

# 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7回 東証説明資料

株式会社東京証券取引所

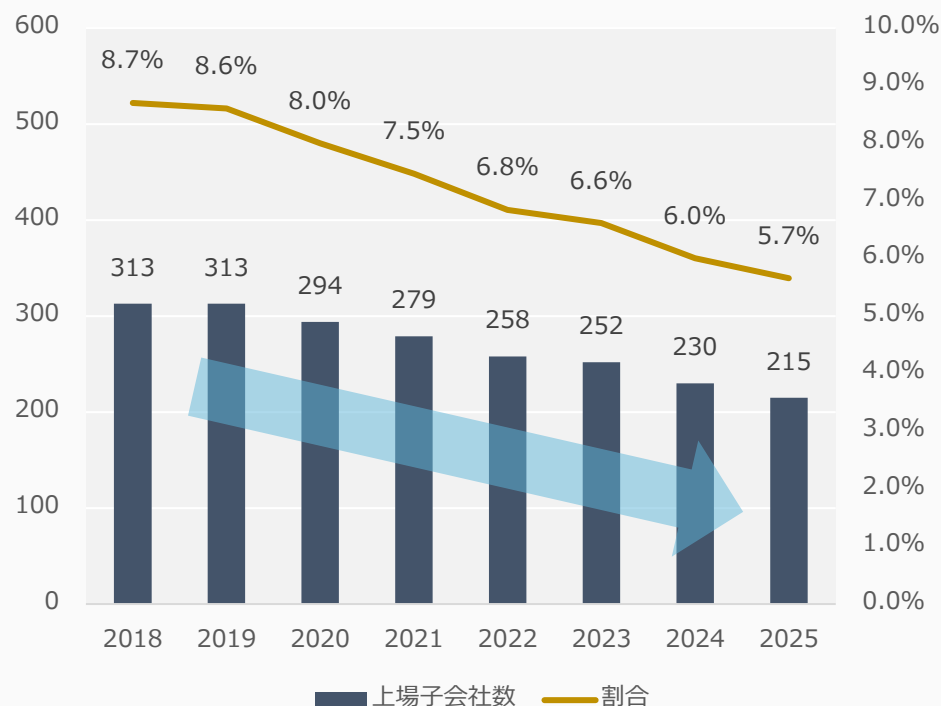
2025年10月7日



# 親子上場等に関する最近の状況

- 上場子会社の数・割合は緩やかに減少（2025年7月時点で215社）
  - 親会社における経営資源の適切な配分の観点から、グループ再編の動きが高まる中で、親会社による完全子会社化や他社への子会社株式の売却が高水準

## 上場子会社数・割合



## 上場子会社の減少要因

	2019 年度末	2020 年度末	2021 年度末	2022 年度末	2023 年度末	2024 年度末
<b>増加企業数</b>	<b>19</b>	<b>18</b>	<b>13</b>	<b>11</b>	<b>9</b>	<b>17</b>
持分の増加	10	10	9	5	5	12
新規上場	9	8	3	5	4	4
その他 (親会社の新規上場等)	0	0	1	1	0	1
<b>減少企業数</b>	<b>22</b>	<b>29</b>	<b>42</b>	<b>21</b>	<b>28</b>	<b>28</b>
完全子会社化	12	12	27	12	11	14
持分の減少	6	10	8	8	13	11
その他(親会社との経営 統合等)	4	7	7	1	4	3
<b>純減</b>	<b>-3</b>	<b>-11</b>	<b>-29</b>	<b>-10</b>	<b>-19</b>	<b>-11</b>

