

5年連続で2桁純減した親子上場 — 支配株主や持分法適用にも議論対象が拡大へ —

西山 賢吾

■ 要 約 ■

1. 野村資本市場研究所が調査した2024年度末時点での日本の親子上場企業数は、2023年度末から11社純減して179社となった。親子上場企業数の2桁純減は5年連続である。ピークであった2006年度に比べ親子上場企業数は4割強まで減少し、1991年度、1992年度（ともに180社）の水準に並んだ。
2. 親子上場企業数の増減を見ると、減少については完全子会社化による上場廃止と、親会社が他の企業やファンド等に売却する持分の低下がほぼ拮抗しており、その手法が多彩になってきていることが分かる。一方、増加ではTOB（公開買付）等による既上場企業の子会社化の事例が2023年度に比べ増加しており、企業グループベースでの事業再編、事業ポートフォリオの見直しが積極的に行われたことがうかがわれる。
3. 日本の親子上場の特徴の一つとして、長期にわたる親子上場関係の継続が指摘される。実際に2024年度末の親子上場企業のうち、少なくとも40年以上その関係が継続している企業が10社以上存在する。また、全体の3分の1の企業では少なくとも20年関係が継続している。
4. 親子上場を巡る議論に関し注目されるのは、その対象範囲が上場企業同士の親子関係から上場、非上場を問わない支配株主、親子関係までには至らない持分法適用にまで拡大してきた点である。東京証券取引所はグループ経営に関する開示対象を、親子関係だけではなく支配的な関係を有する企業にまで拡大する方向である。また、親子上場の解消手法が多様化する中で、少数株主保護やガバナンス体制の高度化も従来以上に重要になる。こうした議論の進展は日本企業が企業価値を高め、国際競争力を一段と強化していく上で非常に重要であるため、引き続き注目したい。

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（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—」『野村サステナビリティクォーターリー』2024年夏号。
- ・ 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。

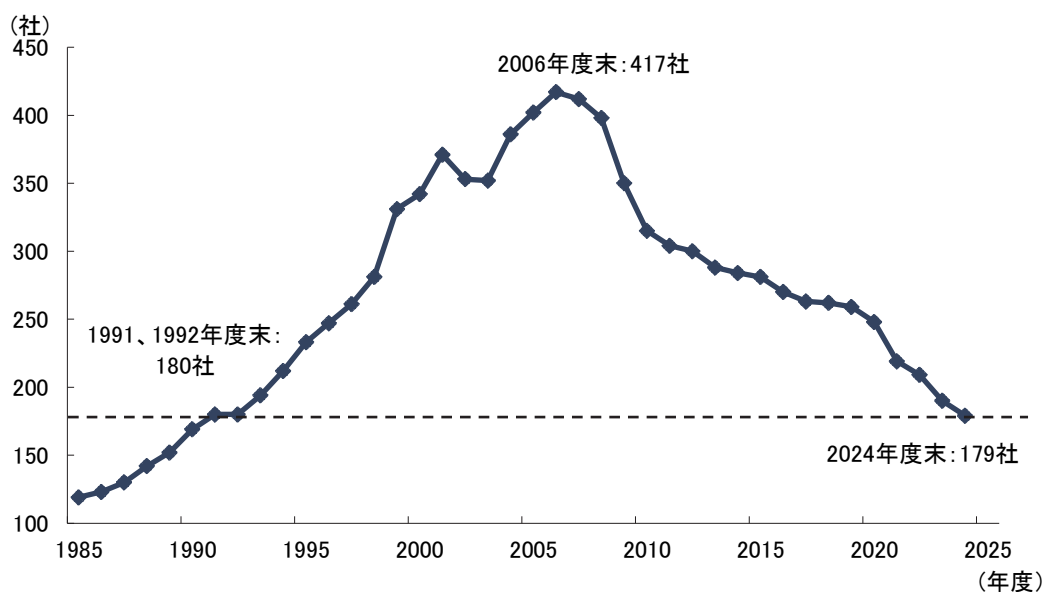
I 2024年度末時点の親子上場企業数は179社に

1. 親子上場企業数は5年連続で2桁純減

1) 18年連続で減少、親子上場企業数は179社に

野村資本市場研究所が調査した2024年度末（2025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、2023年度末（2024年3月末）から11社純減して179社となった。親子上場企業数は2006年度末の417社をピークに18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5年連続である。親子上場企業数は2023年度末で200社を割ったが、179社という数字は、30年以上前の1991年度末、1992年度の180社とほぼ同じ水準である。また、2006年度末と比較すると、約43%の水準にまで減少した（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。しかし、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。

