2026 年 11 月 6 日　全 6 頁

持分法適用関係にある上場会社への制度的対応

様々な類型が想定される状況で対応方法を検討

政策調査部　主席研究員　神尾 篤史

[要約]

- 上場会社を親会社とする上場子会社は 183 社に減少する一方、20%以上 50%未満の大株主（親会社・個人株主を除く）を有する上場会社は 1,001 社に増加した。東証によると、上場関連会社は 606 社で、３月期決算 402 社の 86%が資本上位会社との取引関係または取締役兼務を有する。これらの会社の中には、資本上位・下位会社間のコミュニケーション、経営戦略の開示と機密情報管理との両立などに悩む会社もある。

- 東証は、グループ経営に関する検討・開示を支援するため、投資家の注目点や評価する開示事例を整理・公表し、資本上位会社の検討を後押しする方針を示した。「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）」では賛同する声が多い一方、会社と投資家の認識差や論点の整理、資本関係の解消への圧力とならない配慮を求める意見もあった。

- また、上場関連会社の一般株主保護に向け、開示制度や一定の手続規制を設けるか検討する方針も示された。研究会では開示拡充への賛同がある一方、手続規制には慎重な意見もあった。保有比率に加え、取引・人的関係や契約内容などを踏まえた実態把握と類型化、開示の重複整理が重要とされた。

従属上場会社の研究会での議論が再開

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）」の第 10 回会合が、2026 年 10 月２日に開催された。これまで同研究会では、主に親子関係にある会社を対象として、グループ経営の在り方や少数株主保護について検討してきた。今回からは持分法適用関係にも焦点を広げ、持分法適用関係にある会社の現状を踏まえ、グループ経営の検討の推進に係る今後の取組み方針、また持分法適用関係にある上場会社の一般株主の保護について検討が行われた。

株式会社大和総研 丸の内オフィス　〒100-6756 東京都千代田区丸の内一丁目９番１号 グラントウキョウ ノースタワー
このレポートは投資勧誘を意図して提供するものではありません。このレポートの掲載情報は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、記載された意見や予測等は作成時点のものであり今後予告なく変更されることがあります。㈱大和総研と大和証券㈱は、㈱大和証券グループ本社を親会社とする大和証券グループの会社です。内容に関する一切の権利は㈱大和総研にあります。無断での複製・転載・転送等はご遠慮ください。

持分法適用関係にある上場会社の現状

（親子上場が減る一方、20～50%未満保有の会社は増加）

東証によれば、上場会社を親会社とする上場子会社は、グループ再編や完全子会社化の増加などを背景に、2026 年 7 月時点で 183 社まで減少している。一方で、20%以上 50%未満の大株主（親会社・個人株主を除く）を有する上場会社は緩やかに増加し、2026 年 7 月時点で 1,001 社となった。この 1,001 社には、創業家の資産管理会社などが 20%以上を保有していても、「自社の方針決定に重要な影響を与えない」とされる会社も含まれる。一方、「その他の関係会社」を有すると開示する上場関連会社は 606 社である。３月期決算の上場関連会社 402 社を見ると、64%の会社では、資本上位会社である「その他の関係会社」も東証に上場しており、その多くはプライム市場上場会社であった。

上場関連会社と資本上位会社の関係は、単なる株式保有にとどまらない。402 社のうち 68%が重要な取引関係を開示している（図表１）。また、56%が資本上位会社から派遣された者による取締役兼務を開示している。両者のいずれかを有する会社は 86%に達する。保有比率が低いから影響力も小さいとは限らない。15%以上 20%未満の区分でも、取引関係または人的関係を持つ会社は 98%であった。さらに、資本上位会社との間で一定の契約を結ぶ例もある。具体的には、役員候補者・経営陣幹部の指名、重要事項の事前承諾・事前協議、持株比率の維持などを定める契約である。形式的な持株比率のみでは、資本上位会社が経営に及ぼす実質的な影響を把握できない可能性がある。

