

**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4回) 議事録**

日 時： 2023年8月21日(月) 12時00分～13時40分
場 所： 東京証券取引所 15階第二会議室
出席者： メンバー等名簿参照
※ 大内メンバー、後藤メンバー、武井メンバーがご欠席

【菊池部長】

それでは、第2期・第4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。

本日は大変お暑い中、またお昼からの開催となりましたが、皆様お忙しい中お集まりいただきまして、まことにありがとうございます。どうぞよろしくお願ひいたします。

はじめに、本日の出席状況でございますが、ご欠席となっておりますのが、大内メンバー、後藤メンバー、武井メンバーでございます。それから、オンラインでのご参加が、オブザーバーの金融庁様、法務省様となっております。

それでは、さっそく議事に入らせていただきたいと思います。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】

本日もよろしくお願ひいたします。

本日の議論の内容は大きく2つございまして、1つ目として、「支配株主を有する上場会社における独立社外取締役の役割」について、前回にご議論いただいた内容を踏まえ、取りまとめに向けて骨子となる内容を整理してございまして、こちらについてご意見を頂戴したいと存じます。また、2つ目として、「独立社外取締役における支配株主からの独立性の確保」という論点につきまして、様々な議論があるところかと思っておりますので、多面的にご意見を頂戴し、議論を深めていきたいと考えてございます。

以上でございます。

【菊池部長】

続きまして、資料に基づいて東証からご説明をさせていただきます。

【白水調査役】

お手元の資料2につきまして、事務局よりご説明申し上げます。

まず、冒頭、3ページですが、前回確認させていただいた、支配株主を有する上場会社のガバナンスについての議論の進め方を再掲しております。まずは、支配株主を有する上場会社において利益相反リスクの監督のために独立社外取締役が活用されることに向けた対応というところから、議論を進めていきたいとしております。

4ページからが、1つ目の大きな論点であります、「支配株主を有する上場会社における独立社外取締役の役割」の議論になります。

5ページに「ご議論いただきたい事項」として掲載しておりますとおり、今回のご議論を踏まえ、取引所として、少数株主保護の観点から独立社外取締役に期待される役割を提示していきたいと考えておりますので、次ページから掲載しておりますその役割の整理について、ご意見を頂戴したいと考えております。

5ページの下図は、その整理の全体像を示したものです。最初に、少数株主保護の基本的な考え方を示したうえで、そこから導かれる独立社外取締役の役割を示すこととしております。役割を果たす場面としては、一次的には取締役会があり、場合によっては、その機能を強化するためのものとしての特別委員会という場面も想定しております。そのうえで、監督や関与の対象としては、利益相反を生じうる取引・行為や独立社外取締役の指名が想定されますので、それぞれどのように監督や関与をするべきかについて整理することとしております。最後に、このような独立社外取締役の行動をサポートするために必要になる会社側の対応についても示すこととしております。

6ページから、それらの整理の内容を記載しています。

6ページでは、「少数株主保護の基本的な考え方」ということで、少数株主利益の保護の意義について示しております。少数株主とは、いわゆる一般株主であり、株主としての利害以外の利害を有さないため、通常、少数株主の利益は会社の利益と一致するということが、したがって、上場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、上場会社が持続的な企業価値向上を目指すうえで重要であるということを記載しております。

7ページでは、続けて、少数株主利益の保護のポイントを示しています。支配株主と少数株主は、共に、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ものではあるけれども、その一方で、支配株主が会社への影響力を自己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こともあり得るというこ

と、したがって、そのような利益相反リスクを監督することが少数株主保護の本質的な部分であることを記載しております。

また、資料を通じて「支配株主」という用語を用いておりますが、今回整理している内容は、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、いわゆる「支配的な株主」が上場会社に存在する場合にも妥当するという付言しております。

８ページでは、「独立社外取締役の役割」の総論として、独立社外取締役は、取締役として会社法に基づき株主からの付託を受け、会社の企業価値の向上に寄与する役割・責務を負っており、まさにその役割の一環として、支配株主を有する上場会社においては、少数株主利益の適切な保護を図る役割・責務が導かれるということを示しております。

９ページでは、「取締役会での活動」として、そのような役割を果たす場面は、一次的には取締役会であり、独立社外取締役は、日常的な監督として、業務執行において利益相反が生じていないかをチェックすることが必要であり、また、取締役会として利益相反リスクのある特定の取引や行為に対する審議や意思決定を行う場合には、特に、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目線で検討することが必要であるということを示しております。

１０ページでは、「特別委員会での活動」として、取締役会による利益相反の監督を補完するための仕組みとして特別委員会が設置されている場合には、独立社外取締役は、特別委員会の一員として、少数株主の利益が図られているかを検討することが必要であることを示しております。このような特別委員会は、会社法上当然に設置され会社法に基づく権限・責任が付与されるものではないものの、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比率が高くない場合や、利益相反について特に慎重な検討が求められる場合に活用することが考えられることを記載しております。

１１ページからは、具体的にどのような行動をどのように見ていくべきかについての整理をお示ししております。

１１ページでは、冒頭において、「利益相反を生じうる取引・行為」の監督にあたっては、独立社外取締役は、それぞれの取引・行為が少数株主の利益になるかという視点から検証することが必要になるということ、そうはいつても、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という考え方を記載しております。

そのうえで、11ページから13ページにかけて、「取引・行為の種類ごとの整理」として、①直接取引、②事業譲渡・事業調整、③完全子会社化、④その他、事業上・経営上の指示等というそれぞれの類型について、利益相反の所在や、少数株主の利益になるかについての考慮要素や重要性の考慮要素になり得る事項などの監督の視点について記載しております。

例えば、①直接取引については、第三者との間でも生じうる取引やグループ内の特有の取引が考えられ、性質に応じて、第三者取引の場合の取引条件との比較や取引により支配株主グループに生じる利益から自社が得られる利益などを考慮して、少数株主の利益になるかを検討することが考えられるとしております。

14ページの上段では、「独立社外取締役候補者の指名への関与」として、独立社外取締役における支配株主からの独立性を確保するために、その候補者の指名において、独立社外取締役が関与することが期待されるということを記載しています。

14ページの下段では、「上場規則上の手続への関与」として、上場規則の企業行動規範において、少数株主にとって不利益なものではないことに関し意見を入手することが義務けられる場合には、社内での審議等への関与に加え、当該手続との関係でも独立社外取締役が意見を述べることを期待されるということを記載しています。

15ページでは、これまで整理してきたような独立社外取締役の役割が十分発揮されるためには、ガバナンス体制の整備やその運営、また、情報開示といった点で、会社によるサポートも重要であるということを示しています

以上が、支配株主を有する上場会社における独立社外取締役の役割を整理した内容となります。

続きまして、16ページからが、2つ目の大きな論点であります、「独立社外取締役における支配株主からの独立性の確保」の議論になります。

17ページの冒頭に、議論の背景を整理しております。支配株主は、企業価値向上に向けた会社に対する規律として、独立社外取締役を含む取締役の選解任について議決権を行使できることが前提です。その一方で、独立社外取締役が少数株主保護の役割を果たすには、支配株主からの独立性が確保されていることが重要となります。

