

# 従属上場会社における少数株主保護の 在り方等に関する研究会（第2期）

## 第9回 東証説明資料①

（少数株主保護に関する上場制度の見直し）

株式会社東京証券取引所

2026年1月26日



# INDEX

1. 少数株主の賛否割合・反対票を踏まえた対応等の開示の義務化
2. 独立性基準の見直し
3. 見直しのスケジュール

## 制度の導入・設計について

### 少数株主への配慮や対話の推奨の必要性

- 親会社等が存在する従属上場会社においては、**独立社外取締役の独立性確保のために特別な工夫が必要**。少数株主の賛否を通じて、**取締役に対する何らかの懸念が客観的に示された場合に、その情報に基づく対話を推奨していく**というのは非常に有効な案
- 投資家から一定の反対が示されているにも拘らず、投資家がエンゲージメントしても、会社としての考えや今後の取組みに関する説明を得られない事例は存在。コードで求められている**反対理由等の分析に留まらず、開示までお願いすることで上場子会社と株主の間のコミュニケーションの改善に繋がる**
- 背景にあるマイノリティの懸念の考慮という考え方は非常に重要。**十分に注目すべき程度の反対意見がある場合、可決されたということをもってそういった懸念を無視すべきではない**

### 上場会社の負担への配慮

- 少数株主の懸念等を整理したうえで、会社の考え方を丁寧に説明していくことは重要。一方で、上場会社からすれば、**反対意見を直ちに把握することは難しく、ヒアリングなどを行うことになれば相応の事務負担が生じることから、開示の義務化は慎重に考えるべき**

### 国際的な規範との整合性

- 今回の提案が上場子会社の少数株主保護に焦点を当てた対応であることは承知。一方で、本来、一般株主の重大な懸念については、上場会社全体が真摯に対応する必要性がある。**イギリスのコードやICGNのグローバル・ガバナンス原則では、子会社に限らず、総会議案に対して20%以上の反対票が投じられた場合には、株主の懸念事項を把握するための措置や、懸念にどのように対処したか等を説明することを求めている**。今回の局所的な対応が浮かないよう、こうした**国際的なルールとの整合性も考慮すべき**

## 対象企業について

- **基本的には、議決権の過半数を保有する株主が存在する企業に限定すべきだが、平均的な議決権行使率を踏まえ、実質的に株主総会の普通決議を通せると考えられる範囲まで広げることも議論の余地はある**
- **議決権行使率を考慮した場合に、過半を取れる可能性がある大株主が存在する企業を対象とすべき**
- **過半数に加えて、実質支配力基準の親会社を有する企業を対象とすることが適当ではないか。資料で提示されている議決権行使比率の中央値（60%）は上場子会社を分母とした数字ではないこと留意が必要**
- **独立性に関する上場会社の実務や欧州の閾値を鑑みると、一般株主と特別な利害関係を有する大株主は、保有割合で10%程度と考えられることから、そうした株主が存在する企業を対象とすることが考えられる**

## その他

### 平時からの情報開示の推進

- **賛否割合の開示の前提として、平時の情報開示の整備も望まれる。例えば、グループ経営の方針（親会社が存在する状態での経営の意義・合理性）や、親会社からの取締役派遣の理由等については日頃からしっかりと説明されること重要。また、株主間契約等外から見えにくい事項で、東証が開示を求めていくべきものがないかも検討すべき**

### 投資家側の課題等

- **議決権行使助言会社の存在や、外部の助言に依拠した投資家の機械的な議決権行使の懸念も無視できない。制度化にあたっては、この点も十分に考慮すべき**
- **今回の見直しは、少数株主の意見であれば必ず正しいと受け取られることは避けるべきであり、株主共同の利益を真に追求する意見と、自らの利益のみを求める行動を峻別していくという問題意識を発信していくべき**

- 上場子会社等に、上場会社として、少数株主の反対票（懸念）を踏まえた少数株主との対話・その他必要な対応を求めていく観点から、以下の開示を上場規則（適時開示）において義務付け

