

2025 年 12 月 25 日 全 6 頁

独立社外取締役の「独立性」基準の見直し

2026 年は親子上場などに関連する規則の見直しの動きが活発に

政策調査部

主任研究員

神尾 篤史

[要約]

- 親子上場などの形態をとる会社に対して、少数株主保護などに関する上場規則の見直しとして、①取締役選任議案に関する少数株主の賛否割合等の分析・開示、②独立性基準の見直し（大株主からの独立性）が東京証券取引所の有識者会議で議論された。
- ①と②はいずれも、少数株主を意識した経営の推進を促す観点から、国内外の機関投資家により上場制度上のさらなる対応が求められたものである。①を上場子会社で実施することは会議の大半のメンバーが賛同したが、親会社以外の大株主を有する会社での実施については意見が分かれた。
- ②では親会社以外の大株主からの独立性に関して、大株主の範囲などについて議論が行われた。大株主の範囲は 10%以上を適当とする見解が複数あった一方で、基準の変更に慎重な意見も複数あり、メンバーの意見は分かれた。次回の 2026 年 1 月の有識者会議で引き続き議論される予定である。議論がまとまり次第、東証が上場規則の改正手続きに入る見込みである。

上場制度の見直しについて議論

親子上場などの形態をとる会社に対するグループ経営や少数株主保護に関する議論が東京証券取引所（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（第 2 期）」¹（研究会）で再開されている。前回は 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」について検討が行われたが²、今回は①取締役選任議案に関する少数株主の賛否割合等の分析・開示、②独立性基準の見直し（大株主からの独立性）、に関する上場制度の見直しについて議論が行われた³。

東証は 2023 年 11 月に「少数株主保護に向けた上場制度整備の検討」を公表し、その中で上

¹ メンバーは上場会社、投資家、研究者、弁護士である。

² 神尾篤史「親子上場などに関する開示議論の再開」（大和総研レポート、2025 年 10 月 27 日）を参照。

³ 本稿では東京証券取引所「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 8 回 東証説明資料」（2025 年 11 月 28 日）、同「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 8 回） 議事録」を参照した。

述の①、②の他に、上場制度上の独立社外取締役指定における少数株主の過半数の賛成の要求などを挙げていたが、事前の機関投資家へのヒアリングに基づいて、①と②の具体的な議論を求めたと思われる。

①取締役選任議案に関する少数株主の賛否割合等の分析・開示

(1) 上場会社の状況

東証による事前の機関投資家へのヒアリングでは、上場子会社において中長期的な企業価値向上への意識が十分ではなく、また少数株主を意識した経営が行われていないという指摘がなされている。こうした声は株主総会における取締役選任議案にも反映されているようである。図表1は取締役選任議案に関する親会社以外の少数株主の賛否割合で、賛成率50%未満、賛成率50～80%未満、賛成率80%以上の議案の割合である。社内取締役選任議案と社外取締役選任議案に対する少数株主の賛成率50%未満と賛成率50～80%未満のいずれにおいても、上場子会社の方が支配株主を有しない会社よりも数値が大きい。上場子会社の代表取締役選任議案と独立社外取締役選任議案でも賛成率50%未満と賛成率50～80%未満ともに、一定程度存在している。代表取締役選任議案については賛成率50～80%未満が約27%もあり、相応の少数株主の反対が存在している。

図表 1 取締役選任議案に関する少数株主の賛否割合

	少数株主の賛成割合（推計）		
	賛成率50%未満	賛成率50～80%未満	賛成率80%以上
上場子会社			
社内取締役選任議案	2.2%	9.7%	88.1%
代表取締役選任議案	4.7%	26.9%	68.4%
社外取締役選任議案	1.6%	5.9%	92.5%
独立社外取締役選任議案	1.2%	6.1%	92.8%
支配株主を有しない会社			
社内取締役選任議案	0.0%	3.1%	96.9%
社外取締役選任議案	0.6%	2.9%	96.4%

（注1）2024年7月～2025年6月の株主総会における取締役選任議案（会社提案）が対象。

（注2）上場子会社については、2025年7月14日時点のコーポレート・ガバナンスに関する報告書において親会社を有する旨を開示している東証上場会社。親会社以外の賛成割合は、各社の臨時報告書で開示されている賛成、反対の個数をもとに、親会社が賛成票を投じたものと仮定して推計。

