

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

2 0 2 0 年 9 月 1 日

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  
株 式 会 社 東 京 証 券 取 引 所

## 目次

1. はじめに.....	3
2. 問題の所在.....	3
(1) これまでの経緯.....	3
(2) 最近の事例に基づく指摘.....	4
3. 少数株主保護の枠組み.....	7
(1) 情報開示.....	7
(2) 手続.....	8
(3) ガバナンス.....	9
(4) 適用範囲.....	10
4. 今後の進め方.....	10
(別紙) 少数株主保護に関する上場制度.....	12
(参考1) 「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」メンバー等 名簿.....	14
(参考2) 審議経過.....	15

## 1. はじめに

東京証券取引所（以下「東証」という。）が運営する取引所金融商品市場は、多様な投資判断を有する不特定多数の投資者の取引参加により、公正な価格を発見し、投資者に健全な資産形成の機会を提供する一方で、資金調達機会を上場会社に提供し、経済全体の効率的な資金配分を実現する機能を担っている。これらの機能を十分に発揮するためには、我が国資本市場の公正性に対する信頼の醸成と、不特定多数の投資者の正当な利益の保護によって投資者が安心して参加するための環境の整備が不可欠である。

この点、支配株主<sup>1</sup>を有する上場会社においては、支配株主が自己の利益のためにその影響力を行使することで、少数株主<sup>2</sup>の利益が損なわれるおそれ（構造的な利益相反のリスク）がある<sup>3</sup>。このような利益相反が顕在化した場合における当事者間の利害調整は、一義的には会社法をはじめとする法令や裁判所の役割であるが、上場会社については、不特定多数の投資者が安心して投資に参加できるよう、市場運営者として、上場会社・非上場会社を問わずに適用される法令による規律に上乘せをする形で、少数株主の利益が適切に保護される枠組みを構築する役割が東証には期待されている。そこで、これまで、支配株主を有する上場会社における少数株主の正当な利益の保護のための制度整備や運用の改善が段階的に図られてきている（別紙参照）。

しかしながら、近時、議決権の過半数を有していないものの、実質的な支配力を持つ株主（以下「支配的な株主」という。）を有することとなった既上場会社を中心に、現行の上場制度のもとでは少数株主保護が十分に図られていないのではないかと指摘される事例が生じている。

そこで、当研究会では、2020年1月7日から同年8月25日までの合計4回にわたり、支配株主・支配的な株主と少数株主との間の利害調整の在り方、投資者が安心して投資に参加するために必要な少数株主保護の枠組み等に関して議論を進め、今後の検討課題等を中間整理として以下にとりまとめた。

## 2. 問題の所在

### （1）これまでの経緯

東証では、これまでも、支配株主を有する上場会社を巡る構造的な利益相反の論点について、東証がそのような関係を有する会社の上場に上場審査を通じて積極的に関与することとなる「子会社上場（親会社を有する会社の上場をいう。以下同じ。）」の場合と、上場後

---

<sup>1</sup> 「支配株主」は、親会社（非上場会社を含む。）のみならず、議決権の過半数を有する個人も含む（有価証券上場規程2条の42の2、有価証券上場規程施行規則3条の2）。

<sup>2</sup> 「少数株主」は、支配株主（あるいは後述の支配的な株主）以外の株主であって、会社の経営（意思決定機関）に対して直接又は間接の支配力を持たない株主を想定する。

<sup>3</sup> 実際の少数株主の損害は、典型的には、支配株主を有する上場会社の取締役が、自らを実質的に選任する支配株主の意向を無視できず、当該上場会社にとって不利な条件の取引を承認することによって生ずる。

の株式取得等によって支配株主が新たに生ずる場合の2つの局面に区分して、実際にそのような問題が顕在化する都度、必要な検討を経て制度整備を図ってきた<sup>4</sup>。