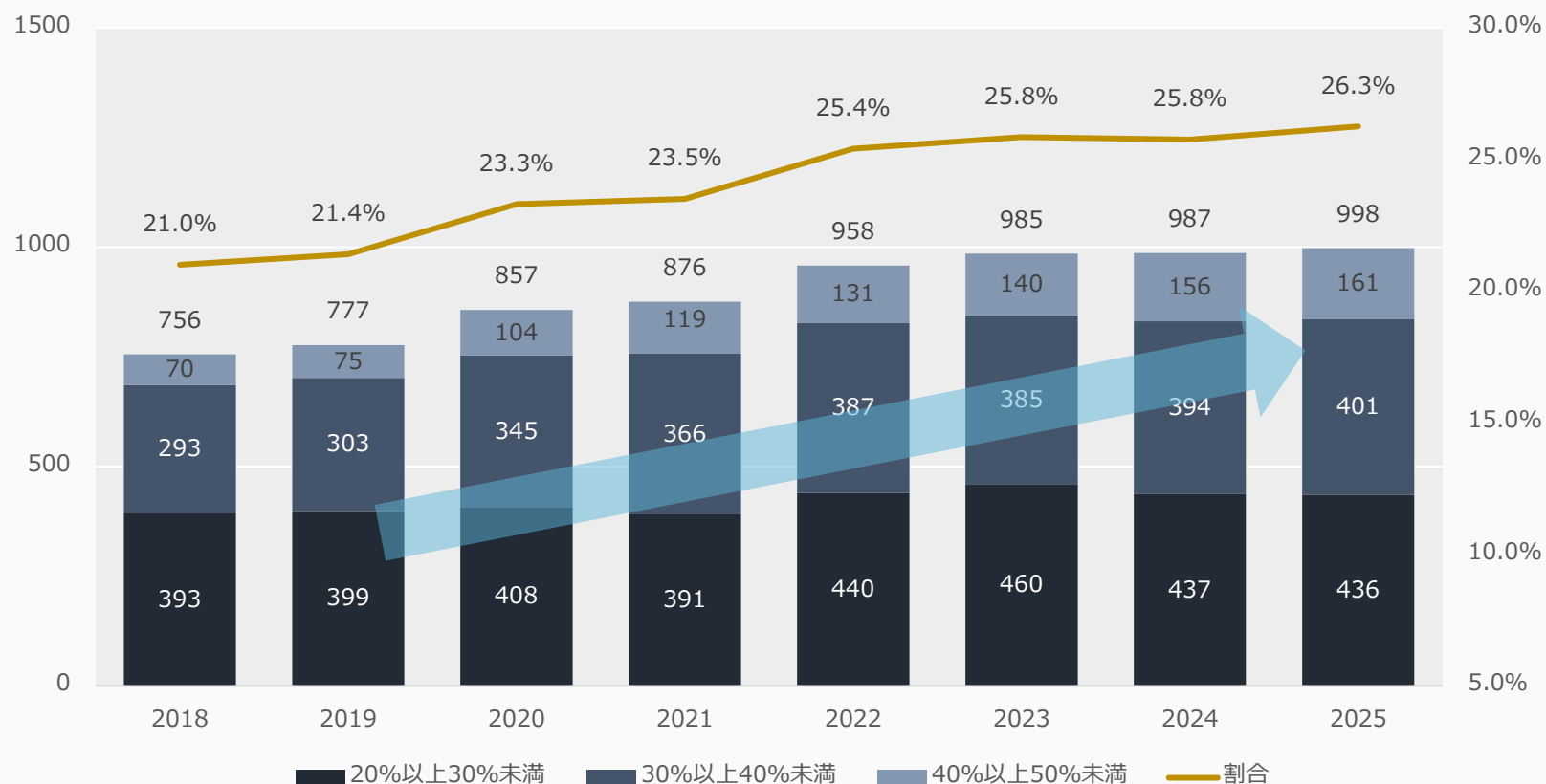
出所：各社のコーポレート・ガバナンスに関する報告書をもとに親会社（上場会社に限る）を有する上場会社の数・割合を集計

※ 親会社（上場会社に限る）を有する上場会社を対象、年度ベース  
出所：野村資本市場研究所作成「野村サステナビリティクォーターリー2025 Summer」

# 20%以上50%未満の大株主を有する上場会社の数・割合

- 20%以上～50%未満保有の大株主（親会社・個人株主を除く）を有する上場会社の数・割合は上場後の資本関係の形成などにより、足もとでも微増（2025年7月時点で998社）

