

上場政策としての支配株主に関する規律の意義と課題

加 藤 貴 仁

要 旨

日本の上場会社法制の課題の1つとして、支配株主の規制が挙げられる。平成26年(2014年)6月の会社法の改正(以下、「平成26年改正」という。)によって支配株主と支配株主が支配している上場会社(以下、「従属上場会社」という。)の関係に関する規律の見直しが行われたが、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。そのため、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いる。東京証券取引所(以下、「東証」という。)も、「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」(以下、「研究会」という。)を設置し、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進めている。東証は、企業行動規範に代表される一般株主の保護を目的とする制度の整備を進めており、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その延長線上にある。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る。たとえば、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等を挙げることができるように思われる。上場会社法制における上場規則の重要性に疑いはないが、後者は前者を構成する一要素に過ぎないことを忘れるべきではない。そこで本稿では、研究会の提言を題材として、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る。

I 問題意識

日本の上場会社法制の課題の1つとして、支配株主の規制が挙げられるように思われる。「支配株主」という用語は会社法には存在しないが、東京証券取引所(以下、「東証」という。)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。」(東証有価証券上場規程2条(42)の2)と定義されている¹⁾。本稿では「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する。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いう。

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いた²⁾。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ない。たとえば、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、支配株主と従属上場会社の関係に関する規律は乏しい。その一方で、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ことを指摘する研究も存在した³⁾。このような状況において行われた平成26年（2014年）6月の会社法の改正（以下、「平成26年改正」という。）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的見直しを目指すものであったが、社外取締役の定義の見直しと監査役等の監査の強化に止まることになった⁴⁾。

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評価があり得ると考える。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年改正の評価の裏付けとなる。そのような見直しは、東証「コーポレートガバナンス・コード～会社の持続的な

1) 東証の上場規則において、「親会社」とは「財務諸表等規則第8条第3項に規定する親会社」（東証有価証券上場規程2条（2））と定義されている。そして、「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」とは、「自己の計算において所有している議決権と次の各号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（親会社を除く。）」であり、上記の「次の各号に掲げる者」とは「当該主要株主の近親者（二親等内の親族をいう。以下同じ。）」と「当該主要株主及び前号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。以下同じ。）及び当該会社等の子会社」である（東証有価証券上場規程施行規則3条の2）。東証の上場規則において「主要株主」とは金融商品取引法163条1項に規定する「主要株主」と同義であり、「自己又は他人（仮設人を含む。）の名義をもつて総株主等の議決権の100分の10以上の議決権（取得又は保有の態様その他の事情を勘案して内閣府令で定めるものを除く。）を保有している株主」のことをいう（東証有価証券上場規程402条2号b括弧書）。一方、会社法には「親会社」と「親会社等」を定義する規定があり、「親会社」とは「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」（会社法2条4号）、「親会社等」とは親会社又は「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」（会社法2条4号の2）をいう。なお、東証の上場規則において「親会社等」は「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」（東証有価証券上場規程2条（3））と定義されているが、会社法における「親会社等」とは異なる。

2) 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7月8日）。

3) 宮島英昭＝新田敬祐＝穴戸善一「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。これに対して、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。

成長と中長期的な企業価値の向上のために〜」（以下、「コーポレートガバナンス・コード」という。）を初め、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）で行われた⁵⁾。本稿は、その内、比較的最近の東証の上場規則の見直しに注目したい。東証の上場規則はハードローではないが、上場契約に基づく拘束力を持つため、その他の指針やガイドラインよりも上場会社と与える影響力が大きいと考えるからである⁶⁾。

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」（以下、「研究会」という。）を設置している⁷⁾。研究会は2期（第1期は2020年1月7日から、第2期は2023年1月6日から）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」（2020年9月1日）（以下、「中間整理」という。）、「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」）」（2023年12月26日）（以下、「情報開示の充実」という。）、「支配株主・支配的な株主を有する上場

4) 社外取締役の定義の見直しについて、平成26年の会社法の改正により、「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。」「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。」「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。」が社外取締役の要件として付加された（会社法2条15号ハ～ホ）。監査役等の監査の強化について、「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その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）」、「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つては、取締役会。ハにおいて同じ。）の判断及びその理由」、「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」が事業報告の記載事項とされ（会社法施行規則118条5号）、これらの記載事項についての意見が監査報告の記載事項とされた（会社法129条1項6号等）。

