資料２

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８回 東証説明資料

株式会社東京証券取引所

2025年11月28日

© 2025 Japan Exchange Group, Inc., and/or its affiliates

INDEX

1.　現状の課題等に関する投資家の声

2.　上場制度上の対応（案）

①　取締役選任における少数株主の賛否割合等の分析・開示

②　独立性基準の見直し

③　その他の論点（非公開化など）

© 2025 Japan Exchange Group, Inc., and/or its affiliates

機関投資家の声①

グループ経営等の情報開示の充実に加えて、**更なる上場制度の整備の必要性**について検討するにあたり、あらためて、アクティブを中心とした**国内外の機関投資家と現状の課題などについて意見交換**

- 上場子会社について、経営陣が、**上場会社として少数株主・投資家の期待に応えて企業価値向上に取り組んでいく必要性を十分に認識していない**との懸念や、取引所として、**上場子会社の経営陣に対して、少数株主を意識した経営を更に促進していくべき**との声が多く寄せられた

（参考）機関投資家の声

【少数株主の期待に応えて企業価値向上に取り組む必要性が認識されていない】

- 事業分野が重複している親子上場については整理が進んでおり、直接取引等で利益相反が生じることは少なくなっていると認識。一方で、そもそも**上場子会社のマネジメントは、独立した上場会社として自社の企業価値向上をきちんと考える責任がある**という意識が十分でない。この点は、取引所としてもっと強調していくべき（国内機関投資家）
- 上場子会社の中には、**中期経営計画等が親会社から降りてくる数字や案件のみで決まっている**ような企業もあり、自社の企業価値向上に関する意識が希薄。**ＩＲの場でも、中長期の展望を語れず**、「親会社が公表していないことは言えない」などと返されてしまうこともある（海外投資家）
- 実際、親会社と比較して子会社はROEの水準が低い傾向にあり、**資本コストや株価を意識した経営も進んでいない状況**（海外投資家）
- 特に、上場子会社の経営陣が、親会社から派遣されているような企業においては、**親会社との利益調整が、子会社の経営陣の主な仕事になってしまっており、自社の中長期的な企業価値や株価がどうあるべきかについて十分な検討が行われていない事例が多い**（海外投資家）

© 2025 Japan Exchange Group, Inc., and/or its affiliates

機関投資家の声②

（参考）機関投資家の声

【少数株主を意識した経営の促進の必要性・施策】

- 親会社から経営陣が派遣されているケースも多い中で、**少数株主を意識した経営が行われるような環境を整備していくことは非常に重要**。親子上場や少数株主保護の在り方についての検討・取組みが進んでいる企業の多くは、**経営者の意識が非常に高い**（海外投資家）
- 少数株主を意識させるという観点からは、**総会議案に関する少数株主の賛否率の分析や開示を求めることが有効**。**反対票が多い議案について、その理由の分析までしている企業や、少数株主との対話や取組みに繋げている企業は限定的**。投資家側が計算してエンゲージメントしても企業には響かない場合が多い（海外投資家）
- 従属上場会社の経営陣は、**少数株主からのフィードバックを踏まえ、少数株主保護のためのガバナンス体制等の実効性を検証していくべき**。具体的には、**取締役の選任議案への一般株主の賛否について分析・開示**のうえ、**現在の取組みの適切性や追加的な対応の必要性の検討**へ繋げていくことを求めるべき（国内機関投資家）
- 少数株主の期待に応えて企業価値向上に取り組んでもらうという観点からは、**株式報酬などのインセンティブプランの導入も有効**だが、**上場子会社の場合、株式付与に際して、新株を発行する場合の親会社の影響力の低下や、自社株買いによる場合でも更なる流動性の低下を懸念して、導入されない事例が多い**。取引所として、**子会社の経営陣に対して、子会社株式の保有を推奨してはどうか**（国内機関投資家）

© 2025 Japan Exchange Group, Inc., and/or its affiliates

機関投資家の声③

- **経営陣を監督し、少数株主保護において中心的な役割を担う独立社外取締役の実効性・独立性向上**を求める声も多く寄せられた

（参考）機関投資家の声

【独立社外取締役の実効性・独立性確保】

- **経営を監督する独立社外取締役の実効性向上も非常に重要。独立社外取締役に対話を申し込んでも、基本的には応じてもらえない状況が依然として継続**しており、独立社外取締役が本当の意味で機能しているのか懸念（海外投資家、国内機関投資家）
- 独立社外取締役の独立性を確保する、あるいは、少数株主をより意識してもらうという観点からは、**独立社外取締役の選任に際してマジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定を求めることが有用**。そこまでは難しいとしても、せめて**少数株主の賛否率の開示を求めるべき**（海外投資家）
- 東証の独立性基準が**ミニマムスタンダードとして適切かどうかについてあらためて検討すべき**。本来は、東証の基準を基に個々の企業が実質的に独立性を判断することが求められるが、実際は**東証の基準さえ満たしていれば問題ないと考える企業の拠り所になってしまっている**（国内機関投資家）
- 特に、親会社に限らず、**大株主からの独立性を確保していくべき**。実際に**３０％程度を保有する大株主に属する人物について独立性があると主張する事例も存在**（海外投資家、国内機関投資家）
- **独立社外取締役について、親会社の意向から独立した選任プロセスが確保されているか**は非常に重要。候補者の指名における親会社の関与の有無や、独立性確保のため指名委員会をどのように活用しているか等について、開示が充実していくことを期待（国内機関投資家）

© 2025 Japan Exchange Group, Inc., and/or its affiliates

機関投資家の声④

- **親会社による完全子会社等の非公開化の場面**に関して、本年７月の企業行動規範の見直し後も**公正性に懸念のある事例があるとして、追加的な対応を求める声**が多く寄せられた

