

親子上場の状況（2022年度末）

－16年間で半減、今後は公開買付制度見直し議論にも注目－

西山 賢吾

■ 要 約 ■

1. 野村資本市場研究所が調査した2022年度末（2023年3月末）時点での日本の親子上場企業数は209社となり、16年連続で前年度末比で純減となるとともに、親子上場企業数が最も多かった2006年度末に比べ半減した。
2. 2021年度末は東京証券取引所による市場再編への対応などもあり29社の純減となったが、2022年度末はその影響がほぼなくなったため、純減数は10社となった。その中で、グループ企業戦略の見直しによる親会社の上場子会社売却に伴う親子上場の解消は前年度末並みであり、完全子会社化と並び親子上場解消の手法として定着した感がある。
3. 親子上場企業数がピークであった2006年度末は、電気機器と小売業がともに40社と情報通信業（60社）に次いで2番目に上場子会社の多いセクターであった。しかし、2022年度末では、電気機器は8社まで減少した一方、小売業は32社であり、両業種における（上場）子会社戦略の違いが明確に現れた形となっている。
4. 企業グループ全体としての競争力強化の必要性は今後も高い状況が続くと見られるため、親子上場の見直しは継続が見込まれる。さらに、現在議論されている公開買付制度の見直し議論の中で、全部買付の義務化など欧州型の規制への転換が打ち出された場合には企業の（上場）子会社戦略にも影響を与えることが想定されるため、議論の動向に注視したい。

野村資本市場研究所 関連論文等

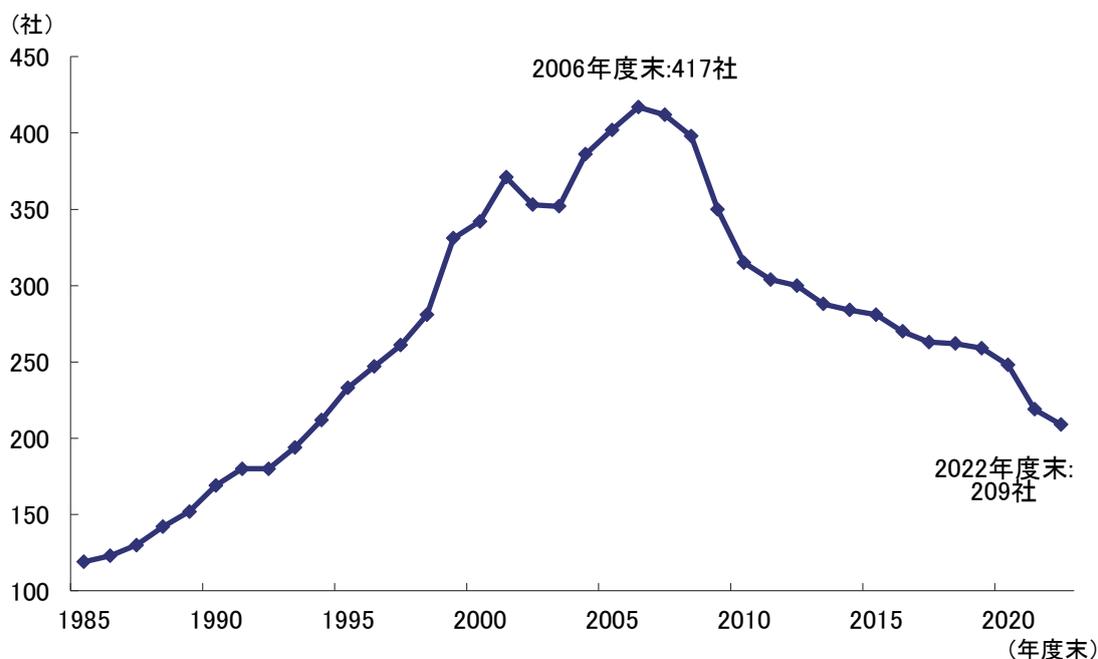
- ・ 西山賢吾「親子上場の状況（2021年度末）－前年度比29社純減：東証の市場改革で企業再編が加速－」『野村サステナビリティクォーターリー』2022年夏号。
- ・ 西山賢吾「大量保有報告制度の見直しが始まる－ガバナンス改革『残された課題』への取り組み－」『野村サステナビリティクォーターリー』2023年春号。

