

2020年9月15日 全7頁

# 上場子会社の少数株主保護に向けた取組み

東証の研究会、中間整理を公表

金融調査部 主任研究員 横山 淳

## [要約]

- 2020年9月1日、東京証券取引所（東証）は、「支配株主及び実質的な支配力を持つ株主を有する上場会社における少数株主保護の在り方等に関する中間整理」を公表した。これは、上場後に支配株主を有することになった場合などを念頭に、東証が整備を進めべき少数株主保護の枠組みなどについての検討課題を整理したものである。
- 具体的には、①情報開示の充実、②支配株主が上場子会社の非公開化を目的とした公開買付けを行う局面における少数株主保護の枠組み（手続）、③ガバナンス（独立社外取締役の選任等）、④適用範囲（「支配株主」には該当しないものの、実質的な支配力を持つ「支配的な株主」を有する上場会社にも規制の適用対象を拡大）が掲げられている。
- 今後、上記①と④については、実施できるものから段階的に制度・運用の整備を進め、②と③については、検討を継続する方針が示されている。

## 1. はじめに

2020年9月1日、東京証券取引所（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（従属上場会社研究会）による「[支配株主及び実質的な支配力を持つ株主を有する上場会社における少数株主保護の在り方等に関する中間整理](#)」（中間整理）を公表した。

従属上場会社研究会は、実質的な支配力を持つ株主（「支配的な株主」）を有する上場会社（「従属上場会社」）を巡る最近の事例を踏まえて、支配的な株主と従属上場会社の少数株主との間の利害調整の在り方、少数株主保護の枠組み等について議論を行うため、東証が、学識経験者、上場会社、機関投資家などをメンバーとして設置した研究会である。2020年1月から審議が行われ、今回、これまでの議論を踏まえた検討課題が示された。

中間整理は、特に、上場後に支配株主や支配的な株主を有することになった場合などを念頭においている。しかし、ここで示された課題は、上場子会社（いわゆる親子上場を含む）全般に対する規制のあり方にも影響する可能性がある。

## 2. 中間整理のポイント

### (1) 概要

上場子会社（いわゆる親子上場を含む）を巡っては、これまでも、主に少数株主保護の観点から情報開示（例えば、支配株主との取引等を行う際における少数株主の保護の方策に関する指針の開示（東証有価証券上場規程施行規則 415 条））や意思決定手続（例えば、支配株主との重要な取引等の決定が少数株主にとって不利益なものでないことに関し、利害関係を有しない者による意見の入手（東証有価証券上場規程 441 条の 2））などについて規制が整備されてきた。

2020 年 2 月にも、独立役員の独立性基準の強化（親会社・兄弟会社の業務執行者であった者は、10 年のいわゆる「冷却期間」を経過しなければ、独立性が認められない）や、「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」における情報開示の強化（親子上場の親会社による上場子会社を有する意義の開示など）に関する東証規則改正が行われた<sup>1</sup>。

ところが、最近でも、次のような「支配株主には該当しない株主が議決権や取締役会に対する支配力を背景とした強い影響力を持つ上場会社においても構造的な利益相反の弊害が顕在化する事例」が生じており、少数株主保護が適切に機能していないのではないかと、この危惧が示されている<sup>2</sup>。

「支配的な株主を有する上場会社において、支配的な株主との間で当該上場会社の取締役会の構成や株式の売渡等に関する合意をしていたことが、支配的な株主との争いを契機に事後的に明らかになる事例」

「主力事業を支配的な株主のグループ会社に譲り渡すよう、支配的な株主から迫られたと上場会社が主張した事例」

「上場子会社の取締役会が、支配株主の提示した公開買付価格が特別委員会の取得した株式価値算定書における DCF 法の価格レンジの下限を下回っていることなどから、支配株主による公開買付けについて、賛同意見を出しながら株主に対する応募推奨をしなかった事例」

「支配的な株主を有する上場会社の株主総会において、支配的な株主が会社提案に反対する議決権を行使することで独立社外取締役 3 名全員の再任議案が否決され、当該上場会社に独立社外取締役が不在となった事例」