2. 親子上場企業数増減の要因

ここでは、2024 年度における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	2020 年度末	2021 年度末	2022 年度末	2023 年度末	2024 年度末
減少企業数	29	42	21	28	28
うち完全子会社化による上場廃止	12	27	12	11	14
うち持分の減少	10	8	8	13	11
うちその他	7	7	1	4	3
増加企業数	18	13	11	9	17
うち持分の増加	10	9	5	5	12
うち新規上場	8	3	5	4	4
うちその他	0	1	1	0	1
純減	11	29	10	19	11

（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は、「完全子会社化」、「親会社持分の減少」が中心

まず親子上場の減少の要因である。2024 年度は親子上場企業数の減少は 28 社であった。これは 2023 年度と同数であるが、内訳には変化が見られる。2023 年度には親会社による子会社株式の売却に伴う持分の減少が最も多かったが、2024 年度は完全子会社化による上場廃止が 2 年ぶりに最も多くなった。なお「その他」は、親会社が完全子会社化したことによる上場廃止（1 社）と、親会社との経営統合、持株会社設立（2 社）があった。

しかし、両者を比較すると、2023 年度は完全子会社化が 11 社、親会社の持分減少（完全売却を含む）が 13 社であったのに対し、2024 年度は前者が 14 社、後者が 11 社であった。これをみると、企業グループ全体での価値向上や競争力強化を目的とし

て、昨年度に引き続き、双方とも親子上場解消の手法として積極的に利用されたということが出来るであろう。特に、親会社の持分低下による親子上場の解消に関しては、従来より持分を数パーセント減らすことで親会社からその他の関係会社（持分法適用会社）になる事例が多かった。しかし、ここ 1、2 年は投資ファンドへの売却や外国企業を含む他企業へ完全に売却する事例が中心となっており、企業の意識変化がうかがわれる。

2) 親子上場の増加要因では TOB による子会社化が増加

一方、2024年度の親子上場の増加数は17社と、2023年度の9社から8社増加した。内訳をみると、TOB（公開買付）等により、上場会社が既存の他の上場会社を買収する形で子会社化するケースが12社と、2020年度以来4年ぶりに2桁となった。この背景には、企業グループの価値向上、競争力強化を目的とした企業買収が活発に行われていることがあると考えられる。

他方、上場会社がその子会社を新たに上場させる新規上場は、2023年度と同数の4社となった。親子上場に対しては少数株主の権利が十分に保護されない懸念があるとして投資家や株主からの厳しい見方もされることから、親会社が新規に子会社を上場させる事例は近年少数にとどまっている。なお、その他の1社は親会社が新たに上場したことによる。

3. 1991 年度との比較：上場子会社を多く持つ親会社の顔ぶれは大きく変わる

2024年度末時点の親子上場企業数は179社となったが、これは1991年度、1992年度の180社とほぼ同じ水準である。しかし、親子上場の顔ぶれや内容には変化も見られる。ここでは特に興味深い点として、上場子会社を有する親会社について取り上げる。

図表3は2024年度末時点、及び1991年度時点で上場子会社を3社以上有する上場親会社と、当該企業が有する上場子会社数である。

1991年度を見ると、日立製作所や松下電器産業（現パナソニックホールディングス）、東芝、日本電気などエレクトロニクス産業に属する企業が顔を並べている。しかし、2024年度末時点においては、これらの企業は上場子会社を有していない。その中でも特に、日立製作所が有する上場子会社数は16社と際立って多かったが、完全子会社化や上場子会社の売却などを積極的に進めて事業ポートフォリオを再編した結果、2024年度末時点では保有する上場子会社はゼロになっている。

一方、2024年度末を見ると、最も上場子会社を多く有するのはイオンである。1991年度末時点ではイオン（当時の社名はジャスコ）の持つ上場子会社数は3社であったが、2024年度末時点では13社に増加した。この間、傘下子会社の新規上場や既存上場企業の買収による子会社化を積極的行ったことが分かる。