## 20%以上～50%未満保有の大株主を有する上場会社の数・割合

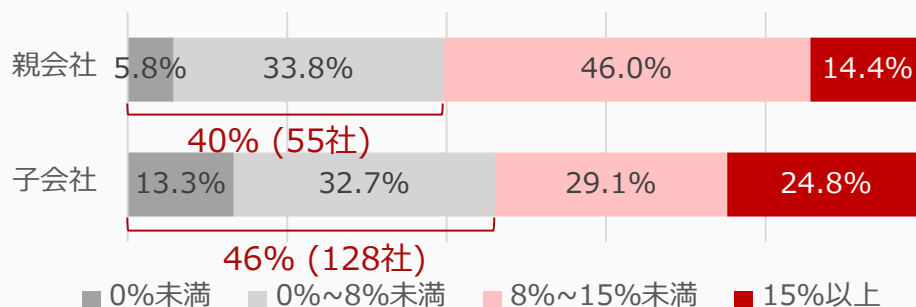


出所：各社のコーポレート・ガバナンスに関する報告書をもとに、筆頭株主20%～50%の会社から、親会社を有する会社と筆頭株主が個人である会社を除いて集計

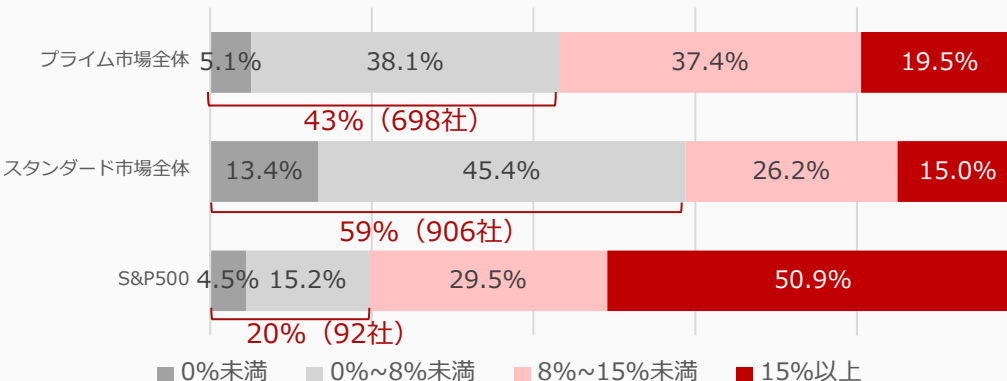
# 資本コストや株価を意識した経営

- 親子関係を有する企業でも、依然として4割以上がR O E 8 %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
  - 投資家からは、当該要請を踏まえた対応の一環として、親子上場の在り方についても、資本効率や企業価値向上の観点からの検討・開示が進むことを期待する声

