

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 第2期
(第5回) 議事録

日時： 2023年11月20日(月) 16時00分～17時10分
場所： 東京証券取引所 15階特別会議室
出席者： メンバー等名簿参照

【菊池部長】

それでは、第2期・第5回の「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」を開催させていただきます。

本日も、お忙しい中、お集まりいただきまして、ありがとうございます。どうぞよろしくお願ひ申し上げます。

はじめに、本日の出席状況でございますが、加藤メンバーが15分ほど遅れてオンラインでの参加をご予定されています。また、オブザーバーの金融庁様、経済産業省様、法務省様もオンラインでのご参加となっております。

それでは、さっそく議事に入っていきたいと思ひます。

まず、本日の議事について、ご説明いたします。

【池田統括課長】

本日もお忙しい中、まことにありがとうございます。

資料2をご覧くださいと思います。本日は、第2期の本研究会においてこれまでご議論いただいた各取組みについて、いったんのとりまとめをさせていただきます。

まず、情報開示に関しましては、第2回の研究会でのご議論を踏まえまして、親子関係にある上場会社あるいは持分法関係にある上場会社を対象に、開示が望まれる事項や記載上のポイントをお示しさせていただこうと思っております。資料3にその内容をまとめてございますので、ご報告させていただき、お気づきの点があればご意見をいただければと考えてございます。

次に、「独立社外取締役に期待される役割」につきましては、資料4として、前回の研究会でのご議論を踏まえ、整理案を更新しております。こちらについてご説明させていただき、あらためてご意見を頂戴したいとできればと考えてございます。

最後に、一番下に記載しております、「少数株主保護に向けた上場制度整備の検討」ですが、難しい論点である中、多面的なご議論をいただきまして、大変ありがとうございます。資料5において、これまでいただきました様々なご意見をまとめております。今後具体的にどのような形で対応していくべきか、

一度東証において整理・検討させていただきまして、その後、改めてまた研究会でご議論いただくという形で進められればと考えてございます。それに当たりまして、もし追加的にご意見があれば、ぜひ頂戴できればと考えてございます。

本日はこの3点について、ご議論いただければと思います。以上でございます。

【菊池部長】

それでは、早速ですが、資料の説明とご議論に入らせていただきたいと思います。本日は、テーマが大きく3つございますので、それぞれのテーマごとに、東証から資料のご説明を差し上げたうえで、ご意見・ご議論を頂戴したいと考えております。

はじめに、情報開示の充実について、資料3に基づきご説明いたします。

【白水調査役】

お手元の資料3につきまして、ご説明申し上げます。

まず、冒頭、2ページにありますとおり、情報開示については、情報開示充実の趣旨や情報開示においてポイントとなる事項をとりまとめ、上場会社の皆さまにご案内するとともに、情報開示のポイントとなる事項の詳細については、コーポレートガバナンス報告書の記載時のガイダンスとなります記載要領にてお示ししていくことを想定しております。2ページの下部に、第2回の研究会の際に頂戴した主なご意見を記載しておりますが、これらも記載要領の内容に反映させていただく予定です。

次のページ以降、資料3別添として掲載しておりますのが、上場会社の皆さまにご案内予定の資料でございます。

4ページにおいて、「情報開示の充実に向けたご対応のお願い」ということで、

- 少数株主保護やグループ経営に関する情報は投資判断上重要になるにもかかわらず現状では十分な開示がなされているとはいえないことが投資家からは指摘されていること
- これを踏まえ、投資者から開示が期待される事項として、ガバナンス報告書における記載上のポイントを整理してお示ししていること
- これらは、新たに特定事項についての開示を義務付ける趣旨ではないものの、投資判断上重要となる情報であり、投資家との対話の出発点になる情報であることを踏まえ、情報開示の充実に向けてご検討・ご対応いただきたいこと

をメッセージとして、記載しております。

5 ページでは、このような情報開示の充実が必要となる背景・趣旨をまとめております。6 ページでは、本資料の対象となる会社と対応内容について簡単にまとめております。7 ページでは、ご対応いただく際の留意事項をご案内しております。

8 ページ以降では、上場親会社、上場子会社、上場関連会社を有する上場会社、その他の関係会社を有する上場会社という対象となる会社の類型ごとに、それぞれ自社の株主にどのような理由でどのような情報の開示が求められるかということの説明しております。

まずは、このような形で上場会社の皆さまに情報開示の充実を図っていただくことを進めてまいりたいと考えております。資料3の説明は以上です。

【菊池部長】

以上のように、東証より、予定しております対応をご報告させていただきましたが、もしご意見等ございましたら、お聞かせいただければと存じます。

【神田メンバー】

資料は非常に良くできており、これで大変結構かと思えます。

資料にない点を1点、今後の検討課題として指摘しておきたいと思ひまして、発言いたします。ある別の会議で議論になった点でして、私もなるほどと思う部分があったので、こちらの研究会でも発言いたします。

将来に向けた情報開示のテーマの一つとして、従属上場会社の役員の方がその親会社ないし支配株主である会社の株式をどの程度保有しているかという株式保有状況の開示を求めることが、検討課題になると思ひます。役員の方のうち業務執行役員がその対象として考えられますが、社外役員の方も、独立性という本日の次のテーマにも関係して、保有状況が開示されてよいと思ひます。これまで発言していなかった点であり、今回にあわせて対応が必要というわけではないですが、将来の検討課題にさせていただければありがたく思ひます。

【菊池メンバー】

開示に関連して、1点申し上げます。

7 ページの2つ目のパラグラフに関連しまして、東証からの説明の中では言及のなかった具体的な部分に関係したコメントを申し上げます。「各社の開示例もご参照ください」と記載されており、東証が公表する資料ですので、一種の好事例としてマーケットが受け取る可能性が高いと思ひます。その観点から、若干、資料の内容に違和感を覚える部分があります。