具体的には、まず、子会社上場については、その国民経済上の意義及び投資者に多様な投資物件を提供するという証券取引所に期待される役割に照らして、一律に禁止することは適当ではないものの、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ため、新規に上場を目指す子会社及びその親会社は、子会社上場の特性を十分に考慮のうえでその方針を決定することが望ましいとの整理を行っている<sup>5</sup>。現在は、この整理を踏まえ、子会社の上場審査に際して、経営活動について独立した意思決定を行うことができる状態にあることや親会社におけるグループ運営の方針について確認するなどの対応を行っているところである。

一方、上場後に支配株主を有することとなった場合については、支配株主と少数株主との間で利益相反が生じる場面における弊害を防止する必要性が同様にあるものの、子会社の上場審査のような形で経営の独立性の審査を行うことは難しいことから、支配株主との間の取引に係る情報開示や意思決定の手続に関する規制を中心に制度整備や運用の改善を行い、少数株主の保護を図ってきた。また、支配株主を有する上場会社における独立した意思決定を確保し、少数株主の利益を適切に保護するためのガバナンス体制の構築が重要と考えられるとの観点から、独立役員の独立性基準の強化も行っているところである。

## (2) 最近の事例に基づく指摘

しかしながら、これらの制度整備・運用の改善につき、上場後に支配株主・支配的な株主を有することとなった場合を中心に、近時、少数株主保護として適切に機能していないのではないかと指摘される事例が生じている。

- 支配的な株主を有する上場会社において、支配的な株主との間で当該上場会社の取締役会の構成や株式の売渡等に関する合意をしていたことが、支配的な株主との争いを契機に事後的に明らかになる事例が生じており、取締役の選任等に関する株主との間の合意は投資判断上重要であるにもかかわらず、これらの情報開示が十分に行われていないとの指摘<sup>6</sup>

<sup>4</sup> 東証・上場制度整備懇談会「上場制度整備懇談会中間報告」（2007年3月27日）、金融庁・金融審議会金融分科会「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ」報告（2009年6月17日）及び東証・上場制度整備懇談会「『上場制度整備の実行計画2009（具体策の実施に向け検討を進める事項）』に関する審議のとりまとめ」（2010年3月31日）など。

<sup>5</sup> 2007年6月25日付東証上場第11号「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」

<sup>6</sup> 現行の上場制度では、①上場子会社に対し、（i）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すること、（ii）少数株主の保護の方策等の遵守状況を開示すること、（iii）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・施策等を開示することを義務付け、また、②上場子会社を有する上場会社に対しては、グ

- 支配的な株主を有する上場会社における主力事業を支配的な株主のグループ会社に譲り渡すよう、支配的な株主から迫られたと上場会社が主張した事例が生じており、グループ内で事業が重複した場合に、グループ内でどのように事業機会や事業分野の調整・配分が行われるのかの実態が明らかでないとの指摘<sup>7</sup>
- 上場子会社の取締役会が、支配株主の提示した公開買付価格が特別委員会の取得した株式価値算定書におけるDCF法の価格レンジの下限を下回っていることなどから、支配株主による公開買付けについて、賛同意見を出しながら株主に対する応募推奨をしなかった事例が生じており、支配株主による公開買付けに賛同するとともに、応募するかは株主の判断に委ねる旨の意見を上場子会社の取締役会が表明することは妥当であるとの特別委員会の答申書では「少数株主にとって不利益でない」ことを積極的に述べた意見を入手したとはいえないのではないかと指摘<sup>8</sup>
- 支配的な株主を有する上場会社の株主総会において、支配的な株主が会社提案に反対する議決権を行使することで独立社外取締役3名全員の再任議案が否決され、当該上場会社に独立社外取締役が不在となった事例が生じており、一般株主の利益の代弁者が不在となる状況が生じることはコーポレート・ガバナンス上問題であるとの指摘
- 現行の上場制度は「支配株主」の定義に該当しない株主には適用されない一方で、上記のように、支配株主には該当しない株主が議決権や取締役会に対する支配力を背景とした強い影響力を持つ上場会社においても構造的な利益相反の弊害が顕在化する事例が生じており、そのような上場会社においても適切な少数株主保護が図られるようにすべきではないかと指摘

