

**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10回) 議事録**

日 時： 2026年10月2日（金）11時00分～12時20分
場 所： 東京証券取引所 15階特別会議室
出席者： メンバー等名簿参照

【渡邊部長】

それでは、第2期・第10回の「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」を開催させていただきます。

本日も、お忙しい中、お集まりいただきまして、まことにありがとうございます。

はじめに、本日の出席状況でございますが、原田メンバーがご欠席となっております。また、オブザーバーの金融庁様、法務省様がオンラインでのご参加となっております。

また、お昼のお時間になりますので、お手元にお弁当をご用意しております。好きなタイミングでお召し上がりいただければと思います。

それでは、さっそく議事に入らせていただきたいと思います。

まず、本日の議事について、ご説明いたします。

【池田統括課長】

本日もよろしくお願いいたします。

これまでの研究会では、親子上場を中心にご議論いただけてきましたが、今回は、持分法適用関係に焦点を当てて議論できればと考えております。

本日は、足元の持分法適用会社の状況やグループ経営の開示に関するアンケート結果、少数株主保護に関する現行の制度等をご紹介しますうえで、今後の取り組み方針についてご議論いただければと思っております。

また、昨年の本研究会でご議論いただきました、少数株主保護に関する上場制度の見直しにつきましても、先般、規則改正を行っておりますので、内容について改めてご報告させていただければと思います。

なお、メンバー名簿もお付けしておりますが、日本製鉄様については、大内メンバーに代わり、原田メンバーにご参加いただくことになっております。本日はご都合が合わずご欠席となっておりますが、資料の最後に意見書をお付けしておりますので、適宜ご参照いただければと思います。

以上でございます。

【渡邊部長】

続きまして、資料に基づいて東証からご説明をさせていただければと思います。

まず、資料１の「持分法適用関係にある企業の現状と今後の取組みについて」ご説明いたします。

【山脇課長】

それでは資料１「持分法適用関係にある企業の現状と今後の取組について」ご説明させていただきます。

具体的には２ページをご覧ください。

これまで研究会では、親子関係にある企業を中心として、グループ経営や少数株主保護に関する議論・取組みを進めてまいりました。

他方で、今回、グループ経営の検討状況等に関するアンケート調査を行ったところ、特に持分法適用関係にある企業において、検討の必要性を感じている一方で、具体的な検討が進まず悩んでいる企業が多いことが明らかとなりました。

また、少数株主保護の関係でも、持分法適用関係にある企業を対象とした少数株主保護に関する上場制度の在り方に関しては、これまでも論点として挙げられているところです。

こうした状況も踏まえ、今期は、持分法適用関係にある企業に焦点をあてて、議論・検討を深めていきたいと考えております。

具体的な論点に入る前に、３ページ以降で、持分法適用関係にある企業の現状として、いくつかファクトをご紹介します。

はじめに、４ページが、２０％以上５０％未満の大株主を有する上場会社の数・割合の推移です。引き続き緩やかな増加傾向にありまして、２０２６年７月時点では１,０００社を超える状況になっております。

続いて、５ページは、参考として上場子会社の推移です。

ご承知のとおり、東証として、親子上場の形態を否定しているものでは決していないものの、親会社を中心に、経営資源の適切な配分の在り方が検討され、事業ポートフォリオの見直し等が進むなかで、直近は約１８０社まで減少しております。

続いて、６ページが、自社の方針決定に重要な影響を与える「その他の関係

会社」を有すると開示している会社、いわゆる「上場関連会社」の社数等を示したものです。

先ほど、20%以上50%未満の大株主を有する上場会社の数は1000社程度と申し上げたところですが、1000社の中には、オーナー企業で資産管理会社等が20%以上を有しているものの、「自社の方針決定に重要な影響は与えない」として、大株主がその他の関係会社に該当しない企業も400社程度含まれておりますので、より企業間の資本関係、企業グループに近いような形態の会社が600社程度ということかと理解しております。ご参考までに市場区分や時価総額、業種なども載せておりますが、特定の区分等に偏らず、幅広い企業がこのような資本関係の下で上場している状況です。

また7ページ以降は、3月期の上場関連会社に絞ったうえで、上場関連会社と保有している側であるその他の関係会社との関係を集計しております。はじめに資本関係です。

左側のグラフのとおり、その他の関係会社による保有比率は、20%台が最も多いものの、全体としては分散しております。

また、右側のグラフですが、保有している側のその他の関係会社の64%は東証上場会社であり、ほとんどがプライム市場に上場しています。グループ経営を促していくといった観点からは、資本上位会社へのアプローチも重要となっており、そういった観点では、64%の会社は、資本コストや株価を意識した経営にも取り組み、経営資源の適切な配分等の観点での検討も期待されている会社といった状況になっております。

続いて、8ページが取引関係です。

左側のグラフのとおり、上場関連会社の68%は、その他の関係会社との重要な取引関係がある旨を開示しています。

右側に保有比率別の割合も載せておりますが、その他の関係会社の保有水準にかかわらず、取引関係がある会社が多い状況です。

また、上場有無別の割合では、その他の関係会社が上場会社の場合は取引関係がある場合が8割を占めております。一方で、非上場の場合は、その他の関係会社が資産管理会社、ファンド等である場合も一部含まれているためか、取引関係がない場合が過半となっている状況です。

続いて、9ページが人的関係です。

具体的には、その他の関係会社から派遣された者が、上場会社の取締役を兼務している企業の割合を調査しておりますが、左側のグラフの通り、上場関連

会社の５６％は、そうした取締役兼務を開示しています。

また、右側には保有比率別や上場有無別の集計も載せておりますが、保有比率や上場・非上場を問わず兼務が見られる状況です。

また、リード文の２点目のとおり、取締役のほかに監査役の兼務や従業員の出向などがある旨を任意で開示する企業も一定数存在しております。

１０ページは、ご参考までに、取引関係・人的関係をクロス分析した結果を載せておりますが、８６％の企業が、少なくともいずれか一方の関係を有しているという結果になっております。