14ページ以下では、「自社の状況に応じて開示」という形で開示する内容を振り分けており、その整理は分かりやすいと思います。左側の「上記項目に相当する状況あり」の方ではポイントの「概要」を示している一方、「上記項目に相当する状況なし」の方では「事例」を記載するという形をとっています。この内容を拝見すると、右側の「状況なし」の方もポイントの概要を示す方法にした方がよいと思います。その理由として、例えば、14ページの「開示内容の例」の2つ目のビュレットでは、「業務提携関係や取引関係の強化」と太字で強調して記載されています。しかし、この記載だけで好事例として扱ってよいのかは疑問です。この研究会で議論している親子上場の問題には直接関係しないかもしれませんが、政策保有株式の開示という観点では、このような表現がテンプレート化してしまっていて、開示内容の改善を求める必要があるのではないかということが議論になっています。その中で、このような記載例を出すことは、かえって弊害があるのではないかと感じました。

もう一つ具体的な例でお話しさせていただいた方が伝わりやすいかと思います。15ページでは、「開示内容の例」の2つ目のビュレットで、「リスクマネジメント・コンプライアンスの観点からの管理のみ行われており、経営面での関与は行っていない」とあります。リスクマネジメントは経営の重要な一側面であって、「経営面での関与は行っていない」という説明は、整合的か否か疑問の残る記載事例になっています。したがって、「相当する状況なし」の場合も、どのような項目を説明するべきかを整理する形の方が、左右の対象という点で、分かりやすい資料になるのではないかと思います。

【大内メンバー】

経団連の経済法規委員会企画部会の主要企業への照会を踏まえて、何点か意見を申し上げます。

1点目として、現在非常に充実した開示をしている会社はそれでよく、今回は底上げを図る趣旨であるとのこと説明がありましたので、対応のレベル感として、それをどこかにテイクノートしておいていただきたいと思います。例えば、4ページの3つ目のパラグラフにおいて、4行目に「対話の出発点となる情報であることを踏まえ」とある後に、「特にこれまで開示に消極的であった会社に向けて」というような記載が入っていると、その点が明らかになります。あくまで発行会社側の要望ではありますが、そのような表現にすると、趣旨がクリアになるとと思います。

2点目ですが、持分法適用関係にある上場会社は、発行会社からすると、も

ちろん持分法が適用されるので利益が一定の持分割合で連結されてはいますが、実のところ、戦略を全く共有していない場合がほとんどです。実際の体感としてはそう感じます。意思決定に与える影響力はない、もう少し有り体に言えば、言うことを全然聞いてくれないため株主として何をやっているのだと言っても、上場会社なので好きにやらせてくださいと返されるのが通常です。影響力を与える範囲、逆に言えば、外部から見てグループの中での位置付けが不透明なことによる過度なディスカウントを気にすべき範囲としては、持分法適用関係にある会社は少し広すぎます。持分法適用関係を基準とする趣旨もよく分かりますが、実務の感覚としてはそう感じます。

したがって、取締役の選解任への影響力を潜在的には有していることを基準とすべきことを踏まえて、閾値を設定するという考え方もあると思います。例えば、株主総会の議決権行使比率が80%超の場合にはそのうちの過半数となる40%を保有している場合は取締役をいつでも解任できることとなります。

経団連の中の議論としては、持分法適用関係にある会社についての開示は止めるべきだという意見も託されて参加しておりますが、持分法適用関係にある場合の全てにおいて開示は不要というわけではないものの、15%保有かつ所定の要件により持分法適用となっている会社まで一律に対象にするのは、やや一足飛びで広すぎると思っています。

3点目として、7ページの米印で「経営上の支障が生じる場合や市場へ悪影響を与える懸念がある場合など、開示が困難である場合」という記載でご配慮いただいているところではあるのですが、少し表現が強すぎると感じます。本来は、記載を加えて、「開示が困難である場合にまで開示を期待するものではなく、投資判断上重要なものについて開示の充実を期待するものです」というような記載とし、投資判断に影響がある内容に開示対象を絞るとよいと思います。4ページの1つ目のパラグラフでも「少数株主保護やグループ経営に関する情報が投資判断上重要になるにもかかわらず」という記載が、開示が必要となる入口として説明されていることを踏まえると、米印で配慮いただいている内容をもう少し広げていただくと趣旨が一貫すると思います。

【後藤メンバー】

本日の会議に当たって現場の社員に相談すると、「現場の負担が増えるので、全て開示は止めるべきと言ってください」と言われるのですが、本来あるべき姿は何かを考えるべきだと思っています。その観点からは、やはり実効性を大事にするべきです。開示をする側と開示を読む側の双方にとって実効性が高いことが大事だと思っています。非常に分厚い開示書類を発行体が一生懸命

作成しても、それを読んでくださる側が役立てていただけないとなると、それは寂しいことです。

そうしますと、どういう会社を開示対象にするかというマテリアリティの議論が非常に重要になります。開示対象となる会社を選別するうえで、今もご発言のあった、持分法適用会社を対象とするかという点については、あえて実務負担を無視して発言するならば、持分法適用会社程度の関係でも開示をしていく必要はあるのだろうと思います。他方で、純投資目的での投資やファンドを通じての投資であれば、グループ経営という観点からの開示を求めることは明らかに趣旨が違うのだろうと思います。

東証の上場会社が議論の中心になっていると思いますが、海外の市場に上場している会社もあります。海外の場合はより厳しいルールでの開示があらかじめ求められている市場がいくつもありますので、海外市場の上場会社については、第一段階の進め方として、その市場のガバナンスを信頼することでよく、後で問題が生じた場合に東証のルールを改正していくことでよいと思います。

また、効率的な開示の作成のためには、強制開示と任意開示を区別してルール化することも有効であると思います。

【三瓶メンバー】

先ほどご意見があった中で、持分法適用会社については、保有している会社と保有されている会社では戦略を共有していないのが大半であるとか、意思決定に影響を及ぼすことはできないと思っているというご発言がありました。本来はそうであろうと私も思います。

しかしながら、実際には、私がかつて投資してきた会社がコングロマリット・ディスカウントを気にされている場合に、ディスカウントの理由を聞かれたときには、「持分法適用会社は将来キャッシュフローの対象に入らない」というのが非常に簡単な答えになります。現在私が助言させていただいている会社にもいくつか同じような会社はあり、「持分法適用会社はそもそもDCFバリュエーションの割引現在価値の対象に入りません。株式の持分価値を加算するだけです。すなわち、企業価値の説明をする際には将来キャッシュフローがキーワードとなりますが、持分適用会社はその対象になりません。したがって、持分法適用会社という非常に中途半端な形でグループを形成すること自体がデメリットです」という話をすると、大変驚かれます。持分法適用会社によるグループ企業価値への貢献が投資家に評価されていないことに驚かれるという状況と先ほどのご発言の内容とは、私の中ではあまり合致しないというのが感想

