

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

東京証券取引所 上場部

2023年12月26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、支配株主や支配的な株主を有する上場会社に特有となる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（それにより事実上は取締役の選解任の権限を有している状況にある）こと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様におかれましては、本資料をご参照いただき、支配株主や支配的な株主を有する上場会社においては（一般の上場会社とは異なり）少数株主の利益を保護するという役割が付加されていることをご認識いただいたうえで、その役割を意識して職務を行っていただきますようお願いいたします。**

※ 本資料では、このような株主を「支配的な株主」と呼称しています。実質的な支配力を生じさせる議決権保有割合の閾値を一義的に画することは困難ですが、過去一定期間の株主総会における議決権行使の実態や、契約の締結等の特段の事情を踏まえると、ある程度の議決権保有割合（例えば20%や30%程度）でも実質的な支配力を有している場合があり得ることが指摘されており、そのような場合は、本資料の対象となります。「支配的な株主」の詳細は、9ページをご参照ください。

※ 本資料を通じて「支配株主」という表記を使用していますが、支配的な株主が存在する上場会社においては、それを「支配的な株主」と読み替えて読んでいただくようお願いいたします。

- ◆ 東証の金融商品取引市場については、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を保護すること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 (2-1)

取締役会における役割
(指名委員会における役割)
(2-2)

+ 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)

サポート

3. 会社・取締役会に求められる対応

1. 少数株主保護の基本的な考え方

1-1. 少数株主の利益保護の意義

- 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、上場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。**
- **通常の場合、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、少数株主の利益は、株主共同の利益と同視しうるものであり、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。
 - ただし、特定の少数株主が株主としての利害以外の特有の利害を有しているなどの特別な事情が存在している場合には、そのような株主の利益は、株主共同の利益とは同視できず、上場会社の利益とは一致しないことも想定される。本資料は、そのような特別な事情が存在している場合を対象としているものではない。また、本資料では、株主共同の利益と同視しうる場合を念頭に「少数株主の利益」という用語を用いている。
- **したがって、上場会社の経営において少数株主の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、支配株主を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、少数株主の利益の適切な保護が図られることは極めて重要である。**

1-2. 少数株主の利益保護のポイント①

- 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（それによる株主共同の利益の増大）により利益を享受でき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。**
 - ▶ 特に、支配株主が上場会社やその経営陣に対する影響力を行使することにより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を通じた企業価値向上による利益は、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。**
 - ▶ 会社法の下で支配株主は議決権に基づき上場会社やその経営陣に対して影響力を行使することができるが、支配株主が自己の株式保有割合を超えた経済的利益を享受することは認められない。
 - ※ このような考え方を示す国際的なガイドラインとしては G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023（Chapter II や Chapter V の Principle V.B.、Principle V.E.）や ICGN グローバル・ガバナンス原則（原則9.7）などがある。また、議決権による多数決の結果にかかわらず少数株主の意見に配慮すべきことを示すものとして、ICGN グローバル・ガバナンス原則（原則10.10）がある。

1-2. 少数株主の利益保護のポイント②

- **したがって、支配株主を有する上場会社における少数株主の利益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。**
 - ▶ 支配株主の存在により、いわゆる経営陣と株主の間のエージェンシー問題（経営陣が株主の利益を最大化するように行動しない可能性があるという問題）は、一定程度解消される。その一方で、支配株主と少数株主の間のエージェンシー問題（支配株主が少数株主の利益を損なう行動をとる可能性があるという問題）が、深刻な問題として生じ得る。したがって、少数株主の立場からは深刻なエージェンシー問題が存在しており、まずはこの点が認識される必要がある。

- **構造的な利益相反リスクを適切に監督することは、支配株主と少数株主の利益が乖離する状況を防止することで、支配株主と少数株主の利益が一致する状態を上場会社の経営・事業全般を通じて確保することにつながるものである。**
 - ▶ 利益相反リスクの適切な監督により支配株主と少数株主の利益が一致する状態が確保されている範囲では、少数株主においては、経営陣に対する監督機能の発揮という支配株主が影響力を有していることのプラス面を全面的に享受することが期待できる。

1-2. 少数株主の利益保護のポイント③

- (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(個人株主を含む)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**少数株主の利益保護の意義や利益相反リスクの監督の必要性は妥当する。**

➢ 「実質的な支配力」を持つかどうかを外形的に判断することは難しく、実質的な支配力を生じさせる議決権保有割合の閾値を一義的に画することは困難であるが、ある程度の議決権保有割合(例えば、20%や30%程度)であっても実質的な支配力を有している場合があり得ることが指摘されている。特に、議決権の過半数を有していなくとも、過去一定期間の株主総会における議決権行使の実態を踏まえると事実上は取締役の選解任の権限を有しているとみられる状況にある場合や、上場会社との間の契約に基づき上場会社に対して強い影響力を行使できる状況にある場合などが考えられる。

