

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) 議事録

日 時： 2025年10月7日（火）10時00分～11時10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7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、加藤メンバーと神田メンバーがご欠席、オブザーバーの法務省様がオンラインでのご参加となっております。

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ひいたします。

まず、事務的な連絡でございますが、資料2にメンバー等名簿をお付けしております。こちらはメンバーの皆様の肩書をアップデートさせていただいたものになりますので、どうぞ引き続きよろしくお願ひいたします。

本日は、前回の会議から約1年ぶりの開催となりますので、足元の親子上場等の状況や少数株主保護・グループ経営に関する開示状況について、ファクトを中心にご紹介したうえで、今後のアプローチについてご議論いただければと思っております。

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説明させていただきます。

【山脇調査役】

それでは資料をご説明いたします。

はじめに、親子上場等に関する最近の状況についてです。

3ページは上場子会社数の推移です。左側のとおり、引き続き緩やかに低下

しており、足もとでは215社となっています。

右側が要因を分解したのですが、事業ポートフォリオに関する検討が進む中、グループ再編の動きも高まっておりまして、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による持分の減少が活性化しています。

続いて、4ページは、20～50%の議決権を有する大株主が存在する上場会社の数の推移です。

こちらは、上場後の業務資本提携等による資本関係の形成などにより、引き続き微増しております、直近では1000社弱となっております。

5ページは、2023年3月にお願いしている資本コストや株価を意識した経営の対応状況についてです。

左上のROEの分布にありますとおり、足もとでも、親会社、子会社の4割がROE 8%未満となっておりまして、市場全体の傾向と同じく、引き続き、資本コストや株価を意識した経営を推進していく必要があるものと認識しています。

こうした中で、右側の対応の開示状況を見てみると、親会社は9割程度まで開示がされている一方、上場子会社は6割程度に留まっています。

また、投資家からは、既に開示している親会社においても、資本コストの要請を踏まえた対応の一環として、親子上場の位置づけについてあらためて検討・開示が進むことを期待する声が寄せられています。

続いて6ページは、少数株主保護の観点から、独立社外取締役の選任状況をご紹介しています。

2021年のコード改訂で、支配株主を有するプライムの企業においては過半数、スタンダードにおいては3分の1以上の独立社外取締役の選任または特別委員会の設置に関する原則が設けられています。

直近のコンプライ率はプライムで9割、スタンダードで7割で、下段の表からもみていただけるとおり、企業の対応は進展しています。

7ページ以降は国内外の機関投資家の声をまとめたものです。

はじめに、最近の動きへの評価ですが、点線囲みの1点目にあるとおり、企業価値向上や資本効率の観点から、親子上場の在り方に関する検討が進んでいく点や、2点目のとおり、親会社が子会社の少数株主保護にコミットするような動きが見られ始めている点についてはポジティブな評価の声が聞かれています。

一方で、更なる検討の推進を求める声も聞かれておりまして、例えば、親会社側については、グループ経営のシナジー面のみならず少数株主保護を図る必要性を十分に認識すべきとの意見や、一番下の点のとおり、グループ経営に関しても、売上・利益といったP L指標のみならず、資本収益性や市場評価をより意識するよう推進していくべきとの指摘が寄せられています。

続いて8ページの上段の、子会社側に関しては、資本コストの要請への開示率にも見られたとおり、依然として資本収益性等に対する意識が低く、対話にも応じない企業が存在しているとの指摘や、2点目のとおり、少数株主保護の面からの懸念もあり、より踏み込んだ対応を望む声も寄せられています。

最後に、下段の持分法適用関係にある企業については、親子関係にある企業と比較して、グループ経営の面でも、少数株主保護の面でも、まだまだ検討の必要性が認識されていないのではないかと懸念する声が多く寄せられています。

一方で、こうした上場関連会社が上場会社の多くを占めるような状態となっていることから今後の重要な課題と指摘されているところです。

続いて、9ページ以降は、グループ経営や少数株主保護に関する開示状況のフォローアップです。

10ページは、研究会でご議論いただき進めてきたこれまでの施策についてです。

2023年12月に、グループ経営や少数株主保護に関する開示について、記載のポイントを整理・公表しております、本年2月には、記載のポイントに基づく企業の開示や対応について、依然として、投資者との期待とギャップが生じているという指摘を踏まえ、ギャップが生じやすい具体的な場面などを取りまとめの上、参考としてご紹介しています。