です。本来であれば、先ほどのご発言にあったような認識を皆さんに持っていただければ、それはバリエーションと一致するので問題はないのですが、実際は、企業の多くの方でも理解が一致していない部分があると思います。少し感想めいた意見ですが、共有させていただきました。

【菊池部長】

ありがとうございました。

本日いただいた意見を踏まえまして修正を加えたうえで、公表前に事前に資料をご案内させていただきたいと思います。

では、次に、資料4に基づき、「独立社外取締役に期待される役割」の議論に移りたいと思います。まずは、東証より説明させていただきます。

【白水調査役】

資料4につきまして、ご説明申し上げます。事前説明のお時間を頂戴して一度ご説明差し上げておりますので、簡潔にご説明させていただきます。

「独立社外取締役に期待される役割」の整理案について、前回のご議論を踏まえ更新しており、イエローハイライトを付しているのが、内容としてアップデートをしている記載でございます。アップデートした箇所の趣旨を中心に、ご説明させていただきます。

まず、冒頭2ページにおいて、本資料のメッセージを記載することとしています。最初に、「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・責務を負っている」ということを宣言しております。そのうえで、

- 本資料は、その役割について、具体的な場面も想定しつつとりまとめたものであること
- この資料の対象には、支配株主を有する上場会社だけでなく、より広く「支配的な株主」を有する上場会社も含まれること
- そのような上場会社の独立社外取締役の方々において、本資料を参考していただき、少数株主利益の保護の役割を発揮していただきたいこと

を記載しております。また、2ページの下の部分では、なぜこのような資料をとりまとめたのかという東証の意図も説明しております。

3ページが本資料の構成を図示したものです。前回からの変更点としては、新たに、監督・関与の態様について、①監督体制の整備、②日常的な監督、③審議・意思決定の3つに分けて整理することとしております。

4ページからが、「1」として、前提となる少数株主保護の基本的な考え方を示してしております。

5ページでは、上場会社において少数株主利益の保護がなぜ重要なのかについて、6ページでは、利益相反リスクの監督がその中心となることについて説明しており、概ね、前回の原案と同じ内容としています。

7ページからが、「2」として、独立社外取締役に期待される役割について説明しています。

8ページでは、前回のご意見を踏まえ、

- 上場会社においては取締役が企業価値向上の責務を負っており、その一環として、少数株主利益を保護するという役割を負っている中で、
- 独立社外取締役以外の取締役は支配株主の影響をより受けやすい立場であるため、特に、そのような役割は独立社外取締役に期待されるという流れで整理し直しております。

9ページは、取締役会において独立社外取締役が利益相反リスクを監督する態様としては、

- 利益相反リスクのある取引・行為につき直接審議・意思決定する場合のほか、日常的な監督の場合もあるということ
- さらにはそれぞれのモードを適切に切り分け適切な関与を確保するための体制の整備自体も重要であること

を示しています。

そのような3つの態様のうち、10ページでは、監督体制の整備において、独立社外取締役は、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ことについて整理しています。続いて、11ページでは、日常的な監督における役割について、前回の原案を基に記載しておりますが、前回のご意見を踏まえ、支配株主やその独立社外取締役との間で日常的に対話を行うことも重要であることを追記しています。続いて、12ページでは、利益相反リスクのある特定の取引・行為について審議・意思決定を行う場合についての留意点として、手続の公正性という観点もあることや、包括的な審議・意思決定を行う場合の見直しの必要性について、前回のご意見を踏まえ、追記しています。

次に、取締役会に加え、それを補完するものとしての特別委員会に関して、13ページでは、前回のご意見を踏まえ、特別委員会が活用される場面の考え方を明確化するとともに、14ページでは、そのような特別委員会は独立社外取締役が構成員となることが原則であり、独立社外取締役が議長などの中心的な役割を担うことが期待されることを追記しています。

15ページからが、監督の対象となる利益相反リスクのある取引・行為の類型ごとの分析であり、16ページで1つ目として直接取引の類型、17ページで2つ目として事業譲渡・事業調整の類型、18ページで完全子会社化の類型について、それぞれ利益相反の所在や考慮すべき要素について整理しておりますが、内容は前回の原案をそのまま踏襲しています。

19ページでは、上場規則により対外的に意見の表明が求められる場合は、独立社外取締役がそれを担うことが期待されるということを、前回の原案を基に整理しています。

20ページでは、取引・行為とは少し異なる場面として、独立社外取締役候補者の指名においても、利益相反リスクの監督体制の事前の構築という観点から独立社外取締役の関与が期待されることについて、1枚スライドを追加して記載を拡充しています。

21ページから、これまで整理してきた独立社外取締役の役割をサポートするために必要となる会社・取締役会の対応について記載しています。22ページの冒頭では、前回のご指摘を踏まえ、まずは会社の中でも取締役会が中心となってサポートすることが重要であることを示しています。以降、前回の原案を基に、ガバナンス体制の整備、取締役会の運営、情報開示といった点において、会社や取締役会に求められるサポートについて説明しています。

更新箇所を中心とした資料4の説明は、以上です。

【菊池部長】

それでは、メンバーの皆さまからご意見を伺いたいと思います。

それではどなたからでも結構ですので、よろしくお願いいたします。

【後藤メンバー】

私たちも留意しているポイントですが、資料の10ページ、11ページあたりを拝見すると、非常に発行会社にご配慮いただいた記載になっていると思います。社外取締役に新たな業務を付加するということは、社外取締役の選任であったり、それを維持していくうえで非常に大きな障害となる可能性が高いと私たちの会社は見ております。

その代わりに、社外取締役に期待される役割は記載されているとおりです。このような役割を担わなければいけないと思います。ただし、それは通常取締役会の中で確実に行うべき事項だと思います。したがって、取締役会のあるべき姿や上場企業として社外取締役に今以上に選任しなければならないというこ

