

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6回 東証説明資料

株式会社東京証券取引所

2024/10/17



INDEX

I. 親子上場に関する経緯・最近の状況

II. 少数株主保護及びグループ経営に関する情報開示の状況

1. 親子関係にある上場会社

① グループ経営に関する開示

② 少数株主保護に関する開示

2. 持分法適用関係にある上場会社

III. ご議論いただきたい事項

INDEX

I. 親子上場等に関する経緯・最近の状況

II. 少数株主保護及びグループ経営に関する情報開示の状況

1. 親子関係にある上場会社

① グループ経営に関する開示

② 少数株主保護に関する開示

2. 持分法適用関係にある上場会社

III. ご議論いただきたい事項

- 東証では、子会社上場には、親会社と少数株主の間の**潜在的な利益相反関係が存在すること**を踏まえ、かねてより**少数株主保護のための上場制度を整備**
- 近年は、機関投資家の関心の高まりなどもあり、親会社において、**少数株主保護を適切に図る必要性が生じることも踏まえ、グループ経営の在り方そのものについて検討する必要性が高まっている状況**

2007年

子会社上場への考え方の表明等

- 東証は、子会社上場について、親会社と少数株主の間の潜在的な利益相反の関係ゆえに、少数株主の権利を損なう企業行動がとられるおそれがあるとして、「多くの市場関係者にとって必ずしも望ましい資本政策とは言い切れない」との考え方を表明
- あわせて、少数株主保護の方策に関する指針の開示を求めるなど**少数株主保護のための上場制度を整備**（その後も、コーポレートガバナンス・コード等で少数株主保護の取組みを進めてきた経緯）

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
 - 2024年9月末時点で、プライム市場の88%、スタンダード市場の46%が開示（検討中含む）

12月

少数株主保護及びグループ経営に関する情報開示の充実等

- 当研究会での議論を踏まえ、**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**（それにより合理的なプレミアム/ディスカウントの織込みを可能にする）観点から、**少数株主保護やグループ経営に関する情報開示の自発的な充実に向けて、記載上のポイントを整理・公表**
- あわせて、支配株主や議決権保有割合の大きな株主を有する上場会社を対象に、**独立社外取締役に期待される少数株主の利益保護の役割**についてとりまとめ

親会社を有する会社の上場に対する考え方（2007年）

東証上場第11号
平成19年6月25日

上場会社代表者 各位

株式会社東京証券取引所
代表取締役社長 齊藤 惇

親会社を有する会社の上場に対する当取引所の考え方について

拝啓 時下ますますご清栄のこととお慶び申し上げます。

平素は、当取引所の市場運営にご高配を賜り、厚く御礼申し上げます。

当取引所は、平成19年4月24日に当取引所が公表した「上場制度総合整備プログラム2007」の実行計画に基づき、親会社を有する会社の上場（以下「子会社上場」といいます。）に対する当取引所の考え方を下記のとおりまとめましたので、ご通知申し上げます。

敬具

記

子会社上場は、子会社による独自の資金調達力が高まること等を通じて子会社の持続的な成長の実現に寄与する、新たな投資物件が投資者に対して提供されるなど、国民経済上の意義があります。現に、これまでの子会社上場の事例のなかにも、優良な投資物件として投資者から高い評価を受けている会社が多くあります。

その一方で、子会社上場には独自の弊害があることが指摘されています。例えば、親会社と子会社の他の株主の間には潜在的な利益相反の関係があると考えられますので、親会社により不利な事業調整や不利な条件による取引等を強いられる、資金需要のある親会社が子会社から調達資金を吸い上げる、上場後短期間で非公開化するなど、子会社の株主の権利や利益を損なう企業行動がとられるおそれが指摘されています。

親会社にとっても、自身の短期的な単体決算対策のための子会社上場や、上場している親会社が企業グループの中核事業を担う子会社を上場させて新規公開に伴う利得を二重に得ようとする事例など、その目的に関して安易であると

