

# 少数株主保護に向けた 上場制度整備の検討

東京証券取引所 上場部

2023年11月20日



- これまでの研究会を通じて、**少数株主保護に関する上場制度の整備として考えられる方策やそれらの必要性・課題**について、様々なご意見をいただいたところ
  - ⇒ 少数株主保護が図られるためには、**複数の方策を組み合わせることで制度全体で対応していく必要があるため、引き続き、必要となる上場制度の整備について検討**（東証において整理後、あらためて研究会で議論の想定）

## ご意見のあった上場制度整備の方策

項目	支配株主を対象としたルールの見直し	支配的な株主を対象としたルールの拡張
<b>独立社外取締役の独立性確保</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 独立性基準の追加（支配株主との間の取引関係・経済関係の不存在）</li> <li>・ 上場制度上の独立社外取締役指定における少数株主の過半数の賛成の要求</li> <li>・ 独立社外取締役の選任における少数株主の賛否割合の開示</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 独立性基準の拡張（「支配的な株主」との関係の不存在）</li> </ul>
<b>利益相反リスクのある取引・行為に対する手続規制</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 意見入手手続の対象となる取引・行為の見直し</li> <li>・ 意見入手手続への独立社外取締役等の関与の確保</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 「支配的な株主」が関連する取引・行為への意見入手手続の拡張</li> </ul>
<b>上場親会社に対する規律</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 支配株主である上場会社の責務の明確化</li> </ul>	
<b>その他</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 独立社外取締役選任の義務化</li> <li>・ グループの運営形態の転換に関する規律</li> </ul>	

## 独立性基準（支配株主との間の取引関係・経済関係の不存在）の追加

### 必要性・有効性

- **取引関係に基づく影響力を無視できない場合がある**ため、独立性基準の中に取り込むべき。
  - 開示例を参考にすると、支配株主グループ企業の取締役・職員、支配株主のリーガル・アドバイザーである法律事務所などは、支配株主との距離が近く、独立性の判断で考慮すべき要素。
  - 支配株主からの独立性だけではなく、支配株主グループの中での独立性という観点も含めての検討が必要。
- 独立性基準によって独立性が認められないとして一律に排除するのではなく、**利益相反が問題となる場面に限って少数株主保護の役割が期待できないことを前提に取り扱う**ほうがよい。
  - **子会社から見ると親会社の取引先は間接のさらに間接となる関係であって、どの程度の影響力があるかは定かではない**ところ、厳格にそのような場合まで独立性を求めると、親会社からの子会社に対する規律が弱まってしまう懸念がある。
  - **親会社の取引先が子会社の事業とは関連しない場合まで独立性を喪失させるのは、過度な規制**となる。
- **独立性の属性を精緻に設計することで完全な独立性の確保を達成するのは限界がある**ため、別の方策（賛否結果を踏まえた会社へのプレッシャーなど）を考えるべき。

### 実務への影響

- **独立役員候補者が見つけにくくなる**という問題を生じる。
- **子会社側で親会社の取引関係を確認することは実務上困難である**という問題がある。

### 独立性基準への反映方法

- 独立性基準を2類型に分けて、①必須となる要件と②要件を満たす代わりに少数株主の過半数の賛成などの手続的要件で代替できる要件を設け、②として取引関係の不存在を求めるという方策もあり得る。

## 上場制度上の独立社外取締役指定における少数株主の過半数の賛成の要求

### 必要性・有効性

- 少数株主の一定の支持がないと、独立社外取締役が一般株主・少数株主の利益の擁護者であるということを正当化できない。
  - 独立性基準により客観的な属性として支配株主からの独立性を確保したうえで、さらに少数株主に対する受託者責任を果たしてもらうための仕組み。
  - 支配株主が存在しない会社では、形式的な独立性の要件に加えて独立した株主総会の選任があることによって独立社外取締役として認められる。それと同等の条件が実質的に担保されているということを支配株主が存在する会社でも要求するものであり、現在のコーポレートガバナンス・コードや上場規則から自然に導かれる。
- 上場制度において「独立社外取締役」として表示できるかは、それを議決権行使基準の基本方針に組み込んでいる機関投資家が多く存在していることも考慮すると、実務的な意義は小さくない。
- 選任後に事後的に独立性が否定されることになるが、結局は取締役として選任されており、また翌年以降も同様に再任可能であるから、効果は限定的であるおそれがある。
- 独立役員は客観的な属性から独立性を判断するという考え方であるのに対し、これはプロセスに着目し独立性を確保する考え方。これらの二つの考え方を混在させることは疑問であり、どちらかの考え方をとるべき。
- 適用する条件を十分に検討する必要がある。
  - 少数株主が非常に分散している場合は問題は生じにくい。
  - あまり広く可能にしてしまうと、支配株主によるガバナンスを弱めてしまうのではないかと懸念がある。子会社の独立社外取締役を解任し利益相反管理ができない状態が生じる場合や、独立社外取締役を主として構成されている特別委員会の答申に従わない場合などが適用対象として考えられる。