続く１１ページは、ご参考までに、これまでの研究会でもご紹介している上場関連会社におけるガバナンス関連の契約の締結状況を再掲したのですが、ご説明は割愛させていただきます。

ここまでがファクトのご紹介でございまして、１２ページ以降が具体的な論点についてです。

はじめに、グループ経営に関する検討・開示についてです。

１３ページをご覧くださいと思います。２０２３年１２月にグループの企業価値向上等の観点から、親子や持分法適用関係といった資本形態をとる意義に関して、あらためて検討・開示を要請しておりますが、そこから３年が経過していることを踏まえ、今回、親子関係・持分法適用関係にある企業を対象として、あらためて、検討状況等に関するアンケート実施しております。

結果として、親子関係にある会社１１１社、持分法適用関係にある会社２０８社から回答を頂戴しています。

続いて、１４ページ以降がアンケートの回答結果を分析したものでして、はじめに検討・開示の状況についてです。

我々として良い意味で少し意外だった点として、グループ経営の開示を義務化している親子関係にある企業のみならず、推奨に留めている持分法適用関係にある企業においても、検討の必要性を認識いただいていることが伺える結果となっております。いずれの形態でも、会社として、現在の形態が最適と整理したうえで、投資家に説明までしていると回答する企業が一番多かったところ です。

一方で、持分法適用関係にある企業については、現在の資本構成が最適か、今後あらためて検討が必要と認識している企業も、親子関係と比較して多いといった結果となりました。

15 ページは、あらためて検討が必要と回答した会社における、具体的な検討の進捗についてです。

基本的には、親会社やその他の関係会社といった資本上位会社側が主導して検討しているケースが多かったところですが、持分法適用関係にある企業においては、グラフの赤囲みのとおり、「問題意識はあるが具体的な検討には至っていない」とする回答も多い結果となりました。

続いて、16 ページは、なぜ検討が進まないのかということで、会社が感じている課題についてです。

左側のグラフのとおり、あらためて検討が必要と回答した会社の多くが、検討に際して何らかの課題を認識しておりまして、具合的には、親子あるいはその他の関係会社・関連会社間でどのようにコミュニケーションをとって進めていくか、経営戦略の開示と機密情報管理との関係をどうするか、検討に必要な人材やリソース不足が共通して挙げられております。詳細は、次のページ以降で会社の具体的なコメントを取り上げておりますのでご説明できればと思います。

はじめに、17 ページは、コミュニケーションに関する課題についてです。

資本上位会社からは、子会社や関連会社の独立性にも配慮する必要がある中で、議論が進めづらいといった声、資本下位会社からは、親会社やその他の関係会社の検討状況がそもそも見えてこず、両社での議論の場がないとの声が聞かれています。

また、コミュニケーションの課題のほかに、18 ページのとおり、資本政策や事業再編の検討状況は、機密性の高い情報を含むことも多い中で、投資家への説明の充実と情報管理のバランスに悩む声や、上場関連会社を中心に、検討・開示を担う人材・体制の不足を課題とする声も聞かれています。

続いて、19 ページ以降は、グループ経営等の経営・開示に関する東証への期待についてです。

今回のアンケートでは、幅広い企業から、グループ経営等の検討・開示にあたっての参考として、市場（投資家）から評価を得ていくうえで重要な観点などをまとめたガイドラインや、具体的な開示事例の紹介を求める声が寄せられました。

20ページのとおりに、親子関係にある企業に関しては、昨年、親子上場に関する投資家の目線や、実際に投資家から一定の評価を受けている事例などを取りまとめて公表しておりますが、今回のアンケートでは、持分法適用関係にある企業に特化したコンテンツの充実の要望もあったところです。

加えて、21ページのとおりに、一部の企業からは、親子関係や持分法適用関係について一律の解消・見直しを求める見方が強まることを懸念する声も聞かれています。

続いて、22ページでは、あらためて、持分法適用関係にある企業に関する投資家からの主な意見をご紹介します。

戦略的に有用な持分法適用関係も存在している一方で、企業価値向上の観点から保有を続ける目的・意義が必ずしも明確でないケースも多いとして、継続的な検証・見直しを求める声があったところです。

また、特に資本上位会社に対しては、企業価値向上に向けた適切な資源配分の一環として、その意義の検討が期待されるほか、続く23ページのとおりに、大株主として上場関連会社の成長を促してほしいとの意見も聞かれています。

こうした結果も踏まえて、24ページが、ご議論いただきたい事項の1点目でして、グループ経営の検討の推進に係る今後の取組み方針についてです。

具体的には、必要性を感じつつも検討が進んでいない企業等をサポートしていきたいと考えておまして、今後、機関投資家へのヒアリング等も実施のうえ、投資家の目線を踏まえたグループ経営に関する検討・開示のポイントや、実際に投資家が評価している事例などを取りまとめ、検討の参考として公表することを想定しております。特に、資本上位会社であるその他の関係会社において、より検討をリードいただけるよう後押しできるような形に出来ればと思っております。一方で、先ほどの上場会社からの懸念にもあったとおり、持分法適用関係自体を否定するものではないことから、ポイント等を示すにあたっては、その点も強調するなど、丁寧にコミュニケーションしていきたいと考えております。

こうした方針や検討の進め方等に関しまして、ご意見があれば頂ければと思います。

続いて、25ページ以降が、少数株主保護についてです。

26 ページに、あらためて当研究会での議論の経過を載せておりますが、もともと、支配的な株主を有する企業において利益相反事例が顕在化したことを踏まえて議論を開始したところでして、2023 年12 月には、グループ経営の観点とあわせて、少数株主保護に関する情報開示の充実も要請しております。一方で、開示が推奨に留まっていることもあり、開示社数、内容ともに改善の余地がある状況です。そうした中で、足元においても、持分法適用関係にある企業において少数株主保護の観点から懸念が生じるような事例は散見されております。

続いて、27 ページが、少数株主保護に関する現在の上場制度の全体像です。

東証では、少数株主を多数抱える上場会社として、上場子会社等に対しては、親会社との取引に係る少数株主保護に関する方策の開示を義務付けております。また、適時開示が必要となるような特に重要な取引については、少数株主にとって不利益でないことに関する意見の入手など一定の手続規制を設けております。