いう批判を受けるケースが見受けられます。また、本格的な連結経営が求められる昨今の経営環境においては、企業グループ内の会社が親会社以外の株主に対して責任を負うこととなる子会社上場は、一体的な連結経営を行ううえでは必ずしも望ましいこととはいえません。

このように、子会社上場は、その国民経済上の意義及び投資者に多様な投資物件を提供するという証券取引所に期待される役割に照らして、一律的に禁止するのは適当ではない反面、投資者をはじめ多くの市場関係者にとっては必ずしも望ましい資本政策とは言い切れないと考えます。

したがいまして、新規に上場を目指す子会社及びその親会社におかれましては、上記のような子会社上場の特性を十分に考慮のうえでその方針を決定していただくとともに、株主の権利や利益への一層の配慮、投資者をはじめとする市場関係者に対する積極的なアカウンタビリティの遂行に努めていただくことが望ましいと考えます。

また、親会社を有する上場会社の皆様におかれましても、上記のような子会社上場の特性を十分に考慮のうえ、株主の権利や利益への一層の配慮、投資者をはじめとする市場関係者に対する積極的なアカウンタビリティの遂行に努めていただくことが望ましいと考えます。

以上

※ 「上場制度総合整備プログラム2007」の実行計画中、子会社上場の考え方に関連する部分は以下のとおりです。当該プログラムの詳細につきましては、当取引所のホームページ（<http://www.tse.or.jp/rules/seibi/2007program.pdf>）をご参照ください。

親会社等を有する上場会社への対応（第一次実施事項）

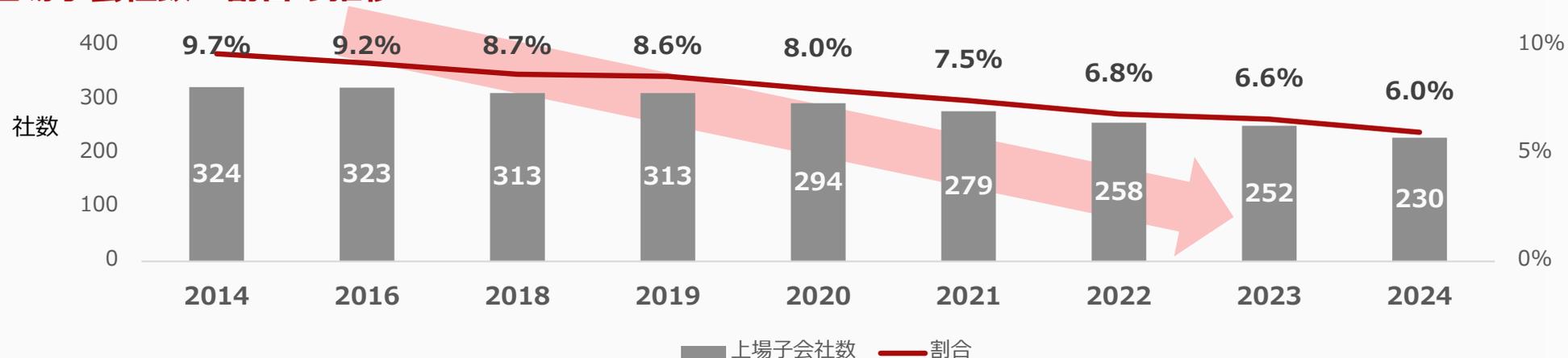
○親会社を有する会社の上場に関する東証の考え方を公表する。

- ・親会社を有する会社の上場は、上場制度として禁止するのは適切ではない。
- ・しかしながら、(新規上場時から親会社を有する場合であっても、企業再編等を通じて上場後に親会社を有することになる場合であっても) 少数株主との利益相反のおそれなどの内在する弊害や問題点があること、昨今の経営環境においては上場会社には本格的な連結経営が求められていることを踏まえれば、投資者をはじめ多くの市場関係者にとって必ずしも望ましい資本政策とは言い切れぬ。
- ・上記の認識を「新規上場の手引き」、「会社情報適時開示ガイドブック」や東証のホームページ等に掲載し、関係者への周知を図る。

