

支配株主・支配的株主を 有する上場会社において 独立社外取締役役期待される役割（案）

東京証券取引所 上場部

2023年11月20日



支配株主や支配的な株主を有する上場会社において、独立社外取締役は、少数株主の利益を保護するという重要な役割・責務を負っています。

- 本資料は、上記の**独立社外取締役の役割**について、**具体的な場面も想定しつつ、とりまとめたもの**です。
- 本資料は、議決権の過半数を保有するような支配株主が存在している上場会社だけでなく、**過半数には至らないものの大きな割合の議決権を保有するなどにより実質的な支配力を有している株主が存在している上場会社も対象**にしています。
- **独立社外取締役の皆さまにおかれましては、本資料をご参照いただき、少数株主利益の保護の役割を意識して職務を行っていただけますようお願いいたします。**
- ◆ 東証の金融商品取引市場に対しては、かねてより、支配株主や支配的な株主を有する上場会社において、少数株主保護が図られることの重要性が指摘されてきました。
- ◆ 市場開設者である東証の立場からは、資本市場がその機能を十分に発揮するために、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少数株主を含む投資者が安心して参加するための環境の整備が不可欠となります。
- ◆ このような観点から、東証は、「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」における議論を踏まえ、本資料をとりまとめています。

1. 少数株主保護の基本的な考え方 (1-1, 1-2)

2. 独立社外取締役の役割

取締役会における役割
(指名委員会における役割)
(2-1)

+ 機能強化

**特別委員会
における役割**
(2-3)

監督・関与

**監督体制整備
日常的な監督
審議・意思決定**
(2-2)

**利益相反リスクのある
取引・行為**
(2-4)

**上場規則で求められる
意見入手手続**
(2-5)

**独立社外取締役候補者の
指名**
(2-6)

**3. 会社・取締役会に求めら
れる対応**
(3-1,3-2)


サポート

1. 少数株主保護の基本的な考え方

1-1. 少数株主利益の保護の意義

- 上場会社には、株式の流通市場を通じた売買によって変動しうる株主で、上場会社の経営に対する有意な影響力を持ち得ない株主である、「一般株主」が存在している。
 - ▶ 一般株主の存在により、上場会社は円滑な資金調達機会を得るなど様々なメリットを享受している。
- **支配株主（親会社や個人の支配株主）を有する上場会社においては、支配株主以外の株主であって、会社の経営に対しての支配力を持たない株主である、「少数株主」が一般株主にあたる。**
- **少数株主は株主としての利害以外の利害を有さないため、通常、少数株主の利益は、株主共同の利益とも言い換えることができ、上場会社の利益と一致する。**
 - ▶ 逆に言えば、少数株主の利益が損なわれていることは、上場会社の利益が損なわれていることを意味する。
- **したがって、会社の経営において少数株主利益の適切な保護が図られることは、上場会社とその事業目的の遂行と企業価値の持続的な向上を目指すうえで極めて重要である。**

- あわせて、支配株主が有する上場会社が資本市場に参加するにあたっては、このような少数株主の存在が不可欠である。**資本市場の公正性に対する信頼の醸成及び少数株主・投資者が安心して参加できる環境の整備という観点からも、少数株主利益の適切な保護が図られることは極めて重要である。**