図表 1 上場関連会社と資本上位会社（その他の関係会社）の関係

取引関係あり		**68%**	取引関係なし	**32%**
保有比率別	40%～50%	57%	40%～50%	43%
	30%～40%	69%	30%～40%	31%
	20%～30%	68%	20%～30%	32%
	15%～20%	80%	15%～20%	20%
人的関係あり		**56%**	人的関係なし	**44%**
保有比率別	40%～50%	62%	40%～50%	38%
	30%～40%	64%	30%～40%	50%
	20%～30%	43%	20%～30%	57%
	15%～20%	80%	15%～20%	20%

（注）支配株主等に関する事項（2026 年３月末時点）の開示を行っている３月期の上場関連会社（402 社）について、各社の開示内容を集計。
（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に関する研究会（第２期）第 10 回 資料 1「東証説明資料①（持分法適用関係にある企業の現状と今後の取組みについて）」（2026 年 10 月２日）より大和総研作成

（親子関係・持分法適用関係にある上場会社へのアンケート）

東証は 2023 年 12 月、グループ経営等の在り方に関する検討・開示の要請を行った。それから約３年が経過したことを踏まえ、東証はアンケートを実施した。回答したのは、親子関係にある上場会社 111 社と、持分法適用関係にある上場会社 208 社である。いずれも「現在の形態が最適と整理し、投資家に説明している」とする回答が最も多かった（図表２）。一方、持分法適用関係では、現在の資本構成が最適か改めて検討する必要があるとする会社も比較的多かった。問題意識はあるものの、具体的な検討に至っていない会社も少なくなかった。

検討を妨げる主な課題は３つある。資本上位・下位会社間のコミュニケーション、経営戦略の開示と機密情報管理との両立、検討・開示を担う人材やリソースの不足である。上位会社は、関連会社の独立性に配慮するため議論を進めにくい。下位会社からは、上位会社の検討状況が見えず、そもそも議論の場がないとの声も出ている。

図表 2 親子関係・持分法適用関係にある上場会社の検討・開示状況

検討・開示状況	現在の形態が最適であると整理したうえで、投資家にも開示している	現在の形態が最適であるかどうか改めて検討が必要と認識している	現在の形態が最適であるかどうか検討する予定がない	検討の結果、現在の形態を見直す方針を開示している	その他
親会社	77%（27社）	17%（6社）	6%（2社）	0%	0%
子会社	68%（52社）	18%（14社）	5%（4社）	0%	8%（6社）
その他の関係会社（資本上位）	55%（31社）	**32%（18社）**	4%（2社）	2%（1社）	7%（8社）
関連会社（資本下位）	64%（98社）	**20%（31社）**	10%（15社）	0%	5%（8社）
再検討が必要とした企業の具体的な検討状況	親会社（その他の関係会社）・子会社（関連会社）間で検討を行っている	親会社（その他の関係会社）において検討を行っている	子会社（関連会社）において検討を行っている	問題意識はあるが、具体的な検討には至っていない	
親会社	17%（1社）	67%（4社）	0%	17%（1社）	
子会社	36%（5社）	7%（1社）	21%（3社）	36%（5社）	
その他の関係会社（資本上位）	28%（5社）	44%（8社）	0%	**28%（5社）**	
関連会社（資本下位）	29%（9社）	16%（5社）	6%（2社）	**48%（15社）**	

（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に関する研究会（第２期）第 10 回 資料 1「東証説明資料①（持分法適用関係にある企業の現状と今後の取組みについて）」（2026 年 10 月２日）より大和総研作成