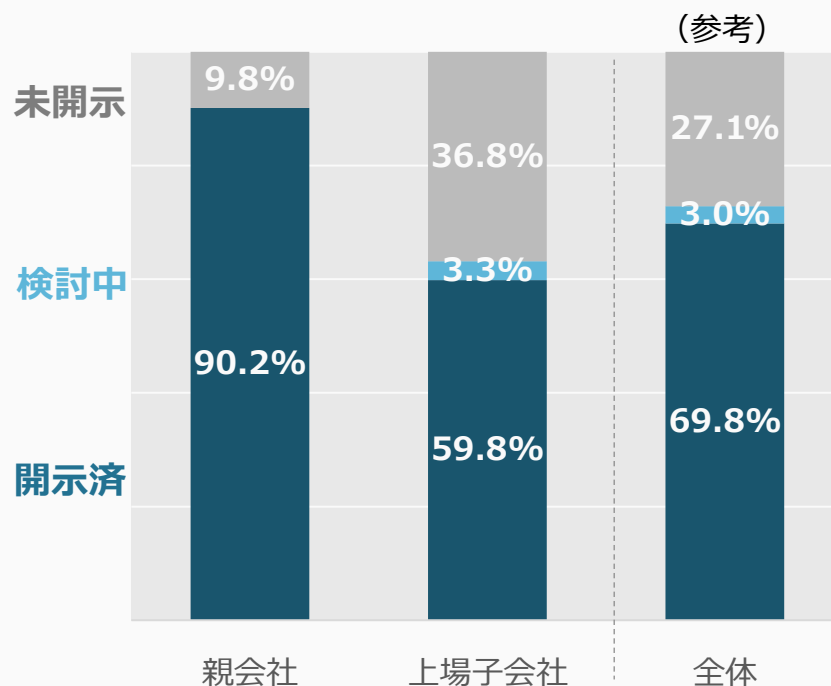
## R O E の分布



## (参考) プライム・スタンダード市場全体・S & P 5 0 0のR O E 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



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年8月末時点）

# 独立社外取締役の選任状況等

- 少数株主保護の面では、2021年のコーポレートガバナンス・コードの改訂も踏まえ、独立社外取締役の選任や特別委員会の設置が一定程度が進展

原則	概要	コンプライ率	
		プライム	スタンダード
補充原則4－8③	支配株主を有する上場会社は、支配株主から独立した社外取締役を3分の1以上（プライムは過半数）選任するか、または、利益相反となる重要取引・行為を審議する独立社外取締役等で構成する特別委員会を設置すべき。	91.3%	73.9%

(2024年7月12日時点)  
(注) 支配株主を有する上場会社を分母として算出

## 支配株主を有する企業における独立社外取締役の選任状況等

			プライム市場	スタンダード市場	グロース市場	プライム市場全体
支配株主を有する企業	572社	144社	122社	267社	183社	1,622社
うち独立社外取締役が過半	105社 (18.4%)	26社 (P:21、S:3、G:2)	CGコード 過半数 ↑ 49社 (40.2%)	25社 (9.4%)	31社 (16.9%)	425社 (26.2%)
うち3分の1以上 2分の1以下	321社 (56.1%)	97社 (P:57、S:33、G:7)	71社 (58.2%)	3分の1以上 ↑ 156社 (58.4%)	94社 (51.4%)	1,177社 (72.6%)
うち3分の1未満	146社 (25.5%)	21社 (P:-、S:19、G:2)	2社 (1.6%)	86社 (32.2%)	58社 (31.7%)	14社 (0.9%)

(2025年7月14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

- 機関投資家からは、企業価値向上や資本効率といったグループ経営や少数株主保護の観点から、親子上場の在り方を検討する動きが出てきていることを評価する意見が多く寄せられた一方で、更なる検討や取組みの推進を求める意見も

## 【最近の親子上場等の在り方の見直しの動きについて】

- 足元、NTTデータや三菱食品の事例など、特に親会社側において資本コストや株価を意識し、事業ポートフォリオ戦略を見直す中で、**親子上場の在り方についてもあらためて検討し、再編を進める動きが出てきている**（国内機関投資家）
- ここ数年で**親会社の意識が変わり、子会社の少数株主保護にきちんとコミットする**ような事例も出てきている。親会社として、**関連当事者取引の在り方や子会社のPBR改善などについて、子会社と対話し、必要があれば改善を検討する**ような動きもみられる（海外投資家）
- 東証が親子上場に対して取り組んできたことで、**企業における検討が進んできた**ことは前向きにとらえている。引き続き、国内外の投資家の関心は非常に高い分野であり、東証としても、親子上場企業に対して求める姿を**積極的に発信していくべき**（国内機関投資家、海外投資家）
- 2月の「親子上場等に関する投資者の目線」の公表以降、親子上場等の在り方を考え直す企業は増えているが、一方で**十分な説明なしに、今の状態がベストと主張する事例も依然として散見される**（海外投資家）