（注3）支配株主を有しない企業については、上記コーポレート・ガバナンスに関する報告書において親会社及び支配株主を有しない旨を開示している東証上場会社。賛成割合は臨時報告書で各社が開示している賛成割合。

（原出所）株式会社ICJのデータより東証作成（ICJよりデータが取得できなかった企業は除く）

（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8回東証説明資料」（2025年11月28日）より大和総研作成

主な反対理由は、社内取締役選任議案と代表取締役選任議案では独立社外取締役の割合が低いなど取締役会の構成や、資本収益性が低いなどの業績が挙げられている。社外取締役選任議案と独立社外取締役選任議案では、候補者の独立性や社外取締役によるガバナンスの実効性への懸念が指摘されている。

（２）議論の状況

取締役選任議案に関する少数株主の賛否割合等の分析・開示を提案する東証の狙いは、上場会社の行動を株主との対話に結び付けて、コミュニケーションを深めることにある。議論されたのは対象範囲と開示内容である。

対象範囲は上場子会社と親会社以外の大株主を有する会社である。上場子会社については大半のメンバーが賛同した一方で、親会社以外の大株主を有する会社では大株主の保有割合に関する意見が10%以上や30%以上という意見もあれば、上場子会社に限るべきという意見もあった。また、そもそも少数株主の賛否割合等の分析・開示に慎重な立場を示すメンバーもいた。

東証が示した開示内容は以下の4点である。

（ア）少数株主の範囲（支配株主及びその関係会社（役員を含む）は少数株主から除外）

（イ）少数株主の各取締役選任議案に対する賛否の割合

（ウ）相当数の反対票が投じられた会社提案議案があったと認めるときは、反対理由や反対票が多くなった原因

（エ）株主との対話その他の追加的な対応の必要性及びその実施状況

メンバーからは（ア）について東証が一律に定義すべきではないかとの指摘があった。各社の状況を比較する場合に、同じ基準で比較した方がよいためである。また、一般株主と特別な利害関係を有する大株主に対しては（ウ）と（エ）の開示が特に重要だとされた。

②独立性基準の見直し

（１）上場会社の状況（大株主からの独立性）

独立性基準は、東証が一般株主と利益相反が生じるおそれのないという判断要素を示したものである。東証は上場規則の中で、上場会社に一般株主保護のため1名以上の独立社員の確保を義務付けている。この独立役員は一般株主と利益相反が生じるおそれのない社外取締役又は社外監査役のことを指しており、独立性基準を充足しない場合、東証から独立役員とはみなされない。現在の独立性基準は図表2の通りである。現在または過去10年以内に親会社、子会社、兄弟会社の業務執行者などは独立性が否定されている一方で、それ以外の自社の大株主や反対に自社が大株主となっている会社からの役員は独立性が否定されていない。ただし、議決権保有割合が10%以上の主要株主の業務執行者は、議決権保有比率、経営に影響を与える事実

関係などの該当状況の開示が必要である。

図表 2 独立性基準

	上場会社・ 子会社の 業務執行者等	親会社・ 兄弟会社の 業務執行者等	主要な取引先、 多額の金銭等 を得ているコ ンサルタント 等の業務執行 者	主要株主の 業務執行者	主要でない取 引先の業務執 行者	相互就任先 ・寄付先の 業務執行者	左記に 該当しない者
現在	×	×					
過去 (最近)	×	独立性なし			要開示		
過去 (10年以内)	×						
過去 (10年以前)						開示不要	

× ……会社法上、社外性が否定
 赤色…取引所の独立性基準上、独立性が否定
 黄色…ガバナンス報告書等において、会社との関係の概要を開示することが必要（独立性は否定されない）

（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8回東証説明資料」（2025年11月28日）」

東証の調査によれば、主要株主の業務執行者が独立社外取締役となっているのは71社で、その内訳は現在・最近において主要株主の関係者が選任されているのが34社、過去において主要株主の関係者であった人物が選任されているのが39社である（図表3）。なお、主要株主の議決権保有割合は10～20%未満の割合がもっとも高く、20%台、30%以上も存在する。

