

2024年5月1日 全7頁

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

持分法適用関係についてもCG報告書開示を要請

金融調査部 主任研究員 横山 淳

[要約]

- 2023年12月26日、東京証券取引所の「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」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」をとりまとめ、公表した。これを受けて、コーポレート・ガバナンス報告書を通じた親子関係にある上場会社、持分法適用関係にある上場会社の情報開示が拡充される。
- 親子関係にある上場会社については、従来の開示項目を踏襲した上で、「記載上のポイント」という形で、少数株主保護やグループ経営に関して開示が期待される事項を明確化している。
- 持分法適用関係にある上場会社については、各社の実態に沿って、親子関係に関する情報開示に準じた開示か、これに代えて、自社の状況を説明するか、どちらかを選択して開示することが要請されている。

1. 東証「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」

2023年12月26日、東京証券取引所（東証）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」（従属上場会社研究会）は、次の2点についてとりまとめ、公表した¹。

「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」

「支配株主・支配的な株主を有する上場会社において独立社外取締役に期待される役割」

前者（「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」）を踏まえて、「コーポレート・ガバナンスに関する報告書 記載要領」（CG報告書記載要領）についても改訂が行われ、親子関係（上場子会社、（非上場を含む）親会社）、持分法適用関係（上場関連会社、（非上場を含む）その他関係会社）に関する情報開示を拡充することとしている²。

¹ 東証の[ウェブサイト](#)に掲載されている。

² 東証の[ウェブサイト](#)に掲載されている。

2. 親子関係に関する情報開示の拡充

上場子会社を有する上場会社は、コーポレート・ガバナンス報告書（CG 報告書）において、「グループ経営に関する考え方及び方針」、「当該考え方及び方針を踏まえた上場子会社を有する意義」などの開示が求められている。非上場を含む親会社を有する上場会社は、CG 報告書において、「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」などの開示が求められている。これらは、少数株主保護やグループ経営に関する情報が、投資者の投資判断にとって重要である³ことから、開示を求められているものと考えられる。

ところが、「**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**」ことから「**上場子会社などへの長期投資の妨げ**となっている」との指摘がなされていた⁴。

こうした指摘を踏まえて、今回、CG 報告書記載要領において「記載上のポイント」という形で具体的な開示事項が示されている。これは「少数株主保護やグループ経営に関して開示が期待される事項を明確にすることで、上場会社において投資者の目線を踏まえた自発的な開示の充実が図られることを促す」⁵趣旨と説明されている。

なお、「記載上のポイント」として示された開示事項は、網羅的に記載を義務付けるものではなく、同時に、開示すべき内容がこれに限定されるわけでもない、とされている。最終的には各社において「記載上のポイントを踏まえ、自社の状況に応じて、株主・投資者の投資判断上重要と考えられる内容について開示」することが重要だとされている⁶。

(1) 上場子会社を有する上場会社における開示

上場子会社とは、「財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則」（財務諸表等規則）8 条 3 項に規定する「子会社」（実質支配基準に基づく子会社）のうち国内の金融商品取引所に上場している会社のことである⁷。従って、ここでは、親子上場における親会社に開示が求められる。求められる開示項目と「記載上のポイント」を整理すると図表 1 のようになる。

上場子会社における少数株主保護とグループの全体最適の観点から、各開示項目がブレークダウンされて「記載上のポイント」としてまとめられている。少数株主保護とグループの全体最適は、例えば、親子間での取引、グループ内の事業機会・事業分野の調整・配分等、100%子会社化のためのスクイーズアウトなど、場面によっては深刻なトレードオフの関係となり得るため、それが親子上場に対する大きな懸念の一つとなっているものと考えられる。その意味でも「記載上のポイント」の掲げる事項は、親会社と子会社の双方の株主にとって、重要な関心事と

³ 東京証券取引所「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」（2023 年 12 月 26 日）p.2 参照

⁴ 東京証券取引所「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」（2023 年 12 月 26 日）p.3。池田直隆・白水克典「従属上場会社における情報開示の充実および独立社外取締役の役割について」（『旬刊商事法務 No. 2355』（2024 年 4 月 5 日号）p.23 も参照

⁵ 池田直隆・白水克典「従属上場会社における情報開示の充実および独立社外取締役の役割について」（『旬刊商事法務 No. 2355』（2024 年 4 月 5 日号）p.23