（参考）機関投資家の声

【非公開化の場面での更なる公正性確保】

- 特別委員会の議論や意見書等の開示は一定程度充実したが、**依然として価格の公正性に懸念のある事例は存在**（海外投資家）
- 本年７月の企業行動規範の見直し後も、**プレミアムの水準や、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定などの公正性担保措置の実施状況には大きな変化がない**（国内機関投資家）
- **ＰＢＲ１倍が絶対的な水準とは思わないが、**少なくとも、積極的マーケットチェックを通じて、**より高い値段で買収してくれる人が他にいないのかという検討は行うべき**（海外投資家）
- 投資家は、**上場を継続しながら更なる経営改善を図るプランや、他社への売却なども検討したうえで、完全子会社化が最適かどうかを判断することを求めている。**（国内機関投資家）
- マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定を行わない理由等の説明について、**多くの場合「不安定化」を挙げるに留まっている**。特別委員会により設定が要請されたにも関わらず、最終的に設定に至らなかった事例や、事後的な買付条件の変更により、下限が引き下げられるような事例も発生しており、**その経緯について明確な説明が期待される**（国内機関投資家）
- マジョリティ・オブ・マイノリティ条件における**少数株主の範囲の設定の在り方**についても、改善の余地があるのではないか。例えば、**資本業務提携先に該当する事前応募合意株主を少数株主に含めるなど、公正性に疑念を持つ事例**もある（海外投資家）

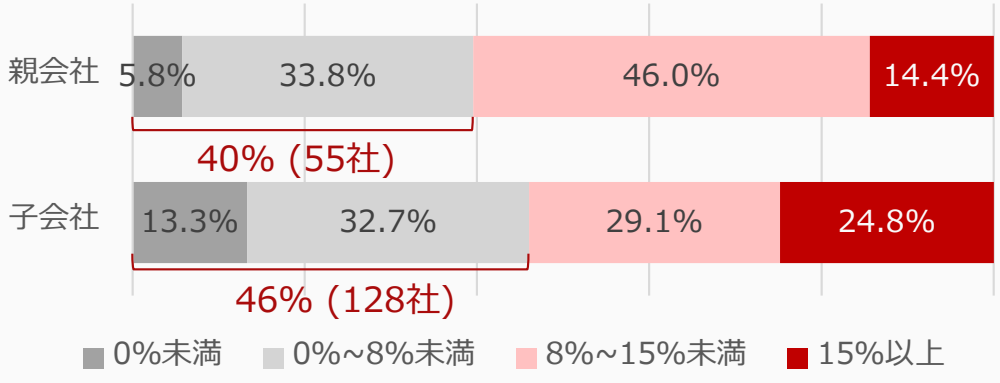
© 2025 Japan Exchange Group, Inc., and/or its affiliates