### 支配株主の議決権行使権限への影響

- 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。
  - 本来の株主権・議決権の在り方に立ち返って整理するべき。議決権そのものはその会社に対してどれだけの経済的な責任を持って資本投下しているかであるという観点も非常に重要
  - 支配株主の株式保有割合が高く少数株主の議決権行使率が低い場合、極めて少数の株主のみにより議案の成否が決することとなり、資本多数決の原則から著しく乖離する。
- 少数株主の過半数の賛成を要求しても、親会社による子会社の業務執行取締役の選解任権の行使が妨げられるというわけではない。

## 上場制度上の独立社外取締役指定における少数株主の過半数の賛成の要求（承前）

### 実務への影響

- 一定割合以上の議決権を保有する少数株主が議案をコントロールすることができる状況が生じ、悪用されるおそれがある。
- 少数株主の議決権行使結果により否決されるリスクから引き受けを躊躇する候補者が出るおそれも十分あり、取締役候補者の確保について企業に過度の負担がかかるおそれがある。

### 上場制度への反映方法

- 支配株主以外の大株主の議決権をどう取り扱うのかは課題となる。
- 会社法上の有効性の検討が必要となるが、少数株主の過半数が賛成しなかった場合は取締役としても選任されないというルールも検討すべき。

## 独立社外取締役の選任における少数株主の賛否割合の開示

### 必要性・有効性

- 臨時報告書で決議結果が開示されているため、支配株主の持分割合が分かれば少数株主の賛否割合についてはほぼ推測できるが、独立社外取締役の候補者がどれくらい少数株主の支持を得ているかを分かりやすくするため、情報開示として工夫の余地がある。
- 独立社外取締役に自身に期待されている役割を意識して行動してもらえると同時に、機関投資家をはじめとする投資者側に対しても、期待される役割を果たしていない独立社外取締役に反対票を投じるようになるという意識改革の効果もある。

### 実務への影響

- 当日分の議決権行使結果を集計外とするのはミスリーディングな情報になる可能性があるが、それを開示対象とする場合は企業の負担を考える必要がある。

### その他独立社外取締役の選任に関する情報開示

- 少数株主の賛成割合が低かった場合、取締役会は分析や対処方法を検討すべきであり、指名委員会は分析や対処方法を取締役会に助言すべき。そして、それらの内容は開示されるべきであり、それにより取締役会や指名委員が機能しているかが明らかになる。
- 上場子会社の独立社外取締役の選任について親会社の指名委員会で議論している場合は、親会社の指名委員会の議論の内容も開示されるべき。
- 再任される独立社外取締役については、少数株主保護の役割をどう果たしてきたのかを少数株主が判断するのに資する情報の開示を行うことが重要。

## 意見入手手続の対象となる取引・行為の見直し

- 現在のルールは制定当時の事情を背景に策定されているが、**より広い場面や別の種類の取引をカバー**することが考えられる。
  - 適時開示の対象となっている事由を基準としている現在のルールで、支配株主と子会社の利益相反リスクの監督の観点から問題となる状況を過不足なく把握できているのかを検討すべき。

## 独立社外取締役等の関与の確保

- 少数株主は取締役会の一員としてではなく独立社外取締役としての見解を確認したいはずであり、**独立社外取締役が関与することをルール化**することも考えられる。
- コーポレートガバナンス・コードは、取締役会において独立社外取締役の比率が少ない場合には特別委員会を設置する必要性が高いという考え方に基いているが、より積極的に、**特別委員会が有効に働く場面を検討した上で、上場制度として落とし込むことができないか**を検討すべき。

