

親子上場の状況（2023年度末）：随所に「潮目の変化」 —親子上場企業数 200 社割れ、親会社の持分減少が解消の主要因に—

西山 賢吾

■ 要 約 ■

1. 野村資本市場研究所が調査した 2023 年度末（2024 年 3 月末）時点での日本の親子上場企業（親会社も上場企業である企業）数は 190 社となり、17 年連続で前年度末比の純減となった。また、親子上場企業数が 200 社を下回ったのは 1993 年度末以来 30 年ぶりである。
2. 今回特に注目されるのは親子上場の減少要因である。これまで（データを遡及できる 2008 年度末以降）は、親会社による上場子会社の完全子会社化が親子上場の減少要因として最も多かった。しかし、2023 年度末は、親会社の株式保有の減少により親子関係に該当しなくなる事例が初めて最も多くなった。他の上場会社やファンドへの売却を通じた企業グループによる価値向上策など、従来より多様な施策がとられるようになってきた証左と考えられる。さらには、親会社による売却に際し、当初想定していた企業（グループ）ではなく、いわゆる「同意なき買収提案」側企業に売却する事例も見られるなど、親子上場を取り巻く環境の随所に潮目の変化が見られるようになってきたことも特筆される。
3. 現状の親子上場を巡る議論としては、2000 年代後半を中心に見られたような「親子上場の禁止ないしは規制」議論ではなく、少数株主保護を観点ベースにしたグループ経営における親子上場の意義や重要性、体制整備と、それらに関する情報開示の拡充で対応することが基本的な考えとなっている。親子上場を見る株主や投資家の「目」が厳しくなるとともに、日本の企業グループにとって、国際的な競争力とその存在感を高めることは喫緊の課題であることから親子上場の見直し、純減は今後も継続が見込まれる。これとともに、グループ経営戦略の観点から、これまで以上に親子上場の戦略的な活用も併せて期待される。

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（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—」『野村サステナビリティクォーターリー』2023 年夏号。
- ・ 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。

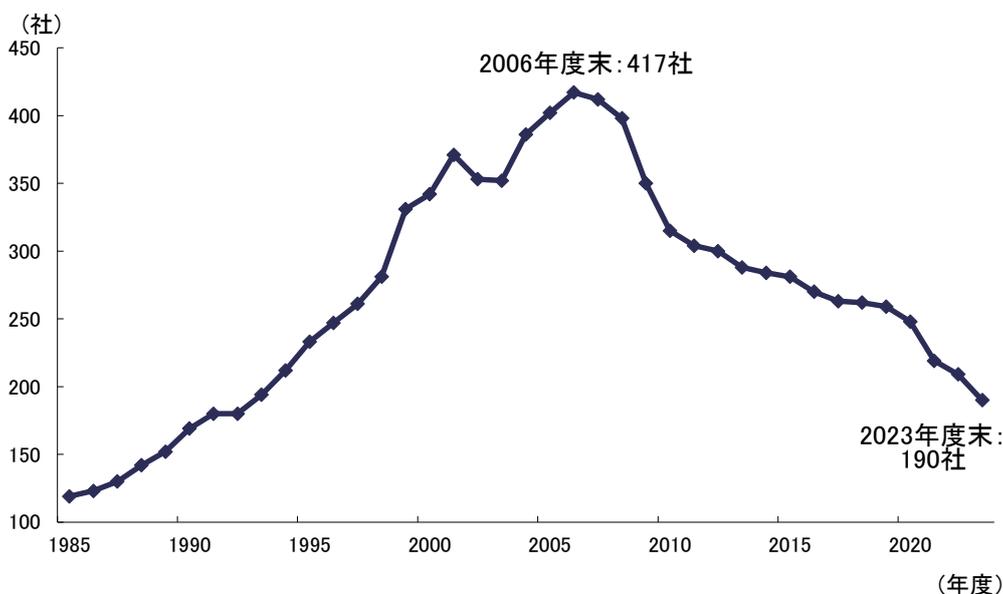
I 親子上場企業数は 30 年ぶりに 200 社割れに

1. 親子上場企業数は 4 年連続 2 桁純減、30 年ぶりの 200 社割れ

1) 17 年連続で減少、親子上場企業数は 190 社に

野村資本市場研究所が調査した 2023 年度末（2024 年 3 月末）時点での日本の親子上場企業（親会社も上場会社である上場企業（子会社））数は、2022 年度末（2023 年 3 月末）から 19 社純減して 190 社となった。親子上場企業数は 2006 年度の 417 社をピークに 17 年連続での純減となった。純減数が 2 桁となったのは 2020 年度末以降 4 年連続である。さらに、親子上場企業数が 200 社を割ったのは、1993 年度（194 社）以来 30 年ぶりの事である（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

