

2026年3月4日 全6頁

少数株主保護に関する上場制度の改正

少数株主の賛否割合等の開示義務化と独立性基準の見直し

政策調査部

主任研究員

神尾 篤史

[要約]

- 「少数株主の賛否割合・反対票を踏まえた対応等の開示義務化」と「独立性基準の見直し」の上場制度の改正案が東京証券取引所から公表された。2026年春にも制度要綱を公表し、パブリックコメントを実施する予定である。
- 2025年7月に改正された「MBO・支配株主による完全子会社化に係る企業行動規範」は、現在フォローアップの段階にある。特別委員会の意見書や株式価値算定に関する開示内容は一定程度充実したものの、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定など、公正性担保措置の実施状況には大きな変化が見られない。
- 2023年12月に要請された「グループ経営等に関する開示の推進」は、2026年夏以降に今後のアプローチを検討するようである。特に、親子関係にある上場会社での開示が進展するように注力する。

今春にパブリックコメントを実施

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」（研究会）で、（1）「少数株主の賛否割合・反対票を踏まえた対応等の開示義務化」と「独立性基準の見直し」の上場制度の改正案の公表、（2）「MBO（Management Buyout）・支配株主による完全子会社化に係る企業行動規範の見直し」のフォローアップ、（3）「グループ経営等に関する開示の推進」の議論が1月下旬に行われた。本稿では（1）～（3）の概要とメンバーの意見を整理する¹。なお、（1）の上場制度の見直しは、2026年春に制度要綱を公表し、パブリックコメントを実施する予定である。2026年12月以後に終了する事業年度に係る定時株主総会から適用が予定されている。

¹ 本稿では、[第9回（2026年1月26日開催）研究会の資料と議事録](#)に基づき、内容をまとめる。

(1) 少数株主保護に関する上場制度の見直し

①少数株主の賛否割合・反対票を踏まえた対応等の開示の義務化

(東証案)

少数株主の反対票を踏まえ、少数株主との対話・その他必要な対応を求めることなどを目的として、株主総会での会社提案の取締役選任議案における少数株主の賛否割合・反対票を勘案した対応等の開示義務化（適時開示）を東証は検討している（図表1）。現在のコーポレートガバナンス・コード（CGコード）の補充原則1-1①でも、可決されたものの相当数の反対票がある会社議案は、反対の理由や反対票が多くなった原因の分析を行い、株主との対話などの対応の必要性について検討すべきとされている。CGコードは会社での検討にとどまるが、東証案は開示を義務化するものである。会社に少数株主の存在を意識付け、投資家との対話でのコミュニケーションにつなげようとしている。

図表 1 少数株主の賛否割合・反対票を踏まえた対応等の開示義務化案

対象議案	取締役選任議案(会社提案議案に限る)
対象会社	議決権保有比率が40%以上の大株主を有する上場会社 (保有比率の計算にあたっては、関係会社の保有分も合算)
開示内容	<p><株主総会后速やかに開示></p> <ul style="list-style-type: none"> ・少数株主の各取締役選任議案に対する賛否の割合 ・計算に際しての少数株主の範囲 (上記の大株主及びその関係会社は少数株主から要除外。その他任意に除外した株主についても記載) <p>【少数株主の50%超の反対票が投じられた議案があったと認める場合】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・取締役会による反対理由や原因の把握のための、株主との対話等の方針 <p><株主総会后6か月以内に開示></p> <p>【少数株主の50%超の反対票が投じられた議案があったと認める場合】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・株主からのフィードバック、追加的な対応の必要性及び取組方針等

(出所) 東京証券取引所「東証説明資料①(少数株主保護に関する上場制度の見直し)」(2026年1月26日)より大和総研作成

東証案では、議決権保有比率が40%以上の大株主を有する上場会社が対象で、関係会社の保有分も保有比率の計算に加えられる。この40%以上の割合は、取締役の過半数の支配等、支配力基準によって親会社になり得る比率であること、約8割の上場会社の議決権行使比率が80%未満であるため実質的に過半数を保有しているに等しい状態であることが理由である。

開示内容は、「株主総会后速やかに開示」と「株主総会后6か月以内に開示」で分かれる。「株主総会后速やかに開示」の内容は、少数株主の各取締役選任議案に対する賛否の割合と少数株主の範囲である。少数株主の範囲は対象会社の計算と同様に大株主と関係会社は除外され、