I 2022年度末の親子上場企業数は209社に減少

1. 3年連続の2桁純減で、ピーク比で半減した親子上場企業数

野村資本市場研究所が調査した2022年度末（2023年3月末）時点での日本の親子上場企業（上場子会社）数は、2021年度末（2022年3月末）から10社純減して209社となった¹（図表1）。親子上場企業数の純減は、株式市場において少数株主の意見や権利が軽視されやすいなど、コーポレートガバナンス上の問題点が指摘される機会が増えるようになった2007年度末から始まった。それ以降16年連続で純減が続いているが、純減数が2桁となったのは2020年度末、2021年度末に続き3年連続である。これによって、親子上場企業数は最も多かった2006年度末（417社）から半減したこととなる（図表1）。

図表1 親子上場企業数の推移



（出所）大株主データ（東洋経済新報社）、及び各社開示資料より野村資本市場研究所作成

¹ 本稿では親子上場企業数を「親会社が上場企業である上場子会社の数」としている。そして、上場子会社は、①当該企業（子会社）以外の上場会社単独の株式保有比率が50%超であるものと、②株式保有比率が40%以上50%以下の場合、開示資料である「支配株主に関する事項」により親子関係が判明したものとしている。上場持株会社傘下の非上場子会社や、非上場の中間持ち株会社の子会社である場合（いわゆる孫会社）は間接的な親子上場（上場子会社）と考えられるが、本稿では対象外としている。そのため、東京証券取引所などが公表している社数と異なることがあるが、データの連続性を重視し上記の定義で集計した数字を用いている。

2. 親子上場増減の要因

2022年度末の親子上場企業数の増減要因をみる（図表2）。

図表2 親子上場の増減要因

増減要因	単位:社				
	2018 年度末	2019 年度末	2020 年度末	2021 年度末	2022 年度末
減少企業数	22	22	29	42	21
うち完全子会社化による上場廃止	15	12	12	27	12
うち持分の減少	3	6	10	8	8
うちその他	4	4	7	7	1
増加企業数	21	19	18	13	11
うち持分の増加	10	10	10	9	5
うち新規上場	6	9	8	3	5
うちその他	5	0	0	1	1
純減	1	3	11	29	10

（出所）大株主データ（東洋経済新報社）、及び各社開示資料より野村資本市場研究所作成

1) 完全子会社化は大きく減少したが、親会社持分の減少は前年度末並み

まず親子上場の減少の要因を見ていく。2021年度末は東京証券取引所（以下東証）による市場再編の影響もあり、減少社数は42社であったが、その影響がほぼ剥落した2022年度末の減少社数は21社と前年度末に比べ半減した。それでも、減少要因としては最も多い、上場子会社を完全子会社化して上場廃止となる事例は、2021年度末には27社あったが、2022年度末は12社と大きく縮減した点が目に付く。

一方、親会社の子会社株式を売却することで親子関係を解消する持ち分の減少は2021年度末と同数の8社であった。これは通常企業グループの事業ポートフォリオの見直しやグループ全体での再編の過程の中で行われる。内容をみると、他の上場会社や投資ファンドへ売却され、かつ上場廃止となる事例が中心となっている。持ち分の減少は2020年度末が10社、2021年度末、2022年度末がそれぞれ8社あり、親子上場解消の主要な要因として定着してきた感がある。