## 【親会社側について】

- 親会社には、**グループ経営のシナジーの面のみならず、少数株主保護を図る必要性を十分に認識し、その在り方を検討してもらう必要**（国内機関投資家）
- **グループの企業価値向上や資本効率の観点から、親子上場の形態をとる理由や合理性を十分に検討・説明していない企業が存在。**子会社の経営の独立性を尊重するのであれば、売却・業務提携でも十分であり、グループ一体となってシナジーを高めるのであれば完全子会社化すべきと考えられる中、**あえて少数株主保護の責任を負ってまで親子上場の形態をとる理由の説明**をより強く求めていくべき（国内機関投資家）
- 親会社の多くでコングロマリット・ディスカウントが発生している。**売上や利益といった指標に重きを置くと、当然上場子会社を維持するという結論になるのだと思うが、もっとROEやPBRの観点に目を向けるべき。**親会社に対して、より資本コストや株価を意識した経営を推進していく必要（海外投資家）

## 【子会社側について】

- 子会社や関連会社側では、**PBR 1 倍割れにも関わらず緊張感がなく、対話にも応じない企業**が依然として散見される。決算説明会でさえも、オンラインの併用なしで対面に限定して行われることも多い。**ただ親会社の意向の受け身になるのではなく、少数株主を抱える上場会社として、市場と向き合い、自社の企業価値向上に取り組むべき**（海外投資家）
- 依然として、**親会社との取引やグループキャッシュ・マネジメントの利用、非公開化などの場面において、少数株主の利益の棄損が懸念される事例は相当程度存在**。上場子会社におけるガバナンスは非常に重要だが、現状としては社外取締役による監督機能を含め、**ガバナンス体制の実効性が不十分**だと感じる（海外投資家、国内機関投資家）
- 親会社等を有する企業の**ガバナンス体制に関して、東証にはより踏み込んだ対応をしてもらいたい**。独立社外取締役の過半数確保や、取締役会及び指名・報酬委員会の議長を社外取締役とするなど、最低限の形式が整って初めて実質性が意味を持つようになる（国内機関投資家）

## 【持分法適用関係にある企業】

- 親子関係にある企業については、投資家の目線を踏まえた検討の必要性が認識されつつあるが、**持分法適用関係にある企業については、あまり検討が進んでいない印象**。親子上場や政策保有株式に対する投資家の目線が厳しくなる中で、持分法適用関係を維持するのがある意味**一番居心地の良い状況になってしまっている**（信託銀行）
- **上場子会社は減少しているものの、持分法適用会社を合わせると上場会社の約 3 分の 1 にも上る**。こうした利益相反の懸念が生じ得る関係が引き続き根強く残っているという意味でも、**改革はなお道半ば**。東証として今後のガバナンス改革の方向性について、投資家に対して継続的に情報発信していくことが極めて重要（海外投資家）
- 支配関係に留まらず、**20%以上50%未満の大株主によるグループ経営が行われているような企業についても、独立社外取締役による特別委員会の設置など、少数株主保護に向けたガバナンス体制の整備の必要性**を認識させるべき（国内機関投資家）



# グループ経営・少数株主保護に関する開示

- 東証では、親子関係や支配的な関係（持分法適用関係等）にある企業を対象として、グループ経営や少数株主保護の在り方に関する検討・開示を推進

## 2023年3月 ● 「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の要請

- 資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応（上場子会社等を保有している上場会社においては、**グループにおける事業ポートフォリオの見直し**等を含む）を求める趣旨
  - 2025年4月末時点で、プライム市場の92%、スタンダード市場の51%が開示

## 2023年12月 ● グループ経営や少数株主保護に関する情報開示の充実

- 少数株主の投資判断に際して十分な予測可能性を確保する観点から、**グループ経営や少数株主保護に関する記載上のポイントを整理・公表**
- **持分法適用関係にある上場会社に対して**、新たにグループ経営や少数株主保護に関する**開示を推奨**（親子関係にある上場会社については、従前より開示必須）

## 2025年2月 ● 親子上場等に関する投資者の目線の公表

- 投資者から、グループ経営や少数株主保護に関する上場会社の検討・開示が投資者の目線を踏まえたものになっていないとの指摘が寄せられたことを踏まえ、寄せられたフィードバックをもとに、親子上場等の在り方に関する**投資者の基本的な目線**や、投資者の目線と上場会社の取組みの間に**ギャップが生じやすい具体的な場面**の例示などを紹介