## 対象議案

- 取締役選任議案（会社提案議案に限る）

## 対象企業

- 議決権保有比率が40%以上の大株主を有する上場会社
    - ✓ 保有比率の計算にあたっては、関係会社※の保有分も合算
- ※ 財務諸表等規則8条8項に定める関係会社（親会社、子会社、関連会社、その他の関係会社）をいう

## 開示内容

### <株主総会后速やかに開示>

- 少数株主の各取締役選任議案に対する賛否の割合
- 計算に際しての少数株主の範囲
  - ✓ 上記の大株主及びその関係会社は少数株主から要除外。その他任意に除外した株主についても記載

【少数株主の50%超の反対票が投じられた議案があったと認める場合】

- 取締役会による反対理由や原因の把握のための、株主との対話等の方針

### <株主総会后6か月以内に開示>

【少数株主の50%超の反対票が投じられた議案があったと認める場合】

- 株主からのフィードバック、追加的な対応の必要性及び取組方針等

- ※ あわせて、平時からのグループ経営の方針や、取締役の選任（支配（的）株主からの経営陣の派遣の方針を含む）等に関する開示も引き続き推進 ⇒ 資料3

## UK Corporate Governance Code

4. When 20 per cent or more of votes have been cast against the board recommendation for a resolution, **the company should explain, when announcing voting results, what actions it intends to take to consult shareholders in order to understand the reasons behind the result.**

**An update on the views received from shareholders and actions taken should be published no later than six months after the shareholder meeting . The board should then provide a final summary in the annual report and, if applicable, in the explanatory notes to resolutions at the next shareholder meeting, on what impact the feedback has had on the decisions the board has taken and any actions or resolutions now proposed.**

(仮訳) 取締役会が推奨する議案に20%以上の反対票が投じられた場合、会社は、その結果の背景を理解するべく、**株主と協議するためにどのような行動を取るかについて、投票結果を発表する際に説明**すべき。

また、**株主総会から遅くとも6か月以内に、株主から得られた意見や会社が取った対応についての最新情報**を公表しなければならない。

取締役会はその後、**年次報告書や次の株主総会の議案説明書において、株主からのフィードバックが取締役会の意思決定や現在提案されている対応・議案にどのような影響を与えたかについて最終的な要約**を提供すべき。

## ICGN グローバル・ガバナンス原則

### 10.10 議決権行使の開示

取締役会は、株主総会での議決権行使が直接投票であるか不在者投票であるかにかかわらず、議決権行使の効果が平等になるようにすべきであり、また、行使されたすべての議決権が適切に数えられ、票ごとに記録されるべきである。

各決議の票決結果、内容（賛成、反対、棄権別に報告する）、および議決権行使の割合は、株主総会后直ちに会社のウェブサイト上で公表すべきである。

取締役会が提案した決議に対して相当数の反対票（例えば20%以上）があった場合、**会社はその後、かかる取締役会の提案に株主が反対する理由となった懸念事項を把握し、対応するため、どのような措置を講じたかを説明すべきである。次の年次株主総会で、取締役会は、懸念に対処するために株主からの意見がどのように考慮されたか、および取られた措置を報告すべきである。**