続く11ページ、12ページは、これらの内容をあらためてご紹介しているものですので、説明は割愛します。

13ページからが、実際の開示状況です。

はじめに親会社側ですが、色掛けのとおり、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等については開示率が高くなっています。

一方で、吹き出しのとおり、投資者が期待するように上場子会社として保有

する合理性・メリットについて、企業価値向上や資本効率の観点から説明している事例や、少数株主保護に関して、子会社のガバナンス体制に親会社として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への関与等を含め、具体的に説明している事例は限定的です。

続いて14ページは子会社側です。

こちらも色掛けの親会社による意思決定プロセスへの関与の有無や、特別委員会の概要を中心に開示が行われております。

一方で、左下の吹き出しのとおり、上場子会社として、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を説明している事例は限定的です。

また、少数株主保護の観点について、投資者からは、特別委員会の実効性を確認する観点から、実際にどのような議論が行われたかなどの活動状況の開示を期待する声も多いところですが、こちらは1割程度の開示率に留まっています。

続いて、15ページは、持分法適用関係にある企業の開示状況です。

親子関係と異なり、開示自体が任意となります、保有している側のその他の関係会社については81社、保有されている側の上場関連会社については240社が開示しています。

昨年より増加していますが、先ほどのとおり、20%～50%の大株主が存在する会社が1000社程度存在することを鑑みれば、まだまだ改善の余地がある状況です。

最後に、17ページがご議論いただきたい事項です。

上場会社における検討は着実に進展しているところではありますが、投資者の期待との間には依然としてギャップが存在するとの指摘が寄せられております。また、矢じりのとおり、特に親会社が非上場会社の場合や、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認識されていない懸念もあるところです。

こうした状況を踏まえ、東証としては、引き続き、上場会社においてグループ経営及び少数株主保護の両面から検討・開示が進むよう後押ししていきたいと考えております。

こうした観点から、今後、上場会社に対してどのようにメッセージを発信していくべきかなど、アプローチの方法に関してご意見があれば頂戴できますと幸いです。

そのひとつとして、すでに前向きに取り組もうとされている企業からは、今

後の検討の参考とすべく投資者から評価されている企業の事例を紹介してほしいとの声も聞かれています。

今後事例集として公表することを念頭に、投資家からヒアリング等で寄せられた事例を別紙でまとめておりますので、このあとご紹介させていただき、内容や企業への伝え方などについてご意見いただければと思います。

### 【横山調査役】

それでは事例集について、概要をご説明いたします。

大きく、親子上場を維持している事例と、解消を進めている事例に分けてご紹介しております、3ページ以降が、親子上場を維持している事例についてです。

はじめに、4ページでは、グループ経営と少数株主保護の両面から投資者が評価している事例を紹介しております。

グループ経営の観点からは、5ページのとおり、戦略的アライアンスの内容や子会社の上場維持の意義について、ビジネスモデルと関連付けて丁寧に説明している点が評価されています。

また、少数株主保護の観点からは、6ページのとおり、現状のガバナンス体制が合理的と考えられている理由を丁寧に説明している点、また、7ページのとおり特別委員会の議論状況を積極的に開示しているといった点が評価されています。

続いて8ページからは、グループ経営の観点で投資者が評価している事例を掲載しています。

親子の資本関係を上手く利用して成長戦略に活かしている事例や、定性的ながら特定の経緯や事情をふまえて親子上場の意義について丁寧に説明している事例を紹介しています。

また、15ページからは、少数株主保護の観点で投資者が評価している事例を掲載しています。

親会社が子会社の少数株主保護のためのガバナンス体制が確保されるよう働きかけている事例や、子会社の少数株主保護やガバナンス体制に関する独立社外取締役の考えを積極的に発信し、ガバナンス体制を継続的に見直している事例などを紹介しています。

続いて、18ページからは、親子上場の解消を進めている事例についてで

す。

事業ポートフォリオ改革から親子上場の在り方について継続検討している事例や、定量的な指標を活用しながら積極的に事業ポートフォリオの入替を行うなかで、上場子会社等の保有方針を継続的に検討している事例をご紹介しています。

ご説明は以上となります。本日の会議資料としては、こちらは一旦非公表とさせていただく予定ですので、取り上げる事例や、強調すべきポイントなどの企業への伝え方など、ご意見があれば幅広にいただければと思います。