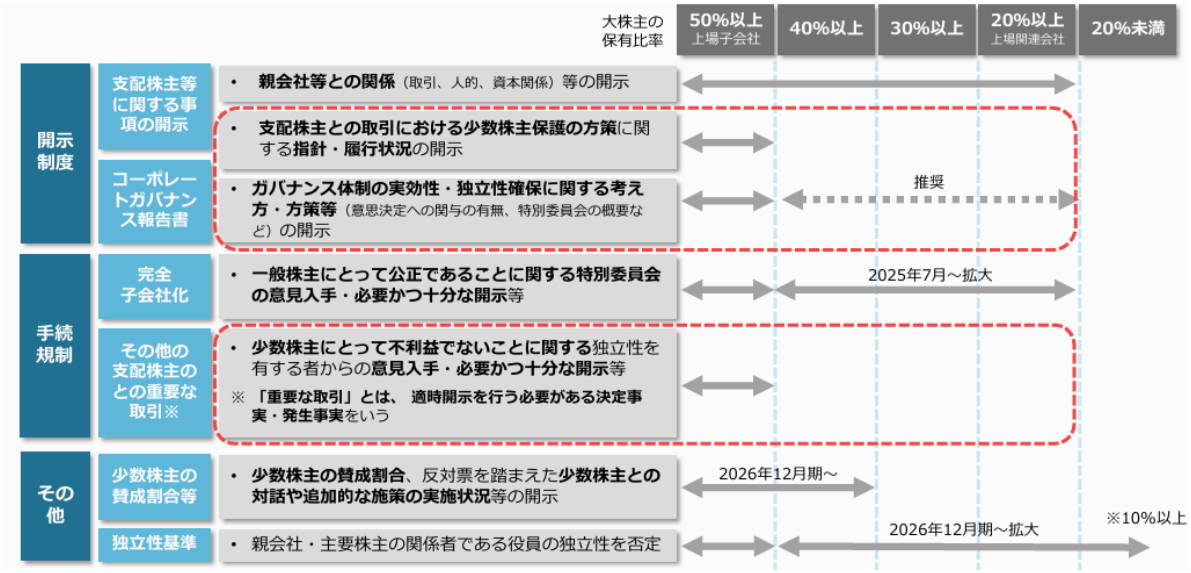
東証の検討の方向性と議論

（東証の検討の方向性）

この状況に対して、東証は２つの方向性を示した。第１は、グループ経営に関する検討・開示の支援である。東証は機関投資家へのヒアリングを行い、投資家が注目するポイントや評価する事例を整理し、公表する考えを示した。特に、資本上位会社が議論を主導することを考えている。ただし、東証は持分法適用関係そのものを否定する考えはなく、一律の解消・見直しを求めるものではないことを明確にしている。

第２は、一般株主保護に関する上場制度の検討である。現在の開示制度や重要取引に関する手続規制は、主として親会社など支配株主を有する会社を対象としており、上場関連会社への適用は限定的である（図表３）。このため、上場関連会社にも開示制度や一定の手続規制を設けるかが論点となる。創業家等が大株主として存在するオーナー会社（持分法適用関係には非該当）についても、必要に応じて、同様の枠組みを設けることが検討される。

図表 3 少数株主保護に関する上場制度



（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に関する研究会（第２期）第 10 回 資料 1「東証説明資料①（持分法適用関係にある企業の現状と今後の取組みについて）」（2026 年 10 月２日）

（研究会メンバーの議論）

第１のグループ経営に関する検討・開示の支援については賛同したメンバーが多かった。もっとも、アンケートの回答が多くない状況から、検討・開示の必要性を認識していない会社もあるのではないかとして、なぜ資本関係の検討・開示が必要なのかを会社に発信すべきとの声があった。支援対象を、検討・開示を希望する会社だけに限定するのでは不十分だとされ、あ

わせて、取引関係や人的関係を有する会社の割合は多く、少なくとも取引関係や人的関係の状況は一般株主に開示すべきだとの意見も出た。

投資家へのヒアリングについてはその前に会社と投資家の認識のずれを明らかにし、論点を整理しておくべきだとの意見があった。整理すべき論点としては、保有の目的・意義、保有比率とその根拠（経営支配の度合い、グループ内部統制など）、保有比率に応じた保有側のリスク、保有される側のガバナンスへの影響などが挙げられた。