保有割合		備考
50%～	親会社	<ul style="list-style-type: none"> <li>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）</li> <li>他の会社等の財務及び営業又は事業の方針を決定する機関を支配している会社等（財規8条3項）</li> </ul>
40%～	親会社（支配力基準を満たす場合）	<ul style="list-style-type: none"> <li>同上（取締役会等の構成員の過半数の支配等）</li> </ul>
	実質的に議決権過半数	<ul style="list-style-type: none"> <li>議決権行使率を80%未満と仮定した場合（約8割の上場会社が該当）</li> </ul>
30%～	公開買付規制の30%ルール	<ul style="list-style-type: none"> <li>議決権行使割合を勘案すると、多くの上場会社において株主総会の特別決議を阻止することができ、株主総会の普通決議にも<u>重大な影響を及ぼし得る</u>（金融審議会 公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ報告）</li> </ul>
25%～	相互保有株式に係る議決権の制限	<ul style="list-style-type: none"> <li>総株主の議決権の四分の一以上を有することその他の事由を通じて株式会社が<u>その経営を実質的に支配することが可能な関係にあるもの</u>として法務省令で定める株主（会社法308条）</li> </ul>
20%～	その他の関係会社（関連会社）	<ul style="list-style-type: none"> <li>出資、人事、資金、技術、取引等の関係を通じて、子会社以外の他の会社等の財務及び営業又は事業の方針の決定に対して<u>重要な影響を与えることができる場合</u>における当該子会社以外の他の会社等（財規8条5項）</li> </ul>
10%～	主要株主	<ul style="list-style-type: none"> <li>自己又は他人の名義をもつて総株主等の議決権の百分の十以上の議決権を保有している株主（金融商品取引法163条1項）</li> </ul>
5%～	大量保有者	<ul style="list-style-type: none"> <li>株券等の保有者で当該株券等に係るその株券等保有割合が百分の五を超えるもの（金融商品取引法27条の23第1項）</li> </ul>

# 参考：東証上場企業における議決権行使率の状況（再掲）

- 約8割の企業は議決権行使比率が80%未満であり、40%を保有する大株主でも実質的に過半数を保有しているに等しい状況

議決権行使比率の状況・分布図

株主総会 開催時期	2022年度総会			2021年度総会			2020年度総会			2019年度総会			2018年度総会		
	N	平均値	中央値												
東証上場企業	3,163	57.1%	61.3%	2,998	60.0%	65.2%	2,818	59.6%	65.1%	2,719	56.3%	60.4%	2,577	55.5%	59.2%

行使率	2022年度総会		2021年度総会		2020年度総会		2019年度総会		2018年度総会	
	社数	累積比率								
10%>	41	1.3%	43	1.4%	45	1.6%	58	2.1%	54	2.1%
～20%	165	6.5%	174	7.2%	154	7.1%	184	8.9%	166	8.5%
～30%	341	17.3%	229	14.9%	216	14.7%	249	18.1%	261	18.7%
～40%	374	29.1%	248	23.1%	245	23.4%	287	28.6%	271	29.2%
～50%	352	40.2%	281	32.5%	280	33.4%	280	38.9%	279	40.0%
～60%	266	48.7%	310	42.9%	277	43.2%	290	49.6%	287	51.1%
～70%	403	61.4%	404	56.3%	402	57.5%	386	63.8%	358	65.0%
～80%	557	79.0%	572	75.4%	541	76.7%	446	80.2%	431	81.8%
～90%	545	96.2%	599	95.4%	550	96.2%	448	96.7%	405	97.5%
≥90%	119	100%	138	100%	108	100%	91	100%	65	100%

（出所）信託協会のデータに基づき金融庁作成。母数は、2022年4月4日時点で東証3市場に上場している企業のうち、支配株主を有せず（2023年5月末日時点）、かつ、各証券代行機関が2022年度総会（2022年4月～2023年3月開催の定時株主総会）の議決権行使集計業務を受託している企業。ただし、株主総会当日行使分は含まれていない。より詳細な情報については、参考資料8-10頁参照。

出所：金融庁 第2回 金融審議会公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ 資料1 ([https://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/tob\\_wg/shiryoku/20230731/01.pdf](https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tob_wg/shiryoku/20230731/01.pdf)) より抜粋

# 参考：上場子会社における取締役選任議案の賛否割合の分布

- 上場子会社の取締役選任議案のうち、反対割合が50%超の議案は全体の約2%（該当企業17社）  
 ※ なお、親会社以外の反対率が50%超の議案と、全体の反対率が20%以上の議案は概ね一致（親会社保有比率が高い場合、親会社以外の反対率50%超でも、全体は20%を下回る議案も）