### 【渡邊部長】

それでは、ご意見を頂戴できればと思います。よろしくお願ひいたします。

### 【菊池メンバー】

はじめに、この一年の振り返りについて感想を少し述べさせていただきます。投資家、特に機関投資家の意見として「企業の検討が進み始めている」という前向きな評価の声が聞かれたことが私の立場からすると特に目をひきました。完全子会社化やパーシャルスピンオフなどの象徴的な事例が、ヘッドライン的なニュースとして取り上げられることが増えてきている影響もあり、実際に動き始めているという感触を多くの投資家が共有しているのではないかと思います。

一方で、事務局のご説明にもあったように、開示内容についてはこの一年で大きな変化が感じられないですし、開示が不十分な項目というのも明らかになってきたところです。ですので、そういったところについて、より有効な対応ができないかということを考える必要があるかと思います。

また、この研究会だけの問題ではないかもしれません、最近の完全子会社化の動きについては市場参加者も一定程度評価しているかと思いますが、その際の価格の算定については、私の周囲で意見交換をした際にも、「本当に公正なのか」「株式価値算定の透明性が確保されていないのではないか」といった懸念の声を多く聞きます。株式価値算定の面での課題が明らかになってきた一年だったと感じています。

そのうえで、今後のアプローチに関しては、即効性はなくとも徐々に効いてくるものとして「現状の可視化」が一つの選択肢だと考えます。例えば、東証では、昨年、非公開化の場面での公正性担保措置の実施状況について取りまとめ、公表されていると思います。こうした資料は、日常的に表に出てくるデータではないため、株式価値算定がどうなっているかといったところも含め、状

況を定期的に公表することで、様々な立場の利害関係者が実態を把握しやすくなります。

また、この研究会の第2期第1回でガバナンスに関連する契約の実態調査の結果についても紹介いただきました。幅広い企業でガバナンスに関する契約が締結されており、私としてはかなり衝撃的な情報だったわけですが、こうした情報もなかなか表に出てこないものですので、繰り返し開示することで認識を広める効果があるはずです。こうした契約が有価証券報告書の「重要な契約」欄にも殆ど開示されていないという現状もあり問題なのではと考えます。

親子上場の会社数などは色々なデータベースで取れます、データベース化されていない部分が問題発生の原因となっているかもしれません。今後の取組みのヒントやきっかけになるような、現状の可視化ということが、即効性はないものの一つのアプローチとして有意義だと思います。

次に事例集について申し上げます。「好事例」として取り上げるのは難しいとは思いますが、現時点でこういった開示例があるといった位置づけで出して頂くのであれば、上場企業および投資者の双方にとって参考になるかと思います。

また、全体的な内容に関しては、一点目として開示媒体の問題があります。コーポレート・ガバナンス報告書は図表の貼り付けができないなどの制約はあると伺っておりますが、現状取り上げている事例は任意開示の資料での開示が多いです。基本的にはコーポレート・ガバナンス報告書と有価証券報告書にも記載するのが望ましい姿だと思いますので、そういったメッセージがどこかに入ると良いのではないかと思います。

二点目は、各事例について、投資者のコメントが掲載されていますが、これに加え、「開示に際してどういったことを意識したか」などの企業側のコメントも掲載するとより参考になる部分が増えるように思います。

続いて、具体的な事例についても意見を述べさせて頂きます。例えば、親子上場を維持している事例のうち、1つ目の事例については、市場との対話の積み上げなどから開示についても先進的な内容になっていると思います。一方で、全ての開示が良いわけではありません。特に特別委員会の審議事項の開示については、「親会社との関連取引の報告」としか記載されておらず、投資者が期待するような特別委員会でどういった議論がされているかは言及されていません。よって、「好」事例として扱うには注意が必要だと思います。

次に4つ目の事例についてですが、こちらはキャッシュマネジメントについて詳細な記述があるのは評価すべきポイントです。一方で、IR活動状況についての記述は一般的な内容に留まっています。例えば、親会社との利益相反に

関する社外取締役の説明や対話の状況について記載があれば好事例といえますが、こちらの資料からはそういった状況は確認できず、事例集に取り上げる意義は乏しいのではと感じています。

