

このたび、3月27日付で公表されました『少数株主保護に関する上場制度の見直し等について』を拝見し、当該見直し案の内容を評価するとともに、これに賛同いたします。昨年12月に申し上げた弊社の意見のうち、下記の点につきましてパブリックコメントとして提出させていただきます。

#### 記

##### <新規上場時の対応について>

###### ① 親会社等の持株比率を減少させることを確約

子会社等株式を新たに上場させるという判断は、親会社等が当該子会社等の株主価値を自社では最大化できないと判断し、株式を市場に分散させることを選択した結果のものです。したがって、親会社等が子会社等株式を将来的にすべて売却する意思を有するのであれば、合理的な判断であると評価できます。

本来であれば、親会社等の持株比率が20%未満まで引き下げて初めて子会社等株式を上場させるという運用にすべきであると考えておりますが、そのような運用が難しい場合であっても、例えば親会社等の持株比率を5年以内に33.4%未満に減らすこと、かつ、将来的には20%未満まで下げていく方針であることを、子会社等の上場時に公表することを義務付けるべきであると考えます。

##### <既に上場している子会社等について>

既に上場している子会社等については、親会社等の持株比率が減少して20%未満となるまでの間は、以下のルールの策定をすべきであると考えます。

###### ① 親会社等による子会社等上場維持の意義の開示

親会社等の価値向上に資する子会社等であれば、親会社等は完全子会社化することでそのメリットを100%享受できます。そうではない子会社等であれば、子会社等株式は全て売却することが合理的な判断です。それらの対応を行わずに、敢えて上場子会社等として維持するのであれば、何故、その形態が親会社等及び子会社等双方の株主価値向上にとって最適であるのか、親会社等がベストオーナーであるとする理由と併せて具体的に開示する義務を課すべきであります。

###### ② 親会社等による子会社等価値向上への協力

子会社等上場を維持する場合は親会社等が大株主として子会社等の株主価値向上にコミットすること誓約すべきです。特に、上場子会社等のPBRが1倍未満である場合は、PBR1倍割れ解消に向けた対応方針を子会社等と早急に協議のうえ開示することが望まれます。具体的には、2023年春に東京証券取引所が上場会社に向けて「資本コストと株価を意識した経営」を発出されましたが、これをアップデートし、特に株価の振るわない子会社等については、親会社等が株主価値向上に向けた経営計画策定に協力するべきことを明記していただきたいと存じます。

例えば、公開買付けに際し大株主となる可能性のある買付者は、「公開買付けの開示に関する留意事項について（公開買付開示ガイドライン）第1-3-4」において経営方針の詳しい開示が求められておりますが、既に大株主となっている親会社等に対し子会社等についての経営方針の開示が求められていないことは、大変不合理です。

③ 取締役の過半数を真に独立した社外取締役とすること

上場子会社等においては、常勤取締役の多くが親会社等出身者で構成され、大株主である親会社等の意向に沿った経営が行われやすい傾向にあります。このため、少なくとも、親会社等の持株比率が 20%未満となるまでの間は、取締役の過半数を真に独立した取締役とすべきです。

④ 親会社等による子会社等買収における MoM 条件の義務化

公正性担保措置は一定程度浸透してきたものの、依然として親会社等が安価な価格で子会社等を買収する事例が後を絶ちません。そして、大株主による買収の場合は成立する可能性が高いことから、「たとえ多くの株主が買収価格は客観的な株式の価値よりも低いと考えている場合であっても、株主が買収に応じるような圧力を受ける」という典型的な強圧性が存在するのです。

そこで、親会社等による子会社等の買収（TOB に限らず、株式交換等その他の会社組織再編行為を含みます）においては、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件を設定することを義務付けていただきたいと存じます。

⑤ 親会社等による子会社等買収に係る対抗提案があった場合の応募又は不応募の理由開示

親会社等による子会社等の買収が発表された後、第三者から当該子会社等への買収に係る対抗提案があった場合、対象会社である当該子会社等においては当然当該対抗提案について真摯な検討を行い、親会社等による提案への賛同応募推奨意見を維持するか否かについて検討がなされている実態があると思いますが、対抗提案の方が買収価格等で好条件なのであれば、親会社等においても、対抗提案に応募するか、又は対抗提案と同条件以上まで買収価格等を引き上げるといった対応を検討すべきであると考えます。また、そのような対応ができない場合には、その理由の開示を親会社等に義務付けるべきではないでしょうか。