

親子上場等に関する 情報開示について

東京証券取引所 上場部企画グループ 調査役

横山 晃大



1. はじめに

株式会社東京証券取引所（以下「東証」という）では、上場子会社においては、親会社が自己の利益のためにその影響力を行使し、少数株主の利益を損なうおそれ（構造的な利益相反リスク）が存在することを踏まえ、かねてより少数株主保護に関する上場制度の整

備等を段階的に進めてきた。

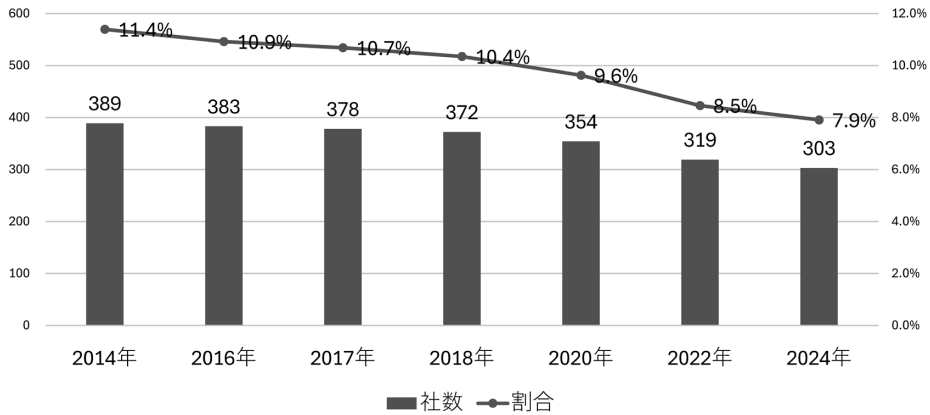
資本市場がその機能を十分に発揮するためには、市場の公正性に対する信頼を醸成し、少数株主を含む投資者が安心して参加できる環境の整備が不可欠であり、とりわけ親子関係にある企業については、少数株主が適切に保護されることが極めて重要である。それに加え、近年は、株主や投資者を意識した経営がより強く求められ、上場会社における事業ポートフォリオの見直し等の取組みが進む中、投資家からは、親子上場等の形態を取ることが中長期的な企業価値向上の観点から最適かどうかというグループ経営の観点からの検討も求められている。

こうした状況を踏まえ、東証では、親子関係や支配的な関係にある上場会社を対象に、グループ経営や少数株主保護に関する取組み・開示の充実を求めてきた。2025年2月には、上場会社の取組み・開示の参考となるよう、「親子上場等に関する投資者の目線」を

〈目次〉

1. はじめに
2. 親子関係や支配的な関係にある上場会社の動向
3. 親子関係や支配的な関係にある上場会社における情報開示
4. 「親子上場等に関する投資者の目線」について
5. 今後の取組み
6. おわりに

(図表1) 上場子会社の数・割合の推移



※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親会社（上場・非上場）を有する上場会社の数・割合を集計

公表している。

本稿では、子会社上場等に関する最近の状況や、公表した「親子上場等に関する投資者の目線」の概要についてご紹介する。

■ 2. 親子関係や支配的な関係にある上場会社の動向

近年の上場子会社の数は、事業ポートフォリオの見直し等の動き等により、減少傾向にある。図表1のとおり、2024年7月時点で、東証に上場する上場子会社の数は約300社（全上場会社の7.9%）程度となっている。

一方で、親子関係には該当しないものの、一定程度の割合の議決権を保有することなどにより支配的な関係にある上場会社は増加している。図表2のとおり、足もとでは、20%以上50%未満の株式を保有する大株主が存在する上場会社の数は約1,000社（全上場会社

の25.8%）と高水準にある。その多くが、上場後において資本関係が構築された例であるが、国内外の多くの投資者からは、こうした上場会社においても、親子関係にある場合に準じてグループ経営が行われていたり相応の影響力を有している場合があるとして、関心が寄せられている。

