

2025 年 10 月 27 日 全 5 頁

親子上場などに関する開示議論の再開

不十分な開示状況に対して、開示項目の記載必須化に向けた議論も

政策調査部

主任研究員

神尾 篤史

[要約]

- 東京証券取引所で親子上場などに関する開示議論が再開された。2023 年 12 月の「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」に基づいた開示状況の調査では、東証からの要請に十分に答えられていない会社の姿が浮き彫りになった。
- 今後の対応は引き続き検討されると見込まれるが、開示項目の記載必須化がこれから議論されそうである。もちろん、一気に必須化の議論に向かうわけではないだろう。その前に会社にヒアリングを行ったり、会社の意識付けを高める施策を行ったりすることが考えられる。

親子上場などに関する開示議論の再開

金融庁から 2025 年 6 月に公表された「コーポレートガバナンス改革の実質化に向けたアクション・プログラム 2025」で言及していた親子上場、グループ経営等に関する検討・開示の推進に係る議論が東京証券取引所（東証）で再開された¹。この議論は、2023 年 12 月に東証から公表された「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」に基づいた開示の状況を調査し、今後の上場会社へのアプローチやあるべき開示の方向性を示すものである。2024 年 10 月にも調査結果はまとめられており、2025 年 2 月には「親子上場等に関する投資者の目線」が公表されている。

親子上場などの形態をとる会社²に対しては、グループ経営や少数株主保護の在り方に関する情報開示や対応が不十分との指摘を行う投資家が少なくない。東証の今後のアクションへの投資家の期待も強い印象である。

¹ 金融庁の「コーポレートガバナンス改革の実質化に向けたアクション・プログラム 2025」では、今後の方向性として「東証において、グループ経営や少数株主保護に関する検討・開示を推進する。また、上場子会社や持分法適用関連会社の独立社外取締役の独立性確保等、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も、検討を行う。」とされている。

² 「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」（2025 年 10 月 7 日）によれば、上場子会社数は 2025 年 7 月時点で 215 社と減少傾向にある。一方、20%以上～50%未満保有の大株主（親会社・個人株主を除く）を有する上場会社数は同時点で 998 社と増加傾向にある。

本稿では、2025 年 10 月に開催された「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）」（研究会）での議論に基づいて、今後のあり得るアプローチをまとめる³。

東証の開示要請と上場会社の開示状況

東証から 2023 年 12 月に要請された「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」は、親子関係にある上場会社に対する開示の充実と、持分法適用関係にある上場会社に対して新たに開示を推奨するものである。いずれの上場会社においても保有側と被保有側の両方に対して、グループ経営と少数株主保護に関する開示の要請を行うものである。

図表 1 は親会社に対する要請内容、開示率（2025 年 7 月時点）、変化率（2024 年 7 月時点との比較）を示したものである。「上場子会社であることのメリット・デメリット」「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」が 50%超の開示率である一方で、「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」「他グループ会社保有形態と比べての合理性」「資金管理体制に関する上場子会社の取扱い」の開示率は一桁と低位にとどまる。完全子会社、上場子会社、持分法適用関連会社の使い分けが会社によっては明確に精査されていないことが理由の 1 つとして考えられる。過去の経緯を理由として保有形態を維持しているケースもあるとみられる。

図表 1 親会社のグループ経営・少数株主保護に係る開示状況

事業ポートフォリオ戦略に関する基本的な考え方		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	
上場子会社の保有についての考え方・方針	23% (+7%)	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	61% (+5%)
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%)	資金管理体制に関する上場子会社の取扱い	7% (+3%)
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%)	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	26% (+2%)
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%)	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	24% (+3%)
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			
上場子会社として保有するに至った経緯	34% (+6%)		
上場子会社であることのメリット・デメリット	84% (+8%)		
他グループ会社保有形態と比べての合理性	4% (+1%)		

（注）2025 年 7 月 14 日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。

（出所）東京証券取引所「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」（2025 年 10 月 7 日）より大和総研作成

³ 東京証券取引所「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」（2025 年 10 月 7 日）・「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」を参照した。

投資家の目線とギャップがある項目として、東証は「上場子会社であることのメリット・デメリット」「他グループ会社保有形態と比べての合理性」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」としており、「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」についても、「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」と指摘している。

図表 2 は子会社に対する要請内容、開示率（2025 年 7 月時点）、変化率（2024 年 7 月時点との比較）である。50%超の開示率は「意思決定プロセスへの親会社の関与の有無や内容」のみであり、開示率は押し並べて高くはない。東証は「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」「親会社との間で資金管理を行っている場合は、その意義」については「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」として、投資家の目線とのギャップの存在を指摘している。また、「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、「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」と指摘している。

図表 2 子会社のグループ経営・少数株主保護に係る開示状況

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%)	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	
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%)		
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%)		
意思決定プロセスへの親会社の関与の有無や内容	51% (-3%)		
		常設又は非常設の別	12% (-4%)
		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%)
		審議項目や権限・役割	46% (-9%)
		実際の活動状況	11% (-3%)
		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%)
		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%)

（注 1）2025 年 7 月 14 日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 2）「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 3）「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。

（出所）東京証券取引所「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」（2025 年 10 月 7 日）より大和総研作成

今後あり得るアプローチ

上述のように開示が不十分な状況に対して、研究会でメンバーから示された主なアプローチは以下である。

- ① 親子上場などの形態をとる会社の現状の可視化
- ② 対象となる会社と求められる制度を分類・明示し、会社の当事者意識の醸成
- ③ 開示項目の記載必須化に向けたルールの見直し
- ④ 投資家だけではなく会社にも制度に関連するヒアリングの実施

①は関連するデータを継続的に公表して、会社の利害関係者が実態を把握しやすくする目的である。親子上場数などは様々なデータベースで把握することができるが、上場子会社やその他の関係会社を有する上場会社を対象にしたガバナンスに関連する契約⁴のように表に出ないものもある。こうしたものを繰り返し開示することで、会社を含めて認識を広める効果があるとされる。

②は自社の対応すべき制度をはっきりさせて意識付けするものである。会社による株式の保有には連結子会社や資本業務提携など様々な形態があり、それに対する制度の枠組みとしてグループ経営や内部統制などがある。この状況を明確にして自社の立ち位置を把握させ、開示に向けた会社における主体的な対応を促すことを目的としている。

③では「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」の要請が開示必須ではなかったとの指摘がなされており、開示の義務付けを含めたルールの見直しの意見が複数のメンバーから出ている。特に、図表1の「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」、図表2の「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」が少数株主保護にとって重要であると指摘されている。

④では中長期投資家だけではなく、ショートターミズ的な考え方を持つ投資家も増えており、そうした投資家の意見が中長期の企業価値向上の施策に適うのかを懸念点として挙げている。投資家の意見に対する会社の意見をヒアリングして、施策につなげていく必要性が指摘されている。

今後に向けて

図表1、2にあるように、東証の要請に対して十分に応えられていない会社の姿が浮き彫りになった。自発的な開示の充実が目的の要請であったが、開示項目の記載必須化がこれから議論されそうである。もちろん、一気に必須化の議論に向かうわけではなさそうである。その前に会社にヒアリングを行ったり、会社の意識付けを高める施策を行ったりすることが考えられ

⁴ 東京証券取引所「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1回 東証説明資料」（2023年1月6日）7～14頁。

る。

本年中には開示のポイント・事例集の公表が予定されている。また、少数株主保護の観点から必要な上場制度の整備の議論が次回以降に行われる。