



日本取引所グループ金融商品取引法研究会

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—

2019年11月22日（金）15:00～17:01

大阪取引所5階取締役会議室及び東京証券取引所4階402会議室

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	甲南大学大学院法学研究科教授
片木	晴彦	広島大学大学院法務研究科教授
加藤	貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科教授
北村	雅史	京都大学大学院法学研究科教授
志谷	匡史	神戸大学大学院法学研究科教授
白井	正和	同志社大学法学部教授
洲崎	博史	京都大学大学院法学研究科教授
船津	浩司	同志社大学法学部教授
行澤	一人	神戸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

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—

同志社大学法学部教授

船 津 浩 司

目 次

- はじめに
 - I. 前提知識
 - 1. 上場子会社をめぐる取引所ルールの変遷
 - 2. 東証のスタンス
 - 3. 上場子会社の数
 - II. 上場審査
 - 1. 規定・審査基準・審査資料等
 - 2. 子会社が上場する際の審査
 - III. 上場管理
 - 1. 上場子会社に適用される規程類
 - 2. 上場親会社に適用される規程類
- 討 論

○伊藤 定刻になりましたので、11月の日本取引所グループ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、「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—」というテーマで船津先生からご報告をいただきます。

よろしく申し上げます。

○船津 同志社大学の船津でございます。よろしくお願ひいたします。

○はじめに

私に与えられました課題は、子会社に関する有価証券上場規程（以下「上場規程」といい、同規程施行規則は以下「規程施行規則」という）を分析せよということかと思ひます。現在の市場制度におきましては、いわゆる新規市場に関する市場審査と市場後の会社についての市場管理とに大きく分

けることができると思ひます。本報告では、市場子会社に関する市場制度——子会社の発行する株式が新規に市場される際の市場審査と、市場されている株式が特定の会社の子会社の発行に係るものである場合の市場管理を、ともに扱うこととさせていただきます。

I. 前提知識

本論に入る前に、少し前提を整理させていただければと思ひます。

1. 市場子会社をめぐる取引所ルールの変遷

まず、市場子会社をめぐる取引所ルールの変遷ですが、2007年までとそれ以降とでは大きく異なっているかと思ひます。

A. 2007年まで

1990年までは、市場子会社に関する制度は特段

設けられておらず、子会社による親会社資金の代理調達の防止という観点から、運用として親会社を東証上場会社に限定するにとどまっていたと言われています。

しかし、1990年8月には子会社上場ルールが策定されました。

- ①親会社が東証に上場していること
- ②主たる事業が親会社又は兄弟会社の主たる事業と競合していないこと
- ③申請前直近3期におけるグループ外への販売比率が30%以上であること
- ④親子間で常勤取締役の兼任関係がなく、子会社の常勤取締役が取締役会の定足数以上を占めていること
- ⑤原則として親会社からの出向者がいないこと
- ⑥親子間に資産の賃貸借関係が原則としてないこと

ところが、1990年代後半からこの審査基準が徐々に緩和されていったと言われています。

まず、1996年1月の上場審査基準の改定により、子会社経営の独立性に配慮しつつ、企業の実態に即して弾力的に取り扱うという方針のもとで、②、③、⑥の要件を廃止しまして、代わりに、a. 親会社等又は申請会社が、申請会社又は親会社等の不利益となる取引行為を強制し、又は誘引していないこと、b. 申請会社と親会社等が、通常取引の条件と著しく異なる条件で営業上の取引その他の取引を行っていないこと、c. 申請会社が、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、という要件が示されています。また、①の親会社が上場しているという要件につきましては、d. 店頭登録会社や有価証券報告書提出会社に拡大されています。

さらに、1998年1月の上場審査基準の改定によって、④と⑤の兼任・出向制限の要件が外されました。

このような1990年代の動きを見ますと、規制緩

和ということになるかと思いますが、現在、上場子会社の存在がグループ経営の阻害をしているのではないかといった指摘があるわけですが、この問題は、1990年代後半の規制緩和が招いたとして、東証にも責任の一端があるというような指摘が、経済産業省のCGS研究会（コーポレート・ガバナンス・システム研究会）であったようです。

B. 2007年以降の上場制度整備

子会社上場の推進というのが1990年代後半からの流れだったわけですが、それが大きく変わった契機は、公式的なものとしては、2007年3月に公表された上場制度整備懇談会中間報告であると思われま

す。制度整備の方向性として、「子会社上場については、新規上場審査における独立性確保の確認だけでなく、既上場会社が親会社を有することとなった場合の対応や、継続的な利益相反による弊害の防止措置、親会社を有していることに伴うリスクの投資者への周知に向けた施策を強化すべきである」として、上場審査の局面のみならず、上場管理の局面でも利益相反防止等の施策を市場運営者として行うことを示唆しています。

その後の改定内容ですが、これはまさに現在の上場規程の内容そのままの話ですので、大まかなところはレジュメの2頁に記載のとおりということで、ご説明は省略させていただきます。

2. 東証のスタンス

2007年以降の一連の制度改定の中にあって、とりわけ現在の制度を整備するに当たっての東証の基本的なスタンスを示してくれていると思われる重要な文書が資料1と資料2です。

A. 子会社上場一般

まず、資料1は、2007年6月に公表された「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」です。

これは、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など独自の弊害もあるということから、子会社上場は一律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きれない」との基本姿勢を示したうえで、新規上場を目指す関係者も、既上場の子会社関係者も、株主の権利や利益への一層の配慮、投資者をはじめとする市場関係者に対する積極的なアカウンタビリティの遂行に努めることが望ましい、といった考え方を示している文書かと思えます。

B. 中核的な子会社の上場

他方、資料2は、東証、大証、名証、福証、札証、JASDAQの連名で2007年10月に出された「中核的な子会社の上場に関する証券取引所の考え方について」です。

これは一言で言うと、中核的な子会社を上場することは、よほどのことがない限り認めないという基本姿勢を示している文書であるように私には見受けられます。

3. 上場子会社の数

上場子会社がどれくらいあるかについて、資料3は、「コーポレート・ガバナンス白書2019」の8・9ページを抜粋したのですが、372社が親会社を有しているということにして、かつ、313社が親子上場、すなわち親会社も子会社も上場している会社のようなようです。

また、新規子会社上場の履歴ということになるわけですが、前述の2007年の取引所連名の見解の公表時から数年間は1桁台だったものが、2014年以降、本則市場では毎年4～6件、トータル15件前後で推移しているようです。2017年は、本則市場で6件、合計13件という数値が、IPOガイドブックのような本には載っていません。

前置きが長くなりましたが、以下で具体的な上場規程の検討に入らせていただきます。

II. 上場審査

まず、子会社上場の審査についてです。

1. 規定・審査基準・審査資料等

(1) 新規上場に関する諸規則

一般的に、新規上場に関する諸規則としては、上場規程・規程施行規則・上場審査等に関するガイドライン(以下「審査GL」という)があります。証券六法にも載っていますので、御覧いただければと思います。

以下では、国内会社の東証市場第一部上場を念頭に上場審査について説明させていただければと思います。

(2) 審査基準

上場申請に当たって求められる形式要件(上場規程205条等)に適合していることを前提として、上場規程207条の基準に基づき実質審査が行われるということです。

上場規程207条1項は、新規上場申請者及びその企業グループに関して、①企業の継続性及び収益性、②企業経営の健全性、③企業のコーポレート・ガバナンス及び内部管理体制の有効性、④企業内容等の開示の適正性、⑤その他公益又は投資者保護の観点から東証が必要と認める事項を審査するとされています。

その具体的内容は、審査GLにより定められています(上場規程207条4項)。

(3) 審査資料

この審査は、新規上場申請者が提出する書類(上場規程204条参照)と「質問等」に基づきなされます(上場規程207条2項)。

a. 提出書類

上場規程204条1項では、「有価証券新規上場申請書」と「新規上場申請に係る宣誓書」が定められていますが、申請書の添付書類については、上

場規程 204 条 2 項が規程施行規則に委任していません。

b. 添付書類

規程施行規則 204 条 1 項では、新規上場申請のための有価証券報告書、定款、経理規程等の諸規程の写し、株券等の分布状況、新規上場申請者が親会社を有している場合には当該親会社等の決算の内容を記載した書面等、規程施行規則の第 412 条に定める支配株主等に関する事項を記載した書面（上場規程 204 条 2 項・規程施行規則 204 条 1 項 30 号）というものが規定されています。ここでは、子会社上場に特化して、特に関係しそうな書類だけを抜粋していることとお断りしておきます。

恐らく一番重要であると思われるのが、支配株主等に関する事項を記載した書面であるかと思いますが、この書面は、その名のとおり、上場後は、上場規程 411 条 1 項・規程施行規則 412 条によって、支配株主又はその他の関係会社を有する会社について毎事業年度終了後 3 か月以内に提出が義務付けられる同名の「支配株主等に関する事項を記載した書面」と同内容でありまして、その記載内容は、「親会社等の企業グループにおける位置付けその他の親会社等との関係」や「支配株主等との取引に関する事項」が含まれていますので、以下で述べます健全性審査の重要な資料になると思われます。これは、上場管理のところでも出てきますので、詳細は上場管理のところでお話ししようと思っています。

他方、支配株主を有していない新規上場申請につきましても、新規上場申請に係る株券等の上場後において支配株主を有することとなった場合には、支配株主との取引等を行う際に少数株主の保護の方策をとる旨を確約した書面の提出が求められています。

2. 子会社が上場する際の審査

では、実際に子会社が上場する際の上場審査はどのような観点からなされているのかということ

ですが、子会社上場において中心的な審査項目は、健全性審査であると思われます。

A. 健全性審査

その具体的な内容としては、上場子会社に限らない一般的な審査内容としての関連当事者取引及び役員状況、それから、特に子会社上場の場合に特徴的な審査内容である、親会社からの独立性というものがあるかと思えます。