親会社以外の 反対割合（推計）	取締役選任議案		（参考）うち全体の反対割合が 20%以上の議案	
	議案数（A）	構成比	議案数（B）	カバー率 (B) ÷ (A)
<b>うち70%超</b>	<b>8</b>	<b>0.5%</b>	6	75.0%
<b>50%超70%以下</b>	<b>24</b>	<b>1.5%</b>	16	66.7%
30%超50%以下	73	4.6%	4	5.5%
20%超30%以下	59	3.7%	0	0.0%
20%以下	1435	89.7%	0	0.0%
合計	1599	100%	26	—

（出所）株式会社ICJのデータより東証作成（ICJよりデータが取得できなかった企業は除く）

（注）・2024年7月～2025年6月の株主総会における取締役選任議案（会社提案）が対象

・上場子会社については、2025年7月14日時点のコーポレート・ガバナンスに関する報告書において親会社を有する旨を開示している東証上場会社。親会社以外の反対割合は、各社の臨時報告書で開示されている賛成、反対の個数をもとに、親会社が賛成票を投じたものと仮定して推計。

・全体の反対割合は臨時報告書で各社が開示している賛成割合から逆算。

# INDEX

1. 少数株主の賛否割合・反対票を踏まえた対応等の開示の義務化
- 2. 独立性基準の見直し**
3. 見直しのスケジュール

## 上場会社の大株主からの独立性確保について

- 執行からの独立性に限らず、あらゆる局面で一般株主との利益相反が生じるおそれのない独立性を求めるとい  
う考え方が望ましい
- 会社法では執行からの独立性が求められているが、これまでの研究会での議論を踏まえれば、**独立役員制度に  
おいては、当然ながら主要株主や大株主からの独立性も要求すべき**
- 従属上場会社における一般株主利益の保護には、独立社外取締役の役割に期待するところが大きく、**従属上場  
会社の一般株主の利益を客観的に追求・代表してもらえる人に、より多く独立社外取締役になってもらうとい  
う研究会の趣旨から、独立性基準を一般的に引き上げることは正当化できる**
- **総株主のために公正に判断できる人は誰か**という観点から突き詰めて検討すべき

## 独立性を否定する大株主の範囲について

- **機関投資家の議決権行使基準を踏まれば、10%以上の株主の関係者は一般株主の利益を客観的に代表できな  
いとみられていることから、主要株主の業務執行者等についても独立性なしとすべき**
- **主要株主の業務執行者等に過去10年以内に該当していたものは独立性を否定すべき**。加えて、保有比率に  
限らず、**取締役の選任に関して契約が存在している場合には、独立性は否定されるべき**。
- **特定の閾値に拘らず、一般株主と明らかに違う関係がないか、そういった株主の関係者が取締役会に入ること  
で情報の非対称性の懸念が大きくなるかといった実質的な観点も重要**  
(※機関投資家からは、閾値に拘らず、**政策保有関係にある株主の関係者**である場合の独立性を懸念する声も)
- **優秀かつ的確な独立社外取締役をいかに確保するかも重要**。**独立性のハードルを上げ過ぎると、ビジネスや事  
業領域に全く関係のない無難な方を選任せざるを得ない状況に陥る可能性があることには配慮が必要**

## 独立性を否定する大株主の範囲について（つづき）

- **10%以上の株主の関係者の独立性を一律に否定することはやりすぎではないか。**個別のエンゲージメントで対応可能な話であり、**その人が入ることにより企業価値を高めるかが考慮されなくなってしまう**
- 独立社外取締役にはなれないとしても、**本当に主要株主の業務執行者が入ったほうがボードの構成として望ましいのであれば、業務執行取締役として選任すればよいのではないか。**そもそも、上場会社が主要株主の業務執行者を社外取締役に選任している理由については、整理する必要
- ある特定の会社の独立社外取締役の席が代々確保されているような事例も現に存在しており、投資家が選任理由を聞いても、「たまたまその方が良かったから」という返答しか返ってこない。**本来、独立社外取締役に期待されているものとは、まったく違った意図で選任が行われている事例であり、投資家は、そういった事例に憤りや懸念を感じている**