とを、場合によってはルール付けるくらいの強制力を持つ必要があります。そうしないと、従来から行われている取締役会が目指す期待値を消化するのは難しいと思います。私どもの会社では社外役員が過半おりますので、ガバナンス、コンプライアンスの観点から徹底的に取締役会や役員会の質を高めることで、資料で指摘されているレベルを私たちは満たしているのではないかと考えています。もっとも、世の中の会社は様々でいらっしゃいますので、東証に上場されている会社の質を高めるという意味で、ぜひそちらの奨励をしていただくとよいと思います。

一点、ワーディングについてですが、「日常的な」という言葉を入れると、社外取締役のメンバーからは「日常的に仕事をしないといけないのか」と受け止められると思います。その点は留意された方がよいと思います。

【三瓶メンバー】

資料4の5ページ「少数株主利益の保護の意義」の箇所では、5つのポイントが列挙されています。3つ目のポイントの前か後にもう少し説明を追加していただけたらよいと思います。よく言われる所有と経営のエージェンシー問題があることについては、一般によく理解されていると思います。少数株主と支配株主の利益相反に関しても、少数株主の経済的持分と支配株主の経営支配の間のエージェンシー問題といえます。すなわち、支配株主にとっては、所有と経営が接近しエージェンシー問題はほぼ解決したという感覚でいる会社が多く存在しているように見受けられます。しかしながら、この場合は、少数株主の経済的持分に配慮せず支配権の力で意思決定を押し切る懸念があり、少数株主にとっては、むしろエージェンシー問題は深刻化しているという状況です。したがって、重要なのは、支配株主が少数株主の経済的持分に適切に配慮した対応をとることです。支配株主と少数株主の双方にとってまだエージェンシー問題は解決していない中で、一方はその問題は解消していると思っており、一方はその問題は増大していると思っているというように、差が開いていること自体に深刻な利益相反があるわけです。その点をまず問題の出発点として理解していただくために、説明を追加することが考えられます。

支配株主が少数株主と株主共同の利益を共有できたとすれば、その構造は非常に双方にとってメリットのあるものであり、上手くグループ経営がされている状況といえます。この点は親会社の方々がよく主張される点なのですが、これは、そのような条件が整った場合に成り立つ話であるということをご理解いただいて、その条件を整えていただくように努力していただく必要があると思

います。

6ページの中ごろで、黄色いハイライトをしている矢羽根の文章があります。この部分について、根拠となるものがあつた方がご理解が進むと思いますので、その根拠を探すと、今年9月に更新されたG20/OECDのPrinciples of Corporate Governance 2023に非常に明確に書いてあると思います。紹介すると、セクションV「The responsibilities of the board」のパラグラフのBとEに明確に記載があります。また、セクションII「The rights and equitable treatment of shareholders and key ownership functions」という箇所にも明確に記載があります。このようにグローバルに共有する価値観でも同様に捉えているので、このような考え方があるという点をどこかで注記などしていただくと、根拠がより明確になるのではないかと感じます。

6ページの3つ目のパラグラフについて、関連した具体的な方策をグローバルでみると、ICGNのGlobal Governance Principlesというものがあつて、その指針10.10（Guidance 10.10）に、株主総会で取締役会側の提案議案について相当数の反対があつた場合（例えば20%以上の反対があつた場合）には、反対した株主の懸念事項を把握して、対応するためにどのような措置を講じたかを説明すべきである、とあります。また、次の年の株主総会で取締役会は株主からの懸念に対処するため、意見がどのように考慮されたかや取られた措置を報告すべきである、とあります。これは、少数株主に適切に配慮すべきこと、少数株主の意見は決議結果そのものには総会の場で直接に影響することはないものの、少数株主が反対票として示していた懸念に配慮して対処すべきことを促しているものです。このような考え方が重要であるということで、参考として言及していただくとよいと思います。

13ページ、14ページには特別委員会について記載されています。ここで記載されている内容でよいと思いますが、もう少し補足説明があるとよいかと思いました。特別委員会については、2019年公表の公正M&A指針で、設置のタイミングや構成について説明しています。今年8月に経産省から企業買収行動指針も出ています。これらは、似たように見えることもありますし、公正M&A指針から企業買収行動指針でスコープが広がっているという関係でもあるのですが、特別委員会の設置については、2つの指針で違う書きぶりになっています。今回の資料4のスタートラインは公正M&A指針の問題意識と共通ですので、設置の意義については、構造的な利益相反をスタートにしている公正M&A指針の方の説明がより参考になるということを知りやすくなりました。

よいと思いました。

一方で、14ページでは、特別委員会の構成について説明しています。特別委員会の構成については、経産省の2つの指針では大きく相違はなく、同じことを説明していますので、そこで迷うことはないと思います。

最新の指針が記憶に新しく、最新の指針では違うように書かれていなかったかと理解に迷ったりするので、この点について少し補足があると丁寧だと思います。

最後に23ページです。一番下の黄色いハイライトの箇所は、私が研究会で申し上げたことを反映していただいたのだと思います。趣旨は記載のとおりで構わないのですが、括弧の中に「特に特別委員会を非常設にしている場合に」とあり、特別委員会を非常設にしているのがよくない、好ましくないと映らないかと懸念しています。非常設にすること自体は構わないという点は明確にしておいたうえで、何が問題となるかという点、非常設だからこそ、いざ設置するという場合にどのような構成となるのかを予見性のある形で示していただく必要があるということです。そうしないと、機関投資家が議決権行使の際に、これは一体全体どのような特別委員会が設置されるか分からないため体制を整えたとはいえないと判断し、構造的利益相反への対応が不十分であるとして議決権行使に反映することになります。非常設ではあるのだけれども、いざ設置するとなった場合はこのような構成メンバーとなるということが分かる、個人の名前でなくてもよいですが、独立社外取締役が何名参加して他にはどのような方が参加するのかが分かれば、そのような体制であれば十分であろうと判断できます。そのような内容を明確に開示することが大事であり、非常設であることは問題ではないということをもう少し明確化していただく方がよいと思いました。

【大内メンバー】

私も、5ページの3つ目のパラグラフが今回のコンセプトの根幹だと思っています。株主共同の利益という言葉を入れていただいたのは大変良かったと思います。ただし、この文章をそのまま追いかけますと、「通常少数株主の利益は株主共同の利益と言い換えることができる、逆に言えば、少数株主の利益が損なわれるというのは上場会社の利益が損なわれる。」という記載になっています。これでは、最終的な結論として、異常事態や何かイベントが起こったような場合を包含しているのか、あるいは排除しているのかがよく分からないと思います。本来は、「何か特殊な事情がない限り、通常少数株主というのは経済的利益しか有していない」ということだと思いますので、ルールを当ては