このような状況の下で、どのように支配株主からの独立性を確保していくかについて、これまでのご議論の中では、少数株主の議決権行使結果を活用するというアプローチ、具体的には上場規則上の独立社外取締役の指名における要

件としてのM o M、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といった方策についてご意見をいただいております。今回は、あらためて、これらについて、特に、必要性・有効性や支配株主の議決権行使権限への影響といった観点から、多面的にご意見を頂戴できればと考えております。

なお、ここで「M o M」と呼んでおりますのは、少数株主の過半数の賛成によって会社法上の取締役としての選任を決するという仕組みではなく、あくまで上場制度の中での独立社外取締役としての指名の可否を決する仕組みを念頭に置いております。

また、独立社外取締役の独立性確保のために、指名委員会の活用という方策があり得るといふご示唆もいただいております。こちらは、まずは基本的な考え方からの議論にはなりますが、支配株主を有する上場会社に指名委員会が設置されている場合に指名委員会はどのような役割を有すると考えられるか、特に独立社外取締役の指名についてみるとどうか、という点についてご意見を頂戴できればと考えております。

18ページが、少数株主の議決権行使結果の活用というアプローチについて、主として、独立社外取締役の指名におけるM o Mについてお出しいただいた意見を、必要性・有効性や支配株主の議決権行使権限への影響といった点から整理させていただいたものです。

19ページは、ご参考資料として、臨報における取締役選任議案の決議結果の開示内容を掲載しています。

20ページは、支配株主を有する上場会社における指名委員会の実態を集計したものです。指名委員会は、本来的には、議決権が分散している上場会社において、経営者と株主の利害対立を緩和するための仕組みである一方、支配株主が存在しており、議決権が集中している場合であっても、例えば、支配株主が上場親会社の場合は、一般の上場会社と同水準で設置されているという状況にあります。

21ページです。指名委員会を設置している会社の中には、ごく少数ではありますが、「親会社からの独立性確保のための施策」と位置付けている旨を開示している会社があり、その開示例をご紹介します。

22ページは、指名委員会に関して、これまで頂戴したご意見を掲載しています。

23ページは、ご参考資料として、経産省様のグループガイドラインで整理された、上場子会社の「経営陣」の選任における指名委員会の役割、24ページは、米国・英国・日本の市場における利益相反に対する規制の全体像を整理

しております。

事務局からの説明は、以上でございます。

【菊池部長】

それでは、メンバーの皆様方からご意見を頂戴したいと思います。本日は、大きな論点が2つございますので、前半と後半に分けて議論をしていきたいと思っております。まず前半は、「支配株主を有する上場会社における独立社外取締役の役割」の論点につきまして、5ページで「ご議論いただきたい事項」として記載しておりますとおり、6ページ以降で整理しております内容についてご意見を頂戴できればと思っております。

ご発言の際には、挙手いただければ、私からご指名させていただきます。オンラインでのご参加の方がいらっしゃいますので、はじめにお名前を言っていたいたうえで、ご発言いただければと思っております。

まず、本日ご欠席の大内メンバーから意見書を頂戴しておりますので、そのご意見を紹介させていただきます。

【白水調査役】

それでは、まず「支配株主を有する上場会社における独立社外取締役の役割」に関して、大内メンバーから頂戴しておりますご意見を紹介させていただきます。

1. 支配株主を有する上場会社における独立社外取締役の役割

資料6ページの「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、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、少数株主の利益は会社の利益と一致する」とされている。少数株主の利益は特段の事情がない限り対象会社の経済的利益しかなく、株主共同の利益と一致するという趣旨であると思われる。その限りでは誤っていないが、「通常」でないケース、すなわち、企業価値の棄損をもたらす投資家（グリーンメーラー等）が少数株主に含まれる場合（極端な場合、少数株主の多数を占める場合）には、「通常」とは異なる状況となる。上記の表現自体が誤っているわけではないが、爾後の検討にあたり、「通常」でないケースを無視し、少数株主利益＝経済的利益のみ＝株主共同の利益 と考え、会社の機関構成等を検討することは適切でないとする。

大内メンバーからのご意見は以上です。

【菊池部長】

それでは、メンバーの皆さまからご意見を頂戴したいと存じますので、よろしく願いいたします。

【菊池メンバー】

まず、独立社外取締役の役割の整理に関して、前提となる事項から意見を申し上げたいと思います。

資料に整理いただいた内容は分かりやすいと思う反面、有事に偏りすぎているという感想を持ちました。平時の段階でも、親会社・子会社双方の社外取締役がモニタリングすべきことはあると考えられますので、平時の役割も重要であるという内容が加わっているとより分かりやすくなると思います。

具体的には、そもそも論になってしまいますが、親会社の方から見た場合には、利益が流出するという問題や子会社を上場させることで内部の管理コストがかかってくるなどの問題があります。子会社から見ても、グループの経営方針が上にかぶさってくるので、有用な機会を逸していないかななどの問題があります。平時の状況において大きな問題は発生していないように見える場面においても、このようなメリット・デメリットをどのように考えるかは、日々確認すべき問題となる事項というわけではないですが、モニタリング対象として重要だと思えます。

次に、有事になった時にはどう考えるかです。後半のテーマにも関係しますが、三菱ケミカルグループの事例を紹介いただいております、この事例のような整理から入ることは分かりやすいと思います。「子会社の独立性・自主性を尊重します」と親会社が宣言するということです。もし有事が発生したときには、そのような宣言をしている以上、有事の発生が合理的なのかも含めて様々なプロセスが透明化されることが期待されます。そのため、プロセスの透明化という点で、事例にあるような整理を前提として入っていただくことは有用な情報開示だと思えます。

有事は基本的には起こらないことがよいと思いますが、有事の中でも、起こることに関してニュートラルであるような例えば完全子会社化のような有事もあります。その場合は、子会社化することの理由やプライシング等について合理的に説明されていればよいのですが、最近では価格の合理性について様々な問題提起がなされています。価格の合理性の説明に繋がるような大前提として

の開示があるという点では、親会社が宣言する事例は参考になる例だと思います。

【黒沼メンバー】

少数株主保護の基本的な考え方については、きちんと整理していただきまして、全面的に賛成です。

7ページの4つ目のビュレットに記載されている、いわゆる支配的な株主についても同様の問題があるのでそれも含めて考え方を示すというスタンスにも賛成です。

8ページにあるように、もともと独立社外取締役は取締役会の経営者からの独立性を確保するために設けられてきたものですが、従属上場会社の場合は、経営者には親会社のガバナンスが効いているので、子会社において経営者支配のようなことは通常は起こりにくいこととなります。その点では、ある意味で、独立社外取締役の役割が緩和されているという面はあるのですが、それに代わって、親会社からの独立性を確保するという点が極めて重要です。また、従属上場会社でも、経営者と株主の関係は問題になりますので、経営者に対する監督を確保することは依然として重要です。したがって、特に、従属上場会社では、独立社外取締役の負う役割・責務が拡大していて責任が重大であることを強調しておくことは重要だと思います。