## 上場会社が大株主となっている先からの独立性確保について

- **上場会社が主要株主となっている先の業務執行者等についても、過去10年以内については、同様に独立性を認めないこと**でよい
- 上場会社が大株主となっている先からの独立性については、**実質的な支配権を握り得る30%以上あるいは40%以上を保有する先について独立性を求める基準**とすることが適当

## その他

- **取引関係や寄付などについても、「僅少」とのみ記載するなど独立性を投資家が判断するための十分な説明がなされていないケースが相当数ある。**要開示の区分についても、基準や開示の在り方の明確化が必要

- 主要株主は議決権行使等を通じて上場会社に一定の影響力を有しており、独立社外取締役があらゆる局面で一般株主保護の役割を果たすためには、こうした株主からの独立性確保も重要
    - ※ 主要株主と一般株主は、中長期的な企業価値向上（株主共同の利益の増大）による利益の享受という観点では原則として利害が一致するが、一部の局面では潜在的な利益相反のおそれ
  - また、上場会社が主要株主である先についても、上場会社が議決権行使等を通じた影響力を及ぼし得る先であり、同様に、独立性の確保が必要と考えられる
- ▼
- 東証の独立役員制度について、以下のとおり、**上場会社の主要株主または上場会社が主要株主である先からの独立性を求める等の見直し**を行う

## 独立性基準 (独立性が認められない類型) の拡充

- 現在・最近に、上場会社の主要株主の業務執行者でないこと
- 現在・最近に、上場会社が主要株主である先の業務執行者でないこと
  - ✓ 「現時点」で主要株主（10%以上の議決権を保有する株主）に該当する場合に限る
  - ※ 主要株主に該当しない場合でも、上場会社の役員候補者の指名等に関する契約を有する株主の業務執行者は、独立役員の要件を満たさない懸念がある旨を実務要領等で提示

## 「要開示」の 類型の拡充

- 現在・過去10年以内に、上場会社が政策保有している/されている先の業務執行者である又はあった場合には、該当状況の開示を求める
  - ✓ 「現時点」で政策保有関係が存在する場合に限る

## その他

- 主要でない取引先の業務執行者に該当している場合等についても、取引関係の開示内容の具体化（売上高の●%未満など独立性を判断しうる記載）を進める

# 参考：見直しのイメージ（案）

	上場会社・ 子会社の 業務執行者等	親会社・ 兄弟会社の 業務執行者等	<u>主要株主・ 上場会社が主要 株主となってい る先の業務執行 者</u>	主要な取引先の 業務執行者、多 額の金銭を得て いるコンサルタ ント等	主要でない取引先、 <b>政策保有している /されている先、</b> 相互就任先、 寄付先の 業務執行者	<b>要開示に追加</b>  左記に 該当しない者
現在	×	×	<b>独立性なし に追加</b>		要開示	
過去 (最近)	×				⇒開示内容 の具体化を 推進	
過去 (10年以内)	×	独立性なし				
過去 (10年以前)						開示不要