## 支配株主である上場会社の責務の明確化

- 親会社は子会社をガバナンスする責任がある一方、利益相反が生じる場合には子会社は少数株主保護のために対応するというバランスがあり、それを前提に**親会社がどのように行動すべきかを企業行動規範として明示的に規定することが必要**。
- 親子会社間の関係（特に親子会社間の契約）に関する開示を子会社が行うにあたっては、親会社の意向に影響を受けることを避けられないため、**情報開示に親会社が協力する必要があることを自主規制において明文で規定することが考えられる**。

## 独立社外取締役選任の義務化

- **研究会での議論は、独立社外取締役が存在する前提であり、独立社外取締役が存在していない上場会社は非常に問題**。
- 特別委員会を実務に定着させ発展させるよりも、独立社外取締役の人数を増やすという方向性が望ましい。

## グループの運営形態の転換に関する規律

- グループ経営には一体運営型と独立運営型があるが、途中で変更されるのは投資家・一般株主にとって不意打ちになる。これが許されるのかも含め、検討が必要。

## 支配的な株主を対象としたルールの拡張

### 総論

- 事実上役員を選任権限を有しているという点が規制の根拠になるはずであり、過去の平均的な議決権行使率を踏まえて、実質的な選任権限を有するとみなすことのできる水準を算出し、それを基準とすることが考えられる。
- 株主が支配権に関わる内容の契約を締結している場合は、それを考慮する必要がある。

### 独立性基準の拡張（「支配的な株主」との関係の不存在）

- 現在の会社法上の社外要件やそれに基づく上場制度上の独立性基準においては、支配株主との関係の不存在は考慮されているが、**支配的な株主との関係の不存在は考慮されていない**ため、その点が検討課題になる。
  - マーケットの現状の実務を踏まえると、主要株主からの独立性を求めるべき。
  - 株主提案が可能な1%以上の保有株主であり、かつ、子会社の取締役の選任に関して契約が存在している場合には、独立性は認められないとするのが一案。

### 支配的な株主が関連する取引・行為への意見入手手続の拡張

- 支配的な株主を対象に、意見入手手続を拡充すべき。

# (参考) 各国市場における少数株主保護に関する規制

	事前予防規制		事後責任規制 (損害賠償責任等)
	ガバナンス体制への規制	取引への規制	
米国	<ul style="list-style-type: none"> <li>・<b>ガバナンス体制の多くが免除</b></li> <li>➢ 独立社外取締役過半数の選任、指名委員会・報酬委員会設置の義務を免除</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・関連当事者との取引（12万ドル以上）につき、</li> <li>➢ <b>監査委員会等が事前の審査・監督を実施し、<u>会社・株主利益に反する場合は取引を禁止</u></b>（NYSE）</li> <li>➢ <b>監査委員会等が事後のレビュー・監督を実施</b>（Nasdaq）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・<b>支配株主の少数株主に対する信認義務</b>により、支配株主との取引や会社の機会の奪取により会社に損害が発生した場合は<b>支配株主は会社に対して賠償責任を負う</b>（判例法）</li> </ul>
英国	<ul style="list-style-type: none"> <li>・定款の定めとして、独立取締役の選任に<b>Majority of Minorityを要求</b>（上場後に支配株主が生じた場合には、次の株主総会まで）</li> <li>※ただし、MoMが得られなかった場合でも、一定期間を置いて再提案が可能であり、再提案について全体の過半数の賛成があれば、選任可能</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・支配株主との取引に関して<b>独立当事者間取引基準で行う旨等の契約締結</b>が必要（上場後に支配株主が生じた場合には6ヶ月以内に締結）* 1</li> <li>・関連当事者との<b>事業の通常のプロセス外の取引</b>（数値基準による適用除外あり）につき、<b>株主総会による承認</b>が必要* 2</li> <li>※株主総会において、関連当事者の議決権は除外</li> </ul>	—
日本	<ul style="list-style-type: none"> <li>・<b>コンプライ・オア・エクスプレインベース</b>で、以下のいずれかの対応を要求</li> <li>➢ <b>独立社外取締役過半数（プライム市場）・3分の1以上（スタンダード市場）の選任</b></li> <li>➢ <b>独立社外取締役を含む、利益相反を管理する特別委員会の設置</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・支配株主との取引に関して<b>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</b>が必要</li> </ul>	—

\* 1 ルールベースからコンプライ・オア・エクスプレインベースへの改正がパブリックコメント中

\* 2 ①数値基準の緩和や②株主総会の承認ではなくスポンサーによる確認手続を必要とすることについての改正がパブリックコメント中