参考：資本コストや株価を意識した経営

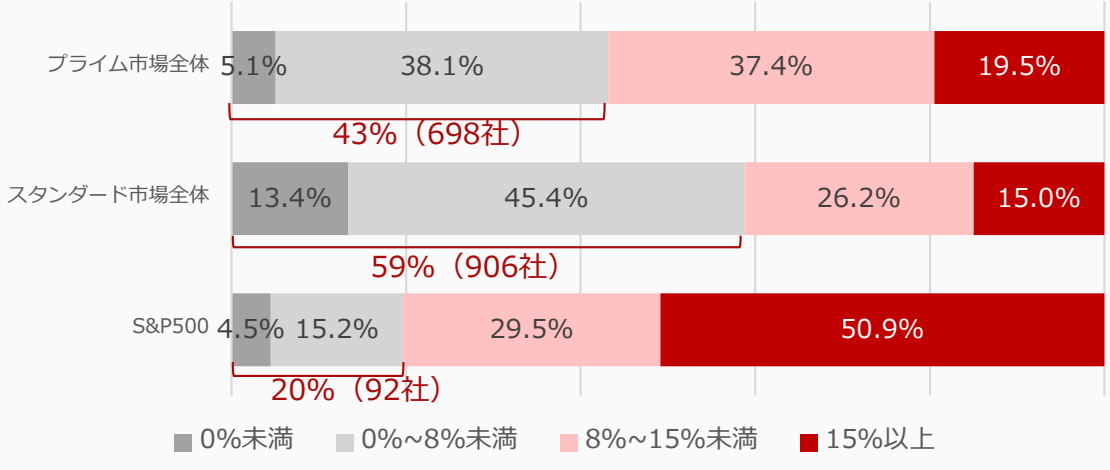
再掲

- 親子関係を有する企業でも、依然として４割以上がＲＯＥ８％未満
- 資本コストや株価を意識した経営の要請を踏まえ、親会社の９割、子会社の６割が対応を開示

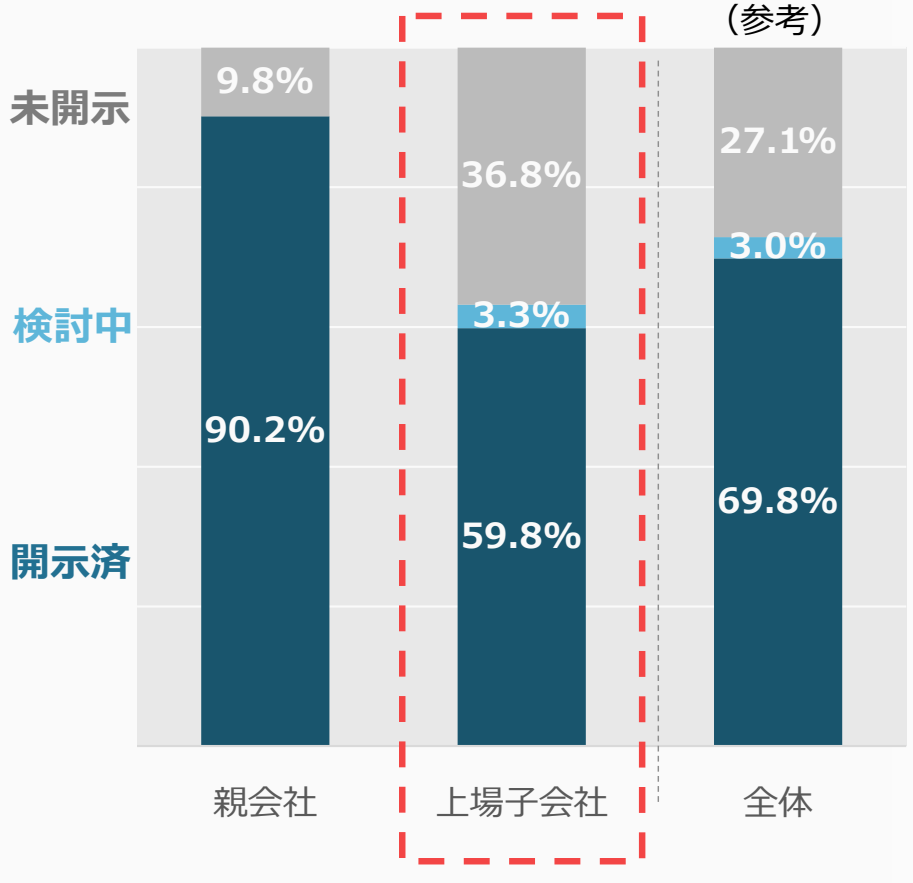
ＲＯＥの分布



（参考）プライム・スタンダード市場全体・Ｓ＆Ｐ５００のＲＯＥの分布



「資本コストや株価を意識した経営」に関する直近の開示状況



（２０２５年８月末時点）

上場子会社の開示率は６割と全体よりも低い

出所：QUICKから取得したデータ（東証上場会社に限る）を東証で加工（２０２５年７月１４日時点）
S&P500はBloombergから取得したデータを東証で加工（同年９月３０日時点）

© 2025 Japan Exchange Group, Inc., and/or its affiliates

参考：グループ経営・少数株主保護に係る開示状況（子会社）

再掲

JPX

- 子会社側についても、本年２月公表の「親子上場等に関する投資家の目線」を踏まえた開示は依然として限定的

記載上のポイントの概要	開示率（昨年からの変化率）	うち親会社が上場	うち親会社が非上場
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	30%（-3%）	37%（-4%）	8%（-4%）
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	21%（-1%）	25%（-3%）	10%（+3%）
親会社との間で資金管理を行っている場合は、その意義	8%（+1%）	11%（+1%）	1%（+1%）
意思決定プロセスへの親会社の関与の有無や内容	51%（-3%）	56%（-3%）	34%（-7%）

投資家の目線とのギャップ
子会社自身の企業価値向上の観点から親子上場の形態をとる意義や、親会社のキャッシュマネジメントシステム利用に合理性があるかどうかを説明している事例は少ない

記載上のポイントの概要	開示率（昨年からの変化率）	うち親会社が上場	うち親会社が非上場
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			
常設又は非常設の別	12%（-4%）	15%（-6%）	6%（-1%）
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	46%（-11%）	53%（-13%）	26%（-10%）
審議項目や権限・役割	46%（-9%）	55%（-11%）	24%（-10%）
実際の活動状況	11%（-3%）	15%（-3%）	3%（-4%）
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	16%（-2%）	20%（-1%）	3%（-5%）
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	5%（-1%）	6%（-2%）	1%（+1%）

（注）2025年7月14時点の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集計。開示率は親会社を有する東証上場会社を母数として計算。変化率は2024年7月12日時点の開示率（2023年12月27日から同日までに報告書を更新し、前年から内容を変更した会社を母数としており、本年とは母数が異なる）との差分。
（注）「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」は、独立社外取締役を３分の１以上（プライム市場上場会社においては過半数）選任している上場会社を除いて集計
（注）「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」は、法定／任意の指名委員会を設置している上場会社を対象に集計

© 2025 Japan Exchange Group, Inc., and/or its affiliates

INDEX

1.　現状の課題等に関する投資家の声

2.　上場制度上の対応（案）

①　取締役選任における少数株主の賛否割合等の分析・開示

②　独立性基準の見直し

③　その他の論点（非公開化など）

© 2025 Japan Exchange Group, Inc., and/or its affiliates

検討の方向性

- 国内外の機関投資家からは、グループ経営等に関する開示の充実に加え、特に以下の点に関して、上場制度上の更なる対応を求める声が寄せられている状況
  - **上場子会社の経営陣に対する少数株主を意識した経営の促進**
  - 経営陣を監督し、少数株主保護において中心的な役割を果たす**独立社外取締役の実効性・独立性の確保**
  - **親会社による完全子会社等の非公開化の場面での更なる公正性確保**

- これまでの研究会でも、上場制度の見直しについては様々なご意見を頂戴したところだが、上記の状況も踏まえ、以下の論点について、あらためて具体的な検討を進めていくこととしてはどうか

① **取締役選任議案に関する少数株主の賛否割合等の分析・開示**

② **独立性基準の見直し（大株主からの独立性）**

③ **その他の論点（非公開化の場面における公正性確保など）**

© 2025 Japan Exchange Group, Inc., and/or its affiliates

参考：取組みの全体像

課題	これまでの取組み	今後の施策（論点）
グループ経営	**グループ経営や少数株主保護に関する情報開示の充実**（2023年12月） – 投資家の目線を踏まえ、グループ経営や少数株主保護の在り方をあらためて検討・方針等を開示するよう要請	引き続き、**親会社のグループ経営等の観点から、親子上場の在り方の検討を推進**（年内目途に事例集公表）
少数株主を意識した経営	**親子上場等に関する投資家の目線の公表**（2025年2月） – 投資者の基本的な目線やギャップが生じやすい具体的な場面の例示などを紹介	上場制度上の対応を議論 ①取締役選任議案に関する少数株主の賛否割合の分析・開示
独立社外取締役の機能発揮	**コーポレートガバナンス・コード改訂**（2021年6月） – ３分の１以上（プライムは過半数）の独立社外取締役または特別委員会の設置に関する原則を新設 **独立社外取締役に期待される役割の整理**（2023年12月）	② 独立性基準の見直し
非公開化の場面での公正性確保	**企業行動規範の見直し**（2025年7月） – 支配株主による完全子会社化等に関する企業行動規範（手続き規制）の見直しを実施	③ その他の論点（見直し後のフォローアップなど）