5) コーポレートガバナンス・コード（2015年6月1日策定時）【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】、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）」（2019年6月28日）6 上場子会社に関するガバナンスの在り方、経済産業省「公正なM&Aの在り方に関する指針—企業価値の向上と株主利益の確保に向けて—」（2019年6月28日）2.1 MBOと支配株主による従属会社の買収の意義と課題。

6) 神作裕之「日本版スチュワードシップ・コードの規範性について」江頭憲治郎先生古稀記念『企業法の進路』（有斐閣、2017年）1016-18頁

7) なお、研究会の設置以前から、東証の上場規則には支配株主と従属上場会社の関係に関する規律が存在した。そのような規律の例として、令和7年7月22日改正前東証有価証券上場規程441条の2（「支配株主を有する上場会社は、次の各号に掲げる場合には、当該各号に規定する事項の決定が当該上場会社の少数株主にとって不利益なものでないことに関し、当該支配株主との間に利害関係を有しない者による意見の入手を行うものとする。」）が挙げられる。なお、同日の改正により、「次の各号に掲げる場合は「次の各号に掲げる場合（前条第1項本文に規定する場合を除く。）」に、「当該支配株主との間に利害関係を有しない者」は「当該支配株主からの独立性を有する者」に改められた。上記の改正は、MBOと支配株主による完全子会社化に関する企業行動規範の見直しを目的とする改正の一環として行われたものであり、同じ日に東証有価証券上場規程441条も改正されている。中村咲百合「MBOや支配株主による完全子会社化に関する企業行動規範の見直し等の概要」商事法務2397号（2025年）33頁以下。

会社において独立社外取締役役に期待される役割」(2023年12月26日)(以下、「独立社外取締役に期待される役割」という。),「親子上場等に関する投資者の目線」(2025年2月4日)(以下、「投資者の目線」という。),「親子上場等に関する事例集」(以下、「事例集」という。)等を公表している⁸⁾。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、中間整理における以下の指摘に現れているように思われる⁹⁾。

「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。」

上記の指摘を敷衍するならば、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である。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挙げることができるように思われる。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等、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る¹⁰⁾。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挙げることができるように思わ

8) 研究会の提言に関する東証の担当者の解説として、池田直隆＝白水克典「従属上場会社における情報開示の充実および独立社外取締役の役割について」商事法務2355号(2025年)22頁以下、横山晃大「少数株主保護に関する上場制度の見直し等の概要」商事法務2428号(2026年)24頁以下がある。研究会の提言を検討する先行研究として、熊代拓馬「上場従属会社と情報開示制度〔上〕〔下〕」商事法務2365号(2024年)25頁以下・同2366号(2024年)78頁以下(以下、「熊代〔上〕」、「熊代〔下〕」と引用する。),高橋陽一「支配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とその限界」商事法務2366号(2024年)38頁以下等がある。なお、筆者は研究会のメンバーであるが、本稿は研究会の意見を代表するものではない。

9) 中間整理3-4頁。東証による研究会の設置の背景として、2019年に生じたアスクル株式会社とヤフー株式会社との間の紛争が指摘されている。「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。上記の紛争の当時、ヤフー株式会社はアスクル株式会社の総議決権の45.1%を有していたが、アスクル株式会社では、ヤフー株式会社は会社法及び東証の上場規則における「親会社」として扱われていなかった。アスクル株式会社「支配株主等に関する事項について」(2019年8月20日)。

10) 研究会(第1期)第1回(2020年1月7日開催)資料4-1(東証上場部)2-3頁。

れる¹¹⁾。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ない。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」のことをいうとされている¹²⁾。

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。平成26年改正の後、令和元年（2019年）に会社法が再び改正されたが、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る。また、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、支配株主と従属上場会社の関係に関する規律の見直しを進めることは、従来の上場政策の延長線上にある¹³⁾。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る。たとえば、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等を挙げることができるように思われる。上場会社法制における上場規則の重要性に疑いはないが、後者は前者を構成する一要素に過ぎないことを忘れるべきではない。そこで本稿では、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る。

