

金融商品取引法研究会  
研究記録第 94 号

# 上場政策としての支配(的な)株主の 規制の意義と課題

公益財団法人 日本証券経済研究所  
金融商品取引法研究会

# 上場政策としての支配（的な）株主の規制の意義と課題

（令和7年12月29日開催）

報告者 加藤 貴仁

（東京大学大学院法学政治学研究科教授）

## 目 次

I. 問題意識	1
II. 支配株主と従属上場会社の関係を分析するための視点	4
III. 研究会の提言に基づく制度整備の分析	11
IV. 上場政策としての支配（的な）株主の規制の行方	20
討 議	21
報告者レジュメ	47

金融商品取引法研究会出席者(令和7年12月29日)

報告者	加藤 貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科教授
会長	神作 裕之	学習院大学法学部教授
委員	飯田 秀総	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	尾崎 悠一	東京都立大学大学院法学政治学研究科教授
〃	河村 賢治	立教大学法学部教授
〃	小出 篤	早稲田大学法学部教授
〃	後藤 元	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	齊藤 真紀	京都大学法学研究科教授
〃	武井 一浩	西村あさひ法律事務所パートナー弁護士
〃	松井 智予	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	松尾 健一	京都大学法学研究科教授
〃	宮下 央	TMI 総合法律事務所弁護士
〃	行岡 睦彦	東京大学大学院法学政治学研究科準教授
オブザーバー	三井 秀範	預金保険機構理事長
〃	横田 明彦	SMB C日興証券法務部長
〃	安藤 崇明	みずほ証券法務部長
〃	窪 久子	三菱UFJモルガン・スタンレー証券法務部長
〃	森本 健一	日本証券業協会政策本部共同本部長
研究所	高木 隆	日本証券経済研究所常務理事
〃(幹事)	高 逸薫	日本証券経済研究所研究員

(敬称略)

# 上場政策としての支配（的な）株主の 規制の意義と課題

○神作会長 それでは、皆様おそろいでございますので、ただいまから第15回金融商品取引法研究会を開催いたします。

本日は、年の瀬、年末の大変お忙しいところをお集まりいただき、ありがとうございます。

本日は、東京大学の加藤先生から「上場政策としての支配（的な）株主の規制の意義と課題」というテーマでご報告をいただき、その後、討論をしたいと存じます。

それでは、早速ですが、加藤先生、ご報告をお願いいたします。

## [東京大学大学院法学政治学研究科 加藤貴仁教授の報告]

### I. 問題意識

○加藤報告者 東京大学の加藤です。本日はよろしく願いいたします。

「上場政策としての支配（的な）株主の規制の意義と課題」について報告をいたします。

スライド3ページから、まず、「問題意識」についてです。日本の上場会社法制の課題の1つとして、支配株主の規制が上げられるように思われます。支配株主という用語は会社法には存在しませんが、東京証券取引所の上場規則では、「親会社又は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をいう。」と定義されています。本項では、支配株主を東証の上場規則と同様の意味で用いることにします。また、支配株主が支配している会社を従属会社、上場会社である従属会社を従属上場会社と言います。

スライド6ページですが、平成17年に会社法が制定される以前から、支

配株主の規制、すなわち、支配株主と従属上場会社の関係に関する規律に改善の余地があることは指摘されてきました。平成17年に制定された会社法においても、このような状況に大きな変化はありません。例えば会社法には取締役と会社の取引に関する規律は存在しますが、支配株主と従属上場会社の関係に関する規律は乏しいわけです。その一方で、支配株主と従属上場会社の取引などによって、従属上場会社及びその少数派株主の利益が害される例は少ないことを指摘する見解も存在しました。このような状況において行われた平成26年6月の会社法の改正は、当初は支配株主と従属上場会社の関係に関する規律の抜本の見直しを目指すものでしたが、社外取締役の定義の見直しと監査役などの監査の強化にとどまることになりました。

スライド9ページですが、このように平成26年改正によって支配株主と従属上場会社の関係に関する規律の見直しが行われましたが、特に上場会社法制の整備という観点からは、平成26年改正は課題を残すものであったとの評価もあり得ると考えます。支配株主と従属上場会社の関係に関する規律の見直しは平成26年改正後も継続的に行われており、このことは前述した平成26年改正の評価の裏づけとなるように思われます。そのような見直しは主に会社法というハードロー以外の領域、いわゆるソフトローの領域で行われました。本項は、そのうち、比較的最近の東証の上場規則の見直しに注目します。東証の上場規則はハードローではありませんが、上場契約に基づく事実上の強制力を持つため、そのほかの指針やガイドラインよりも上場会社に与える影響力が大きいと考えるからです。

スライド10ページですが、東証は支配株主と従属上場会社の関係に関する規律の見直しを行うために、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設置しています。研究会は2期にわたり開催されており、「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」、「少数株主保護及びグループ経営に関する情報開示の充実」、「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に期待される役割」などを公表しています。

研究会の設置及びその後の見直しの背景にある東証の問題意識は、次のスライドで紹介しております指摘によくあらわれているように思います。

スライド 11 ページですが、東証では、これまでも、支配株主を有する上場会社をめぐる構造的な利益相反の論点について、東証がそのような関係を有する会社の上場に上場審査を通じて積極的に関与することとなる「子会社上場（親会社を有する会社の上場をいう。以下同じ。）」の場合と上場後の株式取得等によって支配株主が新たに生ずる場合の2つの局面に区分して、実際にそのような問題が顕在化する都度、必要な検討を経て制度整備を図ってきた。しかしながら、これらの制度整備・運用の改善につき、上場後に支配株主・支配的な株主を有することとなった場合を中心に、近時、少数株主保護として適切に機能していないのではないかと指摘される事例が生じています。

スライド 12 ページですが、上記の指摘を付言するならば、研究会の設置に端を発した支配株主と従属上場会社の関係に関する規律の見直しは、支配株主と従属上場会社の関係の変化に対応するために必要であったということになります。具体的には、そのような変化として支配株主と従属上場会社の関係の形成過程と、支配株主を取り巻く環境が大きく変化している点を上げることができるように思われます。形成過程の変化については、子会社上場ではなく上場後の株式取得など、すなわち、企業買収によって支配株主と従属上場会社の関係が形成される事例が増加しています。支配株主を取り巻く環境の変化としては、特に支配株主である上場会社に対する事業ポートフォリオの合理化に対する資本市場の要請の高まりを上げることができるように思われます。

また、「中間整理」においても指摘されているように、支配的な株主が存在する上場会社において、支配株主が存在する場合と類似の問題が発生している可能性があり、この点も支配株主と従属上場会社の関係の変化として無視できません。なお、「中間整理」において、支配的な株主とは、議決権の過半数を有していないものの、実質的な支配力を持つ株主のことを言うことと定

義されています。

平成 26 年改正の当時と現在を比較して、支配株主と従属上場会社の関係が大きく変化しているのであれば、改めて支配株主と従属上場会社の関係に関する規律の見直しを行うことが望ましいと考えます。平成 26 年改正の後、令和元年に会社法が再び改正されましたが、上場会社に関する問題を解決する手段として、会社法以外の手法を用いることが定着しています。したがって、東証が支配株主と従属上場会社の関係の変化に対応するために、支配株主と従属会社の関係に関する規制の見直しを進めることは、上場政策としても合理的です。

しかし、支配株主と従属上場会社の関係に関する規律の見直しを東証の上場規則によってのみ進めることには限界があるように思われます。例えば、すぐに思いつくわけですけれども、上場規則による対応が直面している課題として、情報開示による対応の限界、従属上場会社の独立社外取締役への過剰な期待、支配的な株主が上場会社ではない場合には、上場規則による対応は困難であることがあり得るように思われます。

上場会社法制における上場規則の重要性に疑いはありませんが、後者は前者を構成する一要素にすぎないことを忘れるべきではありません。そこで、本項では、支配株主と従属上場会社の関係に関する規律の見直しについての研究会の提言などを題材として、上場会社法制における上場規則の意義と課題を改めて検討することを試みます。

スライド 13 ページは、本報告の構成です。まず、2 で「支配株主と従属上場会社の関係を分析するための視点」を私なりに提示いたします。その後、研究会の提言に基づく制度整備について若干の分析を行います。そして最後に、「上場政策としての『支配（的な株主）に関する規律』の行方」として、今後の課題を述べることにいたします。

## Ⅱ. 支配株主と従属上場会社の関係を分析するための視点

スライド 16 ページですが、まず、2 - 1 として、支配株主に関する規律

を分析するための「2つの視点」を提示します。支配株主と従属上場会社の関係に関する規律を分析するためには、以下の2つの視点が考えられます。

第1の視点は、従属上場会社にとっての支配株主、すなわち、従属上場会社の企業価値や少数派株主にとって支配株主の存在がどのような意味を持つかという視点です。

第2の視点は、支配株主にとっての従属上場会社、すなわち、支配株主の経営戦略や事業ポートフォリオにおいて従属上場会社がどのように位置づけられているかという視点です。

以下、これら2つの視点を順に検討してまいります。

スライド17ページですが、支配株主と従属上場会社の関係に関する規律は、従属上場会社におけるコーポレートガバナンスの問題です。コーポレートガバナンスの問題を分析する際にはエージェンシー問題に着目することが一般的ですが、以下のとおり、問題のあらわれ方は株式保有構造によって大きく異なります。

株式保有構造が分散している会社では、株主と経営者の間のエージェンシー問題が深刻となる一方、株式保有構造が集中している会社では、支配株主と少数派株主の間のエージェンシー問題が深刻となります。株式保有構造が分散している会社には支配株主は存在しないはずですから、支配株主と少数派株主の間のエージェンシー問題も存在しません。

一方、株式保有構造が集中している会社でも、会社の日常的な意思決定は経営者によって行われているのですから、株主と経営者の間のエージェンシー問題は存在します。しかし、支配株主はその持ち株割合の大きさゆえに、従属上場会社の企業価値の維持向上のために積極的に行動することを期待できるので、支配株主による経営者の監視やインセンティブ構造への働きかけを通じて、株主と経営者の間のエージェンシー問題の解決が期待されます。

その一方、支配株主が従属上場会社に対して有する影響力が、株主と経営者のエージェンシー問題の解決ではなく、従属上場会社の資産や利益を吸い上げること、すなわち、トンネリングのために行使される可能性があるため、

株式保有構造が集中している会社では、支配株主と少数派株主の間のエージェンシー問題が深刻化します。

エージェンシー問題に着目することにより、支配株主の存在が従属上場会社の企業価値及びその少数派株主の利益の観点から正当化できる場合が存在することが明らかになります。すなわち、支配株主の存在により期待される株主と経営者の間のエージェンシー問題の解決の便益が、支配株主の存在により懸念される支配株主と少数派株主の間のエージェンシー問題の深刻化の費用を上回る範囲では、支配株主の存在は従属上場会社の企業価値及びその少数派株主の利益の観点から正当化できるということです。

支配株主と従属上場会社の関係に関する規律の強化は、支配株主と少数派株主の間のエージェンシー問題の解決を進展させることにより、後者の費用を減少させる効果を持ちます。従属上場会社という企業形態では、支配株主と少数派株主の間のエージェンシー問題の深刻さへの懸念自体が、従属上場会社の株価のディスカウントや購入を差し控えさせる要素となり、従属上場会社が上場会社としての便益を享受することを妨げます。したがって、支配株主と従属上場会社の関係に関する規律は、支配株主の存在を従属上場会社の企業価値及びその少数派株主の利益の観点から正当化するための必要条件となります。

ただし、支配株主の存在を従属上場会社の企業価値及び少数派株主の利益の観点から正当化できる範囲は、支配株主と少数派株主の間のエージェンシー問題の程度によってのみ定まるわけではありません。

スライド 18 ページですが、支配株主による経営者の監視やインセンティブ構造への働きかけ以外の手法によって、より安価に株主と経営者の間のエージェンシー問題を解決できるのであれば、株式保有構造が従属上場会社から支配株主の存在しない状況に変化することが、従属上場会社の企業価値及び少数派株主の利益の観点から望ましい可能性があります。

したがって、支配株主による経営者の監視やインセンティブ構造への働きかけ以外の株主と経営者の間のエージェンシー問題を解決する手法の存在

が、次に述べるとおり、支配株主の存在を従属上場会社の企業価値及び少数派株主の利益の観点から正当化できる範囲に影響を与えるように思われます。

平成 26 年改正以降、コーポレートガバナンス・コードやステュワードシップ・コードを初め、株主と経営者間のエージェンシー問題の解決を目的とする制度整備が積み重ねられてきました。仮に株式保有構造が分散している会社においても、株主と経営者間のエージェンシー問題の解決が投資家の期待する程度に達しているのであれば、支配株主の存在により期待される株主と経営者間のエージェンシー問題の解決の便益は限定的なものとなります。

支配株主が存在しない会社においても、株主と経営者間のエージェンシー問題の解決が可能であるならば、支配株主の存在により期待される株主と経営者間のエージェンシー問題の解決の便益は、支配株主の存在により懸念される支配株主と少数派株主間のエージェンシー問題の深刻化の費用を下回る可能性が生じるからです。その結果、支配株主の存在が従属上場会社の企業価値及び少数派株主の利益の観点から正当化できる範囲が限定されることとなります。別の言い方をすれば、株主と経営者間のエージェンシー問題の解決を目的とする制度整備の進展により、従属上場会社、すなわち、支配株主が存在する上場会社という企業形態の意義が変化しているということです。

スライド 19 ページですが、株主と経営者間のエージェンシー問題の解決を目的とする制度整備は、上場会社の株式保有構造の変化と足並みをそろえたものであるように思われます。具体的には純投資以外の目的の株式保有、すなわち、政策保有目的の株式を保有する株主が減少し、純投資目的での株式を保有する投資家の影響力が増加しました。

株主と経営者間のエージェンシー問題の解決により株主利益が向上することは、純投資目的の株主にとって投資リターンの向上を意味します。したがって、純投資目的の株式保有の規模が増加すれば、上場会社法制の制度整

備に際して純投資目的の株主の選考を無視することはできなくなります。さらに、株主と経営者の間のエージェンシー問題の解決を目的とする制度整備の一環として、上場会社による他の上場会社の株式の政策保有の規模を縮減する措置が講じられています。このような措置は政策保有目的の株式保有の縮減を目的とするものですが、それと同時に、純投資目的の株式保有の規模を拡大させる効果を持っているように思われます。純投資目的の株式保有の規模の拡大は、株主と経営者の間のエージェンシー問題の解決を目的とする制度整備の進展をさらに推し進める原動力となります。

純投資目的の株主にとって支配株主の存在は、株主と経営者の間のエージェンシー問題を解決する仕組みの1つにすぎません。他の手段によって株主と経営者の間のエージェンシー問題を解決できるのであれば、純投資目的の株主が支配株主の存在を許容する必要性が低下します。支配株主の存在は、支配株主と少数派株主との間のエージェンシー問題を伴うからです。

しかし、上場株式の取引は自由ですから、支配株主の存否を含む株式保有構造のあり方を政策によって完全にコントロールすることは不可能です。また、上場会社の中には成熟企業からスタートアップ企業までさまざまな会社が含まれるため、株主と経営者の間のエージェンシー問題を解決する手法としての支配株主の存在が他の手法よりもすぐれている可能性も否定はできません。

このような可能性の存否は、最終的には資本市場によって判断されるべきものであると考えます。そのためには、支配株主にとっての従属上場会社の意味、すなわち、支配株主が従属上場会社という企業形態を選択する理由に着目する必要があると考えます。そのような選択が従属上場会社の企業価値及び少数株主の利益の観点からも正当化できる根拠によるものであれば、純投資目的の株主も支配株主の存在を受け入れる可能性があると思います。