(参考) その他の関係会社を有する上場会社におけるコーポレート・ガバナンスに関する契約締結の状況

契約項目	社数	比率
①役員候補者・経営陣幹部の指名等 (うち、義務・禁止規定、承諾事項)	90社 (83社)	15.5% (14.3%)
②株主の持株比率維持・希薄化防止 (うち、義務・禁止規定、承諾事項)	59社 (53社)	10.2% (9.1%)
③株主が保有する株式の処分や追加取得 その他株式の取扱い (うち、義務・禁止規定、承諾事項)	42社 (34社)	7.2% (5.9%)
④株主の議決権行使 (うち、義務・禁止規定、承諾事項)	5社 (5社)	0.9% (0.9%)
⑤事前承諾・事前協議 (うち、義務・禁止規定、承諾事項)	58社 (26社)	10.0% (4.5%)
⑥事業競合の回避・事業調整 (うち、義務・禁止規定、承諾事項)	14社 (8社)	2.4% (1.4%)
社数	580社	

	社数	比率
⑦上場維持	17社	2.9%
⑧独立社外取締役の登用・活用	7社	1.2%
⑨独立性・自主性の尊重等	33社	5.7%
社数	580社	

※ 2022年6月時点での調査結果

※ 最下段の「社数」は、調査への回答社数(契約が存在しないと回答した会社も含む)を示しており、表中の各比率は、この回答社数における比率を表示

※ 「(うち、義務・禁止規定、承諾事項)」においては、各項目が義務・禁止規定や承諾事項として定められているものを対象とし、協議義務・努力義務や協議事項として定められているにとどまるものは除外して集計

※ 詳細は、東証「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1回 東証説明資料」(2023年1月6日)参照
<https://www.jpx.co.jp/equities/improvements/study-group/nlsgeu000004acah-att/co3pgt000000578f.pdf>

2. 独立社外取締役に期待される役割

2-1. 少数株主の利益保護における独立社外取締役の重要性①

- **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、株主共同の利益の最大化に向けて、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役割・責務を負っている。**
 - 独立社外取締役も、取締役の一員としてこのような役割・責務を負っていることには変わらない。
- **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、少数株主の利益の適切な保護を図る役割・責務を負っている。**
 - 少数株主の利益は上場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、少数株主の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にあるため、このような少数株主の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）。
 - ただし、このような役割は、少数株主の利益が株主共同の利益と同視しうるものであることを前提として、会社の持続的成長と中長期的な企業価値の向上（株主共同の利益の最大化）に寄与する役割という本質的な役割の一態様として表れるものである。したがって、株主共同の利益と同視できないような「特定の（少数）株主の利益」が存在する場合には、そのような利益を保護することが期待されるわけではなく、上記の本質的な役割に立ち返って行動することになることには留意が必要である。

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。

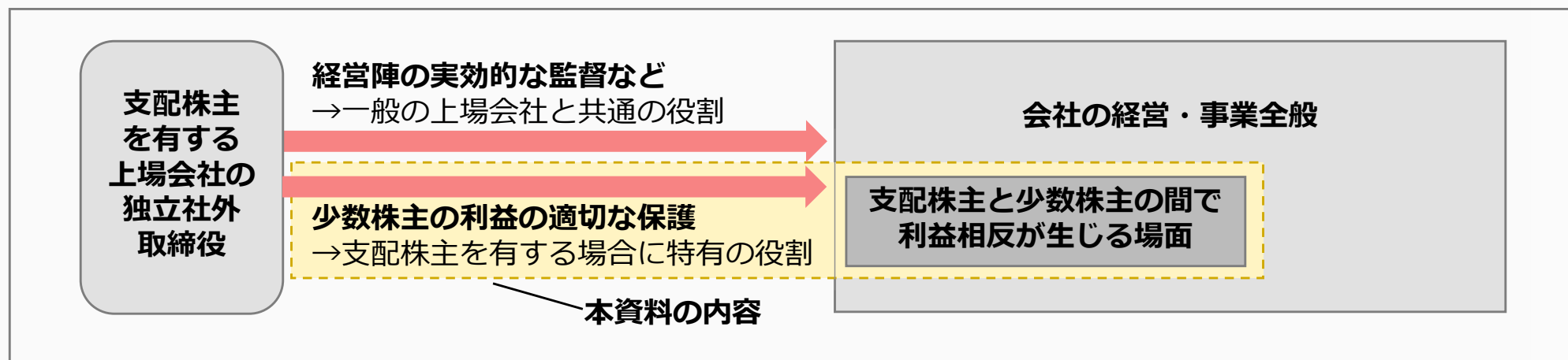
(i)・(ii) (略)