⁶ 東京証券取引所「コーポレート・ガバナンスに関する報告書 記載要領（2024 年 4 月改訂版）」別添 3 p.24

⁷ 東京証券取引所「コーポレート・ガバナンスに関する報告書 記載要領（2024 年 4 月改訂版）」別添 3 p.24

なり得るものを列挙しているといえるだろう。

図表 1 上場子会社を有する上場会社における開示の概要

開示項目（改訂前から変更なし）	「記載上のポイント」の概要（改訂により追加）
グループ経営に関する考え方及び方針	<ul style="list-style-type: none"> ● 事業ポートフォリオ戦略に関する基本的な考え方・方針 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 上場子会社の保有についての考え方・方針 ➢ 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 ➢ 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 ➢ 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 ● 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 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 上場子会社とのグループ経営方針・経営戦略の共有の有無や内容 ➢ 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 ➢ 資金管理体制に関する上場子会社の取扱い
上場子会社を有する意義	<ul style="list-style-type: none"> ● 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 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 上場子会社として保有するに至った経緯 ➢ 上場子会社であることのメリット・デメリット ➢ 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
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"> ● 上場子会社におけるガバナンス体制の構築及び運用に対する親会社としての関与の方針（注2） <ul style="list-style-type: none"> ➢ 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 ➢ 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 ● 少数株主保護の観点から必要な上場子会社における独立性確保のための方策等（注2）

（注1）上記のほか、「グループ経営に関する考え方及び方針として記載されるべき内容に関連した契約」についても開示することが望まれるとされている（要請事項）

（注2）改訂前から「記載上の注意」として記載が求められていた

（出所）東京証券取引所「コーポレート・ガバナンスに関する報告書 記載要領（2024年4月改訂版）」別添3、同「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」（2023年12月26日）を基に大和総研作成

(2) 親会社を有する上場会社における開示

親会社とは、財務諸表等規則8条3項に規定する「親会社」（いわゆる実質支配基準に基づく親会社）のことである⁸。ここでは、親会社の上場・非上場は要件となっていないため、親子上場の場合だけでなく、非上場の親会社を有する上場会社にも開示が求められる。開示項目と「記載上のポイント」を整理すると図表2のようになる。

基本的には、(1)の親会社における開示事項とパラレルな関係にある開示事項が多いが、主に、上場子会社の少数株主と親会社との利益相反リスクとその対処がフォーカスされているように

⁸ 東京証券取引所「コーポレート・ガバナンスに関する報告書 記載要領（2024年4月改訂版）」別添3 p.24

思われる。特に、特別委員会について充実した開示が要請されているが、これは「少数株主保護のために特別委員会を設置する上場会社が増加している一方で、特別委員会の実態について開示が不十分である」⁹との指摘を踏まえたものと説明されている。

図表 2 親会社を有する上場会社における開示の概要

開示項目（改訂前から変更なし）	「記載上のポイント」の概要（改訂により追加）
親会社におけるグループ経営に関する考え方及び方針（要請）	<ul style="list-style-type: none"> ● 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 ● 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 ● 親会社との間で資金管理を行っている場合は、その意義
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"> ● 意思決定プロセスへの親会社の関与の有無や内容 ● 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 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 常設又は非常設の別 ➢ 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 ➢ 特別委員会の審議項目や権限・役割 ➢ 実際の活動状況 ● 独立役員へ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 ● 独立役員を選解任における親会社の議決権行使の考え方・方針

（注）上記のほか、「親会社のグループ経営に関する考え方及び方針に関連した契約」についても開示することが望まれるとされている（要請事項）

（出所）東京証券取引所「コーポレート・ガバナンスに関する報告書 記載要領（2024年4月改訂版）」別添3、同「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」（2023年12月26日）を基に大和総研作成

3. 持分法適用関係に関する情報開示の新設

東証の従属上場会社研究会における議論の一つの契機になったのが、2018年から2019年にかけて生じた事例から、親子会社ほどの支配・従属関係に至らない場合であっても、少数株主の利益が損なわれるおそれがあるのではないか、という懸念であった¹⁰。

特に、「持分法適用関係にある上場会社においては、親子関係がある場合に準じてグループ経営が行われていたり株主が相応の影響力を有している場合があり得るにもかかわらず、CG報告書において特段の開示は求められていなかったため、投資者からするとその実態が不透明であること」¹¹が課題として指摘されていた。