めるときに「現在は異常事態ではないのか」を常に意識、配慮することとしてほしいと思っています。そのような内容を意味されているのかもしれませんが、少しくどいかもしれないですが、例えば、株主共同の利益と「言い換える」というよりは「同視しうる」、つまり、株主共同の利益を図るときに少数株主の利益を見ることによって概ね図ることができるという記載の方がよいと思います。これが1点目の意見です。

また、「上場会社の利益と一致する」とある後に、「よって、特別な事情が生じていないことを前提に本検討がなされている」と記載するなどして、各部分を読む際に特別な事情がある場合には別のルールが働く可能性があることを示しつつ、検討を深めていくという形にさせていただきたいと思っています。

矢羽根の「逆に言えば」という箇所でも、今のような問題意識が示されていないものですから、完全な方程式という形で「少数株主の利益が損なわれている」イコール「上場会社の利益が損なわれている」と書かれているように読み取れます。後で読んだ方が誤解するといけないので、「特別な事情がない場合」といった文言を「少数株主の利益が損なわれていることは」という言葉の前に補っていただくことで、異常事態が起こって少数株主の利益を株主共同の利益と同視できないような状況がないか、個別のケースでは起こりえないかを常に見る必要があるという視点があることについて明確にさせていただきたいと思います。

【神作メンバー】

資料4の3ページですが、金融庁のフォローアップ会議の議論、経産省の社外取締役ガイドラインやグループガイドライン等の各種のソフトロー、および本研究会の議論を反映して、適切にまとめていただいております。基本的には賛成します。特に、2-6で「独立社外取締役候補者の指名」についても一定の役割を果たすべきことを指摘していただいた点は、大変ありがたく存じます。

その上で1点ご確認です。射程範囲について、資料の2ページでは、支配株主のみならず「支配的な株主」を有する上場会社においても独立社外取締役は掲記された事項について重要な役割・責務を担うと記載されており、これは大変結構だと思います。もっとも、支配的な株主の意義については、2ページの2つ目のパラグラフを拝見しますと、「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」と定義しているものと思います。「支配的な株主」について定義する、あるいは「支配株主の定義」を広げるという議論があると思いますが、この点については、資料5にあるように今後の検討課題とし、それまでは上場会社ごとに「支配的な株主」

の範囲は考えてくださいという趣旨でしょうか。将来的には「支配的な株主」の意義について明確化を含めて検討するということなのか、「支配的な株主」の位置づけについて分かりにくかったため、確認させていただければと思います。

【白水調査役】

ご質問ありがとうございます。

まず、今回の資料4ですが、ルールというよりは行為規範のガイドラインという形で、各社様で独立社外取締役の方々にご参照していただくことを想定しております。自社の状況を踏まえたうえで株主の影響力が強いと考えるような会社においては、独立社外取締役の方々はこのような役割を果たしていただくことをお願いするという形をとっています。したがって、「支配的な株主」の定義についても、ルールのように適用範囲を区切って示すということではなく、「実質的な支配力を有している株主」という抽象的な書き方をしています。

他方で、ご指摘いただきましたとおり、「支配的な株主」に対してルールの拡張することは検討課題として認識しており、資料5にも記載しております。そちらで検討する場合には、ルールであるがゆえに、取引所として対象を明確に線引きしていくことが必要であると考えております。実質的な支配力という考え方を具体化するために、どう線を引いていくのか、どういう要件で考えていくのかが大きな検討課題になると思っております。ルールの中で「支配的な株主」を対象とする場合には、明確な定義が必要になると考えています。

【神作メンバー】

ありがとうございます。

そうしますと、もし将来的に「支配的な株主」についてルールベースで定義がなされたとしても、それは資料4における「支配的な株主」の範囲とは必ずしも一致しないという理解でよろしいでしょうか。その場合には、同じ言葉を使っているのやや誤解を招くおそれがあるかとも思ったのですが、その点を確認させてください。

【白水調査役】

ありがとうございます。

会社の実態から見て実質的に支配力がある株主が存在している場合を対象としている今回の資料4と、一定程度形式的な要件として設定することになるであろうルールでは、厳密にみると少し範囲が違ってくることはあり得ると思

ます。最終的に「支配的な株主」をどのように上場規則で定義するかどうかについてはまだ検討が及んでいませんが、将来的にもしルールの方で定義を置く場合には、混乱が生じないように、今回の資料の方の記載をアップデートするなどの方法で留意をしつつ対応していきたいと思えます。

【池田統括課長】

そうした中で、今の段階で資料4で「支配的な株主」という言葉を用いることによって混乱が生じないかという懸念があるかと思えますので、資料4につきましても、ワーディングは検討するようにいたします。

【神田メンバー】

資料4は基本的に大変結構だと思えます。もともと、この内容を日本語で過不足なく文章化することは難しいと思えます。その観点から、感想を2点申し上げます。

1つ目は、一般の上場会社で独立社外取締役になる方と、従属上場会社で独立社外取締役になる方では、仕事が異なってくるというメッセージを発していただきたいと思えます。資料の文章はそのための文章であり、文章全体で発信しているとは思っていますが、これが1点目です。

もう1つは、そのような独立社外取締役の方の行動規範として、抽象的にいえば、取締役会における行動規範と特別委員会における行動規範は違うということをお伝えいただきたいと思えます。これは意見が分かれる点だとは思いますが、資料の文章は私の意見と合致している内容として読んでいます。

取締役会では、この資料でいう企業価値、株主共同の利益を最大化するというに加えて、そのパイの分配において、例えば支配株主と少数株主の保有比率が6：4である場合には6：4の分配を確保するということの2つが責務としてあると思えます。したがって、企業価値を100高めるプロジェクトと200高めるプロジェクトがあったら後者を選ぶべきですが、それによって得られた利益の分配は6：4であるということを確認することが役割です。それに対して、特別委員会は、キャッシュアウトの場面などでは専ら少数株主の利益を確認することが役割だと思えます。