利益相反を生じうる取引・行為について、どういう点が問題になるかを整理いただいた内容は重要だと思います。もちろん全てを独立社外取締役が監督するのは不可能なので、重要性に応じた対応を行うことになると思います。独立社外取締役が役割を果たす場面としては、特定の行為が問題となるような有事を除いて、取締役会においてその役割を果たすことが期待されるのだと思います。しかしながら、取締役会に上がってこないような行為にも目を光らせていただく必要があります。したがって、取締役会での審議との関係についても書き込んだ方が良いでしょう。取締役会に上がってこない行為であっても監督の必要があるのではないかということです。例えば、直接取引は一般には取締役会に上がってくるとは思いますが、反復継続して行われるような取引については、包括的に承認が与えられ、もしその承認が毎年行われることであれば、軽く取り扱われることも多いと思います。しかし、そのような取引についても何年かに一度見直すことが重要であって、その際には独立社外取締役に期待される役割は大きいと思います。このような点も留意すべきだと思います。

【神田メンバー】

なかなか難しく、どれくらいのレベルの抽象度で意見を申し上げるべきか分からないところがありますが、資料は良くできていると思います。

少数株主保護の基本的な考え方は、6ページに記載されているとおりです。従属上場会社が議論の対象ですので、ここで言う少数株主は取引所から見れば「一般株主」にあたります。したがって、取引所としても少数株主には関心を持ちますし、必要な対応を行うことが独立社外取締役に期待されるということだと思います。

独立社外取締役の関与のあり方で言うと、14ページに記載されている2つになります。第一に、指名プロセスへの関与です。第二が、平時のあるいは人によっては有事と位置付ける人がいるかもしれませんが、グループ内取引を含めての取引の公正性確保が必要になる場合に、現在の企業行動規範で求められている関与、資料の言葉でいうと上場規則上の手続への関与です。これをもう少し進められないか、例えば、2点目に関しては、関与すべき場合は他にもあるのではないかとということが議論になると思います。1点目の指名プロセスへの関与に関しては、本日の後半の議題になると思います。

考え方について、抽象的な言い方にはなりますが、数点申し上げます。

1点目は、独立社外取締役なのか特別委員会なのか、言葉を変えて言うと、取締役会なのか特別委員会なのかという問いがあるわけです。コーポレートガバナンス・コードは、取締役会における独立社外取締役の構成割合、どの程度独立社外取締役が含まれているかによって特別委員会設置の必要性が異なってくるという考え方をとっています。したがって、独立社外取締役が少ない場合には、それに対応して、特別委員会が登場する機会がより増えるという整理をしているかと思います。

東証として、これをさらに進めるなり、これをベースに企業行動規範など何かルールを追加できないかということが検討課題になるかと思います。その際の視点として、重要なことがいくつかあると思いますが、まず第一に、言うまでもないことであり、この資料にもきちんと記載されていることですが、本日のテーマでいう「独立性」は経営者からの独立性ではなく、支配株主からの独立性ということだと思います。これを混同してはいけないと思います。

2点目ですが、特別委員会は会社法上の機関ではありませんので、会社法との関係では任意に設置することになります。一方、取締役会は言うまでもなく

会社法上の機関です。そのため、本来であれば取締役会で議論する方が良いとは思いますが、それを踏まえて特別委員会の位置づけについてさらに整理すべき点はないかというのが2点目です。

3点目は、なかなか難しい議論になると思いますが、支配株主を含めたグループ経営をしている従属上場会社であれば、グループ内取引もありますし、グループ経営が行われます。そこにおける利益相反などの独立社外取締役が少数株主の利益保護のために役割を發揮すべき場面は、企業価値が上がる・下がるという場面だけではなく、端的に支配株主と少数株主間の利益移転が問題になる場面、つまり、パイの大きさは変わらないが少数株主の利益が害されて支配株主が得をするという状況をチェックする役割が求められると思います。したがって、その点を明確に見て、現在の企業行動規範では、14ページに記載されている言葉でいうと「支配株主等が関連している重要な取引」が対象とされていますが、それで過不足なくカバーされているのか、それともカバーされていない種類の取引があるのか、検討する余地があるように思います。

4点目は、これまで議論されてこなかったように思いますが、支配株主が親会社の場合には、そこにも独立社外取締役がいるかと思えます。従属上場会社の独立社外取締役は、その支配株主の独立社外取締役等ともっと対話をすべきでないかと思えます。これまで、コーポレートガバナンス・コードの議論を通じて、そのような議論をしてはいませんが、やはり急に何かあったから特別委員会を立ち上げて対応するというのではなく、日頃からグループ経営の方針を巡って意見交換することが大変重要なことだと思います。支配株主の独立社外取締役、独立社外取締役がない会社があるかもしれませんのでその場合は社外取締役のような、業務執行を担当しない社外役員と日頃から対話の機会を確保するなり、グループによって実態は違うと思いますのでその状況、例えばもし対話をしているならその状況などを開示することを求めるということが考えられると思います。

【神作メンバー】

2点コメントさせていただきたいと思えます。全体については、よく資料をまとめていただいております。基本的な考え方には賛成でございます。

まず、10ページの特別委員会についてですが、私の理解では、神田先生のご発言にもありましたが、コーポレートガバナンス・コードの考え方としては、支配株主あるいは支配的な株主が存在する場合には十分な人数の独立社外

取締役を置くことが望まれていると思います。そのような中で、特別委員会制度に過度に比重を置く書き方は望ましくなく、14ページの記述とリンクさせて、むしろ特別委員会を設置せざるを得ない場合でも、例えば独立社外取締役が特別委員会の議長になるなど特別委員会の運営の中心は独立社外取締役であるというメッセージを出した方が良いのではないかと思います。

2点目は、14ページにかかわる点であり、独立社外取締役の候補者の指名への関与について記載いただいたことは大変ありがたく存じます。ただし、前回私がこの点について発言した際には、経営者からの独立についても強調しました。なぜかと言うと、私の実務のイメージが誤っているかもしれませんが、支配株主が直接経営陣や社外取締役等に働きかけるということはあまりないように想像しております。結局、支配株主の息のかかった経営者を通じて、人事を行うにしても経営戦略を策定・遂行するにしても、働きかけるのではないかと思います。支配株主の息がかかった従属会社の執行部は支配株主の意向を反映するのであって、支配株主からの独立性ももちろん重要ですが、支配株主の意向を反映した経営者から独立しているということが非常に大事だと思います。その意味では、14ページの1つ目のビュレットでは、独立社外取締役において現経営陣及び支配株主からの独立性が確保されていることが重要であるという点は落とせないポイントであると思います。

【三瓶メンバー】

前半の議論について、6点ほどコメントしたいと思います。

まず、3ページの「ガバナンスの議論の進め方」についてです。一番最初のビュレットの前後になると思いますが、2021年のコーポレートガバナンス・コードの改訂の際に第4章の「取締役会等の責務」の基本原則4の「考え方」に追記された文言である、「支配株主は、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ってはならないのであって」という部分を記載しておくべきだと思います。それを大前提として、バランスをとる形で従属会社の方でどのようなガバナンスの仕組みを備えていくかという話になります。特に、これは基本原則の「考え方」ですので、グロース市場の上場会社も対象にしています。したがって、まずはそれを掲げてから、議論を先に進めることが良いと思います。