こうした状況を踏まえて、今回、新たにCG報告書において持分法適用関係に関する開示制度が新設された。もっとも、持分適用関係といっても、両者の関係や位置づけ、影響力などはさまざまであることが想定される。そこで、各社の実態に沿って、親子関係に関する情報開示に準じた開示か、これに代えて、自社の状況を説明するか、どちらかを選択する仕組みとされている。

なお、持分法適用関係に関する情報開示は、いずれも開示（説明）が望まれる項目と位置付けられている。その意味では、開示は義務ではなく、あくまでも要請ということになるだろう。

⁹ 池田直隆・白水克典「従属上場会社における情報開示の充実および独立社外取締役の役割について」（『旬刊商事法務 No. 2355』（2024年4月5日号） p. 25

¹⁰ 2020年1月7日開催従属上場会社研究会（第一回）資料4-1 pp. 4-7 参照

¹¹ 池田直隆・白水克典「従属上場会社における情報開示の充実および独立社外取締役の役割について」（『旬刊商事法務 No. 2355』（2024年4月5日号） p. 23

もともと、持分法適用関係の有無は、有価証券報告書などを通じて明らかであると考えられる。仮に、持分法適用関係があるにもかかわらず、開示を行わない場合は、その合理的な理由について、株主・投資者・市場から説明を求められることも十分に考えられるだろう。

(1) 上場関連会社を有する上場会社における開示

上場関連会社とは、財務諸表等規則 8 条 5 項に規定する「関連会社」（持分法の適用対象とされる会社）のうち国内の金融商品取引所に上場している会社のことである¹²。従って、ここでは、持分法適用関係にある両社がいずれも上場している場合において資本上位の会社が開示が求められる。開示項目と「記載上のポイント」を整理すると図表 3 のようになる。

上場関連会社をグループ経営の対象としている場合や上場関連会社の少数株主保護の観点から独立性確保のための特段の対応を講じている場合には、前記 2(1)「上場子会社を有する上場会社における開示」に準じた開示が要請されている。これらに該当しない場合には、該当しないことについての自社の状況の説明が要請されている。私見だが、一種のコンプライ・オア・エクスプレインのような仕組みが採用されているとの印象を受ける。

図表 3 上場関連会社を有する上場会社における開示（新設）の概要

対象	開示項目	「記載上のポイント」の概要
(1) グループ経営に関する考え方及び方針を踏まえた上場関連会社を有する意義		
①グループ経営対象等 例えば、上場関連会社をグループ経営の対象としている場合	グループ経営に関する考え方及び方針	<ul style="list-style-type: none"> ● 事業ポートフォリオ戦略に関する基本的な考え方 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 上場関連会社の保有についての考え方・方針 ➢ 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 ➢ 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 ● グループ管理体制における上場関連会社の取扱いに関する基本的な考え方・方針 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 上場関連会社における意思決定プロセスへの関与の有無や内容 ➢ 資金管理体制に関する上場関連会社の取扱い
	上場関連会社を有する意義	<ul style="list-style-type: none"> ● 上場関連会社として保有することの合理性 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 上場関連会社として保有するに至った経緯 ➢ 上場関連会社であることのメリット・デメリット
②非グループ経営対象等 例えば、上場関連会社が自社のグループ経営の対象に含まれていない場合	自社と上場関連会社との関係	<ul style="list-style-type: none"> ● グループ管理体制がないこと ● 資本関係の目的

¹² 東京証券取引所「コーポレート・ガバナンスに関する報告書 記載要領（2024年4月改訂版）」別添3 p.24

(2) 上場関連会社のガバナンス体制の実効性確保に関する方策		
①独立性確保等あり 例えば、少数株主保護の観点から独立性確保のための特段の対応を講じている場合	上場関連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"> ● 上場関連会社におけるガバナンス体制の構築及び運用に対するグループ経営上の関与の方針 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 上場関連会社の役員を選解任に関する議決権行使の考え方・方針 ➢ 上場関連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 ● 少数株主保護の観点から必要な上場関連会社における独立性確保のための方策等
②独立性確保等なし 例えば、自社が上場関連会社に対して強い影響力を行使する状況ではなく、少数株主保護の観点から独立性確保のための特段の対応を講じていない(不要と考えている) 場合	自社と上場関連会社の少数株主の間の利益相反リスクへの懸念が小さいこと	<ul style="list-style-type: none"> ● 議決権保有を通じた影響力の程度 ● 上場関連会社における意思決定プロセスへの関与の有無や内容 ● 人的関係や取引関係の有無や内容 ● 上記に関連した契約の有無や内容

