

## 日本株スポット資料

# PBR改革の次はP-SR改革？～東証要請で親子上場解消は加速へ

- 親子上場（Parent-Subsidiary Relationships）に対して東証が資料公表
- 親子上場企業の上場維持コストは増加へ、解消圧力も増す公算
- TOB候補の子会社、親子上場完全解消に近い親会社に注目

## 親子上場企業等に東証が情報開示の拡充を要請

東証は4日、「親子上場等に関する投資者の目線」と題した資料を公表した。主なポイントは以下の通り：

- ① **親子上場の情報開示ニーズ**：親子上場の在り方に関する検討や開示ニーズが高まっている
- ② **投資者目線での適切な情報開示**：親子上場の意義について投資者目線での検討・開示を行っていない
- ③ **要請**：親子上場の在り方を継続的に検討し、適切な情報開示・対話を要請する

東証は2023年12月に、親子関係や持ち分法適用関係にある上場企業に対してコーポレートガバナンス（CG）に関する情報開示の拡充を求めたが、今回の公表はそこから一步踏み込んだ内容と考えられる。東証は今後フォローアップをしていく予定で、開示状況の確認、開示ポイントと事例集の公表、追加的な施策の検討・実施などが行われる見込み（図表1）。

## 親子上場の解消圧力は高まる公算、TOB候補の子会社や親子上場の完全解消に近い親会社に注目

親子上場企業は減少が続くが、上場子会社の減少数は毎年20社程度でペースは鈍く、現状でも同子会社数は200を超える（図表2）。他方、東証公表の「資本コストや株価を意識した経営の実現」の開示では、支配株主を持つなど株式所有状況に偏りがある企業の開示率は低く、資本市場との対話姿勢に課題があることが窺える（図表3）。今回の東証発表は強制力のないソフトローの位置づけだが、同様に強制力を持たず2023年3月から始まった所謂「PBR改革」では、資本効率に対する上場企業の意識が向上した（図表4）。資本効率やCGに対する投資家の意識が高まるなかで、親子上場企業も対応を迫られる可能性が高いとみる。東証による追加的な施策内容などは注視したいが、親子上場解消に向けた動きは今後、加速していく可能性が高いと考える。投資対象としては、以下の2つに注目したい。

**TOB（株式公開買付け）候補となり得る上場子会社**：直近1年、完全子会社化を目的としたTOBが発表されたのは6件で、発表プレミアムは平均+25%で、親会社によるTOBが発表された場合のリターンは大きいと考えられる。また、直近1年でTOBされた子会社には、キャッシュリッチ、低PBRの傾向がみられた（図表6）。同様の属性がある銘柄はTOBポテンシャルを持つ銘柄として注目できよう（図表8）。

**親子上場の完全解消に近い上場親会社**：親会社については、上場子会社削減に積極的な企業が市場全体をアウトパフォームしてきていることがわかる（図表7）。過去5年に上場子会社数を減らしている親会社はCGへの意識が高く、今後も親子上場改革を進める可能性が高い企業とみなすことができよう。上場子会社が残り1社の上場親会社は完全解消に近い銘柄として注目したい（図表9）。

## 内山 大輔

岡三証券 投資戦略部 日本株式戦略グループ  
シニアストラテジスト

## Keyword：親子上場とは？

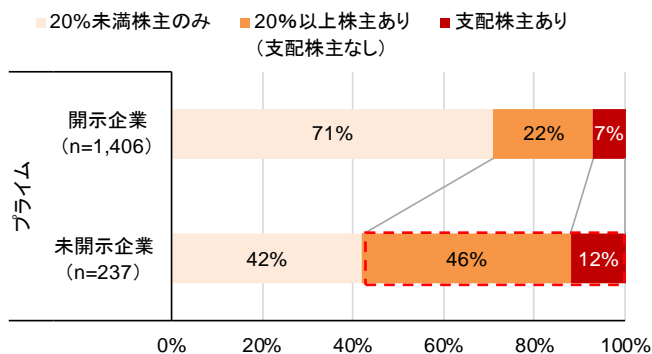
親会社とその子会社がそれぞれで株式を上場していることを指す。原則として英米にはみられない、日本独自の企業慣習。親会社・子会社のそれぞれが株式市場で資金を調達できるほか、知名度が高まり優秀な人材を確保しやすくなるなどのメリットがある。一方、親会社が子会社の過半の株式（議決権）を持つ場合、取締役の選任を自由にできるため、親会社が子会社を支配できる関係になる。親会社の利益のために、子会社の少数株主の利益が搾取される（利益相反）可能性を制度的に許容しているという点で、特に海外投資家からの懸念が根強い。