Ⅱでは、支配株主に関する規律を分析するための視点を提示する。具体的には、支配株主と従属上場会社の関係を従属上場会社の立場と支配株主の立場の異なる2つの視点から分析することの有用性を示す。Ⅲでは、研究会に基づく制度整備は、情報開示の充実、独立社外取締役に期待される役割の明確化、「支配株主」の規制から「支配的な株主」の規制への発展の3つを主要たる構成要素であることを示した後、各要素について分析を試みる。Ⅳでは、今後の課題として、東証が上場政策として支配（的な）株主の規制を強化していくことの意義と限界を確認し、東証による上場規則とその他の規制の役割分担を再検討する時期が到来していることを示す。

11) コーポレートガバナンス・コード（2021年6月改訂時）【原則5-2. 経営戦略や経営計画の策定・公表】、東証「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について」（2023年3月31日）、同「「資本コストや株価を意識した経営」に関する要請のアップデート」（2026年4月28日）等

12) 中間整理3頁。

13) 神田秀樹「会社法・金融法随想—立法事実からみる、近況・課題（2）会社法改正の歴史」判例時報2431号=2432号（2020年）243頁（「東京証券取引所は、…平成19年から、上場会社の一般株主の利益保護の観点から上場会社向けに一定の行動規範（会社法の規律に上乘せする規範）を求めるようになった。」）。

II 支配株主に関する規律を分析するための視点

1 2つの視点

2. では、研究会の提言を分析するための理論的な視点を提示する。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る。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、という視点である。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付けられているか、という視点である。以下、これら2つの視点を順に提示する。

2 従属上場会社にとっての支配株主

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もある。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あるが、以下のとおり、問題の現れ方は株式保有構造によって大きく異なる¹⁴⁾。

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る。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あるから、支配株主と少数派株主の間のエージェンシー問題は存在しない。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あるから、株主と経営者の間のエージェンシー問題は存在する。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る¹⁵⁾。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、株主と経営者の間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 (Tunneling)

14) 加藤貴仁「支配株主と少数派株主のエージェンシー問題に関する覚書－社外取締役などにどこまで期待できるのか?－」東京大学法科大学院ローレビュー11号(2016年)222-224頁。

15) ただし、注(21)で後述するように、「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」という想定が全ての支配株主に妥当するかについては慎重な検討が必要である。

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する。

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る。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ある¹⁶⁾。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つ。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便益を享受することを妨げる¹⁷⁾。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である。

ただし、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決まるわけではない。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その少数派株主の利益の観点から望ましい可能性がある。したがっ

16) 支配株主が従属上場企業の経営者の監視やインセンティブ構造への働きかけを行うことによって従属上場企業における株主と経営者の間のエージェンシー問題が解決されることは、従属上場企業の企業価値の維持・向上につながる。このような形で生じる従属上場企業の企業価値の増加分を、支配株主と少数株主は持株割合に応じて享受する。支配株主と少数派株主の間のエージェンシー問題は、支配株主が従属上場企業との取引などによって排他的に利益を享受しようとする場合に顕在化する。このような支配株主のみが得ることができる利益のことを私的利益（private benefits）という。加藤・前掲注（14）223頁注（4）。従属上場企業の企業価値の向上の可能性だけでは支配株主が従属上場企業における株主と経営者の間のエージェンシー問題の解決に必要な投資を行う誘因として不十分な可能性がある場合には、私的利益の可能性が上記の誘因として重要な意味を持つ。得津晶「契約による私的利益の規制と株式持ち合いへの応用可能性」落合誠一先生古稀記念『商事法の新しい礎石』（有斐閣、2014年）67頁以下。したがって、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目的とする法制度の目的は、支配株主による私的利益の享受を禁止することではない。たとえば、支配株主が従属上場企業に提供する財やサービスの内容次第で、支配株主との取引が従属上場企業の企業価値の維持・向上のために合理的な選択肢となり得る。問題は、私的利益の最大化を目指す支配株主が従属上場企業に影響力を行使することによって、そのような取引によって生じる余剰の分配が不公正に定められる可能性の存在である。そして、このような可能性に対処することは、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目的とする法制度の役割の1つである。

17) 熊代〔上〕・前掲注（8）26-27頁。

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その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る。

平成26年改正以降、コーポレートガバナンス・コードを初め、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が積み重ねられてきた。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の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の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る。支配株主が存在しない会社においても株主と経営者の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の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の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ある。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その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になる。別の言い方をすれば、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のである。