2) 上場企業の子会社化は減少したが、新規の親子上場は増加

一方、2022年度末の親子上場の増加数は11社と、2021年度末の13社から2社減少した。ここ数年、親子上場に対し厳しい見方がされていることを映し、親子上場の増加数は減少傾向にある。内訳をみると、上場を維持したまま既存の上場会社を買収したり、その保有株式数を増やしたりすることによって子会社化する持分の増加は、2021年度末の9社から2022年度末は5社に減少した。一方、上場会社がその子会社を新たに上場させる新規上場は2021年度末の3社から2022年度末は5社に増加した。

3. 業種分類別に見た親子上場企業数

図表 3 は、業種（東証 33 業種分類）別に見た上場子会社数である。参考として親会社と上場子会社が同業種であるか、異なる業種であるかも併せて示した。

図表 3 業種別に見た上場子会社数（2022 年度末）

業種	上場子会社数		親会社と同業種		親会社と異業種	
	社数	構成比(%)	社数	比率(%)	社数	比率(%)
水産・農林業	0	0.0	0	-	0	-
鉱業	0	0.0	0	-	0	-
建設業	12	5.7	3	25.0	9	75.0
食料品	8	3.8	4	50.0	4	50.0
繊維製品	1	0.5	0	0.0	1	100.0
パルプ・紙	0	0.0	0	-	0	-
化学	11	5.3	8	72.7	3	27.3
医薬品	3	1.4	0	0.0	3	100.0
石油・石炭製品	0	0.0	0	-	0	-
ゴム製品	1	0.5	0	0.0	1	100.0
ガラス・土石製品	4	1.9	0	0.0	4	100.0
鉄鋼	5	2.4	5	100.0	0	0.0
非鉄金属	1	0.5	1	100.0	0	0.0
金属製品	0	0.0	0	-	0	-
機械	6	2.9	2	33.3	4	66.7
電気機器	8	3.8	5	62.5	3	37.5
輸送用機器	10	4.8	5	50.0	5	50.0
精密機器	1	0.5	0	0.0	1	100.0
その他製品	1	0.5	0	0.0	1	100.0
電気・ガス業	0	0.0	0	-	0	-
陸運業	3	1.4	1	33.3	2	66.7
海運業	0	0.0	0	-	0	-
空運業	1	0.5	0	0.0	1	100.0
倉庫・運輸関連業	1	0.5	0	0.0	1	100.0
情報・通信業	48	23.0	24	50.0	24	50.0
卸売業	14	6.7	6	42.9	8	57.1
小売業	32	15.3	24	75.0	8	25.0
銀行業	1	0.5	0	0.0	1	100.0
証券、商品先物取引業	3	1.4	2	66.7	1	33.3
保険業	2	1.0	0	0.0	2	100.0
その他金融業	2	1.0	0	0.0	2	100.0
不動産業	9	4.3	2	22.2	7	77.8
サービス業	21	10.0	8	38.1	13	61.9
合計	209	100.0	100	47.8	109	52.2

（出所）大株主データ（東洋経済新報社）、及び各社開示資料より野村資本市場研究所作成

まず、業種別にみると、最も多いのが情報・通信業の48社で、これに、小売業（32社）、サービス業（21社）と非製造業が続く。製造業で最も上場子会社が多いのは化学（11社）、次いで輸送用機器（10社）である。そして、水産・農林業、鉱業など7業種では上場子会社が存在しない。

一方、上場子会社が親会社と同じ業種に属しているのは209社中100社、異なる業種に属している企業は109社と、異なる業種に属している企業が多い。上場子会社数の最も多い情報通信をみると、同業種、異業種とも24社である。一方、小売業では同業種（24社）の方が異業種（8社）に比べ多いものの、サービス業では異業種（13社）の方が同業種（8社）に比べ多い。なお、小売業の同業種24社のうち9社の親会社は同じである。

上記以外で上場子会社数が10社以上存在する業種で見ると、上場子会社と親会社が同じ業種に属している企業数が多いのは化学（11社中8社）、異なる業種に属している企業数が多いのは卸売業（14社中8社）、建設業（12社中9社）である。輸送用機器は同数（ともに5社）であった。