他方で、開示の要請が資本関係の解消への圧力にならないよう注意を求める意見が出た。また、売却方針のように上場株式の保有について事前に説明できない情報があることから、開示とフェアディスクロージャーとのバランスを求める意見もあった。このほか、開示の内容がコーポレートガバナンス・コードの事業ポートフォリオに関する議論と重なるとして、コーポレート・ガバナンス報告書や有価証券報告書など開示媒体の重複を整理するよう求める意見もあった。

第２の一般株主保護に関する上場制度の検討については賛同する声が複数あったが、制度設計の進め方については、まず実態を把握し、関係のグラデーションを整理すべきだとの意見が多かった。これは、持分法適用関係にある上場会社には性質の異なる様々な類型が含まれており、例えば、株式保有比率が親子関係よりも低くても、契約関係などから見ると親子関係に近い会社も存在し得るというものである。その観点から、保有比率、取引関係、人的関係に加え、契約の内容や派遣役員の役職・機能もみるべきだとされた。こうした類型を抽出したうえで、親子会社向けのルールをどこまで適用・準用するかを議論すべきだとの考え方が示された。

開示の拡充については賛同が複数あった。投資家にとって最も重要なのは、会社の重要な意思決定の鍵を握る人物が誰であるか、また、その人物が一般株主全体をみているのか、特定の大株主をみているのか、との指摘があった。こうした点が不透明だと、投資家はディスカウントして評価するという。

しかし、手続規制については慎重な意見もあった。大株主との日常的な取引について、独立した者から一度意見を聴取すれば足りるのか、継続的なモニタリングまで求めるのかがはっきりしないという指摘である。また、保有比率が高いほど取引関係がない傾向も見られることから、上位会社によって一般株主が不利益を受けているという見方を、親子関係と同じ程度に強調する必要があるかは慎重に考えるべきだとの意見もあった。一方で、海外ではより低い保有比率の株主との取引にも独立性の観点からの審査を求めていることから、検討の余地はあるとされた。

おわりに

今回の議論は、従属上場会社をめぐる政策の対象が広がる可能性を示している。対象は親子上場にとどまらず、持分法適用関係、さらには 20%以上の大株主を有する会社全般に及ぶ可能

性がある。ただし、焦点は資本関係の解消を一律に促すことではない。企業価値向上の観点から、資本関係の合理性を説明できるかが問われる。具体的には、なぜその相手と資本関係を持つのか、なぜその保有比率なのか、資本関係を通じてどのような価値を生んでいるのかである。同時に、一般株主との利益相反をどう管理しているのかも説明が求められる。

今後の制度設計では、形式基準と実態をどう組み合わせるかが重要になる。持株比率という形式基準に加え、取引関係、役員派遣、重要契約、実質的な意思決定への影響といった実態を考慮する必要がある。まずは実態を把握・類型化し、会社と投資家の認識差を整理することになりそうである。そのうえで、開示の充実を進めるとともに、手続規制については、各類型の実態や利益相反リスクに応じて適用範囲を検討することになるのではないか。あわせて、有価証券報告書、コーポレート・ガバナンス報告書などに分散する開示の重複を減らす必要もある。会社の負担を抑えながら、投資家に必要な情報が届く仕組みとすることが重要である。

上場会社には、制度化を待たずに対応を進める姿勢が求められよう。資本上位・下位会社の双方で、保有意義、協業効果、資源配分、ガバナンス、一般株主保護を定期的に検証し、説明を更新していくことが重要である。合理性のある資本関係であれば、その具体的な価値を示すことが市場の理解につながる。一方、過去の経緯だけで続いている関係で、合理性の説明が難しい場合には、見直しも選択肢となる。今回の研究会での議論は、会社にこうした検討を促す次の段階に入ったといえるのではなかろうか。