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は、上場会社の株式保有構造の変化と足並みを揃えたものでもあるように思われる。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た¹⁸⁾。株主と経営者の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上昇を意味する。したがって、純投資目的の株式保有の規模が増加すれば、上場会社法制的制度整備に際して純投資目的の株主の選好を無視することはできなくなる。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る¹⁹⁾。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あるが、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る。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る。

18) スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議第30回（2025年6月2日開催）資料3（事務局説明資料）24頁。

19) 加藤貴仁「『政策保有株式』に関する規制の再構築の方向性」金融商品取引法研究会編『金融商品取引法制的近時の展開（上）』（2023年6月）143頁以下、新谷亜紀子＝廣島直樹「コーポレートガバナンス改革に関する金融庁の近時の取組み〔1〕—アクション・プログラム2025の策定」商事法務2400号（2025年）19頁。

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つに過ぎない。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する。支配株主の存在は、支配株主と少数派株主の間のエージェンシー問題を伴うからである。しかし、上場株式の取引は自由であるから、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ある。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様々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優れている可能性があるのではなかろうか。このような可能性の程度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。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る。そのような選択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のではなかろうか。

3 支配株主にとっての従属上場会社

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様々である。必ずしも網羅的ではないが、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する。

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、親子上場がある。親子上場では、自らも上場会社である事業会社が支配株主であり、かつ、子会社の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る。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、資金調達など様々である。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る。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（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る。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様々であるが、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態様が異なる可能性もあり得るように思われる。

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

を示している。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る。たとえば、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）とでは、支配株主と従属上場会社の関係は異なるのではなかろうか²⁰⁾。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る。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る。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ある。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る。

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様々であるが、その選択が支配株主の利益最大化の観点から行われる点は共通する。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を備えるべきである。しかし、支配株主が存在しない会社や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する。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、考慮すべき要素が複雑なものとなる²¹⁾。

たとえば、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ある。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る。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る。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になる²²⁾。

20) 高橋・前掲注（8）45頁。

21) 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として、必ずしも網羅的ではないが、①支配株主の利益、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）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が挙げられる。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も上記の要素に加わることになる。①について、ファミリー企業の支配株主は事業の成長よりもその維持や継続を重視する場合があるが、このような場合、支配株主による従属上場企業の企業価値の向上に向けた働きかけが過少となる点が問題になるため、独立社外取締役による監督や支配株主の責任規定などで対処することは難しいとの指摘がある。高橋・前掲注（8）45-46頁。

Ⅲ 研究会の提言に基づく制度整備の分析

1 研究会の提言の基本構造

次に、2. で提示した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、課題を分析する。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る。以下、3つの要素を順に検討するが、具体的な検討に移る前に各要素の特徴を指摘しておきたい。

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挙げることができる。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点にあると考える。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等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ズレが埋まることを期待しているのである²³⁾。

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（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を意図するものと評価できる。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るが、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される役割は異なる。しかし、支配株主が選解任を支配している状況の中では、このような役割を独立取締役が担うことは困難である。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

22) 支配株主と少数派株主のエージェンシー問題と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方法として、中間整理7頁では「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。」との考え方が紹介されている。

23) 池田＝白水・前掲注（8）31頁注（4）（「少数株主保護やグループ経営のあり方は対話の主要なテーマとなり得るものであり、実効的な対話を行うという観点からも、投資家の目線を意識した情報開示が重要となる。」）。なお、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ズレが埋まらない場合、支配株主は従属上場企業の完全子会社化や第三者への売却を選択し、また、従属上場企業という企業形態の選択自体が回避される可能性がある。その結果として企業にとっての資金調達を選択肢や投資家にとっての投資対象が狭まることになるが、これらが資本市場や社会にとって望ましいかは別に検討されるべきである。

主の期待に沿って行動できる状況を確認するための制度整備が必要となる。独立社外取締役の支配株主からの「独立性」を確認するための制度はその一例である。

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付けられる。ただし、規制対象の拡大は規制内容の柔軟化・柔構造化を伴わなければ、規制が過剰又は過小となる可能性がある点に注意が必要である。