4. ピーク時（2006年度末）との差異

上場子会社数は、最も多かった2006年度末の417社から16年連続で減少し、2022年度末には209社と半減にまで至った。図表4は、業種別に見た上場子会社の増減の状況を示したものである。

図表4 上場子会社数の比較（2006年度末と2022年度末）

業種	上場子会社数		増減	業種	上場子会社数		増減
	2022年度末	2006年度末			2022年度末	2006年度末	
水産・農林業	0	0	0	精密機器	1	6	-5
鉱業	0	1	-1	その他製品	1	7	-6
建設業	12	34	-22	電気・ガス業	0	3	-3
食料品	8	14	-6	陸運業	3	5	-2
繊維製品	1	7	-6	海運業	0	2	-2
パルプ・紙	0	1	-1	空運業	1	1	0
化学	11	15	-4	倉庫・運輸関連業	1	7	-6
医薬品	3	5	-2	情報・通信業	48	60	-12
石油・石炭製品	0	1	-1	卸売業	14	33	-19
ゴム製品	1	2	-1	小売業	32	40	-8
ガラス・土石製品	4	8	-4	銀行業	1	1	0
鉄鋼	5	7	-2	証券、商品先物取引業	3	5	-2
非鉄金属	1	8	-7	保険業	2	0	2
金属製品	0	7	-7	その他金融業	2	11	-9
機械	6	24	-18	不動産業	9	13	-4
電気機器	8	40	-32	サービス業	21	34	-13
輸送用機器	10	15	-5	合計	209	417	-208

（出所）大株主データ（東洋経済新報社）、及び各社開示資料より野村資本市場研究所作成

これをみると、33業種中、空運業、銀行業、保険業を除く29業種で上場子会社数が減少していることが分かる（水産・農林業は両時点とも上場子会社がなかった）。2006年度末においても2022年度末においても上場子会社が最も多い業種は情報・通信業である。社数は2006年度末の60社から2022年度末は48社と12社の純減となっている。

上場子会社数の純減で最も顕著であるのは電気機器で、2006年度末は情報・通信業に次いで多い40社であったが、2022年度末は32社純減して8社となった。かつて総合電機を中心に多数の上場子会社を有していたが、企業グループの戦略見直し等によって大幅にその数を減らしたことが分かる。その他純減社数が多い業種としては、建設業の22社（34社から12社）、機械の18社（24社から6社）、卸売業の19社（33社から14社）、サービス業の13社（34社から21社）などが挙げられる。

一方、小売業での上場子会社数の純減は8社（40社から32社）に留まっており、2006年度末時点とともに2番目に上場子会社数の多かった電気機器の純減数の大きさと対照的であり、両業種における（上場）子会社戦略の違いが見られて興味深い。小売業の他に相対的に上場子会社数の純減が少ない業種としては化学の4社（15社から11社）、輸送用機器の5社（15社から10社）などが挙げられる。

II 公開買付制度見直しが親子上場の動向に影響する可能性も

1. 金融審議会で公開買付制度等の見直し議論が始まる

2023年3月2日開催の第51回金融審議会総会（第39回金融分科会との合同会合）において、金融担当大臣から金融審議会に対し「公開買付制度・大量保有報告制度等のあり方に関する検討」が諮問された。これに伴い、同審議会に「公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ（座長、神田秀樹学習院大学大学院法務研究科教授）」が立ち上がり、同年6月5日に第1回の会合が開催された。

第1回の会合では事務局から、I.検討の背景と諮問事項、II.現行制度の概要、III.検討課題、IV.ご議論いただきたい事項、が示された。

2. 親子上場の動向を考える上では「欧州型規制への転換」議論の動向に注目

公開買付制度に対する検討事項として、図表5にあるような検討課題が提示された。この中で、特に今後の親子上場の動向をみる上で重要と考えられるのは「強制公開買付規制を欧州型の規制（事後的な規制）に転換することについて、どう考えるか」であろう。