スライド20ページは、2-3「支配株主にとっての従属上場会社」についてです。支配株主にとっての従属上場会社、すなわち、支配株主が従属上場会社という企業形態を選択及び維持する理由はさまざまです。必ずしも網

羅的ではありませんが、以下では、支配株主と従属上場会社の関係が形成される方法と支配株主の属性に着目して、従属上場会社という企業形態が選択及び維持される理由を分析します。

事業会社が従属上場会社という企業形態を選択及び維持する例として親子上場があります。親子上場ではみずからも上場会社である事業会社が支配株主であり、かつ子会社も上場という形で支配株主と従属上場会社の関係が形成されます。そして親子上場といっても、支配株主がそれを選択する理由は、子会社を独立させるための準備段階、投資回収、資金調達などさまざまです。

一方、事業会社が買収者として他の上場会社を買収する際に、対象会社の上場を維持するという決定を選択すれば、支配株主と従属上場会社の関係が形成されます。この場合、対象会社の上場を維持することが企業買収の成功またはその後の対象会社の企業価値の維持向上に必要であるならば、従属上場会社という企業形態の存在が企業買収の費用の減少につながったとの評価もあり得るように思われます。第三者割当増資、部分買付、株式交付など、対象会社の上場を維持した形で企業買収を行う手法はさまざまですが、どのような手法が選択されるかにより、その後の支配株主と従属上場会社の関係の対応も異なる可能性があり得るように思われます。

スライド 21 ページですが、子会社上場と企業買収の比較は、支配株主が事業会社という共通の属性を有する場合であっても、支配株主が従属上場会社という企業形態を選択及び維持する理由が異なる可能性を示しています。そして支配株主の属性の差異も支配株主が従属上場会社という企業形態を選択する理由の差異につながる可能性があります。例えば事業会社や投資ファンドが支配株主となる場合と、創業者、創業家またはその資産管理会社が支配株主である場合、いわゆるファミリー企業の場合とでは、支配株主と従属上場会社の関係は異なるように思われます。

また、支配株主が上場会社である場合には、上場会社のコーポレートガバナンスに関する制度整備の進展が支配株主としての上場会社の行動に影響を与えるように思われます。従属上場会社は、上場会社である支配株主の事業

ポートフォリオの構成要素であるため、従属上場会社の企業価値は、上場会社による事業ポートフォリオの管理に関する方針によって影響を受けます。支配株主が定める上記の方針は、支配株主である上場会社の企業価値の最大化を目的とするものです。しかし、支配株主と少数派株主のエージェンシー問題のため、それが従属上場会社の企業価値の最大化と両立しない可能性があります。

スライド 22 ページですが、このように支配株主が従属上場会社という企業形態を選択及び維持する理由はさまざまですが、その選択は支配株主の利益最大化の観点から行われる点は共通します。支配株主と従属上場会社の関係に関する規律は、支配株主の選択が従属上場会社及びその少数派株主の利益の観点からも、さらにいえば、社会にとって望ましい形で行われることを確保する仕組みも備えるべきであると考えます。しかし、支配株主が存在しない会社、支配株主が他の会社の発行済株式総数の全部を保有している場合と比べると、従属上場会社という企業形態の望ましさを分析する際に考慮すべき要素が増加します。また、支配株主が上場会社である場合には、その一般株主の利益保護も上記の要素に加わるため、考慮すべき要素がさらに一層複雑となります。

スライド 23 ページですが、例えば従属上場会社という企業形態では、支配株主と少数派株主のエージェンシー問題の解決が重要であることは明らかです。しかし、親子上場の場合には、支配株主である親会社の一般株主と従属上場会社である子会社の一般株主の利益の対立も問題となります。したがって、支配株主による従属上場会社という企業形態の選択が社会にとって望ましい形で行われることを確保するためには、後者の問題を解決する仕組みも必要となります。別の言い方をすれば、親子上場では、支配株主と少数派株主のエージェンシー問題に加えて、支配株主である親会社の一般株主と従属上場会社である子会社の一般株主の利益の対立の双方を解決する必要があるということです。

### Ⅲ. 研究会の提言に基づく制度整備の分析

次に、「研究会の提言に基づく制度整備の分析」に移ります。

スライド26ページでは、まず、「研究会の提言の基本構造」を確認します。ここでは先ほど提示した2つの視点に基づき、研究会の提言に基づく制度整備の目的や実効性、そして課題を分析いたします。研究会の提言に基づく制度整備は、情報開示の充実、独立社外取締役の役割の明確化、そして規制対象の支配株主から支配的な株主への拡大の3つの要素から構成されているように思われます。

以下、3つの要素を順に検討してまいります。それぞれの要素の具体的な検討に移る前に、各要素の特徴を確認しておきたいと思えます。

第1の要素である情報開示の充実を目的とする制度整備について、従属上場会社だけではなく、上場会社である支配株主も対象としている点をその特徴として上げることができます。その目的は、支配株主と従属上場会社の関係が社会にとって望ましいものとなるためには、従属上場会社という企業形態の選択及び維持に関する支配株主の意思決定に働きかけを行う必要がある点にあると考えます。別の言い方をすれば、研究会の提言に基づく制度整備は、従属上場会社という企業形態に関する支配株主の方針などの開示を支配株主に求めることによって、従属上場会社という企業形態に関する支配株主と資本市場の評価のずれが埋まることを期待していると思われます。

第2の要素である独立社外取締役の役割の明確化について、これは取締役の善管注意義務・忠実義務の解釈の明確化を意図するものと評価できます。東証の上場規則において、独立社外取締役には一般株主の利益のために行動することが期待されていますが、従属上場会社という企業形態の特徴に応じて独立社外取締役に期待する役割は異なります。しかし、支配株主が選解任権を有している状況の中では、このような役割を独立社外取締役が担うことは困難です。そこで、独立社外取締役が従属上場会社の一般株主、すなわち、少数派株主の期待に沿って行動できる状況を確保するための制度整備が必要

となります。独立社外取締役の支配株主からの独立を確保するための制度整備はその一例です。

第3の要素である規制対象の支配株主から支配的な株主への拡大について、関連する制度整備の必要性は、「支配株主」と「支配的な株主」の境界線を明確に設定することが不可能であることによって基礎づけられます。ただし、規制対象の拡大は規制内容の柔軟化を伴わなければ、規制が過剰または過小となる可能性に注意が必要であると考えます。

以下、3つの要素について、必ずしも網羅的にではありませんが、私が興味を持っている点について、順に検討していきます。

スライド27ページですが、研究会の提言に基づく制度整備の以前から、コーポレートガバナンス報告書の記載事項であるコーポレートガバナンスに関する基本的な考え方及び資本構成、企業属性、その他の上場会社に関する基本情報の中には、支配株主を有する場合は、当該支配株主と取引などを行う際における少数株主保護の方策に係る方針が、上場子会社を有する場合はグループ経営に関する考え方及び方針を踏まえた上場子会社を有する意義及び上場子会社のガバナンス体制の実効性確保に関する方針が含まれていました。しかし、投資家から、これらの事項の開示が不十分な会社も多く、そのことが従属上場会社などへの長期投資の妨げになっているとの指摘がなされてきました。

研究会の提言に基づく制度整備は、CG報告書の記載事項の拡大ではなくて、CG報告の記載要領の改定という形で行われました。CG報告書の記載事項が示すように、支配株主と従属上場会社の関係に関する情報開示は、上場会社である支配株主と従属上場会社の双方によって行われます。

以下では、上場会社である支配株主による開示と、従属上場会社による開示の順に、研究会の提言に基づく制度整備の意義を確認した後、これらの課題を分析します。なお、支配的な株主が存在する会社と支配的な株主の関係に関する開示については3-4で取り上げる予定です。

スライド28ページは、本報告で言う従属上場会社を有する支配株主であ

る上場会社において、情報開示の充実の対象となった事項のリストです。

スライド 29 ページですが、支配株主である上場会社が開示する従属上場会社との関係に関する情報は、事業ポートフォリオに関する情報開示の特則として位置づけられるように思われます。このような特則の必要性は、従属上場会社という企業形態の特徴によって基礎づけられます。すなわち、従属上場会社に対する支配株主の影響力は、従属上場会社における支配株主と少数派株主のエージェンシー問題の解決を目的とする制度によって限定されるということです。

一方、完全子会社という企業形態を選択すれば、このような限定は存在しません。したがって、従属上場会社という企業形態の便益が、完全子会社という企業形態によっては達成できないかなどについて、支配株主である上場会社がグループとしての企業価値の最大化の観点からどのように考えているかが、その株主にとって関心事となります。

また、研究会の提言に基づく制度整備の以前から、従属上場会社におけるガバナンス体制の構築・運用に対する支配株主としての関与の開示が求められていましたが、研究会の提言に基づく制度整備により、従属会社の役員を選解任に関する議決権行使の考え方などや、役員指名プロセスへの関与についての考え方などが例示されることになりました。これらの開示は、後述するように、従属上場会社の株主にとっても重要ですが、支配株主である上場会社の株主にとっても、支配株主としての影響力の行使の方針が、事業ポートフォリオにおける従属上場会社の位置づけと整合的であるかを示すという点では重要です。

スライド 30 ページは、本報告の用語法で言えば、従属上場会社において情報開示の充実の対象となった事項を整理したものとなります。

スライド 31 ページですが、従属上場会社が開示する支配株主との関係に関する情報は、従属上場会社の株主にとって投資の前提となる重要な情報です。このような情報の開示が不十分であると、従属上場会社の実態と株主投資家の期待との間にそごが生じることとなります。特に支配株主が存在しな

い会社と比べて、従属上場会社の意思決定の仕組みは不透明になりやすいため、上記の意味でのそごが生じやすいと考えます。

しかし、従属上場会社の株主にとって意味のある情報が開示されるためには、支配株主の協力が不可欠です。そのような情報の例としては、前述した上場会社の役員、従属上場会社における独立役員の候補者の選任に関する支配株主の方針のほかに、支配株主である上場会社の事業ポートフォリオ戦略における自社の位置づけなどを上げることができます。

また、支配株主である上場会社と従属上場会社には、両者の間で提携されているグループ経営に関する考え方及び方針として記載されるべき内容に関連した契約の開示が望まれるとされていますが、そのような契約の内容を支配株主の意に反して従属上場会社の独断で開示することは難しいように思われます。

このように、研究会の提言に基づく情報開示の充実は、従属上場会社を対象とするものと、支配株主である上場会社を対象とするものに分けられますが、従属上場会社または支配株主である上場会社の一般株主にとって、両者の開示は無関係ではありません。両者が開示する情報の内容が有機的に関連づけられていなければ、支配株主と従属上場会社の関係に関する情報の開示としては問題が残ります。

また、支配株主が上場会社ではない場合、開示義務を負うのは従属上場会社だけとなります。このような場合、支配株主と従属上場会社の関係に関する有益な情報を開示させるためには何らかの工夫が必要となると考えます。

次に、「独立社外取締役に期待される役割の明確化」に移ります。

スライド 32 ページですが、研究会の提言は、総論として、従属上場会社の独立社外取締役には、支配株主が存在しない会社の独立社外取締役に求められる役割に加えて、支配株主と少数派株主のエージェンシー問題の解決のために重要な役割が課されていると整理しております。この点に関する整理の内容は、スライドで引用しております「独立社外取締役に期待される役割」の 11 ページから 12 ページが一番端的にあらわされているのかなという気が

します。

この整理の第3段落に、「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に加えて」という指摘がされていることに対しては、以下のような批判があります。従属上場会社の独立社外取締役には、株主と経営者の間のエージェンシー問題の解決において、支配株主が存在しない会社の独立社外取締役と同等の役割もあることをこの整理は示しているとし、しかし、従属上場会社では、支配株主が株主と経営者の間のエージェンシー問題の解決において主たる役割を果たすのであって、それが独立社外取締役の役割・責務にも含まれると解することによって、独立社外取締役の過度な口出しによって支配株主による経営陣への監督機能の発揮が妨げられる懸念がある。

さらにもう一つ批判がありまして、支配株主と少数派株主のエージェンシー問題が顕在化する可能性は、支配株主が他の事業を行っているかなどによって異なるのであって、その可能性が小さい会社では、独立社外取締役の関与が高まることによる便益よりも、支配株主による監督機能の発揮が阻害されるほうが懸念されるとの指摘があります。

この見解が示す懸念はもっともであるとは私は考えます。ただ、この研究会の提言の「独立社外取締役に期待される役割」でもこの懸念に対しては配慮がされておりまして、それは、独立社外取締役は他の取締役と同じ役割・責務を負っているということを出発点として明示することが、実は先ほど申し上げた懸念に対する対処となるということを意図されていたのだらうと思います。すなわち、支配株主による経営陣への監督機能の発揮を妨げることは、会社の持続的な成長や中長期的な企業価値の向上につながらない可能性があるため、そういった会社の持続的成長とか中長期的な企業価値の向上も考えながら、支配株主と少数派株主のエージェンシー問題の解決に努める必要がある。それが研究会の提言の趣旨であったのではないかと私は考えております。

スライド 33 ページですが、若干寄り道をしましたが、このような整理はコーポレートガバナンス・コードの策定当初から既に策定されていたものであると思います。それは次のスライドが示すとおりです。

研究会の提言の意義は、このような役割は、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・責務の一環として位置づけられることを確認した点にあると考えます。

また、研究会の提言では、従属上場会社における独立社外取締役の責務が支配株主と少数派株主のエージェンシー問題の解決に限られるわけではないことを確認している点も、その特徴として上げることができるように思われます。なお、研究会の提言に基づく独立社外取締役の役割の明確化は、支配的な株主が存在する上場会社の独立社外取締役も念頭に置いたものです。

スライド 34 ページですが、東証の上場規則において、独立社外取締役には、一般株主の利益を保護する役割が課されています。研究会の提言は、従属上場会社という企業形態の特徴を考慮して、その独立社外取締役の善管注意義務・忠実義務の解釈を明確化するものにすぎないとの評価も可能です。しかし、従属上場会社では、独立社外取締役も支配株主によって選任されるため、その独立性の確保について、株式保有構造が分散している会社にはない困難さが存在します。

ここで、独立性の確保とは、独立性の定義の問題にとどまらず、従属上場会社において、その独立社外取締役が一般株主の利益を保護する役割を果たすための環境が存在し得るのかという問題です。株式保有構造が分散している会社においても、独立社外取締役が、一般株主の利益を保護する役割を果たすことを可能にするための環境整備が必要です。そのような環境整備の仕組みが従属上場会社では機能しない可能性が存在するということです。

スライド 35 ページですが、研究会の提言に基づく制度整備以前から、コーポレートガバナンス・コードでは、従属上場会社の独立社外取締役が、一般株主の利益を保護する役割を果たすための環境を整備する手法として、取締

役会における独立社外取締役の割合を3分の1以上、プライム市場上場会社においては過半数とするか、特別委員会を設置することが上げられていました。

研究会の提言に基づく制度整備では、特別委員会の目的や役割の明確化に加えて、独立社外取締役には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と整理しています。従属上場会社における独立社外取締役の選任過程は、3-2で説明したように、情報開示の充実の対象でもあります。支配株主によって選任されるにもかかわらず、従属上場会社の独立社外取締役が支配株主と少数派株主の間のエージェンシー問題の解決において重要な役割を果たすことを確保するためには、その選任過程において他の上場会社とは異なる工夫が必要となるように思われます。この点については今スライドで共有しております「中間整理」においても指摘があります。