× …会社法上、社外性が否定

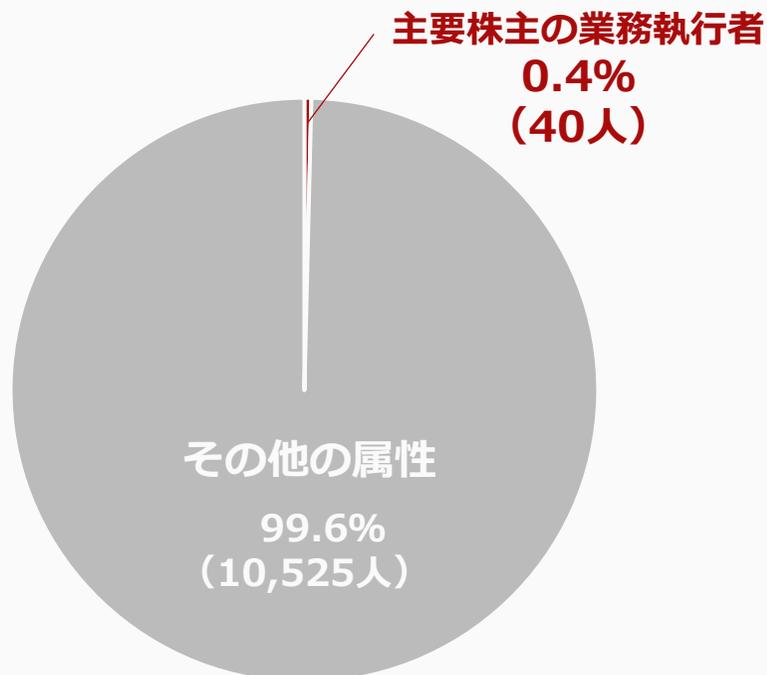
赤色…取引所の独立性基準上、独立性が否定

黄色…ガバナンス報告書等において、会社との関係の概要を開示することが必要（独立性は否定されない）

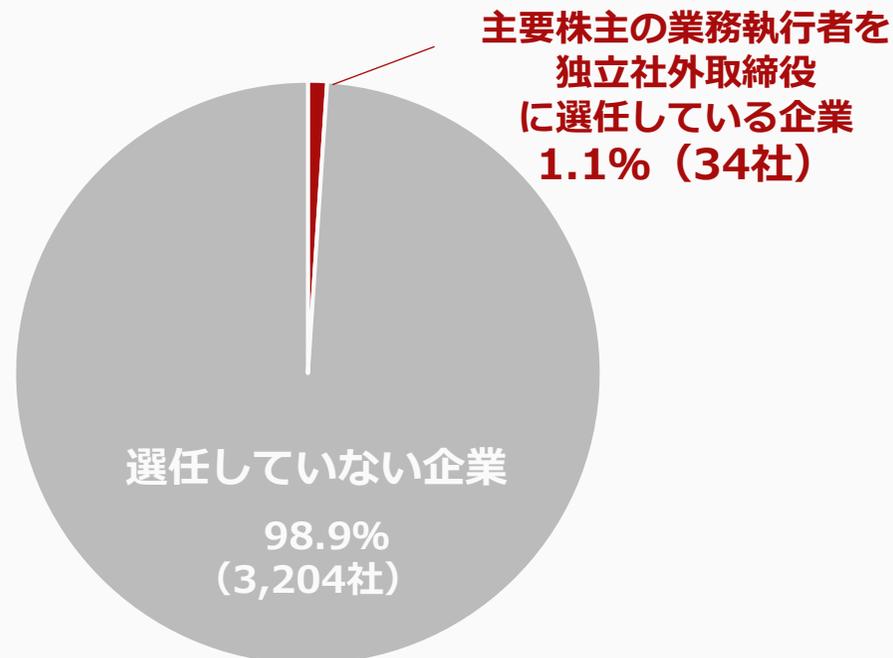
# 参考：主要株主の業務執行者の選任状況

- 主要株主を有する上場会社においても、現在・最近に主要株主の業務執行者等である/あった者を、独立社外取締役として選任する事例及び企業は、割合としては限定的

独立社外取締役における  
主要株主の業務執行者である者の割合



上場会社における 主要株主の業務執行者を  
独立社外取締役に選任している企業の割合



(2025年9月30日時点)

出所：各社のコーポレートガバナンスに関する報告書をもとに独立社外取締役に選任している企業（主要株主を有する企業に限る）を対象に集計

(注) 主要株主でない大株主・メインバンク等を主要株主として記載している場合を除いて集計

(注) 取引関係（業務提携等を含む）または人的関係（独立役員としての就任を除く）がある旨の開示については、コーポレート・ガバナンスに関する報告書又は支配株主等に関する開示をもとに集計

# 参考：上場関連会社におけるガバナンスに関連する契約の有無

- 上場関連会社については、保有比率の多寡にかかわらず、その他の関係会社との間で**役員候補者等の指名など少数株主の投資判断において重要となる内容の規定が一定程度存在**
- ※ 一方で、**契約に基づき、その他の関係会社の関係者を独立役員として選任している事例で1社のみ**