後者についてキャッシュアウトの例でいえば、1円でも高い価格を交渉すべきです。ただし、キャッシュアウトする側との交渉になるので、最終的には公正な価格の範囲に収まることで実際は落ち着くでしょうし、その価格が何かを巡っては、経産省のガイドラインにおいて公正性担保措置として示されている

ような適正な手続を踏んだ場合は問題ないということでしか結論が出ないと思います。しかしながら、考え方としては、特別委員会というのは少数株主の利益を最大化することが役割ですから、特別委員会のメンバーとしては独立社外取締役はそのような行為規範になります。したがって、取締役としての行動規範と特別委員会としての行動規範は違っているということを、受け止める方が混乱しても困りますので、メッセージとして発信する必要があると思います。

【菊池メンバー】

神田メンバーのご発言と重なる部分がありますが、1点申し上げます。

この資料4は「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に期待される役割」というタイトルです。一般的な独立社外取締役に期待される役割を示したものではないという前提に立つと、いくつか特徴のある箇所をきっちりと明示すべきと思います。

後藤メンバーがご指摘された「日常的」というワーディングについては、誤解を招くというのはご指摘のとおりかと思えます。もっとも、その一方で、10ページと11ページを続けて読めば分かるように、日々の取引・行為の重要性に応じて適切に監督が必要であることが記載されており、そのうえで、役割を果たすべき場面は何か事が生じたような有事だけではないとされています。ワーディングは検討する余地があると思いますが、日々の細かな取引等の監督まで行うことを求めるものではないという前提のもとで、「日常的」な行動が支配株主を有する会社の独立社外取締役に求められるというメッセージを明確に出す必要があると思います。したがって、他のメンバーの皆さんがご指摘になっているような、独立社外取締役の選任や特別委員会といった支配株主を有する特別な会社における独立社外取締役の役割を明確に示す資料としては、適切な内容になっていると思います。

【黒沼メンバー】

資料4に記載されている支配株主・支配的な株主を有する上場会社の独立社外取締役の役割について、概ね記述はこれでよいと思っています。

もっとも、13ページの特別委員会を設置する意義についての記載は、読んだときに分かりにくいと思っています。3つ目のパラグラフの1つ目のビュレットは「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」という表現になっています。ここでは、先ほど神田メンバーがご発言されたように、独立社外取締役が少数株主の利益を追求する必要があるということが趣旨であり、それを実現するために取締役会の中では少数派だけれども

特別委員会の中では多数派になるように機能させることができるということが言いたいのでしょうか。そうであれば、もう少し表現を工夫した方がよいと思います。質問を兼ねて発言いたしました。

【白水調査役】

ありがとうございます。ご質問の点については、先ほどの神田メンバーからのご意見を踏まえてあらためて考え直してみたいと考えておりますが、当初の考え方をご説明させていただきます。

まず、1つ目のビュレットの記載は、コーポレートガバナンス・コードの考え方を受けています。取締役会の中で利益相反を適切に検討することがベースにあり、1つ目として、取締役会の中で独立社外取締役の比率を3分の1なり過半数にしてくださいという考え方があり、2つ目として、それができない場合でも、取締役会による監督を補完する形で独立社外取締役を中心とする特別委員会を設置してください、という考え方があります。その場合の特別委員会においては、利益相反の監督に主眼があり、少数株主の利益を最大化するというよりは、神田メンバーのご意見をお借りすると、6対4を確保することが主たる役割になると考えておりました。

一方で、2つ目のビュレットにある、「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」というのは、公正M&A指針に示されるような少数株主利益の最大化を図ることが役割となると考えておりました。

今の時点では、設置の意義によって役割の発揮の仕方が変わってくるのではないかと考えていますが、あらためて整理したうえで、文章に反映したいと思っております。

【黒沼メンバー】

当初この文章を作成した際の趣旨は今の説明で分かりましたが、なお検討されるということで了解しました。

【加藤メンバー】

先ほどの三瓶メンバーと大内メンバーのご発言があった5ページから6ページの記載内容について、私からも1点発言いたします。

三瓶メンバーのご発言のとおり、支配株主を有する上場会社においては、支配株主と少数株主及び上場会社の間には構造的な利益相反が存在することは、否定できないことかと思っております。しかしながら、今回の資料で整理されているのは、その構造的な利益相反に対して適切な対処がなされることにより、支配株主と少数株主の利益が一致することを確保することができ、その結果として

支配株主と一般株主の利益の乖離が生じる事態を減らすことができるということだと思います。要は、利益相反によって一般株主の利益が害されることを例外的な場合にしようということです。したがって、大内メンバーがご発言されたような状況は、今回の資料が目標とするところだと思っております。構造的な利益相反のリスクが適切に対処されることによって支配株主と一般株主の利益が共通することになるという記載を5ページ又は6ページに追加しておく、今回の整理の意義をより理解していただければと思います。

【武井メンバー】

まず、先ほどの資料3についてコメントしましたが、重要な資料でして、よくできていると思います。

次に、資料4です。いつものとおり、親会社をP社、子会社をS社と呼びます。

資料4は、いろいろな人がいろいろな読み方をする可能性があると思っております。そのように思う一つの観点としては、S社の独立社外取締役も、基本はS社の企業価値向上のための責務をまずは法的に負っているわけです。その中で、あたかもS社の少数株主はオールマイティで言っていることが常に正しく、ものによってはP社が言っていることが悪者であるという誤解が生じないようにした方がよいと思います。そのような意図でこの資料4が書かれているわけではないと私も読んでよく理解しておりますが、どのような場合でもS社の少数株主のことを最大限守らないといけないとなると誤解して読まれないかとも思います。先ほどの6対4の例で言うと、6対4で4を少数株主に確保することを超えて3対7や0対10での7や10を確保するべきであるかのような、極端な読み方をされないように気をつけた方がよいと思いました。

その観点で読むと、各ページで様々な表現が使われていますが、最初は5ページで「少数株主利益の適切な保護」という表現になっており、これはこれでよいと思います。「少数株主利益の適切な保護」という表現は、8ページにもあるとおり、ガバナンスコードでもその表現を使っています。これが、途中から「少数株主利益の保護」や「最大化」という言葉が出てくると、少し意味が違うとして読む人もいないかという懸念を持ちました。