**図表1. 親子上場企業の上場維持コストは増加**  
親子上場を巡る制度改正や主なイベント

日付	主なポイント
2007年6月	上場子会上場について、東証が「多くの市場関係者にとって必ずしも望ましい資本政策とはい切れない」との考えを表明
2019年3月	政府が未来投資会議で親子上場を議論。社外取締役比率引き上げ等の必要性を指摘
2020年1月	東証が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開始
2021年6月	CGコード改訂。上場子会社における少数株主の利益保護などが補充原則として追加
2023年3月	東証が「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」を要請
2023年12月	東証が親子上場企業に保有方針などの開示充実を要請
2025年2月	東証が「親子上場等に関する投資者の目線」を公表
2025年秋ごろ	グループ経営等に関する開示状況のフォローアップ
2025年中	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年秋以降順次	グループ経営等に関する開示状況のフォローアップ等を踏まえた追加的な施策の検討・実施
継続実施	少数株主保護の観点から必要な上場制度の整備

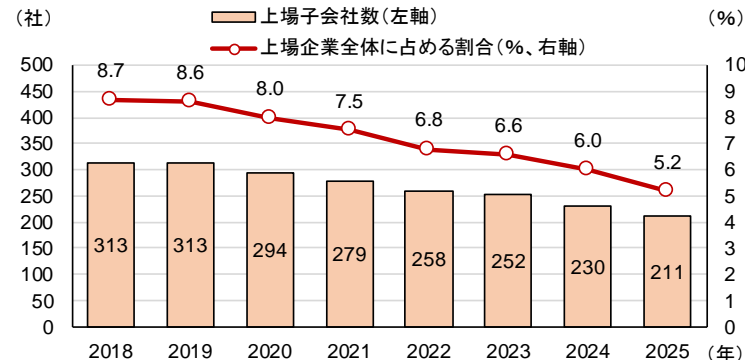
出所：JPX、首相官邸、各種資料 作成：岡三証券 ※赤字は予定

**図表3. 株式所有状況に偏りがある企業の開示率が低い**  
「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」開示状況



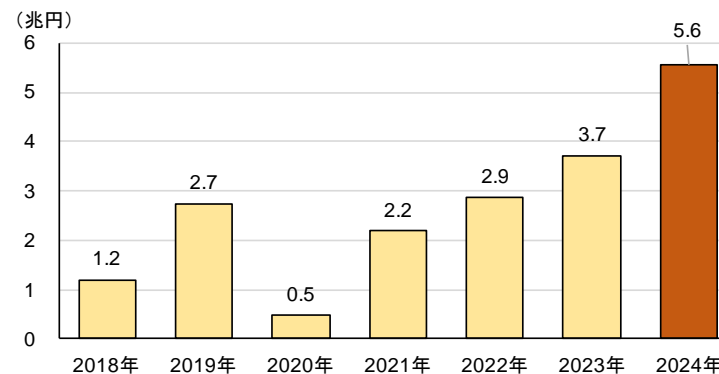
出所：JPX 市場区分の見直しに関するフォローアップ第17回（2024年8月19日開催）資料  
作成：岡三証券

**図表2. 上場子会社数は緩やかに減少している**  
上場子会社数の推移



出所：JPX 「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）第6回 東証説明資料（2024/10/17）」、QUICK 作成：岡三証券  
※2025年は2月4日現在