以上、長くなりましたが、私からは以上です。

### 【三瓶メンバー】

資料の取りまとめ、ありがとうございます。また、事前説明の際に指摘させていただいた部分についても、ご対応いただき感謝します。

まず、資料3の6ページのデータの読み方について確認したいのですが、上段にコンプライ率の記載があります。プライム市場のコンプライ率は91.3%となっていますが、支配株主を有する企業が122社だとすると、約111社がコンプライしているということになります。そのうち、過半数の独立社外取締役を有するのが49社、過半数は選任していないものの特別委員会について言及している会社が57社、どちらにも該当しない、すなわちコンプライと言っているけれども実態が不明なものが5社程度ということになります。

同様にスタンダード市場を見ると、対象の267社中、コンプライ正在している会社が197社、そのうち3分の1又は過半数の独立社外取締役を有している会社が181社、3分の1未満の選任だけれども、特別委員会でコンプライしていると記載がある会社が19社ということで、まずこの理解で合っていますか。

### 【山脇調査役】

全体的な傾向についてはご認識のとおりです。一点だけ、時点のズレの問題がございまして、上段のコンプライ率については1年前の2024年7月時点で集計したものですので、細かい社数のズレについては、そういったことも要因である可能性がございます。

### 【三瓶メンバー】

ありがとうございます。そうすると、プライム市場の方は、独立社外取締役の過半数の選任によりコンプライしている企業は半数以下ですが、スタンダード市場については、殆どの会社が特別委員会の設置ではなく、独立社外取締役の3分の1以上の選任でコンプライしているということで、予想とは違う発見でした。

資料でまとめられている投資家の声については、私は違和感ありませんが、同時に投資家からは「東証がこれからどんなアクションを取るのか」に対して非常に期待が高まっています。現状として、前向きな動きが見られ始めてはい

るが、これで十分というわけではなく、今後どういったアクションが取られるかが問われている状況だと感じます。

そのうえで、議論事項についてですが、「グループ経営と少数株主保護の両面から」の視点はまさに重要です。整理の仕方によっては、親会社側と子会社側、それぞれのグループ経営と少数株主保護という $2\times2$ のマトリックスにできそうですが、そうではなく、親会社におけるグループ経営とそれを行うときにひずみが生じうる少数株主保護とはセットで検討する、子会社のほうでもグループ経営の中の一員として少数株主保護をセットで検討するということが重要です。そのうえで、親子間でこれらについて意思疎通がされて、グループ経営について一致しているだけでなく、少数株主保護についても、子会社側の少数株主保護のための取組みについて、親会社側も了承し、配慮するということが重要となります。加えて、このように対になっていることがきちんと投資者に伝えられているかということがメッセージとして一番重要だと感じています。

また、事例を見ると、企業サイドでこうしたことを投資者に説明しなければいけないという認識がまだまだ薄いと感じます。持分法適用関連会社については、「開示推奨」と記載されていますが、認識がなかつたり、無視している会社もあるように思います。

この点の認識をもっと徹底する必要があります。15ページにも関係性や影響力の程度は様々と記載されていますが、このまま企業側任せにしているだけでは、開示書類の利用者である株主・投資家の目線とは合ってこないと思います。

金融庁が有価証券報告書の「経営上の重要な契約」から「経営上の」を外して、単に「重要な契約」としたのも、企業の経営者目線ではなく利用者目線で重要かどうかを判断するべきという意図であり、投資家目線で何が重要かを考えて開示して欲しいというのは、ここでも同じだと思います。

そういう意味では、この点については、東証で一度きちんと分類を整理した方が良いと思います。私なりに整理すると、5段階ほどあり、①連結子会社、②非連結子会社、③持分法適用関連会社、④持分法適用その他関係会社、⑤業務資本提携というグラデーションに分類できるはずです。

そしてそれを見ていく観点として、グループ・ガバナンスの網がかかる範囲、内部統制の網がかかる範囲、グループ経営の範囲、また、ガバナンスに関する重要なところとして役員選任の合意があるかどうかがあります。これについては先ほど菊池メンバーからの発言にもありましたが、前回の調査結果では、10%程度の保有比率でも役員の指名等に関する契約を締結している企業

がそれなりにありました。

また、筆頭株主、大株主としてのその他的一般株主に対する責任、例えば、筆頭株主、大株主なのだから、不祥事があった際はその地位の責任を自覚してしっかりと株主共同の利益に貢献してほしいといったこともあります。

そういうことを示すと、自社がどういった観点で網がかかっているかが把握しやすくなり、その観点について、開示しなければならないという意識が生まれるのではないかと思います。