一方で、こうした制度の多くは、過半数を保有する親会社等の支配株主が存在する会社を対象となっておりまして、近年、一部制度については、対象を拡大しているものの、上場関連会社に対する開示制度や手続規制は限定的な状況です。

28 ページ以降は、いくつか参考資料を載せておりまして、こちらは現状の開示制度の概要についてです。

上場子会社等に対しては、親会社との取引における少数株主保護の方策や、一般的な上場子会社のガバナンス体制・独立性確保に関する考え方・方策等の開示を求めています。

一方で、段階的に制度を拡充してきた結果として、開示書類が分散していたり、一部コーポレートガバナンス・コードや書類間で内容の重複が生じているなどの課題もある状況です。

続いて、29 ページは、手続規制の国際比較をお示ししたものです。

東証では、支配株主との重要な取引に関して、意見入手や十分な開示等の手続規制を設けております。一方、海外の主要市場では、controlling shareholder に限らず、10%以上などより広範な大株主との取引が、関連当事者取引として、取引所における手続規制の対象になり、少数株主による承認や、意見書の入手などが求められております。

日本でも、会社法や金商法において、関連当事者取引の開示等は求められておりますが、取締役による利益相反取引とは異なり、法律上の手続き的担保は存在しない状況です。

30ページは、こちらをご参考までに、上場関連会社における独立社外取締役の選任状況をご紹介します。

上場関連会社においても選任は進んでおり、7割の企業は3分の1以上の独立社外取締役を選任しております。また、右側の保有比率別の状況から分かるとおり、その他の関係会社の保有比率に関わらず、選任が進んでいる状況です。

31ページは、昨年、MBOや完全子会社化による非公開化といった特に利益相反リスクの高い場面について、手続規制の対象行為の拡大を行ったというものでして、ご説明は割愛させていただきます。

また、32ページも、支配権等に関連しては、法令や制度によっても様々な閾値の考え方があるということで、ご参考までに一覧にしたものでして、こちらをご説明は割愛させていただきます。

最後に33ページがご議論いただきたい事項の2点目でして、少数株主保護、持分法適用関係にある企業ですと、正確には一般株主保護ということになるかと思いますが、これらに関する取組み方針です。

これまでの研究会でも論点としては挙がっておりましたが、持分法適用関係にある企業について、一般株主保護が適切に図られるよう、上場制度の在り方を改めて検討したいと考えております。

具体的には、投資家の予見可能性を確保する観点から、上場関連会社に対しても開示制度を設けることや、一定の手続規制を設けることについてどう考えるかご意見をいただけますと幸いです。その際、上場子会社との特性の違いや、上場関連会社の中でも関係性にはグラデーションが存在している点についても、ご意見があれば頂ければと思います。

なお、対象を拡大する場合でも、上場会社に過度な負担がかからないよう、各種書類の重複解消など、現状の開示制度の制度もあわせて検討する想定です。

なお、少数株主保護の論点に関しては、企業グループに限らず、オーナー企業等で20%以上などの大株主がいる企業においても、同様にガバナンスや少数株主保護上の懸念は存在していると認識しております。こちらについても、

必要に応じて、同様の制度をかけることも検討していきたいと考えております。

説明は以上となります。どちらの論点からでも結構でございますので、ご意見を頂戴できますと幸いです。

【渡邊部長】

それでは、ご意見を頂戴できればと思います。よろしくお願いします。

【菊池メンバー】

二つほど申し上げたいと思います。

まず、グループ経営に関する検討・開示のポイントについてです。投資家・ユーザー側へのヒアリングを経て意見をまとめるという方向性に賛同します。

ただし、「こういう開示が望まれる」といった具体的な方向感を明確にし過ぎるのは慎重であるべきではないかと思います。

ご説明にもあったように、企業側でも認識の差が大きいように思いますし、ユーザー側でも考え方の差が結構大きいのではないかと思います。

したがって、まずは目線合わせ的なことをするために、双方の意見を取りまとめるということが第一段階としては考えられるのではないかと思います。

また、開示の重複についてもご説明がありましたが、グループ経営に関しては、今般改訂されたコーポレートガバナンス・コードの原則4-1の解釈指針における事業ポートフォリオに関する議論と重なる部分が多いと思います。

そのため、コーポレートガバナンス・コードの改訂内容も踏まえ、さらに「こういう場合には具体的にこういうところまで開示すべき」というところまで過度に具体的に踏み込みすぎないようにすべきであり、一方で企業と投資家双方の目線には齟齬がありそうなので、そのギャップを明らかにするという姿勢が望ましいのではないかなと思います。

次に、グラデーション問題は確かに大きな問題だと思っています。

保有比率、取引関係、人的関係をそれぞれまとめていただけていますが、それに加えて、「契約」という視点もぜひ加えていただけると議論が明確化してくるのではないかなと思っています。

2026年3月期の有価証券報告書では、こうした契約関係の開示事例も出始めています。

こうした開示を見ると、保有比率上は親子関係ではなくても、親子関係に近いような関係性が契約から見て取れる事例もあります。したがって、グラデー

ションを整理するに当たっては、契約内容も加えることで、より実態に即した整理ができるのではないかなと思います。

最後にもう一つだけ申し上げます。

この研究会の直接のテーマではないかもしれませんが、開示媒体の重複の問題も大きくなってきていると思います。

特にグループ経営に関しては、先ほどコーポレートガバナンス・コードと内容が重複する可能性があるかと申し上げましたが、コーポレートガバナンス報告書で開示すべきなのか、有価証券報告書で開示すべきなのかという論点もあります。そのため、どの媒体で開示媒体することが望ましいのかも並行して議論できればいいのではないかなと思います。