上場子会社等の推移

- 上場子会社の数・割合は、完全子会社化や子会社株式の売却などにより、引き続き緩やかに低下
- 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、上場後の支配従属関係の形成などにより、緩やかに増加傾向

上場子会社数・割合の推移



20%以上～50%未満保有の大株主を有する上場会社数・割合の推移



※ 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

- フォローアップ会議では、**今後MBOや支配株主による完全子会社化の更なる増加が見込まれることも前提に、スクイズアウトの場面における一般株主の利益の適切な確保**の観点から、企業行動規範の見直しについて議論
 - 2019年に経産省が公表した「公正なM&Aの在り方に関する指針」（以下「公正M&A指針」）で示されている公正性担保措置について、東証として後押ししていく必要性や、そのための具体的な方策等を検討

（参考）市場関係者の意見 ～公正M&A指針公表後の状況～

- 対象会社のサポートを行うアドバイザー等からは、公正M&A指針を踏まえ、**一般株主の利益を適切に確保するための公正な手続（特別委員会等）が進展しているとの評価**が多く聞かれた
 - 一方で、主に投資家からは、依然として、一部の事例で**価格が公正なものとなっていない／公正な手続が実施されていない懸念がある**との意見も
- ▼
- こうした中で、**公正な手続がより機能し、公正な価格が実現されるように取引所としても促していくことが重要**との意見が幅広い市場関係者から寄せられた
 - ※ 持分法適用関係にある上場会社でも、グループ経営の在り方の見直しが進むことが想定される中で、持分法適用関係にある資本上位会社による完全子会社化の場面における少数株主の利益の確保も論点になるとの見解も

- 具体的な方策として、特別委員会から取得する「少数株主にとって不利益でないことに関する意見」の見直しや、**株式価値算定の前提条件等の開示の充実**について議論

市場関係者の意見

会議での議論

特別委員会

- **特別委員会の意識が変化しつつある**との評価がある一方で、投資家からは、**特別委員会において実効的な検討が行われているか不透明な事例もある**として、**検討の観点の明示や検討内容の開示の充実**を求める声

- 特別委員会から取得する「少数株主にとって不利益でないことに関する意見」の在り方の見直しを検討（対象行為の見直し（MBOへの拡大）、観点の明示、検討内容の開示充実など）
- ※ また、グローバル投資家から見た際に、手続きが米国と遜色ない水準になるよう、**マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定など、公正M&A指針で示されている措置を実施しない場合には、その理由の説明や代替措置を求めるべき**との意見も

株式価値算定書

・ マーケット チェック

- 価格の公正性を判断するため、**株式価値算定の前提条件や算定機関の独立性の開示充実**を求める声は引き続き強い（特別委員会における妥当性検証への期待も）
- また、**間接的マーケット・チェックへの期待が高まる中で、対抗提案に関する検討内容の開示の充実等**を求める声も

- 企業行動規範ではMBO等への意見表明に際して必要かつ十分な開示を求めているが、**株式価値算定の前提条件や対抗提案に係る検討内容について更なる開示充実を進めていくことを検討**

INDEX

I. 親子上場等に関する経緯・最近の状況

II. 少数株主保護及びグループ経営に関する情報開示の状況

1. 親子関係にある上場会社

① グループ経営に関する開示

② 少数株主保護に関する開示

2. 持分法適用関係にある上場会社

IV. ご議論いただきたい事項

少数株主保護及びグループ経営に関する情報開示の充実

- 昨年12月には、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（それにより合理的なプレミアム/ディスカウントの織込みを可能にする）観点から、少数株主保護やグループ経営に関する情報開示の自発的な充実に向けて、記載上のポイントをあらためて整理・公表

