保護の内容はどのようなもので、それは誰が決めるべきか」という問題についての質問です。

ご報告を聞いて思いましたのが、一方で、企業グループにどういふような親子の距離感を求めるかということは、別に近時の取引所の役割の拡大を是とすることを前提にしなくても、そもそも最初から取引所の事業戦略の問題なのではないかということですね。

どのような上場商品を用意するかは取引所が決めることのはずですので、それを徹底させますと、レジュメに書いてあるような、各企業グループが自律的に決めることが望ましいといった反論も、原理的にはできないことになりそうなのですね。各企業グループに自律的に決めさせるかどうか自体が、取引所によるポリシー選択の問題だと言えるでしょうから。

ただ、昨今の親子上場を巡る議論というのは、取引所のルールがただの取引所のルールではなくて、会社法秩序の一翼を担うべきだという認識に基づくのかなというふうにも感じます。もしそういう認識に基づいて議論をするのであれば、やはり会社法秩序の問題として、あるべき親子の距離感を、何か特定の狭いイメージに限定すべきなのかという形で、同様のことが問題になるかなとは思っています。

そのような問題設定に立つ場合、私個人は、親子の距離感は、やはり基本的には各企業グループが自律的に決めるのが望ましいのではないかなと、ずっと思っているのです。

こういう観点からしますと、3の(3)のご報

告内容の一部については、なお十分ではないように思うところがあるのです。例えば、個別の銘柄ごとの親子間の関係性を探ることの調査コストがすごくかかるというお話ですが、そうは言いつても、会社の事業内容についての調査コストがかかるのだから、あるべき事業内容を設定せよとか、そういう議論がされることはありません。そうしますと、どうして親子間の距離感については、あるべき距離感を設定せよといった議論をしなければならないのかということ、もう一段考える必要はあるかなと思います。

あるいは、あるべき親子関係を合意できるのかという点。特に敵対的買収で無理やり親会社になってしまったらどうするのだというお話があったのですが、私、究極的には合意をする必要はないのではないかなと思うのです。資本多数決の原理からすると、親子関係を決めるのは根本的には親会社のはずで、私はそれでよいのではないかなとも感じているところです。

○船津　伊藤先生にご指摘いただいた市場運営者としての戦略というもので割り切るべきなのか、そうではなくて、会社法秩序の一部を形成する主体として振る舞うべきだと考えるのかということ、私自身悩んでいるところがあります。

しかも、現在の議論だと、上場子会社の議論をしだしたら、すぐに支配株主の忠実義務の話が出てきます。このあたりが、まさに取引所の設定するルールは会社法秩序を形成するのだという認識だと思ってしまうのですが、私は、それは少なくともこのレベルではまだそうではないのではないかなという気がしています。ですので、伊藤先生がおっしゃったように、まさに個別の戦略でよいのではないかなということで、今回の報告はそういう方針で申し上げました。

では、そのあたりの切り分けはどう線を引くのかというあたりがなかなか難しいわけですが、結局、国の政策として会社法秩序を決めるのはどこだと設定しているか、という、そういう主体の問題ということになるのかなと思います。こ

れまでのところは、会社法的規律は会社法で決めるのだ、立法を通すのだということだったわけですが、それが揺らいできているわけです。

ただ、私はどちらかというと古い頭なので、やっぱり基本的には会社法秩序は立法によって形成されるべきではないかと思っています。会社法の対象となる経済領域からすれば、上場会社というのはかなり小さくて、さらにその子会社上場というのはもっと小さいという、そのごくごく部分的な領域の秩序を規律することを会社法の立法の一部だと理解して、取引所を縛る必要はないのではないかと考えています。

あと、個別銘柄の調査コストがかかることをなぜ気にしなければいけないのかということに関しては、最初の高橋先生のご議論が恐らく根本なのではないかなと私は思っています、どういう事業をやるかということは、化学なら化学、小売りなら小売りで、何となく海外投資家も理解ができる。しかしながら、川口先生のお話にもなりますけれども、上場子会社というのは特有であるとしたときに、一体その指揮命令系統はどういう形になっているのかというところが海外の投資家にとってはかなり怪しい。だからちゃんと調べたい、でも調べられない、だからやめておこうかという議論につながっているのではないかという気がしています。