しかし、従属上場会社の取締役の選解任に関する支配株主の影響力をそぐことは、支配株主が従属上場会社という企業形態を選択する理由を失わせる可能性があります。従属上場会社という企業形態に何らかの意義があることを認めるのであれば、従属上場会社の取締役の選解任に関する支配株主の影響力を限定することには慎重さが求められます。

なお、従属上場会社における独立社外取締役の選任過程については、研究会の第2期で何らかの新たな措置を講じるべきかということについて現在検討中でありまして、その内容につきましてはスライドで抜粋したとおりとなります。

スライド36ページは、3-4「『支配株主』の規制から『支配的な株主』の規制へ」です。研究会は支配株主の規制だけではなく、支配的な株主の規制についても検討を行っています。支配的な株主とは、議決権の過半数を有していないものの、実質的な支配力を持つ株主のことを言います。そして、前述したように、支配的な株主が存在する会社における少数派株主の利益保護に問題があるのではないかと東証の認識が、研究会の設置の背景に存在しました。

研究会の検討作業では、支配的な株主の具体例として、財務諸表等規則第8条第8項に規定する「その他の関係会社」が想定されています。財務諸表等規則第8条第8項に規定する「その他の関係会社」とは、子会社ではないが、出資、人事、資金、技術、取引等の関係を通じて、他の上場会社の財務及び営業または事業の方針の決定に対して重要な影響を与えることができる会社のことであり、「その他の関係会社」がそのような影響を与えることができる他の会社を「関連会社」と言います。

スライド37ページですが、株主総会による取締役の選任は議決権の多数決で行われるのですから、会社の支配構造において議決権の過半数を有している株主の存否が重要であることに疑いはありません。しかし、その他の関係会社の定義が示すように、ある株主の会社に対する影響力の源泉として、議決権以外の要素が重要な場合もあります。また、会社との契約に基づき、一定数の取締役の候補者を指名する権利を有する株主も存在します。株主総会において実際に行使される議決権の数を分母とした場合、議決権の過半数を有していない株主の賛否によって、株主総会の意思決定が左右される場合もあり得ます。したがって、規制対象の明確化に留意する必要がありますが、規制の必要性という点で、支配株主が存在する場合と、支配的な株主が存在する場合を厳格に区別することは適切ではありません。

例えばその他の関係会社と関連会社の関係次第で、支配株主が存在する場合に適用される規制の適用が、一般株主の保護のために必要な場合もあり得るように思われます。支配的な株主の規制のあり方を検討する際にも、支配株主の規制と同じく、支配的な株主と支配的な株主が存在する会社の関係の前者にとっての意義と後者にとっての意義の2つの視点が有益であると考えます。

支配的な株主も上場会社である場合、支配的な株主として他の会社に影響力を行使できる地位の確保は事業ポートフォリオの問題に含まれます。一方、支配的な株主が存在する会社にとっては、株主構成の問題です。事業ポートフォリオも株主構成も、上場会社一般に共通する問題であり、既に一定の制

度整備が行われています。このような上場会社一般を対象とする制度だけでは、支配的な株主が存在する場合に特有の問題に十分に対処できない場合、支配株主の規制に類似の特別の規制が必要となります。

例えば証券取引所は、一般株主の保護を目的として、上場会社一般を対象とするさまざまな規制を設けています。支配株主の規制は、支配株主が存在する場合、このような規制だけでは一般株主の利益保護として十分ではないとの評価を前提とします。支配的な株主が存在する場合も、その影響力の行使の対応によっては、支配的な株主の存在により、上場会社一般を対象とする規制の実効性が損なわれる危険があるように思われます。特に支配的な株主の会社に対する影響力の源泉はさまざまであるため、支配的な株主の存在がどのように会社の意思決定を変容させるかが不明確になりやすい問題があります。

研究会の提言は、このような不明瞭さを解消するために、支配的な株主及び支配的な株主が存在する会社の双方に対して、両者の関係に関する情報開示が望ましい場合があることを明示します。例えば支配的な株主が存在する会社が支配的な株主のグループ経営の対象とされている場合、支配株主と従属上場会社の関係の開示に類似した事項の開示、すなわち、支配的な株主にはグループ経営に関する考え方及び方針の開示や、他の上場会社の支配的な株主としての地位を保持することの意義などの開示が求められ、支配的な株主が存在する会社については、支配的な株主の事業ポートフォリオ戦略における自社の位置づけなどの開示が勧奨されています。

なお、支配的な株主が存在する会社が支配的な株主のグループ経営の対象とはされていない場合であっても、両者の関係について、グループ管理体制がないことや、資本関係の目的など、一定の開示を行うことが望ましいとされています。このような情報開示により、支配的な株主と会社の関係の透明性が向上すれば、少なくとも両者の関係が不明確であるがゆえに、上場会社一般を対象とする規制の実効性が損なわれる事態の発生を避けることができるように思われます。

#### Ⅳ. 上場政策としての支配（的な）株主の規制の行方

スライド 39 ページから、4「上場政策としての『支配（的な）株主の規制』の行方」に移ります。

東証が支配的な株主の規制に関するさまざまな制度整備を行うことは、上場政策として合理性を有します。東証は企業行動規範に代表されるように、一般株主の保護を目的とする制度整備を進めてきました。支配的な株主の存否などの各会社の株式保有構造の差異により、一般株主の保護が必要な範囲やそれを実現する方法が異なります。このような差異に対応して、一般株主の保護を確保するための仕組みが支配的な株主の規制であると評価できます。

支配的な株主の規制について会社法が課題を抱えているのであれば、この点についても東証の役割は大きくならざるを得ないと考えます。しかし、東証の上場規則に基づく支配的な株主の規制には限界があります。例えば従属上場会社が支配株主と少数派株主のエージェンシー問題の解決を目的とする措置を講じるためには、事実上、支配株主の承認が必要となる場合が多いように思われます。支配株主も上場会社である場合は、支配株主も東証の上場規則の対象ではあるのですけれども、情報開示や手続規制を超えて、支配株主の株主としての権利を直接的に制限する措置は講じられていません。支配株主が上場会社ではない場合は、状況はより深刻になります。

スライド 40 ページは、最後のスライドです。従属上場会社という企業形態が企業価値の最大化及び一般株主の保護の観点から望ましいか否かは、支配的な株主の行動によって決まる部分が大きいに思われます。これに対して、東証の上場規則に基づく支配的な株主の規制は、情報開示を除くと、従属上場会社、特に独立社外取締役の役割を重視しているように思われます。情報開示や従属上場会社の独立社外取締役の行動により、支配的な株主の行動が変化することを期待できますけれども、それは間接的な効果にすぎません。むしろ支配的な株主の行動を直接の対象とする規制のほうが、実効性が

高く、かつ、簡素なものになる可能性があるように思われます。

同様の認識は、2021年6月11日のコーポレートガバナンス・コードの改定により【基本原則4】考え方に「そして、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、支配株主を有する上場会社には、少数株主の利益を保護するためのガバナンス体制の整備が求められる。」が追記された背景にも存在するように思われます。

支配的な株主の行動を直接の対象とする規制は、支配的な株主が上場会社ではない場合も存在するため、東証の上場規則によって拘束することは難しいと思われます。支配的な株主の規制における東証の上場規則等にも一定の役割があるのは当然ですけれども、東証の上場規則とそのほかの規制の役割分担を改めて検討する必要があると考えます。

私の報告は以上です。ご意見いただければ幸いです。

## [討議]

○**神作会長** 加藤先生、大変貴重なご報告、ありがとうございます。それでは、ただいまの加藤先生のご報告につきまして、どなたからでも結構ですので、ご質問あるいはご意見等、おっしゃっていただければと思います。また、オンラインでご参加の方は、手を挙げる機能、その他の機能を使って、ぜひ発言の意思を教えてください。

○**後藤委員** 加藤先生、どうもありがとうございます。東証の議論の変遷をたどれていなかったのが、大変勉強になりました。

最後のところで、結局限界があるのではないかというご指摘で、それはもちろんできることはやりつつ、限界があるということは大事なのかなと思いました。

一番気になりましたのが、最近の変化というところで、最初から親子会社を上場するのではなくて、途中で買収をすることによって親子会社関係が成立するのだという話があり、それをどうするかということが大きな課題と

なっているとのことでした。

あと、23 ページですが、少数株主の観点から予測可能性が確保されていればそれでいいのではないかと。合理的なディスカウントが織り込まれているのであれば、もうディスカウント済みのものを買っている以上は、ほぼ要らないのではないかと指摘が「中間整理」にあったとのことでした。

その2つを考え合わせると、結局事後的に親子上場会社関係が成立した場合には対処ができていないような気もしています。幾ら開示を充実しようが、最初買った段階ではまだ支配株主がいなかったとすると、その部分は東証が幾ら頑張ったところで、最初の人には織り込まれておらず、支配関係が成立した時点でディスカウントが発生することになるので、その分どうするのかという課題がある。それを保護しようとする、EU 型の公開買付規制で、支配関係が成立した段階で退出の機会を付与するのか。それともアメリカのように、支配関係が成立すること自体はとめないけれども、その後で問題がある行動があったら、子会社の少数株主に対して代表訴訟の提起権を与えて、支配株主の責任を追及することを可能にする。平成 26 年改正で挫折した取り組みですけれども、その話に行くのか。そうすると、めぐりめぐってその2つの選択肢に戻ることを加藤先生の最後の見解は示唆されているのか。それともそこまでは難しいから、ほかのことを考えようということなのか。その最後のところをお伺いできればと思いました。

○加藤報告者 おっしゃるとおり、今回の研究会の提言は、支配株主が既に存在する会社を前提にしていろいろな制度整備をしていたので、形成過程と、その後の支配株主と従属上場会社の関係に関する規制をうまく接続するとしたら、もしかしたら研究会の議論の中でもあまりしっかりと意識されていなかった点があったかもしれません。それは非常に重要な問題かと思います。

企業買収の支配株主と従属上場会社の形成過程については、EU 型の退出権を認めることは、これまでのさまざまな立法過程の検討作業を見ていると、なかなか難しい気がしますので、選択肢としては、株式保有構造が分散型から集中型へ変化した後に残ってしまった株主の保護は、現在の日本の形成過

程のルールを前提にすると、アメリカ型の支配株主に対する何らかの責任を目指すことが一番望ましいのかなという気がします。

ただ、平成26年の改正でできなかったことなので、改めて支配株主の責任のような規制が必要になってくることをうまく説明するために、その当時とは支配株主と従属上場会社の関係が非常に急激に変化していることが1つの根拠になるのではないかと現時点では考えております。

○小出委員 加藤先生、どうもありがとうございました。大変明快なご報告で、問題点が非常によくわかりました。

各論的なところについて興味を持ったのでお伺いしたいのですが、特に30ページから31ページにある親会社を有する従属上場会社の側からの情報開示という観点について、非常に興味深いご示唆をいただいたように思います。情報開示はもともと会計から来ているので、連結の考え方で、まず親会社が自分の持っている傘下にあるグループについて開示を行っていく。その前提にあるのは、親会社が子会社の株式を持っているから、親会社の財産的価値、親会社グループの企業価値、株式という形で企業価値に影響を与えるから、親会社が子会社から情報を集めて開示する。多分その発想から来ているところがあるので、特に子会社から自分の支配株主あるいは親会社についての情報を開示するという発想はあまりなかったような感じがしています。

ただ、きょうまさに加藤先生がご指摘になるように、私も上場子会社の問題は、何となく支配株主対少数株主みたいな伝統的な利害関係のところだけで考えていたのですけれども、まさに上場子会社の場合について言うと、親会社が持っているグループにおけるポートフォリオの管理の話とか、そういう情報が、子会社の企業価値にとって非常に意味がある。だから、親会社のポートフォリオ管理などを含めた親会社に関する情報を開示することに意味があるというのは非常に重要なご示唆だと思いました。

したがって、そういう観点から見たときに、従属上場会社における情報開示、特に親会社、支配株主に関する情報開示を拡大していくという方向性は重要だときょう改めて感じたのですけれども、そのときの方法論ですが、加

藤先生ご自身も、この報告の31ページに、支配株主の協力がなくなかなか開示できないことが多いのではないかと書いておられます。伝統的な連結のように子会社の情報を開示するのだとすると、親会社は子会社に対して会社法上さまざまな権利を持っていますから、情報も事実上集めやすいという部分があると思うのですが、従属上場会社の側から、親会社についてのさまざまな情報を開示するとき、実質的な協力がいない場合についての情報収集は難しいのではないかとするのは非常に重要な問題点であると思います。ここをどうすればクリアできるかということについては加藤先生のご見解を聞きたいところです。

いろいろ考えられるところはあると思うのですが、2つ考えられると思います。

1つは、最近サステナビリティ開示のところでもあるように、例えばサステナビリティ開示についてはバリューチェーン先についての情報の開示も求められるということで、資本関係とか会社法上の権限が全くないところについても情報開示をしなくてはいけないということが求められつつある。それもツールは何があるのかという問題があるとは思いますが、そのような枠組みができ上がっているから、それと同じように、なるべく可能な限り、親会社についての情報も集めてきて開示しなさいというのが1つの方向性としてあり得るのかな。

もう一つの方向性は、やや過激かもしれませんが、考えてみると、上場会社の支配株主であるということは、上場会社の支配株主には資本市場に対する一定の責任が生じていて、親会社が上場会社であろうがなかろうが関係なく、上場会社の株式を支配的に持っている以上は情報を開示する義務があると考えて、そこから情報を集めてくる。こうなると、上場親会社に限らず、一般的な支配株主全般について、幅広い情報開示の責任を課するという方向性に行くと思うのです。

それは全くおかしいことではなくて、子会社が上場会社であって、資本市場に参加している以上、その親会社、支配株主には上場会社並みの情報開示

義務が負わされることはあり得る方向性だと思います。加藤先生のお考えとしては、子会社が親会社の情報を開示するときの方法はどのように解決していけばいいか、アイデアがあれば教えていただければと思いました。明快でなくてすみませんが、よろしく願いいたします。

○加藤報告者 これまでの情報開示は、親会社が子会社から情報を集めて、連結のグループとしての情報を開示することの制度整備がいろいろ進められてきた中で、今回の研究会の提言に基づく情報開示の充実の中では、従属上場会社の情報開示も非常に重要であるということも改めて確認しているわけです。ご指摘のとおり、研究会の議論の中でも、従属上場会社の少数株主にとって有益な情報を親会社からどうやって引き出して開示していくかというツールがないことは問題視されていました。

小出先生にご提示いただいた2つの方法のうちの最初が、サステナビリティ開示の枠組みと同じように、可能な限りという形で開示するということですが、これが現在の従属上場会社の開示の考え方に近いのかなという気がします。コーポレートガバナンス報告書の記載要領の中には、東証の要請として、上場子会社を有する会社は、上場子会社の情報開示に協力しなければいけないという一文はありますけれども、それだけですので、実態は可能な限りで従属上場会社が開示せよという枠組みになっているのではないかと思います。

一方、小出先生が過激かもしれないと留保されて提言された上場会社の支配株主としての責任の考え方ですが、先ほどの後藤先生に対するやりとりとも関連しますけれども、これは自分が上場会社であるか否かとは関係なく、支配株主は従属上場会社を上場させていることにより非常に大きな便益がある。便益があると思っているから従属上場会社という企業形態を採用しているわけなので、その便益を享受するのと引きかえに、従属上場会社における開示については一定の責任を負わせるのが妥当ではないかと私は個人的には思います。つまり、支配株主の責任としては、支配株主の責任イコール損害賠償責任と考えるのではなくて、まずは情報開示に関する支配株主の責任を

