



## 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

日本製鉄株式会社  
常務執行役員 古本省三

所用により第1回会議を欠席致しますので、書面にて意見を申し上げます。

1. 「子会社」や「従属会社」（以下、子会社等）の上場には、以下のとおり、正当な目的とメリットがあることから、徒に規制を強化すべきではない。

① 親会社から見た子会社上場の意義（従属会社上場も同様）

- ・ 資金調達手段の獲得と、それによる子会社事業の拡大や成長
- ・ 子会社価値に対する正当な評価の獲得（コンプライアット・ディスカウントの回避）
- ・ 子会社の信用力や採用力の強化、社員のモチベーションの向上
- ・ 業界再編、グループ再編の途上 など

② 親子上場が日本特有のものであるとして批判の声もあるが、非上場の支配会社やホトのいる会社は欧州、南米等でも珍しくない。（なお、支配株主が非上場の場合は、開示される情報が少なく、レベションを気に掛ける必要性も小さいことから、親子上場の場合よりも利益相反懸念は大きい。）

③ 親会社にとって上場子会社等は重要な資産。親会社はその価値の最大化を目指して、有能な人材を投入し、信用を供与し、技術や経営ノウハウなどを提供する。従って、親会社と子会社等は、通常、利益相反の関係ではなく、むしろ win-win の関係に立つ。（長期安定取引、グループシジャーの創出、グループ経営資源の共同利用、共同調達等）

④ 投資家サイト（子会社等の一般株主等）は、親会社の信用による投資への安心感や、親会社による経営資源の投入、ガバナンス（監督）等によるメリットを享受できる。株式市場においても、多様な投資先企業の創出・確保につながる。

2. 支配株主等と少数株主との間の利益相反問題へのアプローチ（視点）

① 支配株主等と上場子会社等（における少数株主）との利害は基本的に一致しており、利益相反が顕在化する場面は、主に以下の(i)～(iii)に限られる。問題が実際に顕在化するケースは更に限定的。

(i)親子間の直接取引、(ii)親子間の事業調整、(iii)（完全）子会社化の際の条件設定

② 支配株主が子会社等のコントロールを実質的に有することは、本来、当然のこと（会社法「資本多数決の原則」）。利益相反が顕在化するそれぞれの場面で、法令等の制約

に服するとともに、個別の状況に応じて、当事者がより望ましい手順を踏むことが要請されている。

- ・ 支配権の移動を伴う TOB 等において、コントロール・プレミアムが支払われるのは、資本多数決の原則が機能することを前提とするもの。
- ・ 利益相反が顕在化し得る場面においては、会社法制、上場規程等に基づく規律（子会社等取締役の善管注意義務、監査役や社外取締役による監査・監督、事業報告、有報、CG 報告書等における開示等）に服する。
- ・ 更に、これらの規律を補完し個々の取引の具体的状況に応じたベストプラクティスについての考え方を示すものとして、昨年、経済産業省が 2 つの指針（「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針（グループガイドライン）」と「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-」）を策定。

- ③ 資本多数決の原則の下、グループ経営の実効性確保のためにも、子会社等の役員人事権は、親会社に帰属するべきものである。親子間の経営方針に不一致が生じたようなケースにおいて、親会社の経営判断に基づく決定を制約するような新たな規律を設けるべきではない。

### 3. スライド 7 に提示された「課題」について

- ① 子会社に関する規律の「従属会社」への準用は、「従属会社」の定義如何により、実態に合わない過度の規制となりかねず、グループ経営の効率性を阻害するおそれがある。
- ・ 保有比率による基準をどう考えるべきか。「従属会社」それぞれの経緯、状況（他の大株主の存在の有無等）によっても現実の支配力は異なる。
  - ・ 「子会社」「関連会社（持分法適用会社）」「主要な株主」とさらに異なる概念を設けることとした場合に、各法制上の規律との整合が取れなくなるおそれはないか。
  - ・ 抽象的な定義を置き、具体的には個々の事実関係に照らして該当の有無を判断するなどとなれば、無用の萎縮効果が懸念される。
- ② 特殊ないし事実関係の詳細が必ずしも明らかではない事例を念頭に置いてのルール化（一般化）は過度の規制に繋がる懸念があり、慎重な検討、対応が必要である。
- ③ 新たな規律の必要性については、現行の会社法制（今次改正法による社外取締役の義務化を含む。）、上場規程等に基づく規律に加え、本年公表された上記指針等による効果（実務への影響等）を十分に見極めたうえで判断すべきである。

以 上