その他任意に除外した株主についても記載が求められる。また、少数株主の 50%超の反対票が投じられた議案には、取締役会による反対理由や原因の把握のための株主との対話等の方針の開示が求められる。「株主総会后 6 か月以内に開示」では、少数株主の 50%超の反対票が投じられた議案に限り、株主からのフィードバック、追加的な対応の必要性及び取組方針等の開示が求められる。

(メンバーの意見)

多くのメンバーは、東証案の基本的な内容に対して異論は示さなかったが、関係会社の保有分も議決権保有比率に含めて判定することには複数のメンバーが反対した。関係会社は必ずしも取締役選任議案に賛成するよう「グリップ」が効いているとは限らないという主張である。議決権保有比率が 40%以上の大株主を有する上場会社は 500 社ほどあるが、関係会社を対象に加えるとそれよりも対象範囲が拡大する。

一方で、少数株主の定義を具体化して、東証案をより明確にすべきとする意見も見られた。少数株主の範囲によって賛否割合が変わるため、例えば、東証が純投資目的以外の利害関係が存在しない株主を少数株主として定義付けることへの期待が見られた。この他、支配株主はいないが政策保有株が 4 割あって相当数の反対票があるケースなど、東証案に関連した新たな場面での対応についての問題提起もあった。

②独立性基準の見直し

(東証案)

独立社外取締役が一般株主保護の役割を果たすために、独立性が認められない類型を列挙した独立性基準の拡充が東証で検討されている²。東証案では、現在と最近に「上場会社の主要株主の業務執行者でないこと」と、これとは対照関係にある「上場会社が主要株主である先の業務執行者でないこと」が提案されている(図表 2、3)。また、主要株主に該当しない場合であっても、役員候補者の指名などに関する契約を有する株主の業務執行者は、独立役員要件を満たさない懸念がある旨を実務要領等で提示することになっている。

² 独立性基準の概要については[神尾篤史「独立社外取締役の『独立性』基準の見直し」\(大和総研レポート、2025年12月25日\)](#)を参照。

図表 2 独立性基準の見直し案

独立性基準 <small>(独立性が認められない類型)</small> の拡充	<ul style="list-style-type: none"> ● 現在・最近に、上場会社の主要株主の業務執行者でないこと ● 現在・最近に、上場会社が主要株主である先の業務執行者でないこと <ul style="list-style-type: none"> ✓ 「現時点」で主要株主（10%以上の議決権を保有する株主）に該当する場合に限る ※ 主要株主に該当しない場合でも、上場会社の役員候補者の指名等に関する契約を有する株主の業務執行者は、独立役員要件を満たさない懸念がある旨を実務要領等で提示
「要開示」の 類型の拡充	<ul style="list-style-type: none"> ● 現在・過去10年以内に、上場会社が政策保有している/されている先の業務執行者である又はあった場合には、該当状況の開示を求める <ul style="list-style-type: none"> ✓ 「現時点」で政策保有関係が存在する場合に限る
その他	<ul style="list-style-type: none"> ● 主要でない取引先の業務執行者に該当している場合等についても、取引関係の開示内容の具体化（売上高の●未満など独立性を判断しうる記載）を進める

(出所) 東京証券取引所「東証説明資料①（少数株主保護に関する上場制度の見直し）」（2026年1月26日）

独立性は認められるものの、状況の開示を求める類型も新たに指定された。現在・過去10年以内に、「上場会社が政策保有している/されている先の業務執行者である又はあった」場合に当該状況の開示を求めている。その他、すでに状況の開示が求められる「主要でない取引先の業務執行者」に該当する場合等についても、投資家が独立性を判断できるように、取引関係の規模感が分かるような開示内容の具体化を促進させる。

図表 3 見直し案を反映した独立性基準

	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	主要株主・ 上場会社が主要 株主となってい る先の業務執行 者	主要な取引先の 業務執行者、多 額の金銭を得て いるコンサルタ ント等	主要でない取引先、 政策保有している /されている先、 相互就任先、 寄付先の 業務執行者	要開示に追加 左記に 該当しない者
現在	×	×	独立性なし に追加		要開示 ⇒開示内容 の具体化を 推進	
過去 (最近)	×				要開示 ⇒開示内容 の具体化を 推進	
過去 (10年以内)	×	独立性なし			要開示 ⇒開示内容 の具体化を 推進	
過去 (10年以上)						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「東証説明資料①（少数株主保護に関する上場制度の見直し）」（2026年1月26日）

(メンバーの意見)