2) 本稿での「親子上場」の定義の集計方法

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。例えば、後述する親子上場の減少要因のうち、親会社が持株会社傘下に入り上場企業ではなくなった場合でも、現実的には上場している持株会社の子会社（孫会社）にな

り、親子上場関係は維持されることになるが、そのような場合でも、本稿の定義では親子上場関係ではなくなったものとして扱っている。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¹。

2. 親子上場企業数増減の要因

ここでは、2023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 親子上場企業数の増減要因

単位: 社

増減要因	2019年度末	2020年度末	2021年度末	2022年度末	2023年度末
減少企業数	22	29	42	21	28
うち完全子会社化による上場廃止	12	12	27	12	11
うち持分の減少	6	10	8	8	13
うちその他	4	7	7	1	4
増加企業数	19	18	13	11	9
うち持分の増加	10	10	9	5	5
うち新規上場	9	8	3	5	4
うちその他	0	0	1	1	0
純減	3	11	29	10	19

(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) 親子上場減少要因で初めて「親会社持分の減少」がトップになった

まず親子上場の減少の要因を見ていく。2023年度時点で親子上場は28社減少した。これは2022年度の21社に比べ7社の増加である。今回特筆すべきこととして、減少要因で最も多かったものが、親会社による子会社株式の売却に伴う持分減少の13社（2022年度は8社）であったことが挙げられる。これは、野村資本市場研究所で親子上場増減要因のデータを遡ることができる2008年度末以降で初めてである。一方、これまでは親子上場減少の要因として最も多かった上場子会社が完全子会社化することに伴う上場廃止は2023年度には11社となり、2022年度に比べ1社減少した。なお「その他」は、親会社の上場廃止（3社）と、取締役構成で独立社外取締役が過半になり、実質支配力基準に該当しなくなった1社である。

¹ 例えば、東京証券取引所が提供している「コーポレート・ガバナンス情報サービス」の検索条件で、「親会社の有無」の項の「有（上場）」にチェックを入れて検索すると、238社が該当する（2024年6月18日閲覧）。

親会社による持分の減少をより詳しくみると、親子関係ではなくなったものの、引き続き企業会計上持分法の適用対象となる「その他の関係会社」となっている事例や、上場子会社を他の上場会社に売却している事例、投資ファンドへの売却事例などさまざまである。これは、企業グループ内での再編など価値向上策を採るにあたり、従来よりも多様な施策がとられるようになってきた証左であり、親子上場を解消する主な手法として親会社の保有株式売却は定着したといえるであろう。

これに加え、親会社による売却に際し、当初売却先として想定していた「友好的買収」を企図する企業（グループ）ではなく、最終的にいわゆる「同意なき買収提案」側企業に売却するという、これまでの親会社による子会社株式の売却としてほぼ想定しえない事例が見られた。これも、親子上場を取り巻く環境の大きな変化として見る事ができるであろう。

2) 親子上場の増加要因は 2022 年度とほぼ同様

2023 年度の親子上場の増加数は 9 社と、2022 年度の 11 社から 2 社減少した。近年の投資家、（少数）株主を中心とした親子上場に対する厳しい見方もあり、親子上場の増加数の減少は 2019 年度以降 5 年連続となった。内訳をみると、上場の維持を前提に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、2022 年度と同数の 5 社であった。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、2022 年度の 5 社から 1 社減少して、2023 年度は 4 社となった。