(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. 少数株主の利益保護における独立社外取締役の重要性②

- 支配株主を有する場合、独立社外取締役には、上場会社において会社の持続的成長と中長期的な企業価値の向上に向けて一般に期待される役割（会社の戦略的な方向付け、経営陣による適切なリスクテイクを支える環境整備、経営陣の実効的な監督など）に加えて、支配株主と少数株主の間で利益相反が生じる場面を主として、少数株主の利益を適切に保護するという重要な役割が付加されている（期待される役割が拡大している）ことになる。



(監査役会設置会社の場合)

- 監査役会設置会社においては、監査役も、取締役と同様に会社法に基づき株主の付託を受け、少数株主の適切な利益の保護を図る役割・責務の一部を担うことがあり得る。したがって、独立社外監査役においても、会社法上の監査役 of 職責・権限の範囲内において、本資料に記載された独立社外取締役に期待される役割・責務の一部を担うことが期待される。
- 独立社外取締役と独立社外監査役には、必要に応じて、相互に連携して役割を果たすことが期待される。

- **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、上場会社の経営・事業全般を対象として少数株主の利益保護の役割・責務を果たすことが期待される。その役割・責務の中心は、支配株主と少数株主の間の利益相反リスクを監督することである。**
 - ▶ 会社の持続的成長と中長期的な企業価値の向上に向けて期待される役割の一態様として少数株主の利益の適切な保護の役割・責務が表れるものであるため、
 - ・ 支配株主との取引や支配株主からの指示に対して常に独立社外取締役が消極的な対応をとることが必要となるわけではない。
 - ・ 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、独立社外取締役が（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わけではない。
 - ・ 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、独立社外取締役は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の利益保護の役割・責務を果たすべきことには変わりはない。（特別委員会における独立社外取締役の役割については、17～18ページ参照）。
- **このような役割は、利益相反リスクが問題となる取引・行為について取締役会において審議・意思決定が行われる場面（いわゆる有事）だけでなく、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。**
- **このような審議・意思決定や監督を通じた少数株主の利益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独立社外取締役が関与することも重要となる。**

2-2-2. 利益相反リスクの監督体制の整備

- 取引関係をはじめとする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・行為の重要性やそれに伴う利益相反リスクの重大性に応じて、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、例えば、
 - ①**重要な利益相反リスクを伴う取引・行為については独立社外取締役が直接に関与する**
 - ②**それ以外の取引・行為については一定の監督の仕組みに依拠しつつ監督を及ぼす**という形で、**重要性に応じた監督体制を整備することが有効であると考えられる。**その際は、**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、取締役会への付議の基準や報告の基準を適切に策定することが重要である。
 - ※ 取引・行為の類型ごとの重要性の考慮要素については、20ページ～22ページを参照。
- 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、不足がある場合には、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、支配株主の利益を少数株主の利益に優先することが業務執行者において生じていないかをチェックすることが必要となる。
- **日常的に行われる取引・行為における利益相反リスクが看過されてしまわないよう、取締役会において定期的に行われる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・行為における基準を策定したうえで、定期的に基準の運用状況の確認・検証や基準の見直しを行うことなども考えられる。
- **支配株主（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、継続的に対話を行うことも望まれる。**
 - 上場会社、支配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、そのために上場会社の最大のステークホルダーである支配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、支配株主との間で共通認識を醸成することが重要である。

- 利益相反リスクが問題となる特定の取引・行為について取締役会において審議・意思決定を行う場合は、**支配株主と少数株主の間の利益相反が顕在化する局面であり、少数株主の利益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。そのような場合には、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である。
 - ※ 取引・行為の類型ごとの具体的な考慮要素については、20ページ～22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、会社法上その設置が求められるものではなく、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、次のような目的で利用することが考えられる。
 - ① 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
 - ② 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対応が求められる場合に、独立社外取締役を取引条件等の交渉過程に実質的に関与させるというプロセスをとることで、個別の取引・行為において利益相反に基づく不公正が生じないことを確保するため
 - ▶ 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（経済産業省「公正なM&Aの在り方に関する指針」参照）、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併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には、**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、取締役会に対して、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。
- これにとどまらず、**特別委員会の位置付けによっては（例えば、前ページ②の目的で設置される場合）、少数株主の利益を最大化するという観点から、特別委員会の権限に応じて行動することが期待される。**
 - 特別委員会の設計に応じて、交渉権限を与えられて業務執行者に代わって直接交渉を行うことや、業務執行者との間で交渉方針の策定、交渉状況の確認、交渉内容の指示や要請を行うことなどによって、少数株主にとってより有利な条件の確保に向けて行動することが重要である。