【神田メンバー】

ありがとうございます。感想も含めて3点ほど申し上げたいと思います。

まず、24ページと33ページに記載されている今後の方向性については、基本的にこの方向で結構かと思います。

1点目ですが、「少数株主保護」という言葉が資料の随所にあります。もちろん間違いではないのですが、20%～50%の保有関係を考えた場合、例えば20%を保有する株主がいて残りの80%を「少数株主」と呼ぶことには違和感があります。できれば「一般株主」という言葉を使ったほうが誤解を招かないかなと思いました。

2点目は、私にとって一番の謎なのですが、なぜ20%～50%を保有する株主がいる上場会社が1,000社もあるのかという点です。これは日本の特徴ではないかなと思いますが、よく分かりません。

このような株主は、上場時から継続しているのか、それとも途中から登場したのか。先ほど、親子上場が減っている一方で、20%～50%の関係が増えてきたという経緯のご説明がありましたが、個々の会社の歴史の中でどのような経緯をたどってきたのかを、細かな調査までは不要ですが、大まかな傾向でもわかれば、今後どこかで教えていただければありがたいと思います。

3点目は、20%～50%の保有関係といっても、グループ経営の文脈で考えるべき会社と、そうではない会社があると思います。

例えば、資料7ページでは、3月期決算の上場関連会社402社のうち64%は上位会社も上場会社であり、いわゆるグループ経営と整理できる会社群

だと思います。一方で、その例外の会社もあります。33ページの※にあるように、資産管理会社や一時的にファンドが保有しているケースなどが含まれているのだと思います。

そうした会社については、33ページの※の方向でいいと思うのですが、取引関係と人的関係のいずれも全くないというケースはかなり少ないというお話だったと思います。資産管理会社の場合などについて、その辺の実態は重要かなと思います。全てがグループ経営をしている会社ではないわけですから、その意味では、33ページの※のとおりでいいと思います。

また、グループ経営に関する情報開示についてですが、今日のご説明では、私の誤解かもしれませんが、A社がB社の株式を保有しているといった縦の関係にだけ注目しているように感じました。例えば、A社がB社、C社の株式を保有している場合、全部でグループ経営しているので、問題となるのはA社とB社の関係だけではありません。B社とC社の間にも取引関係があったり、企業グループとしての関係があります。したがって、グループ経営といった時に、A社とB社の縦の関係だけではなく、横も含めて捉える視点が必要ではないかと思います。

【加藤メンバー】

ご説明ありがとうございました。

24ページの今後の取組み方針について、グループ経営に関する検討・開示を推進する方向性に賛成します。実際にグループ経営に関する検討・開示を行っている会社は数多く存在し、かつ、どのように開示すれば資本市場の理解を得られるか悩んでいらっしゃる方も多いと理解しました。こういったグループ経営の問題については、投資家の目線と経営者の目線にずれがあることが、そもそものこの研究会の出発点だったかと思うので、実際にそういった会社側からの要請があるのであれば、それに対してどのように対応するかについては、ボイラープレートにならないように注意が必要ですが、検討を進めていくことは非常に重要であると思います。

ただ、13ページのアンケート結果を見ると、持分法適用関係にある上場会社の回答が若干少ない印象を持ちました。そもそもグループ経営しているという意識や、グループ経営について資本市場から理解を得る必要性自体を認識していない会社もあるかもしれないと思いました。

そのため、なぜそのような検討や開示が必要なのかということから、企業に対してメッセージを発していくことも非常に重要なのではないかと思います。

2点目の少数株主保護に関する上場制度については、神田メンバーがおっしゃったように、確かに「少数株主」ではないかもしれないと思い、私も「一般株主」のほうが適切ではないかと思います。

そもそも上場規則の中には一般株主の保護を目的とする制度がたくさん存在するわけですが、その多くは、株式保有が分散されている会社を念頭に置いてつくられているのではないかとの印象を持っています。そのため、大株主が存在する場合には、従来の仕組みだけでは対応できない問題が発生する可能性があり、別の手段で一般株主を保護する必要性が高まると思います。

その典型例が親子上場の問題であるわけですが、それ以外の領域でも一般株主の保護を目的とする仕組みがうまく機能するかは常に考えていく必要があるかと思います。

先般の独立役員の独立要件の強化も同じ発想によるもので、独立性というものは、主要株主からの独立性を確保しないと一般株主保護の仕組みとしては機能しないという発想で検討されたものと理解しています。

そういったこれまでの制度整備の延長線上で考えると、一般株主保護に関する上場制度が、持分法適用関係がある場合にも適切に機能するのか、また機能させるためにはこういった条件が必要なのかを考えていくことは非常に重要であると思います。

【黒沼メンバー】

今回のアンケートを見て、関連会社を有する企業が多いにもかかわらず、アンケートの回答率はそれほど高くなく、実はこの問題にあまり関心を持っていない企業も多いのではないかという加藤メンバーと同じような感想を持ちました。

他方で、課題は感じているものの何をしたいか分からないという企業もあるということで、その意味では、サポート施策を検討、実施していくという方向性は理解できます。

もっとも、検討の必要性を感じている会社だけを対象とするだけで十分なのかという点は少し疑問に思います。取引関係や人的関係を有している会社の割合はかなり多く、グループ経営をしないというのであればそれでいいのですが、少なくともその状況については一般株主に開示されることが重要ではないかと考えます。

次に、一般株主の保護に関する開示制度や手続規制についてです。

ここでいう規制が、27ページに書かれている開示制度や手続規制のことを

指しているのであれば、開示制度については、支配株主等を有する会社だけでなく、持分法適用会社を有する会社にも当てはまることなので、検討を進めることに賛成です。

一方、手続規制のほうは、完全子会社化など重要な取引があれば手続を履践するのは当然ですが、支配株主との間で日常的に取引が行われている場合、1回独立性を有する者から意見を聴取すれば足りるのか、あるいは継続的なモニタリングまで求めるのかというのは一つ疑問です。

また、ここで想定している手続規制の適用が重要な取引に限定されるのであれば、関連会社を有する企業の場合、実際には当てはまる事例があまりないのではないかと感じます。ごく一部の企業が対象となる制度でいいのか、それ以上のことはしなくてよいのかは、今後検討していくべき課題だと感じました。