最後に、事例集についても並べ方など直していただきありがとうございます。

事例として挙げている中でも、方針について会社・子会社の双方が適切に説明している事例と、検討の結果、親子関係を見直して、完全子会社化や売却といったアクションを取った事例とが現状は混ざって紹介されてしまっていますが、分けた方が良いように思いました。

また、先ほど、グラデーションの話をしましたが、それぞれの段階ごとにどういった開示がされているかが事例として示されていると分かりやすくなると思います。

加えて、統合報告書等の記載を引用している事例が多いのですが、もしかすると、事例集としてまとめるときに読みやすさを考慮したということもあるかもしれません。ただ、研究会のメンバーでいらっしゃる後藤メンバーのソフトバンクグループとソフトバンクは、コーポレート・ガバナンス報告書において、親子両社が非常にしっかりと説明をしています。

こうした、親子それぞれがグループ経営・少数株主保護の両面でしっかりと、かつ、親子間で対になる形で開示しているという事例を示すと、ここまでやらないといけないのかというのが良く分かると思います。文字数が多いため事例としてコーポレート・ガバナンス報告書の記載を使わなかったのかもしれません、こういったコーポレート・ガバナンス報告書の開示中心の取り上げ方でも良いと思います。

同様に、親子上場を維持している事例の5つ目についても、かなり親子で対になっています。ただ、子会社の有価証券報告書では、ここで説明されているような親会社との取り決めについて、「重要な契約」の開示府令改正以前に締結された契約なので記載を省略するとして開示されません。そうなると、東証の要請の方が、投資家にとってはありがたい情報が出ているということだと思いますが、有価証券報告書の開示に消極的である面からすると好事例とするのはやや不適切ではないかと思います。

また、3つ目の事例について、「上場企業であることが優秀人材の採用につながっている」との記載があります。これ自体は事実だと思いますが、上場の理由・目的ではなく好事例として掲載するには不適当だと思います。

最後に、親子上場の解消を進めている事例の1つ目についてですが、今年7月のコーポレート・ガバナンス報告書では「上場子会社を有していない」と明記されています。これは見直し結果によるものなので、直近開示と内容にズレが生じているのはどうかと思いまして、取り上げるとすれば、再編に関する開示を紹介するのが良いかと思います。

### 【黒沼メンバー】

グループ経営および少数株主保護に関する開示について、いくつか申し上げたいと思います。

そもそもこの研究会は、従属上場会社における少数株主の保護の在り方を考えることを目的としています。その中には、例えば従属上場会社の社外取締役の独立性の厳格化や、親子双方の上場会社における行為規範を定めるといった方法も当初は議論されていましたが、それらの議論は一旦後回しにしたうえ、まずは現状を開示してもらうという方針になったと理解しています。

これまで記載上のポイントを示して開示を促してきましたが、依然として開示率が低く、思うように進んでいないという印象を受けました。例えば親会社については、事業ポートフォリオ戦略に関する基本的な考え方や、子会社を上場させておくことの合理性、特に他のグループ会社保有形態と比べての合理性の説明が非常に少ないと感じました。また、子会社の議決権行使や役員の選任プロセスへの関与についての考え方についても、開示率が低いように思います。

同様に、子会社においても、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や事業領域の棲み分けについての状況の開示が進んでいません。また、特別委員会についても、コンプライするために社外取締役が過半数または3分の1以上いない場合には特別委員会を設置しなければならないことになっていますが、その活動状況について、常設か非常設かを含め開示率が非常に低いことには驚きました。

ここからは個人的な意見になるかもしれません、今回開示率が低かったのは、記載上のポイントを概要として示し、必ず書かなければならぬ項目にしなかったからではないかと考えています。コーポレート・ガバナンスに関する報告書は東証が設けている開示書類なので、そこに何を記載するかを東証が決められるということなら、今回の開示項目を必ず記載しなければならないとす

るなど、その位置づけを見直すことも一つの方法として考えられると思います。

なぜそのように申し上げるかというと、単に現状を開示してもらうだけではなく、例えば事業ポートフォリオ戦略における子会社の位置づけや、事業領域の棲み分けについての考え方を子会社に開示してもらうことには、もしそうした方針がまだ定まっていない場合には親会社と交渉して定めてもらう、または定めない場合は定めていないと明示してもらうなど、開示を義務付けることが実際の企業の行動につながると考えられるからです。