以下では3つの要素について順に検討する。

2 情報開示の充実

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（以下、「CG報告書」という。）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」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策」が含まれていた（東証有価証券上場規程419条1項、東証有価証券上場規程施行規則415条1号括弧書）。しかし、投資家から、上記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となっているとの指摘がなされていた²⁴⁾。

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、CG報告書の記載要領の改訂という形で行われた²⁵⁾。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る。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する。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、4で取り上げる²⁶⁾。

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

24) 池田＝白水・前掲注（8）23-24頁。

25) 研究会の提言に基づくコーポレートガバナンス報告書の記載要領の改訂は2023年12月に行われた。東証「コーポレート・ガバナンスに関する報告書 記載要領（2023年1月改訂版）参照。支配株主と従属上場会社の関係に関する開示の中で、「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」以外の事項は、コーポレートガバナンス報告書の記載要領の「I 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、企業属性その他の基本情報 5. その他コーポレート・ガバナンスに重要な影響を与える特別な事情」として位置付けられている。そして、上記の記載要領I 5. は「上場子会社（財表規則第8条第3項に規定する子会社のうち国内の金融商品取引所に上場している会社をいいます。）を有する場合、又は親会社（非上場会社を含みます。）を有する場合は、少数株主保護及びグループ経営等に関する所要の事項について記載が必要となります。」とした上で、具体的な内容は「別添3 【少数株主保護及びグループ経営に関する情報開示】」に委ねている。

フォリオに関する情報開示の特則として位置付けられるように思われる。このような特則の必要性は、以下のとおり、従属上場会社という企業形態の特徴によって基礎付けられる。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。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ない。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等について、支配株主である上場会社がグループ最適（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る²⁷⁾。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、従属会社の役員の選解任に関する議決権行使の考え方等や役員の指名プロセスへの関与についての考え方等が例示されることになった。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あるが、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が事業ポートフォリオにおける従属上場会社の位置付けと整合的であるかを示すという点で重要である。

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ある²⁸⁾。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・投資家の期待との齟齬が生じることになる。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、上記の意味での齟齬が生じやすい。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、支配株主の協力が必要となる点が課題としてあげられる。そのような情報の例として、前述した従属上場会社の役員（独立役員）の候補者の選任に関する支配株主の方針の他に、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付け等を挙げることができる²⁹⁾。また、支配株主である上場会社と従属上場会社には、両社の間で締結されている「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るが、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る。

26) 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、注(25)で紹介した改訂により、コーポレートガバナンス報告書の記載要領Ⅰ5.に「上場関連会社（財表規則第8条第5項に規定する関連会社のうち国内の金融商品取引所に上場している会社をいいます。）を有する場合、又はその他の関係会社（財表規則第8条第8項に規定するその他の関係会社をいいます。）（非上場会社を含みます。）を有する場合は、少数株主保護及びグループ経営に関する所要の事項について記載することが望まれます。」が追記され、その具体的な内容は、支配株主と従属上場会社の関係に関する開示と同じく、「別添3 【少数株主保護及びグループ経営に関する情報開示】」に委ねられている。

27) 池田＝白水・前掲注(8)23頁。

28) 熊代〔下〕・前掲注(8)82-83頁。

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るが、従属上場会社又は支配株主である上場会社の一般株主にとって、両社の開示は無関係ではない。両社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る³⁰⁾。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る。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何らかの制度整備が必要となると考える³¹⁾。

3 独立社外取締役に期待される役割の明確化

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する³²⁾。このような整理は、コー

29) 注(25)で紹介した「別添3 【少数株主保護及びグループ経営に関する情報開示】」には、支配株主である上場会社に対して、「上場子会社がその少数株主に対して充実した情報開示を行うことを可能にするため、上場子会社を有する場合は、当該上場子会社の情報開示に十分に協力することが期待されます。」との記載がある。従属上場会社の情報開示に対する支配株主の協力は東証の要請に過ぎないが、支配株主が上場会社である場合は、支配株主である上場会社自身も上場規則に基づく規制の対象であるため、東証の要請に事実上の拘束力が存在する可能性がある。

30) 投資者の目線9頁・15頁。

31) 熊代〔下〕・前掲注(8)84頁。

32) 具体的には、独立社外取締役に期待される役割11-12頁において、以下のように整理されている(下線部は筆者による)。

「上場会社の取締役は、会社法に基づき株主からの付託を受け、a 株主共同の利益の最大化に向けて、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に寄与する役割・責務を負っている。