(1) 関連当事者との取引

まず、健全性審査の一般的な項目として、審査 GL II 3 (1) では、関連当事者等との間で、間接取引や無償取引等を含む取引行為その他の経営活動を通じて不当に利益を供与又は享受していないと認められること、というのがあります。この関連当事者というのは、財務諸表規則上の概念を援用して（審査 GL II 3 (1) 注 1）、親会社及びそのグループ会社が含まれますので（財務諸表等規則 8 条 17 項 1 号・3 号参照）、親会社等による取引を通じた利益の搾取がないことも一つの審査項目となっていると見ることはできるかと思えます。

もっとも、私が見た範囲では、東証が出している新規上場ガイドブックに、関連当事者との取引に関して親会社に特化したような説明などはなかったように思います（新規上場ガイドブック 57-58 頁）。

具体的な審査内容を子会社上場に特化して読み替えて示すとすれば、新規上場申請の子会社が親会社及びそのグループ会社と取引を継続する合理性及び取引価格を含めた取引条件の妥当性を有すること、親会社及びそのグループ会社が自己の利益を優先することによって新規上場子会社の企業グループの利益が不当に損なわれる状況にないこと、という観点からの審査がされているはずだということになります。

ここで、新規上場ガイドブックにおきまして、上場申請者側にとって有利な条件であったとしても、その利益を享受することで関連当事者の上場

申請者への影響力が著しく高まるような場合には、不当な利益享受であるとみなすとされている点は興味深いものです。これを親子会社の文脈に引き直すとすれば、親会社による子会社利益の搾取ではなく、子会社による利益の享受と引き換えに親会社の影響力が高まる場合も警戒しているということになるかと思えます。

(2) 役員の状況

新規上場申請者の役員構成に関する一般的な審査項目として、「他の会社等との役職員等との兼務の状況が、当該新規上場申請者の役員として公正、忠実かつ十分な職務の執行又は有効な監査の実施を損なう状況でないと認められること」（審査GLⅡ3(2)）というのがあります。

この点に関しまして、新規上場ガイドブックでは、子会社上場の場合には、「親会社等の役職員と兼職又は親会社等から出向している取締役の合計人数が、取締役会（委員会設置会社においては各委員会を含む）の半数以上を占める場合や定款において定められた決議要件の加重により、その経営方針の決定や業務執行に当たって親会社等の影響を強く受ける形態である場合には、少数株主保護の観点から審査の進め方はより慎重なものとなるとされています（新規上場ガイドブック 58 頁）。

(3) 親会社等を有している場合の特別の審査項目

健全性の審査において、子会社上場の場合の特別な審査項目として、レジюмеに書いています a～c の観点その他の観点から親会社等からの新規上場申請者、すなわち子会社の独立性が審査されます（審査GLⅡ3(3)）。

a は、一言で言うならば、親会社等の一部門と認められる状況にないという形で、いわば構造的独立性を、b は不利益となる取引行為を強制又は誘引しないという取引条件の独立性を、c は親会社の出向者に過度に依存していないという人事的独立性を要求していると私は理解しました。

a. 親会社等の一事業部門と認められる状況にない
新規上場ガイドブックの記載を要約しますと、親会社等の一事業部門と認められる状況か否かは、機能的独立性、取引的独立性、財務的独立性の三つの独立性が要求されているように思われます。

①機能的独立性

まず、機能的独立性と私が呼ぶものです。これは後に述べます c の人事的独立性とも密接に関係しますが、役職員との兼任、親会社からの直接の指図、あるいは親会社の同意といった形で親会社の意向が反映されると、子会社自身が独立した意思決定を行えなくなり得るのではないかという観点から、意思決定の独立性の審査と開発・販売活動等の活動の自立性を審査するものであると考えられます。とりわけ意思決定の独立性に関しては、親会社からの事業分野の調整の圧力に抗えるだけの抵抗力があるかという点に関心が向けられているように思われます。

②売上依存度

親会社等に対して売上を計上している場合には、親会社等と事業活動において密接なつながりがあることが想定されることから、実際の審査においては、「申請会社が当該事業において果たしている実質的な機能等を慎重に確認したうえで、親会社等に事業上専ら依存している状況にないかどうかを判断」するのだとされています（新規上場ガイドブック 63 頁）。

要するに、親会社に対する売上が子会社に立っているときに、親会社の意向でその売上が左右されるのか、そうではなく、第三者的な顧客の意向のみで売上が左右されるのかという点が分水嶺になっていると私は読みました。

もともと、後者の場合、第三者的な顧客の意向のみが売上を左右する場合は独立性がある、ということを行っているかのように思えるわけですが、その場合に、親会社の一事業部門とはみなされな

いという理由は、親会社は単なる口座というか、アカウントを貸しているみたいなものだからだということが理由付けとしてあるのだと思います。しかしながら、それでも親会社を取引として通すということにはそれなりの理由があるはずだと思います。例えば、本来親会社を通さなくても売れるものを通していただとすれば、それは親会社への利益供与のためという可能性が出てくるわけですし、親会社を通さないと売れないのだとすれば、親会社が締めつければもはや外部には売れないという話になってくるわけですから、親会社にかんがりの割合の売上を立てている段階で、独立性はかなりフィクションに近いものになるのではないかと私は思いました。

③親会社からの借入等

親会社等からの与信を受けているような場合については、比率・金額などにおける親会社への依存度や事業活動上の重要性等を参考にして、一事業部門か否かの判定を行うということで、要するに独自の資金調達能力があるかという点が審査されていると見ることができると思われます。

この点に関しまして、企業グループ内で資金融通を行う CMS（キャッシュ・マネジメント・システム）につき、親会社の CMS に上場申請する子会社が組み込まれている場合の取扱いが問題となります。この場合、CMS を利用している会社（貸し手、借り手）が相当数あって、「かつ当該 CMS が相当の資金規模を有しているなど、実質的に金融機関と同様の機能を果たしていると考えられる場合は、親会社等から直接借入れを行っている場合と比較すると、申請会社独自の資金調達能力を疑わせるものではないと考えられることもあ」と書いてあります（新規上場ガイドブック 64 頁）。

しかしながら、グループ内の資金プールの形態やボリュームによって子会社の資金調達能力が決定付けられるかのようなロジックは、いま一つ私には理解できないところです。

以上が親会社等の一事業部門と認められる状況

にないかどうかの審査ですが、仮に一事業部門である懸念があると判定された場合には、出資の引き下げの方向性を踏まえて判断がなされるということになっています。

b. 親会社等との取引条件の適正性

審査 GL の II 3 (3)b、通常の見取条件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、という審査項目を見たいと思います。

これは言うまでもなく、こうした取引行為によって子会社の利益が損なわれるものですし、子会社の意思に反する取引条件を親会社から強制している場合には、上場会社としての独立性が確保されているとは言えないからだと思います。

ここで留意すべきであるのは、親会社に不利な条件である場合もだめだとされている点、及び通常の見取と同様の条件かどうかの確認に当たっては、他の取引との見取条件の比較ですとか、見取条件の設定方法の確認を行うとされている点です。

まず、親会社に不利な条件でもだめだとされている点につきましては、一般の見取項目である関連当事者取引の見取の場合と異なって、子会社に利益を与えることによって、かえって親会社の子会社に対する影響力が強まるといった限定は付されていません。そうすると、単純な子会社の利益の享受も基本的にだめだということになりそうです。子会社の利益のみを考えるのであれば、子会社に有利であれば目くじらを立てる必要はなさそうですが、もしかしたら、そのような親会社から子会社への利益移転という収益源には継続性がないのだといった視点から問題視しているのかもしれない。

他方、後者、他の見取条件との比較ですとか見取条件の設定方法の確認、通常の見取と同様の条件かどうかの確認をするということですが、会社法的な観点からは、一般的には第三者との取引行為との比較、すなわち市場価格との比較が議論の

中心にあるかと思えます。新規上場ガイドブックでも、営業取引や資金取引等についてはその旨が示されています。

他方で、ブランド使用料などについては、市場価格を考えにくいことから、親会社等の企業グループに属する他社の取引条件との比較やブランド使用料の決定方法といった点を確認するとされています。また、それぞれの取引について過去における取引条件の推移の状況なども考慮する、ともされています（新規上場ガイドブック 64 頁）。このあたりは、市場価格以外の考慮要素も加味できることを示しているということが言えるかと思えます。

c. 親会社等からの出向者の受入れ

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につきましては、子会社グループが親会社から独立して事業活動を行ううえで必要な人員を確保できる状況にあるかどうかを確認するとされています（新規上場ガイドブック 65 頁）、出向者を受け入れている場合には、出向者の配置状況等から子会社の経営の独立性が阻害されていないかを確認するとされています。

経営方針の決定や親会社等との取引に関係のある部門を管掌する役員・部門長には、基本的にはプロパーの人間を配置することが求められているということになりそうです。

なお、一般的な解説書ですので真偽のほどは分かりませんが、親会社からの役員は非常勤で 2 名程度までが一般的だと書かれているものもありました。

B. 親会社等の情報開示の適正性

上場規程 207 条 1 項が定める審査基準のうち、企業内容等の開示の適正性という観点から、審査 GL II 5 (4) では、親会社が上場会社等としてディスクロージャーの義務が課されている必要があります、

そうでなければ、親会社情報のうち子会社の経営に重大な影響を与えるものを投資者に対して適切に開示することに親会社等が同意していることについて書面により確約することが求められています。

もともと、ここで書面の提出義務を負うのはあくまで申請会社、すなわち子会社であって、支配株主等、すなわち親会社ではないと思われます。ここに、取引所と上場申請者との間の上場契約による規律の限界があるように思われます。

少なくとも子会社上場の場合は、現実問題としては、親会社のイニシアチブがなければ上場は実現しないように思われますので、親会社をも上場契約の当事者として継続的な開示義務を課することができないのかという点は、少し気になるところではあります。