※  を付した箇所は、第4回東証説明資料の記載から内容面で更新がある部分です（次ページ以降も同様）

1-2. 少数株主利益の保護のポイント

- 支配株主を有する上場会社において、**支配株主と少数株主は、共に、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上により利益を受けられるという関係にあり、その関係においては利害が一致する。**
 - 例えば、支配株主が会社及びその経営陣に対する影響力を行使することによりで監督機能を発揮することが想定されるが、このような監督機能の発揮による企業価値向上の利益は、少数株主も享受することができる。
- その一方で、**一部の局面においては、支配株主がその影響力を自己の利益（株主としての利益以外の利益）のために行使することにより、少数株主の利益が損なわれ支配株主のみが利益を得るという利益相反のおそれ（構造的な利益相反のリスク）が存在する。**
 - **支配株主が議決権に基づき会社及びその経営陣に対して影響力を行使できるのは会社法の原則であるが、支配株主は自己の保有する株式保有割合を超えて、経済的利益を享受することは認められない。**
- **支配株主を有する上場会社における少数株主保護という観点からは、このような支配株主と少数株主との間の構造的な利益相反リスクを監督することが本質的に必要な事項となる。**
- **（議決権の過半数は有していないなど）東証の定める支配株主の定義には該当しないものの実質的な支配力を持つ株主が上場会社に存在する場合にも少数株主は存在し、このような場合にも、これまで述べたような少数株主利益の保護の重要性や利益相反リスクの監督の必要性は妥当する。**

2. 独立社外取締役に期待される役割

2-1-1. 少数株主利益の保護における独立社外取締役の重要性

- 上場会社の取締役は、会社法に基づき株主からの付託を受け、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に寄与する役割・責務を負っている。
- 支配株主を有する上場会社においては、取締役は、このような責務・役割の一環として、少数株主利益の適切な保護を図る役割・責務を負っている。
 - 少数株主の利益は会社の利益と一致するのが通常であることを踏まえると、少数株主利益の適切な保護を図ることは、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に連動する。
- 独立社外取締役以外の取締役においては支配株主からの独立性が必ずしも確保されておらず、支配株主の影響をより受けやすい立場であるため、このような少数株主利益の適切な保護を図る役割・責務は、特に、独立社外取締役において期待されることとなる（コーポレートガバナンス・コード原則4-7参照）。
 - この点において、支配株主を有する上場会社の独立社外取締役は、一般の上場会社における独立社外取締役に比して、期待される役割・責務が拡大している。

コーポレートガバナンス・コード 原則4-7

上場会社は、独立社外取締役には、特に以下の役割・責務を果たすことが期待されることに留意しつつ、その有効な活用を図るべきである。

- (i) ・ (ii) (略)
- (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

2-1-2. 取締役会における役割

- 独立社外取締役は、**取締役会における取締役としての活動において、会社の経営・事業全般を対象として少数株主利益の保護の役割・責務を果たすことが期待され、その中心は、支配株主と少数株主の利益相反リスクを監督することである。**
 - このような役割が期待されることは、
 - ・ 支配株主との取引や支配株主からの指示に対して常に消極的な対応をとることが必要となること
 - ・ 支配株主と少数株主の間の利益相反リスクが問題とならない場面において、（特定の）少数株主の意見を支配株主の意見に優先させることが必要となることを意味するものではない。支配株主と協調することや支配株主に支援を求めることが少数株主の利益になる場合には、独立社外取締役においてそのような判断を積極的にサポートすることが期待される。
 - 利益相反リスクを監督するために特別委員会が設置される場合もあるが、その場合であっても、取締役会において取締役として少数株主利益の保護の役割・責務を果たすべきことには変わりなく、特別委員会は、これを補完・強化する機能を有するものである。特別委員会における独立社外取締役の役割については、14ページ参照。
- このような役割は、**取締役会において利益相反リスクが問題となる取引・行為について審議・意思決定が行われる場面（いわゆる有事）だけではなく、取締役会における直接の審議・意思決定の対象にならない取引・行為等も含め、日常的な監督の場面（いわゆる平時）においても果たされることが重要となる。**
- また、このような審議・意思決定や監督を通じた少数株主利益の保護の役割を果たすためには、**独立社外取締役の適切な関与が確保される体制が整備されていることが前提であり、そのような体制の整備にも独立社外取締役が関与することが重要となる。**