こうした事例なども踏まえ、中間整理は、東証が整備を進めるべき少数株主保護の枠組みなどに関する今後の検討課題を整理している。具体的には、次の事項である。

#### (情報開示)

- ✓ 上場会社のガバナンスに関する合意や、利益相反やその監督・コントロールの考え方・方針等を含めた情報開示の充実

<sup>1</sup> 拙稿「[上場子会社に関する東証規則改正](#)」（2020 年 2 月 26 日付大和総研レポート）参照。

<sup>2</sup> 中間整理 pp. 4-5。

(手続)

- ✓ 特別委員会に期待される役割も踏まえた、支配株主が上場子会社の非公開化を目的とした公開買付けを行う局面における少数株主保護の枠組み

(ガバナンス)

- ✓ 独立社外取締役の選任等

(適用範囲)

- ✓ 「支配株主」に適用される少数株主保護の枠組みの「支配的な株主」への拡大

(出所) 東京証券取引所「支配株主及び実質的な支配力を持つ株主を有する上場会社における少数株主保護の在り方等に関する中間整理 (概要)」

なお、ここでいう「**支配株主**」とは、次の①又は②を意味する（東証有価証券上場規程 2 条 42 号の 2、同施行規則 3 条の 2）。

①親会社

⇒財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則第 8 条第 3 項に規定する親会社（いわゆる実質支配基準に基づく親会社）のこと

②議決権の過半数を直接若しくは間接に保有する者として施行規則で定める者

⇒具体的には、自己の計算において所有している議決権と次の(a)(b)に掲げる者が所有している議決権とを合わせて、上場会社の議決権の過半数を占めている主要株主（①を除く）

(a) 当該主要株主の近親者（二親等内の親族）

(b) 当該主要株主及び(a)に掲げる者が議決権の過半数を自己の計算において所有している会社等（会社、指定法人、組合その他これらに準ずる企業体（外国におけるこれらに相当するものを含む。）をいう）及び当該会社等の子会社

他方、「**支配的な株主**」とは、「支配株主」には該当しないものの、実質的な支配力を持つ株主のことである。ただ、その具体的な範囲・判断基準については、中間整理においては、まだ示されておらず、今後の検討課題とされている（後述(5)）。

## (2) 情報開示

中間整理は、「情報開示を充実させることで、支配株主・支配的な株主における少数株主利益への配慮を促し、また、少数株主や投資者の予測可能性を高めるとともに十分な情報に基づいた投資判断のできる環境を整備していくことが適当」<sup>3</sup>と提言している。

具体的な情報開示の内容としては、例えば、次の事項が検討されているようだ<sup>4</sup>。

<sup>3</sup> 中間整理 p. 8。

<sup>4</sup> 中間整理 pp. 7-8。

◇次の事項などに関して支配株主・支配的な株主と上場会社との間で合意している内容

- ・取締役の指名権
- ・支配株主・支配的な株主による持ち株比率維持や株式買増し
- ・支配株主・支配的な株主の保有する当該上場会社株式の売渡しに関する事項

◇支配株主・支配的な株主が上場会社をどのように運営する考えや方針であるか

◇上場後に支配株主や支配的な株主を有することとなった場合に次の事項

- ・グループ内での事業機会や事業分野の調整・配分の合意・実施
- ・それらの調整・配分が行われることとなった際の少数株主保護の考え方や方針

### (3) 手続

中間整理は、「支配株主が上場子会社の非公開化を目的とした公開買付けを行う局面における少数株主保護の枠組みについて、当研究会において検討を継続すること」<sup>5</sup>として、具体的な結論は示していない。

支配株主による上場子会社の非公開化（いわゆるスクイーズ・アウト）を巡っては、2019年6月に経済産業省「公正な M&A の在り方に関する研究会」が「[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－](#)」（公正 M&A 指針）を策定している。この中で、個別の M&A における具体的状況に応じて、例えば、独立した特別委員会の設置などといった公正性担保措置の実施が望ましいとの指針を示している。