C. 上場承認後（？）の公衆縦覧

上場規程 204 条 12 項 1 号に、コーポレート・ガバナンスに関する事項について記載した報告書を公衆縦覧に供しなさいという規定があるのですが、規定の読み方が私は少し分からなくて、恐らくはこう読むのだらうと思うのですが、本則市場へ新規上場申請を行う新規上場申請者は、東証が新規上場申請に係る株券等の上場を承認した場合には、コーポレート・ガバナンス報告書（以下「CG 報告書」という）を提出して公衆縦覧に供しなさいという規定なのだとは読みました。この読み方が正しいかどうかは、後ほど伺いできればと思います。

CG 報告書は、正式には「コーポレート・ガバナンスに関する基本的な考え方及び資本構成、企業属性その他の新規上場申請者に関する基本情報（支配株主を有する場合は、当該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含む。）」というもので、規程施行規則 211 条 4 項 6 号では、独立役員確保の状況等についての趣旨説明が定められています。

先ほど、上場申請時に提出する添付書類の一つ

に、支配株主等に関する事項があるのだと申し上げました。実は、その記載事項として、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の履行状況を記載せよとされています。しかしながら、この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というのは、私が見る範囲では、上場承認後に提出すべきだと思われるCG報告書の中ではじめて決められて開示される制度の建付けであるように読みました。

そうしますと、上場審査の段階でその履行を書かなければならない指針あるいは方策は、実は上場審査が通ってから決めるというように前後関係がおかしくなるのではないかというような疑問を持ちました。読み方がおかしいのかもしれませんが、また実際上問題になることはないと思いますけれども、ごりごりと厳密に考えていきますと、より具体的には、少数株主保護の方策あるいは指針といったものが上場審査の対象になるのか、それとも、そういった方策や指針というのは上場が承認されてからゆっくりと自主的に上場子会社が決めればよいのかという違いになって表れてくるように思われます。

私の仮説としては、私の読み方が正しいとすると、上場申請の前段階において一旦仮の指針を決めたうえで、その指針を定める方策が上場申請前の段階でどのように履行されているかを上場申請時の支配株主等に関する事項に記載して提出する。その履行状況を踏まえて、東証として指針あるいは方策について何らかの改善指導をして、その形で適切になった本決まりの指針をようやく上場承認後にCG報告書で公衆縦覧に供するというのが想定されるプロセスなのかなと思うわけですが、私の読み方がややおかしいのかもしれませんが、規定として何かそのあたりが明確になっていないような印象を受けました。

以上が、子会社が上場する際の審査についての大枠です。

Ⅲ. 上場管理

次に、話は変わりますが、上場されている会社の子会社である場合の上場管理の規律についてご説明したいと思います。

1. 上場子会社に適用される規程類

この規律は、前述のような形で上場子会社が審査を経て上場された後に適用される規律であると同時に、従前独立した会社であったものが企業買収等により新たに親会社・支配株主を生じた場合にも適用される規律であるという点が特徴的かと思えます。

しかしながら、上場子会社固有の規定がまとまって存在しているわけではありません。むしろ個別の規定のうち、支配株主の存在を前提とした規律を私なりにピックアップして、それを親子会社関係に当てはめるという作業を以下で行っていますので、もしかすると抜け漏れ、あるいは勘違い等もあるかもしれませんが、ご容赦いただければと思います。

A. 独立役員等の確保

子会社であるといえども、上場会社である以上、独立役員等の確保に関する企業行動規範が問題となります。この点につきましての一般的な規律については、既に本研究会におきまして伊藤先生よりご報告されていますが、本報告では、とりわけ独立役員の期待される役割について少し問題提起をさせていただければと思います。

(1) 遵守すべき事項～独立役員等の確保（上場規程 436 条の 2）

a. 規定内容

念のため独立役員等の確保に関する規律の内容を確認しておきますと、上場規程 436 条の 2 第 1 項で、独立役員を 1 名以上確保しなければならないと定められていまして、ここでの独立役員というのは、一般株主と利益相反が生じるおそれのない社外取締役又は社外監査役をいう、とされています。

上場管理ガイドライン(以下「上管 GL」という)というものもありまして、以下、上管 GLⅢ 5 (3)の2では、企業行動規範違反に対する措置のペナルティーを決める際の判断基準としていろいろと定めているわけですが、東証としては、独立性を親会社、兄弟会社からの独立も含めて考えているということになるかと思えます。

b. 独立役員に期待される役割

独立役員の確保の目的は、一般株主の保護のためであるとされています。ここでいう一般株主とは、「独立役員に期待される役割」という上場制度整備懇談会(2010年3月31日)の見解によりますと、株式の流通市場を通じた売買によって変動し得る株主であって、「個々の株主としては持分割合が少ないために単独では会社の経営に対する有意な影響力を持ち得ない株主」とされていますので、上場子会社の場合には、いわゆる少数株主がここでいう一般株主に該当することになります。

そして、独立役員には、上場会社の取締役会などにおける業務執行に係る決定の局面等において一般株主の利益への配慮がなされるよう必要な意見を述べるなど、一般株主の利益保護を踏まえた具体的行動を執ることが期待されているとされており、特に業務執行の決定一般について一般株主の利益への配慮のために独立役員を備えるというのが規律の目的かと思えます。

(2) 望まれる事項～取締役である独立役員の確保等

他方、上場規程 445 条の4で、「望まれる事項」として、取締役である独立役員を少なくとも1名以上確保するよう努めなければならないとされています。ここで、少数株主保護の観点から、子会社の独立役員が取締役であるべきかどうかの問題となるように思います。

子会社の独立役員が取締役でなければ監査役ということになるわけですが、その機能の違いはどのような点にあるのか、そしてそれを踏まえてな

お、東証として上場子会社の独立役員は取締役である方が望ましいと考えているのか。あるいは、もしかしたら両方必要だから上場子会社の場合にはより加重された独立役員の整備が求められているのだと考えるのか、そのあたりを問い得るように思われます。

B. 開示

(1) CG 報告書(上場規程 419 条)

まず、上場承認後に提出が求められている CG 報告書は、その内容に変更が生じた場合には遅滞なく報告書を提出する必要があります。

資料4として、実際の上場子会社の開示例である、日立製作所を親会社とする日立建機の2019年7月1日のCG報告書を配付しています。

a. 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

本報告との関係で最も関係が深い記載事項は、規程施行規則 415 条1項1号に定められた、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かと思えます。

会社情報適時開示ガイドブックに記載上の注意等が載っているわけですが、そこには、支配的影響力行使により少数株主が害され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等について具体的に記載すべきだとされています。

また、同じく記載上の注意では、この指針においては、あるべき取引の水準についても言及することが前提とされているような記述があるわけですが、この水準というのが何を意味しているのか、いま一つ判然としません。数量的な、これぐらいの数量だったら手続をとらないといけないよというふうに書いているようにも見えますし、これぐらいの値段の水準であるべきだと考えている旨を書くというふうにも読めるということで、一体この水準というのは何なのだろうというのが、私がちよっと悩んでいたところです。

なお、ここで記載しました指針に定められました方策の履行状況につきましては、後ほど(3) aで申し上げます支配株主等に関する事項の開示の対象となります。

b. 「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」

さらに、記載上の注意では、CG 報告書の「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」欄に、親会社を有する場合においては、その事実及び当該関係を踏まえたコーポレート・ガバナンスに関する考え方について記載すること、具体的には、当該親会社からの独立性確保に関する考え方・施策を記載することが望まれる、とされています。

(2) コーポレートガバナンス・コードのコンプライ・オア・エクスプレイン（上場規程 436 条の 3）

これも伊藤先生のご報告の中にありましたが、上場規程 436 条の 3 で、コーポレートガバナンス・コードの各原則を実施するか、実施しない場合にはその理由を CG 報告書において説明するものとされています。

a. 関係する規定

コーポレートガバナンス・コードの内容として、上場子会社に関係しそうな規定は、レジュメ 11～12 ページに、私が気づいた範囲でピックアップしています。

まず、基本原則 1 において、株主の実質的な平等性の確保がうたわれていまして、そのうえで原則 1-7 の「関連当事者間の取引」において、「上場会社はその役員や主要株主等との取引（関連当事者間の取引）を行う場合には、そうした取引が会社や株主共同の利益を害することのないよう、また、そうした懸念を惹起することのないよう、取締役会は、あらかじめ、取引の重要性やその性質に応じた適切な手続を定めてその枠組みを開示

するとともに、その手続を踏まえた監視（取引の承認を含む）を行うべきである」と定められています。

立案担当者の解説では、ここでの手続としては、事前の取締役会による承認や、それだけでは適切な監視が実践できないと考える取引がある場合には、任意の諮問委員会の活用をするといった対応が述べられています（油布志行ほか「「コーポレートガバナンス・コード原案」の解説〔Ⅱ〕」（商事法務 2063 号（2015 年）54 頁））。

また、原則 4-3 では、「取締役会の役割・責務(3)」として、「取締役会は、経営陣・支配株主等の関連当事者と会社との間に生じ得る利益相反を適切に管理すべきである」とされています。

立案担当者によりますと、前述の原則 1-7 は、この原則 4-3 の具体例であると理解されています。そうしますと、原則 4-3 は、原則 1-7 で考えた方策以外も考えよということになりそうです。

もっとも、原則 1-7 以外の方策を考えていない場合に、原則 4-3 のエクスプレインが必要なのかどうかはいま一つよく分からないところです。

それから、原則 4-7 では、「独立社外取締役の役割・責務」として、(iii)会社と経営陣・支配株主等との間の利益相反を監督すること、(iv)経営陣・支配株主から独立した立場で、少数株主をはじめとするステークホルダーの意見を取締役に適切に反映させること、が掲げられています。

コーポレートガバナンス・コード等のフォローアップ会議におきまして、(iii)と(iv)の原則が重要だというような意見書が出されています。ただ、立案当初は、(iii)や(iv)よりも先に、いわゆる助言機能に係る役割・責務が記載されていることに留意せよというような解説がありました（油布ほか・前掲 47 頁）。ここでも、前述のように、独立社外取締役とは一体どのような機能が期待されているのかという点に揺らぎがあるように見受けられます。単純な二分論で恐縮ですが、攻めのためなのか、守りのためなのかという話です。これは次の原則 4-8 でも同様かと思えます。