上場後に支配株主・支配的な株主を有することとなった場合におけるこれらの指摘の弊害は構造的な利益相反に起因するものであるが、一方で、支配株主・支配的な株主の観点では、グループの連結企業価値の最大化のためのシナジーがあることや、カーブアウトやグル

---

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することを義務付けている。これに対し、上場子会社が親会社のグループ経営に関する考え方及び方針について開示することや、上場子会社と上場子会社を有する上場会社のいずれに対しても、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の内容について開示することを義務付けるものとはなっていない。

<sup>7</sup> 現行の上場制度では、支配株主が関連する重要な取引等（適時開示が必要となる決定事実のうち、第三者割当、合併等の組織再編行為、公開買付けに関する意見表明など）を行うことについての機関決定をする場合には、それが少数株主にとって不利益でないことに関して支配株主との間に利害関係を有しない者から意見を入手し、その意見について必要かつ十分な適時開示を行うことを上場会社に義務付けているが、グループ内で競合する事業分野の調整・配分や事業機会の取り合いなど、取引行為が存在しないものについては対象としていない。

<sup>8</sup> 支配株主による公開買付けは、支配株主と少数株主との間の利益相反のリスクが最も顕在化する場面であることから、東証では、支配株主による権限濫用を防止し、適切な少数株主の保護を実現するために、「支配株主との間に利害関係を有しない者」による「少数株主にとって不利益でないことに関する意見」の入手及び必要かつ十分な開示を上場会社に求めている（有価証券上場規程441条の2）。

ープへの取込みの途上といった事業再編における過渡的な形での活用等の意義・利点があるとの指摘がある<sup>9</sup>。また、支配株主・支配的な株主を有する上場会社が、上場会社として求められる開示やガバナンスの水準を満たし、緊張感を持ってステークホルダーが満足する経営をより積極的に志向することで、当該上場会社のみならず、グループ全体の企業価値向上につながるとの指摘もある。他方で、支配株主・支配的な株主を有する上場会社としては、支配株主・支配的な株主による経営資源投入、監督等によるメリットを享受できるとの指摘がある。また、投資者としても、既上場会社が上場会社であり続けることで、多様な投資商品の提供を受けられるメリットもある。市場関係者にとってこれらの意義・利点が構造的な利益相反に起因する弊害を上回る場合もありうることからすれば、上場後に支配株主・支配的な株主を有することとなることを一律に禁止することは妥当でないと考えられる<sup>10</sup>。

一方で、投資家の観点では、弊害の根幹である構造的な利益相反の監督・コントロールをとりわけ重要視しているところ、現状においては、支配株主・支配的な株主との間で目線が合っていないとの指摘がある。また、支配株主・支配的な株主の観点では、グループの全体最適を実現するためのシナジーを重要視しているが、これは支配株主・支配的な株主を有する上場会社のメリットとは必ずしも一致するものではないところ、支配株主・支配的な株主と少数株主との間に構造的な利益相反リスクがあることに伴うディスカウントが事業上のシナジーの評価を上回るため、支配株主・支配的な株主を有する上場会社は、そうでない企業に比べて市場において低く評価されるとの指摘がある。さらに、支配株主・支配的な株主としては、グループの全体最適を実現するために影響力を行使するインセンティブを有する構造にあるところ、支配株主・支配的な株主を有する上場会社における実質的な意思決定にどの程度の影響を与えているかが分からない状況にあるとの指摘もある。そして、昨今の事例も踏まえると、支配株主・支配的な株主が少数株主の利益への配慮を等閑視することで少数株主の利益が害されるおそれがあることから、さらなる少数株主保護の枠組みが必要であると考えられる。