したがって、高橋先生と伊藤先生のご質問をお受けして、そのあたりが結構今回の議論のコアになっているのではないかなという気がしてきました。

○伊藤 どうもありがとうございます。

○前田 取引所に会社法秩序維持の一翼を担わせるかどうかといった議論がありましたけれども、金融商品取引所は、投資者保護を目的とする、金融商品取引法に基づく自主規制機関ですから、その自主規制は、投資者保護に資するものである必要はあると思うのですね。単なる感想ですが、投資者保護の観点から、何らかの制約はあるのかなというように思いました。

【子会社少数株主保護において子会社社外取締役が果たしうる役割とその限界】

○黒沼 2点のコメントと1点の質問をさせていただきたいと思います。

まず、親子上場の問題と支配的株主がいる従属上場会社の問題は、分けて議論をする方がいいのではないかと感じました。というのは、アメリカでは、親子上場はないですけれども、支配株主のいる上場会社が最近が増えてきていて、そういった会社での社外取締役の在り方についても若干議論があるようです。これは感想です。

第2に、今日は独立人事論との関係はあまり詳しく議論されなかったのですが、もしそういうことが今一番の問題であるとするならば、そのときには、子会社の経営陣の選解任の問題と、監督に当たるような取締役の選解任の問題とは、やっぱり分けて議論する必要があるのではないかと感じています。

第3点目は質問ですが、そういうふうに議論を分けていった場合に、支配株主あるいは支配的な株主がいる従属上場会社の社外取締役の選任について、いわゆる少数株主の過半数の賛成を要件とするというアイデアが出ているのですけれども、船津先生はそういう論点についてどうお考えか、ご意見をお聞かせいただければと思います。

○船津 前回報告のときに少し申し上げたのですが、子会社少数株主の保護というのは、基本的には監査・監督の問題なのではないかという気がしています。そういう観点からすると、むしろ監査役の方がよいのではないかという趣旨でご報告をしました。それは基本的には変わっておりません。

要するに、上場子会社であろうと、独立社外取締役に何を期待するのかというところが一番の問題でして、経営戦略まで含めてその会社としてきちんと運営ができていくのかという意味での監督をする機能を担う人は、やはり株主全体の利益を考える人であるべきではないかという、そういう



考え方をしております。

他方で、少数株主の保護については、こういう言い方をすると非常に古い形になるかもしれませんが、やはり検査役的な位置付けの人を作らない限りはなかなか難しいのではないかと。したがって、マジョリティー・オブ・マイノリティーとか、少数株主が選任をするというのはいいのだけれども、それが取締役であるということにはかなり抵抗がある。まさに少数株主保護のためだけを任務としている人を少数株主が選任するというのが理想なのではないかというのが、私の今のところの意見です。

○黒沼 最後の点について自分の意見を述べさせていただくと、これは企業グループの価値全体を増進させるのがいいのか、上場子会社である以上、子会社の企業価値を増進させるのがいいのかという問題とも関係するのですけれども、子会社の少数株主が送り込む代表というのは、別に子会社少数株主の利益を保護することだけが目的ではなくて、子会社少数株主の利益と企業価値とが比例している限りは、企業価値の向上を目的として行動することになるのではないかと個人的には思っています。

○船津 今の点に関しては、どういう局面を想定しているかということになるのかなと思いました。レジュメの最後に書きましたけれども、会社の命運を決するようなタイミングで、独立社外取締役がいるからその人たちが決めればオーケーだということになるのを私は恐れていまして、その場合は、もはや、もしかしたらレブロン義務とかそういうものを観念した方がいいのかもしれませんが、そういう極めて重要な利害対立の局面においては、やはり完全に独立した人がいいのではないかという趣旨でして、恐らく黒沼先生とは若干想定している局面が違うような気はしました。

○黒沼 分かりました。ありがとうございました。

○前田 先ほど特別委員会についてのお話の中

にもありましたように、船津先生のお言葉を借りれば、選解任権の呪縛があるのですね。いかに独立した者を入れよと言ってみても、支配株主たる親会社が選解任できる以上、独立性を高めてみたところであまり意味がないという問題がある。

ただ、それを言い出しますと、親子関係を離れた一般の会社でも、社外取締役の役割に今期待が集まっていますけれども、社外取締役だって、いかに社外性とか独立性を高めるよう工夫をしてみたところで、結局、指名委員会等設置会社でない限りは、株主総会に提出する候補者の議案は取締役会で作るわけであって、やはり現実には、現経営陣が実質的に選解任の権限を握っているのに近いことになります。選解任権の呪縛の問題は、親子関係を離れた一般の社外取締役制度の根幹にも関わる問題なのでしょうね。

船津先生、本日は大変有益なご報告をいただきまして、どうもありがとうございました。

これで閉会とさせていただきます。