2-2-1. 利益相反リスクの監督体制の整備

- 取引関係を含む上場会社と支配株主の関係は多種多様であり、独立社外取締役が上場会社と支配株主との間の全ての取引・行為を直接に監督することは現実的ではないため、**取引・行為の重要性に応じて、適切に監督を及ぼすことが期待される。**
 - 独立社外取締役が直接に監督する範囲を過度に広げることは、常勤ではない独立社外取締役に過度な負担をかけることになり、かえって、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に寄与するという大本の役割・責務の発揮に支障を生じさせかねない。
- そのためには、**独立社外取締役が重要な利益相反リスクの所在を確実に把握し、それが存在する場合に関与することを可能にするための付議・報告体制が整備されていることが重要となる。**
 - 例えば、取締役会への付議・報告の基準を適切に策定することが重要である。
- 取締役会がこのような体制整備を行うにあたっては、**独立社外取締役が、当事者として、十分な体制の整備がされているかを検証し、不足がある場合は、必要な体制整備・サポートを積極的に求めることが期待される。**

- 独立社外取締役は、取締役の職務として、業務執行取締役・執行役をはじめとする会社の業務執行者を監督することが求められており、その一環として、**業務執行における支配株主と少数株主との間の利益相反リスクを適切に監督することが期待される。**
 - 支配株主からの独立性が必ずしも確保されていない業務執行取締役・執行役やその指揮命令を受ける業務執行者は特に支配株主の影響を受けやすいことを念頭に、業務執行者において、支配株主の利益を少数株主の利益に優先することが生じていないかをチェックすることが必要となる。
- **利益相反リスクが看過されてしまわないよう、取締役会での審議や報告を通じて、常に利益相反リスクを注視しておくことが必要**となる。
 - **過度な負担を生じさせないような監督の方法として、支配株主との間の取引・行為における基準の策定を**したうえで、定期的に基準の運用状況の確認・検証を行うことなども考えられる。
- **支配株主や支配的な株主（特に、その独立社外取締役）との間で、グループ経営の方針や利益相反リスクを巡る状況について、対話を行うことも望まれる。**
 - **上場会社、支配株主・支配的な株主及び少数株主が企業価値向上に向けて同じ目線を持つことは重要であり、上場会社の最大のステークホルダーである支配株主・支配的な株主との間で対話を行うことが望まれる。**
 - **支配株主に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わないことが求められること（コーポレートガバナンス・コード基本原則4「考え方」参照）について、支配株主・支配的な株主との間で共通認識を醸成することが重要である。**

2-2-3. 特定の取引・行為に対する審議・意思決定

- 利益相反リスクが問題となる特定の取引・行為について審議・意思決定を取締役会において行う場合は、**少数株主と支配株主の利益相反が顕在化する局面であり、少数株主利益の保護という独立社外取締役の役割の発揮が特に重要となる場面**である。
- 独立社外取締役は、**当該取引・行為において少数株主の利益が図られているかという観点から当該取引・行為を検討したうえで、意見を述べ、問題点がある場合はそれを指摘することが期待される。**
 - **取引の必要性や取引条件の合理性に加え、手続の公正性という観点から検討することも重要である。**
 - **日常的な取引や反復・継続的な取引については、包括的な審議・意思決定を行うことも想定される。そのような場合、一度審議・意思決定を行った後は個別の取引については取締役会には上程されなくなるため、定期的に包括的な承認の適否について見直しを行うことが重要となる。**
- ※ **取引・行為ごとの具体的な監督の視点については、15ページ～18ページを参照。**
- ※ **具体的な行動の例については、経済産業省「社外取締役向けケーススタディ集—想定される場面と対応—」のケース8も参照**
<https://www.meti.go.jp/press/2023/06/20230630011/20230630011-2.pdf>