- 親子関係にある上場会社は、C G 報告書において、グループ経営や少数株主保護について開示が必要

## 上場親会社

グループ経営	
グループ経営に関する考え方及び方針	<ul style="list-style-type: none"> <li>事業ポートフォリオ戦略に関する基本的な考え方（上場子会社の保有、他の保有形態との使い分け、事業ポートフォリオの見直し等）</li> <li>グループ管理体制における上場子会社の取扱いに関する基本的な考え方・方針（意思決定プロセスへの関与、資金管理体制）</li> </ul>
上場子会社を有する意義	<ul style="list-style-type: none"> <li>子会社として保有することの合理性とその子会社を上場しておくことの合理性（メリット・デメリット、他の保有形態と比べての合理性）</li> </ul>

少数株主保護	
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	<ul style="list-style-type: none"> <li>上場子会社の役員の選解任に関する議決権行使の考え方・方針</li> <li>上場子会社における役員の指名プロセスへの関与についての考え方・方針</li> </ul>

## 上場子会社

グループ経営	
親会社におけるグループ経営に関する考え方及び方針	<ul style="list-style-type: none"> <li>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</li> <li>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</li> <li>親会社との間で資金管理を行っている場合（親会社のキャッシュマネジメントシステムへの参加など）は、その意義</li> </ul>

少数株主保護	
少数株主保護の観点から必要な親会社からの独立性確保に関する考え方・施策等	<ul style="list-style-type: none"> <li>意思決定プロセスへの親会社の関与の有無や内容</li> <li>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/非常設、構成、審議項目、権限・役割等）</li> <li>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</li> <li>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</li> </ul>

※ 持分法適用関係にある上場会社も同様に開示を推奨（ただし、関係性や影響力の程度等を踏まえ記載）

- 親子上場等の在り方に関する投資者の基本的な目線や、投資者の目線と上場会社の取組みの間にギャップが生じやすい具体的な場面の例示などを紹介

## 親子上場等に関する投資者の

株式会社東京証券取引所 上場部

2025年2月4日

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

## 投資者の目線とギャップのある事例（1）

親

グループ経営

少数株主保護



### ① 子会社上場についてメリットを並べるだけの説明になっている

投資者のコメント



事例（実際の開示例を元に加工）

上場会社としての信用力による取引先の拡大や、人材の確保、従業員のモチベーションの維持・向上などが当社グループの企業価値向上に資すると判断し、同社の上場を維持しております。

事例（実際の開示例を元に加工）

同社を上場会社として維持することは、同社の重要な経営資源である優秀な人材の獲得、役職員のモチベーション維持向上、資本市場からの柔軟な資金調達等に資するため、十分な合理性があると考えております。

- ✓ 子会社上場について、単にメリットを列挙する説明に留まり、**グループの企業価値向上や資本効率の観点から、最適な形態かどうかの検討・説明が行われていない事例が多い**
- ⇒ 「資本コストや株価を意識した経営の実現」の要請でも、**資本コストや資本収益性を意識し、事業ポートフォリオ見直し等によって経営資源の適切な配分を実現すること**が期待されている
- ⇒ 親会社が、自社の**将来目指すバランスシートの姿やキャッシュアロケーションの方針を検討する中で、上場子会社をどのように位置づけ・活用していくか**についてもあわせて議論し、説明するべき
- ⇒ その際、定性的な分析に加えて、子会社のROEやROIC等の**資本収益性**や、PERやPBRなどの**市場評価**の観点から、**子会社が資本コストを上回る資本収益性を達成できているかどうか等の定量的な分析**も必要
- ⇒ また、**ベストオーナー原則（自社が子会社の企業価値を最大化する保有主体が否か）**の視点も重要。その結果として、第三者への売却という選択肢を取ることも在り得る。日立製作所や富士通のように**事業ポートフォリオ戦略も踏まえ、一部子会社等を売却した事例も高く評価**