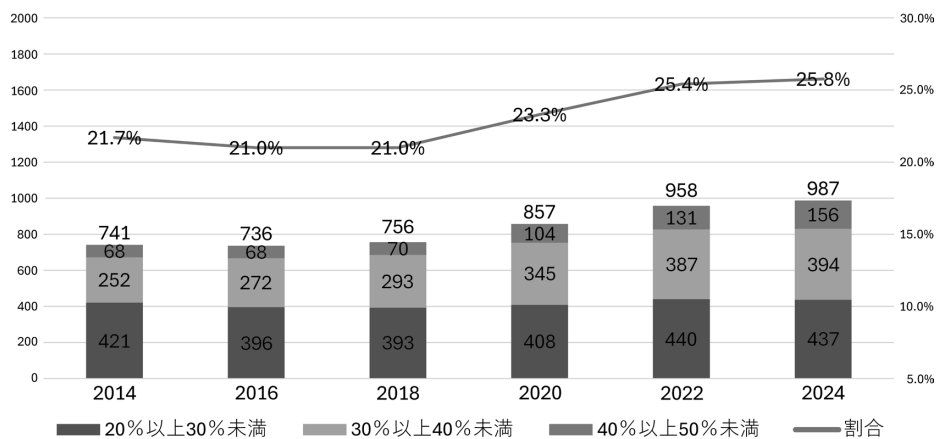
■ 3. 親子関係や支配的な関係にある上場会社における情報開示

(1) 親子関係にある上場会社

親子関係にある上場会社は、コーポレート・ガバナンス報告書（以下「CG報告書」という）において、グループ経営及び少数株主保護についての開示が求められている。

東証が2020年に設置した「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

(図表 2) 20%以上50%未満保有の大株主を有する上場会社の数・割合の推移



※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20%以上50%未満の大株主（親会社・個人を除く）を有する上場会社の数・割合を集計

会」(以下「従属研」という)では、親会社が子会社の意思決定に与える影響や、利益相反の状況及びその監督・コントロールなどの開示が不透明であることが、上場子会社などへの長期投資の妨げになっていると投資家から指摘されており、2023年12月には、投資者の投資判断に際して十分な予測可能性を確保する観点から、グループ経営や少数株主保護の開示についての記載上のポイントを整理・公表している(注1)。

親会社である上場会社には、どのようにグループの全体最適を図っているのかという観点から、グループ経営に関する考え方・方針や上場子会社を有する意義の開示充実を求め、少数株主保護の観点からは、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にかかる開示の充実を求めている。

一方、子会社である上場会社には、グルー

プ内での事業機会や事業分野の調整・配分等の場面で利益相反リスクが生じ得る点を踏まえ、親会社におけるグループ経営に関する考え方・方針の開示の充実、少数株主保護の観点から必要とされる親会社からの独立性確保に関する考え方や施策等の開示の充実も求めている。

2024年10月の従属研では、初年度のフォローアップを行ったが、全体としては、開示の社数・内容ともに、改善の余地がある結果となった。

親会社である上場会社に関しては、取引先の拡大や人材確保などの子会社を上場しておくことのメリットを列挙するに留まる開示が多く、グループの中長期的な企業価値向上を実現していく観点から、子会社上場の形態を取ることが最適かどうかについて、完全子会社などの他の保有形態等とも比較しつつ、踏

み込んで検討・説明を行っている事例は、非常に限定的であった。

また、子会社である上場会社に関しては、特別委員会の概要など少数株主保護の観点での開示は一定程度進んだ一方、親会社の事業ポートフォリオ戦略における自社の位置づけ等、グループ経営の中で子会社自身の中長期的な企業価値をどのように高めていくかについて、主体的に検討・開示する事例は限定的であった。

（２）支配的な関係にある上場会社

支配的な関係にある上場会社については、現状、CG報告書においてグループ経営や少数株主保護についての開示は必須のものとしては求められていない。一方で前述のとおり、国内外の機関投資家からはこれらの上場会社に対してもグループ経営や一般株主保護についての関心や開示の充実を求める声が強くと寄せられている。

こうした状況も踏まえ、東証では、2023年12月に、持分法適用関係にある上場会社を対象として、グループ経営や少数株主保護に関して開示が望まれる項目、記載上のポイントを整理し、新たにCG報告書での開示を勧奨することとした。自社の置かれた状況に応じて開示すべき内容を整理しており、例えば、上場会社が、保有する上場関連会社をグループ経営の対象としている場合には、親子関係に準じ、グループ経営に関する考え方及び方針や上場関連会社を有する意義を開示するこ

とが期待されている。

2024年10月の従属研で行った開示状況のフォローアップでは、上場関連会社を有する上場会社のうち開示を行った会社が約60社、その他の関係会社を有する上場会社のうち開示を行った会社が約140社と、開示自体が依然として進んでいない状況が明らかとなった。