そこで、当研究会では、こうした投資家の懸念や指摘等も踏まえ、少数株主の利益を適切に保護することで、市場全体としての信頼を確保し、国内外の投資家に対し、より魅力的な市場を実現するため、現在の上場制度における少数株主保護の枠組みやその適用範囲につ

---

<sup>9</sup> 支配株主・支配的な株主の観点からの子会社と持分法適用関連会社の使い分けとしては、事業戦略共有の重要性が高い場合には子会社とし、他方、筆頭株主である場合など出資比率が相対的に高い場合や重要な業務提携先・取引先の場合には持分法適用関連会社としているとの指摘がある。

<sup>10</sup> この点、日本では、海外に比べ、上場会社である支配株主・支配的な株主を有する上場会社が上場会社全体に占める割合は相対的に高いものの、海外においても、グループ戦略の一環として上場会社である支配株主・支配的な株主を有する上場会社は一定数存在しているとの指摘がある。また、非上場会社である支配株主・支配的な株主を有する上場会社は、ヨーロッパをはじめ、海外でも珍しいものではなく、そのような場合においては、支配株主・支配的な株主が非上場であることから、開示される情報が少なくレピュテーションリスクへの配慮も小さくなるため、利益相反により弊害が生じる懸念がより大きいとの指摘もある。

いて、今後の検討課題の整理を行った。

### 3. 少数株主保護の枠組み

#### (1) 情報開示

現行の上場制度においては、投資判断上のリスクを適切に認識できるように支配株主を有する上場会社に関する情報開示の充実が図られている。しかしながら、投資家からは、上場会社の経営者の意思決定に支配株主・支配的な株主がどのような影響を与えているのかが分からないこと、グループ経営に関する基本的な考え方や事業ポートフォリオの見直しについての支配株主・支配的な株主による説明・情報開示が十分ではないこと、利益相反やその監督・コントロールについての支配株主・支配的な株主による情報開示が不足しているといったことが、支配株主・支配的な株主を有する上場会社への長期投資の妨げとなっているとの指摘がある<sup>11</sup>。また、利益相反やその監督・コントロールについての情報開示が不足しているのは、そもそも支配株主・支配的な株主による利益相反リスクや少数株主利益への配慮が不十分であることによると考えられるとの指摘もある<sup>12</sup>。

他方で、グループの全体最適と支配株主・支配的な株主を有する上場会社の部分最適が両立しない場合における少数株主保護の枠組みとしては、常に部分最適を優先させるべきものではなく、グループの全体最適が優先されることが投資者に適切に伝わり、そのことが支配株主・支配的な株主を有する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をもとに投資判断できるようになっているのであれば、少数株主や投資者が不利益を被ることはないと考えられるとの指摘もある。

そこで、少数株主や投資者の予測可能性を高め、十分な情報に基づいた投資判断をできるようにするため、上場会社のガバナンスに関する合意や、利益相反やその監督・コントロールの考え方・方針等を含め、情報開示の充実を図ることが考えられる。具体的には、取締役の指名権や支配株主・支配的な株主による持株比率維持や株式買増し、支配株主・支配的な株主の保有する当該上場会社株式の売渡しに関する事項等に関して支配株主・支配的な株主と上場会社との間で合意している内容や、支配株主・支配的な株主が上場会社をどのように運営する考えや方針であるかについて、情報開示を充実させることが考えられる。また、上場後に支配株主や支配的な株主を有することとなった場合には、事業分野が重複する会社がグループ内に複数存在することも想定されるため<sup>13</sup>、そのような場合には、グループ内

<sup>11</sup> このほか、上場会社は資本市場という公共の場を使っている以上、投資者から信頼される水準の開示が求められるはずだが、実際には法令で義務付けられている事項を開示するにとどまっているとの指摘もある。