原則 4-8 では、独立社外取締役を少なくとも 2 名選任すべきこと。また、業種・規模・事業特性・機関設計・会社を取り巻く環境等を総合的に勘案して、少なくとも 3 分の 1 以上の独立社外取締役を選任することが必要と考える上場会社は、そのために十分な人数の独立社外取締役を選任すべきことを定めています。

この部分は、恐らく上場子会社の独立社外取締役にどのような機能を期待するかによって、2 名以上で足りるのか、3 分の 1 以上必要なのかといった点は大きく異なってくるように思われます。

以上が上場子会社に関係しそうなコーポレートガバナンス・コードの原則ですが、これらの原則の不遵守時のエクस्पラインは、伊藤先生のご報告にもあったかと思いますが、CG 報告書の中に記載されます。

b. 開示媒体・開示内容等

また、原則 1-7 は、コーポレートガバナンス・コードにおいて特定の事項を開示すべきとする原則ですので、その枠組みの開示は必ず行わなければいけないということで、それも CG 報告書を使って行われるということのようです。

(3) 親会社等に係る事項の開示

a. 支配株主等に関する事項の開示（上場規程 411 条 1 項）

上場審査のところでも出てきました支配株主等に関する事項が、上場子会社と親会社との関係の開示を継続的に行う媒体として、重要であると考えられます。

上場後は、上場規程 411 条 1 項によりまして、支配株主等を有する上場会社は、事業年度経過後 3 か月以内に規程施行規則で定める支配株主等に関する事項を開示しなければならないとされています。

実際の具体例として、資料 5 は、日立建機が 2019 年 5 月 21 日に出しました「支配株主等に関する事項について」という書面です。

支配株主等に関する事項としての開示内容は、規程施行規則 412 条で定めています。

- ①親会社等の商号・名称、その議決権所有割合、親会社等の上場先金融商品取引所等
- ②親会社等が複数ある場合は、親会社等のうち上場会社に与える影響が最も大きいと認められる会社等
- ③非上場の親会社等が決算開示の免除の適用を受ける場合、その理由
- ④親会社等の企業グループにおける位置付けその他の親会社等との関係
- ⑤支配株主等との取引に関する事項
- ⑥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に定める方策の履行状況

とりわけここで重要であると考えられるのは④、⑤、⑥かと思いますが、以下ご説明をさせていただきます。

④親会社等の企業グループにおける位置付けその他の親会社等との関係

(ア) で、親会社等の企業グループにおける上場会社の位置付けについて、親会社等やそのグループ企業との取引関係や人的関係、資本関係の面などから記載せよとされています。特に役員の兼務状況、出向の受入れ状況、それから賃貸借関係等がある場合にはその状況、しかも数、金額、構成比等を用いて具体的に書くように求められています。それから、なぜそのような形態をとっているのかの理由を記載することが望まれるとされています。

(イ) で、この (ア) の記載を踏まえて、「親会社等の企業グループに属することによる事業上の制約、リスク及びメリット、また、上場会社が、親会社等やそのグループ企業との取引関係や人的関係、資本関係などの面から受ける経営・事業活動への影響等」について記載させて、(ウ) で、この

(イ)の影響があってもなお、親会社からの一定の独立性を確保していること、そのために何をしているのかということについて記載し、以上の(ア)～(ウ)を踏まえて、結論といたしますか、(エ)として、親会社等からの一定の独立性の確保の状況を理由を含めて記載せよということになっています。

もともと、実際にここまで詳細な開示をしている上場子会社は、ちらちらと見ただけですけども、あまりないように思われます。

ただし、親子会社間で紛争が生じた事案では、この部分の記載を非常に厚くしたという事例も見られました。

⑤ 支配株主等との取引に関する事項

財務諸表規則と連結財務諸表規則によって、財務諸表と連結財務諸表に記載される関連当事者との取引に関する事項のうち、親会社等についての取引に関する事項を記載することになっていまして、これは決算短信の注記を御覧くださいという形で参照させるだけでも構わないとされていまして、比較的多くの会社がそのような形態を採っているかと思えます。

ただ、日立建機に関しては、まじめにというか、改めて書いていたと思います。

⑥ 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に定める方策の履行状況

CG報告書に記載した「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」に定める方策の履行状況を記載するという事です。

b. 親会社等の年度・中間・四半期決算の内容の開示（上場規程 411 条 2 項～ 4 項）

上場審査のところでも述べましたが、親会社が非上場会社である場合などには、親会社の決算内容が定まったときには、上場会社は直ちにその内

容を開示しなければならないということになっています。

C. 支配株主との取引の意見聴取（上場規程 441 条の 2）

以上が、子会社が上場している場合における親会社との関係等についての開示ですけれども、特定のイベントが生じたときに子会社として対処しなければならない事項として、上場規程 441 条の 2 において、支配株主との重要な取引等に係る遵守事項が定められています。

その内容は、支配株主を有する上場会社については、トリガーイベントが発生したときには、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つき、当該支配株主等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しています。

(1) 具体的なイベント～軽微基準まで含めた適時開示の準用

トリガーイベントというのは、レジюмеにつらつらと書いていますが、基本的には、軽微基準までを含めた適時開示の水準が準用されているということです。

(2) 具体的にすべき内容

トリガーイベントが生じたときに具体的に何をしなければならないかといいますと、基本的には決定に係る事項ですので、そ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つき、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ということです。

a. 「少数株主との間に利害関係を有しない者」

会社情報適時開示ガイドブックによりますと、例えば買収防衛策導入会社の実務において実施されている特別委員会に相当するような第三者委員会や、支配株主と利害関係のない社外取締役又は社会監査役などが想定されているということです。

b. 「少数株主にとって不利益なものでないことに関する意見の入手」

同じく会社情報適時開示ガイドブックによりますと「例えば、取引等の目的、交渉過程の手続き（合併比率等に係る算定機関選定の経緯、決定プロセスにおける社外取締役又は社外監査役の関与など）、対価の公正性、上場会社の企業価値向上などの観点から総合的に検討を行ったうえで、当該決定が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したもの」が想定されています。

具体的には、合併等の組織再編行為は、支配株主と利害関係のない算定機関から対価の公正性等に対するいわゆるフェアネス・オピニオンを取得している場合、そのフェアネス・オピニオンで少数株主にとって不利益でないことに関して言及されているのであれば、それは意見の入手を行ったものとして取り扱うのだとされています。

また、二段階スクイズアウトなどについては、一連の行為を一体のものとして意見の入手をすればよいとされています。

意見の入手時期につきましては、通常、重要な取引を決定する日までとされています。条件等が決まっていない場合は、後日の条件決定時に入手すればよいけれども、適時開示でその意見が未入手である旨は開示をしなければならないとされています。

D. 支配株主との取引の健全性の毀損による上場廃止（上場規程 601 条 1 項 9 号の 2）

（1）上場廃止基準

次に、上場廃止に関する規定もあります。上場規程 601 条 1 項では、本則市場の上場内国株券等が次の各号のいずれかに該当する場合には、その上場を廃止するものとするとして、9 号の 2 「支配株主との取引の健全性の毀損」として、「第三者割当により支配株主が異動した場合において、3 年以内に支配株主との取引に関する健全性が著しく毀損されていると当取引所が認めると

き」が掲げられています。

（2）該当性の審査

第三者割当により支配株主が異動した場合という要件に該当した上場会社については、1 年ごとに各事業年度における支配株主との取引状況等について記載した書面の提出を速やかに行わなければならないとされています。

また、支配株主との取引状況等に関して東証が必要と認めて照会を行った場合には、直ちに照会事項について正確に報告する義務があり、これらに基づいて支配株主との取引に関する健全性が著しく毀損されているかどうかの該当性を審査するとされています。

（3）支配株主との取引状況等に関する報告書

この審査のために提出される支配株主との取引状況等に関する報告書というのがありますが、見てみると、宛て先が東証になっていますので、これは多分開示されていないのではないかと思います。その記載内容は、取引の内容と取引についての考え方・評価の 2 項目ですが、記載上の注意によりますと、具体的な取引条件及びその決定方法欄には、現在の取引条件のほか、当該取引の決裁権限と手続について具体的に記載しなければならないとされています。

また、各取引について、取引に係る意思決定手続の正当性についての考え方、取引の合理性や取引条件の妥当性についての考え方を記載したうえで、取引の問題性についての会社の評価、問題の有無についての認識を記載するとされています。

以上が、子会社が株式を上場している場合において、当該上場子会社に適用されそうな上場規程類です。

2. 上場親会社に適用される規程類

他方で、冒頭に述べましたように、親子上場が割と多いわけです。したがって、上場子会社の親会社も上場会社として上場規程の適用があるとい

うこととなります。私は日頃から親子会社関係は常に上から（親会社側から）と下から（子会社側から）の両方から見ないといけないと主張していますので、ここでも、上場親会社について、その上場子会社に関してどのような規律が適用されるのかということを示しただけ見ておきたいと思えます。

A. 親会社の独立役員への役割

まず、独立役員に関してですが、親会社も上場会社である以上、独立役員等に関する規律、独立役員への確保と、それがなるべく取締役であることというのは適用されることとなります。それらの独立役員に期待される役割としての、一般株主の利益保護を踏まえた行動をとるということに関して、そこでいう一般株主に子会社少数株主が含まれるかが問題となります。この点について、東証として何らかの態度を示したものは無いようですが、恐らくここでの一般株主、親会社にとっての一般株主には、子会社少数株主は含まれないと断言する必要はないかもしれませんが、少なくとも念頭には置かれていないのであろうということはあるかと思えます。