■ 4. 「親子上場等に関する投資者の目線」について

こうした中、現状のグループ経営や少数株主保護に関する取組み・開示について、依然として投資者の目線を踏まえた検討が行われておらず、投資者が期待する開示内容とギャップが生じているといった指摘が国内外の機関投資家から多く寄せられている。

東証では、このような状況も踏まえ、今後の上場会社における取組みの参考としていただけよう、2025年2月に「親子上場等に関する投資者の目線」を公表した^(注2)。

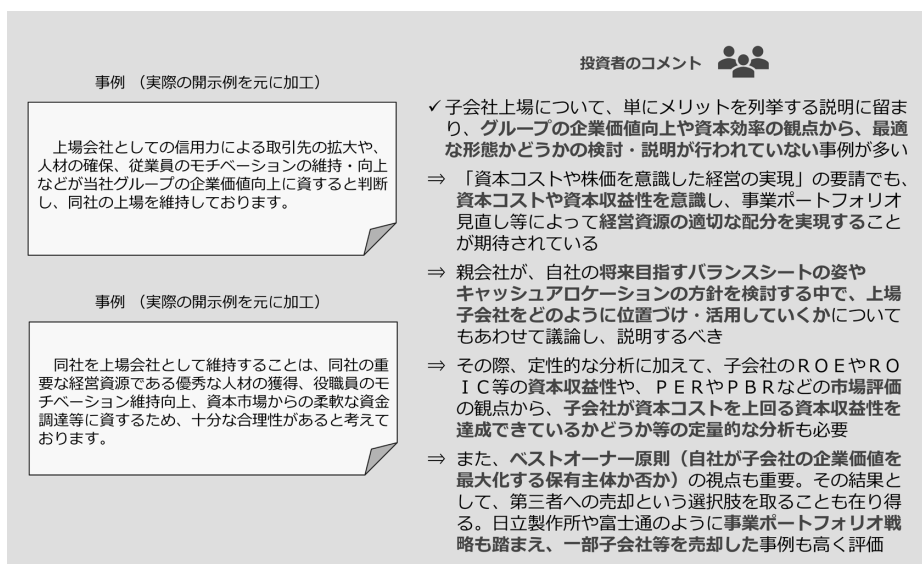
本稿では、当該資料でとりまとめた投資者の基本的な目線と、投資者の目線と上場会社の取組みの間にギャップが生じやすい事例を、グループ経営及び少数株主保護のそれぞれの観点からいくつか抜粋して紹介する。

（１）親子関係にある上場会社に対する投資者の目線

a. 基本的な目線

子会社上場は、取引所として認める一つの

(図表3) 親会社側のギャップ事例：子会社上場についてメリットを並べるだけの説明になっている



上場形態である。また、国内外の投資者との面談においても、社内ベンチャーの上場など過渡的な形態での活用の意義があるといった意見や、子会社上場の形態を取ることが、中長期的な企業価値向上の観点から最適な選択肢ということが十分に検討・説明されるのであればそれでよいという意見が聞かれた。

一方で、大部分の企業において、そうした形態を取ることが最適かどうかについて、企業価値向上の観点から、十分な検討・説明がなされていないという指摘も多い。

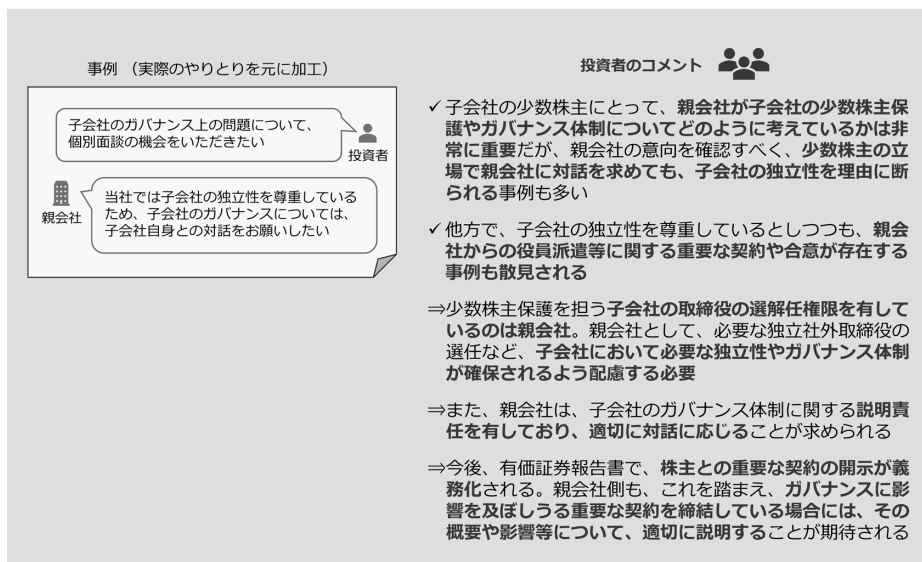
今後は、親会社・子会社の双方が、こうした投資者の目線も踏まえ、グループ経営における子会社上場の意義について、取締役会で主体的に検討し、投資者に丁寧に説明していく必要性がより増していくだろう。