(注) 上記のほか、「グループ経営に関する考え方及び方針として記載されるべき内容に関連した契約」についても開示することが望まれるとされている(要請事項)

(出所) 東京証券取引所「コーポレート・ガバナンスに関する報告書 記載要領(2024年4月改訂版)」別添3、同「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」(2023年12月26日)を基に大和総研作成

(2) その他の関係会社を有する上場会社における開示

その他の関係会社とは、財務諸表等規則8条8項に規定する「その他の関係会社」(自社を持分法の適用対象とする会社)のことである¹³。ここでは、その他の関係会社の上場・非上場は要件となっていないため、自社を持分法の適用対象とする会社が非上場である場合も開示の対象となる。開示項目と「記載上のポイント」を整理すると図表4のようになる。

自社がグループ経営の対象とされている場合や自社の少数株主保護の観点から独立性確保のための特段の対応を講じている場合には、前記2(2)「親会社を有する上場会社における開示」に準じた開示が要請されている。これらに該当しない場合には、該当しないことについての自社の状況の説明が要請されている。

図表4 その他の関係会社を有する上場会社における開示(新設)の概要

対象	開示項目	「記載上のポイント」の概要
(1) その他の関係会社等におけるグループ経営に関する考え方及び方針		
①グループ経営対象等 例えば、自社がその他の関係会社等のグループ経営の対象に含まれている場合	その他の関係会社等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"> ● その他の関係会社等の事業ポートフォリオ戦略における自社の位置付け ● その他の関係会社等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 ● その他の関係会社等との間で資金管理を行っている場合(その他の関係会社のキャッシュ・マネジメント・システムへの参加など)は、その意義

¹³ 東京証券取引所「コーポレート・ガバナンスに関する報告書 記載要領(2024年4月改訂版)」別添3 p.24

②非グループ経営対象等 例えば、自社がその他の関係会社等のグループ経営の対象に含まれていない場合	自社とその他の関係会社等との関係	<ul style="list-style-type: none"> ● グループ管理体制がないこと ● その他の関係会社等の属性 ● 資本関係の目的
(2) 少数株主保護の観点から必要なその他の関係会社等からの独立性確保に関する考え方・施策等		
①独立性確保等あり 例えば、自社に対するその他の関係会社等の影響力が強く、少数株主保護の観点から独立性確保のために特段の対応を講じている場合	少数株主保護の観点から必要なその他の関係会社等からの独立性確保に関する考え方・施策等	<ul style="list-style-type: none"> ● 意思決定プロセスへのその他の関係会社等の関与の有無や内容 ● その他の関係会社等からの独立性確保のために設置する特別委員会の概要 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 常設又は非常設の別 ➢ 委員会構成のその他の関係会社等からの独立性に関する考え方、委員の構成 ➢ 特別委員会の審議項目や権限・役割 ➢ 実際の活動状況 ● 独立役員その他の関係会社等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 ● 独立役員の選解任におけるその他の関係会社等の議決権行使の考え方・方針
②独立性確保等なし 例えば、自社に対するその他の関係会社等の影響力は強くはなく、少数株主保護の観点から独立性確保のために特段の対応は講じていない場合	自社の少数株主とその他の関係会社等との利益相反リスクへの懸念が小さいこと	<ul style="list-style-type: none"> ● 議決権保有を通じた影響力の程度 ● 自社の意思決定プロセスへのその他の関係会社等の関与の有無や内容 ● 人的関係や取引関係の有無や内容 ● 上記に関連した契約の有無や内容

(注1) 上記のほか、「その他の関係会社等のグループ経営に関する考え方及び方針に関連した契約」についても開示することが望まれるとされている（要請事項）

(注2) その他の関係会社等とは、その他の関係会社又はその他の関係会社の親会社をいう

(出所) 東京証券取引所「コーポレート・ガバナンスに関する報告書 記載要領（2024年4月改訂版）」別添3、同「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」（2023年12月26日）を基に大和総研作成

4. 適用時期

改訂後の親子関係、持分法適用関係についてのCG報告書開示の適用時期について、東証は「今後、定時株主総会後の定期更新などのCG報告書の提出のタイミングで、随時ご対応いただけますと幸いです」¹⁴としている。

3月決算会社の場合、2024年6月定時株主総会後に提出されるCG報告書から反映されることになるものと考えられる。

¹⁴ 東京証券取引所「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」（2023年12月26日）p.5