B. 開示

続きまして、上場子会社を有する上場親会社の開示の規律についてご説明します。

(1) CG 報告書（上場規程 419 条）

資料 6 で、日立建機の親会社である日立製作所の 2019 年 6 月 28 日の CG 報告書を例として示しております。

a. 「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」

この報告書の基本情報、「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」の記載上の注意では、上場子会社を有している場合については、例えば当該会社が当該子会社の独立性に関する考え方・施策等について記載するこ

とが望まれるとされています。

b. 「内部統制システム等に関する事項」

他方で、CG 報告書の IV 「内部統制システム等に関する事項」の内部統制システムに関する基本的な考え方及びその整備状況の記載上の注意では、グループ会社を有している場合には、当該会社並びにその親会社及び子会社から成る企業集団における業務の適正を確保するための体制の整備について記載することが考えられるとなっています。

ここでは、上場子会社に特定して言及しているわけではありませぬので、この場合に親会社のグループ内部統制システムにおいて上場子会社がどのように取り扱われるかという点は、記載事項として何も言っていないということになるのかもしれない。

資料 6 の日立製作所の CG 報告書では、子会社への内部監査をするということには言及されていますが、ここでの子会社に上場子会社が含まれるかは明らかにはなっておりませぬ。しかしながら、資料 4 の日立建機の CG 報告書を見る限りでは、親会社からの監査を受け入れるというようなことが書かれていますので、日立製作所としては、子会社と漠と書いているけれども、実はそこには上場子会社を含んでいる場合もあるということになるかと思えます。

(2) コーポレートガバナンス・コードのコンプライ・オア・エクスプレイン（上場規程 436 条の 3）

コーポレートガバナンス・コードのコンプライ・オア・エクスプレインの規律に関して、上場子会社との関係で問題となりそうな原則としては、原則 1-7 と原則 4-3 が考えられるかと思えます。

原則 1-7 の関連当事者間の取引につきましては、関連当事者取引の概念自体に子会社との取引は含まないという理解が一般的なようですので、したがって、コンプライ・オア・エクスプレイン、あるいは関連当事者間取引の開示といったものに子会

社との取引は含まれていないようです。

上場子会社の側であれば、前述のように事前の取締役会による承認とか任意の諮問委員会による承認をして慎重に検討するということが具体例として挙げられているわけですが、親会社側には、親会社として子会社に不利益を与えることに対するチェックは期待されていないと見ることになるのかなと思います。

それからまた、原則 4-3 の取締役会の役割・責務というの、先ほどお話ししたように、親会社グループ内部統制システムにおいて上場子会社をどのように取り扱うべきかという問題について、コーポレートガバナンス・コードは特に態度を表明していないということかと思えます。

C. 不祥事予防のプリンシプル

コーポレートガバナンス・コードとは少し異なるものではありますが、日本取引所自主規制法人が 2018 年 3 月に公表しました不祥事予防のプリンシプルというのがあります。

(1) グループ管理関係のプリンシプル

その原則 5 では、グループ全体に行き渡る効率的な経営管理をなさいと書いてあって、そこに「多数のグループ会社を擁していて事業展開している上場会社においては、子会社・孫会社等をカバーするレポーティング・ライン（指揮命令系統を含む）が確実に機能し、監査機能が発揮される体制を、本プリンシプルを踏まえ適正に構築することが重要である」としたうえで、「グループ会社に経営や業務運営における一定程度の独立性を許容する場合でも、コンプライアンスの方針についてはグループ全体で一貫させることが重要である」としています。

(2) プリンシプルの性質

日本取引所自主規制法人と東証の市場とをどう位置付けるかという問題はありますけれども、この記載を見る限りでは、基本的には、JPX グループ

としては、上場子会社についても最低限コンプライアンスの方針については親会社と同じものにするべきであるということは考えているのだろうと思います。

もっとも、このプリンシプルの位置付けは少し微妙な問題を含んでいます。一言で言いますと、このプリンシプルというのは、そういう規範が存在しているというよりは、これからそういった規範を存在させていこうよというような、市場運営者によるステークホルダーへの期待の働きかけを通じた市場規律の向上といったものが狙われているように思われます。そうしますと、そういったコンプライアンスの方針までグループで一貫させる、しかも上場子会社まで含むというところまでは、今ある市場のルールとしては存在していないのかなと感じている次第です。