うち実際に独立役員として選任（1社）

15%~	10% ~15%	5% ~10%	0% ~5%
------	-------------	------------	-----------

【契約における各項目の規定状況】	上場関連会社全体		20%未満		20%以上30%未満		30%以上40%未満		40%以上50%未満	
	社数	比率	社数	比率	社数	比率	社数	比率	社数	比率
①役員候補者・経営陣幹部の指名等 (うち、義務・禁止規定、承諾事項)	90社 (83社)	15.5% (14.3%)	17社 (16社)	17.9% (16.8%)	40社 (38社)	16.7% (15.8%)	27社 (23社)	13.3% (11.3%)	6社 (6社)	14.3% (14.3%)
②株主の持株比率維持・希薄化防止 (うち、義務・禁止規定、承諾事項)	59社 (53社)	10.2% (9.1%)	8社 (7社)	8.4% (7.4%)	59社 (24社)	11.3% (10.0%)	18社 (17社)	8.9% (8.4%)	6社 (5社)	14.3% (11.9%)
③株主が保有する株式の処分や追加取得その他株式の取扱い (うち、義務・禁止規定、承諾事項)	42社 (34社)	7.2% (5.9%)	8社 (4社)	8.4% (4.2%)	21社 (18社)	8.8% (7.5%)	9社 (8社)	4.4% (3.9%)	4社 (4社)	9.5% (9.5%)
④株主の議決権行使 (うち、義務・禁止規定、承諾事項)	5社 (5社)	0.9% (0.9%)	1社 (1社)	1.1% (1.1%)	1社 (1社)	0.4% (0.4%)	1社 (1社)	0.5% (0.5%)	2社 (2社)	4.8% (4.8%)
⑤事前承諾・事前協議 (うち、義務・禁止規定、承諾事項)	58社 (26社)	10.0% (4.5%)	7社 (2社)	7.4% (2.1%)	29社 (11社)	12.1% (4.6%)	17社 (11社)	8.4% (5.4%)	5社 (2社)	11.9% (4.5%)
⑥事業競合の回避・事業調整 (うち、義務・禁止規定、承諾事項)	14社 (8社)	2.4% (1.4%)	2社 (2社)	2.1% (2.1%)	5社 (2社)	2.1% (0.8%)	6社 (3社)	3.0% (1.5%)	1社 (1社)	2.4% (2.4%)
⑦上場維持	17社	2.9%	3社	3.2%	5社	2.1%	7社	3.4%	2社	4.8%
⑧独立社外取締役の登用・活用	7社	1.2%	2社	2.1%	2社	0.8%	2社	1.0%	1社	2.4%
⑨独立性・自主性の尊重等	33社	5.7%	5社	5.3%	11社	4.6%	11社	5.4%	6社	14.3%
社数	580社		95社		240社		203社		42社	

※ 最下段の「社数」は、保有比率ごとの回答社数（契約なしと回答する会社も含む）を示しており、表中の各比率は、この回答社数における比率を表示

※ 筆頭株主の保有比率は、各社のCG報告書の記載に基づき集計。原則として直接保有の比率であり、間接保有分は含まれていない

※ 「(うち、義務・禁止規定、承諾事項)」においては、各項目が義務・禁止規定や承諾事項として定められているものを対象とし、協議義務・努力義務や協議事項として定められているにとどまるものは除外して集計

# INDEX

1. 少数株主の賛否割合・反対票を踏まえた対応等の開示の義務化
2. 独立性基準の見直し
- 3. 見直しのスケジュール**

時期	予定
<b>2026年1月26日 (本日)</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>上場制度上の対応案について議論 ⇒頂戴したご意見を踏まえ、東証にて詳細検討</li></ul>
<b>2026年春</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>制度要綱の公表、パブリックコメントの開始</li></ul>
<b>2026年12月～</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>2026年12月以後に終了する事業年度に係る定時株主総会から適用を予定</li></ul>