**図表4. 東証PBR改革は企業の行動変容を促した**  
3月末時点でPBRが1倍割れ企業の4-12月の自社株買い計画（設定枠）



出所：QUICK 作成：岡三証券 ※各年3月末時点のTOPIX1000採用企業  
※自社株買い計画（設定枠）は各年4～12月末の累計

図表5. 親子上場解消の半数はTOB、平均プレミアムは2割

直近1年で親子上場の解消が発表された主な親子上場ペア

発表日	子会社 コード 銘柄	親会社 コード 銘柄	取引手段	発表前 保有比率 (%)	発表前終値 (円)	買付価格 (円)	発表プレミアム (%)	騰落率 (5営業日)
2024/2/20	7829 サマサバ®サマ®ンリミテッド	7494 コナカ	株式交換	59.09	95			7.4%
2024/3/21	3057 ゼットン	2685 アダストリア	株式交換	51.00	1,180			14.8%
2024/4/25	4726 SBテクノロジー	9434 ソフトバンク	TOB	52.81	2,046	2,950	44%	43.9%
2024/5/15	9919 関西フードマーケット	8242 H2Oリテイリング	株式交換	64.89	1,836			26.5%
2024/8/1	6295 富士変速機	7989 立川プラインド工業	株式交換	58.88	325			-4.3%
2024/8/5	4215 タキロンシーアイ	8001 伊藤忠商事	TOB	55.49	895	870	-3%	-2.9%
2024/10/29	2715 エレマテック	8015 豊田通商	TOB	58.63	1,705	2,400	41%	40.5%
2024/10/29	1973 NECネットエスアイ	6701 NEC	TOB	51.36	3,000	3,250	8%	8.5%
2025/1/10	3254 プレサンス	3288 オープンハウスグループ	TOB	63.42	1,957	2,390	22%	22.7%
2025/1/31	5481 山陽特殊製鋼	5401 日本製鉄	TOB	53.08	2,001	2,750	37%	NA

出所：QUICK、会社資料 作成：岡三証券 2025年2月5日現在

※発表プレミアムはTOB及び売却ケースのみ、1株あたり買付価格÷発表日終値

※赤字はTOB中

※NECネットエスアイ、プレサンス、山陽特殊製鋼は監理銘柄、貸株申込制限

※騰落率（5営業日）のTOB平均は5営業日を経過した銘柄のみ対象、終値ベース

TOB平均 25% 23%

図表6. TOBされた子会社はキャッシュリッチ、低PBRの傾向

直近1年 TOBによる完全子会社化で親子上場解消を発表した銘柄群の特徴

	時価総額 (億円)	PBR (倍)	実績 ROE (%)	日経予想 PER (倍)	売上高 営業利益率 (%)	ネットキャッシュ (億円)	ネットキャッシュ/ 時価総額 (%)	2023年 騰落率 (%)
上場子会社	964	0.9	10.1	11.1	7.2	196	14.3	24.4
上場親会社	34,287	1.5	17.9	11.5	8.1	-16,395	-33.9	40.0