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

# グループ経営・少数株主保護に係る開示状況（親会社）

- 親会社側は、上場子会社として保有するメリットや、意思決定プロセスへの関与の有無（事前承諾・協議事項に関する契約の有無を含む）を中心に開示が行われている状況
- 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)
<b>事業ポートフォリオ戦略に関する基本的な考え方</b>	
上場子会社の保有についての考え方・方針	23% (+7%)
他のグループ会社保有形態との使い分けについての考え方・方針	6% (+0%)
グループ内の事業機会・事業分野の調整・配分についての考え方・方針	11% (-3%)
事業ポートフォリオの検討・見直しについての考え方・方針や実施状況	26% (-4%)
<b>子会社として保有することの合理性・上場しておくことの合理性</b>	
上場子会社として保有するに至った経緯	34% (+6%)
<b>上場子会社であることのメリット・デメリット</b>	<b>84% (+8%)</b>
他グループ会社保有形態と比べての合理性	4% (+1%)

## 投資家の目線とのギャップ

上場子会社として保有することの合理性について、**グループの企業価値向上や資本効率の観点から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)
<b>グループ管理体制における上場子会社の取扱いに関する考え方・方針</b>	
<b>上場子会社における意思決定プロセスへの関与の有無や内容</b>	<b>61% (+5%)</b>
資金管理体制に関する上場子会社の取扱い	7% (+3%)
<b>上場子会社の役員の選解任に関する議決権行使の考え方・方針</b>	<b>26% (+2%)</b>
<b>上場子会社の役員の指名プロセスへの関与についての考え方・方針</b>	<b>24% (+3%)</b>

## 投資家の目線とのギャップ

親会社として、**子会社のガバナンス体制の実効性確保にどのように配慮しているか**について、役員の指名プロセスや選解任における議決権行使に関する考え方・方針等を含め、**具体的に説明している事例は少ない**

（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。開示率は上場子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日以降、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。

# グループ経営・少数株主保護に係る開示状況（子会社）

- 子会社側は、親会社による意思決定プロセスへの関与の有無（事前承諾・協議事項に関する契約の有無を含む）や特別委員会の概要を中心に開示が行われている状況
- 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
<b>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</b>			
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%)

## 投資家の目線とのギャップ

ガバナンスの実効性の観点から、特別委員会の活動状況などを具体的に説明している企業は少ない

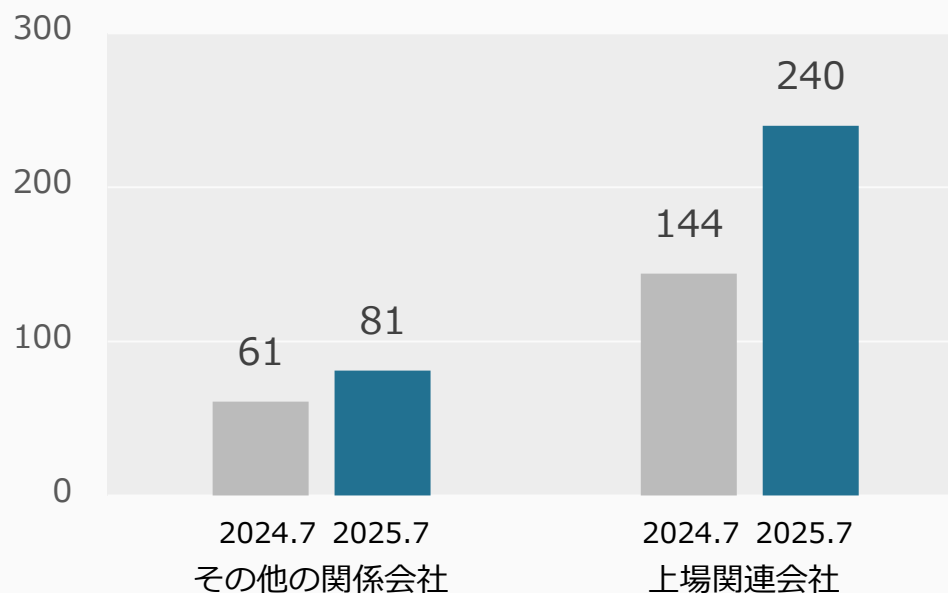
(注) 2025年7月14時点の各社のコーポレート・ガバナンスに関する報告書をもとに集計。開示率は親会社を有する東証上場会社を母数として計算。変化率は2024年7月12日時点の開示率（2023年12月27日から同日までに報告書を更新し、前年から内容を変更した会社を母数としており、本年とは母数が異なる）との差分。