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、少数株主の利益が図られているか（少数株主の利益が損なわれていないか、得るべき利益が得られているか）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、取引・行為の重要性やそれに伴う利益相反リスクの重大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、当該グループ会社の利益が最終的には支配株主に帰属することを通じて、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、そのような場合も監督の対象に含め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、以下のような場合などが考えられる。
 - 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って形で、利益相反が生じることがあり得る。
 - 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得る。
- ※ 少数株主の利益が図られているかどうかや、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">上場会社と支配株主（又はそのグループ会社）との間で直接取引が行われる場合、取引価格をはじめとする取引条件が上場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得る。このような直接取引には、通例的取引（反復・継続的な取引）と非通例的取引（一回的取引）の両方が含まれる。	<p>少数株主の利益が図られているかの考慮要素の例</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">第三者との間の取引における取引条件との比較第三者との間の取引の場合に考慮されうる、当該取引外の事情（長期契約の可能性など）取引により支配株主やそのグループ全体に生じる利益・シナジー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・シナジーから自社が得られる利益支配株主とグループ内の他の会社との間の（適正な）取引における取引条件との比較取引のプロセス（交渉経過など） <p>重要性の考慮要素の例</p> <ul style="list-style-type: none">取引金額や第三者との間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支配株主との間の取引量・取引シェアや経営陣の兼務状況などの支配株主との関係性の強さ

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（又はそのグループ会社）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上場会社に不利に設定されるとい形で、利益相反を生じることがあり得る。➢ 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、上場会社が事業機会・収益機会を喪失するとい形で、利益相反が生じることがあり得る。	<p><u>少数株主の利益が図られているかの考慮要素の例</u></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・シナジー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・シナジー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><u>重要性の考慮要素の例</u></p> <ul style="list-style-type: none">➢ 対象事業の規模や事業譲渡の対価などの定量的要素➢ 支配株主との間の取引量・取引シェアや経営陣の兼務状況などの支配株主との関係性の強さ

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上場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少数株主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得る。	<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」に基づき、少数株主の利益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所定の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入手す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、少数株主の利益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入手することが定着している。
- **取引の性質によっては外部の専門家・有識者などの第三者から意見入手す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、当該第三者の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なもの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441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（※）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はないことに関し、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）であって、支配株主等が関連するもの

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の利益保護という役割・責務を発揮するにあたっては、支配株主からの独立性と経営陣からの独立性の双方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。**
 - ▶ 会社法の下では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。支配株主が独立社外取締役の指名や推薦を行うこともあり得るが、そのような場合であっても、独立社外取締役が自らの目線で支配株主からの独立性及び経営陣からの独立性を検討することが期待される。
 - ▶ 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、少数株主の利益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、一般の上場会社において求められる経営陣からの独立性だけではなく、支配株主を有する場合は支配株主からの独立性が付加的に必要となることを認識したうえで、単に東証の定める独立性基準（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）を充足しているだけではなく、実質的に見て、双方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。**
 - ▶ なお、経営陣は支配株主からの独立性が必ずしも確保されておらず、支配株主からの影響を強く受ける状況があり得るため、独立社外取締役において経営陣からの独立性を確保することは、支配株主の影響下にある経営陣を介して支配株主が影響を及ぼすことを防止するという意義も同時に有することになる。

3. 会社・取締役会に求められる対応

3. 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の利益保護という役割・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

- **コーポレートガバナンス・コード補充原則 4 – 8 ③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独立性を有する者で構成された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。**
 - このような体制整備は取締役会が行うべきところ、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の利益保護の役割・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。
 - グロース市場の上場会社にはコーポレートガバナンス・コード補充原則 4 – 8 ③は適用されないが、少数株主の利益保護のためのガバナンス体制の整備が必要になることには変わりはない。
- **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。**
 - ※ 利益相反リスクの監督体制の整備については、14ページも参照。

3. 会社・取締役会に求められる対応②

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、**利益相反の観点からの検討が必要な議題であることを事務局が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、実務面で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、**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、実効性のある利益相反の監督体制を投資者との対話を通じてさらに整備していくことにつながるものであるとともに、少数株主・投資者が安心して自社に対して投資できるようにす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、**その構成や権限等は各社の状況に応じて様々であることから、特別委員会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（特別委員会を設置する旨のみを開示する場合など）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ず、投資者がそうした懸念を定時株主総会で代表取締役の再任議案への反対票として表明することがある。特に、特別委員会を非常設としている場合は、事前に委員構成や審議項目（設置要件）について開示することで、実効性のある監督体制が整備されていることを投資者に対して示すことが重要となる。