こうした公正 M&A 指針の考え方を、東証においても取り入れ、「独立した社外取締役によって構成された何らかの組織体（委員会）での検討を求めることも一案」<sup>6</sup>との意見が、従属上場会社研究会のメンバーからも示されている。他方、過度な手続を要求すると、「支配株主による公開買付けを困難にすることで少数株主がプレミアムを受け取る機会を失わせ、かえって少数株主にとって望ましくない結果をもたらす可能性がある」、「経済合理性のない親子上場の解消を妨げることにもなりうる」といった問題が生じるとの意見もある<sup>7</sup>。

これらの指摘などを踏まえて、従属上場会社研究会において、さらなる検討を続ける方針を中間整理は示しているのである。

### (4) ガバナンス

中間整理は、上場子会社等における「独立社外取締役の選任等のガバナンスについては、当研究会において検討を継続する」<sup>8</sup>として、具体的な結論は示していない。

<sup>5</sup> 中間整理 pp. 8-9。

<sup>6</sup> 2020年7月1日「[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3回議事要旨 p. 5。

<sup>7</sup> 中間整理 p. 8。

<sup>8</sup> 中間整理 p. 10。

上場子会社のガバナンスを巡っては、2019年6月21日に閣議決定された（2019年の）[「成長戦略実行計画」](#)において、「上場子会社の取締役会の独立社外取締役比率を高める（3分の1以上や過半数）ことを目指す」<sup>9</sup>という方針が示された。

これを踏まえて、同月、経済産業省コーポレート・ガバナンス・システム研究会が策定した[「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・ガバナンス実務指針）においても、次のような指針が示されている<sup>10</sup>。

上場子会社においては、利益相反リスクに対応するため、実効的なガバナンスの仕組みが構築されるべきである。

取締役会における独立社外取締役の比率を高めること（1/3以上や過半数等）を目指すことが基本であるが、それが直ちに困難な場合においても、重要な利益相反取引については、独立社外取締役（又は独立社外監査役）を中心とした委員会で審議・検討を行う仕組みを導入することが検討されるべきである。

加えて、一般株主の利益を損なわないために整備すべき上場子会社におけるガバナンス体制のあり方として、グループ・ガバナンス実務指針は、次のような考え方を示している。

#### ◇上場子会社における独立社外取締役の選任

- 候補者が、一般株主の利益保護などの役割を担うことができる人物であるかどうかについて十分に検討を行うべき
- 就任依頼の際に、その役割を明示的に確認しておくべき
- 就任時に文言による確認や定期的な研修の受講等が有効な場合もある

#### ◇適切な独立社外取締役を確保するための担保措置

- 例えば、独立社外取締役の選任議案に関するマジョリティ・オブ・マイノリティの対応状況開示（注）による一般株主から過半数の賛同を得られるような独立社外取締役の選任を促進することが有効であるとの考え方もある

#### ◇上場子会社経営陣の指名の在り方

- 上場子会社の経営陣について、上場子会社が独立した立場で、その後継者計画を策定し、候補者を指名すべき
- 親会社との連携は合理的であり、親会社から候補者の提案を受けることも否定されない。ただし、上場子会社において、その適格性について客観的な判断を行うことが求められる
- 上場子会社の経営陣が親会社から派遣されるケースも想定されるが、上場子会社の指名委員会は、親会社から独立した独立社外取締役が中心となって厳格に審査し、必要な場合には親会社に対して候補者の再考を促すことも検討されるべき

（注）マジョリティ・オブ・マイノリティ（Majority of Minority）とは、ここでは「支配株主及びそれと利害関係を共通にする株主を除いた一般株主の過半数の賛同を求めること」を意味しており、具体的には「一般株主の過半数の賛同を得て選任されたかどうか」の開示が想定されている（グループ・ガバナンス実務指針 p. 130）。

<sup>9</sup> （2019年の）「成長戦略実行計画」 p. 26。

<sup>10</sup> グループ・ガバナンス実務指針 p. 131。

東証として、こうしたグループ・ガバナンス実務指針の考え方を取り入れて、ルール化するという取組みが考えられるだろう。

そのほか、「支配株主に他の株主に対する信認義務を課し、損害を被った少数株主が実際に救済される枠組みを構築することが重要」<sup>11</sup>との指摘もある。

他方、これらに対しては、例えば、次のような反論もある<sup>12</sup>。

- ◇一律に一定の数・割合の独立社外取締役の選任を義務付けることは行き過ぎである。
- ◇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。
- ◇（支配株主を有する上場会社における）指名委員会の活用には慎重な検討を要する。