また、少数株主保護の観点についても、投資者からは、依然として少数株主保護に懸念のある事例が散見されるとの指摘がある。必要とされる子会社のガバナンス体制が適切に確保されているか、また、親会社としてもそれに配慮しているかどうかについて、少数株主保護の面でも丁寧な説明・開示が求められている。

b. ギャップ事例①：【親会社側】子会社上場についてメリットを並べるだけの説明になっている

図表3は、親会社側のグループ経営の観点におけるギャップ事例である。「子会社上場についてメリットを並べるだけの説明になっている」ということで、国内外の投資者か

(図表 4) 親会社側のギャップ事例：「子会社の独立性」を理由に子会社のガバナンス体制の実効性確保に関与しない



ら、とりわけ指摘が多い項目の一つである。

左側に匿名化した架空の事例を掲載しているが、こちらでは、子会社上場の意義として、取引先の拡大や従業員のモチベーションの向上といったメリットが列挙されている。

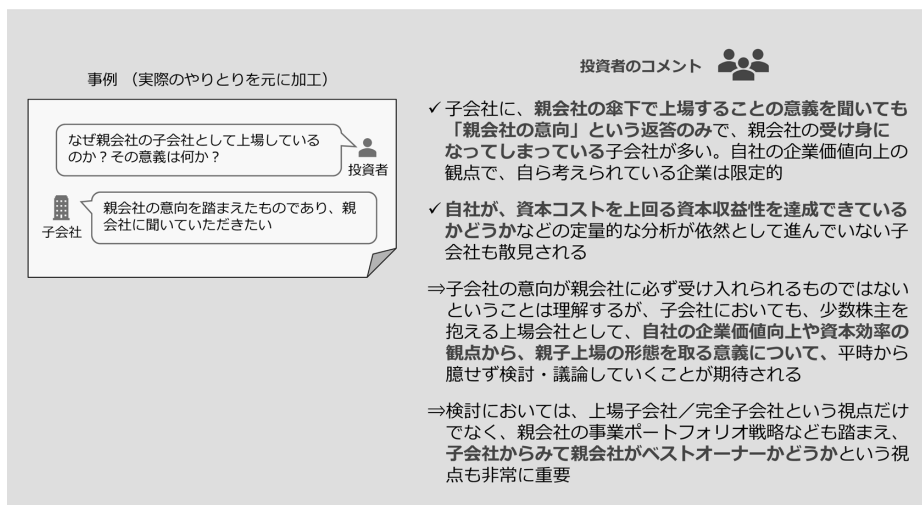
一方、投資者からは、グループの企業価値向上や資本効率の観点から、最適な形態かどうか、また、資本コストや資本収益性を意識し、事業ポートフォリオの見直し等の経営資源の適切な配分を実現する中で、上場子会社をどのように位置づけ、活用していくのか、あるいは、ベストオーナー原則を踏まえ、第三者への売却という選択肢も取り得るのかということを併せて議論していくことが期待されている。

c. ギャップ事例②：【親会社側】「子会社の独立性」を理由に子会社のガバナンス体制の実効性確保に関与しない

図表 4 は、親会社側の少数株主保護の観点におけるギャップ事例である。こちらでは、少数株主保護の観点から、子会社のガバナンス上の問題について親会社と対話しようとしたところ、「子会社の独立性」を理由に、対話を拒否されたというやり取りを紹介している。

一方で、子会社の少数株主にとっては、親会社子が子会社の少数株主保護やガバナンス体制についてどのように考えているかが非常に重要であり、実際に少数株主保護を担う子会社の取締役の選解任権限を有しているのも親会社である。投資者からは、単に独立性を理