<sup>12</sup> 利益相反リスク・少数株主利益への配慮の必要性については、コーポレートガバナンス・コード原案の序文において、「会社は、株主から経営を付託された者としての責任（受託者責任）をはじめ、様々なステークホルダーに対する責務を負っていることを認識して運営されることが重要である」とされていることを踏まえて考えることが重要であるとの指摘がある。

<sup>13</sup> この点に関連して、上場子会社がさらに上場子会社を有するといった多層構造の場合には、

での事業機会や事業分野の調整・配分の合意・実施や、それらの調整・配分が行われることとなった際の少数株主保護の考え方や方針について情報開示を充実させることが考えられる<sup>14</sup>。

以上から、今後、東証においては、実態を把握・点検し、それを踏まえて少数株主保護の枠組みとして情報開示を充実させることで、支配株主・支配的な株主における少数株主利益への配慮を促し、また、少数株主や投資者の予測可能性を高めるとともに十分な情報に基づいた投資判断のできる環境を整備していくことが適当であると考えられる<sup>15</sup>。

## (2) 手続

支配株主が上場子会社の非公開化を目的とした公開買付けを行う局面における「少数株主にとって不利益でないことに関する意見」について、経済産業省による「公正なM&Aの在り方に関する指針－企業価値の向上と株主利益の確保に向けて－」（2019年6月28日）の策定後、独立社外取締役によって構成される特別委員会が少数株主の利益を図る観点から意見を提示することの重要性が高まっていることにも鑑みると、支配株主による公開買付けに賛同しているにもかかわらず応募推奨しない旨の特別委員会の答申は「少数株主にとって不利益でない」ことを積極的に述べた意見を入手したとはいえないのではないかと、上場制度における少数株主保護の枠組みとして求めている「少数株主にとって不利益でないことに関する意見」との関係では、特別委員会は、応募推奨しない場合には意見表明を留保すべきではないとも考えられるとの指摘がある<sup>16</sup>。

他方で、このような局面で過度な手続を求めることは、支配株主による公開買付けを困難にすることで少数株主がプレミアムを受け取る機会を失わせ、かえって少数株主にとって望ましくない結果をもたらす可能性があるとの指摘や<sup>17</sup>、経済合理性のない親子上場の解消を妨げることにもなりうるとの指摘もある。

そこで、特別委員会に期待される役割も踏まえて、「少数株主にとって不利益でないことに関する意見」の在り方を含め、支配株主が上場子会社の非公開化を目的とした公開買付けを行う局面における少数株主保護の枠組みについて、当研究会において検討を継続するこ

---

グループ会社間での取引に利益相反が生じていないかという点についても留意すべきとの指摘がある。

<sup>14</sup> また、支配株主の企業グループのキャッシュマネジメントシステムを通じた貸付金や預け金など、支配株主・支配的な株主を有する上場会社と投資者との間でその意義に関する認識が異なりうる取引などについても、上場会社による情報開示の充実が重要であるとの指摘がある。

<sup>15</sup> 支配株主・支配的な株主を有する上場会社において、支配株主・支配的な株主の考え方や方針についての情報開示を求めることには限界がある。これらの事項が少数株主や投資者に与える影響に鑑みると、本来的には支配株主・支配的な株主（非上場会社である場合を含む。）にこれらの事項についての情報開示を求めることが適切であるとの指摘がある。

<sup>16</sup> もっとも、応募推奨しないとの答申を行っていることは、ある意味、特別委員会が機能していることの表れでもあるとの指摘がある。

<sup>17</sup> このような局面では、支配株主が第三者による公開買付けに応じることはない以上、マーケット・チェックが有効に機能することは期待できないとの指摘がある。