こうした議論などを踏まえて、従属上場会社研究会において、さらなる検討を続ける方針を中間整理は示しているのである。

## (5) 適用範囲

「支配株主」を有する上場会社、すなわち、上場子会社（いわゆる親子上場を含む）を巡っては、これまでも、主に少数株主保護の観点から各種の規制が整備されてきた。しかし、厳密には「支配株主」には該当しないものの、実質的な支配力を持つ「支配的な株主」を有する上場会社においても、上場子会社と同様に、構造的な利益相反リスクによって少数株主の利益が損なわれるおそれがあると考えられる。実際、前記(1)で掲げた事例の中にも、「支配株主」に該当しない、「支配的な株主」との関係で生じたものも含まれている。

そこで中間整理は、「少数株主保護に関する上場制度について、適切な範囲で、支配的な株主を有する上場会社にも拡大することを検討していくことが適当」<sup>13</sup>としている。その上で、東証において、次の事項について、さらなる検討を行う方針が示されている<sup>14</sup>。

- ① 支配的な株主の具体的な内容
- ② 支配的な株主を有する上場会社に適用すべき、少数株主保護に関する上場制度の枠組み

①については、議決権の「20%」、「3分の1」、「40%」など様々な意見があるようだ<sup>15</sup>。今後の審議の展開が注目される。

<sup>11</sup> 中間整理 p. 9。

<sup>12</sup> 中間整理 p. 9。

<sup>13</sup> 中間整理 p. 10。

<sup>14</sup> 中間整理 p. 10。

<sup>15</sup> 中間整理 p. 10 脚注 24 など参照。

### 3. 今後の進め方

今後の進め方について、中間整理は、「(2)情報開示」と「(5)適用範囲」については、「実施できるものから段階的に制度・運用の整備を進める」<sup>16</sup>方針を示している。

「(3)手続」と「(4)ガバナンス」といった「これまでに十分議論できなかった事項については、引き続き検討を行う」<sup>17</sup>としている。

### 4. おわりに

中間整理が示す、いわゆる親子上場を含む上場子会社問題の論点や今後の検討の方向性の中で、筆者が特に注目するのは、「2 (2)情報開示」と「2 (5)適用範囲」である。

「2 (2)情報開示」が実現すれば、2月の規則改正に続き、支配株主と上場会社との関係などについて、さらなる情報開示・説明責任が求められることとなる。

「2 (5)適用範囲」が実現すれば、規制の対象・範囲が拡大されることとなる。例えば、保有株式数を微調整して形式的に「親会社」・「子会社」に該当しなくなったというだけでは、少数株主保護等の規律を免れることはできなくなる、という状況は十分に考えられる。「支配的な株主」の具体的な範囲・基準の設定の仕方によっては、多くの上場会社（とその「支配的な株主」）に影響が生じることも想定される。

他方、「2 (3)手続」と「2 (4)ガバナンス」は、必ずしも目新しい内容ではない。その多くは、既に公正 M&A 指針やグループ・ガバナンス実務指針などで取り上げられている事項だからである。ただ、これらの指針は、いわばベストプラクティスを示すものであって、強制力を伴うものではない。仮に、これらの指針の考え方を、東証が有価証券上場規程を改正し、企業行動規範の「遵守すべき事項」として取り入れれば、上場会社に対する強制力が生じることとなる。

また、今後、コーポレートガバナンス・コード (CG コード) の改訂の議論が予定されている。仮に、公正 M&A 指針やグループ・ガバナンス実務指針の考え方が、CG コード改訂に反映されることとなれば、コンプライ・オア・エクスプレイン・ベースで、上場会社に対する規律付けがなされることとなる。

いわゆる親子上場が全面禁止されることはないものと予想されるが、全体最適（親会社グループとその株主）と部分最適（子会社の少数株主）のバランスないし同時実現がより強く求められるようになることは避けられない。ガバナンス体制や開示のあり方についても、全体最適と部分最適の両面について合理的な説明が求められることとなるだろう。

<sup>16</sup> 中間整理 p. 11。

<sup>17</sup> 中間整理 p. 11。