認められるかどうかということから検討を始めるのが一番現実的なのかなという気がします。

今、小出先生のご質問を伺いながら思っていたのは、既に金融商品取引法には親会社等状況報告書がありますので、いわば親会社に関する一定の情報開示の仕組みは存在しているのです。ちょっと思いつきですが、そこをうまく発展させていくと、もしかしたら従属上場会社の支配株主としての情報開示に関する責任をうまく制度整備できるような気がしました。

○小出委員 先生のおっしゃったことはよくわかります。私も同じ方向性で考えていますが、さっきのバリューチェーンの開示との比較で考えると、バリューチェーンの開示のほうは、そもそも取引先なので、全く協力してくれなかったときに、だからといって開示側の会社のほうに開示義務違反があると言って一定のサンクションを科すというのは厳し過ぎるのではないかという議論はあり得ると思いますが、こっこの側面に関して言うと、多少厳しめに行ってもいいのかなというか。

例えば従属子会社側のほうで情報が集められませんでした、ではしようがないねというのではなく、その場合、上場規則でいけば上場廃止なのか、あるいは金商法でいけば開示義務違反なのかというところについて、どこまで厳しくするかはあるとはいえ、多少、そういうサンクションのほうに行くこともあり得るのかなと。それによって、支配株主のほうにとっても上場子会社であることのメリットを失わせるようなサンクションを科すことによって、ちょっと強めの義務を課すことはあり得るのかなと思いました。

それは後半におっしゃった親会社等状況報告書もそうだと思います。あれは金商法上の報告書ですから、それをちゃんと書かなかつたら金商法上のサンクションが加わるということだと思います。もちろん、場合によって従属子会社の少数株主のほうにももちろんデメリットがあるのだと思いますが、しかし間接的だけでも親会社にとっても一定のデメリットを科すという形でいくというのが1つの方向性だと思います。あるいは、もっと端的に、上場会社の親会社に対して、法的なのか、上場規則でどこまでできるかとい

う問題はありますけれども、一定の開示義務を課すというほうに行くのかというの、今後のさらなる発展性の方向なのかなと思いました。でも、大変よくわかりました。

○**河村委員** 加藤先生、ありがとうございます。私も、今の小出先生のご質問と関連しますが、先生のレジュメで最後の「上場規則における『支配（的な）株主の規制』の行方」で、「支配（的な）株主を直接の規律対象とすることの合理性」、特に支配株主が上場会社ではない場合に直接の規律対象とすることができるかというところに非常に関心を持ちました。

1つ、必要性ということ言うと、後藤先生からもお話がありましたけれども、現状のハードローのほうで支配株主の義務であるとか少数株主からの責任追及が不十分なので、そうだとすると、上場規則のほうで何らかの対応をしていく必要があるのではないかということがあったと思います。では、上場規則で本当にそういうことができるかどうか、そのロジックをどうするのか気がなっています。

1つは、先ほど小出先生がおっしゃったような、支配株主も資本市場に対する責任みたいなものを有するとか、あるいは加藤先生がおっしゃったような、便益を得ているのだからそれ相応の負担が必要ではないとか、いろいろあるかと思います。そのあたり、上場規則でどこまでできるか、そのときの正当性のロジックをどうするのかというのが気になったのが1点です。

と同時に、仮にできるとしても、支配株主が従わなかったときのエンフォースメントをどうするのかというところも気になりました。例えば、言うことを聞かなかった支配株主の議決権行使を制限してしまうとか、そんなエンフォースメントも上場規則でやることができるのかどうかというところについて、加藤先生がどういうお考えをお持ちなのかなというのが気になりました。

○**加藤報告者** 上場規則で何ができるかについての話ですが、いろいろとできる場合とできない場合が結構あるかなと漠然と考えております。例えば、支配株主が上場会社である場合には、既に支配株主自身が東証と上場契約を

締結している当事者になるわけです。上場会社である支配株主については、契約上の規律になりますけれども、上場契約を工夫することによって相当程度の支配的な株主の規制を構築することができるのではないかと思います。

ほかの証券取引所の例ですが、支配株主が存在している会社を上場する際に、上場審査の段階で支配株主と会社との間で契約の締結みたいなものを要求して、いわば支配株主がどのように上場会社の経営に関与していくのかということを上場審査で規律するという仕組みは、ほかの証券取引所の例にはあるかと思います。また、類似の仕組みは、子会社上場の場合には既に存在していると思います。

ただ、難しいのは、上場するかどうかの判断は証券取引所がイエスかノーかの最終的な決定権限を持っていますけれども、最近の支配株主と従属上場会社の関係の形成は企業買収を中心にしており、企業買収の例のほうが今後ふえていくような気がしております。そうすると、企業買収の段階で、子会社上場と同じような形で支配株主の行動を規律することができないので、そこが課題になる。そこは企業買収法制の話なのかもしれません。

2番目に、仮に上場規則に基づく支配的な株主の規制をつくった場合、エンフォースメントをどうするのか。これはそもそも上場規則でやっていいこととやってはいけないことの一般的な問題であるという気がしました。例えば上場規則には第三者割当増資に関するさまざまな定めがありますが、そういった上場規則の定める手続とかに違反したことは、会社法の解釈としては法令違反ではないし、不公正な方法になるとも解釈されていないのが現状だと思います。そうすると、例えば上場規則に違反したことによって議決権行使を制限するという仕組み自体は、現在の上場規則ではなかなか難しいのだらうと思います。ですから、一般的には制裁金とか、現在の上場規則の企業行動規範で想定されているサンクションぐらいしか使えないのかなという気がしております。

ただ、上場規則というか、証券取引所のエンフォースメントの強さは、恐らく上場会社法制の中で証券取引所の役割がどれくらい重要かによって全然

違ってくる問題だと思えます。日本は上場規則の役割が非常に大きいという点で、特殊な法体系だと思えます。そうすると、まずは上場規則の違反等が、例えば会社法の解釈においても、事実上、法令違反と同じようなものなのだという解釈を積み重ねていけば、会社法上の取締役の責任や差し止めとかの解釈を通じて、上場規則に基づく支配的な株主の規制の実効性も高めることができるのではないかと、ふと思いました。

○河村委員 個人的に、私も全くわからないところですが、本当に上場規則の正当性というか根拠というか、それを上場契約だけで考えていっていいのかなというところは、ずっと問題意識として持っています。非常に参考になるお答えをありがとうございました。

○飯田委員 ちょっと違う角度から同じことを聞くのだと思いますが、東京証券取引所でこういう取り組みを頑張ってやっている一方で、ほかの取引所がそういう取り組みをしないことは許されるのか。現状としてどうなのかということと、あるべき論と、2つあると思えます。ほかの取引所だと、「流通株式の比率の基準はありませんから上場しませんか」というのがウェブサイトのトップページに載っている取引所もあります。そういうところがあると、Race to the bottom みたいな話でそっちへ流れていくことも論理的にはあり得ると思えます。上場規則の限界というか、上場規則によるこの問題への取り組みは構造的に限界があると、別の側面からも議論できるようにも思いました。

しかし、会社法で一般的にできなかつたけれども取引所の上場規則を使って何とか投資者保護ないし少数株主保護を実現することが好ましいとすると、金商法の解釈として、上場規則、上場規程、業務規程、定款等の免許というか監督の観点から見て、適切な少数株主保護というか支配株主とか支配的な株主も含む規律を含んだ上場規則を持っていないと取引所としての運営は認めないとか、そういう方向もあり得るような気もしました。

一方では上場規則の正当性という話もあると思えますが、それが仮に所与のものであったとしても、そういう限界もあるのかなと思いましたが、いか

がでしょうか。

○加藤報告者 先ほどの河村先生とのやりとりとも関係しますが、日本の上場会社法制における東証の存在は異質だと思います。東証が上場規則によって会社法にプラスアルファの規制をすれば、それが上場会社法のあるべき姿であると考えられてきたのだらうと思います。

ただ、ご指摘のとおり、ほかの取引所もあるわけで、これは私は全然調べていなかったの、後から調べなければいけないと思っていますが、今回の研究会の提言に基づく制度整備にほかの取引所がついていっているのかどうかというところが非常に重要な問題かなという気がしました。私も研究会の端っこのほうに座っていたのですが、東証の研究会ではそういう問題意識は全くなかったなという気がしているのが正直な感想です。

その上で、本来であれば会社法の改正でいろいろ検討すべきなのに、会社法でできなかったことを証券取引所の自主規制でやるということ自体に正当性の問題があるわけです。ただ、個人的には、現時点では平成 26 年改正後の環境変化を踏まえると、平成 26 年改正が前提にしていた状況とは相当異なっているので、本来であればもう一回、支配株主と従属会社の関係についてはハードローが備えるべき、全ての上場会社に共通するようなハードローの規律とは何かということのを改めて考える必要があると思っています。

そういった観点からすると、仮にほかの取引所が東証に追随していなかった場合に、証券取引所の監督のあり方としてどう考えるかというのが非常に悩ましいです。非常に重要な指摘だと思います。つまり、取引所間競争を促したいという政策と、上場規則によるコーポレートガバナンスの強化という政策を両立させることは非常に難しいわけです。それを両立するために、例えば金融庁が監督権限を発揮すべきかということだと思います。個人的な感想としては発揮してほしいのですが、それを理論的にどうやって説明するかということとは慎重に考えないとなかなか理解が得られないかなという気が若干していますので、これは改めて考えたいと思います。大変申しわけありません。

○齊藤委員 本日は大変興味深い議論を詳細にご説明いただきまして誠にありがとうございました。今、加藤先生がお答えになったところで半分ぐらいご回答いただいたように思いますが、私からもご質問させていただきたいと思います。

「ジュリスト」の最新号でグループ・ガバナンスの問題を書きました。主に親会社株主の保護という観点から書いたのですが、本当は子会社の少数株主の保護、親会社におけるグループ内部統制と企業買収における適正な対価、少数派株主の株式の価格評価のあり方について、現時点の議論がどうなっているかを整理したいと思いながら、紙幅の関係もあって書けませんでした。

それについてチラチラ見ていたところ、個々のテーマについて主に議論されている方の構成が全然違うので、江頭先生以外、個々の先生方が全体像についてどのようなお考えを持っているのかがまだよくわからないという悩みがございました。

先生は先ほど企業買収の話もされましたが、まずは会社における少数株主と支配株主の関係が定まらないと、ほかのところは定まらないのではないかと個人的には考えております。つまり、会社の支配株主と少数派株主の間の財の分配のルールを決める。江頭先生の一連のご研究はそこはかなり大きな視点がありましたが、それが決まらないとほかのところが決まらない。つまり、支配株主は自己の影響力行使の限界と子会社への投資収益をはかりにかけて、少数派株主を受け入れるかどうかを考えることになるところ、支配株主が子会社支配によるメリット、特にシナジーの適正な分配をどのくらい受けるのかということが明らかにならないと、企業買収における適正な対価の定め方も決まらないし、少数派株主の株式評価もできないという関係ではないかと考えております。

また、支配株主、親会社は、グループ・ガバナンスをきかせるという圧力のもとで、先ほど小出先生からもあったように、企業グループのどこかで起こった不祥事のコストも負担します。そういうことも考えながらグループの運営や構成を考えていくというのが今日のあり方ではないかと思っております。

す。

ところが、日本においては、どこまで行っても支配株主の義務や、支配株主と少数派株主の財の分配のルールについて共通理解がないので、行為規範の形成ばかり議論されるというアンバランスが生じております。現場にいる当事者としては、行為規範はいっぱいあるけれども、何を指してこういう行動をすればいいのかわからないまま置き去りにされているという状況があるように感じております。

そういう観点から言いますと、特にシナジーの分配という話は会社ごとに非常に個性の強い問題があるので、エージェンシー問題としての分析には限界があるのではないかと思います。やはり個々の会社ごとに個別にきめ細やかに支配株主が会社に対してなしている資本以外のリソースの貢献をどのように評価するのかという問題に踏み込めるような仕組みが必要なのではないかと思います。

そうすると、市場への開示を充実することには限界があるように思います。会社の内部にかかわるような情報も関係してくるような思いますので、もう少し、子会社の独立社外取締役の役割も、そういう観点から市場に開示できないような内容についても一定の資料を見て、子会社にとって不利な形で会社が運営されていないかをチェックさせるようなところを充実させていく。市場に開示されない情報生成の仕組みも必要ではないか。ドイツでは従属報告書などもございます。

そういうシナジーの分配とか、例えば市場を直接相手としないような情報の生成や考証の仕組みは、会社法のハードローでやらないといけないように思います。なので、今日ご紹介いただいたような議論の進展は、会社法の議論の進展がなかなかないので、投資家からの要求を受けながらしびれを切らした金融庁とか東証が先に動いているという状況なのではないかと思えました。こういう一連の理解について、加藤先生、何かご感触がありましたらお教えいただければありがたく存じます。

○加藤報告者 会社法というか、会社法が定めるべきことを定めていない中

で、いわば手探りの状態で支配株主の規制が上場規則とかガイドラインとかで積み重ねられているなという印象は持っております。

その結果として、非常に複雑なものになっているような気がしており、むしろ会社法で基準となるような支配株主と従属会社の少数派株主との関係の、何がよくて何が悪いのかという基準となるような考え方みたいなものが、会社法の条文の解釈等によって確立していったほうが、この問題はよりシンプルに解決できるのではないかという気がしております。そのため、齊藤先生のご懸念と問題意識については非常に共感しております。

1点、情報開示の話について、外に出すことが競争上不利になるような情報があるという認識は東証の研究会の提言に基づく制度整備においても配慮はされています。ただ、競争上不利になる情報については開示を差し控えてもいいという形で配慮はされていましたが、例えば開示しない形で独立社外取締役がそういった情報を収集できる仕組みとか、それを参照した上で支配株主と従属上場会社の関係についてチェックするという仕組みが必要である。そういった開示されないことを前提とした上での支配株主と独立社外取締役とのやりとりの話みたいなものが、研究会の提言に基づく制度整備ではあまり明確な形で提言されていなかったのもので、そこは研究会の提言が足りなかったところかなという気がしました。

現時点では私からのコメントは以上です。

○松尾委員 加藤先生、どうもありがとうございます。

きょうのご報告は、支配株主を存在させたまま上場させていることにもメリットがある以上は、そういうものを全面的に禁止することはできない。だから、支配株主がある会社が上場していることを前提として最適な状態をどうやって確保していくのかということで、親会社も上場会社である場合にはそれぞれの株式が適切に評価される環境になると思います。

特に支配株主がいることのメリットとして、経営者と株主の間のエージェンシー問題の緩和というか解決に役立っている。あまり真剣には考えていないとか、どちらかという、うそくさい考え方ですが、最近はスタート

アップの関係とか、アメリカでは複数議決権まで持たせて、ある程度支配株主というか創業者、経営者に支配権を持たせ、投資家もそれを受け入れていることから考えると、真実味があるということなのだと思います。

そうだとすると、きょうのご報告にあったとおり、従属上場会社では他の会社、従属ではない上場会社と同じような役割を独立社外取締役にと求めると、かえって支配株主の監督機能というか規律を阻害するのではないかというご指摘があったかと思います。その点について、特にこういうものが行き過ぎになるということがあれば、ぜひ教えていただきたい。恐らくトンネリングに当たるようなことを監視するというのは正当に期待してよい役割だと思いますが、一般の上場会社と同じような役割を求めると、従属上場会社では行き過ぎになるという例を教えていただきたいと思います。