この点は海外からすると極めて重要な問題で、強い言葉で言うと、資本多数決の濫用の問題にかかわってきます。ICGNのグローバル・ガバナンス原則の原則9「株主の権利」では、この点を強調しています。「少数株主の議決権

が少数株主の経済的持分に直接結びついていること」、そして「少数株主の経済的持分に影響を与える会社の重要な決定又は取引行為に対する議決権を保証すること」が原則9の内容です。原則9の中の細部の項目として9.7「平等と救済」という項目があり、「少数株主は経営陣又は支配株主に明らかな利益相反を生じる取引・行為から保護されるべきであり、有効な救済手段を有するべき」、さらには「取締役会は定款に十分な株主保護策を盛り込むべき」と記載してあります。ここでの有効な救済手段とはほぼMOMを意図していると思います。このように、経済的持分に比例した形での意見を尊重するべきことを明確にしています。この点について、日本に対する海外からの信頼のなさがところどころ出てくるので、今回の整理でも念頭に置いておきたい点であると思います。

2点目として、5ページの図は従属上場会社の方に焦点を当てた図になっていますが、今申し上げたことを踏まえると、一番上の「少数株主保護の基本的な考え方」の箱を右に伸ばして、右端に「支配株主に求められる対応」という箱がぶら下がって、矢印が伸び、資料の※で記載されている内容がその説明になるという構造にすると、全体像が見えてくると思います。そうすると、「会社側に求められる対応」の「会社側」という表現は曖昧なので、「取締役に求められる対応」とするほうがよいと思います。「取締役に求められる対応」があり、その中でさらに「独立社外取締役の役割」が何であるかが明記されるというイメージで捉えています。

3点目は、8ページについてです。総論を記載しているので、簡単な三段論法のように考えると、本来は、いきなり独立社外取締役ではなく、まずは取締役会が少数株主保護の責任を果たすべきということになると思います。ただし、利益相反が明確になるような重要な決定・取引行為が発生するような段階、いわゆる有事には、支配株主の論理を支持する関係者である取締役に対して、独立社外取締役の少数株主保護の役割の重要性が増大するという考え方になると思います。ここで、独立社外取締役個々々がその機能を発揮しないといけないのですが、より有効に発揮するということを考えると、独立社外取締役の個々の多様なスキルセットを発揮しながら一つのグループとして対応するうえで特別委員会というのが一つの手段となる、という展開になると思います。

4点目は、10ページの特別委員会についてです。ガバナンス・コードを出発点とすると、ガバナンス・コード補充原則4-8③では、取締役の構成によっては特別委員会という方法もあると記載されています。しかしながら、特別

委員会の使い方や構成員を丁寧に議論したのは、経済産業省が策定した「公正なM&Aの在り方に関する指針」です。公正M&A指針は、必ずしも、補充原則4-8③の考え方を前提としておらず、独立社外取締役の比率をスタートとしていません。その点に温度差がありますので、コードの前提よりももう少し広く捉えた方が良いと思います。

10ページの1つ目のビュレットで「独立社外取締役がその構成員となることも想定される」とあるのは、公正M&A指針と比較するとマイルドな表現となっており、ニュアンスが随分違うように感じます。いったん特別委員会を設置するとした場合の構成員としては、このニュアンスでは弱いと感じます。公正M&A指針では明確に構成員の優先順位が記載されています。社外取締役が最も適任とされており、社外取締役を補完するものとして社外監査役、社外取締役及び社外監査役に加えて社外有識者を委員とすることは否定されない、となっており、構成員に関する考え方の濃淡がかなり違ってきます。したがって、構成員の優先順位を明確化するという意味では、「独立社外取締役がその構成員となることも想定される」という書き方は弱すぎるのではないかと思います。

5点目として、10ページの下段の部分です。特別委員会は「各社の状況に応じて設置される」と記載されていますが、「各社の状況に応じて」という表現は、ガバナンス・コードの補充原則4-8③に基づいているので、独立社外取締役の比率が高くない場合を意味することになっていると思います。しかしながら、特別委員会の設置の意義は独立性だけではありませんので、そのような現在の書き方は修正するほうがよいと思います。しかも、利益相反の監督だけではないということだと思います。10ページ下段の1つ目と2つ目の矢じりの記述は、14ページの「上場規則上の手続への関与」の2つ目と3つ目のビュレットと整合していないように思います。独立性や利益相反の監督だけではないという意味は、公正M&A指針に基づいていけば、取引条件の妥当性・手続の公正性について検討・判断する役割を担うということになります。

6点目は、15ページの情報開示についてです。有事の場合に特別委員会を設置するとしている場合があるわけですが、コーポレートガバナンス報告書の記載が非常に曖昧な場合があります。構成員の条件などを明確に開示せず、必要な場合には特別委員会を設置すると記載しているだけだと、補充原則4-8③にコンプライしているのか分からないし、エクस्पラインになっているのかどうかすらも疑問です。特別委員会の設置について不明確な場合には代表取締役の選任議案に反対するという対応をとる機関投資家もいますので、特別委員

会に関する情報開示については、どのように開示しないと伝わらないのかを明確にしておく必要があると思います。

【加藤メンバー】

他のメンバーの方の意見と重複する部分もあるかと思いますが、3点ほどコメントいたします。

1点目は、6ページの「少数株主保護の基本的な考え方」についてです。その内容には全く異存ございません。ただ、東京証券取引所が取引所としてこのような整理を提示する理由を明らかにするという観点からは、資本市場の公正性に対する信頼の醸成といった点などをもっと強調した方が、なぜ東京証券取引所がこのような整理を行う必要があるのかを市場参加者や上場企業に分かっていただけるように思います。

2点目は、黒沼メンバーのご発言にあった、取締役会に付議されないような事項に対する配慮です。この点は、私も非常に重要な指摘だと思っております。もちろん独立社外取締役が取締役に付議されない事項まで逐一チェックすることは無理だと思います。したがって、付議されるべきものが適切に付議されるような体制が整えられるように、独立社外取締役がフレームワークのようなものの策定に関与できるような体制が必要だと思います。

そういった観点からは、15ページに記載されている会社側に求められる対応というのが重要になります。ここでは、三瓶メンバーのご発言にあった、会社側というよりは、取締役会が行わなければならないことであるという点を明確にすることが望ましいと考えます。付議事項に関する方針も取締役会が決定すると思いますが、取締役会には独立社外取締役も参加します。その中で、独立社外取締役の意見を尊重する、すなわち、少数株主の利益保護の観点で重要な役割を果たす独立社外取締役がどのようなサポートを欲しているのかということを取締役会が尊重することが非常に重要であると思います。

3点目として、今回の整理では、上場会社の機関設計に対してはニュートラルになっていて、適切であると思います。しかし、機関設計によっては、一人の社外取締役が持っている権限がそれほど大きくない場合もあります。例えば、監査役会設置会社の取締役会の個々の取締役には、それほど大きな権限はないと思います。したがって、実際に15ページに記載されている内容を会社側が行う際には、個々の会社の機関設計において、会社法上どのような権限が独立社外取締役にあるのかということをおさえて、その権限に適切にプラスア