イオンに続いて多いのは GMO インターネットグループ（7 社）、RIZAP グループ（5 社）であるが、これらの企業は 1991 年度末の時点では上場をしていなかった。また、住友化学や日本製鉄、伊藤忠商事、三菱商事といった日本の中核に位置する企業が、主要なエレクトロニクス産業の上場子会社がゼロになる中、1991 年度末時点に比べ上場子会社を多く有している点も、これら企業の考え方、戦略の違いを垣間見ることができ、興味深い。

図表 3 上場子会社を多く持つ親会社の変化

2024年度末時点で上場子会社を多く保有する企業			1991年度末時点で上場子会社を多く保有する企業		
社名	2024 年度末	1991 年度末	社名	1991 年度末	2024 年度末
イオン	13	3	日立製作所	16	0
GMOインターネットグループ	7	-	住友電気工業	7	2
RIZAPグループ	5	-	松下電器産業	7	0
住友化学	4	2	東芝	5	-
日本製鉄	4	1	日本電気	5	0
電通グループ	3	-	富士通	5	0
大日本印刷	3	1	ソニー	4	0
伊藤忠商事	3	0	大成建設	3	1
三菱商事	3	0	アサヒビール	3	0
			日立化成工業	3	-
			旭硝子	3	1
			日産自動車	3	1
			キヤノン	3	2
			すかいらーく	3	0
			ジャスコ	3	13

(注) 表中の一は、当該時点で上場企業ではなかったことを示す。

(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

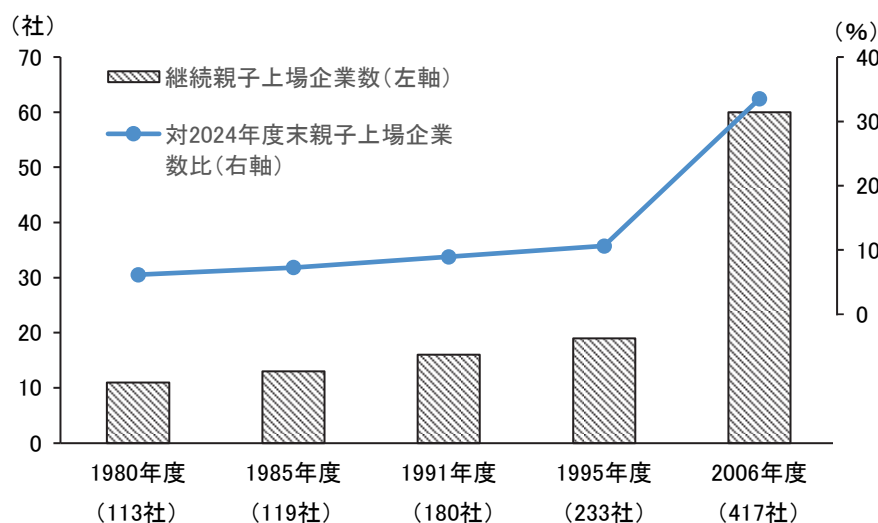
4. 10 社超で少なくとも 40 年以上親子上場関係が継続している

世界的に親子上場を禁止している国はないが、日本の親子上場の特色として、親子上場企業数が多い点と、親子上場の関係が長期間にわたり継続している点を指摘されることが少なくない。親子上場企業数が多い点については以前言及している¹ので、今回は親子上場の関係が長期間にわたる点についてみる。

図表 4 は 1980 年度末（およそ 45 年前）、1985 年度末（およそ 40 年前）、1991 年度末（2024 年度末の親子上場企業数とほぼ同数の年度）、1995 年度末（およそ 30 年前）、そして 2006 年度末（およそ 20 年前で、親子上場企業数 417 社が過去最も多かった）の各時点と 2024 年度末時点での親子上場企業を比較して、何社が継続して上場しているか、そしてそれが 2024 年度末時点での親子上場に占める割合を示したものである。

¹ 西山賢吾「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－」『野村サステナビリティクォーターリー』2024 年夏号を参照。

図表 4 長期間親子上場関係が継続している企業



(注) 各年度の下に示したカッコ内の数字は、各年度の親子上場企業数。

(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、1980年度末時点も2024年度末時点も親子上場関係にあったのは上場子会社ベースで11社（上場子会社数ベース、以下同じ）、1985年度末時点も2024年度末時点も親子上場関係にあったのは同13社であった。10社を超える企業が少なくとも40年以上親子上場の関係を継続していることが分かる²。また、1995年度末も2014年度末も親子上場の関係にある、すなわち30年間余り親子上場関係が継続している企業は19社と、2024年度末の親子上場企業の10%に相当する。30年、あるいは40年以上にわたる親子上場の関係は「長期」と考える事が出来るであろう。