© 2025 Japan Exchange Group, Inc., and/or its affiliates

INDEX

1.　現状の課題等に関する投資家の声

2.　上場制度上の対応（案）

①　**取締役選任における少数株主の賛否割合等の分析・開示**

②　独立性基準の見直し

③　その他の論点（非公開化など）

© 2025 Japan Exchange Group, Inc., and/or its affiliates

取締役選任議案における少数株主の賛否割合①

- 上場子会社における**経営トップ等の社内取締役選任議案において、親会社以外の株主の賛成割合が低い議案が一定程度存在**

※　なお、コーポレートガバナンス・コード（補充原則 １－１①）では、相当数の反対票が投じられた会社提案議案について、原因分析や株主との対話その他の対応の要否の検討を行うべきとされている

賛成率50%未満
社内取締役選任議案：**約2%**
代表取締役選任議案：**約5%**

賛成率80%未満
社内取締役選任議案：**約12%**
代表取締役選任議案：**約32%**

※　イギリスのガバナンスコードでは賛成率80%未満で反対票の分析等が必要

主な反対理由

- 取締役会の構成（独立社外取締役の割合が低い等）
- 業績の問題（資本収益性が低い等）
- その他（IR活動が不十分等）

上場子会社における賛成割合の分布

	社内取締役選任議案		うち 代表取締役選任議案		（参考）支配株主を有しない企業 社内取締役選任議案		
親会社以外の賛成割合（推計）	議案数	割合	議案数	割合	議案数	割合	
30%未満	5	0.5%	2	0.7%	3	0.0%	約0%
30%以上50%未満	17	1.7%	11	4.0%	5	0.0%	
50%以上70%未満	52	5.3%	41	15.1%	70	0.6%	約3%
70%以上80%未満	44	4.4%	32	11.8%	286	2.5%	
80%以上90%未満	185	18.7%	58	21.3%	1044	9.0%	
90%以上	686	69.4%	128	47.1%	10255	87.9%	
合計	989	100.0%	272	100.0%	11663	100.0%	

（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。親会社以外の賛成割合は、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。
- 支配株主を有しない企業については、上記コーポレート・ガバナンスに関する報告書において親会社及び支配株主を有しない旨を開示している東証上場会社。賛成割合は臨時報告書で各社が開示している賛成割合。

© 2025 Japan Exchange Group, Inc., and/or its affiliates

取締役選任議案における少数株主の賛否割合②

- **社外取締役の選任議案**についても、**候補者の独立性への懸念などを理由に賛成割合が低い議案**が見られる

賛成率50%未満
社外取締役選任議案：**約2%**
独立社外取締役選任議案：**約1%**

賛成率80%未満
社外取締役選任議案：**約7%**
独立社外取締役選任議案：**約7%**
※　イギリスのガバナンスコードでは賛成率80%未満で反対票の分析等が必要

主な反対理由
- 独立性への懸念（自社で設けている独立性基準への抵触等）
- 実効性への懸念（出席状況、兼任社数の問題等）
- その他（業績の問題等）

社外取締役選任議案の賛成割合の分布

	社外取締役選任議案		うち独立社外取締役選任議案		（参考）支配株主を有しない企業 社外取締役選任議案		
親会社以外の賛成割合（推計）	議案数	割合	議案数	割合	議案数	割合	
30%未満	3	0.5%	2	0.3%	40	0.5%	約1%
30%以上50%未満	7	1.1%	5	0.9%	10	0.1%	
50%以上70%未満	21	3.4%	20	3.5%	43	0.5%	約4%
70%以上80%未満	15	2.5%	15	2.6%	197	2.4%	
80%以上90%未満	95	15.6%	88	15.3%	668	8.3%	
90%以上	469	76.9%	447	77.5%	7101	88.1%	
合計	610	100.0%	577	100.0%	8059	100.0%	

（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。親会社以外の賛成割合は、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。
- 支配株主を有しない企業については、上記コーポレート・ガバナンスに関する報告書において親会社及び支配株主を有しない旨を開示している東証上場会社。賛成割合は臨時報告書で各社が開示している賛成割合。

© 2025 Japan Exchange Group, Inc., and/or its affiliates

ご議論いただきたい事項 ①

- 上場子会社では、過半数の議決権を有する親会社が経営陣等を含む取締役の選解任権限を有する
- 一方で、上場子会社等の経営陣は、上場会社として少数株主を意識した経営にも努めていく必要
- また、経営陣を監督し、少数株主保護において中心的な役割を果たす独立社外取締役については、その独立性・実効性が確保されることが極めて重要

- 上場子会社の経営陣に対して少数株主をより意識した経営を促すとともに、独立社外取締役の独立性・実効性向上を図る観点から、**取締役選任議案に関する少数株主の賛否割合や反対理由、追加的な対応の必要性等について分析・開示を求めていく**ことが考えられるか

想定される開示内容
✓ 少数株主の範囲（支配株主及びその関係会社※（役員を含む）は少数株主から除外する想定） ※　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 ✓ 少数株主の各取締役選任議案に対する賛否の割合 ✓ 相当数の反対票が投じられた会社提案議案があったと認めるときは、反対理由や反対票が多くなった原因 ✓ 株主との対話その他の追加的な対応の必要性及びその実施状況 ※

※　反対の理由に応じて、グループ経営や少数株主保護、取締役候補者の選任プロセス（経営陣の選任方針、独立社外取締役の独立性・実効性確保のための施策等）などに関する株主との対話に繋げて頂く趣旨