(図表5) 子会社側のギャップ事例：親会社の受け身で、自社として現在の形態が最適かどうかの検討がなされていない



由に子会社のガバナンスに関与しないのではなく、親会社として、子会社において必要な独立社外取締役の選任など、必要な独立性やガバナンス体制が確保されるよう配慮することが期待されている。

d. ギャップ事例③：【子会社側】親会社の受け身で、自社として現在の形態が最適かどうかの検討がなされていない

図表5は、子会社側のグループ経営の観点におけるギャップ事例である。こちらでは、投資者が、子会社との対話の中で、親会社の傘下で上場していることの意義を尋ねても、子会社からは、親会社の意向を踏まえたものであり、親会社に聞いてほしいという返答が返ってきたというやり取りを紹介している。投資者からは、子会社上場について、少数

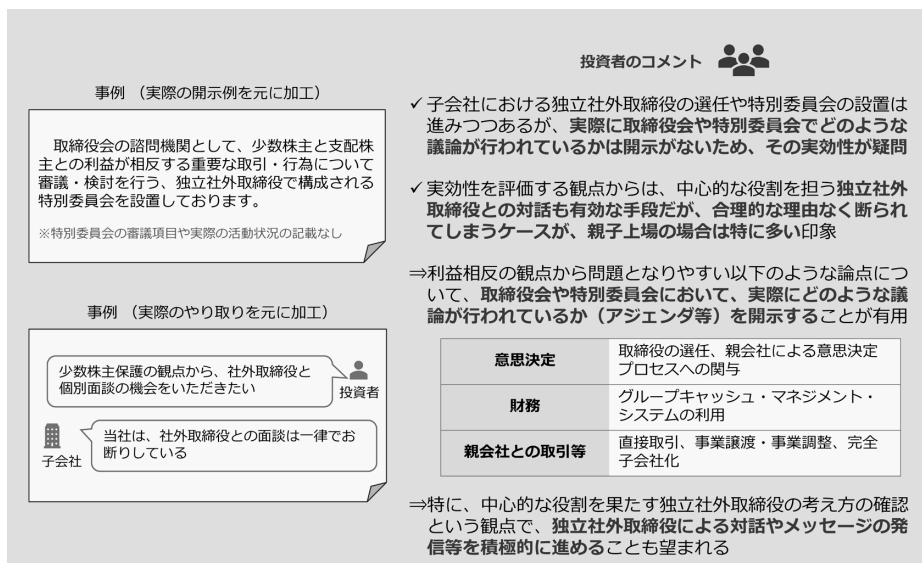
株主を抱えてまで上場する点であくまでもイレギュラーな形態として相応の説明責任が生じるが、子会社と対話をして、親会社の方ばかり向いていて、真摯に市場と向き合う姿勢が感じられない事例も多いとの厳しい意見も寄せられている。

もちろんグループ経営として、親会社の意向が相当程度影響するという事は事実であろうが、投資者からは、子会社においても、上場会社として、自社の企業価値向上の観点から、親子上場等の形態を取ることの意義について、臆せず検討し、親会社とも議論していくことが期待されている。

e. ギャップ事例④：【子会社側】ガバナンス体制の実効性が確認できない

図表6は、子会社側の少数株主保護の観点

(図表6) 子会社側のギャップ事例：ガバナンス体制の実効性が確認できない



におけるギャップ事例である。少数株主と支配株主との利益相反リスクへの対処として特別委員会を設置しているが、その審議項目や実際の活動状況は記載されていないケースを紹介している。投資者からは、実際に取締役会や特別委員会でのどのような議論が行われているかが開示されなければ、ガバナンス体制の実効性を確認できないことや、利益相反の観点で問題となりやすい論点について、アジェンダ等を開示することが有用であることも指摘されている。

また、社外取締役に面談を求めても、一律に断られてしまうケースも紹介している。ガバナンス体制の実効性を評価する観点から独立社外取締役に対話を求めても、合理的な理由なく断られてしまうことが、親子上場の場合には特に多いようである。少数株主保護に