	親子関係にある上場会社 (上場親会社/上場子会社)	持分法適用関係にある上場会社
開示制度	■ CG報告書において、少数株主保護やグループ経営について 開示が必要	■ CG報告書において、少数株主保護やグループ経営について 開示は求められていない
開示の現状	<ul style="list-style-type: none"> ■ 実際の開示内容は会社ごとにばらつきがあり、開示が不十分な会社も多い ■ 特に以下について開示が不十分なことが、上場子会社などへの長期投資の妨げとなっているとの指摘 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 上場会社の意思決定に親会社などの株主が与える影響 ➢ グループ経営に関する基本的な考え方や事業ポートフォリオの見直し ➢ 利益相反の状況やそれに対する監督・コントロール 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 開示がないため、グループ経営や株主の影響力の実態が不透明

対応	<ul style="list-style-type: none"> ■ 開示が必要とされている開示項目における記載上のポイントを整理・明確化 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 少数株主保護やグループ経営に関する事項について、開示が望まれる項目や記載上のポイントを整理し、新たに開示を勧奨
----	---	--

- 本年の6月総会後のコーポレート・ガバナンス報告書での開示状況についてフォローアップを実施
 - ✓ 親子関係にある上場会社：記載ポイントごとの開示状況など
 - ✓ 持分法適用関係にある上場会社：開示の有無など

INDEX

I. 親子上場等に関する経緯・最近の状況

II. 少数株主保護及びグループ経営に関する情報開示の状況

1. 親子関係にある上場会社

① グループ経営に関する開示

② 少数株主保護に関する開示

2. 持分法適用関係にある上場会社

IV. ご議論いただきたい事項

上場子会社を有する上場会社における開示①

- グループ経営に関する総論的内容として、**事業ポートフォリオ戦略の考え方を開示する事例は49%**、**個々の子会社を保有・上場しておくことの合理性に係る開示は82%**
 - 子会社を保有・上場しておくことの合理性に係る開示については、**メリットとして、取引先の拡大や人材確保、資本市場からの資金調達等に言及する事例が多く、デメリットや完全子会社等の他のグループ会社保有形態と比較しての合理性を説明する事例は少ない**

50%~	30% ~50%	10% ~30%	0% ~10%
------	-------------	-------------	------------

開示項目	記載上のポイントの概要	開示率
グループ経営に関する考え方及び方針	● 事業ポートフォリオ戦略に関する基本的な考え方 （下記ポイントのいずれかを記載、以下同様）	49%
	➤ 上場子会社の保有についての考え方・方針	16%
	➤ 上場子会社と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	5%
	➤ グループ内における事業機会・事業分野の調整・配分についての考え方・方針	14%
	➤ 事業ポートフォリオの検討・見直しについての考え方・方針や実際の実施状況	29%
上場子会社を有する意義 ※ 上場子会社を複数有する場合、上場子会社ごとに記載	● 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	82%
	➤ 上場子会社として保有するに至った経緯	28%
	➤ 上場子会社であることのメリット・デメリット	77%
	➤ 完全子会社等の他のグループ会社保有形態と比べての合理性	3%

※ 上場子会社を有する上場会社のうち、2023年12月27日以降にコーポレート・ガバナンス報告書を更新し、前年から内容を変更した会社112社を対象に集計

上場子会社を有する上場会社における開示②

- グループ管理体制における上場子会社の取扱いについて開示する事例は58%
- 内容としては、上場子会社の意思決定プロセスへの関与の有無等について開示する事例が55%と多く、資金管理体制に関する上場子会社の取扱いを開示する事例は4%
 - 上場子会社の意思決定プロセスへの関与の有無等については、グループ規程や契約に基づきグループ経営の観点から一定の関与等（事前承諾、事前報告等）が定められていることを記載する事例が多い一方、関与の対象事項については、「経営上の重要事項」との記載に留まるなど曖昧な事例も多い

50%~	30% ~50%	10% ~30%	0% ~10%
------	-------------	-------------	------------

開示項目	記載上のポイントの概要	開示率
グループ経営に関する考え方及び方針	● 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 (下記ポイントのいずれかを記載)	58%
	➤ 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	55%
	➤ 資金管理体制に関する上場子会社の取扱い	4%