© 2025 Japan Exchange Group, Inc., and/or its affiliates

ご議論いただきたい事項 ①（つづき）

- 上場子会社に加えて、**親会社以外の大株主を有する企業についても同様の規制の対象とする**ことについてどう考えるか
  - その際の**具体的な範囲**についてどのように考えるか
    （例えば、議決権行使率を踏まえ、株主総会の普通決議に重大な影響を及ぼし得る水準として、３０％以上の大株主を有する企業を対象とすることなどが考えられるか）

保有割合	50%～	40%～	30%～	25%～	20%～	10%～	5%～	～5%
他の規制・考え方	**親会社** ・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） ・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） ※４０%台で支配力基準によって親会社に該当する場合も含む	**実質的に議決権過半数**（議決権行使率を８割と仮定した場合）	**公開買付規制の３０%ルール** （金融商品取引法27条の2 ） **※３分の１から引下げ**（18ページ参照）	**相互保有株式に係る議決権の制限** 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として法務省令で定める株主（会社法308条）	**その他の関係会社（関連会社）** 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重要な影響を与えることができる場合における当該子会社以外の他の会社等（財規8条5項）	**主要株主** 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）	**大量保有者** 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）	

※ なお、イギリスのコーポレートガバナンス・コードでは、親会社や大株主の有無にかかわらず、賛成率80%未満の場合には、反対票に至った背景を理解するための行動や、株主から得られた見解・企業が取った行動等を公表することが求められる

© 2025 Japan Exchange Group, Inc., and/or its affiliates

参考：東証上場企業における議決権行使率の状況

- 東証上場会社の議決権行使比率は**中央値で約６０％**
  - 会社数としては、**７０％以上８０％未満または８０％以上９０％未満が同程度で最も多い**

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	N	平均値	中央値	N	平均値	中央値	N	平均値	中央値	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%

	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	
行使率	社数	累積比率	社数	累積比率	社数	累積比率	社数	累積比率	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/shiryou/20230731/01.pdf）より抜粋

© 2025 Japan Exchange Group, Inc., and/or its affiliates

参考：公開買付規制の改正

- 公開買付制度の見直しにより、著しく少数の者からの買付等であっても公開買付けが義務付けられる閾値が、**議決権の３分の１から３０%に引き下げられた**

（参考）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

４．３分の１ルールの閾値

現行の公開買付制度は、「３分の１」という数値が、株主総会の特別決議を阻止できる基本的な割合であること等に鑑み、買付け等の後の株券等所有割合が「３分の１」を超えるような場合には、著しく少数の者からの買付け等であっても公開買付けによることが義務付けられている（いわゆる「３分の１ルール」）。

他方、諸外国の公開買付制度を概観すると、公開買付けの実施が義務付けられる閾値を30%としている例が多く、また、**我が国上場会社における議決権行使割合[5]を勘案すると、 30%の議決権を有していれば、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重大な影響を及ぼし得る**ものと推察される。

公開買付制度の目的が会社支配権等に影響を及ぼすような証券取引の「透明性・公正性」を確保する点にあることからすれば、上記のような諸外国の水準や議決権行使割合に鑑み、３分の１ルールの閾値を30%に引き下げることが適当と考えられる[6]。

5 信託協会のデータに基づき金融庁が作成した資料（当ワーキング・グループ第２回事務局説明資料 17 頁参照）によれば、支配株主を有しない東京証券取引所上場企業のうち、95～97%の企業の議決権行使割合（ただし、当日行使分を含まない。）が 90%未満、半数近くの企業の議決権行使割合（ただし、当日行使分を含まない。）が 60%未満であった。

6 なお、３分の１ルールの閾値を 30%に引き下げることに伴い、全部買付義務の閾値（３分の２）についても議決権行使割合に応じて引き下げることも考えられる。しかしながら、全部買付義務の閾値は、 少数株主を強制的に退出させるために必要な議決権割合が３分の２であること等に着目したものであるところ、株券等所有割合が３分の２に満たない者が少数株主を強制的に退出させる局面においては、多くの少数株主が反対の議決権を行使する場面も想定され、必ずしも平時の議決権行使割合が参考となる ものではないと考えられる。

© 2025 Japan Exchange Group, Inc., and/or its affiliates

参考：これまでの研究会での議論

独立社外取締役の選任における少数株主の賛否割合の開示

必要性・有効性

- 臨時報告書で決議結果が開示されているため、支配株主の持分割合が分かれば少数株主の賛否割合についてはほぼ推測できるが、**独立社外取締役の候補者がどれくらい少数株主の支持を得ているかを分かりやすくするため、情報開示として工夫の余地がある。**
- **独立社外取締役に自身に期待されている役割を意識して行動してもらえるという効果も期待できる**とともに、**機関投資家をはじめとする投資者側に対しても、期待される役割を果たしていない独立社外取締役に反対票を投じるようになるという意識改革の効果もある。**

実務への影響

- **当日分の議決権行使結果を集計外とするのはミスリーディングな情報になる可能性があるが、それを開示対象とする場合は企業の負担を考える必要がある。**

その他独立社外取締役の選任に関する情報開示

- **少数株主の賛成割合が低かった場合、取締役会は分析や対処方法を検討すべきであり、指名委員会は分析や対処方法を取締役会に助言すべき。**そして、**それらの内容は開示されるべき**であり、それにより取締役会や指名委員が機能しているかが明らかになる。
- **上場子会社の独立社外取締役の選任について親会社の指名委員会で議論している場合は、親会社の指名委員会の議論の内容も開示されるべき。**
- 再任される独立社外取締役については、**少数株主保護の役割をどう果たしてきたのかを少数株主が判断するのに資する情報の開示を行うことが重要。**

© 2025 Japan Exchange Group, Inc., and/or its affiliates

INDEX

1.　現状の課題等に関する投資家の声

2.　上場制度上の対応（案）

①　取締役選任における少数株主の賛否割合等の分析・開示

②　独立性基準の見直し

③　その他の論点（非公開化など）

© 2025 Japan Exchange Group, Inc., and/or its affiliates

現在の独立性基準

- 東証の独立性基準では、現在又は過去１０年以内において、親会社や子会社、兄弟会社の業務執行者等であった者の独立性は否定されている
- 一方で、**親会社以外の大株主（その他の関係会社、主要株主など）及び自社が大株主となっている先の業務執行者等**の独立性は否定されていない