ついて中心的な役割を果たす独立社外取締役の考え方を確認できるよう、独立社外取締役による対話やメッセージの発信等を積極的に進めることも期待されている。

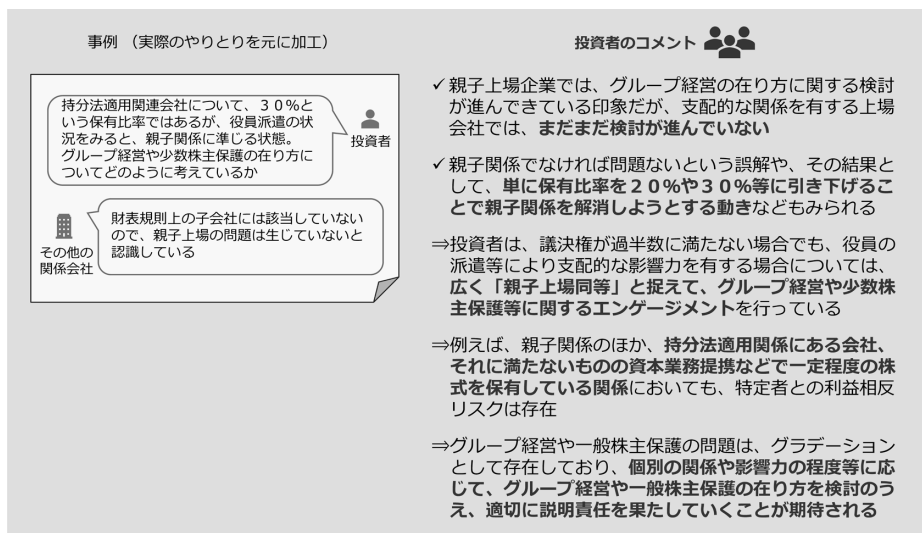
(2) 支配的な株主である会社・支配的な株主を有する会社に対する投資者の目線

a. 基本的な目線

近年、親子関係には該当しないものの、一定程度の割合の議決権を保有することなどにより支配的な関係にある上場会社が大きく増加する中、投資者からは、こうした会社に対しても、グループ経営や少数株主保護の在り方に関して、子会社上場と同様の問題意識が寄せられている。

例えば、グループ経営の観点からは、資本

(図表7) 親子関係でなければ、特段の対応は求められていないと認識している



上位会社からすれば、支配権がないにも関わらず、一般株主保護の責任が生じるため、グループの企業価値向上の観点からは、より中途半端な状態との見方もある。こうした形態を取ることが中長期的な企業価値向上の観点から最適かどうかについて、親子関係にある場合と同様に、検討及び丁寧な説明が期待されている。

また、少数株主保護の面からは、親子関係に該当しない場合でも、経営陣の派遣等を通じて相応の影響力を有する事例も多いとの指摘があるところであり、一般株主保護を図るために必要なガバナンス体制や独立性について検討し、適切に説明・開示することが求められている。

b. ギャップ事例：親子関係でなければ、特段の対応は求められていないと認識している

図表7では、持分法適用会社に関するグループ経営の方針や少数株主保護の在り方についての対話を行ったところ、形式的には子会社に該当していないので親子上場のような問題は生じていないと言い切られてしまったというやり取りを紹介している。

実際に、市場関係者からは、親子関係にある企業においては、グループ経営等の在り方の検討が進みつつある一方で、支配的な関係にある上場会社では、依然として検討が進んでいないという声は多い。

一方で、投資者は、こうした企業についても広く「親子上場同等」と捉えてエンゲージメントを行っている。もちろん、企業によっ

てその関係や影響力の程度にはグラデーションがあると考えられることから、個々の実態に応じて、グループ経営や一般株主保護の在り方を検討のうえ、適切に説明責任を果たしていくことが期待される。

■ 5. 今後の取組み

東証では、公表した「親子上場等に関する投資者の目線」も踏まえ、親子関係や支配的な関係にある上場会社のグループ経営や少数株主保護に関する取組み・開示の状況について、引き続きフォローアップしていく想定である。

具体的には、本年6月の株主総会後に提出されるCG報告書をベースに、本年秋ごろにあらためて開示状況を確認したうえで、上場会社における自発的な取組みや投資者との対話の支えとなるよう追加的な施策を検討・実施していきたい。

また、子会社の独立社外取締役の独立性確保など、少数株主保護の観点から必要とされる上場制度の整備についても引き続き検討していくことを想定している。

■ 6. おわりに

東証は、今回紹介した親子上場等に関する施策も含め、資本市場がその機能を十分に発揮できるよう、少数株主を含む投資家が安心して参加できる環境を整備し、今後も上場制

度の適切な運用と必要な改善に努めていく所存である。引き続き、関係者の皆様にもご理解とご協力をお願い申し上げたい。

(注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

<https://www.jpex.co.jp/equities/improvements/study-group/nlsgeu000004acah-att/bkk2ed0000004uux.pdf>

(注2) 「親子上場等に関する投資者の目線」の公表について<https://www.jpex.co.jp/news/1020/20250204-01.html>