特別委員会についても、コーポレートガバナンス・コード上でどのような特別委員会の設置が必要か細かく定められているわけではありませんが、その活動状況を常設か非常設かも含めて、その実態を少なくとも子会社側できちんと定め、開示してもらうことが重要だと思います。開示比率が低い理由は、実際には何も定めていない場合も多いのではないかと推察しています。

このように開示を求めていくことにより、企業の実際の行動を促していくことが重要と考えていますので、ぜひご検討いただければと思います。

### 【大内メンバー】

非常にわかりやすい資料をありがとうございます。開示をより充実させていくべきだということについては賛成ですし、企業としても積極的に取り組んでいく必要があると思っています。

5ページのR.O.Eの分析の読み方についてお尋ねしますが、親子会社、特に子会社については、親会社がいることで業績があまり良くないと読むのでしょうか。下のプライム・スタンダード市場全体と比較してみると、子会社の状況は必ずしも悪くないようにも見えます。

### 【山脇調査役】

基本的には、親子関係にある会社について、全体の傾向と大きな差異があるわけではないと思っておりますので、こちらの資料については、とりわけ子会社のR.O.Eの水準を問題視したいという意図ではなく、全体の傾向と同じく、親子関係にある企業についても、資本コストや株価を意識した経営を推進していく必要があるという点を改めてお示ししているものになります。

### 【大内メンバー】

5ページからすると、上場子会社の利益率が他の会社に比べて劣後しておらず、むしろ良いようです。親会社との取引等で利益率が低くなっているような懸念があって子会社のパフォーマンスが悪くなっているということであれば、

その原因を細かく分析していく必要があると思いますが、むしろパフォーマンスが良いということであれば、その必要もないことになり、この会議で議論すべきこともないことになります。

そうであれば、何かの拍子に親子関係の悪い側面が出てきて収益性にブレーキがかかることがないよう、転ばぬ先の杖として議論することもあり得ますが、緊急度も含め、目的に照らして適切な議論をして、かつ、親会社を有する子会社のパフォーマンスが良好であるということを取引所から発信していただいてもよいのではないかと思います。

7ページのような機関投資家の声については、私もその通りだと思うものも多いですが、一方で気を付けなければいけないのは、アクティブな投資家の活動とショートターミズムの区別だと思っています。

ショートターミズムによって一部の株主が利益を得て離脱するような事態は、必ずしもマジョリティーではないにせよ、個人投資家などの利益を損なう恐れがあると思います。取引所の施策でも個人による投資が推奨されているなか、そういう個人投資家の利益を守っていく必要があると思います。

ショートターミズムに偏った投資家の声の取り上げや施策は避けるべきであり、今後施策を進めていくうえでは、親子上場の問題に限らないかもしれません、ショートターミズムとそれ以外をどう峻別するのか、株主共同の利益を求める投資家の行動と、自らの短期的利益のみを求める行動を区別し、どのように対処していくのかという視点もぜひ取り入れていただきたいと考えています。

### 【後藤メンバー】

東証が今後どのような取り組み方をしていくか、その方向性について概ね異論はありません。経営者の立場からすると、日常的に一番考えるのは、「これはやらなければいけないのか、それともやらなくてもいいのか」であり、まずは「やらなければならないこと（マストハブ）」と「あればよいこと（ナイストゥハブ）」を明確にしていくべきだと思います。

先ほど三瓶メンバーから当社グループの開示に関して「いいことがたくさん書いてあるけど、分量が多い」とご指摘がありましたが、その通りで、「あればよい」と思って書いていくと、実際には何百ページにもなってしまい、今度は投資家から情報量が多すぎると指摘されたりすることがあります。発行体としては非常に悩ましいところで、良かれと思って書いたことが、かえって逆効果になることもあります。

ですので、「やらなければならない」ことは明確にルール化したうえ、「あれ

ばよい」項目については、きちんと投資家と向き合う企業であることが前提ですが、業種や事業特性を踏まえ、各企業の開示において個性があつてよいと考えています。投資家がそうした企業に積極的に質問していくことで、初めて対話が活性化していくのではないかと思います。

その延長線上にあるのが他社事例の紹介ですが、他のメンバーのご意見を伺っていると、確かに課題点はいくつもあるようを感じるもの、この例は良くて、この例は悪いということでは必ずしもなく、さまざまな個性のある事例を見ていただくことが重要だと思います。また、東証が「これは良い事例です」と言い切ってしまうと、企業側は東証が推薦した事例を模範として合わせていってしまうように思いますので、避けたほうがよいように思います。