※ 上場子会社を有する上場会社のうち、2023年12月27日以降にコーポレート・ガバナンス報告書を更新し、前年から内容を変更した会社112社を対象に集計

親会社を有する上場会社における開示

- 親会社の事業ポートフォリオ戦略における**自社の位置づけを説明する事例は33%**
 - 親会社の事業セグメントのうち自社がどこに属するかを記載する事例が多い
- 一方で、そもそも**親会社側の開示が限定的**であることもあり、**事業領域の棲み分けの状況や、親会社との間で資金管理を行う意義**にまで言及している事例は、それぞれ**23%、7%**と低い
 - 実際に、親会社を有する上場会社からは、**親会社が開示に積極的でないことから、自社も開示が難しい**といった声も聞かれる
 - また、**親会社が非上場会社である場合には、より開示率が低くなる傾向**

50%~	30% ~50%	10% ~30%	0% ~10%
------	-------------	-------------	------------

開示項目	記載上のポイントの概要	開示率	うち親会社が上場	うち親会社が非上場
親会社におけるグループ経営に関する考え方や方針	● 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	33%	41%	12%
	● 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	23%	28%	7%
	● 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	7%	9%	0%

※ 親会社を有する上場会社のうち、2023年12月27日以降にコーポレート・ガバナンス報告書を更新し、前年から内容を変更した会社217社を対象に集計

INDEX

I. 親子上場等に関する経緯・最近の状況

II. 少数株主保護及びグループ経営に関する情報開示の状況

1. 親子関係にある上場会社

① グループ経営に関する開示

② 少数株主保護に関する開示

2. 持分法適用関係にある上場会社

IV. ご議論いただきたい事項

上場子会社を有する上場会社における開示

- 上場子会社の役員の選解任に係る議決権行使の考え方・方針、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・方針に係る開示は、それぞれ24%、21%
 - 議決権行使に関しては、**子会社のガバナンス体制を確保できているか**（例えば、自社から独立した社外役員の選任）や、**子会社あるいはグループの企業価値向上に貢献できるか**といった観点から判断するとしている事例が見られる
 - 指名プロセスへの関与については、**子会社の判断を尊重する**とのみ記載する事例が多く、**親会社としての関与の有無・程度や内容を具体的に示した事例は限定的**

50%~	30% ~50%	10% ~30%	0% ~10%
------	-------------	-------------	------------

開示項目	記載上のポイントの概要	開示率
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	● 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	24%
※ 上場子会社を複数有する場合、上場子会社ごとに記載	● 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	21%

※ 上場子会社を有する上場会社のうち、2023年12月27日以降にコーポレート・ガバナンス報告書を更新し、前年から内容を変更した会社112社を対象に集計

親会社を有する上場会社における開示

- 特別委員会の概要や意思決定プロセスへの親会社の関与の有無を開示する事例は、それぞれ60%、54%と多い
 - 特別委員会の概要に関しては、独立社外取締役で構成される旨や利益相反が生じる重要な取引を審議項目とする旨の開示が多いが、審議項目の詳細や実際の活動状況が不明瞭な事例も
- 一方、独立役員の選解任の場面における指名委員会の活用や親会社の議決権行使の考え方等について開示する事例は、それぞれ19%、6%と少ない

50%~	30% ~50%	10% ~30%	0% ~10%
------	-------------	-------------	------------

開示項目	記載上のポイントの概要	開示率	うち親会社が上場	うち親会社が非上場
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	● 意思決定プロセスへの親会社の関与の有無や内容	54%	59%	41%
	● 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（下記ポイントのいずれかを記載）	60%	70%	37%
	➢ 常設又は非常設の別	16%	21%	7%
	➢ 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	57%	66%	37%
	➢ 特別委員会の審議項目や権限・役割	56%	66%	33%
	➢ 実際の活動状況	14%	18%	7%
	● 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	19%	21%	8%
● 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	6%	8%	0%	