それから、親子上場の場合で、グループの最適事業ポートフォリオの観点から従属上場会社に何か求められたときの独立社外取締役の対応として、このときは従属上場会社であるか、そうでない会社であるかによって役割が変わるべきなのかどうなのか。つまり、グループ全体のポートフォリオを考えた上で従属上場会社の独立社外取締役は行動すべきなのかというところは、先生はどのようにお考えになりますか。

○加藤報告者 1点目で、独立社外取締役が、一般の上場会社と同じように行動することが支配株主の監督機能を阻害するという懸念があった場合、具体的にどういう状況が考えられるかという話です。すぐに具体例が出てこないのですが、従属上場会社ではコーポレートガバナンス・コードなどによって、既に独立社外取締役が3分の1以上、さらにプライムの場合は過半数が望ましいとされています。そうすると、取締役会における独立社外取締役の役割、そもそも取締役会における独立社外取締役の影響力は非常に大きい可能性がある。かつ、東証の上場整備などでも支配株主と少数派株主の問題には独立社外取締役が非常に重要であるということが至るところで言われている。

そうすると、独立社外取締役の義務は、支配株主との利益相反の監督だけ

であって、あくまで支配株主に反対だけしていればよいということになるのはよくないという懸念が研究会の中でも複数の委員から出されており、それに対する対応として、従属上場会社における取締役も独立社外取締役も取締役であるから、取締役としての一般的な義務は、ほかの会社の取締役と同じである。ただ、従属上場会社という企業形態に応じて重点が違うということは確認しているけれども、結局、支配株主に敵対的な行動をとることが常に従属上場会社にとって、少数派株主にとって望ましいことではないということを確認したかったというのが研究会の提言であって、具体例まではすぐには思い出せません。

もう一個は、従属上場会社の独立社外取締役がグループ全体のポートフォリオの観点を意識して独立社外取締役としての職務を果たすべきかという話ですが、独立社外取締役は従属上場会社の取締役なので、グループ全体のポートフォリオの入れかえとカリソースの配分とかについて支配株主と対峙する状況においては、従属上場会社の企業価値を一番に考える必要があるのかなという気はしております。

○**松尾委員** 1点だけ追加です。そうすると、従属上場会社であるからといって、例えば独立社外取締役の選任を過半数にしなければならないというルールは適用外とするというところまでは、ご自身は考えてはおられないのですか。

○**加藤報告者** つまり、現在の会社法に支配株主と従属会社及び少数派株主との関係に関する規律がほとんど存在しない中で、独立社外取締役などによる監督が支配株主と少数派株主の利益相反を解決する唯一の手段であるという状況においては、やはり取締役会の過半数は独立社外取締役であるという条件は、現状ではちょっと外せないかなという気がします。

ただ、これで支配株主自身の責任とか、別の形で支配株主と少数派株主の利益相反の問題とかを解決する枠組みが整備されてきたのであれば、それに依拠して独立社外取締役の役割も減っていくと思います。そういったほかの制度整備ができた暁には、従属上場会社の取締役会における独立社外取締役の

割合について、むしろほかの株式所有が分散している会社とは異なる取り扱いをするというのも、一応、立法政策というか、上場政策としてはあり得るのではないかと思います。

○三井オブザーバー 加藤先生、従属会社のところは昔からずっと難しい問題だと思っていたところ、詳細なご報告を賜りまして大変勉強になりました。どうもありがとうございます。

非常に難しいなと思っている問題が複数あって、私の頭の中が混乱しきっているのですが、まず1つ目として、東京証券取引所の規則であるということです。自分自身もそういうことをお願いしてきた立場でこういうことを言うのは天につばを吐くような感じになってしまうかもしれませんが、本来、東証の規則に非常にフィットするものと、東証の規則では抱えきれないほど大きなものを東証の規則でしようとするのか。そもそもこれは東証の規則にフィットしているものなのか、昔からどう考えたらよいのだろうと考えておりました。

昔は取引所集中原則があり、株式をリテールで取引しようという場合は上場している株でなければいけないというのは割と厳格に哲学として守ってきたので、昔であれば「取引所の規則は法令から委任を受けたパブリックなルールである」と言いやすかったと思いますが、取引所集中原則を外して自由化してしまったので、法律上はどこで取引してもいいということになっている。上場規則は一種の上場契約の付合契約みたいなものだと位置づけた時期がかつてあったと思いますが、東証上場銘柄、とりわけかつての一部上場銘柄は、ある意味ちょっと特殊な経済的・社会的な意味合いもあったので、もう少しパブリックなルールであろうと、この20年ぐらいは言われてきたと思います。

ほかの取引所はどうするかという問題とか、あるいは店頭市場とか、ほかのマーケットをどう考えるかということとか、最近はユニコーンとか言われていますが、上場していないけれども大きな企業をもっと育てようじゃないかとか、プライベートエクイティで大きな企業をもっと育てていこうという

取引がだんだんふえてくると、取引所規則でやるべきことと、取引所規則よりも少し大きい枠組みで、会社法なり金商法でやるべきことをどのように切っていけばいいかと思いつながら、きょうご報告いただいたもののどの部分がもう少しパブリックな性格なのかと思ったりしておりました。

そうした中で、サイレントな買収というか、事後的に支配株主が出てくる。しかも公開買付制度とかでなくデファクトな支配株主が後から出てきて強い影響力を及ぼしていくという取引がふえてきていることを考えると、そういう支配株主が、支配者側の企業グループ価値を最大化する経営戦略と、取得された側、従属会社側の企業価値を最大化する戦略が全く異なるということは十分あり得て、既存株主からしてみると、支配株主の経営戦略を押しつけてくることはけしからぬということは結構あるようで、公開買付ではそれが争点になっているわけです。

そういう場合の社外取締役の役割は大変重要ではないかと思いますが、決定的にそこが対立して勝負がつかないとき、かつては少数株主の退出権は難しいということになりましたが、それはそれで必要かもしれないとか、あるいはその場合の対価を取引所の規則で決めるわけにもいかないのが、会社法の問題になってくるのかなとか思っております。

例えば、経営戦略の違いだと、コングロマリットにしたほうがいいのかというのが支配株主側の発想だとして、従属会社のほうとすると、世の中にたくさん存在するようなビジネスモデルとは違う、かなり特色のあるとんがったビジネスモデルがいいというふうになっている、非常にこだわりのある商品を少数でつくるという発想である。これはいろいろな例のうちの1つにすぎませんが、それを one fits all 型の大量生産型のものに変えると支配株主が言い出した。結果的には大量生産型になったので、特性がなくなって潰れてしまい、最後は市場から退出しましたなんていうのは最近結構たくさん見られる事例だと思います。

そういうことまで念頭に置くと、従属会社側の株主、広く言うと会社の企業価値全体ということかもしれませんが、どういう武器を与えたらいいのか。

ミニマムな情報開示は必要として、それ以上にどういうものがテーブルに載り得るのでしょうか。今は取引所規則で従属会社の取締役に頑張ってくださいねとお願いして終わっているのですが、さらに、一見、会社法なり、あるいは海外の会社法なりに存在する従属会社側のツールとして、例えばどんなものが想定され得るのか、それは日本では難しいのか、あるいは場合によっては可能なのか、そこら辺について何かご意見はございますでしょうか。ちょっと抽象的だったり、漠とした質問で大変申しわけございません。

○加藤報告者 最後にいただいたご質問は、従属上場会社の株主に対して情報開示を超える手段としてどういったものを与えることが考えられるかということなので、まずこれについて回答というか、私の考えを述べたいと思います。

諸外国の例を見ると、何らかの形で支配株主の従属上場会社の少数派株主に対する損害賠償責任のようなものを認める例はあるのだらうと思います。実際に損害をこうむったことが明らかであれば、支配株主が損害賠償責任を負う可能性もあるということを立法で明確にすることは、1つ考えられるかもしれません。

実は、現行法でも民法709条の解釈で同様の帰結を導くことはできるのかもしれませんが、より支配株主の損害賠償責任を従属上場会社の株主が追及しやすくする仕組みを導入すべきかどうか、これが平成26年改正の目的だったわけですが、改めてそれを考えてみる必要があるのかもしれませんが。

もう一つ、従属上場会社の株主に対して与えるツールとしては、これは現在、研究会の第2期のほうで検討していることですが、従属上場会社における独立社外取締役の選任プロセスにおける少数株主の権限というか、意思表示を重視するような仕組みができないかということです。例えば、きょうの資料などで、研究会の「中間整理」の内容を紹介しましたが、例えば海外では、規制上、少数派株主の過半数の賛成を得ていない限り、独立社外取締役としては認定されないというルールも存在するようです。ただ、日本法上、東証の独立役員として届けることができる者は少数株主の過半数の賛成が必

要であるというところまではなかなか難しいかもしれませんが、従属上場会社の独立社外取締役が株主総会でどれぐらいの賛成を得ているかをより明確な形で示すという制度整備は、現在、検討しております。

あと、前半あたりで、東証の上場規則によって対応することが適切な領域とそうでない領域の区別は、私も非常に重要なご指摘だと思っております。そもそも支配株主は上場会社に限らないので、支配株主と従属上場会社の関係は、上場規則というよりも、むしろ会社法、ハードローによって対応することが望ましい領域なのではないかと個人的には思います。

ただ、先ほど他の先生からいろいろご指摘があったとおり、会社法改正で対応することはなかなか難しく、それでも何かやらなければいけないという中で東証が積極的にやっているというのが実態かと思えます。ゴールがない状態で手探りでいろいろ検討しているという部分もありますので、ハードローによって何をどこまで定めるべきか、改めて考えてみる必要があるのかなと思いました。

○松井（智）委員 今回、さまざまな議論を聞いておまして、もう既に皆さんの議論に重なるのかと思えますが、私はどこから論じ始めるのかという話をもう一度議論したいと思いました。加藤先生は企業価値の分配の二重の問題から議論を始めましたし、齊藤先生も、最初に支配株主と少数株主の基本的な分配構造について方針を定めるとおっしゃっておられました。一方で、飯田先生は会社法での規制の難しさから取引所ベースの規制に偏ることについて、別の取引所では規制がない等の構造的な限界とか問題点が議論の最初にあったわけです。アービトラージが大きいという認識を前提にした上で、起きそうなシナリオを想定して、そこに重点を置いて分析するという立場をとられるのではないかと思います。そういう意味で、議論の仕方が人によって全く異なると齊藤先生がご指摘なさっていて、そのとおりだろうなと思いましたが、前提となる認識がどういうものかということが、人によって大分異なるのではないかと思います。

他方、加藤先生の議論も、情報開示による対応とか、従属会社に規制をか

けるというゆがみが過剰になっているのではないかという形で、執行コストとか実現可能性といったことに配慮されたものになっておられて、利益相反の基本形とか、アービトラージによるゆがみとか、どちらを重視してこの問題について議論し始めればよいのかを考えたわけです。

今回、第一に、加藤先生は支配株主が非上場である場合を気にして議論しておられました。今まで、上場会社の親会社となれるほどの資金が欲しい主体は大体上場せざるを得なかったのかなと思われるところ、すごく潤沢な資金を持っているプレーヤーが市場の外にいるという世界を想定して、こういった議論が起きてくるようになったということ自体が、最近の動向の中では重要なことなのかなと思っております。上場制度自体を利用しない企業体を見捨てられなくなってきたというのが最近の話なのかなと伺っていて思いました。

第二に、事後的に親子会社が新しく形成される場合が問題とされていますが、よく議論されるのは、どちらかということと上場親会社の株主が情報分析コストを下げたいので、単純化のために従属上場会社の切り出しを求めるというパターンのほうが一般的です。そうすると、事業部門の多角化よりも売却がよいのであれば、子会社を持たないでくれということのほうが一般的になるであろうと思います。

これを覆すための開示を求めると、投資家の側では情報処理コストがふえますし、企業側は子会社維持コストが上がります。頑張っても親子会社関係の構築によるシナジーコストを目指しても、上場したまま残していると、開示コストが上がる割に評価されない可能性があるため、動向としては切り出したい企業のほうが大きくなるような気がしています。

そういった企業も、先ほど加藤先生がおっしゃっていた非上場支配株主の話と同じように、非上場された子会社の株主も、例えばプライベート・エクイティ・ファンドになったりという形で市場から退出していく可能性があるのかなと思いました。

飯田先生はその他の証券市場の話をしていましたが、上場政策の外側で

市場から抜けていくという圧力が今後高まってくるという趨勢的な問題もあるのかなと思っております。そうすると、問題を論ずる際にアービトラージを重視するのか、基本的な問題設定を重視するのかという点について、今後はアービトラージがかかって市場から退出する人たちのことを無視しない議論が大事になってくるのかなと思いました。まずここら辺の、加藤先生の現状認識といますか、どのようにお考えなのかを伺えればと思いました。

○加藤報告者 今も継続していますが、もともとの研究会の検討作業は、従属上場会社という企業形態であったり、完全子会社ではなく従属上場会社を保有する意義について、投資家の納得できる説明が市場に対してなされていないという指摘が研究会ではよく紹介されておりました。

そうすると、結局、仮に従属上場会社という企業形態がグループの最適の観点から望ましい企業形態であったとしても、資本市場から理解されなければ、そういった企業形態を維持するための費用が高くなるので、結果として市場から退出することになります。ここは研究会のメンバーの中でも多分いろいろと考え方が分かれているところなのかなという気がしますが、それでも一応、研究会の方針としては、従属上場会社という企業形態自体は否定しない。従属上場会社という企業形態自体がその会社及び支配株主にとって最適な選択肢であるならば、それを維持できるような仕組みがあってもよいのではないかと。ただ、そのためには資本市場の参加者の納得を得る必要があります、そういった観点からいろいろな制度整備を積み重ねてきたのだらうと思います。

ただ、私の個人的な考え方としては、東証の中でこういった規制を強化することによって、東証以外の非上場であったり、ほかの取引所に従属上場会社という企業形態が流れていくというか、東証からは退出していくという評価については、非常に難しい問題があります。

結局、従属上場会社という企業形態を資本市場から納得してもらう費用が非常に高くなっていると思います。それは私もそう思います。ただ、高くなっているけれども、一般株主保護の観点からは、そういった費用を賄えないよ

うな従属上場会社は退出してもやむを得ないというのが、一応、研究会や東証の立場だと思います。

ただ、私の個人的な印象としては、そういった従属上場会社という企業形態を維持するコストが非常に高くなっている理由の1つは、会社法という基本法の中で支配株主と従属上場会社の関係の基準となるものが何もないからであって、結局、投資家が納得できない、納得できないと言う。それももつともな理由なのですが、それに対してどこまで開示すれば、どこまでやれば納得してもらえるのかもわからない状態で、規制がどんどん複雑化していくという状態があります。それは結局、規制の設計としてよくない気がしており、会社法にもうちょっと支配株主と従属上場会社に関する規制や仕組みが何かあれば、上場規則でそれを補完するとしても、非常にシンプルなものができるのではないかという気がしております。現在は従属上場会社という企業形態を維持するための費用が高くなり過ぎていて、それは実は日本の上場会社法制自体の問題とも関係しているのではないかと考えております。