繰り返しになりますが、まずはしっかりとルールを守った上で、各企業の個性が認められるような開示の在り方が進めば良いと考えています。

#### 【神作メンバー】

現在、コーポレートガバナンス・コードの改訂作業が進められていますが、フォローアップ会議において企業グループ関係や従属会社の少数株主保護にフォーカスした提案は特にされていないと理解しております。他方、コードのスリム化が非常に強く求められており、コードの見直し作業においてはスリム化が進められる見込みです。その際、少数株主保護の観点が削られる、あるいは弱化するような印象を与えないようご留意いただきたいと思います。

特に重要なのは、補充原則4-8③です。補充原則については、スリム化の対象になるかどうか、すなわち「コンプライ・オア・エクスプレイン」の枠組みを残すかどうか仕分けがなされると予想しております。補充原則4-8③は、従属上場会社の少数株主保護という観点からぜひとも「コンプライ・オア・エクスプレイン」の枠組みに残すべきですし、従属会社における少数株主保護は一層重要であるということを、コーポレートガバナンス・コード改訂の中でも打ち出すべきだと考えます。

二点目は、菊池メンバーがご指摘された件ですが、例えば重要な契約のように有価証券報告書に記載されるべき事項が、コーポレート・ガバナンス報告書にのみに記載され有価証券報告書において省略されてしまうことがないよう、有価証券報告書が本来開示のメインであるべきであることを強調し、有報への重要な契約の記載を促していただければと思います。

第三に、開示内容についてですが、私も黒沼メンバーと同様、開示の促進が

必要だと感じています。また、開示されている項目の中でも、従属上場会社の少数株主保護にとってとりわけ重要な部分については、例えば13ページのスライドの上場子会社の役員の選任に関する親会社の議決権行使の考え方や、14ページの独立役員の独立性確保のための指名委員会の活用方法など、こうした項目については、より一層充実した記載になるよう、これらの記載事項については記載すべきことをルール化することの是非も含めて検討していただければと思います

具体的な事例として挙げられている1つ目の事例は非常に参考になるものです。特別委員会で親会社関連取引について報告し利益相反のチェックが行われているとの記載があり、実際の特別委員会の活動の一端がうかがえます。他方、この研究会のこれまでの議論では、企業グループにおいて個別具体的な支配・従属会社間の取引の公正性が問題となることはほとんどなく、むしろ重要なのは親会社と子会社の事業分野の調整の問題だという意見が強かったと理解しています。本事例は、親会社・子会社で競合する分野が多いケースであろうと思いますので、特別委員会の審議内容の開示の前に、グループ内での事業機会や事業分野の調整・配分についての考え方を明示し説明することが最も重要なポイントになるのではないかと思います。その上で、特別委員会で個別取引をチェックしていることを開示していることを好事例として提示しないと、本検討会で議論してきたポイントとずれてしまう懸念があります。さらにいえば、特別委員会の具体的な審議の中身についても、ある程度具体的に、どのような方針に基づいて議論されているか開示されることが望ましいと思います。

最後に、親子会社以外については、前回と今回の検討会の間に事情が変化した点として、金商法の改正で公開買付（TOB）規制が3分の1ルールから30%へ変更されたことが挙げられます。金商法上は30%以上の保有で支配権取得と扱われることになりましたので、30%以上保有する会社というのは、三瓶メンバーが指摘する分類とは別に、一つの重要なカテゴリーではないかと思います。類型が細かすぎるのも複雑化しますが、「30%以上」というのは重要な基準であり、今後ギアを上げていく際も「30%以上」については特に留意することが考えられます。

取り留めのないコメントで恐縮ですが、以上です。

### 【武井メンバー】

二点申し上げます。

一点目は「ギャップ」についてです。投資家の声として挙げていただいてい

る意見には投資家側の意見として違和感がないのですが、現実には企業側には様々なタイプの投資家から色々な意見が届いていると思います。特に、昨今はショートターミズム的な考え方を持つ投資家が相当多くなっていると感じています。親子上場に関して企業側が何を説明しようとダメだと否定して、その上でイベントを起こして短期で儲ける方向に誘導したいという投資家の声も相当聞こえてきています。