東証案に対して多くのメンバーは基本的な内容に異論を示さなかった。もっとも、独立性基準の厳格化によって、複数のメンバーから人材不足により独立役員の選任が難しくなる懸念が指摘された。また、政策保有株の保有にも経済的合理性が見られる場合もあり、一律に否定的に扱うべきではないとして、状況の開示に対して軽微基準を設ける提案がなされている。

一方で、政策保有されている先からの独立役員の独立性に疑問を呈する声もあった。取引関係の維持・強化が目的とされることが多い政策保有先からの社外役員は独立性がないと判断する方が妥当というものである。役員候補者の指名などに関する契約を有する株主からの社外役員についても、独立性がないとの意見が出されている。

(2) MBO・支配株主による完全子会社化に係る企業行動規範の見直しのフォローアップ

2025年7月に、「MBO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」が公表された³。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決定する場合等について、特別委員会から「一般株主にとって公正であること」に関する意見の取得の義務付けと、必要かつ十分な情報開示の観点から株式価値算定の前提条件の開示の拡充が行われた。見直し後の東証の調査では、特別委員会が全ての事案において意見の取得を行い、特別委員会の意見書や株式価値算定に関する開示内容は一定程度充実されたことが示された。もっとも、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定⁴や積極的なマーケットチェックの実施⁵などの公正性担保措置の状況には、変化がないとされた。

東証は、独立社外取締役に対して、公正性担保措置の実施に対する投資家の声の周知などを進めることを検討している。この状況に対して、制度改正後のフォローアップの段階であり、問題点を整理していくべきという声や、現時点で制度的な対策を講じる必要性の乏しさを指摘する意見がメンバーからあった。

(3) グループ経営等に関する開示の推進の議論

2023年12月に、グループ経営等に関する情報開示の充実の要請が親子関係と持分法適用関

³ 概要は神尾篤史「[グロース市場版「PBR改革」の要請](#)」（大和総研レポート、2025年3月4日）を参照。

⁴ 経済産業省の「公正なM&Aの在り方に関する指針」（2019年6月28日）では、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件とは、「M&Aの実施に際し、株主総会における賛否の議決権行使や公開買付けに応募するか否かにより、当該M&Aの是非に関する株主の意思表示が行われる場合に、一般株主、すなわち買取者と重要な利害関係を共通にしない株主が保有する株式の過半数の支持を得ることを当該M&Aの成立の前提条件とし、当該前提条件をあらかじめ公表すること」（39頁、脚注71, 72, 73は筆者削除）とされている。

⁵ 脚注4と同じ資料では、マーケットチェックとは「M&Aにおいて他の潜在的な買取者による対抗的な買取提案が行われる機会を確保すること」（35頁、略称の説明は筆者削除）とされ、積極的なマーケットチェックとは「特定の買取者との間でM&Aを実施することについて合意・公表を行う前に入札手続（オークション）や複数の潜在的な候補者への個別の打診を行う方法」（35頁）などを指す。

係にある上場会社に行われた。以前に行われた東証による上場会社の開示状況調査によれば、一定程度行われているが投資家の期待とはギャップがあるとされている⁶。

東証は2026年夏以降に今後のアプローチを検討するようである。親子関係にある上場会社での開示が進展するように、グループ経営や少数株主保護に関して重要と考えられるポイントをコーポレート・ガバナンス報告書の開示すべき項目として具体的に明示する方向性を打ち出している。支配的な関係にある上場会社（持分法適用会社等）については、会社との関係性を投資家が判断できるような開示から促進していくように段階的なアプローチが想定されている。

グループ経営等に関する開示に対して課題を感じているメンバーはいるものの、促進策に対する明確な意見は少なかった。そのような中で、持分法適用会社を例に挙げてその形態をとる意図や目的に対する説明が十分でないとし、投資家へのヒアリング等を通じて切り口を整理する必要性への指摘があった。

おわりに

国内外を問わず機関投資家のグループ経営や少数株主を意識した経営への期待は大きい。独立した上場会社としての企業価値向上を上場子会社に求めること、少数株主保護のためのガバナンス体制等の実効性の検証、経営を監督する独立社外取締役の実効性向上など、多くの論点がある。こうした投資家の声が届いていない会社の株価は本来の価値よりもディスカウントされがちである。東証のデータによれば、プライム市場、スタンダード市場、グロース市場の3市場合計で、親会社がいるのは286社、親会社を除く支配株主がいるのは295社、その他の関係会社等があるのは619社におよぶ（「スタンダード市場における今後の対応」（2026年2月18日）。日本市場の評価を上げるために、東証の対応は続く可能性が高い。対象となる会社は議論を注視する必要がある。

⁶ 調査の概要は[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。