欧州型規制の要点は「支配権の取得自体は市場内外を問わず公開買付（TOB）は不要だが、支配権の取得後は残りの全株式を対象とするTOBが必要」というものである。すな

図表5 公開買付制度の在り方に関する検討課題

○市場内取引により議決権の3分の1超を取得する取引を強制公開買付規制の適用対象とすることについて、どう考えるか
○第三者割当により議決権の3分の1超を取得する取引を強制公開買付規制の適用対象とすることについて、どう考えるか
○3分の1ルールの閾値を引き下げること及びその具体的な閾値について、どう考えるか
○強制公開買付規制を欧州型の規制(事後的な規制)に転換することについて、どう考えるか
○定款の定めや株主総会の承認等による公開買付規制のオプトイン/アウト制度 ^(注) を設けること及びその内容について、どう考えるか
○公開買付けの強圧性の問題に対応するための措置を講じること及びその具体的な措置の内容について、どう考えるか
○公開買付けの差止制度を設けること並びにその差止事由及び差止権者について、どう考えるか
○公開買付けの事後的な救済制度(議決権行使の差止め等)を拡充すること及びその内容について、どう考えるか
○公開買付制度における各種規制について、実質的な観点から個別事案ごとに例外的な取扱いを許容するような制度を設けること、また、その内容及び実質的判断機能を担う体制の在り方について、どのように考えるか
○その他

(注) オプトイン/オプトアウト制度とは、買付対象外の株主による株主総会の承認等がある場合には、強制公開買付規制の適用を除外する取扱いを認めることや、定款の定めや株主総会の承認等によって(今回検討する各論点に係る規制を含め)各種公開買付規制の適否を定めることをいう。

(出所) 金融庁『第1回金融審議会公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ事務局説明資料』(2023年6月5日)より野村資本市場研究所作成

わち、全部買付・全部勧誘義務²が課されるとともに、部分買付は原則禁止されるため、現在日本で行われている「上場の維持を前提とした既上場会社の公開買付(すなわち部分買付)」は難しくなる可能性が考えられる。上場会社が新規に自社の子会社を上場させて上場子会社とすることが出来なくなるわけではないと考えられるものの、親子上場を前提とした企業のグループ戦略に対しては影響を与えることが想定されるであろう。

欧州型規制への転換は現在の日本型の規制から大きな変更を伴うことと想定されるため、第1回会合ではメンバーから時間的な制約も含め慎重な声が聞かれた。しかし、一方で欧州型制度への転換に関し、検討の余地があるとして相応に高い関心を示す意見もあったことから、今後のワーキング・グループでの議論が注目される。

² 結果として、すべての株式を買い付けることができないということは生じうる。

3. 親子上場の戦略的な見直しが続く

2021年度末に親子上場企業数が大きく減った要因の一つとなった東証の市場再編の影響はほぼ一巡した。一方で、今後の親子上場を巡る環境を見据えると、新市場区分にかかる経過措置が2025年3月以降順次終了していくため、経過措置適用企業を中心に親子上場を見直す動きが継続することも考えられる。さらに、企業グループの体制、競争力強化を目的に企業グループの見直し、再編の動きは続くことであろう。新規の親子上場や既上場企業の子会社も見られるであろうが、親子上場に対し厳しい見方をする投資家も存在することなども併せて考えると、親子上場企業数は当面純減が続くと考えられる。

さらに、現在議論されている公開買付制度見直し議論の中で、特に日本型規制から欧州型規制へ転換する方向となれば、上場維持を前提とした既上場企業の買収（部分買い付け）による子会社化が難しくなるなど、企業グループにおける（上場）子会社戦略に影響を与えることも想定される。このため、今後の公開買付制度議論の方向性も併せて注視したい。