ととする<sup>18</sup>。

### (3) ガバナンス

コーポレート・ガバナンスの観点からの少数株主保護の方策としては、支配株主を有する上場会社において一定の数・割合の独立社外取締役<sup>19</sup>の選任を義務付けることや、少数株主の過半数の賛成を得られた場合のみ独立社外取締役として選任できるようにすること、有事の局面では少数株主の過半数の賛成を取得する仕組みを活用すること（マジョリティ・オブ・マイノリティ）<sup>20</sup>、独立社外取締役で構成された指名委員会の判断が尊重されるようにすることなどが考えられるとの指摘がある。また、支配株主を有する上場会社の少数株主保護の抜本的な方策として、支配株主に他の株主に対する信認義務を課し、損害を被った少数株主が実際に救済される仕組みを構築することが重要ではないかとの指摘もある<sup>21</sup>。

他方で、たとえ支配株主を有する上場会社における少数株主保護のためとはいえ、一律に一定の数・割合の独立社外取締役の選任を義務付けることは行き過ぎであるとの指摘や、議決権を背景とした支配力は株式会社制度の基本構造であることから、平時を含む独立社外取締役の選任に少数株主の過半数の賛成を要求することは行き過ぎであるとの指摘、指名委員会の活用には慎重な検討を要するとの指摘もある<sup>22</sup>。

---

<sup>18</sup> この点、支配株主が上場子会社の非公開化を目的とした公開買付けを行う場合には、少数株主保護の観点から、少数株主の過半数が応募していることを当該公開買付けの成立条件とするマジョリティ・オブ・マイノリティを求めることが考えられるとの指摘がある一方で、マジョリティ・オブ・マイノリティを求めた場合には、支配株主による上場子会社に対する公開買付けを阻害することで、かえって少数株主の利益に資さない結果をもたらしかねないとの指摘もある。

<sup>19</sup> 支配株主を有する上場会社における独立社外取締役には、当該上場会社の経営陣からの独立性に加え、支配株主（支配株主を中核とするグループ企業を含む。）からの独立性も求められるとの指摘がある。

<sup>20</sup> マジョリティ・オブ・マイノリティとしては、少数株主の過半数の賛成を得られた場合のみ、独立社外取締役として選任することや支配株主との間の一定の取引を可能とするもののほか、独立社外取締役の選任における少数株主の賛否割合を公表するといった情報開示についてのものであり、後者については、現行の上場制度のもとでも実施できると考えられるが、現在の株主総会実務では株主総会の議場で行使された議決権の数が必ずしも正確に集計されていないことに留意を要するとの指摘がある。

<sup>21</sup> なお、親会社等の責任に関する会社法上の明文の規定を置くことについては法制審議会会社法制部会で議論されたが、株式会社がその親会社等から享受している利益を計数化することが困難であることなどを理由に、親子会社間の合理的な取引まで阻害されてしまうのではないかといった懸念が示され、意見の一致に至らなかった（法制審議会会社法制部会第23回会議（2012年7月18日）議事録14～15頁）。

<sup>22</sup> 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であることや議決権の行使を通じた支配株主による取締役の選任権を制限することは妥当でないことに鑑み、例えば、ニューヨーク証券取引所では、一般の上場会社は構成員の全員が独立社外取締役である指名委員会の設置が義務付けられているのに対し、支配株主を有する被支配会社ではこうした義務が免除されている（NYSE Listed Company Manual 303A.00）。また、NASDAQでは、取締役の選任議案の決定は、全員

こうした指摘も踏まえ、独立社外取締役の選任等のガバナンスについては、当研究会において検討を継続することとする。

#### (4) 適用範囲

株主総会における議決権を背景とした支配力は、実務上、過半数の議決権を有していなくても行使でき<sup>23</sup>、また、議決権のほかにも、契約・合意に基づいて上場会社に対して実質的に影響力を行使できる場合もある。このため、支配的な株主を有する上場会社においても、支配株主を有する上場会社と同様に、構造的な利益相反リスクによって少数株主の利益が損なわれるおそれがあると考えられる。