支配株主を有する上場会社においては、取締役は、このような責務・役割の一環として、少数株主の利益の適切な保護を図る役割・責務を負っている。

独立社外取締役以外の取締役においては支配株主からの独立性が必ずしも確保されておらず、支配株主の影響をより受けやすい立場にあるため、このような少数株主の利益の適切な保護を図る役割・責務は、特に、独立社外取締役に期待されることとなる(コーポレートガバナンス・コード原則4-7参照)。

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

上記の整理に対しては、①下線部aは従属会社の独立社外取締役にも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示しているが、従属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り、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、②支配株主と少数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等によって異なるのであり、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方が懸念される、との批判的な分析がなされている。高橋・前掲注(8)40頁。

上記の分析が示す懸念はもっともであるが、独立社外取締役に期待される役割は、独立社外取締役は

ポレートガバナンス・コードの策定当初から示されていたものである³³⁾。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」の一環として位置付けられることを確認した点にある。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、その特徴として挙げることができるように思われる。また、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いたものである³⁴⁾。

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る³⁵⁾。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過ぎないとの評価も可能である。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する。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、という問題である。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ある。そのような環境整備のため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のである³⁶⁾。

コーポレートガバナンス・コードにおいても、2021年6月11日の改訂により、従属上場会

他の取締役と同じく下線部aが示す役割・責務を負っていることを出発点として明示することにより一定の対処を図っている。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下線部aが示す役割・責務と抵触するということである。なお、池田＝白水・前掲注（8）33頁注（22）（「ただし、支配株主との取引や支配株主からの指示に対して常に独立社外取締役が消極的な対応をとることが必要となるわけではなく、支配株主と協調することや支配株主に支援を求めることが少数株主の利益になる場合には、独立社外取締役はそのような判断を積極的にサポートすることが期待されることには留意が必要である。また、支配株主と少数株主の間の利益相反リスクが問題とならない場面において、独立社外取締役が（特定の）少数株主の意見を支配株主の意見に優先させることが必要となるわけでもないことにも留意が必要である。」）。

33) 関連するコーポレートガバナンス・コード（2015年6月1日策定時）の規定は以下のとおりである。

【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

34) 池田＝白水・前掲注（8）17-18頁・28頁。

35) 独立社外取締役に期待される役割24頁。

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挙げられた³⁷⁾。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る³⁸⁾。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る。

支配株主によって選任されるにも拘わらず、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、その選任過程につ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る。ただし、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削ぐことは、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る。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る³⁹⁾。

36) このような可能性は、以下のとおり、中間整理においても指摘されている。

「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や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ことに鑑み、例えば、ニューヨーク証券取引所では、一般の上場会社は構成員の全員が独立社外取締役である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こうした義務が免除されている（NYSE Listed Company Manual 303A.00）。また、NASDAQ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指名委員会又は取締役会における独立社外取締役の過半数によってなされるべきものとされているが、支配株主を有する被支配会社ではこうした義務が免除されている（NASDAQ Listing Rule 5615 (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おり、日本においても、多数決によって取締役が選任されるとしても、当該取締役には、特定の株主の利益ではなく、株主一般の利益に配慮することが求められるとの指摘がある。また、取締役が株主一般の利益に配慮した行動をとることのできるような牽制機能が働く仕組みが制度として確保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）

37) コーポレートガバナンス・コード補充原則4-8③（2021年6月11日改訂後）。

38) 独立社外取締役に期待される役割17-18頁・24頁。

39) この点について、中間整理では、以下のように整理されている。

「コーポレート・ガバナンスの観点からの少数株主保護の方策としては、支配株主を有する上場会社において一定の数・割合の独立社外取締役の選任を義務付けることや、少数株主の過半数の賛成を得られた場合のみ独立社外取締役として選任できるようにすること、有事の局面では少数株主の過半数の賛成を取得する仕組みを活用すること（マジョリティ・オブ・マイノリティ）、独立社外取締役で構成された指名委員会の判断が尊重されるようにすることなどが考えられるとの指摘がある。また、支配株主を有する上場会社の少数株主保護の抜本的な方策として、支配株主に他の株主に対する信託義務を課し、損害を被った少数株主が実際に救済される仕組みを構築することが重要ではないかとの指摘もある。