図表 3 主要株主の業務執行者の独立社外取締役への選任状況

	会社数	市場		
		プライム市場	スタンダード市場	グロース市場
現在・最近	34社 (40人)	7社 (7人)	23社 (29人)	4社 (4人)
過去	39社 (41人)	16社 (18人)	20社 (20人)	3社 (3人)

（注1）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。

（注2）主要株主でない大株主・メインバンク等を主要株主として記載している場合を除いて集計。

（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8回東証説明資料」（2025年11月28日）」より大和総研作成

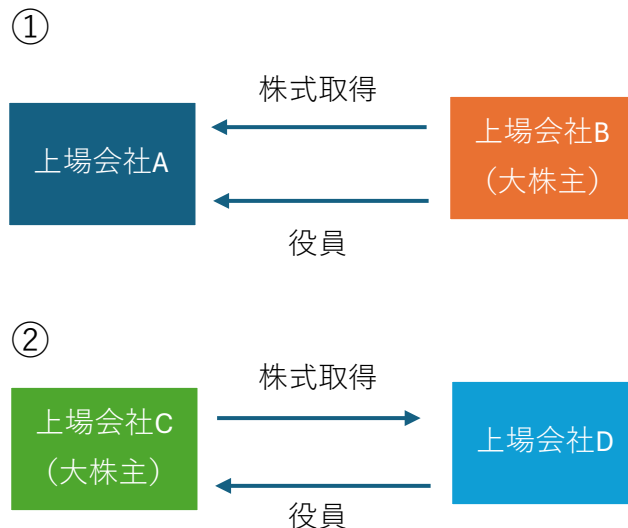
（２）議論の状況

親会社以外の大株主が議決権の行使等を通じて上場会社に一定の影響力を有することから、大株主に関する独立性基準が議論の対象とされている（図表４①）。具体的には、大株主の範囲とその関係者であった時期（現在、過去（最近、10年以内、10年以前））に関する議論が行われた。

大株主の範囲として10%以上を適当とする見解が複数あった。機関投資家の議決権行使基準では10%基準が使われているという指摘もあった。一方で、基準の変更には慎重な意見も複数あった。図表２に見られるように、現状は50%超という親会社の業務執行者を対象としていることから、保有割合を10%まで引き下げるのはあまりにもドラスティックであること、10%以上の株式保有をする会社の関係者による企業価値を高める可能性が否定されてしまうこと、独立性に関する要件を高めすぎると担い手がなくなることなどが理由とされる。その他、保有割合だけではなく、取引関係や寄付などについて十分な説明がなされていないケースや、保有割合に関わらず重要な契約⁴が存在するケースは積極的に説明すべきとの声があった。

該当期については、過去10年以内に関係者であった場合、独立性はないと扱った方がよいという意見があった。すなわち、過去10年以前に関係者であれば独立性を認めるべきという考え方である。

図表４ 大株主をめぐる独立性の議論



（出所）大和総研作成

もう1つの論点として、上記とは反対に上場会社が大株主である会社から独立役員を受け入れる場合の独立性についても議論が行われた。ここでは、図表４②にある上場会社Cの保有割

⁴ 例えば、役員候補者の指名に関する契約などが挙げられる。

合が 30%以上あるいは 40%以上という意見が出た。上場会社が大株主である会社（上場会社 D）では、その上場会社（上場会社 C）が経営者の選任に影響を有するため、上場会社が大株主である会社（上場会社 D）から派遣される人物は一般株主の利益を代表しない可能性があることが理由である。

今後の予定

メンバーから様々な意見が出ているが、次回の 2026 年 1 月の研究会で引き続き議論される予定である。議論がまとまり次第、上場規則の改正手続きに入るといふ。その他、2025 年 7 月に改訂された MBO（Management Buyout）や支配株主による完全子会社化に関する上場制度の見直し後のフォローアップが行われる予定である。これは上場会社が MBO や支配株主・その他の関係会社等による完全子会社化を行う場合などに、特別委員会からの意見入手および必要かつ十分な適時開示を義務付けたものである。メンバーからは見直し後の事案へのモニタリングをした上で、期待や要請と異なる場合には指導することも重要との指摘がなされている。10 月 7 日に開催された前回の研究会における「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」の議論に加え、本レポートの上場規則の整備など、2026 年は親子上場などに対するグループ経営や少数株主を意識した経営に関連した動きが出てきそうである。