【後藤メンバー】

前回まで議論してきたような上場子会社を含め、企業は当初、何らかの目的を持って株式を取得する、あるいは会社を設立しますが、その後はさまざまな関係者の事情により持株比率は変化し、保有形態もいろいろなケースがあると思います。資料にもあるとおり、日本では持分法適用関係にある会社が多いという実情がありますが、これはステークホルダーへの向き合い方、市場からの期待、企業行動のパターンなどが、国や市場ごとに異なることの表れかもしれません。

私どもも上場していますと、株主の皆様からは、自社株買いや増配を求める声も寄せられます。当然正しい要請である一方、レンダーやクレジット投資家の皆さまからは企業側にはレバレッジを活用しつつ、財務改善や格付けの向上も期待されています。様々な反対側の理屈もあるなかで、例えばレバレッジを全くかけなければ企業価値は高まりにくく、かといって過度なレバレッジをかければ、当然クレジットの投資家に悪影響が生じます。このバランスを取りながら、適切な開示を行っていくことが重要であり、そのレベル感が国や市場によって異なることも、一つの個性なのではないかと思います。

欧米型の自社株買いや増配の要請も突き詰めていくと、事業をやらなければよいのかという話になってしまうわけで、株式の保有についても同様で、保有によるアップサイドやコストを多面的に考察した結果、保有を継続する合理性があるケースもあれば、もはや保有しなくてもよいと判断されるケースもあります。

難しいのは、もはや保有してなくてもよいかもしれないと企業が考えたとしても、上場銘柄であれば、事前にマーケットに対してコメントできないわけで

す。一般の投資家の方々の中には、あの会社があの銘柄を保有し続ける合理性が乏しいように見えるのになぜコメントしないのだろうといった疑問が生じることもあるかもしれません。上場銘柄であるゆえにコメントできないという事情と、事業会社は向き合っているわけです。

こうした難しさを抱えつつも、フェアディスクロージャーの観点から、どの程度開示すべきかという最適な水準を探っていくべきだろうと思います。必要な情報開示を積極的に行うことには私も大いに賛成であり、上場している企業は当然それに向き合わなければなりません。現状、その向き合い方が十分でない面があるからこそ、今回のような議論が一層活発になされるべきであり、有意義な議論だと考えます。

そのうえで、開示を行う現場には、今申し上げたようなさまざまな制約や難しさが存在することについても、企業側の認識としてご理解いただければと思います。

【三瓶メンバー】

資料の取りまとめありがとうございます。感想めいたことを2、3点申し上げます。

8ページのデータに非常に興味を持ちました。保有比率が高いほど「取引関係あり」の比率が下がる一方、保有比率15%～20%未満では「取引関係あり」が8割に達しています。後藤メンバーがおっしゃったように、当初は何らかの目的があって株式を取得したものの、現在はもはや保有しなくてもよいケースが相当数残っているのではないかと感じます。

同様に9ページでは、保有比率30%～50%未満よりも、保有比率15%～20%未満のほうが「取締役の兼務あり」が多く、10ページでも、保有比率15%～20%未満の98%が「取引関係または人的関係あり」となっています。こうした状況を見ると、なぜこのような保有構造なのかが直感的に分かりにくく、合理的な説明も浮かびにくいいため、情報開示の必要性を強く感じる場所です。

アンケート結果を見ると、16ページでは、親会社・その他の関係会社と子会社・関連会社との間でコミュニケーションがあるものの、そのコミュニケーション自体に課題があることが示されています。特に17ページでは、そもそも認識の共有ができていない、議論の場が不足していると、保有関係はあるのに議論していないという実態が示されています。現実には何らかの理由ややり取りがあるのだろうなという期待と、随分かけ離れている状況であると思います。

24ページの論点についてですが、まずグループ経営に関する検討・開示のポイントや投資家が注目するポイントを整理、公表することについては賛同しますし、投資家へのヒアリングも賛同します。

ただし、単に投げかけて言いたいことを言わせても、全体としてまとまりに欠けるおそれがあり、今回も多くメンバーから論点を整理したほうが良いというお話もありましたので、ヒアリングの前に、多少粗くてもいいですが、論点を整理しておくべきではないかと思います。

例えば、投資家の注目や期待という観点から、保有の目的や意義、保有比率とその根拠（経営支配の度合い、グループ内部統制、より薄い関与、株は少し持つが経営は独立してやってもらうケースなど）、そのグラデーションに応じた保有側のリスクの違い、保有される側のガバナンスへの影響、従属会社の一般投資家保護の観点の違いなどを整理しておく必要があると思います。私自身、多くの海外企業や日本企業と向き合うなか、それぞれの段階でこうあるべきという理由があるのです。

企業価値への寄与という観点も重要で、実感として企業の方々の中には随分勘違いされているなと思うところです。持分法損益について、企業の方からは、EPSが上がるから投資家は嬉しいでしょうといった説明を受けることがあります。投資家から見ると、そうした付け足しのEPSはあまり重視していないことが多いと思います。

例えばDCFで企業価値を評価する場合、そのような損益はカウントせず、企業価値評価にもつながらないというところが、企業の方の認識と大きなギャップがあったりするので、このあたりを整理した上でヒアリングを行ったほうが、より意義のある、厚みのある回答が得られるのではないかと思います。

次に、少し別の観点として、先ほど菊池メンバーが指摘されたように、2026年3月期の有報から重要な契約等の記載が省略されずに行われるようになり、金融庁も有報レビューの中でここを重視して見ていくはずで。

東証がこれまで実施してこられたアンケート調査のおかげで、保有比率50%未満の会社であっても、役員選任に関しての何らかの契約行為が存在することは分かっています。そのような会社が、重要な契約等として有報で開示しているのかどうかは、ぜひフォローアップしていただきたいと思います。これは金融庁と東証が協力して取り組むべきテーマになるかもしれません。

もちろん、個別企業の名前を挙げて、開示の有無を指摘することまで望んでいるわけではなく、統計的なデータで十分です。すなわち一定の関係があることが分かっているにもかかわらず、開示していない会社がまだ存在するといった実態を示し、そこにもっと意識を向けてもらう必要があることを周知徹底し