ルファするような仕組みを、自主的に個々の会社が取締役会の主導の下で策定していく必要があると思います。

【菊池部長】

ありがとうございました。

続きまして、後半の議論に移りたいと思います。後半では、資料の17ページに記載しております「独立社外取締役における支配株主からの独立性の確保」の論点につきまして、「ご議論いただきたい事項」について、ご意見を頂戴できればと思います。

こちらにつきましても、大内メンバーからご意見を頂戴しておりますので、最初にご紹介させていただきます。

【白水調査役】

それでは、「独立社外取締役における支配株主からの独立性の確保」に関して大内メンバーから頂戴しているご意見を紹介させていただきます。

2. 独立社外取締役における支配株主からの独立性の確保

支配株主を有する上場会社が東証に独立役員の届出を行う際に、少数株主によるMOM決議を要件とすることについて、次の理由から反対する。

- (1) 東証の独立役員制度では、客観的な属性に着目して役員の独立性を判断するという考え方が採られている。それにもかかわらず、支配株主を有する上場会社の独立社外取締役については、少数株主のMOM決議という手続面での要件も求めるのであれば、属性・選任手続きの何れを独立性の判断基準とするのか混同があり、また独立性の基準について実質的なダブルスタンダードを設けることとなる。
- (2) 少数株主の中で一定割合以上の議決権を保有する株主がいる場合、実質的にその株主の一存で議案の成否が決してしまうため、一般株主の利益保護に資すると言えない。(上記1. で述べたとおり、「通常」でない場合、すなわち企業価値の棄損を狙う株主が少数株主集団の議決権の過半をコントロールする場合、この悪質な株主に重大な武器を与えることになる。) あくまで、独立社外取締役はその属性において認定すべきであり、選任手続きを要件に含めるべきではない。
- (3) 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。
- (4) 独立社外取締役の人材不足が大きな課題となるなか、少数株主による

M o M決議まで求めると、M o M決議で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充分あり、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。

大内メンバーからのご意見は以上です。

【菊池部長】

それでは、メンバーの皆さまからご意見を頂戴できればと存じますので、よろしく願いいたします。

【神田メンバー】

大きく2点あります。

1点目は、この資料の言葉でいうと「独立社外取締役における独立性の確保」については、具体的には、現在存在している独立役員制度を今日のテーマを意識した内容に整備していくことが考えられるということです。

先ほどの神作メンバーのご発言は全くそのとおりであり、支配株主からの独立性というのは、支配株主からの独立性アンド経営者からの独立性を意味します。なぜかという、通常、支配株主が経営者を選んでいるからです。法務省の法制審議会の部会での議論の際にもそのように書かれていました。資料は支配株主からの独立性を強調していますが、支配株主からの独立性アンド経営者からの独立性が必要になります。

そのうえで、支配株主からの独立性という観点から現在の独立役員制度を見ますと、会社法上の社外要件では、雇用関係と親族関係については一部親会社との間の関係の不存在が考慮されていますが、支配「的」会社との関係は考慮されていません。したがって、今回の研究会のテーマからいえば、親会社に加えて支配的会社まで考慮するかということが課題になると思います。

取引関係・経済的利害関係については、そもそも会社法上の社外要件で考慮されていませんで、現在の取引所の独立役員制度で対応されていますが、そこでは支配株主ないし支配的株主との関係は考慮されていません。そこで、支配的株主との関係を対象に含めることが検討されるべきと思います。

2点目は、資料に詳しく書いてある、指名プロセスへの関与という点です。私としては、まずは情報開示をもう少し進められないかという意見を申し上げたいと思います。

1つ目は、先ほどの神作メンバーのご発言もあった点ですが、グループ経営

がされている状況ですので、親会社が役員派遣する、すなわち候補者を指名することがあると思います。これについては、金融審議会のディスクロージャーワーキング・グループで、重要な契約の開示という文脈で問題になっていますので、そちらの帰趨を見る必要もあると思います。派遣の合意があったり、推薦があったり、事実上の慣行があったりと様々な状況があり、従属上場会社が契約ないし合意の当事者にはなっていない場合もあるといった形式的な違いも様々な存在すると思いますが、いずれにしても、指名プロセスにおいて支配株主がどのような関与（推薦なり派遣なり）をしているかという部分について、透明性を高めるような手当ができないかと考えています。

2つ目に、少数株主の賛否割合については、臨時報告書で決議結果は開示されていますので、支配株主の持分割合が分かればほぼ推測はつきます。この線での情報開示について、もう少し工夫の余地があると思います。これは、臨時報告書の方の課題もあるかもしれませんが、また、細かい話ではありますが、当日分の議決権行使結果は、わずかなので関係ないといえれば関係ないかもしれませんが、本来であれば、事後でもよいので何らかの形で、企業の負担にならないことが前提となるかもしれませんが、情報開示の対象とすることがあり得ると思います。

3つ目は、指名委員会についてです。現在でも、確かに、指名委員会にはこの人が入っていますとか、何回集まりましたとか、どのくらい出席しましたといった情報は開示されています。しかし、何が議論されたかについては、全く開示がありません。もちろん具体的な内容までは開示できないと思いますが、事後的に可能な限り、議論の様子、例えばどのような議論があつてどのような結論になったかを開示することが考えられますが、現在はほぼ全く開示されていません。これも、どちらかというディスクロージャーワーキング・グループ、有報での開示の課題なのかもしれませんが、東証でも対応できることはあるのではないかと思います。

4つ目として、支配株主を有する会社の中にもグループ経営している会社と独立経営している会社がありますので、そのグループにおけるグループ経営方針・子会社管理の方針、その中における当該従属会社の位置づけ・役割等についての情報開示は、今でも開示が行われているものではあるものの、もう少し先に進めるとよいと思います。

最後に、前半と後半に共通して、一つご質問があります。従属上場会社について上場時の審査基準がありますが、それは上場後の管理基準においても基本的に維持されているのでしょうか。もし上場審査時の基準の方がより多くの点が存在しているのであれば、上場管理の際に過不足はないのかという点検をし

ていただきたいと思います。

【白水調査役】

最後にご質問いただいた、新規上場時の審査内容と上場後の規制の関係についてお答えいたします。

新規上場時には、上場審査ガイドラインの一つの要件として、新規上場会社の企業グループの経営活動が親会社等（親会社又はその他関係会社）からの独立性を有する状況にあることが審査対象になっています。具体的に、中心的な要素となっている点が3つあります。1つ目は、「事実上、当該親会社の一事業部門と認められる状況にないこと」、2つ目は、「親会社等の企業グループが、新規上場会社の企業グループの不利益となる取引行為を強制又は誘引していないこと」、3つ目は、「新規上場会社の企業グループの出向者の受入れ状況が、親会社等に過度に依存しておらず、継続的な経営活動を阻害するものでないこと」です。この3点を中心に、独立性を審査することになっています。