II 随所に潮目の変化が現れる親子上場、さらなる見直しが続く

1. 2023 年度は日本の親子上場にとって「潮目の変化」の年であった

ここまで見てきたように、日本の親子上場を取り巻く環境を踏まえると、2023 年度は随所に「潮目の変化」が生じた年であった。親子上場企業数が 30 年ぶりに 200 社を割ったことや、親子上場の解消手法として親会社による上場子会社株式の売却、すなわち親会社の持分減少が、親会社による完全子会社化を上回って最も多かったこと、さらには、上場子会社の売却にあたり、親会社が「同意なき買収提案」側の企業に売却するという事例が発生したことなどは、主な「潮目の変化」として挙げる事ができるであろう。これらは、これまではほぼ想定し得なかったことである。

2. 親子上場を巡る議論は継続、これまでも増して戦略的な親子上場の活用にも期待

1) 少数株主保護の観点から情報開示の拡充が議論の中心

このような「潮目の変化」は 2024 年度以降も見られるであろうか。この点を考える上では、現在行われている親子上場を巡る各種の議論が注目される。親子上場を巡る議論に関しては、東京証券取引所が学識経験者や上場会社、投資家が参加する「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」を 2020 年に立ち上げている。同研究会は、親子上場を含む従属子会社（実質的な支配力を持つ株主を有する上場会社）を巡る問題点や、支配的な株主と従属上場会社の少数株主との間の利害調整、少数株主保護などについて検討や議論を行い、2023 年 12 月 26 日に下記の資料を公表した。

一つは、「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」である。これは、親子関係にある上場会社やその他の関係会社／関連会社の関係にある上場会社を対象に、「少数株主保護やグループ経営に関する情報が投資判断になるにもかかわらず、コーポレート・ガバナンス報告書における実際の開示内容にはばらつきがあり、実際には十分な開示がなされていない会社が現状では多い」という投資者からの指摘を受け、投資者から開示が期待される事項として、コーポレート・ガバナンス報告書における少数株主保護やグループ経営に関する開示についての記載上のポイントを整理したものである。図表 3 では、この資料の中から上場子会社を有する上場会社（親会社側）における開示の概要について、図表 4 では親会社を有する上場会社（子会社側）における開示の概要について示した。これに加え、現状での開示のベストプラクティスを示すことを目的として、「少数株主保護及びグループ経営に関する開示例」も併せて公表された。

図表 3 上場子会社を有する上場会社（親会社側）における開示

開示項目	記載上のポイントの概要
グループ経営に関する考え方及び方針	○事業ポートフォリオ戦略に関する基本的な考え方 ・上場子会社の保有についての考え方・方針や、事業ポートフォリオの検討・見直しについての考え方・方針、実際の実施状況等
上場子会社を有する意義	○子会社として保有することの合理性とその子会社を上場しておくことの合理性 ・上場子会社として保有するに至った経緯、上場子会社であることのメリット・デメリット、完全子会社等他のグループ会社保有形態と比べての合理性
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	○上場子会社の役員の選解任に関する議決権行使の考え方・方針 ○上場子会社における役員の指名プロセスへの関与についての考え方・方針

（出所）東京証券取引所上場部「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」2023 年 12 月 26 日より野村資本市場研究所作成