※ 親会社を有する上場会社のうち、2023年12月27日以降にコーポレート・ガバナンス報告書を更新し、前年から内容を変更した会社217社を対象に集計
 ※ 「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」については、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
 ※ 「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」については、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

INDEX

I. 親子上場等に関する経緯・最近の状況

II. 少数株主保護及びグループ経営に関する情報開示の状況

1. 親子関係にある上場会社

① グループ経営に関する開示

② 少数株主保護に関する開示

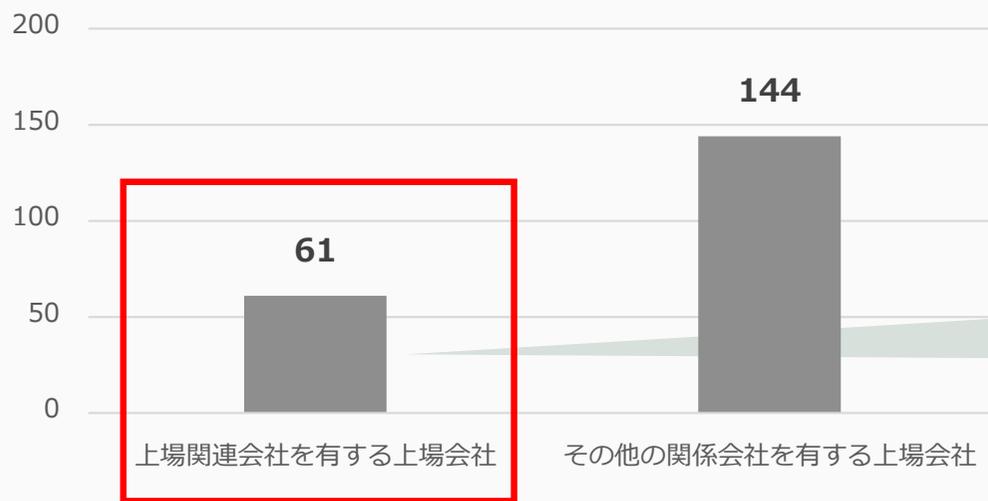
2. 持分法適用関係にある上場会社

III. ご議論いただきたい事項

持分法適用関係を有する上場会社における開示

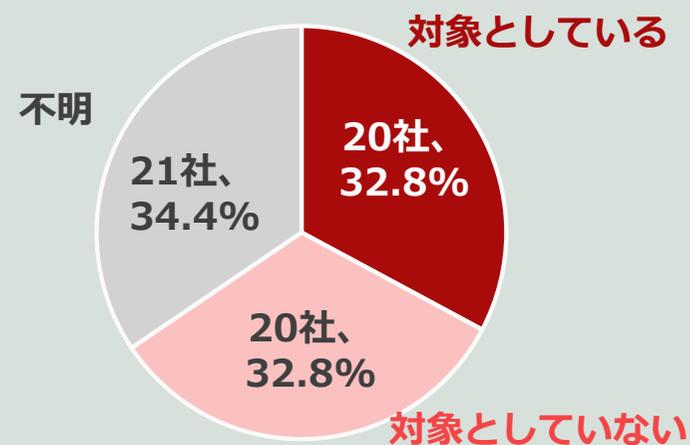
- 昨年12月の整理では、これまでCG報告書で少数株主保護やグループ経営について開示を求めていなかった持分法的関係にある上場会社に対しても、**記載上のポイントを整理し、開示を推奨**
- **上場関連会社を有する上場会社61社、その他の関係会社を有する上場会社144社が、少数株主保護やグループ経営についての開示を実施**
 - 20%以上～50%未満保有の大株主（個人株主を除く）を有する上場会社の数が、1,000社程度存在することに鑑みれば、現時点では、**開示企業は限定的**
 - 開示内容については、**親子上場関係と同様に、グループ経営や少数株主保護の方針等を開示する事例や、そもそもグループ経営の対象外である旨を明示する事例など、持分法適用関係にある会社との関係や影響力の程度を踏まえた開示が見られた**
 - 一方で、**関係性（グループ経営の対象かどうか等）自体が不明瞭な開示も一定程度存在**