一方、2006年度末も2024年度末も親子上場の関係にある企業は60社存在する。すなわち、2024年度末の親子上場企業の約3分の1が概ね20年間は親子上場の関係が継続していることになる。20年という期間を長いと考えるかどうかについては様々な意見があると推察される。しかし、海外で見られる親子上場は一時的な形態であるとの観点から見れば、20年という年月は少なくとも「一時的」ということは難しいであろう。

Ⅱ 親子上場に関する議論や関心は支配株主や持分法適用にも広がりを見せる

1. 少数株主保護とグループ経営の観点からの東証の取り組み

親子上場を巡る議論に関しては現在、東京証券取引所（以下、東証）が設置した「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会（以下、研究会）」が中心となって行われている。

² 資料の制約上今回は調べることが出来なかったが、1980年度以前から親子上場の関係にある企業が存在する可能性がある。

研究会は2023年12月に、「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」を公表し、投資者から開示が期待される事項に関するコーポレートガバナンス報告書における記載上のポイントについて示した。そして2025年2月にはグループ経営や少数株主保護に関する検討や投資者との対話を促進するため、「親子上場等に関する投資者の目線」を公表し、親子上場等に対する投資者の目線や、投資者の目線と上場会社の取組みの間にギャップの生じやすい具体的な場面に関する事例を紹介した。

さらに、東証は2025年4月に、企業行動規範の見直し案を公表した。この中で、上場会社がMBO（経営陣による買収）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、「少数株主にとって不利益でないことに関する意見」の入手及び「必要かつ十分な適時開示」を義務付けの対象とした。また、併せて、特別委員会には、対象会社・一般株主の折り合いを図る立場から①M&Aの是非（対象会社の企業価値向上に資するか否か）及び、②取引条件の公正性と、③手続きの公正性の観点からの説明を求めることも示した。企業行動規範の見直しは同年7月の施行を目指している。

親子上場に関連した東証による今後のフォローアップについては、2025年2月に「親子上場等に関する投資者の目線」の公表とともに、グループ経営等に関する開示状況のフォローアップと、少数株主保護の観点から必要な上場制度の整備について方向性が示された（図表5）。

図表5 親子上場に関連した東証による今後のフォローアップ

グループ経営等に関する開示状況のフォローアップ	
○ グループ経営等に関する開示状況のフォローアップ【2025年秋ごろ】	
－ グループ経営等に関して、投資者の目線を踏まえた開示の状況を確認	
※ 親子関係にある企業のみならず、支配的な関係を有する企業による開示も対象	
○ グループ経営等に関する開示のポイントと事例集の公表【2025年中】	
－ 投資者の目線を踏まえた開示のポイントや、投資者から評価されている事例を取りまとめ	
※ 「資本コストや株価を意識した経営の実現」の要請も踏まえ、中長期的な企業価値向上や資本効率の観点から、グループ経営の在り方を検討・開示している事例にフォーカス	
○ その他、上記フォローアップ等を踏まえた追加的な施策の検討・実施【2025年秋以降順次】	
少数株主保護の観点から必要な上場制度の整備	
○ 上場子会社における独立社外取締役の独立性確保（独立性基準の見直し等）や、独立社外取締役の選任義務化等の上場制度の整備について引き続き検討【継続実施】	

（出所）東京証券取引所開示資料（2025年2月）より野村資本市場研究所作成

2. 議論の対象が親子関係から支配関係へ拡大する方向

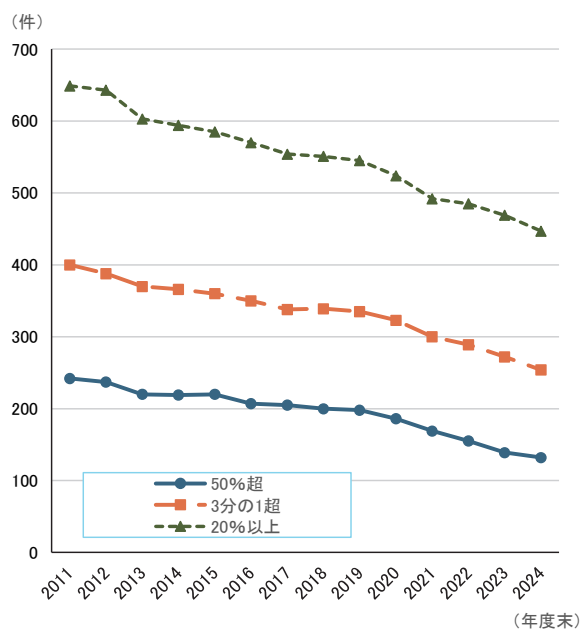
図表5において注目されるのは、議論の範囲が親子上場（親子関係）から支配的な関係に拡大する内容が示唆されていることである。具体的には、上場親会社と上場子会社という関係に留まらず、非上場企業による支配的關係や、保有割合が20～50%の持分法適用対象にも議論の対象を拡大していくということである。