ていただきたい、ということです。

この点に関連して、最近私が目にした事例として、現在TOBがかかっているレオパレス21の事例があります。ここは、まさに新たな重要な契約等の開示を行ったことで、その実態が初めて見えるようになりました。

具体的には、リノベーション、リーシング等を統括する執行役員を指名する権利を、10%以上保有しているある株主に付与しているという内容です。会社法上の役員ではないとはいえ、10%しか保有しない株主にそうした指名権も渡してしまうのかと。真面目に開示する会社が増えたからこそ、初めて分かることも多くあります。まずは、どのような状況になっているのかを丁寧に見ていくことが先決かと思います。

論点2の方向性についても賛成します。ただ、投資家が対象企業を評価し、建設的な対話を行う上でもっとも重要なのは、その会社の重要な意思決定におけるキーパーソンは誰かという点です。そのキーパーソンが単なる形式的な役員ではなく、実質的な意思決定権限を有しているか、その人物が株主のうち誰をみているのか、すなわち一般株主全体を見ているのか、特定の大株主だけを見ているのかは、ファンダメンタルズをきちんと見る投資家にとっては最も重要な情報です。

しかし現状では、一般株主だと思っていた10%程度保有する株主であっても、前述のような特別な関係を通じてキーパーソンに強い影響力を持っている場合があります、非常に不透明です。

こういうことが分かれば問題視しますが、具体的に分からなくても何かあるのではないかと不信に思ったら、ディスカウント評価するのです。これは、資本市場全体の評価や経済効率という観点から、日本にとって望ましくない状況だと思います。投資家が不透明性への不信感がゆえにディスカウント評価し、資本市場が効率的に動こうとしているのにその評価がされないといった状況を放置してはいけないだろうと思います。

ただ、この論点2は、具体的に何をどうするかを直ちに決めるというより、まずはどのような状況が存在しているのかを整理していくことが重要だと思います。

多くの事例を見てきたなか、なぜ100%子会社にするのか、なぜ部門ではなく子会社という形態をとるのか、なぜ20%のその他の関係会社にしておくのか、といった点について、きちんと説明していただける企業もあります。そうした企業については、なるほどと納得できる説明があります。

しかし、そうではない企業も少なくありません。その違いは検討します、持ち帰って検討しますと言いながら、持ち帰っても答えが出てこないケースもた

くさんあります。こうした状況を踏まえて整理した上で全体像を把握し、ヒアリングをかけて更に整えていくといった流れがよいかと思います。

【神作メンバー】

ご説明ありがとうございます。感想やコメントを3点申し上げます。

第1点は、グラデーションの問題です。持分法適用会社には、性質の異なるさまざまな類型が含まれており、これまで三瓶メンバーをはじめとしてさまざまなご意見がありました。まずは、持分法適用会社の実態を把握するために、これまで推奨してきた開示をさらに進めていただくことが、最初に取り組むべき課題かと思います。

そのうえで、持分法適用会社のグラデーションの中には、実態として親子会社関係に近いもの含まれているのではないかと思います。そうした類型がある程度抽出されていくと、むしろ親子会社に課されているさまざまな要請・ルール of 適用を持分法適用会社の一部の類型についてどこまで広げていくべきかという議論につなげやすいかと思います。その際、菊池メンバーがご指摘された契約関係をどう評価するかは、非常に大事な点だと思います。

また、役員派遣が行われている場合には、派遣された役員がどのようなポジションにあり、どのような機能を担っているのかも重要な要素だと思います。これまでの経緯もあり非常に難しい検討ではありますが、こうした点を踏まえて整理し、グラデーションがある中で、親子会社に近いルールを適用あるいは準用していくべき類型があぶり出されてくるといいのかなと思います。

2点目は、神田メンバーのご指摘とも重なるのですが、グループ経営とは異なる観点から見た20%以上50%未満の株主の存在についてです。こうした株主は、特に利益相反の観点から、まさにプライベートベネフィットを追求するような、新たなリスクが生じ得るように思いますので、こうした類型についても、ぜひ何らかの枠組みを検討していただくことが望ましいかと思います。

3点目は、開示の重複や整理に関する論点です。現在、金融庁のディスクロージャーワーキング・グループでも議論されていますが、開示項目の重複が多く、どこで何を開示すべきかが明確でない状況が生じていると思います。今回の議論とも関係しますが、コーポレートガバナンス・コードの改訂により、上場会社であれば、たとえグループ内の資本下位の会社であっても、経営戦略や経営資源の配分等について説明することが求められています。

関連当事者間の関連については、有価証券報告書と会社法上の開示も関係しますが、現在検討されている開示事項の統合の議論も視野に入れつつ、非財務

情報の開示や保証制度の導入なども視野に入れて、全体として開示によるメリットとデメリットについて整理していただきたいと思います。資本上位の企業に対する開示負担が非常に増えている時期だと思いますので、できる限り重複を減らし、整理していただけると非常にありがたいと思います。

【武井メンバー】

私はいつも、株を持っている側の企業をP社、持たれている側の企業をS社と呼んでおりますので、本日もP社とS社という用語でお話いたします。

前段の点はP社側のS社株保有の合理性や開示の話でした。これは本質的には、菊池メンバーがおっしゃったように事業ポートフォリオの問題でもあり、P社から見たときのS社保有が事業ポートフォリオ上どう位置付けられるかという議論だと理解しています。

そして今回の資料にも、P社がS社の20%以上保有すること自体を否定するものではないと書かれており、こうした点は本当に大事だと思っています。今日の資料の21、22ページの辺りにもさまざまな意見がご紹介されていますが、P社に対して何らかの改善や開示を求める際に、特に注意すべき点が二つあると思っています。

一つ目は、先ほど後藤メンバーがおっしゃったように、上場銘柄の売却方針など、P社株主の中には、P社に対して、言えないことを言わせようとしている者がいるという問題点です。