持分法適用関係を有する上場会社の開示社数



※ 2023年12月27日以降にコーポレート・ガバナンス報告書を更新し、前年から内容を変更した会社を対象に集計

上場関連会社をグループ経営の対象としているか否か



INDEX

I. 親子上場等に関する経緯・最近の状況

II. 少数株主保護及びグループ経営に関する情報開示の状況

1. 親子関係にある上場会社

① グループ経営に関する開示

② 少数株主保護に関する開示

2. 持分法適用関係にある上場会社

III. ご議論いただきたい事項

- 親子上場等については、2007年に「必ずしも望ましい資本政策とは言い切れない」との考え方を表明して以降、**取引所としてのスタンスは明示していない**
- 足もとでは、グループとしての事業ポートフォリオの見直しの機運が高まりつつあるものの、上場会社をはじめとする市場関係者からは、以下のような声も聞かれるところ
 - ✓ 親子関係・持分法適用関係にある会社の上場に対する**そもそもの東証のスタンスや、今後の施策の方向性が見えづらいため、グループ経営の在り方に関する検討を進めにくい**
 - 特に、親会社側が検討の必要性を感じていない場合、子会社としても検討しづらい
 - ✓ 昨年の開示充実のお願いについて、**どういった趣旨で求められたものかが分かりづらい**
 - ✓ 他社の開示状況や事例も見つつ**対応を検討したい**



- 今後、親子関係・持分法適用関係にある上場会社において、グループ経営や少数株主保護の在り方の検討や、株主・投資者への開示の充実が自発的に進んでいくよう、**東証として「親子上場等に対する考え方と今後の方針」（22ページ）をあらためて明示**することが考えられるか。また、その内容についてどう考えるか
- あわせて、少数株主保護及びグループ経営に関する情報開示の状況（11～19ページ）を踏まえ、**追加的な施策の必要性やフォローアップのポイント**についてもご意見いただきたい
 - 今後、投資家の意見もヒアリングしつつ、年明けを目途に、**記載のポイントを踏まえて開示を行う事例集を取りまとめ・公表する想定**

- 親子関係や持分法適用関係等にある上場会社においては、**少数株主との間の構造的な利益相反関係を踏まえ、少数株主保護を適切に図る必要がある**
- 東証としても、資本市場の公正性に対する信頼の醸成及び少数株主を含む投資者が安心して投資するための環境整備に向けて、**少数株主保護の観点から必要な上場制度の整備について検討を継続していく**（独立社外取締役の独立性確保など）
- あわせて、**上場子会社や上場する関連会社を有する上場会社においては、グループ経営におけるシナジーの面のみならず、少数株主保護を適切に図る必要性が生じることも踏まえて、どのようにグループの全体最適を図り、中長期的な企業価値向上を実現していくかについても、取締役会で継続的に検討・議論するとともに、自社の株主・投資者への説明責任を果たしていくことが求められる**
 - ※ **親子関係、持分法適用関係といった特定の関係自体を否定・制限するものではなく、株主・投資者に対して、グループ経営上そうした関係を取っている理由や少数株主保護に関する考え方・方針等を十分に検討・説明することが重要**
- こうした考え方を踏まえ、昨年12月には「少数株主保護及びグループ経営に関する情報開示の充実」の整理・公表
- 一方で、これを踏まえた**開示は現時点では限定的であり、内容についても、株主・投資者の予測可能性を確保する観点からは改善が必要**
- 今後、企業において、**グループ経営や少数株主保護の在り方の検討や、株主・投資者への開示の充実が自発的に進んでいくよう、今回、情報開示の充実をお願いした背景にある東証の考え方をあらためて発信していくとともに、引き続き、開示内容の充実に向けた取組みやフォローアップを継続していく**