2-3-1. 特別委員会を設置する意義

- 支配株主を有する上場会社において、利益相反リスクのある取引・行為について審議・検討を行うための特別委員会を設置する場合がある（コーポレートガバナンス・コード補充原則4-8③参照）。
- このような特別委員会は、会社法上当然に設置されるものではなく、各社がその必要性を検討したうえで、任意で設置するものである。
- 特別委員会の設置には、**支配株主から独立した者のみで構成される環境で、利益相反の問題を中心に審議・検討ができるという点に意義があることから、次のような目的で活用することが考えられる。**
 - ・ **取締役会における独立社外取締役の比率が高くない場合に、独立社外取締役を一つのグループとして機能させることで取締役会による監督を補完する形で、利益相反の監督の実効性を高めるため**
 - ・ **独立社外取締役の比率にかかわらず、利益相反リスクについて特に慎重な検討が求められる場合に、利益相反リスクの監督の実効性を高めるとともに、プロセスの適正性・透明性を確保するため**
 - **例えば、少数株主が対価を得て退出する機会となる完全子会社化の場面においては、このような観点から特別委員会を設置することが推奨され、実務上も定着している。**
- 特別委員会は法定の権限や責任を有するものではないため、**特別委員会の審議結果が取締役会における審議や会社における業務執行に反映されるための仕組みがあわせて確保されることが重要となる。**

2-3-2. 特別委員会における役割

- 支配株主を有する上場会社において特別委員会を設置する場合、**特別委員会は、独立社外取締役を中心として構成されることが原則**となる。
 - 独立社外取締役以外の者が構成員に含まれる場合も考えられるが、その場合でも、議長を務めるなど独立社外取締役が中心的な役割を担うことが期待される。
- 特別委員会での審議において、**独立社外取締役は、当該取引・行為において少数株主の利益が図られているかという観点から当該取引・行為を検討したうえで、その点についての特別委員会としての見解を明示することが期待される。**
 - 取引の必要性や取引条件の合理性に加え、**手続の公正性という観点から検討することも重要である。**
- 特別委員会の設計によっては、当該取引・行為についての交渉権限が付与されることもありうる。その場合、**独立社外取締役は、自ら交渉に関与することを通じて、少数株主の利益を最大化するために活動することが期待される。**

コーポレートガバナンス・コード 補充原則4-8③

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。

- 企業活動の様々な局面において利益相反は生じうるが、**それぞれの取引・行為について、少数株主の利益になるかという点から検証することが基本的な監督の視点**となる。
- 独立社外取締役が全ての取引・行為を直接に監督することは現実的ではないため、その**重要性に応じて適切に監督を及ぼすことが求められる**。
- **利益相反リスクのある取引・行為の典型的な類型としては、①直接取引、②事業譲渡・事業調整、③支配株主による完全子会社化が挙げられる。**
 - 支配株主が取引・行為の相手方当事者である場合だけではなく、支配株主のグループ会社が相手方当事者になる場合においても支配株主と少数株主との間で利益相反リスクが生じることがあるため、そのような場合についても、監督の対象とすることが重要である。
 - 上記の3類型に限らず、上場会社と支配株主の関係や事業の状況に応じて、事業・経営上の指示など様々な場面において利益相反リスクが生じることがあるため、それらについても重要性に応じて適切に監督を及ぼすことが重要である。例えば、以下のような場合が考えられる。
 - 支配株主（又はそのグループ会社）との間で知的財産の開発等をはじめとする共同事業が開始される場合に、上場会社から見た必要性が低いにもかかわらず参加を求められたり、共同事業・開発の条件や成果の帰属が上場会社に不利に設定されるという形で、利益相反が生じることがありうる。
 - 支配的な株主（又はそのグループ会社）との間で人員の配転が行われる場合に、支配株主の都合を優先した配転が行われるという形で、利益相反が生じることがありうる。
 - **少数株主の利益になるかどうかや、取締役会への付議・報告のための重要性の考慮要素は、次ページ以降を参照。**