  ※ ただし、主要株主の業務執行者に該当する場合は、該当状況（主要株主の議決権保有比率、経営に影響を与える事実関係、主要株主における地位など）の開示が必要

<table>
<tr><th></th><th>上場会社・子会社の業務執行者等</th><th>親会社・兄弟会社の業務執行者等</th><th>主要な取引先、多額の金銭等を得ているコンサルタント等の業務執行者</th><th>主要株主の業務執行者</th><th>主要でない取引先の業務執行者</th><th>相互就任先・寄付先の業務執行者</th><th>左記に該当しない者</th></tr>
<tr><td>現在</td><td>×</td><td>×</td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td></tr>
<tr><td>過去（最近）</td><td>×</td><td colspan="2">独立性なし</td><td></td><td colspan="2">要開示</td><td></td></tr>
<tr><td>過去（10年以内）</td><td>×</td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td></tr>
<tr><td>過去（10年以前）</td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td>開示不要</td><td></td></tr>
</table>

× …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）

© 2025 Japan Exchange Group, Inc., and/or its affiliates

主要株主の業務執行者の独立社外取締役への選任状況

- 足元、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旨を開示している企業は７１社
  - うち、取引関係又は人的関係がある旨を開示している企業は５３社

主要株主の業務執行者の独立社外取締役への指定状況

	企業数	プライム市場	スタンダード市場	グロース市場
現在・最近	**34社 (40人)**	7社 (7人)	23社 (29人)	4社 (4人)
過去	**39社 (41人)**	16社 (18人)	20社 (20人)	3社 (3人)

(参考) 独立社外取締役を選任している企業 (主要株主を有する企業に限る)	3,238社 (10,564人)	1,423社 (6,106人)	1,277社 (3,241人)	538社 (1,217人)

※ 主要株主の業務執行者について独立性を認めないこととする場合に、企業行動規範上の独立役員の選任義務違反となる企業は１社のみ

（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東証集計
（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

主要株主の議決権保有比率

	10～20%未満	20～30%未満	30%以上
現在・最近	20社 (22人)	10社 (11人)	4社 (7人)
過去	18社 (19人)	14社 (14人)	8社 (8人)

主要株主との関係性

	うち取引関係がある旨を開示	うち人的関係がある旨を開示 ※任意開示
現在・最近	24社 (26人)	5社 (6人)
過去	30社 (31人)	12社 (12人)

© 2025 Japan Exchange Group, Inc., and/or its affiliates

ご議論いただきたい事項 ②

- 親会社以外の大株主においても、議決権の行使等を通じて上場会社に一定の影響力を有するところ

※ 大株主と少数株主は、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も存在

- **一般株主との利益相反が生じるおそれのない社外取締役等の選任を求める独立役員制度の趣旨を踏まえ、独立性基準において、大株主からの独立性を求める**ことについて、どう考えるか
  - その際の**大株主の範囲**についてどう考えるか
  - **現在**に加え、**最近・過去において該当していた者の扱い**についてどのように考えるか
- **上場会社が大株主となっている先からの独立性**についても、同様に求めることについて、どう考えるか

保有割合	50%～	40%～	30%～	25%～	20%～	10%～	5%～	～5%
他の規制・考え方	**親会社** ・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） ・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） ※４０%台で支配力基準によって親会社に該当する場合も含む	**実質的に議決権過半数**（議決権行使率を８割と仮定した場合）	**公開買付規制の３０%ルール** （金融商品取引法27条の2 ） **※３分の１から引下げ**（18ページ参照）	**相互保有株式に係る議決権の制限** 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として法務省令で定める株主（会社法308条）	**その他の関係会社（関連会社）** 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重要な影響を与えることができる場合における当該子会社以外の他の会社等（財規8条5項）	**主要株主** 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）	**大量保有者** 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）	

© 2025 Japan Exchange Group, Inc., and/or its affiliates

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

再掲

JPX

- **上場関連会社**については、保有比率の多寡にかかわらず、**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**（役員候補者等の指名、事前承諾・事前協議など）

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	
①役員候補者・経営陣幹部の指名等	90 社	15.5%	17 社	17.9%	40 社	16.7%	27 社	13.3%	6 社	14.3%
（うち、義務・禁止規定、承諾事項）	(83 社)	(14.3%)	(16 社)	(16.8%)	(38 社)	(15.8%)	(23 社)	(11.3%)	(6 社)	(14.3%)
②株主の持株比率維持・希薄化防止	59 社	10.2%	8 社	8.4%	59 社	11.3%	18 社	8.9%	6 社	14.3%
（うち、義務・禁止規定、承諾事項）	(53 社)	(9.1%)	(7 社)	(7.4%)	(24 社)	(10.0%)	(17 社)	(8.4%)	(5 社)	(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	42 社	7.2%	8 社	8.4%	21 社	8.8%	9 社	4.4%	4 社	9.5%
（うち、義務・禁止規定、承諾事項）	(34 社)	(5.9%)	(4 社)	(4.2%)	(18 社)	(7.5%)	(8 社)	(3.9%)	(4 社)	(9.5%)
④株主の議決権行使	5 社	0.9%	1 社	1.1%	1 社	0.4%	1 社	0.5%	2 社	4.8%
（うち、義務・禁止規定、承諾事項）	(5 社)	(0.9%)	(1 社)	(1.1%)	(1 社)	(0.4%)	(1 社)	(0.5%)	(2 社)	(4.8%)
⑤事前承諾・事前協議	58 社	10.0%	7 社	7.4%	29 社	12.1%	17 社	8.4%	5 社	11.9%
（うち、義務・禁止規定、承諾事項）	(26 社)	(4.5%)	(2 社)	(2.1%)	(11 社)	(4.6%)	(11 社)	(5.4%)	(2 社)	(4.5%)
⑥事業競合の回避・事業調整	14 社	2.4%	2 社	2.1%	5 社	2.1%	6 社	3.0%	1 社	2.4%
（うち、義務・禁止規定、承諾事項）	(8 社)	(1.4%)	(2 社)	(2.1%)	(2 社)	(0.8%)	(3 社)	(1.5%)	(1 社)	(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

