

上場制度整備懇談会  
第 28 回 議事要旨

1. 日時：平成 22 年 3 月 12 日（金）午後 1 時 30 分から午後 3 時 40 分まで

2. 場所：東京証券取引所会議室

3. 議題：

- (1) 子会社上場のあり方について
- (2) その他の未検討事項について
- (3) 議決権電子行使プラットフォームの利用促進に向けた対応について
- (4) 独立役員に期待される役割について
- (5) 上場制度整備懇談会ディスクロージャー部会報告について

4. 議事要旨：

- (1) 子会社上場のあり方について
  - ・平成 19 年の議論において、子会社上場については、国民経済的な意義もあり一律に禁止するのは適当でないとして整理されているが、この点の認識は、現時点においても変更の必要はない。
  - ・現在とられているさまざまな施策に加えて、特段、子会社上場にターゲットを絞って何かする必要はない。第三者割当により親会社を有することとなる場合については昨年規則改正で対応済みであるし、TOBにより親会社を有することとなる場合は株主がそれに応じているので大きな問題があるとは言い難い。最初から子会社を上場させることについては、徐々に持分を減らしていく方針で上場されたものの、市場環境等の変化で結果的に持分が維持されている場合も想定され、それを事後に上場廃止にするというのも適当ではない。
  - ・流動性の確保という観点から言えば、大株主が固定されている会社については、浮動株が少なく売買がしにくいという批判がある。もっとも、これは子会社に限った話ではない。
  - ・個人単独の大株主も一般株主との利益相反の観点で言えば子会社上場と同じような問題があると言えるし、ファミリー株主についても同様だと思うので、子会社だけを取り立てて特別問題が大きいのかのように言うのはおかしい。
  - ・支配株主が存在する場合全般を議論の対象とすべきであり、子会社上場だけを規制したり、開示を強化したりするのは適当でない。
  - ・親会社が一般株主を害する恐れがあるという理由をもって子会社上場を禁止ということにすると、支配株主を有する会社全体の上場を禁止することにつながるため、日本の上場会社が相当減ってしまうことになる。それが日本の証券市場にとって本当によいことなのかという根本的問題があり、その前に打つ手はいくつもあるのではないか。
  - ・現状において、子会社で問題のある事例が頻発している状況でもないことを踏まえれば、大きな見直しを行う必要性があるのか疑問である。

- ・平成19年以降現在に至るまで親会社により不利な条件による取引を強要されるといったリスクが現実化した例があるか、検証すべきではないか。
- ・最近の実証研究では、子会社上場の株式のパフォーマンスを見ると、投資家は子会社上場のリスクを想定したディスカウントを行っていないとの成果が得られたものもあるようだ。
- ・特定の大株主のいる会社は、広く分散した会社よりも、今般導入された独立性の要件というものが少し厳しくあってしかるべきである。理想を言えば、取締役の過半数が独立社外取締役であるということが望ましい。
- ・日本の取締役会は監督機能に徹しきれず、どうしても取締役会で意思決定をしたいという意識があり、業務執行以外の取締役を過半数入れると逆に取締役会がワークしなくなるため、子会社の方に独立取締役を過半数入れるということよりは、親会社兼任者や出身者の数を制限するという方が良い。
- ・親会社出身の役員の数制限するという点には疑問がある。親会社の株主からすれば、子会社に対してコントロールを及ぼして欲しいということがあるのではないか。親会社出身の役員が親会社の権利を濫用するか否かを問題とすべきである。
- ・親会社の経営陣が子会社の利益を徹底的に搾取したいというインセンティブを持つ可能性は、親会社が上場企業という場合よりも、むしろ非上場のファミリー企業の場合にこそ高まると考えられる。
- ・親子間の利益移転の問題は、監査役・監査法人のほか、税務当局においても特に留意されており、そうした牽制が働いていることも考慮する必要がある。

#### (2) その他の未検討事項について

- ・有価証券報告書のコーポレート・ガバナンスの状況と、東証のコーポレート・ガバナンスに関する報告書の二重開示の負担を回避する観点からすれば、東証のウェブサイトの有価証券報告書を閲覧できるようにすることが考えられる。投資者はEDINETを利用しておらず、東証ホームページにおいて一覧性を高めることに意義がある。
- ・コーポレート・ガバナンス報告書については、有価証券報告書の記載内容に大きな変更がある場合に、その内容の開示を行う手段として整理することも考えられる。
- ・上場会社の二重開示の負担に配慮すべきである。

#### (4) 独立役員に期待される役割について

- ・利害対立が生じる局面だけでなく、平時から、経験や専門性から企業価値を上げるような意見を言うという役割がそもそもあって、特に、利害対立が起きるときにはさらに一定の役割が期待されるという議論もあったように思う。とりまとめ案にはそうした内容を盛り込むべきである。
- ・一般株主の利益に配慮せよと言う以上、一般株主というものを定義しておく必要がある。

- ・ 一般株主の利益は、上場会社の純粋な利益に一致するという点に尽きる。一般株主の利益だけを抽出して、他の関係者の利益と調整するというのは理屈では理解できるが、実務に落とし込むのは難しいだろう。
- ・ 独立役員は、一般株主の肩を持つというよりは、中立的な存在なのではないか。
- ・ 独立役員がその本質を問われるのは、一般株主とそうでない人との利害が対立した場面であり、そういった場面においては一般株主の側に立つことになるため、「中立」とすると誤解を生むのではないか。
- ・ 独立役員が一般株主のニーズの把握に努めるということは、理念としては理解できるが、実務に落とし込むのは難しい。
- ・ 「平時」「有事」「開示」という3つの局面に分けると、ほとんどは「平時」であり、一般株主の利益は、会社の利益に一致することになる。一般株主の利益を特に意識するのは、スクイズアウトのような有事のときと、一般株主向けの開示をする局面に限られる。
- ・ 独立役員制度を活かすも殺すも企業側の姿勢次第であるという企業側に向けたメッセージが一言あるとよい。
- ・ 現時点では、具体的な行動ルールを示すというよりも、理念型を示すことが重要なのではないか。
- ・ 「企業価値の最大化を実現するために、適切なリスクテイクを促すような発言を行う」とあるが、監査役について言えば、会社法上の権限や善管注意義務の範囲を超える懸念がある。社外取締役と社外監査役を全く同列に扱うことは、会社法との関係で不正確なのではないか。
- ・ 社外取締役と社外監査役を区分せずに、全体として取締役会の構成員の役割と整理するようなことも考えられるのではないか。

以 上

(なお、議事要旨については、東証上場部文責による。)

- 問合せ先 -

株式会社東京証券取引所 上場部企画担当

TEL: 03 - 3666 - 0141 (大代表)