駆け足で、また雑駁な報告で大変恐縮でございますが、ご指導のほどよろしく願いいたします。

~~~~~

### 【討 論】

#### 【少数株主保護方策の策定と上場申請との関係】

○伊藤 ありがとうございます。

ご議論いただく前に、一か所、上場規程の読み方に不明な点があるとおっしゃっていたところがありましたね。レジュメの 9 ページ、「当該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」というものは、船津先生の読みでは、上場承認後に CG 報告書を書くときにその中ではじめて正式に策定されて開示されるものなのではないかということでしたね。

○船津 そうです。

○伊藤 可能性としては、もう一つ、少数株主保護の方策というものは、上場承認前から会社が有していることが望ましい。あるいは、少なくとも上場申請時点で申請者としてそのような方策を明確にしなればいけないということを前提に、



申請時からそのような方策の履行状況をチェックしようという規定であるという読みもできそうですね。

取引所から、そのあたりの理解の仕方を教えていただければと思います。

○早瀬（日本取引所自主規制法人上場審査部課長）  
※ 当該回の研究会に傍聴者として出席

上場審査部の早瀬と申します。よろしくお願いたします。今日はありがとうございます。

ご質問いただいております9ページのところの規則の読み方ですけれども、規則上は確かに、上場承認後に公衆縦覧されるCG報告書において少数株主の保護に関する指針を開示していただくことになっておりますが、実務上は、上場申請時に提出していただく新規上場申請に係る有価証券報告書（Ⅱの部）という資料において、CG報告書より詳細な内容を記載いただき、審査において実態を確認させていただいております。つまり、上場審査の段階で会社の方針について確認をさせていただき、それが適切にCG報告書に記載されているかどうかを確認させていただいているというような実務でございます。

○船津 ありがとうございます。

○伊藤 それでは、ご報告の内容についてまとめてご議論させていただければと思います。ご質問、ご意見をいただけますでしょうか。

#### 【子会社上場による「二重の利得」の意味】

○梅本 最初に参照されました資料1と資料2ですけれども、何となくしっくり来ないところがあります。「上場している親会社が企業グループの中核事業を担う子会社を上場させて新規公開に伴う利得を二重に得よう……」というのがいずれにも出てきますが、市場が効率的に働いていたとしたら、二重利得というのは生ずるのでしょうか。

○船津 うーん、そうですね（笑）。理論的にどうかといいますと、そうですね。ちょっと今直ちには思い浮かばないのですが。

○梅本 もちろん、市場は必ずしも効率的では

ないので、利得の機会があると。それを狙って親子上場するのは望ましくないというのであれば、分からないではないです。

○船津 少なくともそれは明らかにそうなのだろうなど。ただ、それでは実際にどうなのかという事は、今はやや適当に申し上げることになってしまいますけれども、もしかしたら、順番にもよったりするのかなという気はします。上場する順番ですね。親が先か、子が先かということもあるかもしれないかなという気は何となくしました。

○行澤 ですから、いわゆる利得というのは、具体的利得ということではないのです。そうではなくて、同じ事業を2回評価してもらって市場で資金調達を有利にさせてもらうということなのでしょう。ですが、理論的に効率的な市場を前提にすると、そういうことが起こることはないと思ひまして、親は親に対して、子は子に対しての評価が成立するはずですから、具体的な利得はないという理解でよろしいのですよね。

○梅本 同一の事業について二重に評価するのがよろしくない、これは分かるのです。ただ、かなり昔、東証も上場規程を設けてトラッキングストックというのを認めましたね。あれはまさに同一のものについて二重に評価する典型例ではないかと思うのですけれども……。

瑣末な話ですから、この程度にしておきたいと思ひます。

#### 【親会社との取引条件の適正性】

○行澤 後の方で言われた点で、ちょっと私も分かりにくかったので説明していただきたいのですけれども、8ページの「親会社等との取引条件の適正性」ということで、船津先生が、子会社にとって不利な状況というのはよく分かります。ただ、子会社にとって有利で親に不利なような場合でも、この適正性が確認されなければならない。なぜかという、親に不利、子に有利な場合もいわゆる独立性に対する懸念が生じる、というご説明だったと思うのです。例えば、非常に業績の悪い子会

社に有利な条件でこ入れする、あるいは救済的に一定期間取引する。そういったものをされると、親会社の独立性が侵害されると、そういうイメージなのでしょうか。それとも、もっと根本的な別の理由があるのでしょうか。

○船津 私がここで申し上げたのは、独立性というよりもむしろ継続性の問題でして、親会社が常に補助をするような取引をしている会社について、言ってみれば経済的な必要性がない状況でひたすら親が子に対して利益を渡しているということ自体が、継続的に期待できるような収益ではかいかからではないかと。

親としては、やめようと思えばやめられる話になりますので、そういうあたりなのかなと。考えられるとすればそういうことになるのかなということです。

○行澤 そうすると、この親会社等を有している場合の特別の審査で行おうとしているのは、そういう継続性、経済合理性がない取引をやっているかどうかという、全体的には効率性もチェックするという趣旨なのでしょうか。

○船津 いや、健全性ですので……。

○行澤 あっ、健全であるかどうか。

○船津 健全であるかということの中に、利益の継続性というのが含まれているのではないかと。ただ、継続性は別の規定なのですよね。そこはそうなのではけれども、健全性の中にも継続的な利益の獲得というものもやはり含めて考えるべきではないかなというのが私の考え方です。

○行澤 ただ、親子会社であることの経済合理性というのはそこまで狭く捉えないといけないのか、つまり究極的には子会社の株主の利益にとってそこまで狭く考えないといけないのかなという感じがして……。

確かに、子会社にとって有利な取引を継続することは親会社株主の利益に関わるような気がするのですが、それがグループ全体の経済的利益から見ても合理的であるかどうかというのは、別の問題なのかなと思ひまして。

○船津 会社法の議論として、その取引が誰かの善管注意義務違反を引き起こしますかどうかという話であれば、そういう議論はあり得ると思うのですが、ここは新規上場の話ですので、恐らく東証としては、そのような形で補助金を受けているような商品は棚には陳列しないという、そういう発想なのかなということです。

○行澤 上場させたくない。分かりました。

○志谷 おっしゃるとおりで、要するに上場させようというときに、子会社をいわばお化粧してよくもうかっている会社ですよと一瞬見せかけて上場させるのはご遠慮いただきたいという趣旨かなというふうに思っていたのですけれど。

○行澤 なるほど、分かりました。ありがとうございます。

○伊藤 親会社等との取引条件の適正性についての審査ですけれども、表現が二つあって、著しく異なる条件で取引をされるのはいけないという表現がまずあるのですね。ところが、それを今度は、通常取引と同様の条件で取引をしなければならないというふうに言い換えていまして、これら二つの意味は異なるようにも見えます。どちらに寄せて読む方が、東証の意図を正しくくみ取っていることになるのかが気になるところです。

著しく異なるわけではない条件であれば「同様の条件」になると読めばよいのか、そうではなくて、基本的に同様の条件で取引させようというふうに東証は考えているのか。

後者であれば、子会社がグループ内で行う取引については、全てアームズレングスの取引であることを強制することになるわけで、例えばある取引は子に不利であるけれど、別の取引は親に不利であるとか、そういう関係も認めないのかという疑問も湧いてくるわけですね。この辺はどうなのでしょうね。

○船津 私はやはり伊藤先生がおっしゃった前者の方で、多少上ぶれ、下ぶれがあるものを含めて通常取引ということを考えているのではないかと。だから、普通のアームズレングスの関係で

あっても、貸し借りみたいなものはあるということ  
で前提にすると。ただ、それが著しく異なると  
なると、それはさすがにアームズレングスではや  
らないよねということの意味での通常の取引とい  
う言い方をしたのかなと、私は読みました。

○伊藤 なるほど。もしそう読むとすると、例  
えばレジュメ 8 ページに書いてある、営業取引に  
ついてはこれと比較しますとか、このあたりの基  
準は、最初の出発点としてこれを見るというだけ  
のものだと受け取っておけばよいということでは  
しょうか。

○船津 そこはどうなのでしょう。そこはぜひ  
実態をお聞きしたいと思いますけれども。

○伊藤 上場審査の際にこれを審査されるわけ  
ですから、東証として、どういうスタンスでこの  
あたりを審査されているのか、教えていただいた  
方がいいかなと思うのですけれど、いかがでしょ  
うか。

○早瀬 8 ページの取引条件の妥当性の考え方  
ですけれども、レジュメの 8 ページに記載してい  
ただいているところが出発点となる考え方と思  
っております。当然ながら、企業の営業取引では  
取引先によって価格の幅があって、必ずしも一つ  
の正しい価格というものがあるわけではないとい  
うのが通常だと思いますので、まさにレジュメの  
8 ページに抜粋していただいた営業取引、資金取  
引、不動産取引といったところの原則的な考え  
方を出発点として、ある程度許容される幅になっ  
ているかを審査の中では確認させていただいてい  
るところでございます。

その中には、ある一つの取引は非常に有利で、  
別の取引では非常に不利な条件であるが、トータ  
ルするとある程度バランスがとれているというよ  
うな考え方も、その説明が合理的であれば、許容  
できるというような考え方でやっているところで  
す。

○伊藤 ありがとうございます。

あるいは、この親会社等との取引条件を見る  
という項目は、スタンドアローンではなくて、ほ

かの部分とも関連していると考えておけばよいの  
でしょうか。ここだけを見て決めるというよりは、  
出向者がどれだけ来ているとか、兼任の状況は  
どうであるとか、そういった人的な要素なども  
総合的に東証しては判断されるというふうに考  
えておけばよいのでしょうかね。

ほかにいかがでしょうか。

【親会社からの出向者の子会社における独立役員  
性】

○洲崎 人事面での独立性に関してです。6 ペ  
ージの一番上のところに「親会社等から出向して  
いる取締役」という表現があり、8 ページでは、主  
として従業員のことを指しているのかと思いま  
すが、出向者の受入れという話が出てきます。こ  
こで言う出向とは、どういう場合を指している  
のでしょうか。親会社を完全に辞めて子会社の取  
締役や従業員になってしまうという場合、出自は  
親会社だけでも、親会社とは法律上の関係は切  
れているというような場合は出向にはあたらない  
とみてよいのでしょうか。出向者というと、親  
会社に戻れることが前提になっているような気が  
しますが。

○船津 私もそういう語感を持っておりますが、  
それはいかがでしょうか（笑）。

○早瀬 おっしゃるとおり、いわゆる往復切符  
になっている方々のことを出向者というふうに  
呼んでおります。片道で既に親会社の籍を抜  
けて子会社に転籍されていらっしゃる方につ  
いては、特段この対象には入れておりません。

○洲崎 もう一つその関係での質問ですが、  
親会社で取締役だったけれども、それは辞めて  
子会社の取締役に来たという人の独立性とか  
社外性に関して、そのような人はどう扱われ  
るのですか。

○船津 独立ではないですね。

○洲崎 会社法 2 条 15 号の「就任の前 10  
年間当該株式会社又は子会社の……」には、  
親会社は入っていないですね。

○志谷 現時点で既に親会社をお辞めにな  
った

方は入らないのではないですか。

○洲崎　そうすると、親会社の取締役を辞めてきた人は、独立性は満たすということでもいいのですかね。

○片木　隣の条項か何かで、元取締役で、取締役になる前10年間は、みたいな規定がなかったですか。

○洲崎　会社法2条15号イ・ロ・ハからすると、当該株式会社とその子会社の過去の実務取締役・従業員等はだめだけれども、親会社の過去の実務取締役・従業員等はだめとは書いてないので、親会社を辞めてくる場合は社外性は満たすような気がします。

○深津（東京証券取引所上場部調査役）※ 当該回の研究会に傍聴者として出席

上場部の深津と申します。よろしくお願ひいたします。