1点目の「事実上、当該親会社の一事業部門と認められる状況にないこと」という点で、広い範囲の要素が考慮されることになっています。具体的には、新規上場会社の企業グループの事業内容と親会社等の企業グループの事業内容の関連性、親会社等の企業グループからの事業調整の状況及びその可能性などを踏まえて判断することとされています。また、個別の要素としては、役員の兼任状況や親会社等に対する売上の計上の状況、親会社等からの不動産賃借取引等の状況等も考慮して、親会社の一事業部門と認められる状況にないことを判断するものとされています。

新規上場時の「親会社の一事業部門と認められる状況にないこと」という1つ目の要素に対応する上場後の規制としては、上場後に親会社等が現れた場合において、事業調整の状況や親会社等との役員の兼任状況をチェックするという実質面での規制は存在しておらず、開示規制で対応しています。今般、開示の充実という観点で対応を進めておりますとおり、コーポレートガバナンス報告書や支配株主に関する事項の開示の中で、事業調整の状況や親会社等との役員の兼任状況の開示が求められるということになります。

取引行為に着目した、2つ目の「親会社等の企業グループが、新規上場会社の企業グループの不利益となる取引行為を強制又は誘引していないこと」という点については、上場後の管理としては、支配株主と重要な取引を行う場合、利害関係を有しないもの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という規制により対応しています。

3つ目の「新規上場会社の企業グループの出向者の受入れ状況が、親会社等に過度に依存しておらず、継続的な経営活動を阻害するものでないこと」とい

う点についても、上場後に親会社等が現れた場合に、その状況について審査やチェックを行うことはしておらず、開示規制の中で、それらの状況を踏まえた独立性についての開示を求めるという対応をとっています。

以上が新規上場時の審査内容と上場後の規制の対応関係になります。基本的には、新規上場時は審査を介するタイミングであり独立性を審査する状況にあるのに対して、上場後は手続規制や開示規制の中で対応しているというのが全体像です。

【菊池メンバー】

いくつか意見を申し上げたいと思います。一部、神田メンバーのご意見と重なる内容があります。

まず、独立性の要件に関しまして、過去に申し上げた意見とも重なりますが、東証の独立性基準に課題があると思います。特に、主要株主が独立性を否定される範囲に入っていないので、この点について再検討する必要があると思います。

また、神田メンバーからも指摘のあった、経済的関係がある場合についても検討する必要がありますし、この研究会を通じて明らかになった、重要な契約の有無という要素もあります。これらを踏まえて、社外取締役の独立性を示す「独立スタンプ」をどう扱うのかについて再構築する必要があると思います。

17ページの「これまでご意見があった方策」の①に関連しますが、仮に上場制度上は独立社外取締役として指定できないというルールをとった場合にそれが実効的かどうかは、東証の「独立スタンプ」が押されているか否かがどのような影響を持つかという点で決まってきます。実務的な話をすると、「独立スタンプ」が押されているかどうかで株主総会における賛否を判断することが基本方針となっている機関投資家も複数存在しています。このような状況に鑑みると、「独立スタンプ」が押されているかどうかの影響は小さくないと思います。したがって、まず、最初にやるべきことは独立性基準を再構築することではないかと思います。

17ページの①の方策に言及しましたが、まずは②の方策を進めるべきと思っています。ただし、比率の開示だけでは実効性は乏しいと思います。コーポレートガバナンス・コード補充原則1-1①に「取締役会は、株主総会において可決には至ったものの相当数の反対票が投じられた会社提案議案があったと認めるときは、反対の理由や反対票が多くなった原因の分析を行い、株主との対話その他の対応の要否について検討を行うべきである。」とされています。しかし、

分析するだけでなく、その分析内容を開示するところまで持っていく必要があると思っています。個別の1 on 1の対話の世界では、その分析の内容や会社はどう考えるのかについて議論する場合があります。特に投資家が反対票を投じている場合には、主要な対話テーマとなります。その際、会社の分析結果として「反対が多かったのは、かくかくしかじかの理由と考えています」と説明を聞くことが多くあるものの、その分析結果と企業の考え方が一般的に表に出てくることは、限定的です。分析結果に関しての会社側の意見発信が必要であると思います。これは、会社提案に相当数の反対があった場合だけではなく、株主提案に一定数の賛成があった場合も分析の対象に含まれると思います。相当数や一定数というのがどれくらいのレベルかは難しいという点もあるものの、分析結果の開示について検討していく必要があると思います。

M o Mに関しては、投資家側から見ても、全ての場合において無条件で諸手を挙げて賛成というわけではないと思います。大内メンバーの意見書にありましたけれども、少数株主といっても様々な分布があります。少数株主が非常によく分散している場合は基本的に賛成ですが、どういう場合にM o Mを使うべきかという条件を検討する必要があると思います。

最後に、指名委員会については、どのように指名委員会が動いているのかに関して、子会社だけではなく親会社の方も含めて明確にさせていただくことが非常に重要であると思います。

【三瓶メンバー】

17ページに、ご議論いただきたい事項として、①・②の方策として整理されています。これまでも議論したわけですが、このように具体的に整理することで、あらためて論点が明確になったと思います。

そのうえで、M o Mという言葉を使うと、かなりミスリードしてしまう可能性があると思っています。先ほど冒頭でも申し上げましたが、ICGNの原則9では、本当のM o Mを求める内容が記載されています。日本で「M o M」を議論しているとなると、それは大変喜ばしいと受け止めると思います。したがって、この資料ですら勘違いするかもしれない。この点は、慎重になる必要があります。ここでは「M o M」の中に決議の効力がないものを含めてしまっているため、表現を見直すほうがよいと思います。まず、言葉の遣い方についての指摘です。

①についてです。菊池メンバーのご発言とほぼ同じ内容になりますが、どういふケースがあり得るか、すなわち、支配株主の賛成・反対と少数株主の多数がどう考えるかについて色々な組み合わせを考えてみたときに、結局は、支配株主が賛成で一般株主の大多数は反対だという場合に、このような方策の意味が多少は出てくることになります。

しかしながら、このステップをみると、一般株主の大多数が反対するということは、そもそも、対象となっている独立社外取締役については独立性がないと考えていることになります。そして、実際に議決権行使結果を集計してみると、その状況が分かった。それを受けて、東証としては、独立役員届出が出ていてもそれを取り消すことになる。そうすると、これは後追いのような形になります。その後1年後に会社提案で再任議案が出されたときに、一般株主はまた反対しますが、少数なのでやはり再任議案は可決されます。こう考えると、効果がないことになり、どういう意図での方策になるのかという疑問が残ります。会社が見栄えが悪いから取り下げると考えることを期待しているのかもしれませんが、それが効果的かという、クエスチョンマークが付くように思います。

②の方は、少数株主の賛否割合を開示するというものであり、①と一見似ていますが、資料での説明の中に矛盾があるように感じました。総会での選任決議の賛否割合から平時におけるガバナンス体制や有事における独立社外取締役の関与の実効性を評価するということが意図であるかと思います。しかし、実際に必要なのは、平時と有事を通じてガバナンス体制が実効的なのか、独立社外取締役が機能発揮してくれているのかを見てそれを評価したうえで議決権を行使することですので、順序として、決議をとった後で賛否の割合からあまり実効性がないという評価をしたところで仕方がないという感じがします。