他方で、たとえ支配株主を有する上場会社における少数株主保護のためとはいえ、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との指摘や、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との指摘、指名委員会の活用には慎重な検討を要するとの指摘もある。

こうした指摘も踏まえ、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こととする。」（中間整理9-10頁）

4 「支配株主」の規制から「支配的な株主」の規制へ

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る。「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」のことをいう⁴⁰⁾。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た⁴¹⁾。研究会の検討作業では、支配的な株主の具体例として、「その他の関係会社」、すなわち、「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」（東証有価証券上場規程2条（3））が想定されている⁴²⁾。「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「財務及び営業又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」という（財務諸表等規則8条5項8項）⁴³⁾。

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あるから（会社法341条）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ない。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る。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する⁴⁴⁾。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る。したがって、規制対象の明確性に留意する必要があるが、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ない⁴⁵⁾。たとえば、「その他の関係会社」と「関

その後の研究会における検討作業を経て、東証は、2026年7月10日に有価証券上場規程等を改正し、支配株主が存在する上場会社に対して、株主総会における取締役の選任議案（会社提案議案に限る）に対する少数株主の賛成割合等の開示を求めることにした。横山・前掲注（8）24-27頁。

40) 中間整理3頁。

41) 中間整理3-4頁。

42) 情報開示の充実14頁。

43) 「その他の関係会社」と「関連会社」の範囲は、企業会計基準委員会「持分法に関する会計基準」（2008年12月26日）5-2.によって定まる。たとえば、A社がB社の総議決権の20%以上を自己の計算で保有している場合、B社はA社の「関連会社」となり、A社はB社の「その他の関係会社」となる。なお、A社が自己の計算で保有するB社の議決権の割合が総議決権の20%未満であっても、B社がA社の「関連会社」となる場合がある。

44) 加藤貴仁「上場会社におけるガバナンスに関する合意」田中亘＝森・濱田松本法律事務所編『会社・株主間契約の理論と実務』（有斐閣、2021年）、研究会（第2期）第1回（2023年1月6日開催）資料1東証説明資料（東証上場部）8・14頁。

45) 投資者の目線23頁（「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」）。

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るように思われる。

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える。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る。一方、支配的な株主が存在する会社にとっては、株主構成の問題である。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る。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る⁴⁶⁾。

たとえば、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様々な規制を設けている。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する。支配的な株主が存在する場合も、その影響力の行使の態様によっては、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る。特に、支配的な株主の会社に対する影響力の源泉は様々であるため、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瞭になりやすい。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する⁴⁷⁾。このような情報開示により支配的な株主

46) 東証は、2026年7月10日に有価証券上場規程等を改正し、主要株主との関係で独立役員の独立性基準を拡充した。同改正以前から、上場会社の親会社や子会社の業務執行者等については、当該上場会社の独立役員の要件を満たさないものとされていた。上記の改正により、上場会社の主要株主及びその近親者、上場会社の主要株主の業務執行者に該当する者若しくは最近において該当していた者及びその近親者、上場会社が主要株主である者の業務執行者に該当する者若しくは最近において該当していた者及びその近親者は、当該上場会社の独立役員の要件を満たさないものとされた。横山・前掲注(8)27-29頁。上記の改正の影響が及ぶ範囲は支配的な株主が存在する上場会社に限らないが、上場会社一般を対象とする独立役員制度の実効性を確保するために各会社の株主構成等の特徴を反映した制度整備が行われた例と位置付けられる。

47) たとえば、支配的な株主が存在する会社が上場会社である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等の開示が、支配的な株主が存在する会社に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付け等の開示が勧奨されている。情報開示の充実10-17頁、池田=白水・前掲注(8)26-28頁。なお、支配的な株主が存在する会社が上場会社である支配的な株主のグループ経営の対象とされていない場合であっても、両社の関係について一定の開示(グループ管理体制がないことや資本関係の目的など)を行うことが勧奨されている。なお、前注(39)で紹介した株主総会における取締役の選任議案(会社提案議案に限る)に対する少数株主の賛成割合等の開示義務の対象となる上場会社には、親会社を有する会社に加えて、40%以上の議決権を保有するその他の関係会社を有する会社、主要株主が近親者の保有分と主要株主及びその近親者が議決権の過半を保有する会社等(資産管理会社等)の保有分と合わせて40%以上の議決権を保有することになる会社が含まれている。横山・前掲注(8)25-26頁。