まず、親会社出身者が社外取締役になれるかという点につきましては、会社法の規定により、現在親会社の取締役、執行役及び支配人その他の使用人である方については、子会社の社外取締役にはなれません。東証ではそちらに上乘せする形で独立性基準を規定しており、具体的には上管GLにおいて、最近において、当該会社の親会社の取締役や業務執行者について独立性は認めないとしております。「最近」とは、通常「1年以内」を指すと解釈されておりますので、親会社を辞めて1年以内に子会社に来た方については、独立役員にはなれないものとしています。

○洲崎　逆にいうと、1年たっていれば、独立性は満たされるのですね。

12ページ一番下のところに、「上場子会社に（親会社からも独立した）独立取締役」と書かれているので、ここも気になったのですが、兼任はだめだけれども、1年たっていればと独立ということなのですかね。ありがとうございました。

【親会社の子会社役員選解任権と子会社役員の独立性の確保】

○片木　今のところで、独立社外取締役として、

親会社の少なくとも現任の実務取締役とか使用人ではないことという形式的な基準では、一応資格がそういう形で定められていると思うのですが、そうは言っても、子会社の議決権の過半数を有する人が選ばれるわけですので、実質的な意味での独立性の担保というのは何か考え得るのかなど。今の制度では難しいのかもしれませんが、そこが気になるところです。

先ほどもありましたけれども、実際にもめた事例を見ていましたら、社長の再任に反対したついでに、社長に賛成をした独立社外取締役も全部再任反対という形で全員交代させたと。したがって、形式的な独立性は満たしていても、親会社の意向に沿わないような独立社外取締役はまず再任しがたいという実情があるような感じがしないでもありません。

ですから、子会社の利益のために親会社との利益相反を生じさせないということが、子会社の独立社外取締役の期待される役割にはなるのでしょうかけれども、それで親会社のやり方について異を唱える、あるいは子会社のためにあえて親会社に対して何かを言った途端に交代させられそうな感じがしないでもありません。

会社の経営者に対してきちんと物を言う場合には、指名委員会等設置会社は典型でしょうけれども、取締役の選任とかについて経営者決定・主導権を奪うような形をとって、それで独立性を担保するわけですが、現実問題として、過半数を握っている人がその人を選んでいるときに、その子会社の独立社外取締役に親会社との関係についての公正性を確保することを期待するというのは、どの程度の意味があるのかなというのにも気になります。

○船津　恐らく今問題になっているのがそこなのだと思います。独立といっても、親会社の影響力は排除できないということだとは思いますが。

ただ、問題は、といいますか、私自身ちょっと気になっていますのが、上場子会社でそういう問題が起きました、だから大株主が選解任権を行使

してはいけませんという理屈になるのかというと、適切にケースあるいは適用範囲を区切って、そういう場合については親会社に議決権はありませんよといった影響力を排除するといったことができればいいのですけれども、無限定にやり出すと、本当に資本多数決を壊すことになりますので、そのあたり、今の論調が果たしていいことなのかどうなのか。ここで書いている独立役員の役割とは何ですかということにまさに直結してくるところなのだろうなど。

ですので、親会社からの影響力を排除するような仕組みは今のところないけれども、していいかどうか自体が議論すべき内容なのだろうなどというのが私の一応の答えということになります。

○片木 決議事項に特別の利害関係があるというような言い方ができるのかどうか分からないのですけれども、そういう独立社外取締役の排除のモチベーションとか、そういったものを推測する限りで、明らかに不相当な決議をしたということで決議取消事由（会社法 831 条 1 項 3 号）というふうに理解するというのは、やはりちょっと無理がありますか。

○船津 私自身、特定のケースを念頭に置き過ぎているのかもしれませんが、そういったケースで、そういうことができるとは思わないのです。

なぜかといいますと、まず政策的な問題として、議決権を行使できないとしたら、その独立社外取締役はやりたい放題やっても、誰からも解任されないのではないのかというのがまずあるわけです。大株主を除いて小規模な株主ならば合理的無関心みたいな話にもなってくるかと思えますし。

もう一つは、そもそも解任すべきような非行があったかどうか自体を誰が判断するのかということが非常に難しいのではないかという気がしています……。

○片木 解任という言い方が悪くて申しわけありません。任期中の解任ではなくて、更新しないという意味です。もちろん、解任であったとして

も、別に理由は要らないわけですがけれども。

○船津 もちろん、更新でもいいのですけれども、要するにこの人を再任しないという議決権行使が不当だという評価は誰がするのかということです。もしかすると、子会社にとってよくないことをやろうとしている社長を首にした独立役員を解任するのは不当だということかもしれないですけども、本当に子会社にとってよくないことをしたかどうか自体の評価は誰がするのかということになります。

それはやはり最終的には、現行法の建付けとしては、資本多数決で決めるというのが原則であるところ、それが今まさに問題になっているわけですので、うまい解決法がないということになるわけですが、余りそちらばかり強調すると、今度は一般論としての広がりが大き過ぎるのではないかなというのが私の印象です。

#### 【子会社における独立社外取締役の役割】

○北村 10 ページの「独立役員の確保」の(2)で述べられている「子会社に独立取締役を要求することの意味は？」について確認させてください。独立役員は社外取締役又は社外監査役ですが、取締役である独立役員を1名以上確保するよう努めるとする上場規程 445 条の4は全ての上場会社に適用されます。そのうち上場子会社に独立社外取締役を要求することについては、意味がないのではないかというようなニュアンスだったようにお聞きしました。その理由が具体的にわかりにくかったのでお伺いします。

それとの関連で、12 ページの原則 4-7 のところでも、子会社の独立社外取締役に何が期待されるのかということに言及されたと思いますが、その内容もわかりにくかったので、教えていただければと思います。

○船津 10 ページのところは少なくとも舌足らずだったなと思います。基本的には、子会社の独立性というか、親会社からの不当な干渉に対して、子会社に独立社外取締役を要求することでは対処

できないのではないかという趣旨で書かせていただいたということです。

私の基本的な考え方は、独立社外取締役というのは、やはり経緯からすると、何よりも攻めだということなので、攻めのための独立社外取締役に対して守りまで期待をするというのはなかなか難しいのではないかと。子会社に独立社外取締役を要求することの意味は、あくまでも攻めであって、守りには余りに役に立たないのではないですかということをお願いしたかったということです。すみません。

○北村 取締役は攻めだけのためにあるとは思いませんが、お考えの内容は分かりました。ただ、子会社についてだけルールを変えた方がいいとか、そういう趣旨ではないのですね。

○船津 はい、そういう趣旨ではないです。

○北村 守りの部分では余り期待ができないということですね。

○船津 すみません。昨今の事件に引っ張られ過ぎまして、そちらの方ばかり考えていましたので、こういう書き方になりました。

○北村 ありがとうございます。

○志谷 ご報告の12ページのところで、先ほどお話のあった攻めか守りかという話ですけれども、船津先生は、社外取締役の本来の仕事というのは攻めであるというふうにお考えであるということでした。そうすると、例えば内部統制がきちんと構築されているのかというようなチェックは、もう社外取締役はしなくてよくて、そこは監査役にお任せということになるのでしょうか。それとも、社外取締役も一応取締役会のメンバーとして、内部統制はきちんと構築されて運用されているよねということはチェックしたうえでの攻めなのか。そのあたりのご感触をお聞かせいただけたらと思います。

○船津 独立社外取締役は守りに役に立たないと言い過ぎたのかもしれませんが、それは余りよくないというか、表現が極端なのかもしれませんが、何と言いますか、内部統制の知見自体を果たして

社外取締役がどれだけ分かるのかと、やはりそのあたりがまず一つあります。

別にいてもいいというか、いていただいて全く構わないですし、廃止すべきだというような議論ではないのですけれども、社外取締役だから飛躍的に内部統制が上がるということをお願いするのであれば、過半数にすべきだと思うのです。要するに私としては、1人、2人いることにどれだけ意味があるかということをお考えたときに、助言機能を期待しているのだということをおっしゃるのであれば、1人、2人で内部統制が変わるような助言ってどれだけできるだろうなというのがあります。大所高所からのビジネスのアイデアですとか市況とかについて助言するのであれば、1人、2人でもいいのかもしれないけれども、やや守りに近い部分については、もう少し専門性のある方がいいのかなというふうに感じています。

○志谷 私も、社外取締役が内部統制について特に知見がある人でないといけないうふうに思っているわけではありません。しかし、一応経営陣として経営に参画しているときに、内部統制がある程度きちんとなされているのかどうかということの目配りというのでしょうか、それはしたうえで行動すべきではないのかなと思ったので、少し質問させていただきました。

【支配株主・親会社の属性が上場子会社の規律に与える影響】

○白井 話が変わってしまうのですけれども、子会社上場と一言で言う場合であっても、(a)親が上場会社の場合と、(b)親が非上場会社で支配株主がいる、又はそもそも親が法人ではないような場合とで、子会社上場に関して何か問題の状況は変わってくるのだろうかという点を質問させていただければと思います。

すなわち、親会社が上場している場合には、親会社の株主構造は通常は分散しているので、そのことが何か問題の状況に違いを生むのだろうかという質問です。例えば、先ほど議論になりました

8ページの「親会社等との取引条件の適正性」のところでも、船津先生がレジュメで引用されている文献では、「親会社等の株主の利益が損なわれる可能性があ」ることから、上場審査基準では「通常の取引と同様の条件で取引が行われることを求めている」と書かれている。こうした親にとって（有利ではなく）不利な条件というのもまた適当ではないという問題意識は、とりわけ親子上場の場合に当てはまるものかもしれないとも思われまして、(a)と(b)とで問題の状況が異なりうることの一例と捉えることができるのかもしれませんが。

その上で、(a)と(b)とでもし問題の状況が多少であれ違うのだとすると、そのことは、これは船津先生にというよりも東証の方にお伺いした方が良いのかもしれませんが、上場審査や上場管理等の場面で、運用面において何か具体的な違いを生じさせるのだろうかというところをお伺いさせていただければと思います。

○船津 私は、支配株主が個人だからとか、法人だからとかという明確な色付けはできないとは思いますが、親会社であるということはやはり意味があることなのではないかと。

会社であるということは、それはやはり基本的には事業を営んでいるというものを前提とするかどうかだと思っていて、まさに私の研究のテーマですけれども、トータルでシナジーを發揮しなければいけないというようなことが、親会社を経営する取締役にとっては義務として課されているのではないかと考えてみると、より介入の度合いが強くなる可能性は高いと。

ただ、もちろん支配株主にも個人的なモチベーションでががが介入することはあり得るわけなので、程度の問題かもしれませんが、少なくとも法的に認識し得る違いというのは何らかの形であるのではないかと。事業を営んでいるかどうかという点で、やはり親会社は一定の留意すべき属性なのではないかというふうに思います。

○白井 ありがとうございます。

親が上場会社なのか、それとも親が非上場会社

なのかというところはどうでしょうか。

○船津 そこはどうなのでしょうね。ぱっと今思いついたのは、まず、親会社が非上場であっても少数株主がいるかどうか。親会社に少数株主がいなければ、基本的には、上場子会社の支配株主が自然人である場合と同じふうに見ていいかなと。

非上場の親会社であっても少数株主がいるとなると、やはり取締役の義務というのは、その少数株主に対しても負うことになるから、グッと子会社にもプレッシャーを与えるような方向に行くのではないかなと思いましたが、上場であるかどうかという点でいくと、会社法的にはあまり関係がないのではないかという気はしました。

○行澤 その点を私もちょっと考えたのですが、従来、親が非上場で子会社だけ上場させている場合、市場からの利益を親が吸い取る、あるいは吸収するということに対する警戒感というのが言われていたと思うのですが、その場合、むしろ親会社が上場していた方が上場規律が及ぶという考え方は、私はあり得るのかなと思います。上場規程の中でそれを区別するという規定はないのかもしれませんが、親が上場していないということは、逆によほどしっかり監視しないといけないという、そういう感触を持ったのですが、いかがでしょうか。