二つ目が、P社がそのような理由でS社を持っているのはおかしいのではないか、という価値判断を実質的に押し付ける懸念の話です。例えば、22ページでも、「S社株なんか持たないで業務提携で十分ではないか」といった意見が紹介されています。しかし業務提携で済ませべき、2割以上持つのはおかしい、持分法の利益がP社に着くぐらいでは株は持つてはいけないなどというのは、特定の価値判断です。こうした価値判断を伴う開示要請を行うと、P社はS社を持つべきではない、持つてはいけないというメッセージが発せられたように受け取り、実質的な圧力や斟酌効果が生じるおそれがあります。東証さんがどういう意図・スタンスで制度設計しても、受け手がそう読み込んでしまう可能性がある、という点には十分留意が必要だと思います。

したがって、実態把握のための開示を求めるのであれば、制度設計の中で価値判断を入れないことを徹底する必要があると思います。資料にもあるとおり、P社がS社を20%以上持つこと自体はおおよそ否定しないという趣旨を、きちんと組み込んでいくべきだと思います。

現実には、P社がS社の20%以上を持つ合理性があり、それによってS社の企業価値も高まりますということだと思うので、さまざまなシナジーを考

え、そうしたシナジーがある状態として、先ほどの1, 000社という数の、ある意味中間的な状態が日本に存在しているのだと思います。

ですので、保有が一律におかしいという話でもなく、特に日本の場合、欧米にある種類株上場が一般的ではない中、先程後藤メンバーもおっしゃっていたように、P社とS社の各種シナジーのバランスの中で、経済合理性を追求している面があるのだと思います。そのうえでこれはおかしいとP社の投資家が考えるのなら、そうした投資家側の価値判断はP社株を持つか持たないかという投資判断に投資家自ら反映させればよい話なのだと思います。

後段の点はS社側の一般株主保護の話だと思います。こちらに関しても、グラデーションというか、P社が支配しているわけでもないのに、S社の一般株主が本当に犠牲になっているのかというのは慎重に見つつ、資料にあるとおり、他の国がもう少し低いパーセンテージで、P社・S社間の取引について独立性の観点から審査を求めていると言うのであれば、そこは検討の余地があるのだと思います。

他方で、三瓶メンバーがご指摘されていたように、P社のS社の保有比率が高まるほど逆に取引がない傾向になっているのであれば、そこまで問題にする必要がある実態なのかということにもなり、先ほど少数株主という用語の話もあった通り、「S社の一般株主がP社によって犠牲になっています」的な被害者論を、この持分法関係の資本関係では親子関係と比較して、どこまで強調する必要があるのかは差があるかもしれません。ただP社からの影響度は取引関係だけの話ではないでしょうし、また先ほどの東証さんからのご説明でS社側からの上場会社としての問題意識やニーズもあるということです。実態把握等を進めていただくことが良いと思います。

【渡邊部長】

ありがとうございました。

続きまして、資料2の「少数株主保護に関する上場制度の見直しについて」ご説明します。

【横山調査役】

それでは、資料2についてご説明いたします。当研究会でもご議論いただいた少数株主保護に関する上場制度の見直しについて、本年7月に規則改正を完了しておりますので、その概要をまとめたものでございます。

2ページが制度見直しの概要でございます。

一つ目の少数株主の賛成割合等の開示義務化については、ご議論いただいた

方向性から変わらず、40%以上の議決権を有する株主を有する企業を対象に、会社提案の取締役選任議案について、その賛成割合等の分析・開示を適時開示として義務付けております。

二つ目の独立性基準の見直しにつきましても、ご議論いただいた内容から変わらず、主要株主の業務執行者の独立性や上場会社が主要株主である先の業務執行者の独立性を新たに否定しております。他方で、政策保有関係にある業務執行者については独立性は一律に否定せず、該当状況の開示を求めることとしております。

3ページでは、ご参考までに開示様式例を掲載しておりまして、ご説明は割愛させていただきます。

4ページと5ページも、ご参考までにパブリックコメントで寄せられたご意見を掲載しております。

機関投資家からは、見直しを支持するご意見が多かった一方で、取締役会選任議案に関する賛成割合の開示を中心に、対象企業や対象議案の拡大等を求めるご意見をいただいております。

上場会社からは、少数株主との対話の必要性については理解するものの、短期志向の株主による過度な圧力への懸念や、賛成割合の集計にかかる事務的な負担への配慮を求めるご意見もいただいております。

こうしたご意見も踏まえ、6ページでは今後の方針を記載しております。

適用開始後の状況を踏まえ、来年秋以降にフォローアップを実施していく予定でございます。パブリックコメントでは対象企業や議案等の拡大を求めるご意見も寄せられていましたが、すぐにルールを見直すということではなく、まずは今回の見直しの内容が実効的に機能しているのかどうかを中心に検証していく想定でございます。

対話の対応状況に関しまして、機関投資家からは、義務化の対象企業を網羅的に把握したいという声や、開示がボイラープレート化しないよう適切なガイダンスを求める声も頂いております。こうした声を踏まえながら、必要なフォローアップを検討してまいります。

以上でございます。

【渡邊部長】

これらについては、何かお気づきの点があればご意見を頂戴できればと思います。よろしくお願いいたします。

【三瓶メンバー】

ご説明ありがとうございます。

6 ページの今後の方針に書かれているとおり、まずは制度見直し後のフォローアップを行うことが重要だと思います。

投資家から追加的な施策を要望する声はあるのですが、今は拙速に追加の施策を講じる段階ではなく、まずは、開示内容がボイラープレート化していないかも含め、状況を丁寧にフォローアップしていくことが大事だと思います。

【神田メンバー】

ありがとうございます。

私も6 ページの方向性、特に前半のフォローアップを進めていく方向性でよろしいのではないかと思います。

その上で、前半のテーマに関連して、同じ感想めいたことを申し上げて恐縮ですが、上場会社3, 700社のうち、20%~50%の大株主を有する会社が1, 000社も存在するという点は、やはり謎で、実態がよく分かりません。