利益相反の所在	監督の視点
<ul style="list-style-type: none">取引価格をはじめとする取引条件が会社に不利に設定されるという形で、利益相反を生じることがありうる。通例的取引（反復・継続的な取引）と非通例的取引（一次的取引）の両方が含まれる。	<p><u>少数株主の利益になるかの考慮要素の例</u></p> <ul style="list-style-type: none">➤ 第三者との間でも生じうる取引について、<ul style="list-style-type: none">• 第三者との取引の場合の取引条件との比較• 取引により支配株主やそのグループ全体に生じる利益から自社が得られる利益• 取引のプロセス（交渉経過など）➤ グループ内特有の取引について、<ul style="list-style-type: none">• 取引の必要性• 取引から自社が直接得られる利益• 取引により支配株主やそのグループ全体に生じる利益から自社が得られる利益• 取引のプロセス（交渉経過など） <p><u>重要性の考慮要素の例</u></p> <ul style="list-style-type: none">➤ 支配株主との取引量・シェア、経営陣の兼務状況などの支配株主との関係性の強さ➤ 取引金額、第三者との取引との利益率の差異などの定量的要素➤ 通例的取引か非通例的取引かなどの取引の性質

2-4-3. 事業譲渡・事業調整における監督の視点

利益相反の所在	監督の視点
<ul style="list-style-type: none">グループ経営を行う支配株主の事業ポートフォリオ・マネジメントの一環として、<ul style="list-style-type: none">支配株主やそのグループ会社への事業譲渡が行われる場合、事業譲渡の対価をはじめとする事業譲渡の条件が会社に不利に設定されるという形で、利益相反を生じることがありうる。事業調整として、取引行為を伴わない形で、支配株主からの指示により新規事業分野への進出の見合わせや既存事業分野からの撤退、事業の棲み分け（顧客の分配など）が行われる場合、事業機会・収益機会を喪失するという形で、利益相反が生じることがありうる。	<p>少数株主の利益になるかの考慮要素の例</p> <ul style="list-style-type: none">事業譲渡について、<ul style="list-style-type: none">事業譲渡の対価などの事業譲渡の条件事業譲渡の時点での自社における事業の重要性（収益性や成長性など）事業譲渡により支配株主やそのグループ全体に生じる利益から自社が得られる利益事業譲渡のプロセス（交渉経過など）取引を伴わない事業調整について、<ul style="list-style-type: none">事業調整による自社への影響事業調整の時点での自社における事業の重要性（収益性や成長性など）事業調整により支配株主やそのグループ全体に生じる利益から自社が得られる利益事業調整のプロセス（交渉経過など） <p>重要性の考慮要素の例</p> <ul style="list-style-type: none">支配株主との取引量・シェア、経営陣の兼務状況などの支配株主との関係性の強さ対象事業の規模、事業譲渡の対価などの定量的要素

2-4-4. 支配株主による完全子会社化における監督の視点

利益相反の所在	監督の視点
<ul style="list-style-type: none">支配株主が少数株主をスクイーズアウトして会社を完全子会社化する場合、スクイーズアウトの対価が不利に設定されるという形で、利益相反を生じることがありうる。	<ul style="list-style-type: none">▶ 少数株主が対価を得て退出するという場面であり、利益相反リスクについて特に慎重な検討が必要になる類型であるため、独立社外取締役の関与は必須である。▶ 経済産業省「公正なM & Aの在り方に関する指針」に基き、少数株主利益の保護のために活動することが期待される。

* 経済産業省・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)
https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/fair_ma/pdf/20190628_shishin.pdf

2-5. 上場規則で求められる意見入手への関与

- 企業行動規範において、支配株主を有する上場会社は、支配株主等が関連する重要な取引等を行う場合には、少数株主にとって不利益なものではないことに関し、支配株主との間に利害関係を有しない者による意見を手に入れることが義務付けられている。
- 当該手続が必要となる場合、独立社外取締役は、自ら又は自らを構成員に含む特別委員会として、当該意見を述べるという形で関与することで、少数株主利益の保護の観点から審議・検討した内容を対外的にも表明することが期待される。
 - 実務上も、独立社外取締役又は独立社外取締役を構成員に含む特別委員会から意見を手に入れることが定着している。
- 取引の性質によっては外部有識者などの第三者から意見を手に入れることも考えられるが、その場合であっても、会社内の審議・意思決定において、当該第三者意見を踏まえたうえで、独立社外取締役においても少数株主にとって不利益ではないという判断を示すことが期待される。