○船津 その点に関して私も少し考えたのですが、親会社が上場しなくてもよくて、有価証券報告書を提出しているというのでもいいし、親に重要な事項を開示させればいいのですよという形で認めているということだとすると、東証としてはそこまでのことは要求していないということなのだろうなと思いました。

ただ、親会社・支配株主の情報が開示されているということと、子会社・支配株主のいる会社の上場が認められるということは一体どこでリンクするのだろうかというのをずっと考えていたのですけれども、いま一つ思い浮かびませんでした。支配構造が開示されていたら大体どういう影響が子会社に及ぶかというのは分かるのですけれども、

それ以外の必要な情報としてどういうものを探るべきなのかというのが、私自身まだいま一つ理解が及んでいないところです。

○伊藤 先ほど出てきた親会社の側が上場会社なのか、あるいはそうでないのかというところがどのような意味を持つのかという点ですけれども、9ページの真ん中あたりでは、情報開示の点から少し検討されていたところですね。情報開示を完全にさせるとか、あるいは東証として上場会社を管理していくという面からすると、親も上場しているという状態が一番シンプルで効果的なのですね。

かつてはそのように親も上場するように運用でさせていたのを、1990年代に緩めてしまったわけですね。それがよかったのかということ、もう一回再考した方がよいのではないかと私は思います。

非上場の親会社を認めることには、それなりにメリットはあるのだろうとは思いますが。例えば、子会社が上場してくれる可能性は高まります。しかし、規律の簡便さといった便益を捨ててまで、子会社をたくさん上場させることが、ポリシーとしてよいことだったのかということは、もう一度考え直す時期に来ているようにも感じました。

【子会社の独立性が親会社のコーポレート・ガバナンスに与える影響】

○伊藤 もう一つ、最後の方の18ページあたりの親会社の側の話ですけれども、親の方のCG報告書の中に、「その他コーポレート・ガバナンスの重要な影響を与えうる特別な事情」として、子会社の独立性に関する考え方・施策について記載することが望まれます、とあります。ただ、私がこれを読んで思いましたのが、子会社の独立性がなぜ親の側のコーポレート・ガバナンスに重要な影響を与えるのかということです。

子会社が独立しているかどうかということが、親自身のコーポレート・ガバナンスに重要な影響を与え得るかのようにはここでは書かれているので

すけれども、むしろ子会社が独立していれば統制が効きにくくなるという話なのではないかと思ひまして、そうだとすると、それはむしろ内部統制の関連の事項と整理すべきなのではないかなと思ひました。

それ以外に、何か子の方の独立性が親自身のコーポレート・ガバナンスに影響を与えることについて、どういうシナリオがあり得るのか、お考えがあったら何えればと思うのですけれども。

○船津 子の独立性が親会社のコーポレート・ガバナンスに及ぼす影響がありそうな局面ということですか。

○伊藤 ええ。

○船津 それはまさに伊藤先生がおっしゃったような形で、独立性を確保し過ぎて統制が効かなくなるということだと私も思いました。

○伊藤 そうすると、むしろそれは内部統制であるとかグループ会社全体の管理の問題なので、整理のやり方としては不正確のように思えたということですか（笑）。

○船津 基本的には、言い方は悪いですがけれども、親会社は子会社を、無視していいというか、考えなくていいという建付けで制度が組み立てられているのだけれども、ここに関してはなぜか、支配株主の忠実業務ではないですが、何かそういうものが課されているように見えるのかなと。とりわけ独立性に関する状況ならばまだ分かるのですけれども、考え方・施策と言われると、ちょっとどうなのかなというのは、確かにおっしゃるとおりです。

○伊藤 親子会社でいつも根本的な問題として出てきて、船津先生も最初のご論文（『「グループ」経営の義務と責任』）のときから論じられていることかとは思いますが、一方で子会社の少数株主を害さないような行動を求めなければならぬが、親会社やグループ全体の効率性を考えると、一体的に経営させなければいけないので、子会社への介入は認める必要がある、と。3ページにも整理されているような二つの要請は、どこま



で行っても緊張関係にあって、その一つの簡単な解決方法は、全て完全子会社にすることを求めるということなのですね。

ただ、日本ではそうになっていないところが、上場子会社を含めいろいろ問題が生じてくるころなのだろうなど、いつもながら思われるところでは。

**【上場会社に親会社が生じた場合の規律のあり方】**

○加藤 本日のご報告の対象ではないかもしれませんが、公開買付けなど買収者による株式取得によって上場子会社ができる場合、子会社上場審査の場合と同じような規制が存在するのでしょうか。もしかしたら東証の方にお聞きした方がいいのかもしれませんが、船津先生は、このような場合にも、子会社上場審査の場合と同じような審査が必要だとお考えでしょうか。

○船津 私が知る範囲では、16 ページ、第三者割当によって支配株主が異動した場合だけチェックされるということで、買収によって上場会社に新しく親会社が登場するというような場合に何か審査があるというようには理解しておりません。それについてどうかということ言えば、恐らくは、私としてはやはり、入り口の段階で厳しく独立性を見ているのに、途中から親会社が生じたら、独立性などをほぼ見ない、とまでは言えなくても、やや緩めの開示等で対処しているのは、まず規制のバランスの問題としては美しくないなとは思いますが。

ただ、それを政策としてどうすべきかですが、例えば、上場規程 601 条と同じような形で支配株主が異動した場合、全般について上場廃止のチェックをする、ぐらいであればいいのかもしれないですね。著しく毀損するようなものについてはチェックするのがいいのかもしれませんが。

ただ、それではそれをどのタイミングでどのようにチェックするのか、というあたりが難しいからできていないのかなというふうに思ったのですが、そのあたり、私の今までの説明が間違ってい

るかもしれませんが、ご訂正があれば、東証の方、よろしくをお願いします。

○深津 船津先生のご説明のとおり、現状のルールといたしましては、上場後の M&A 等で上場子会社になった会社に対して新規上場時と同様の審査は行っておりません。なお、開示規制や手続規制は共通で設けられております。

○伊藤 ご報告の中では、5 ページのところ、新規上場申請の際に、支配株主がない場合にも、将来的に支配株主が出てきたときには、支配株主との取引を行う際にきちんと少数株主保護の方策をとる旨の確約はさせているのですね。後はそれがどこまで働くかということかなとも思いますね。

○船津 だから、少数株主保護の指針とかを定めるということをするのだよというのが恐らくこの確約ですので、その指針をではどう守っていますかということを見ると、ほぼ、開示に関しても余り詳細に書かれていないというのが現状かと思しますので、なかなかちょっと難しいなという気はします。

○片木 あまり厳しいことを言ったら、すばらしい買収防衛策になってしまうので、それはそれで困るという(笑)。むしろ公開買付けにターゲットカンパニーは同意するわけで、子会社になるけれども上場は維持されますというスタンスは、公開買付けをするときにもう表明はされていますので、その同意をする根拠として、上場子会社という形になったときに、子会社として少数株主の保護の体制を確立しますとか、こういう形でこのようにする予定ですので、例えば公開買付けに応じなかった方についても著しい不利益になるようなことはない担保できますというようなことをきちんと開示させるというのが、考え方としては一番あり得るのではないかなと思うのですけれども。

**【独立役員が保護すべき「一般株主」の意義】**

○若林 10 ページの「独立役員等の確保」のところに出てくる概念ですけれども、「上場内国株券発行者は、一般株主保護のため……」という形

になっていまして、前々から、どうして一般株主だけで投資家が含まれていないのかなということをやっと疑問に思っていました。

確かに会社の運営だけを考えますと株主なのですけれども、例えば支配株主、親会社の影響によって、投資家にとっては突然流動性が低下してしまうとか、そういったことが生じ得るのであれば、一般株主だけではなくて、投資家も入れて考えた方がいいのではないかなというふうに思っています。その点、一般株主保護ということになっているのですけれども、投資家を入れるということについて、もし先生に何かお考えがありましたら、お聞かせいただければと思います。

その点に関連して、先生は、17 ページの一番下のところで「子会社少数株主は含まれるか」ということを書かれているわけですが、投資家の概念にすると、ここまで読み込むことは可能ではないかなというふうにも思ったのですけれども、それは難しいでしょうかということでございます。よろしく願いいたします。

○船津 恐らく一般株主というのは、株式の流通市場においては売買によって変動するので、潜在的株主を含んでいるということかと私は理解しました。

では、そこで、先ほどの 17 ページのところで、「子会社少数株主は含まれるか」と言われると、上場親会社が問題になっているときの一般株主というのは、上場親会社の株を持っている人か、持とうと思っている人という理解を私はしました。一般株主とは広く一般投資家だということにしてしまうと、今度は恐らく独立役員は何のためにいるのだという話になってきて、ゲートキーパーとしては市場のゲートキーパーみたいな形になってしまい、ちょっと違うのかなと思いましたが、難しいのかなと思っております。

#### 【現行上場規制の評価と上場子会社の意義】

○若林 ありがとうございます。もう一点よろしいでしょうか。

○伊藤 お願いします。

○若林 船津先生から御覧になって、東証の親子会社の利益相反関係を規律するルールというのは、全体としてうまくいっているというふうにお思いでしょうか（笑）。

といいますのは、最初に出たトラッキングストックの話なのですけれども、結局こういうルールでいろいろと入れてやったあげく余り成功していないのだとすると、子会社上場の方法ではなくて、むしろ子会社連動のトラッキングストックの方に誘導するような形に持っていくやり方というのもあり得るのではないかなというふうに思いまして、それでトラッキングストックの方になると、結局種類株ですので、種類株の利害調整の方がいいのか、それともこういう形での利害調整の方がいいのか、どちらの方がいいのかなというちょっと素朴な疑問です。報告の対象になっていないので大変申しわけないのですけれども、もし何かございましたらお教えいただければと思います。すみません、よろしく願いいたします。

○船津 うまくいっているか、いっていないかというのをどのレベルで論じるかというところはあると思います。

根本から言いますと、上場子会社というのは望ましくない、と意見を表明している以上は、減らす方向で行くべきであるのに、減らしていないのだろうという点は、やはりうまくいっていないという評価になると思います。

ただ、現状のマーケットとニーズとを踏まえて上場子会社はやはり要るのだということを前提にした場合に、現行の制度がどうかということを考えますと、後で親会社が生じたときの規律はやや足りない部分はあるのかなとは思いますが、それ以外の部分についての、少なくとも上場規程とかそういったたぐいのルールの整備自体に対しては、私は調べながらなかなかよくできているなという印象は持ちました。

ただ、問題は、その仏像の中に魂があまり入っていないくて、要は開示を全然してくれないという

ところが最大の問題なのではないかという気がして、もう少し開示のペナルティーなりエンフォースなりをかなり強くしていくということで対処するような方法というのはあるのかなというふうに思いました。

それとの関係で、私は一点だけ申し上げたかったのですけれども、独立社外取締役への傾斜ということに関しては、私は反対でして、それはなぜかといいますと、取締役は1人、2人では何もできないと考えているからです。したがって、やるのであれば、身分保障があつて、1人で何でもできる監査役なのではないかというのが、この報告の基本スタンスの裏側にある考えです。上場子会社が日本特有の制度なのだとすれば、日本特有の制度である監査役で対処して何が悪いのだというのが、このご報告の背後にあつて私が一番言いたかったことです。

種類株式と上場子会社とどちらがいいのかということに関しては、私の素朴なポリシーからしますと、両方嫌ということで(笑)、やはりきれいにして上場してほしいなど。最終的にはやはり利害調整というものが煩雑になるということや効率的な会社運営を考えれば、すっきりと1社が1種類で上場するというのが一番いいのではないかと、私個人としては思っております。

○若林　　ありがとうございました。

○伊藤　　それでは、時間になりましたので、本日の研究会を終わらせていただきたいと思います。ありがとうございました。