武井メンバーがおっしゃったように、価値判断を持つべきではないというのはそのとおりだと思うのですが、私の推測としては、いわゆる議決権種類株式の代替になっている部分があるのではないかと思います。議決権種類株式について、すでに制度整備が行われており、その下での実務があるわけですが、議決権種類株式による支配と20%~50%の保有関係のどちらが望ましいのかという点は、非常に難しい議論になると思います。

したがって、すぐに見直しを行う必要があるとは思いますが、まずは現状の実態をよく調査していただいた上で、議決権種類株式について改めて整理し直すことも考えられるのではないのでしょうか。特に、上場後に議決権を付与するケースではなく、上場時から種類株を活用するようなケースについては、改めて検討する時期が来ているのではないかと思います。

【菊池メンバー】

資料2についてではないのですが、全体を通して一つ追加で発言させていただきます。

持分法適用会社を非常に多く有している会社があり、中には100社超を保有する会社もあると思います。ただ、そのうち上場会社は何社含まれているかを見ると、実は限定的な会社もあれば、かなり多く保有している会社もあり、

ここでもグラデーションが存在していると思います。持分法適用会社が多くても、例えばJVが多く含まれているようなケースであれば大きな問題にはならないはずです。

今後の議論の出発点として、こうした持分法適用会社の実態について整理しておくことは有益ではないかと思います。

【武井メンバー】

この資料2の議論から広がる話ですが、2点申し上げます。

1点目は、20%以上の株式保有についてです。現在、ガバナンスの実質化が重要であり、形式化は避けるべきと言われていますが、その中で起きかねない形式化の一つとして、「目先の短期的収益を上げていない株式保有はしてはいけない」という考え方が広がることは危険だと思っています。

株式を保有する理由はさまざまであり、取引関係の安定化や長期的な信頼関係の構築、サプライチェーンを含めた事業基盤の安定化といった効果もあります。特に近年の成長投資でもインフラ関連投資なども多く、それは中長期の信頼関係がないと成り立たないものです。

そのときに、「目先の収益が上がっていないから、こんなものは持つてはいけない」という形式論は相当危険だと思います。業務提携のような契約関係も重要ですが、契約ではなく資本関係であることによって安定化する関係も確かにあるのです。

こうした実態を十分に考慮せず、そういった保有関係を否定するような資本市場からの声をあまり強く受けると、どんどん短期志向化し、ガバナンスが形式化するのではないかと思っています。目先の収益性だけで判断するようなステレオタイプな議論にならないように注意すべきではないかと思っています。

2点目は、先般規則改正を行われた反対票の分析についてです。

機関投資家の形式的な議決権行使により一定の反対票が生まれている事例もある中で、反対票が多いから直ちに企業が悪いと考えるのはステレオタイプな見方であって、機関投資家側が形式的な議決権行使を変えていないという部分の問題もあると思います。

その点で、東証さんが8月に実施された投資家側の解像度を高めるアンケートの取組みは非常に有意義だと思いますので、今後も続けていただきたいと思っています。企業側にとっても、投資家側の解像度を上げることにはいろいろと限界がありますし、機関投資家側にとっても、形式的だと批判されるのも嫌でしょうから、どこをどう直せば形式的と言われなくなるのか自主的に考える機会になると思います。こうした取組みを継続することで、企業と機関投資家の双

方にとって好循環が生まれ、先般の反対票の比率に基づく施策の効果も高まるのではないかと思いますので、継続して実施していただきたいと思います。

【三瓶メンバー】

この議論について、投資家は持分法適用関係のような不透明な関係は解消して、100%保有するか、全く保有しないかのどちらかにしてと考えている、と受け止められているのだとしたら、それは独り歩きしているように思います。

一方で、私は現在、実際に上場会社の中に入って経営に関する具体的なアドバイスをしたりしていますが、企業側が現在の資本関係を本当に100%望ましいものだと思っているのかというと、必ずしもそうでもないとも思っています。

例えば、先ほどの武井メンバーの表現を借りて、P社とS社としたときに、P社が非常に大きな会社で、S社がかなり規模が小さい場合、S社にとっては、P社の販売リソースや販路、国際的な拠点、人材やネットワークを活用できることに大きなメリットがあります。自分たちではそうした人材やネットワークは手に入れられないので、製品が良くても成長できないということがあるからです。その意味で、S社からすると、株式を持たれることで強い関係が続くことはありがたいのです。

一方で、P社からすると、取り込める利益はそれほど小さくなく、本当にその資本関係が必要か、両社のバランスは実は全く一緒ではないケースはあります。その後S社が成長して独立して事業をやれる段階になれば、必ずしも資本関係を維持する必要はなくなり、解消してもいいとなるわけです。

したがって、今までの経緯からなんとなく続けてきた関係であっても、こうした議論を通じて改めて保有意義を見直してみたら、もう解消してもいいのではないかというケースもあると思います。そういったことはむしろ事業会社にとっても、今まで何となく抱えていたものがすっきりするという意味で、プラスかもしれません。

もちろん、企業によっては現在の資本関係を維持したいという強い意志がある場合もあるでしょうし、本当にこのままでいいのか悩んでいて、外部から違う視点を示してもらうことで議論を進めたいという場合もあったりするので、この問題を、投資家側、企業側というバイアスで考えないほうがいいと思います。

【後藤メンバー】

今日は皆様のご意見を伺い、勉強になりました。

議決権種類株式の問題はこの議論を突き詰めていくと、トレードオフで必ず出てくるのだと思います。日本は基本的に普通株式を前提とした市場であり、保有比率に応じた支配権の議論をしています。欧米などでは持分法適用関係が少ないと言われていますが、その背景には議決権種類株式の存在もあるわけです。

そうした仕組みがある中では、経済的な分配権だけでなく、支配権そのものの価値も評価しているわけです。そう考えていくと、この議論には常にトレードオフがあり、持分法適用関係の在り方を議論していく先には、議決権種類株式の議論は必ずあるなと思いました。

【渡邊部長】

ありがとうございました。

それでは、これをもちまして、本日の議事は終了とさせていただきます。

本日もまことにありがとうございました。

以 上