© 2025 Japan Exchange Group, Inc., and/or its affiliates

参考：機関投資家の議決権行使基準

- スチュワードシップ・コードの受入れを表明している機関投資家の議決権行使基準は以下のとおり
  - 議決権の行使等を通じて上場会社に影響力を及ぼし得る（潜在的な利益相反のおそれがある）株主として１０％や５％を閾値としている投資家が多い

	大株主との関係に関する独立性基準
野村アセットマネジメント	最初に社外取締役に就任する時点において**直近３年以内に当該会社の大株主である会社に在籍した実績がないこと**。「大株主」とは、直近期に係る当該会社の事業報告中の**「上位10名の株主」の表に記載された持株比率が 10%以上の株主**をいう。
三菱UFJアセットマネジメント	持株比率**10%以上の大株主**出身者（**過去10年間**に所属していた者）
大和アセットマネジメント	大株主（**5%以上保有**）およびその親子兄弟会社の役員（非業務執行取締役および監査役を除く）または従業員（退職者を含む。ただし、**退職して５年以上経過している場合を除く**）。
日興アセットマネジメント	**5%超**の大株主、または大株主である組織の現職、あるいは**過去5年以内**に在籍
アセットマネジメントOne	金融商品取引所へ独立役員として届出を行う予定がある場合、当該企業の大株主企業（**持株比率 10%以上**）に**過去10 年以内**に在籍した実績がないこと。 なお、大株主企業への在籍（グループ含む）があった場合、再建 中/合併予定等の個別の企業の状況にかかわらず原則反対。
三井住友DSアセットマネジメント	その他、在任期間や**主要株主会社の在籍経験等**、 独立性に疑義がある場合等は、独立役員届出がある場合でも総合的に判断して反対することがある。
三井住友トラスト・アセットマネジメント	主要な株主（**10.0%以上の株主**）の出身者 主要な株主の出身者等に係るクーリングオフ期間（出身元からの独立性を認定する期間）を**退職後 3 年**と設定します。
フィデリティ投信	※明記なし
ブラックロック・ジャパン	その他**大株主会社**の役員・従業員 過去に役員・従業員であった者については、経歴や出身母体に照らして、一般株主利益の代表者としての適格性を判断する
アライアンス・バーンスタイン	※明記なし

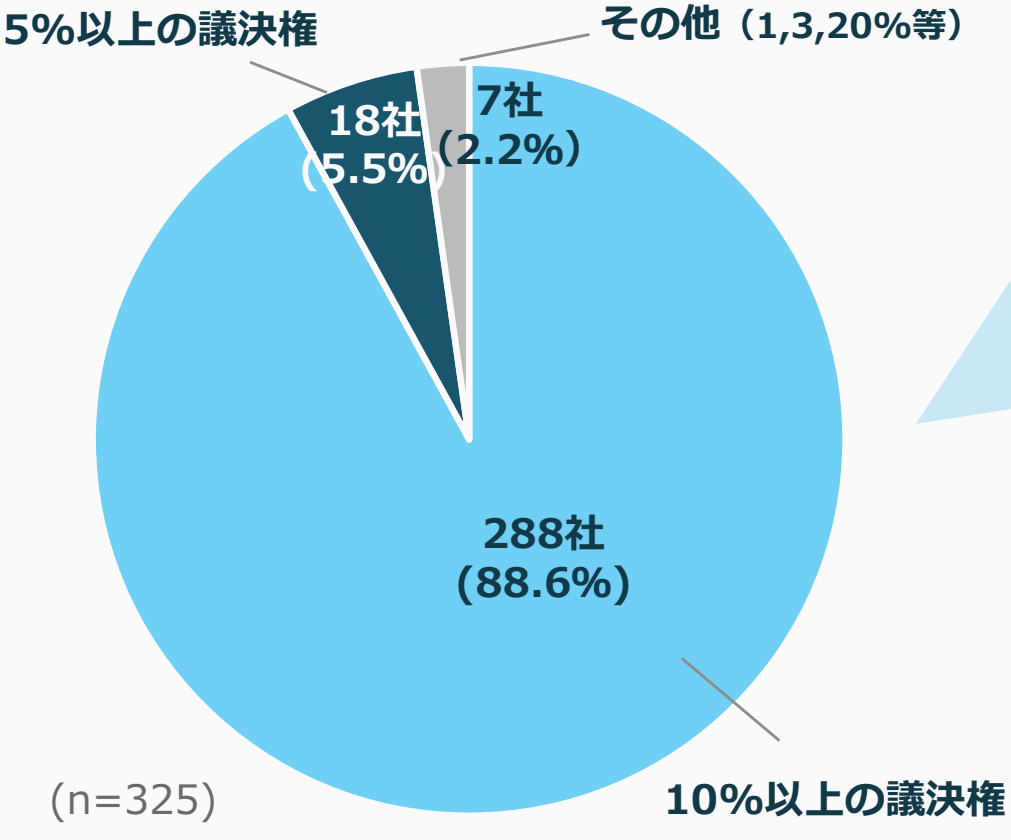
（注）「契約型公募投資信託の投資信託会社別資産増減状況（実額）」（投資信託協会、2025年8月分）における純資産総額上位10社が対象