特に、特別委員会に関しては、スクイズアウトの場面であれば公正M&A指針もあるので誤解されずに分かりやすいのですが、16ページにあるようなP社S社間の事業上の取引においてS社の少数株主が害されていないかを見るために、常設か非常設かはさておき、何らかの委員会が置かれるかもしれない。その際に、6対4の確保ではならず、「最大化のために取引条件をもっと

P社に対してふっかけろ」とか「もっと利益をもらわないとP社とつきあってはいけない」などの考え方になってしまうべきではないと思います。今の実務は当然そうはなっていないで、アームズレングスな取引条件かどうかが見られています。公正M&A指針も、プロセスの公正さでS社の適切な利益の保護を図るという建て付けですので、利益を0対10にしろとは何ら言っていないわけです。しかしながら、今回の資料で「最大化」や「少数株主の利益を図る」とだけ書いてしまうと、少し誤解を一般に生むのではないかと懸念します。したがって、そういう誤解を避けて書くのであれば、「少数株主利益の適切な保護」で一気通貫させた方がよいのではないかと思いました。

なお、現行制度においては、19ページにもあるとおり、PS間取引については、「少数株主にとって不利益にならないこと」という基準を使っています。もともとそのような基準で始まっており、本来は少数株主の利益が不当に害されないことが主眼だったと思います。そして19ページのこの点も今回変える必要はないと思っています。

S社の独立社外取締役といえどもS社の一役員としてS社の企業価値向上の責務を法的に負っている中で、S社の少数株主という特定の者の利益の最大化を図らなければならないと「最大化」という言葉だけが一人歩きすると、S社の独立社外取締役が板挟みになって動き辛くなってしまいう構造にもなりえますので、プロセスを通じた利益確保が重要なのだという補足説明とか、丁寧な説明があった方がよいのだと思います。途中で「株主共同の利益」という概念を挟む工夫もされていてそれはそれでよいと思いますが、「少数株主利益の適切な保護」という概念で説明しきった方が、いろいろなややこしい議論を招かずに済むようにも思いました。これが1点目です。

2点目は、より根本的な話なのですが、独立社外監査役のことに言及しなくてよいのだろうかと思いました。S社から見たときにP社から不当に利益を害されていないかどうかという点は、会社法上、監査役、監査等委員、監査委員の仕事である監査の対象にもなっているはずで、監査等委員会設置会社や指名委員会等設置会社であれば、監査等委員や監査委員に就いている独立社外取締役の方がその職責を果たすことで整合すると思いますが、まだ上場会社の6割から7割存在している監査役会設置会社に関して、独立社外監査役がおよそ言及されていないのはどうなのかなと思いました。

例えば、「このペーパーは独立社外取締役と表記しているが、独立社外監査役も、ペーパーの中にある独立社外取締役の責務に関して、自らの会社法の責務に照らして、関与すべき点は関与すべき」など、何か一言、独立社外監査役についても言及した方がよいかと思いました。以上、2点です。

【黒沼メンバー】

意見として述べておかないといけないと思いましたので、武井メンバーのご意見を踏まえて、私の考えを述べさせていただきます。

この研究会は、「上場子会社の株式はディスカウントされており、少数株主は安く買っているから、上場子会社が親会社のいいなりになっても、少数株主は保護されなくてもよい」という考えではなく、やはり上場子会社の利益が十全に守られることが必要だというスタンスから、議論をしてきたと思います。そうだとすると、「少数株主の利益の最大化」や「少数株主の利益の保護」という用語は必要ではないかと私は思います。逆に、「少数株主の利益の適切な保護」や「少数株主の利益が害されない」というワーディングだと、少数株主として上場子会社に投資した以上はやむを得ない部分は我慢してもらおうと逆に受け止められかねないと思いますので、どのような表現にするかは慎重に検討すべきと考えます。

【菊池部長】

ありがとうございました。

最後に、3つ目の議題として、少数株主保護に向けた上場制度整備について、資料5に基づき説明させていただきます。

【白水調査役】

お手元の資料5につきまして、ご説明申し上げます。

2ページをご覧ください。これまでの研究会では、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でございます。今般の研究会では、まずは情報開示の充実と、ガバナンスの点では独立社外取締役期待される役割の整理の2点に重点をおいて対応を進めてきましたが、少数株主保護が図られるためには、もちろんそれだけでは十分ではなく、複数の方策を組み合わせることを念頭に、制度面での対応を検討していくことも必要であると考えております。この点につきましては、今後東証において一度各論点について検討させていただいて、方向性が見えてきた段階で、あらためて研究会での議論を前に進めていくということを考えております。したがって、今回は一度これまでの議論の状況を整理することとしております。

2ページの下半分では、これまでご意見のあった上場制度の方策を図にまとめています。大きな項目としては3つございまして、1つ目が独立社外取締役

に実効的な監督をしていただくために、その前提となる独立性を制度的にどう担保していくかという点です。2つ目が、利益相反リスクがある取引・行為について内部で適切に監督していただくことに期待するだけでなく、外形的にも一定の手続を要求することで適正性を担保するという観点からの手続規制の点です。3つ目が、従属会社側ではなく、支配株主側にも規律を求めていくという点です。それぞれの項目について、現状の支配株主を対象としたルールを見直すという視点と、より広く対象を「支配的な株主」に拡張していくという視点からみて、検討事項となる方策を整理して掲載しております。

3ページ以降では、それらの論点ごとに、これまで頂戴した意見を分類して整理して掲載しております。

このような現状の議論を踏まえ、さらにご議論を進めていただく前に、一度、東証でどのような上場制度の整備が必要になるのか、どのような内容が相当であるのかという点について検討を進めてまいりたいと考えております。

資料5の説明は以上です。

【菊池部長】

こちらの議題につきましては、これまで様々なご意見をいただいております、資料5が現状ではどのようなご意見があったかをまとめておりますが、我々東証でも引き続き検討を続けてまいりたいと考えております。もし追加でのご意見等ございましたら、お願いいたします。

【神田メンバー】

今後も検討されるということですが、やはり難しい問題であると思う点を1点だけ申し上げます。ぜひ検討の対象にしていただければと考えています。この資料でいえば「上場親会社の責任の在り方」ということで言及されている点です。