○行岡委員 加藤先生、本日はご報告いただきありがとうございます。この問題が非常に難しい問題であることを改めて認識させていただきました。

私からは、大きく2点、ご質問させていただきたいと思います。

1点目は、資料の最後のほうで、支配的な株主を直接の規律対象とすることが方向性としては望ましいということを示唆されまして、私もそのような考え方が妥当ではないかと個人的には考えているのですが、本日のディスカッションの冒頭に後藤先生からご指摘があったとおり、この方向性は、ある種、平成26年会社法改正の際にやろうとしたけれども頓挫したという経緯がある中で、これを改めて立法論として提言するとき、立法事実として何を持ってくるのかということについてお伺いしたいと思います。

すなわち、先ほど来の議論の中で、加藤先生は、今は立法事実が変わってきているところがあるので、改めて立法論として検討する価値があるのではないかとおっしゃいましたが、私の理解力不足で、具体的にどのような立法事実があるのか。すなわち、平成26年改正の当時は、少なくともそれを立

法として実現するだけの喫緊の立法事実はないという評価が一応なされたと思いますが、それを大きく塗りかえるような事象がこの10年間で生じたのかという点について教えていただければと思います。

2点目は、そうやって具体的な支配株主の規律を仮に会社法に設けるとしたときに、具体的にどのような規律を設けることが望ましいと考えていらっしゃるのかについて教えてください。先ほど松尾先生がちょっと触れられたように、トンネリングのようなもの、すなわち支配株主が上場従属会社の利益を搾取するようなことを露骨にやれば、それは支配株主は責任を負うべきですよ、かつ代表訴訟の対象とすべきですよねというような話であれば、比較的同意も得られやすいと思いますし、直感的にも正しいだろうと思われ

ます。しかし、もうちょっと微妙なケース、例えば先ほど三井先生がおっしゃったような、支配株主にとっての事業ポートフォリオ最適化戦略が個々の従属上場子会社にとって最適であるとは限らない、最適ではないような場合について、そのような事業戦略をとったことで従属上場子会社の企業価値が毀損されたことを理由として、支配株主に損害賠償請求をするということまで示唆されておられるのか。

これは結構難しい問題があるような気がしています。というのも、従属上場子会社を一応認めるという欧州型の義務的公開買付のような制度をとらないことを前提にすると、ある種、支配株主が従属上場子会社という形で事業ポートフォリオ最適化を目指すことを一方で容認しておきながら、他方で義務という形でそれを制限することが、潜在的には両者は緊張関係にあるように思われて、そこでどういうバランスをとるのかというのはそう簡単ではない問題だと思います。

すなわち、どのような場合に支配株主が義務違反をしたものとして責任を負うべきなのか。もちろん、損害の算定などの問題もありますが、どのような場合にそもそも義務違反があると考えべきなのかは、結構難しい問いであるような気がしています。これでどのような場合に義務を負うと解すべき

かという問いにするのも、お答えしにくい質問かもしれません。

これと関連して私個人の感覚なのですが、ある種ガバナンスというか、意思決定のプロセスによって、少数株主の利益をある程度保護するという形で対処するという方向も有望ではないかという気がしています。先ほど加藤先生もちょっとおっしゃったように、従属上場子会社の独立社外取締役について、ある種 MoM ルールのような形での選任プロセスを義務づけることで、少数株主の利益をきちんと代弁してくれる独立社外取締役が従属上場子会社の取締役会に一定割合いるという状態を確保し、そのような取締役会における意思決定プロセスによって従属上場子会社の利益を確保するという方向性もそれなりに魅力的というか、有望なアプローチであるように思われます。

質問をまとめますと、先ほど申し上げた責任アプローチと、意思決定プロセスに働きかけるアプローチ、大きく言うとそれら2つのアプローチの使い分けが考えられると思いますが、これらの使い分けについて、加藤先生、何かお考えがあれば教えていただければと思います。

○加藤報告者 最初のご質問は、平成26年改正で支配株主の規制は宿題を残すことになったわけですが、もう一度、改正の組上に載せることを基礎づけるような立法事実の変化はあるのか、こういったものが考えられるかというご質問だと理解しました。

私としては、これは研究会の「中間整理」でも指摘されているように、1つは、子会社を上場させる以外の方法で親子上場ができる場合もありますし、議決権の過半数を持っていない、親会社ではないけれども会社に影響力を持っているような、いわば支配的な株主の存在によって会社の少数派株主の利益が害されているのではないかという事例が存在していることは、平成26年改正で行われたことを再び取り上げる1つの根拠になるかと思っています。

もう一方は、平成26年改正以降、ガバナンス・コード、グループ・ガイドライン、M&A 指針、今回の東証の上場規則の改正で、いろいろと制度整備を繰り返してきたわけですが、いつまで続くのかと思っていられる方も多いと思います。なぜここまで制度整備の終着点が見えない状況

になっているのかということは、齊藤先生に非常に的確にまとめていただいたと思います。やはりソフトローなどによる規制を機能させるためには、前提となるハードローによる土台みたいなものが必要であるということが、平成26年改正以降のソフトローによるさまざまな制度整備を通じて明らかになった。これも、支配株主と従属会社の関係に関する規制について、もう一度、会社法改正の組上に載せる1つの理由になるのではないかという気がしました。

もう一つは、仮に会社法において支配株主に関する何らかの条文などを設ける場合、どういったものが考えられるかという話です。典型的なトンネリングなどについては、おっしゃるとおり、こういった規定を設けること自体については異論はないでしょうし、恐らく現行法でもあからさまなトンネリングは民法709条とかによって対応できると思います。むしろ会社法に設けるべきなのは、非常に微妙なバランスが必要な事項について、どのような規制を設けるかということだと思います。

その具体例として行岡先生におっしゃっていただいたのは、支配株主にとっての事業ポートフォリオ戦略と従属会社自身の戦略との関係についてだと思います。これは三井先生のご指摘にもあったとおり、非常に重要な問題であると思います。1つは、支配株主にとっての事業ポートフォリオ戦略と従属上場会社の経営戦略のバランスの衝突が問題になるのは、実は企業買収というか、支配権の変更の場合が一番大きいと思いますので、そこは企業買収のルールでそういったバランスをどうとるかを考える。

企業買収後は、企業買収時の事業ポートフォリオ戦略を前提にしていろいろな投資判断も行われると思いますが、その点については事業ポートフォリオ戦略の将来見通しとか変更の可能性についても開示させることによって、要は支配株主にとっての事業ポートフォリオ戦略を自由に設計できる権限と、それが従属会社の株主に予期せぬサプライズとならないような形でバランスをとるとというのが1つあるのかなという気がしました。

あと、支配株主の責任の考え方について、損害賠償責任というルールが非

常にドラスチックな立法政策であるのに対して、手続のアプローチについては M&A の世界でかなり進んできているので、M&A の世界で進んできている手続的なアプローチを、支配株主と従属上場会社の一般的な関係においてもより一般化する形で導入していくという考え方も十分にあり得ると思えますし、私もそれが一番現実的ではないかという感想は持っています。

○**神作会長** 時間を少しオーバーしておりますが、ほかにご質問、ご意見等ございますでしょうか。よろしいでしょうか。

加藤先生、大変活発な議論を喚起するご報告をいただき、どうもありがとうございました。

それでは、本年の金融商品取引法研究会は本日で終了となり、次回は2月27日（金）の10時から、河村先生にご報告をいただく予定です。ご準備、どうぞよろしく願いいたします。

事務局のほうから何かございますか。よろしいですか。

それでは、私の不手際で若干時間をオーバーしましたがけれども、本日の研究会はこれにて閉会とさせていただきます。皆様、どうかよいお年をお迎えください。どうもありがとうございました。

# 上場政策としての支配（的な） 株主の規制の意義と課題

JSRI金融商品取引法研究会  
東京大学 加藤貴仁

1

## 0 構成

- 1 問題意識
  - 1-1 現状認識
  - 1-2 2014年会社法改正後の関連する制度整備
  - 1-3 東京証券取引所「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」（研究会）の意義と課題、そして、今後
- 2 支配株主と従属上場会社の関係を分析するための視点
  - 2-1 2つの視点
  - 2-2 従属上場会社にとっての支配株主
  - 2-3 支配株主にとっての従属上場会社
- 3 研究会の提言に基づく制度整備の分析
  - 3-1 研究会の提言の基本構造
  - 3-2 情報開示の充実
  - 3-3 独立社外取締役に期待される役割の明確化
  - 3-4 「支配株主」の規制から「支配的な株主」の規制へ
- 4 上場政策としての支配（的な）株主の規制の行方

# 1 問題意識

3

## 1 問題意識

- 1-1 現状認識
- 1-2 2014年会社法改正後の関連する制度整備
- 1-3 研究会の意義と課題、そして、今後

## 1-1 現状認識

- 日本の上場会社法制における支配株主の規制には改善の余地があるのではないか？
  - 支配株主：「親会社又は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をいう。」（東京証券取引所有価証券上場規程2条（42）の2）
  - 「親会社」（東京証券取引所有価証券上場規程2条（2））：「財務諸表等規則第8条第3項に規定する親会社」
  - 「親会社等」（東京証券取引所有価証券上場規程2条（3））：「親会社、その他の関係会社（財務諸表等規則第8条第8項に規定するその他の関係会社をいう。以下同じ。）又はその親会社」
  - 支配株主が支配している会社：従属（上場）会社
- Cf. 会社法における「親会社」と「親会社等」
  - 「親会社」（会社法2条4号）：「株式会社を子会社とする会社その他の当該株式会社の経営を支配している法人として法務省令で定めるもの」
  - 「親会社等」（会社法2条4号の2）：親会社＋「株式会社の経営を支配している者（法人であるものを除く。）として法務省令で定めるもの」

5

## 1-1 現状認識

- 会社法には取締役と会社の取引に関する規律（会社法356条・365条）は存在するが、支配株主と従属会社の取引に関する規律は乏しい。
  - 江頭憲治郎『結合企業法の立法と解釈』（有斐閣）。（江頭憲治郎「会社の支配・従属関係と従属会社少数株主の保護（一～八・完）」法学協会雑誌96巻12号〔1979年〕1542頁～同99巻2号〔1982年〕145頁）
  - 法務省民事局参事官室「親子会社法制等に関する問題点」（1998年）
- 支配株主と従属上場会社の取引等によって従属上場会社及びその少数派株主の利益が害される例は少ないのか？
  - 宮島英昭＝新田敬祐＝宍戸善一「親子上場の経済分析－利益相反問題は本当に深刻なのか」宮島英昭編著『日本の企業統治：その再設計と競争力の回復に向けて』（東洋経済新報社、2011年）332-333頁
    - なお、比較的最近、上記の研究とは異なる視点を示す実証研究が公表されており、注目に値する。川本真哉「上場子会社とパフォーマンス：内生性を考慮したアプローチ」証券経済研究127号（2024年）35頁以下。
- 2014年6月27日の会社法改正により一定の対応がなされるも、抜本的な制度整備は先送り
  - 社外取締役の定義
  - 監査役等による監査

6

## 1-1 現状認識

- 会社法2条15号 株式会社の取締役であって、次に掲げる要件のいずれにも該当するものをいう。
  - ハ 当該株式会社の親会社等（自然人であるものに限る。）又は親会社等の取締役若しくは執行役若しくは支配人その他の使用人でないこと。
  - ニ 当該株式会社の親会社等の子会社等（当該株式会社及びその子会社を除く。）の業務執行取締役等でないこと。
  - ホ 当該株式会社の取締役若しくは執行役若しくは支配人その他の重要な使用人又は親会社等（自然人であるものに限る。）の配偶者又は二親等内の親族でないこと。

7

## 1-1 現状認識

- 会社法施行規則118条 事業報告は、次に掲げる事項をその内容としなければならない。
  - 五 当該株式会社とその親会社等との間の取引（当該株式会社と第三者との間の取引で当該株式会社と親会社等との間の利益が相反するものを含む。）であって、当該株式会社の当該事業年度に係る個別注記表において会社計算規則第112条第1項に規定する注記を要するもの（同項ただし書の規定により同項第4号から第6号まで及び第8号に掲げる事項を省略するものを除く。）があるときは、当該取引に係る次に掲げる事項
    - イ 当該取引をするに当たり当該株式会社の利益を害さないように留意した事項（当該事項がない場合にあっては、その旨）
    - ロ 当該取引が当該株式会社の利益を害さないかどうかについての当該株式会社の取締役（取締役会設置会社にあっては、取締役会。六において同じ。）の判断及びその理由
    - ハ 社外取締役を置く株式会社において、ロの取締役の判断が社外取締役の意見と異なる場合には、その意見
- 会社法施行規則129条1項 監査役は、事業報告及びその附属明細書を受領したときは、次に掲げる事項（監査役会設置会社の監査役は、監査報告にあっては、第一号から第六号までに掲げる事項）を内容とする監査報告を作成しなければならない。
  - 6号 第118条第3号若しくは第5号に規定する事項が事業報告の内容となっているとき又は前条第3項に規定する事項が事業報告の附属明細書の内容となっているときは、当該事項についての意見

8

## 1-2 2014年会社法改正後の関連する制度整備

- 2015年6月1日 東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」
  - 【原則4-3.取締役会の役割・責務(3)】
  - 【原則4-7.独立社外取締役の役割・責務】
- 2019年6月28日 経済産業省「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）」
  - 6 上場子会社に関するガバナンスの在り方
- 2019年6月28日 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—」
  - 2.1 MBOと支配株主による従属会社の買収の意義と課題

9

## 1-2 2014年会社法改正後の関連する制度整備

- 東京証券取引所「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」（「研究会」）
  - 第1期（2020年1月7日～）
    - 2020年9月1日 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」）
  - 第2期（2023年1月6日～）
    - 2023年12月26日
      - 少数株主保護及びグループ経営に関する情報開示の充実（「情報開示の充実」）
      - 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に期待される役割（「独立社外取締役に期待される役割」）
    - 2025年2月4日 親子上場等に関する投資者の目線（「投資者の目線」）
- ※ 研究会第2期は現在も検討作業を継続中
  - 第7回（2025年10月7日開催）、第8回（2025年11月28日開催）

## 1-2 2014年会社法改正後の関連する制度整備

- 「東証では、これまでも、支配株主を有する上場会社を巡る構造的な利益相反の論点について、東証がそのような関係を有する会社の上場に上場審査を通じて積極的に関与することとなる「子会社上場（親会社を有する会社の上場をいう。以下同じ。）」の場合と上場後の株式取得等によって支配株主が新たに生ずる場合の2つの局面に区分して、実際にそのような問題が顕在化する都度、必要な検討を経て制度整備を図ってきた。…しかしながら、これらの制度整備・運用の改善につき、上場後に支配株主・支配的な株主を有することとなった場合を中心に、近時、少数株主保護として適切に機能していないのではないかと指摘される事例が生じている。」（中間整理3-4頁）
  - 「支配的な株主」：「議決権の過半数を有していないものの、実質的な支配力を持つ株主」（中間整理3頁）
- Cf. 「東証、親子上場の統治ルール策定へ アスクル問題に対応」日本経済新聞電子版2019年11月28日 19:01

11

## 1-3 研究会の意義と課題、そして、今後

- 支配株主と従属上場会社の関係の変化に対応する必要性
  - 形成過程の変化
    - 子会社上場から企業買収へ
  - 支配株主である上場会社の変化
    - 事業ポートフォリオの合理化に対する資本市場の要請
- 支配株主に関する規律における東京証券取引所の上場規則の重要性
  - 会社法改正の宿題
  - ハードロー以外の手段による規制手法の定着
- 東京証券取引所の上場規則によって支配（的な）株主の行動を規律していくことの限界も認識するべきではないか？
  - 情報開示による対応の限界
  - 従属上場会社の独立社外取締役への過剰な期待
  - 支配（的な）株主が上場会社ではない場合には上場規則による対応は困難