(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

- 持分法適用関係にある企業については、グループ経営・少数株主保護に係る開示は任意
  - ※ 関係性や影響力の程度は様々であることから、例えば、グループ経営の対象外である場合にそうした旨を開示することでも可
- その他の関係会社 81 社（昨年比+ 20 社）、上場関連会社 240 社（昨年比+ 96 社）が開示を実施

## グループ経営・少数株主保護に係る開示社数




出所：2025年7月14時点の各社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

# ご議論いただきたい事項



- 上場会社においては、**グループ経営や少数株主保護の在り方に関する検討が一定程度進展**
- 投資者もこうした動きを前向きに評価している一方で、**依然として上場会社の検討・開示内容と投資者の期待との間にはギャップが存在するとの指摘も**
  - 特に親会社が非上場の会社である場合や、持分法適用関係にある企業においては、検討の必要性自体が未だ十分に認識されていない懸念

- 
- 東証では、引き続き、上場会社において、投資者の目線も踏まえ、**グループ経営と少数株主保護の両面から親子上場等の在り方の検討・開示が進んでいくよう後押ししていく方針**
  - そうした観点から、**今後のアプローチの方法（上場会社へのメッセージ発信の在り方等）**について、ご意見があれば頂戴したい
  - また、前向きに取り組もうとする上場会社の検討の参考となるよう、**投資者から評価されている企業の事例やそのポイントを事例集【→別紙】として紹介していくことも想定。事例集の内容（取り上げる事例や強調すべきポイント等）**についてもご意見があれば頂戴したい
    - ※ 事例集は、本日のご議論や機関投資家への追加的なヒアリング等を踏まえ、本年中に公表
    - ※ 加えて、上場子会社・関連会社における少数株主保護のために必要な上場制度の整備については次回以降議論

（なお、支配株主による完全子会社化の場面での少数株主保護については、7月に企業行動規範の見直しを実施）

## 親子上場等に関する投資者の目線の公表

- 国内外の投資者からのフィードバック等を踏まえ「親子上場等に関する投資者の目線」を公表【2025年2月】

## グループ経営等に関する開示状況のフォローアップ

- グループ経営等に関する開示状況のフォローアップ【2025年秋ごろ】
  - － グループ経営等に関して、投資者の目線を踏まえた開示の状況を確認
  - ※ 親子関係にある企業のみならず、支配的な関係を有する企業による開示も対象
- グループ経営等に関する開示のポイントと事例集の公表【2025年中】
  - － 投資者の目線を踏まえた開示のポイントや、投資者から評価されている事例を取りまとめ
  - ※ 「資本コストや株価を意識した経営の実現」の要請も踏まえ、中長期的な企業価値向上や資本効率の観点から、グループ経営の在り方を検討・開示している事例にフォーカス
- その他、上記フォローアップ等を踏まえた追加的な施策の検討・実施【2025年秋以降順次】

## 少数株主保護の観点から必要な上場制度の整備

- 上場子会社における独立社外取締役の独立性確保（独立性基準の見直し等）や、独立社外取締役の選任義務化等の上場制度の整備について引き続き検討【継続実施】

- 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※<sup>1</sup>**等による完全子会社化※<sup>2</sup>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
<b>①少数株主にとって不利益でないことに関する意見</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 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</li> </ul>	対象	新たに対象	
<b>②必要かつ十分な適時開示</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 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</li> </ul>	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）