本研究会とは別の東証の施策として「資本コストを意識した経営」が打ち出されており、それに関するお願いの文書を出したりしています。その文章は上場会社を宛先にせざるをえませんが、上場会社は機関投資家との対話の中でそれを実現していくこととなります。したがって機関投資家の方々も宛先にしたいのだけれども、直接宛先にはできないので、文書の最後に機関投資家の方々もよろしくお願ひしますと記載する形になっています。それと同じ問題が支配株主の責任の話についてもあると思います。

支配株主が法律上少数株主に対して直接に忠実義務等の何らかの義務を負っているという規定があれば明確なのですが、必ずしもそういう明文の規定はありません。その中で、会社法の世界でいえば、個別の場面に応じて、裁判例で

支配株主が何らかの法的な義務を負うような判示が出ています。現状をおおざっぱに説明するとこのようになると思います。こうした中で、東証としては、従属上場会社を名宛人にするだけでなく、支配株主を名宛人としてお願いやルールを作成を考えないと完結しないと思います。それに当たって、たまたま支配株主が上場会社であれば、上場会社としてルールの対象にすることができますので、それは今回の検討対象にしていただきたいと思います。もともと、それで十分かという問題があると思います。この点については、私としても上手い名案を持っているわけではありません。しかしながら、別のプロジェクトの方では機関投資家に対してもお願いしますというメッセージを明らかに発していると思いますので、同様のメッセージの発信方法があれば、ぜひ支配株主を名宛人とする何らかのメッセージを発信することを検討いただければと思います。資料ではルールの検討について記載されていますが、全体像としてはそのような点も重要だと思しますので、少し何かできることはないか、私も考えてみたいと思いますが、ご検討いただければと思います。

【菊池メンバー】

資料4で独立社外取締役の役割について議論がありました。資料5でさらにこれから深めていく必要のある論点として整理していただいた中では、「独立性」をどう考えていくかという点が非常に大きな問題になると思います。これまでも度々発言してきた内容ですが、「独立性」の定義が企業実態と必ずしも合致していないという現状が生じているのではないかと考えています。また、機関投資家の議決権行使ガイドラインとも不整合である傾向にあります。「独立性」についての概念整理は、難しい問題ではあるので拙速に事を進めるのは適切でないと思うものの、一方でスピード感を持って対応していくことも必要ではないかと思えます。

【三瓶メンバー】

様々な資料のとりまとめ、ありがとうございます。

今回、研究会での議論を踏まえて何らかのガイドラインを公表することになりますが、それが公表されるだけだと、その文言のみに目が行ってしまいます。人によっては、なぜこのようなガイドラインが必要になるのかという問題意識を持たれる方もいらっしゃると思います。研究会の第2期が始まる前に、東証で様々なファクトを調べていただいたと思います。我々からすると驚くような、議決権の保有割合が低いにもかかわらず従属会社の取締役の指名権を有している会社があるという実態が分かったわけです。付録というような形でもよいので、そのようなファクトが存在しており、通常の株式市場に対する期待

とは随分かけ離れた実態があり、だからこそ今回の資料でまとめたような整理が必要になるのだということをファクトベースで共有していただくと分かりやすいと思います。

それに関連して、資料3の6ページの②持分法適用関係にある上場会社に該当する会社が簡単に検索できなかつたため、事務局に何社あるのかを事前に問い合わせして、調べていただきました。②持分法適用関係にある上場会社のうち、その他の関係会社を有する上場会社に該当するのが600社程度とのことでした。そのような数字についても共有すると、規模感が分かって、問題意識を持たなければならない理由がより明確になると思います。

【武井メンバー】

資料4と資料5に関連する点で、「独立性」についての議論が出ています。通常の、S社の経営陣からの独立性だけではなく、P社からの独立性をどこまで求めるかの論点になります。「独立性基準」に入れることによって、独立性基準は消極要件であって、それに該当する者はおおよそ独立役員にはなれないとして一律に排除されることになります。他方で、「独立」社外取締役を3分の1以上や過半数といった一定の割合選任しましょうという流れがある中で、一律に全部「このような者は独立役員になれない」と弾いてしまうのが適切なのかは、考えるべき点となります。

資料4にあるP S間の利益相反の話については、スクイズアウトのような場面は有事であり日常的には発生しません。P S間取引がどれだけ存在しているかは、S社次第であり、そこまで多くは存在しないS社もあるかもしれません。事業譲渡も普通はそこまで多くはない。そうだとすると、S社の企業価値を日頃高めるために働くべきS社の社外取締役がP S間の利益相反を気にしなければならない場面がどの程度あるかということ、会社によるとは思うものの、それほど多く出てこないS社もあるかもしれません。なお、S社の役員指名に関する指名委員会をどう考えるのかの論点はあります。

その上で、P社と関係があつたらおおよそ100%、どのようなカウントをしても独立とは認められないとしたときに、本当に候補者が見つかるのかという問題は考えるべきだと思います。その 이슈に関してはP社と利害関係があるからP社と関係のある者は外れてくださいとして、個別のイシューごとに独立性を適用するという形で運用することはできないのかということです。一律に独立性基準とするということは、おおよそ100%関与するなという形で除外するという消極要件にするということなので、極端に広くしすぎることを東証のデフォルト基準として出すことは、独立社外取締役を今後どう確保していくかの全体像を踏まえて考える論点になるのだと思います。以上です。

【菊池部長】

それでは、これもちまして、本日の議事は終了とさせていただきます、今後の予定についてご説明させていただきます。

【池田統括課長】

本日も大変ありがとうございます。

今後でございますが、「情報開示」と「独立社外取締役に期待される役割」双方につきましては、本日いただいたご指摘を踏まえて事務局で修正させていただきます。皆様にもメールで送付させていただきます。そちらをご確認いただきまして、書きぶりなど追加のご指摘等を個別にいただきましたうえで、確定版を作成しまして、また皆様にお返しし、上場会社の方々にご連絡するという形で進められればと思っております。進捗や具体的な公表のタイミングなど、順次、メールの中でご連絡させていただければと思います。

資料5につきましては、スピード感を持って一部検討すべきというご意見もございましたが、一度、我々にて整理させていただいたうえで、改めて議題として設定させていただいて、次回の研究会としてご議論いただければと考えております。

【菊池部長】

それでは、以上もちまして本日は散会とさせていただきます。

本日もまことにありがとうございました。

以 上