有価証券上場規程 4 4 1 条の 2（支配株主との重要な取引等に係る遵守事項）の概要

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

（※） 適時開示事由のうちの所定の行為（株式の第三者割当、組織再編、事業・固定資産の譲渡・譲受け、完全子会社化など

2-6. 独立社外取締役候補者の指名への関与

- **独立社外取締役が少数株主利益の保護という役割・責務を発揮するにあたっては、支配株主及び経営陣からの独立性が確保されていることが重要である。**
- **したがって、独立社外取締役は、そのような独立性を有する候補者を選定するという視点を持って独立社外取締役候補者の指名に関与することが期待される。**
 - 支配株主が最終的な独立社外取締役の選解任の権限を有することが会社法の原則であるが、その前段階として上場会社において候補者の選定をする場面においては、このような役割が期待されるといえる。
 - 多くの場合、独立社外取締役の候補者の指名において直接的な利益相反が生じるものではないが、利益相反リスクの顕在化を防止するための実効性のあるガバナンス体制を確保するという観点で、少数株主利益の保護に密接に関係する場面といえる。
 - 取締役会においてこのような役割を果たすことが期待されるだけでなく、指名委員会が設置されている場合は、独立社外取締役がその構成員となり、このような役割を果たすことが期待される。
- **この場合、独立性基準（現在又は過去10年以内において親会社及び兄弟会社の業務執行者でないことなど）を単に充足しているだけでなく、実質的に見て、支配株主及び経営陣からの独立性が確保されている候補者を選定することが重要である。**
 - 経営陣においては、支配株主からの独立性が必ずしも確保されていないため、支配株主からの影響を強く受ける状況がありうる。したがって、そのような支配株主の影響下にある経営陣を介して支配株主の意向の影響を受けることがないよう、支配株主からの独立性だけでなく、経営陣からの独立性が確保されていることも重要となる。

会社・取締役会に求められる対応

3-1. 会社・取締役会に求められる対応①

- 独立社外取締役が少数株主利益の保護という役割・責務を十分に発揮するためには、**取締役会をはじめとする会社側での対応も重要となる。**

ガバナンス体制の整備

- **CGコード補充原則4-8③を参照しつつ、取締役会における支配株主から独立した独立社外取締役の十分な割合の確保や、支配株主から独立した独立社外取締役を含む特別委員会の設置などのガバナンス体制を整備することが重要となる。**
 - 取締役会がこのような体制整備を行うべきところ、その際は、必要とする体制・サポートについて独立社外取締役の意見を尊重することが重要である。
 - 会社法上の機関設計によって個々の独立社外取締役が有する権限は異なってくるため、そのような会社法上の権限を踏まえて、独立社外取締役が適切に少数株主利益の保護の役割・責務を果たすことのできる仕組みを各社において整備することが重要である。
- 取締役会や特別委員会において**独立社外取締役が重要な利益相反リスクの所在を確実に把握することを可能にするための付議・報告体制を整備することが重要となる。**

取締役会の運営

- 取締役会において利益相反について十分議論されるためには、実務面において、**利益相反の観点からの検討が必要であることを事前のブリーフィングの際に独立社外取締役に対して喚起するなど、事務局のサポートが重要となる。**

情報開示

- 利益相反の監督体制は各社の状況に応じて様々な在り方が考えられることから、各社において、**利益相反の監督体制の整備・運営の状況についてコーポレート・ガバナンス報告書等で開示することが重要となる。**
 - このような開示は、投資家との間の対話と通じてより実効性のある利益相反の監督体制の整備につながるものであると共に、少数株主・投資者が安心して自社に対して投資できるための情報提供にもなる。
- 特に、特別委員会を設置する場合は、法定の機関ではなく、**その構成や権限等が各社の状況に応じて様々であることから、その具体的な内容について開示することが重要となる。**
 - 具体的な内容の開示を欠く場合（特に、特別委員会を非常設としている場合に委員構成や審議項目が不明であるとき）は、投資者からは実効性のある利益相反の監督体制として評価されないおそれがある。