## 1-3 研究会の意義と課題、そして、今後

- 2 支配株主と従属上場会社の関係を分析するための視点
- 3 研究会の提言に基づく制度整備の分析
- 4 上場政策としての「支配（的な株主）に関する規律」の行方

13

## 2 支配株主と従属上場会社の関係を分析するための視点

## 2 支配株主と従属上場会社の関係进行分析するための視点

- 2-1 2つの視点
- 2-2 従属上場会社にとっての支配株主
- 2-3 支配株主にとっての従属上場会社

15

### 2-1 2つの視点

- 従属上場会社にとっての支配株主
- 支配株主にとっての従属上場会社

## 2-2 従属上場会社にとっての支配株主

- 2つのエージェンシー問題
  - ① 株主と経営者
    - 株式保有が分散している場合は①が問題
  - ② 支配株主と少数派株主
    - 株式保有が集中している場合は、①ではなく、②が問題
- 支配株主の存在により、①の問題が解決されるが、②の問題を解決する仕組みの整備が必要となる。
  - ②の問題は支配株主と少数派株主の利益相反が中心であるが、それに限られるわけではない。
  - 支配株主の存在により①の問題が解決されるのは、支配株主は、その持ち株割合の大きさゆえに、従属上場会社の企業価値の維持向上のために積極的に行動することを期待できるから
    - このような期待が常に成り立つか？
    - Ex. ファミリー企業

17

## 2-2 従属上場会社にとっての支配株主

- ①の問題を解決する仕組みの整備は株式保有構造に影響を与える可能性がある。
  - ①の問題の解決は株式保有の分散の前提
  - 近年のコーポレート・ガバナンスに関する制度整備は①の問題の解決を念頭に置いたものが多いように思われる。
- ①の問題を解決する仕組みが機能していない場合は株式保有が集中する可能性がある。
  - 従属上場会社という企業形態が①の問題を解決する仕組みとして優れている可能性
  - ①の問題を解決する仕組みが整備されると、従属上場会社という企業形態の意義も変化する。
  - 従属上場会社という企業形態の意義が消滅するのか？

## 2-2 従属上場会社にとっての支配株主

- 上場会社の株式保有構造の変遷
  - 株式持ち合いの崩壊
  - 海外の機関投資家による株式保有の増加
  - 政策保有株式（株主）の削減に向けた施策の継続
  - ただし、株式保有構造の多様化という側面もある。
- 株式保有構造は政策の影響を受けるが、政策によって株式保有構造を収斂させることはできないのでは？
  - ①の問題を解決する仕組みの実効性は、企業固有の事情によって左右される可能性がある。
    - 成熟企業とスタートアップ
- 支配株主が従属上場会社という企業形態を選択（維持）する意義も考える必要があるのでは？

19

## 2-3 支配株主にとっての従属上場会社

- 事業会社である支配株主にとっての従属上場会社の意義
  - 子会社上場
  - 企業買収
- 子会社上場
  - 独立のための準備段階
  - 投資回収
  - 資金調達
- 企業買収
  - 対象会社の上場を維持することが企業買収の成功（対象会社の取締役会やステークホルダーの同意）又はその後の対象会社の企業価値の維持向上に必要な場合があるか？
  - 対象会社を従属上場会社とする買収手法の存在
    - 第三者割当増資
    - 部分買付（全部買付義務の範囲の限定）
    - 株式交付（利用範囲を拡大する動きあり。ただし、主に非上場会社を対象会社とする場合を念頭か）

## 2-3 支配株主にとっての従属上場会社

- 事業会社ではない支配株主（特に自然人）にとっての従属上場会社の意義
  - スタートアップにとっての創業者株主
  - ファミリー企業にとっての創業家
- 支配株主が上場会社である場合には、上場会社のコーポレート・ガバナンス強化が支配株主としての上場会社の行動に影響を与える点に留意が必要である。
  - 従属上場会社は支配株主の事業ポートフォリオの構成要素
  - 従属上場会社の企業価値向上か？ Tunnelingか？

21

## 2-3 支配株主にとっての従属上場会社

- 支配株主と従属上場会社の関係に関する規律が備えるべき要素
  - 従属上場会社という企業形態の選択（維持の選択も含む）は支配株主によって行われるが、支配株主による利益追求が社会にとって望ましい形で行われることを確保する仕組みが必要ではないか？
- 支配株主による従属上場会社という企業形態の選択がどのようになされることが望ましいのか？
  - ①支配株主の利益
    - 支配株主が事業会社である場合にはそのステークホルダーの利益
    - 支配株主が上場会社である場合にはその一般株主の利益
  - ②従属上場会社の利益
  - ③従属上場会社の少数派株主（一般株主）にとっての利益
  - ④従属上場会社のその他のステークホルダーの利益
  - …

22

## 2-3 支配株主にとっての従属上場会社

- 親子上場の場合には、支配株主である親会社の一般株主と従属上場会社である子会社の一般株主の利益の対立が問題になる。
- 支配株主による従属上場会社という企業形態の選択が社会にとって望ましい形で行われうことを確保するためには、支配株主と少数派株主の利益相反の解決だけでは不十分ではないか？
  - Cf. 「グループの全体最適と支配株主・支配的な株主を有する上場会社の部分最適が両立しない場合における少数株主保護の枠組みとしては、常に部分最適を優先させるべきものではなく、グループの全体最適が優先されることが投資者に適切に伝わり、そのことが支配株主・支配的な株主を有する上場会社の株価に織り込まれ、合理的なディスカウントが生じた価格をもとに投資判断できるようになっているのであれば、少数株主や投資者が不利益を被ることはないと考えられるとの指摘もある。」（中間整理7頁）

23

## 3. 研究会の提言に基づく制度整備の分析

## 3. 研究会の提言に基づく制度整備の分析

- 3-1 研究会の提言の基本構造
- 3-2 情報開示の充実
- 3-3 独立社外取締役に期待される役割の明確化
- 3-4 「支配株主」に関する規律から「支配的な株主」に関する規律へ

25

### 3-1 研究会の提言の基本構造

- 情報開示の充実
  - 従属上場会社（子会社）だけではなく支配株主（親会社）による開示も対象
  - 従属上場会社という企業形態が資本市場によって適切に評価されるためには、従属上場会社だけではなく支配株主による開示も必要
- 独立社外取締役に期待される役割の明確化
  - （独立社外）取締役の善管注意義務・忠実義務の解釈の明確化
  - 従属上場会社における独立社外取締役の支配株主からの「独立性」を確保するための工夫も必要
- 支配株主の規制から「支配的な株主」の規制へ
  - 「支配株主」と「支配的な株主」の境界線を明確に設定することは不可能であることへの対応の必要性
  - 規制対象が拡大すれば規制内容の柔軟化・柔構造化も必要となる点に注意

26

## 3-2 情報開示の充実一概要

### ・趣旨

- 「投資者において少数株主保護やグループ経営に関する情報を踏まえた合理的なプレミアム／ディスカウントの織込みを可能にし、株主／少数株主・投資者の視点からは、投資判断に際して十分な予測可能性が確保されること、上場会社の視点からは、長期投資への障害や過度なディスカウントが解消されること
  - につながるよう、投資者の目線を踏まえ、自発的な開示の充実を図っていただくことを期待するもの」(情報開示の充実3頁)
- 親子関係にある上場会社（上場親会社／上場子会社）
  - CG報告書において既に開示項目とされている事項（少数株主保護やグループ経営）について、「記載上のポイントを整理・明確化」
- 持分法適用関係にある上場会社（上場関連会社を有する叙情会社／その他の関係会社を有する上場会社）
  - 「少数株主保護やグループ経営に関する事項について、開示が望まれる項目や記載上のポイントを整理し、新たに開示を勧奨」

27

## 3-2 情報開示の充実一上場子会社を有する上場会社における開示

開示項目	記載上のポイントの概要
グループ経営に関する考え方及び方針	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 事業ポートフォリオ戦略に関する基本的な考え方               <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 上場子会社の保有についての考え方・方針</li> <li>➢ 上場子会社と他のグループ会社保有形態との使い分けについての考え方・方針</li> <li>➢ グループ内における事業機会・事業分野の調整・配分についての考え方・方針</li> <li>➢ 事業ポートフォリオの検討・見直しについての考え方・方針や実際の実施状況</li> </ul> </li> <li>● グループ管理体制における上場子会社の取扱いに関する基本的な考え方・方針               <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 上場子会社における意思決定プロセスへの関与の有無や内容</li> <li>➢ 資金管理体制に関する上場子会社の取扱い</li> </ul> </li> </ul>
上場子会社を有する意義	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 子会社として保有することの合理性とその子会社を上場しておくことの合理性               <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 上場子会社として保有するに至った経緯</li> <li>➢ 上場子会社であることのメリット・デメリット</li> <li>➢ 完全子会社等の他のグループ会社保有形態と比べての合理性</li> </ul> </li> </ul>
上場子会社のガバナンス体制の実効性確保に関する方策	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 上場子会社の役員の選解任に関する議決権行使の考え方・方針</li> <li>● 上場子会社における役員の指名プロセスへの関与についての考え方・方針</li> </ul>

## 3-2 情報開示の充実— 上場子会社を有する上場会社における開示

- 支配株主である上場会社にとって従属上場会社との関係に関する情報開示は事業ポートフォリオに関する情報開示の特則
  - 特則の必要性は、従属上場会社という企業形態の特徴によって基礎付けることができるように思われる。
  - 従属上場会社の少数株主保護の必要性により支配株主である上場会社の権利が掣肘されるにも拘わらず、従属上場会社という企業形態を維持する理由とは？
  - それは完全子会社では達成できないのか？
  - 支配株主である上場会社において、会社法の支配株主に関する規律が強くないため、従属上場会社という企業形態の選択を基礎付ける必要性が十分に意識されていない可能性もあるように思われる。

29

## 3-2 情報開示の充実— 親会社を有する上場会社における開示

開示項目	記載上のポイントの概要
親会社におけるグループ経営に関する考え方及び方針	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 親会社の事業ポートフォリオ戦略における自社の位置付け</li> <li>● 親会社のグループ内における事業領域の棲み分けについて、現在の状況や今後の見通し</li> <li>● 親会社との間で資金管理を行っている場合（親会社のキャッシュ・マネジメント・システムへの参加など）は、その意義</li> </ul>
少数株主保護の観点から必要な親会社からの独立性確保に関する考え方・施策等	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 意思決定プロセスへの親会社の関与の有無や内容</li> <li>● 親会社からの独立性確保のために設置する特別委員会の概要           <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 常設又は非常設の別</li> <li>➢ 委員会構成の親会社からの独立性に関する考え方、委員の構成</li> <li>➢ 特別委員会の審議項目や権限・役割</li> <li>➢ 実際の活動状況</li> </ul> </li> <li>● 独立役員の親会社からの独立性確保のための指名委員会の活用方法や役割</li> <li>● 独立役員の選解任における親会社の議決権行使の考え方・方針</li> </ul>



### 3-3 独立社外取締役に期待される役割の明確化

- 2015年6月1日 東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」
  - 【原則4-3.取締役会の役割・責務(3)】
    - 更に、取締役会は、経営陣・支配株主等の関連当事者と会社との間に生じ得る利益相反を適切に管理すべきである。
  - 【原則4-7.独立社外取締役の役割・責務】
    - 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。
    - (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

33

### 3-3 独立社外取締役に期待される役割の明確化

- 独立社外取締役は支配株主から独立しているのか？（支配株主が存在する上場会社において支配株主から独立した取締役が存在し得るのか？）
  - Cf. 「指名委員会は、理論的には分散所有型の会社における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こと、議決権の行使を通じた支配株主による取締役の選任権を制限することは妥当でない」と鑑み、指名委員会が、指名委員会の設置が義務付けられているのに対し、支配株主を有する被支配会社では、指名委員会の設置が義務付けられていない（NYSE Listed Company Manual 303-A-00）が、指名委員会を有する被支配会社では、取締役の選任議案の決定は、全員が独立社外取締役である（NYSE 56.15(c)(2)）。ただし、アメリカでこのような制度がとられているのは、裁判例で支配株主のFiduciary Duty（信託義務）が確立されていることが前提とされているのに対し、日本においては、株主の多数決による配当の決定に於いて、取締役が選任されるとして、当該取締役には、特定株主の利益ではなく、株主一般の利益を配慮する義務を負うとされていることが重要であるとの指摘もある。」（中間整理9頁注22）
- 研究会の提言は従属上場会社における独立社外取締役の選任プロセスの透明性向上に関するものが中心
  - 支配株主の従属上場会社における取締役の選解任権限の制約と従属上場会社という企業形態を両立させることはできるか？

34



## 3-4 「支配株主」の規制から「支配的な株主」の規制へ

- 支配株主と「支配的な株主」を厳格に区別することが望ましいか？
  - Cf. 「グループ経営や一般株主保護の問題は、グラデーションとして存在しており、個別の関係や影響力の程度等に応じて、グループ経営や一般株主保護の在り方を検討のうえ、適切に説明責任を果たしていくことが期待される」（投資者の目線23頁）
- 「支配的な株主」にとっては事業ポートフォリオの問題、「支配的な株主」が存在する上場会社にとっては株主構成の問題であり、いずれも上場会社一般に共通する問題である。
- ただし、支配株主及び従属上場会社に適用される規律の全部が「支配的な株主」及び「支配的な株主」が存在する上場会社に必要であるとは限らない。
  - 情報開示の充実だけで十分か？

37

## 4 上場政策としての支配（的な）株主の規制の行方

## 4 上場政策としての「支配（的な）株主の規制」の行方

- 東京証券取引所が「支配（的な）株主の株主の規制」に興味を持つことは上場政策として合理性を有する。
  - 「支配（的な）株主に関する規律」は一般株主・投資者保護の問題
  - 会社法と上場規則の関係
- 上場規則の限界
  - 支配（的な）株主の行動を直接的に規律付けることの困難さ
  - 支配（的な）株主が上場会社ではない場合の存在

39

## 4 上場規則における「支配（的な）株主の規制」の行方

- 支配（的な）株主を直接の規律対象とすることの合理性
  - 2021年6月11日 東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」改訂
    - 【基本原則4】考え方に「そして、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、支配株主を有する上場会社には、少数株主の利益を保護するためのガバナンス体制の整備が求められる。」が追記される。
- 支配株主と従属上場会社及びその少数株主の問題を従属上場会社の独立社外取締役の役割の強化によって解決することは限界であるように思われる。

40

# 金融商品取引法研究会名簿

(令和7年12月29日現在)