したがって、「ギャップ」という言葉を使うのであれば、投資家側からの意見だけではなく、企業側からのヒアリングもぜひ実施してほしいです。投資家がどんなことを言っているのか、その意見が本当に中長期の企業価値向上の施策に適ったものなのか、企業側からも積極的に聞き取っていく必要があると思います。世の中には今日ご参加のメンバーのような立派な中長期投資家のかただけではなく、色々な立場の投資家がいるという現実を踏まえて、「双方向」の意見をより意識して収集していっていただきたいと思います。

二点目は、ショートターミズムとも関連しますが、今回の事例集でもいくつか良い事例が示されていると思いますが、親会社側・子会社側ともに、競争優位性をもつ価値創造のストーリーをどのように作れるかという点が非常に重要なと思っています。今年4月終わりに経済産業省から「稼ぐ力」を強化する取締役会5原則」が出されているように、上場会社として成長投資をやっていけるのか、そのために現状の資本関係がプラスに働くか／働かないかを訴求していく必要があると思います。

企業価値向上への取組みとしてはまずは上場子会社側の取組が重要になると思いますが、人的資本への投資も含めて、「本当に成長投資ができる事業を持っているのか」「価値創造ストーリーができるのか」といった観点から、中長期の株主を招き入れることができるかどうかを考えていただく。競争優位性のある価値創造ストーリーという本質的な部分について、上場会社としての責務を考える契機にすることが重要だと思います。

### 【三瓶メンバー】

皆様のご意見をうかがっていて、大内メンバーと武井メンバーのショートターミズムへの懸念について改めて理解できました。ただ、ショートターミズムというのは捉えどころが難しい概念だと感じます。長期投資をしたい投資家側からすると、「この会社に長期投資できますか？」と問われても、将来性に確信が持てない場合、結果的に長期投資にならないこともあります。ですから、ショートターミズムの定義や捉え方は難しいのですが、お二方の言うショートターミズムは、最初から長期保有のつもりがなく、短期目的で投資する投資家

を指しているのだろうと思います。

これも明確に属性分類するのは難しいですが、例えば、非常に多くの集団投資スキーム（公募投資信託）を運用している会社は、結果的に長期保有にも短期保有にもなり得ますが、普通の機関投資家であり、機会があれば長く保有したいと考えているはずです。一方で、私募投信などの形で限られた数のファンドで限られたターゲットに対してアクションを起こして、会社が反応すれば売り抜けるという、長く付き合うつもりはなく短期間で何らかの結果を出して株価の反応を狙うタイプの投資家もいます。このほかに、機関投資家ではなく自己資金で好きなように運用する投資家もいます。3つ目のタイプはヒアリング対象にはなっていないかもしれません、少なくとも2つのタイプの投資家について分類ができれば、その意見の背景が分かりやすくなると思いました。

もう一点、先ほど大内メンバーが指摘された5ページについて、第一期の議論の際に上場子会社のパフォーマンスは良いのか悪いのかという議論があり、私も資料を提出した記憶があり、上場子会社のパフォーマンスは劣後しているというエビデンスが見られました。もし同じような比較・分析を目的とするなら、上場子会社である会社とそうではない会社が、それぞれプライム市場・スタンダード市場でどういう傾向にあるのかをストレートに比較すれば、ここから類推するよりも明確にファクトがわかるのではないかと感じました。

#### 【菊池メンバー】

後藤メンバーのご発言に関連して、近々法定化されるであろうSSBJ基準では、開示する内容に「重要性のあるもの」という規定があり、投資者の意思決定に有用であるかどうかを発行体が考えるという基準になっています。この点に関しては、企業側だけでなくユーザー側、つまり投資者もきちんと「重要な情報」というのは何か考える必要があると思います。企業側が「親子上場に関して重要と思われる情報はこれです」とまず提示し、それに対して投資者側が「これはそうだが、これはこうなのではないか」という議論を積み上げていくことが重要だと改めて感じました。

#### 【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して、今後の予定についてご説明させていただきます。

#### 【池田統括課長】

本日も活発なご議論をいただきまして、まことにありがとうございました。

本日色々とご意見もいただきましたので、次回以降の議題に関しましては、あらためて事前説明でご相談させていただければと存じます。

**【渡邊部長】**

以上をもちまして、本日は散会とさせていただきます。本日も、誠にありがとうございました。

以上