そこで、少数株主保護に関する上場制度について、適切な範囲で、支配的な株主を有する上場会社にも拡大することを検討していくことが適当であり、これに向けて、今後、東証において、①支配的な株主の具体的な内容<sup>24</sup>、②支配的な株主を有する上場会社に適用すべき、少数株主保護に関する上場制度の枠組みについて、さらなる検討が行われることが望まれる。

### 4. 今後の進め方

我が国における資本市場の公正性に対する信頼を醸成し、投資者が安心して投資に参加

---

が独立社外取締役である指名委員会又は取締役会における独立社外取締役の過半数によってなされるべきものとされているが、支配株主を有する被支配会社ではこうした義務が免除されている（NASDAQ Listing Rule 5615 (c) (2)）。ただし、アメリカでこのような制度がとられているのは、裁判例で支配株主のFiduciary Duty（信託義務）が確立されていることが前提とされており、日本においても、多数決によって取締役が選任されるとしても、当該取締役には、特定の株主の利益ではなく、株主一般の利益に配慮することが求められるとの指摘がある。また、取締役が株主一般の利益に配慮した行動をとることのできるような牽制機能が働く仕組みが制度として確保されていることが重要であるとの指摘もある。

<sup>23</sup> 全国株懇連合会「2019年度全国株懇調査報告書」10頁によれば、議決権個数ベースの議決権行使比率が70%以上80%未満の上場会社は26.1%、同比率が80%以上90%未満の上場会社は47.9%とされている。

<sup>24</sup> この点、議決権を20%保有している株主であっても実質的に支配することができる場合があるとの指摘や、公開買付規制との整合性から、議決権の3分の1以上を有している場合には「支配的な株主」といえるのではないかとの指摘、株主総会における議決権行使比率に鑑みると、議決権を40%以上保有している場合には株主総会における議決権を背景とした支配力を有しているといえるのではないかとの指摘がある。また、議決権の過半数を有することなく株主総会における議決権を背景とした支配力を行使できるかは株主構成によっても異なることに鑑みると、まずは、議決権を最も多く有する株主を開示させううえで、当該株主が「支配的な株主」であるか否かについての説明を求めることが考えられるとの指摘もある。

<sup>25</sup> 他方、「支配的な株主」の定義や規制の内容の拡充の度合いによっては、それによって生ずる上場会社側のコストが過度な負担となることが懸念されるとの指摘もある。また、本中間整理における検討課題につき、事業を営まない個人株主や上場制度のもとで開示義務を負っていない非上場会社に対しても一様に拡張できるものであるかは改めて検討されるべきであるとの指摘もある。

できる環境を整備するため、東証においては、本中間整理における課題と整理を踏まえ、具体的な制度整備に向けて検討を行い、上記3.（1）に記載の情報開示の充実や3.（4）に記載の少数株主保護に関する上場制度の支配的な株主を有する上場会社への拡大のうち、実施できるものから段階的に制度・運用の整備を進めることが望まれる<sup>26</sup>。

当研究会では、支配株主・支配的な株主を有する上場会社を巡る課題のうち、上記3.（2）に記載の支配株主が上場子会社の非公開化を目的とした公開買付けを行う局面における少数株主保護の枠組みや3.（3）に記載のガバナンスに関する事項を含め、これまでに十分議論できなかった事項については、引き続き検討を行うこととする。

以 上

---

<sup>26</sup> なお、具体的な制度・運用の整備を進めるにあたっては、本中間整理で言及している事例で指摘されている事項のほかにも少数株主保護の観点から手当てすべきものがないかを検討することが望まれる。