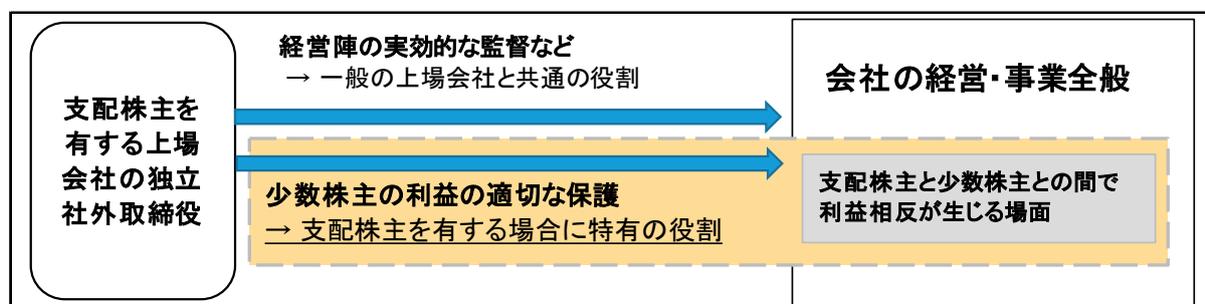
図表 4 親会社を有する上場会社（子会社側）における開示

開示項目	記載上のポイントの概要
親会社におけるグループ経営に関する考え方及び方針	○親会社の事業ポートフォリオ戦略における自社の位置付け
	○親会社のグループ内における事業領域の棲み分け
	○親会社との間で資金管理を行っている場合（親会社のキャッシュ・マネジメント・システムへの参加など）は、その意義
少数株主保護の観点から必要な親会社からの独立性確保に関する考え方・施策等	○意思決定プロセスへの親会社の関与の有無や内容
	○親会社からの独立性確保のために設置する特別委員会の概要
	・常設または非常設の別、委員会構成の親会社からの独立性に関する考え方、委員の構成、特別委員会の審議項目や権限・役割、実際の活動状況
	○独立役員への親会社からの独立性確保のための指名委員会の活用方法や役割
	○独立役員を選解任における親会社の議決権行使の考え方・方針

(出所) 東京証券取引所上場部「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」2023年12月26日より野村資本市場研究所作成

もう一つは、「支配株主・支配的な株主を有する上場会社において独立社外取締役」に期待される役割」である（図表 5）。これは、支配株主や議決権保有割合の大きな株主を有する上場会社の独立社外取締役に対して「上場会社において一般に期待される役割（会社の戦略的な方向付けや経営陣による適切なリスクテイクを支える環境整備、経営陣の実効的な監督など）に加え、支配株主と少数株主との間で利益相反が生じる場面を主として、少数株主の利益を適切に保護するという重要な役割が付加されている」ことを示した上で、「支配株主・支配的な株主を有する上場会社において独立社外取締役」に期待される役割について取りまとめたものである。同資料は、「少数株主保護の基本的考え方」、「独立社外取締役の役割」、そして「会社・取締役求められる対応」から構成されている。

図表 5 少数株主の利益保護における独立社外取締役の重要性



(出所) 東京証券取引所上場部「支配株主・支配的な株主を有する上場会社において独立社外取締役に期待される役割」より野村資本市場研究所作成

親子上場の問題に関しては、2000年代後半を中心に「親子上場の禁止ないしは規制」といった議論も見られた²。しかし、現在はこのような観点よりも、株式保有構造の変化に伴い政策保有株主（安定株主）が減少し、代わって純投資家が増えるとともに、コーポレート・ガバナンス改革が進む中、投資家や株主が親子上場を見る「目」が厳しくなっていることもあり、少数株主保護を観点ベースにしたグループ経営における親子上場の意義や重要性、体制整備と、それらに関する情報開示の拡充で対応することを基本として議論が進められている。

2) 日本の企業（グループ）の競争力とプレゼンスを高める上で、親子上場の性質も変化していくことが見込まれる

日本の企業グループにとって、国際的な競争力とその存在感を高めることは喫緊の課題であり、グループ全体の価値向上を目的とした事業ポートフォリオの見直し、企業再編を積極的に行っており、その中で親子上場を含む子会社の買収、他企業グループやファンド等へ売却といったダイナミックな動きが見られている。親子上場においても、従来は解消の手段として「完全子会社化」が多くを占めていたが、今回「親会社の持分減少」が完全子会社化を上回ったことも、こうした動きが進んできたことの表れと考えられることであり、大変意義深い。

今後はグループ経営戦略の観点から、これまで以上に親子上場の戦略的な利用が期待される。上述のような投資家や株主による親子上場に対する厳しい見方と、適切で有用な情報開示へ要請が高まっている状況も併せて考えると、今後は漸進的に、日本の親子上場の特徴であった「長期の上場親子関係が継続する形態」から、親子上場のメリット、デメリットを踏まえた「過渡的、一時的な形態」に変わる方向性も考えられるようになってきた。以上のような点を総合すると、親子上場の純減傾向は今後も継続すると見込まれる。親子上場の動向は、日本企業のグループ経営の今後の方向性を見る上でも非常に重要と考えられる。

² 経済産業省「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針（グループガイドライン）、2019年6月28日策定」によれば、2018年12月現在、米国では28社、フランスでは18社、ドイツでは17社の上場子会社（対象上場会社の発行済み株式の50%以上を直接保有している支配株主と、同一国のいずれの取引所に上場している企業数）が確認されている。欧米においても基本的に親子上場が禁止されているわけではなく、実際にも存在していることが分かる。