こうした問題意識の背景には、親子上場の解消手法が多彩になり、親会社による完全子会社化だけではなく、親会社がファンドなどの非上場企業に売却を行う事例が増えてきたことや、親子関係ではなく持分法適用対象においても、取締役による独立性の高いガバナンス体制の構築や、企業買収時における取締役会の判断が従来以上に問われてきていることがあるだろう。

また、「親子上場は減少しているが上場、非上場を問わず支配株主の存在する企業が増加している」という指摘もされている。図表6は上場企業が他の上場企業に株式を50%超、3分の1超³、20%以上保有されている件数について、2011年度末からその推移を示したものである。これをみると、いずれも減少傾向にあることが分かる。

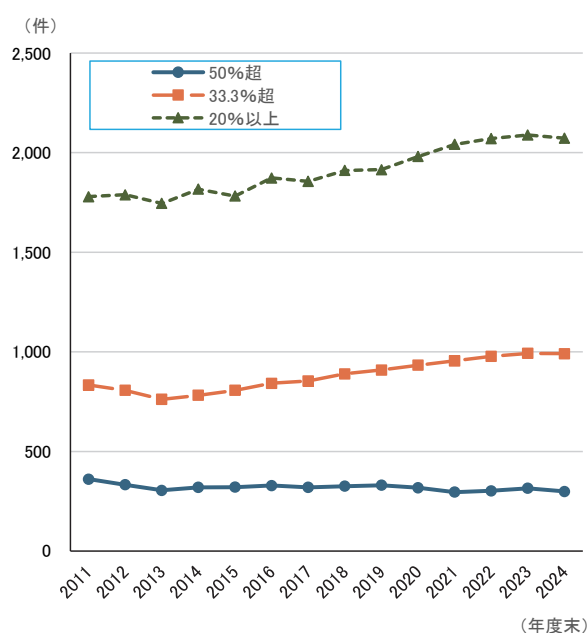
一方、図表7は、上場企業が株主（上場、非上場を問わない）により50%超、3分の1超、そして20%以上株式を保有されている件数の推移である。これをみると、上場企業

図表6 上場企業が他の上場企業に一定割合の株式を保有されている件数の推移



（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

図表7 上場企業が一定割合の株式を保有されている件数の推移



（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

³ 株主総会において、企業の合併や定款変更など会社の経営等に重要な変更を与える議案は出席者3分の2以上の賛成が必要である（特別決議）。反対に、3分の1を超える議決権を保有していれば特別決議を否決できることになる。このため、3分の1の保有は「拒否権」と呼ばれる。

が50%超株式を保有されている件数は減少しているものの、3分の1超、そして20%以上保有されている件数はむしろ増加している。こうした状況から考えると、例えば企業買収などにより、コーポレートガバナンスの観点から少数株主の権利保護が問題とされる事例は今後さらに増えることが想定されることから、これまでは親子上場の関係から展開されていた議論について、その対象範囲を広げていくことにつながると考えられる。

3. 引き続き親子上場企業数の純減が見込まれる

日本企業がその企業価値を高め、国際競争力を一段と強化することを目指す上で、企業グループ全体での経営資源の配分、すなわち事業ポートフォリオの見直しが進められている。こうした状況下では、親子上場の減少や見直し、さらにはその戦略的な活用等は重要、かつ喫緊の課題であることが当面変わることはないであろう。

さらに、企業グループの再編や事業ポートフォリオの見直しが進み、親子上場の解消手法も多様化する中、少数株主保護の観点を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の重要性はさらに高まっている。本稿で述べたように、こうした議論の対象範囲を拡大して、支配株主や持分法適用対象まで広がることが今後想定されることから、東証等で進められるであろう今後の議論の進展にも引き続き注目したい。