(別紙) 少数株主保護に関する上場制度

<p>2007年4月</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 「上場制度総合整備プログラム2007」を公表</li> <li>※ 「経営陣や支配株主が関わる取引について、利益相反により少数株主が損害を被ることを防止するための施策を企業行動規範に定めること」を継続検討事項として明示</li> </ul>
<p>2007年6月</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 「子会社上場に対する東証の基本的な考え方」を公表</li> <li>※ 子会社上場は必ずしも望ましい資本政策とはいえないとの考え方を周知</li> </ul>
<p>2008年7月</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 「上場制度総合整備プログラム2007」に基づき、親会社等に関する事項や、親会社等を有する会社における経営陣や支配株主が関わる取引に関する開示充実を実施</li> <li>※ 従前、親会社等を有する会社について適時開示の対象としていた「親会社等」に関する開示につき、「支配株主等」に関する開示として再構築し、「親会社等」のほか、個人の支配株主も含むものとして範囲を拡大</li> <li>※ コーポレート・ガバナンスに関する報告書において、支配株主と取引等を行う場合にどのように少数株主の保護を行うかの指針を開示</li> <li>※ 「支配株主等との取引」に関する事項を事業年度終了後3か月以内に開示する際、コーポレート・ガバナンスに関する報告書に記載した指針に定める方策の遵守状況を開示</li> <li>※ 支配株主との間の取引について適時開示を行う場合、当該取引がコーポレート・ガバナンスに関する報告書に記載した指針と適合したものであることを開示</li> </ul>
<p>2010年6月</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 「上場制度整備の実行計画2009」(同年9月公表)に基づき、支配株主との重要な取引等に係る「少数株主にとって不利益でないことに関する意見の入手」を義務付ける企業行動規範を新設</li> <li>※ 支配株主による権限濫用を防止し、適切な少数株主保護を実現するという観点から支配株主が関連する重要な取引等を行うことについての機関決定をする</li> </ul>

	<p>場合には、それが少数株主にとって不利益でないことに関して支配株主との間に利害関係を有しない者から意見を入手し、その意見について必要かつ十分な適時開示を行うことを義務付け</p>
<p>2020年2月</p>	<p>■ 「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ついて」（2019年11月公表）に基づき、上場制度改正、コーポレート・ガバナンスに関する報告書の記載要領及び「独立役員の確保に係る実務上の留意事項」の改訂</p> <p>※ 上場子会社におけるガバナンスのさらなる向上の観点から、独立役員の独立性基準として、就任の前10年以内において、（a）上場会社の親会社の業務執行者又は業務執行者でない取締役、（b）上場会社の親会社の監査役（社外監査役を独立役員として指定する場合に限る。）、（c）上場会社の兄弟会社の業務執行者、（d）上記（a）から（c）に掲げる者（重要でない者を除く。）の近親者を追加</p> <p>※ 親会社を有する上場子会社は、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にはその内容の開示を要請</p>

(参考1)「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」メンバー等名簿  
(五十音順・敬称略)

<メンバー>

池尾 和人	立正大学経済学部 教授
翁 百合	株式会社日本総合研究所 理事長
加藤 貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科 教授
神作 裕之	東京大学大学院法学政治学研究科 教授
神田 秀樹	学習院大学大学院法務研究科 教授
菊池 勝也	東京海上アセットマネジメント株式会社 ESG スペシャリスト
黒沼 悦郎	早稲田大学法学学術院 教授
後藤 芳光	ソフトバンクグループ株式会社 取締役専務CFO兼CIO兼CSUSO
三瓶 裕喜	フィデリティ投信株式会社 ヘッド・オブ・エンゲージメント
武井 一浩	西村あさひ法律事務所 弁護士
古本 省三	日本製鉄株式会社 取締役
柳川 範之	東京大学大学院経済学研究科 教授

<オブザーバー>

金融庁 経済産業省 法務省

## (参考2) 審議経過

第1回(2020年1月7日)

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(1)  
経済産業省によるプレゼンテーション

第2回(2020年1月27日)

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(2)  
投資家によるプレゼンテーション

第3回(2020年7月1日)

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(3)  
上場会社によるプレゼンテーション

第4回(2020年8月25日)

中間整理のとりまとめ