ただし、どういう賛否割合の内容なのかを分析することは意義のあることですので、むしろ、総会后速やかに少数株主の反対投票（著しい懸念表明）に対して取締役会はどう考慮してどう対処するのかを説明する義務があるとして、実際に説明してもらふ必要があると思います。その際、特に、任意の指名委員会がある場合は、任意の指名委員会は、少数株主の反対投票を分析・解釈して、取締役会に対してどう考慮して対処すべきかを提言する役割があるのだと思います。そして、それを受けてどのように対応したのかを開示してもらふことは、彼らが機能発揮しているのか否かの評価に関わってくる一つの重要なポイントになると思います。どうしても後付けにはなりますが、情報開示によって、機能発揮が適切になされているか、すなわち、独立社外取締役、任意の指名委員会、取締役会がそれぞれやるべきことをやっているかが明らかになると

思います。

20ページの集計結果を見て思ったのは、先ほどの神田メンバーのご発言と重なるかもしれませんが、支配株主が非上場会社や個人の支配株主の場合に指名委員会を設置していない傾向にあることについて、指名委員会を設置していない理由としては、おそらく、支配株主側に指名権があるため指名委員会を設置しても意味がないことが背景にあるように思います。そこからすると、支配株主の指名権限や決定への関与の開示を要求すべきですし、支配株主の役員報酬決定の権限や決定への関与の開示を要求すべきことになると思います。

最後に、今回の資料では、色々な場所で「企業価値」という言葉が使われます。この夏に経産省からパブコメに付された「企業買収における行動指針」について、海外からは、日本では「企業価値」という単語の定義が非常に曖昧で疑わしいという声が多数ありました。東証の用語説明の中に「企業価値」はないので、ぜひ「企業価値」という用語の内容を固めていただきたいと思います。そうしないと、このような資料での説明でも締まらない部分が残ってしまうという感じがあります。

【黒沼メンバー】

大きく分けて2点、この研究会でいうところのMOM要件の導入と指名委員会の活用についてコメントいたします。

まず、従属上場会社においては、一般株主の利益を代弁できる者に独立社外取締役になってもらうことが重要ですので、私はMOM要件を求めることに賛成です。その理由は、18ページの「これまでのご議論」の〈必要性・有効性〉の2つ目の矢羽根で示されている意見にあるように、支配株主がいない会社で株主総会の承認を受けるのとMOM要件を求めることは基本的に同じことであると考えからです。そうだとすると、これは、独立社外取締役を属性で判断したうえでさらに選任手続で絞り込むことにはなりませんし、支配株主がいない会社との間でダブルスタンダードを設けることにもならないと思います。

これに加え、MOM要件の導入を支持する理由をいくつか述べます。今回もし導入するとしても、会社法を改正するわけではありません。東証にいう独立社外取締役の要件を満たさないことになるというだけの話ですので、選任議案を否決するというにはならず、資本多数決の原則から著しく乖離することにもならないと思います。また、取締役候補者の確保について不安があるという声もあるようですが、少数株主の支持を受けられる方を候補者として探して

もらうことをまさにお願ひしたいと考えるものです。この点は、多少の負担がかかることは重々承知のうえで導入に賛成したいと考えています。

次に、指名委員会の活用です。この資料では、どのような趣旨で指名委員会の役割の議論が挙げられているのかが明確でないところもありますが、そもそも、指名委員会は取締役会の経営者からの独立性を確保する目的で設けられている制度であります。従属上場会社の少数株主の保護のために設けられている制度ではありませんので、基本的には、M o M要件の代わりにはならないと思います。

一つ考えられるのは、従属上場会社について指名委員会の権限を強化することです。例えば、従属上場会社は指名委員会等設置会社でなければならない、あるいは指名委員会の選んだ候補者でなければ独立社外取締役とは認定しない、さらに、より強化して、独立社外取締役のみから成る指名委員会による候補者の選任を要求するというのであれば意味はあると思います。しかし、これらは現実的には難しいと思いますので、そういう意味でも、指名委員会はM o M要件の代わりにはならないのではないかと思います。

また、付け加えますと、いま述べたように従属上場会社の指名委員会の権限を強化することで独立性を高めようとする、指名委員会は一般の取締役の候補者を決めることにもなりますので、かえって、支配株主が株主として議決権を行使することによるガバナンスを削ぐことにもなるというデメリットもあります。この点は、慎重に検討する必要があると思います。

【神作メンバー】

私も、基本的な考え方として、独立社外取締役に従属上場会社の少数株主の利益を代弁してもらうという考え方からすると、M o Mの考え方は非常に論理的であると思います。さらに、本来であれば、①からさらに一歩進めて、独立社外取締役として株主総会に提案した以上、M o Mの要件を満たさなかった場合には取締役の地位にもつかないとするのが一貫していると思います。

そこで、ご質問なのですが、①の提案はそこまで至っていないのは、現行の会社法の下ではそこまではできないという前提に立っているからなのか、そうではなく、会社法上例えば定款にそのように定めておけば可能であるという前提をとったとしてもそこまで進めるのは適切ではないと判断に立っているのか、どちらでしょうか。もし会社法の改正までは不要であるのであれば、①をさらに2つに分けて、取締役の地位は残るパターンと取締役の地位を得ないパターンの両方があってもよいと思いましたので、質問した次第です。

②については、賛否割合の開示や、先ほどご指摘のあったように、その後の分析やその分析結果の開示を含めて開示を充実させることに賛成です。

また、神田メンバーからご指摘のあったように、いわゆる重要な契約、特に支配権に関わるような重要な契約は、開示するだけではなく、それが支配株主や支配的株主の定義にもリンクするように検討を進めていただきたいと思います。

【白水調査役】

ありがとうございました。

ご質問いただきました、M o Mを会社法取締役の選任の効力と結びつけることの可否についてお答えいたしますと、この点に関しては、今回、法律上の効力についてどう考えられるかというところまで詰めて考えているわけではありません。今回の議論として、まず上場制度上どのような対応が考えられるかという点にフォーカスしておりましたので、少数株主の議決権行使結果を会社法の効力に紐づける仕組みではなく、上場制度上の独立役員の指名に紐づける仕組みとして資料に記載していたものです。

先ほど三瓶メンバーから本来的なM o Mの仕組みとしてご指摘いただきましたとおり、取締役の資格とM o Mを紐づけるためには、定款の定めを介するということが考えられるところです。24ページに記載していますが、イギリスの上場規則ではM o Mを定款の定めとすることを上場規則において求めており、このような方法で会社法上の効力を担保しているものと思われます。日本でも、会社法上の効力とM o M決議を紐づけるのであれば、同様の形が考えられるのではないかと思います。もっとも、それを採用した場合に、会社法上有効かどうかまでは検討が及んでいないというのがお答えになります。