と会社の関係の透明性が向上すれば、少なくとも、両社の関係が不明瞭であるが故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る。

Ⅳ 上場政策としての支配（的な）株主の規制の行方

東証が「支配（的な）株主の規制」に関する様々な制度整備を行うことは上場政策として合理性を有する。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た。支配（的な）株主の存否等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は異なる。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。「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。

しかし、東証の上場規則に基づく「支配（的な）株主の規制」には限界がある。たとえば、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、支配株主の承認が事実上必要となる場合が多いように思われる。支配株主も上場会社である場合、支配株主も東証の上場規則の対象であるが、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ない⁴⁸⁾。支配株主が上場会社ではない場合、状況はより深刻になる。

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る。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、特にその独立社外取締役の役割を重視しているように思われる。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も期待できるが、それは間接的な効果に過ぎない。むしろ、支配（的な）株主の行動を直接の対象とする規制の方が、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る。同様の認識は、2021年6月11日のコーポレートガバナンス・コードの改訂により、【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

48) 研究会の提言に基づく情報開示の拡充は、Ⅲ2で論じたように、CG報告書において開示される情報の拡充である。CG報告書による情報開示の拡充については、支配株主と従属上場会社の関係に関する情報が複数の開示書類に跨がって開示されることによって生じる負担（開示書類の作成者である会社だけではなく開示書類の利用者である投資家にとっての負担も含む）の増加に加えて、CG報告書による情報開示の虚偽記載等の抑止や是正のエンフォースメント（有価証券報告書等の虚偽記載等と異なり民事責任の特則は存在しないため私人によるエンフォースメントにそれほど期待できない）に対して東証が投下できるエンフォースメントの限界等への懸念が指摘されている。熊代〔下〕・前掲注（8）84-86頁。

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のではなかろうか⁴⁹⁾。

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構築することは難しい。「支配（的な）株主の規制」における東証の上場規則とその他の規制の役割分担を改めて検討する必要があると考える⁵⁰⁾。

（東京大学大学院法学政治学研究科教授）

49) 2026年7月21日の改訂において、上記の記述は【基本原則1】の解釈指針として維持されている。

50) 東証の上場規則とその他の規制の役割分担の中では、会社法や金融商品取引法を初めとする実定法との関係に加えて、他の証券取引所（札幌証券取引所、名古屋証券取引所、福岡証券取引所）の上場規則との関係も問題となり得る。最近、東証による上場維持基準の厳格化によって上場廃止となることを懸念した東証の上場企業が、他の証券取引所に重複して上場すること（以下、「重複上場」という。）を選択する事例が増加しているようである。「福証の上場企業3年で3割増、18年ぶり水準 背景に東証改革とIPO支援」日本経済新聞電子版2026年8月26日5:00（2026年8月26日11:20更新）、「名証、上半期の上場数2年連続で2桁 東証改革で中小企業の受け皿に」日本経済新聞電子版2026年9月16日6:33。一般論として、重複上場を選択した上場企業（以下、「重複上場企業」という。）が他の証券取引所の上場企業の数の中に占める割合が大きい場合には、他の証券取引所が東証と異なる上場規則を定めることは重複上場企業に二重の負担を課すことになるから、上場政策としての合理性を欠く可能性がある。一方、重複上場企業の数が増加が他の証券取引所の収益の改善等に繋がり、他の証券取引所に単独で上場する上場企業（以下、「単独上場企業」という。）の数の増加を目的として実施される施策が功を奏するのであれば、将来的に他の証券取引所の上場企業の数の中で単独上場企業の数に占める割合が拡大していく可能性もある。このような可能性が現実のものとなった場合、他の証券取引所にとって東証の上場規則に倣うことが上場政策として合理的か否かが問題となり得ることになる。証券取引所は金融商品取引法の規制対象であるから、上場規則の内容が各証券取引所の上場政策の差異によって野放図に多様化する可能性は小さい。しかし、金融商品取引法に基づく証券取引所の規制が合理的なものとなるためには、上場規則の多様化をどの程度認めるべきかについての理論的な研究の更なる蓄積が必要となるように思われる。