© 2025 Japan Exchange Group, Inc., and/or its affiliates

参考：上場会社の独立性判断基準

- 上場会社が主要株主・大株主に関する独自の独立性基準を定める場合、**その議決権保有割合を10%以上と設定する場合が9割程度**

主要株主・大株主の議決権保有割合に関する基準



- **上場会社の議決権を10%以上保有する株主**（当該株主が法人である場合にはその業務執行者）**の独立性を否定する基準**を設定しているケースが**9割**
  - **現在・直近事業年度**に限定するケースもあれば、**過去3・5年間**の主要株主の独立性を否定するケースも
- **上場会社が議決権を10%以上保有する**先の業務執行者の独立性を否定するケースも一定数見られる

※ 2024年7月12日時点の各社のコーポレートガバナンスに関する報告書における原則4－9の開示に関して、「議決権」のキーワードが含まれる社数をもとに東証集計

© 2025 Japan Exchange Group, Inc., and/or its affiliates

参考：諸外国の独立性基準

- 海外の主要取引所においても、独立性基準において、上場会社に議決権の行使等を通じて影響力を及ぼし得る類型として、大株主からの独立性が求められている

	大株主との関係に関する独立性基準
アメリカ （NYSE Independence Tests）	ー　（規則上の定めなし）
イギリス （UK Corporate Governance Code）	**重要な株主（significant shareholder）の代表でない**こと ※Comply or Explainアプローチ ※重要な株主（significant shareholder）について明確な定義はないが、イギリスの実務（投資家や議決権助言会社のガイドライン）では、**概ね3%～10%**が重要な影響力を持つ水準とされている
香港 （HKEX Mainboard Rule）	取締役が以下のいずれかに該当する場合、独立性が疑問視される可能性が高い • 上場発行体の**発行済み株式数（自己株式を除く）の1%超を保有している場合** ※１%超の持分を有する独立非執行取締役の選任を希望する上場会社は、選任前に当該候補者の独立性を立証しなければならない。**5%以上の持分**を有する場合は通常、独立性があると見なされない。
シンガポール （SGX Mainboard Rule）	当期または直近の会計年度において、**主要株主（substantial shareholder）と直接的に関連している、または関連していた取締役** ※主要株主（substantial shareholder）は、会社の発行済み株式の**5%以上**を直接または間接的に保有する個人または法人を指す

© 2025 Japan Exchange Group, Inc., and/or its affiliates

参考：これまでの研究会での議論

独立性基準の拡張（「支配的な株主」との関係の不存在）

- 現在の会社法上の社外要件やそれに基づく上場制度上の独立性基準においては、支配株主との関係の不存在は考慮されているが、**支配的な株主との関係の不存在は考慮されていないため、その点が検討課題**になる。
- マーケットの現状の実務を踏まえると、**主要株主からの独立性**を求めるべき。
- **株主提案が可能な1%以上の保有株主**であり、かつ、**子会社の取締役の選任に関して契約が存在している場合には、独立性は認められない**とするのが一案。

© 2025 Japan Exchange Group, Inc., and/or its affiliates

INDEX

1.　現状の課題等に関する投資家の声

2.　上場制度上の対応（案）

①　取締役選任における少数株主の賛否割合等の分析・開示

②　独立性基準の見直し

③　その他の論点（非公開化など）

© 2025 Japan Exchange Group, Inc., and/or its affiliates

ご議論いただきたい事項 ③

- 親会社による完全子会社化等の**非公開化の場面での少数株主保護**に関しては、次回以降、**本年７月の企業行動規範の見直し後の状況をフォローアップ**頂く想定。フォローアップにあたって留意すべき点などはあるか
- その他、少数株主保護等の観点から、上場制度の見直しについて**追加して議論すべき論点はあるか**

© 2025 Japan Exchange Group, Inc., and/or its affiliates

参考：MBO・支配株主による完全子会社化に係る規範の見直し

- 東証では、本年７月、市場区分の見直しに関するフォローアップ会議における議論を踏まえ、**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**を実施

（規範の対象行為の見直し）

- 上場会社が**ＭＢＯや支配株主・その他の関係会社**※１**等による完全子会社化**※２**を決定する場合等**について、意見入手及び必要かつ十分な適時開示の義務付け

	支配株主による完全子会社化	ＭＢＯ	その他の関係会社による完全子会社化
①少数株主にとって不利益でないことに関する意見 ● 利害関係を有しない者からの意見の入手を義務付け ※今回の見直しにより、「一般株主にとって公正であること」に関する意見に変更	対象 →	新たに対象	
②必要かつ十分な適時開示 ● 適時開示を必要かつ十分に行うことを義務付け ※株式価値算定の概要を含む。今回の見直しにより、株式価値算定に関する開示を拡充	対象	→	新たに対象

（※１）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（20%以上の議決権を有している場合や、15%以上20%未満で重要な影響を与えられる場合）
（※２）いわゆる二段階買収や公開買付けを経ずに行う株式併合等のキャッシュアウトに加えて、支配株主やその他の関係会社が当事会社となって行う株式交換や株式移転を含む。

（規範の内容の見直し）

① 特別委員会における検討の実効性向上の観点から、**「少数株主にとって不利益でないことに関する意見」の在り方（入手先・内容）を見直し**

② 一般株主が十分な情報を得たうえで、取引の公正性を判断できるよう、**必要かつ十分な情報開示の内容を見直し**（株式価値算定の重要な前提条件に係る開示の拡充）

© 2025 Japan Exchange Group, Inc., and/or its affiliates

今後の予定

時期	予定
２０２５年１２月	• **「親子上場等に関する事例集」の公表** ※ 親子上場の解消事例に限らず、株主・投資家の目線を踏まえて、中長期的な企業価値向上等の観点から、親子上場の意義について開示・対話を進めている事例や、少数株主保護に関する取組みを進めている事例を紹介
２０２６年1月～	• **上場制度上の対応案について議論**（本日の続き） ⇒ まとまり次第、規則改正手続きへ • **非公開化の場面での公正性確保について、企業行動規範見直し後の状況をフォローアップ**
２０２６年度	• **グループ経営等に関する開示状況のフォローアップ**

© 2025 Japan Exchange Group, Inc., and/or its affiliates