【加藤メンバー】

独立社外取締役の支配株主からの独立性の確保がなぜ必要かということ、17ページに記載されているとおり、独立社外取締役が少数株主保護の役割を果たすために必要であるからです。その点では、本日の前半の議論と後半の議論はつながっていることを意識する必要があります。つまり、独立社外取締役の独立性の確保の話も、15ページの会社側に求められる対応の一種であるということです。

そのうえで、17ページ以下で求められていることを一律のルールとして全体的な上場会社に要求できるかが問題になると思います。私も今回の議論ではM o Mという言葉はあまり使わないほうがよいと思いますが、M o M自体は批判

も強く、公正M&A指針でもその必要性は個別具体的な事情によると整理されています。ただし、私個人としては従属上場会社の独立社外取締役の独立性の確保という点でもMOMが重要な役割を果たすことができる場合はあると思います。その一方、議決権行使結果の賛否の活用は、既に情報は存在するわけですから、色々な工夫は可能です。つまり、まずは、それをMOMのような新しい仕組みを設ける形で利用するというよりは、既に支配株主の議決権割合自体は明らかになっているわけですから、うまく情報開示規制を組み合わせることで、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のかを分かりやすくするという方策もあり得ると思います。

17ページの提案について、少数株主の議決権行使結果には、その者が独立性を満たしているかに関する評価とこれまでの独立社外取締役の行動に照らして十分役割を果たしてきたかに関する評価、2つの異なった意義があると考えています。そうすると、独立性に関する情報とあわせて、再任される場合には、ただ単に取締役会に出席したかという情報だけではなく、本日の前半部分の議論で想定している役割をどう果たしてきたのかを少数株主がより判断できるような情報の開示を行うことが重要であると思います。その結果として、独立社外取締役に自分に期待されている役割を意識して行動してもらえるとという効果が期待できると思います。

【神田メンバー】

前半で三瓶メンバーからご指摘のあった点について、感想を1点述べます。どうのご指摘かということ、特別委員会の役割について、コーポレートガバナンス・コードでの書き方と経産省の公正M&A指針での書き方は違っているというご指摘で、全くそのとおりです。それではなぜ違っているかということですが、

経産省で取り上げたのは、もともと、キャッシュアウトというお金で少数株主がいなくなるという究極の場面です。対価がいくらであるかが非常に重要であり、1円でも高い方が少数株主の利益になるという局面です。このような究極の場面では、業務執行権限を持たない、会社法という言葉でいえば社外性のある取締役だけ、あるいは取締役でない独立した部外者が特別委員会の構成メンバーとなるというスタイルを実務が作り上げてきたという歴史があります。経産省は、それをベースに、やはり取締役は会社法上会社に対して善管注意義務など法定の義務を負っていますので、社外取締役がメンバーになることが望ましいという線で、それがより望ましいという書き方をしています。全体の組み立てからいうと、公正な条件が重要なので、それを担保するための措置の重要な一つとして特別委員会はキャッシュアウトの局面では必要だという書き方をし

ているわけです。

その際に、キャッシュアウト以外の場合には特別委員会は使えないのかを考えたときに、ベースになるものとして、平時の通例的な取引、事業譲渡等の取引、キャッシュアウトの取引という3類型に整理をしています。

一方、コーポレートガバナンス・コードの方は、出発点が違います。キャッシュアウトの場面はあまり強調されておらず、上場会社が運営される局面を念頭に置くという一般論から入っています。したがって、取締役会の構成に応じて、独立社外取締役の割合が少ない場合は特別委員会のような対応も考えられるという内容になっていると思います。

それでは東証はどう考えるのかという点です。14ページにある意見入手のルールには経緯があり、支配株主の濫用的な行為が当時実際に見られたことに基づいて、このようなルールが作られています。そうすると、(公正M&A指針とコーポレートガバナンス・コードの)どちらに寄せるかが難しい問題になり、この研究会でもさらに議論が必要になるかと思いますが、どちらのアプローチもあると思います。私は、出発点はコーポレートガバナンス・コードのほうであり、それに三瓶メンバーのご意見の内容をさらに加味できないかと思っています。

また、意見入手については、「意見さえ入手すればいい」と読む人はいないとは思いますが、やはり、取締役会で検討するなり特別委員会で検討するなり、検討が行われることが必要であると思います。今あるルールは当時の事情があってこのようなルールになってはいるのですが、もう少し広い場面や別の種類の取引をカバーできるように改正を検討することが考えられると思います。

【三瓶メンバー】

前回か前々回にも発言したかと思いますが、基本的なスタンスがどこにあるのかが、私の中では腑に落ちていません。つまり、支配株主から従属上場会社が独立するという一方で、支配株主をある意味敵視する・対立する、対抗策を色々備えるという印象で全体が読めます。そういうスタンスになるのでしょうか。そうだとすると、本当は、法的効力のない対抗策はどれだけ積み上げていっても力不足であると思います。

そのように対立・敵対するよりも、冒頭で申し上げたとおり、支配株主の方でもこの問題について真剣に一当事者として考えてもらう必要があり、その一方で、従属会社の方では従属会社の方の課題について十分に考えてもらう。双方でバランスを失ってしまっている場合は、双方で話をして、何が公正なのかを見定めていくための何らかの指針・規範となる方が、法的効力が強くない場

合には好ましいと考えます。

どちらなのかが明確ではなく、どのあたりに軸を定めてまとめようとしているかが気になっています。

【白水調査役】

軸としてフォーカスしていたのは利益相反のリスクにどう対応していくかでしたので、少数株主と利益が対立しうる当事者として支配株主が存在しており、そこからの影響を受けないように支配株主を有する上場会社側でどう対抗していくかという視点が中心であったと思います。

他方で、支配株主が存在する上場会社が市場に存在しており、その支配株主側も市場に存在している中で、全体として上手く機能していくことを考えるのだとすると、三瓶メンバーからたびたびご指摘いただいておりますとおり、支配株主側の規律も含めて全体を整理していく必要があると思います。支配株主側の役割というのは現状の整理では抜け落ちている部分がありますので、その点も踏まえてあらためて検討していきたいと思っております。

【菊池部長】

後半の論点については、まだ皆さまのご意見を伺っているというステータスから抜け出していない状態と思っております。そのため、「支配株主を有する上場会社における指名委員会の役割とは何か」といったような、抽象的な質問を掲げさせていただいているという状況ですので、まさにいまご指摘いただいたようなご意見を頂戴できますとありがたく存じます。

それでは、これをもちまして、本日の議事は終了させていただきます。

最後に、次回の日程についてご説明させていただきます。

【池田統括課長】

本日も活発なご議論をいただきまして、まことにありがとうございました。

「独立社外取締役の役割」については、本日のご意見を踏まえて修文したうえで、皆様にお送りして個別にコメントをいただき、最終的に次回の研究会にてあらためてご確認いただくというプロセスを想定しております。また、後半の「支配株主からの独立性」の議論につきましては、様々な観点からご頂戴した頂戴したところがございますので、それらを踏まえて、引き続き、検討を進めてまいります。

次回の研究会の詳細に関しましては、追ってご連絡させていただくようにいたします。

以上でございます。

【菊池部長】

ありがとうございました。

それでは、本日の研究会は、これもちまして終了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。次回もどうぞよろしくお願いいたします。

以 上