会	長	神	作	裕	之	学習院大学法学部教授
委	員	飯	田	秀	総	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃		大	崎	貞	和	野村総合研究所未来創発センター主席研究員
〃		尾	崎	悠	一	東京都立大学大学院法学政治学研究科教授
〃		加	藤	貴	仁	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃		河	村	賢	治	立教大学法学部教授
〃		小	出		篤	早稲田大学法学部教授
〃		後	藤		元	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃		齊	藤	真	紀	京都大学法学研究科教授
〃		武	井	一	浩	西村あさひ法律事務所パートナー弁護士
〃		中	東	正	文	名古屋大学大学院法学研究科教授
〃		松	井	智	予	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃		松	井	秀	征	立教大学法学部教授
〃		松	尾	健	一	京都大学法学研究科教授
〃		松	元	暢	子	慶應義塾大学法学部教授
〃		萬	澤	陽	子	筑波大学ビジネスサイエンス系准教授
〃		宮	下		央	TMI 総合法律事務所弁護士
〃		行	岡	睦	彦	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
オブザーバー		三	井	秀	範	預金保険機構理事長
〃		齊	藤	将	彦	金融庁企画市場局市場課長
〃		坂	本	岳	士	野村証券法務部長
〃		大	門		健	大和証券グループ本社経営企画部法務課長
〃		横	田	明	彦	SMB C日興証券法務部長
〃		安	藤	崇	明	みずほ証券法務部長
〃		窪		久	子	三菱UFJモルガン・スタンレー証券法務部長
〃		松	本	昌	男	日本証券業協会常務執行役自主規制本部長
〃		森	本	健	一	日本証券業協会政策本部共同本部長
〃		坪	倉	明	生	日本証券業協会自主規制企画部長
〃		塚	崎	由	寛	日本取引所グループ総務部法務グループ課長
研 究 所		森	本		学	日本証券経済研究所理事長
〃		高	木		隆	日本証券経済研究所常務理事
〃 (幹事)		高		逸	薫	日本証券経済研究所研究員
〃 (幹事)		永	田	裕	貴	日本証券業協会規律本部規律審査部課長

(敬称略)

**[参考] 既に公表した「金融商品取引法研究会（証券取引法研究会）研究記録」**

- |   |          |
|---|----------|
| 第1号「裁判外紛争処理制度の構築と問題点」<br>報告者 森田章同志社大学教授   | 2003年11月 |
| 第2号「システム障害と損失補償問題」<br>報告者 山下友信東京大学教授  | 2004年1月  |
| 第3号「会社法の大改正と証券規制への影響」<br>報告者 前田雅弘京都大学教授   | 2004年3月  |
| 第4号「証券化の進展に伴う諸問題(倒産隔離の明確化等)」<br>報告者 浜田道代名古屋大学教授                                       | 2004年6月  |
| 第5号「EUにおける資本市場法の統合の動向<br>—投資商品、証券業務の範囲を中心として—」<br>報告者 神作裕之東京大学教授                      | 2005年7月  |
| 第6号「近時の企業情報開示を巡る課題<br>—実効性確保の観点を中心に—」<br>報告者 山田剛志新潟大学助教授                              | 2005年7月  |
| 第7号「プロ・アマ投資者の区分—金融商品・<br>販売方法等の変化に伴うリテール規制の再編—」<br>報告者 青木浩子千葉大学助教授                    | 2005年9月  |
| 第8号「目論見書制度の改革」<br>報告者 黒沼悦郎早稲田大学教授   | 2005年11月 |
| 第9号「投資サービス法(仮称)について」<br>報告者 三井秀範金融庁総務企画局市場課長<br>松尾直彦金融庁総務企画局<br>投資サービス法(仮称)法令準備室長     | 2005年11月 |
| 第10号「委任状勧誘に関する実務上の諸問題<br>—委任状争奪戦(proxy fight)の文脈を中心に—」<br>報告者 太田洋 西村ときわ法律事務所パートナー・弁護士 | 2005年11月 |
| 第11号「集団投資スキームに関する規制について<br>—組合型ファンドを中心に—」<br>報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士             | 2005年12月 |
| 第12号「証券仲介業」<br>報告者 川口恭弘同志社大学教授  | 2006年3月  |

- 第 13 号「敵対的買収に関する法規制」 2006 年 5 月  
報告者 中東正文名古屋大学教授
- 第 14 号「証券アナリスト規制と強制情報開示・不公正取引規制」 2006 年 7 月  
報告者 戸田暁京都大学助教授
- 第 15 号「新会社法のもとでの株式買収請求権制度」 2006 年 9 月  
報告者 藤田友敬東京大学教授
- 第 16 号「証券取引法改正に係る政令等について」 2006 年 12 月  
(TOB、大量保有報告関係、内部統制報告関係)  
報告者 池田唯一 金融庁総務企画局企業開示課長
- 第 17 号「間接保有証券に関するユニドロア条約策定作業の状況」 2007 年 5 月  
報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 18 号「金融商品取引法の政令・内閣府令について」 2007 年 6 月  
報告者 三井秀範 金融庁総務企画局市場課長
- 第 19 号「特定投資家・一般投資家について―自主規制業務を中心に―」 2007 年 9 月  
報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
- 第 20 号「金融商品取引所について」 2007 年 10 月  
報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 21 号「不公正取引について―村上ファンド事件を中心に―」 2008 年 1 月  
報告者 太田 洋 西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
- 第 22 号「大量保有報告制度」 2008 年 3 月  
報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 23 号「開示制度（Ⅰ）―企業再編成に係る開示制度および  
集団投資スキーム持分等の開示制度―」 2008 年 4 月  
報告者 川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授
- 第 24 号「開示制度（Ⅱ）―確認書、内部統制報告書、四半期報告書―」 2008 年 7 月  
報告者 戸田 暁 京都大学大学院法学研究科准教授
- 第 25 号「有価証券の範囲」 2008 年 7 月  
報告者 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 26 号「民事責任規定・エンフォースメント」 2008 年 10 月  
報告者 近藤光男 神戸大学大学院法学研究科教授
- 第 27 号「金融機関による説明義務・適合性の原則と金融商品販売法」 2009 年 1 月  
報告者 山田剛志 新潟大学大学院実務法学研究科准教授
- 第 28 号「集団投資スキーム（ファンド）規制」 2009 年 3 月  
報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士

- 第 29 号「金融商品取引業の業規制」 2009 年 4 月  
報告者 黒沼悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授
- 第 30 号「公開買付け制度」 2009 年 7 月  
報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授
- 第 31 号「最近の金融商品取引法の改正について」 2011 年 3 月  
報告者 藤本拓資 金融庁総務企画局市場課長
- 第 32 号「金融商品取引業における利益相反  
—利益相反管理体制の整備業務を中心として—」 2011 年 6 月  
報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 33 号「顧客との個別の取引条件における特別の利益提供に関する問題」 2011 年 9 月  
報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授  
松本讓治 S M B C 日興証券 法務部長
- 第 34 号「ライツ・オフリングの円滑な利用に向けた制度整備と課題」 2011 年 11 月  
報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 35 号「公開買付規制を巡る近時の諸問題」 2012 年 2 月  
報告者 太田 洋 西村あさひ法律事務所弁護士・NY州弁護士
- 第 36 号「格付会社への規制」 2012 年 6 月  
報告者 山田剛志 成城大学法学部教授
- 第 37 号「金商法第 6 章の不公正取引規制の体系」 2012 年 7 月  
報告者 松尾直彦 東京大学大学院法学政治学研究科客員  
教授・西村あさひ法律事務所弁護士
- 第 38 号「キャッシュ・アウト法制」 2012 年 10 月  
報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授
- 第 39 号「デリバティブに関する規制」 2012 年 11 月  
報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 40 号「米国 JOBS 法による証券規制の変革」 2013 年 1 月  
報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
- 第 41 号「金融商品取引法の役員の責任と会社法の役員の責任  
—虚偽記載をめぐる役員の責任を中心に—」 2013 年 3 月  
報告者 近藤光男 神戸大学大学院法学研究科教授
- 第 42 号「ドッド=フランク法における信用リスクの保持ルールについて」 2013 年 4 月  
報告者 黒沼悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授
- 第 43 号「相場操縦の規制」 2013 年 8 月  
報告者 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授

- 第 44 号「法人関係情報」 2013年10月  
 報告者 川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授  
 平田公一 日本証券業協会常務執行役
- 第 45 号「最近の金融商品取引法の改正について」 2014年6月  
 報告者 藤本拓資 金融庁総務企画局企画課長
- 第 46 号「リテール顧客向けデリバティブ関連商品販売における民事責任  
 —「新規な説明義務」を中心として—」 2014年9月  
 報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
- 第 47 号「投資者保護基金制度」 2014年10月  
 報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 48 号「市場に対する詐欺に関する米国判例の動向について」 2015年1月  
 報告者 黒沼悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授
- 第 49 号「継続開示義務者の範囲—アメリカ法を中心に—」 2015年3月  
 報告者 飯田秀総 神戸大学大学院法学研究科准教授
- 第 50 号「証券会社の破綻と投資者保護基金  
 —金融商品取引法と預金保険法の交錯—」 2015年5月  
 報告者 山田剛志 成城大学大学院法学研究科教授
- 第 51 号「インサイダー取引規制と自己株式」 2015年7月  
 報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 52 号「金商法において利用されない制度と利用される制度の制限」 2015年8月  
 報告者 松尾直彦 東京大学大学院法学政治学研究科  
 客員教授・弁護士
- 第 53 号「証券訴訟を巡る近時の諸問題  
 —流通市場において不実開示を行った提出会社の責任を中心に—」 2015年10月  
 報告者 太田 洋 西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
- 第 54 号「適合性の原則」 2016年3月  
 報告者 川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授
- 第 55 号「金商法の観点から見たコーポレートガバナンス・コード」 2016年5月  
 報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 56 号「EUにおける投資型クラウドファンディング規制」 2016年7月  
 報告者 松尾健一 大阪大学大学院法学研究科准教授
- 第 57 号「上場会社による種類株式の利用」 2016年9月  
 報告者 加藤貴仁 東京大学大学院法学政治学研究科准教授

- 第 58 号「公開買付前置型キャッシュアウトにおける  
価格決定請求と公正な対価」 2016年11月  
報告者 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 59 号「平成26年会社法改正後のキャッシュ・アウト法制」 2017年1月  
報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授
- 第 60 号「流通市場の投資家による発行会社に対する証券訴訟の実態」 2017年3月  
報告者 後藤 元 東京大学大学院法学政治学研究科准教授
- 第 61 号「米国における投資助言業者（investment adviser）  
の負う信認義務」 2017年5月  
報告者 萬澤陽子 専修大学法学部准教授・当研究所客員研究員
- 第 62 号「最近の金融商品取引法の改正について」 2018年2月  
報告者 小森卓郎 金融庁総務企画局市場課長
- 第 63 号「監査報告書の見直し」 2018年3月  
報告者 弥永真生 筑波大学ビジネスサイエンス系  
ビジネス科学研究科教授
- 第 64 号「フェア・ディスクロージャー・ルールについて」 2018年6月  
報告者 大崎貞和 野村総合研究所未来創発センターフェロー
- 第 65 号「外国為替証拠金取引のレバレッジ規制」 2018年8月  
報告者 飯田秀総 東京大学大学院法学政治学研究科准教授
- 第 66 号「一般的不公正取引規制に関する一考察」 2018年12月  
報告者 松井秀征 立教大学法学部教授
- 第 67 号「仮想通貨・ICOに関する法規制・自主規制」 2019年3月  
報告者 河村賢治 立教大学大学院法務研究科教授
- 第 68 号「投資信託・投資法人関連法制に関する問題意識について」 2019年5月  
報告者 松尾直彦 東京大学大学院法学政治学研究科  
客員教授・弁護士
- 第 69 号「「政策保有株式」に関する開示規制の再構築について」 2019年7月  
報告者 加藤貴仁 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 70 号「複数議決権株式を用いた株主構造のコントロール」 2019年11月  
報告者 松井智予 上智大学大学院法学研究科教授
- 第 71 号「会社法・証券法における分散台帳の利用  
—デラウェア州会社法改正などを参考として」 2020年2月  
報告者 小出 篤 学習院大学法学部教授
- 第 72 号「スチュワードシップコードの目的とその多様性」 2020年5月  
報告者 後藤 元 東京大学大学院法学政治学研究科教授

- 第 73 号「インデックスファンドとコーポレートガバナンス」 2020 年 7 月  
報告者 松尾健一 大阪大学大学院高等司法研究科教授
- 第 74 号「株対価 M&A/株式交付制度について」 2020 年 8 月  
報告者 武井一浩 西村あさひ法律事務所パートナー弁護士
- 第 75 号「取締役の報酬に関する会社法の見直し」 2021 年 2 月  
報告者 尾崎悠一 東京都立大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 76 号「投資助言葉に係る規制—ドイツ法との比較を中心として—」 2021 年 6 月  
報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 77 号「インサイダー取引規制について」 2021 年 8 月  
報告者 宮下 央 TMI 総合法律事務所弁護士
- 第 78 号「敵対的買収防衛策の新局面」 2021 年 10 月  
報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授
- 第 79 号「事前警告型買収防衛策の許容性  
—近時の裁判例の提起する問題—」 2021 年 12 月  
報告者 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 80 号「金商法の改正案を含む最近の市場行政の動きについて」 2023 年 11 月  
報告者 齊藤将彦 金融庁企画市場局市場課長
- 第 81 号「TOB・大量保有報告制度の見直しについて」 2023 年 11 月  
報告者 大崎貞和 野村総合研究所未来創発センター主席研究員
- 第 82 号「公開買付けにおける意見表明は必要か？」 2023 年 12 月  
報告者 宮下 央 TMI 総合法律事務所弁護士
- 第 83 号「日本証券業協会の社債市場活性化に向けた  
制度整備に関する取組み」 2024 年 3 月  
報告者 松本昌男 日本証券業協会常務執行役・自主規制本部長
- 第 84 号「資産運用業規制—業務委託に係る規制の見直し—」 2024 年 5 月  
報告者 神作裕之 学習院大学法学部教授
- 第 85 号「ドイツにおける公開買付規制のエンフォースメント」 2024 年 6 月  
報告者 齊藤真紀 京都大学法学研究科教授
- 第 86 号「米国私募規制の改正と私募市場の現状」 2024 年 7 月  
報告者 松尾健一 大阪大学大学院高等司法研究科教授
- 第 87 号「経済成長戦略と上場会社法制」 2024 年 8 月  
報告者 武井一浩 西村あさひ法律事務所パートナー弁護士
- 第 88 号「サステナビリティ関連訴訟の近時の動向」 2024 年 12 月  
報告者 松井智予 東京大学大学院法学政治学研究科教授

- 第 89 号「いわゆるソフトダラーの規制について 2025 年 2 月  
ーリサーチ・アンバンドリングを巡る米英の近時の議論状況」  
報告者 行岡睦彦 神戸大学大学院法学研究科教授
- 第 90 号「株式分割と資本市場 2025 年 2 月  
ーなぜ株式分割はインサイダー取引規制における重要事実なのかー」  
報告者 飯田秀総 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 91 号「財務報告に係る内部統制基準・実施基準の改訂と今後の課題」2025 年 11 月  
報告者 小出 篤 早稲田大学法学部教授
- 第 92 号「米国における開示情報の信頼性確保のための制度 2025 年 12 月  
ー内部統制に関する制度のSECによる最近のエンフォースメントー」  
報告者 萬澤陽子 筑波大学ビジネスサイエンス系准教授
- 第 93 号「役員報酬規制についての近時の動向」 2025 年 12 月  
報告者 尾崎悠一 東京都立大学大学院法学政治学研究科教授

当研究所の出版物の購入を希望される方は、一般書店までお申し込み下さい。  
金融商品取引法研究会研究記録については研究所のホームページ <https://www.jsri.or.jp/>  
にて全文をご覧いただけます。

金融商品取引法研究会研究記録 第94号

上場政策としての支配（的な）株主の  
規制の意義と課題

令和8年2月27日

定価 550 円（本体 500 円 + 税 10%）

編 者 金 融 商 品 取 引 法 研 究 会  
発行者 公益財団法人 日本証券経済研究所  
東京都中央区日本橋 2-11-2  
〒 103-0027  
電話 03 (6225) 2326 代表  
URL: <https://www.jsri.or.jp>

ISBN978-4-89032-713-3 C3032 ¥500E

定価 550 円（本体 500 円 + 税 10%）