出所：QUICK 作成：岡三証券 ※データはユニバース中央値

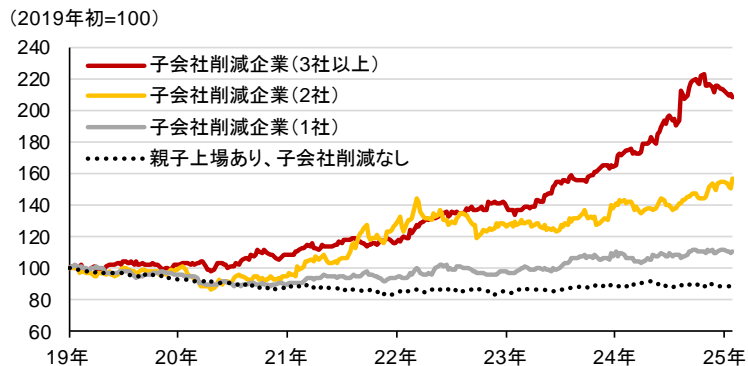
※対象は図表5で示した銘柄のうち、取引手段がTOBだった銘柄

※2024年1月末時点の財務データの中央値をみた

※ネットキャッシュは現預金+有価証券-有利子負債

図表7. 長期では子会社削減数が多い親会社がアウトパフォーム

2019年~24年 上場子会社の削減数別 上場親会社の対TOPIX平均株価推移



出所：QUICK 作成：岡三証券 週次 2025年1月31日現在

※ユニバースはTOPIX500採用企業

**図表8. 親会社によるTOBが期待される上場子会社**  
キャッシュリッチ、低PBRの主な上場子会社とその親会社

子会社				親会社			
コード	銘柄	時価総額 (億円)	PBR (倍)	ネットキャッシュ (億円)	コード	銘柄	時価総額 (億円)
1884	日道路	813	0.80	239	1803	清水建	9,543
1930	北電事	354	0.78	191	9505	北陸電	1,703
2211	不二家	621	1.11	84	2212	山崎パン	5,998
4551	鳥居薬	1,407	1.14	438	2914	J T	79,300
4974	オハライ	1,202	1.04	344	2531	宝HD	2,644
5659	日精線	418	1.01	148	5471	大特鋼	2,625
7229	エカ技研	300	0.30	456	7267	ホンダ	73,207
7513	コジマ	774	1.17	171	3048	ヒッカマ	3,098
7739	キヤノ電	1,056	0.84	294	7751	キヤノン	67,648
7970	信越ホリ	1,281	1.06	420	4063	信越化	90,714
8014	蝶理	839	0.92	47	3402	東レ	17,734
8283	PALTAC	2,611	0.90	607	7459	メタバール	4,884

出所：QUICK 作成：岡三証券 2025年2月5日現在

※以下条件に合致する銘柄から選定

- ①全上場企業で時価総額が300億円以上の上場子会社
- ②子会社のネットキャッシュ（現預金＋有価証券－有利子負債）がプラス
- ③子会社PBRが1.2倍未満
- ④規制・ファイナンス対象外

**図表9. 親子上場の完全解消が期待される親会社**  
上場子会社ゼロ化に近い上場親会社

親会社				子会社		
コード	銘柄	時価総額 (億円)	19年→25年 上場子会社 削減数	コード	銘柄	時価総額 (億円)
2809	キュービー	4,220	-1	2830	アラハタ	211
4188	三菱ケミ	11,732	-1	4091	日本酸素	18,558
5020	ENEOS	23,247	-1	5727	邦チケコム	723
5411	J F E	11,360	-2	4832	JFE-SI	554
6758	ソニーG	213,706	-2	6185	S M N	58
7003	三井E&S	1,602	-2	6391	加地テック	61
7267	ホンダ	73,207	-1	7229	エカ技研	300
8015	豊通商	26,852	-1	2737	トメントパ	415
8053	住友商	42,255	-1	9719	S C S K	10,735
9613	NTTフレッグ	43,688	-2	3850	NTTDIM	122
9735	セコム	23,666	-2	6744	能美防	1,812

出所：QUICK 作成：岡三証券 2025年2月5日現在

※以下条件に合致する銘柄から選定

- ①親会社がTOPIX1000採用企業
- ②親会社が2019年→24年で上場子会社数が減少
- ③直近の上場子会社数が1社のみ
- ④規制・ファイナンス対象外

## 重要な注意事項

### 免責事項

- ・本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、個々の投資家の特定の投資目的、または要望を考慮しているものではありません。また、本レポート中の記載内容、数値、図表等は、本レポート作成時点のものであり、事前の連絡なしに変更される場合があります。なお、本レポートに記載されたいかなる内容も、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。
- ・本レポートは、岡三証券が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されたものですが、その情報の正確性、安全性を保証するものではありません。企業が過去の業績を訂正する等により、過去に言及した数値等を修正することがありますが、岡三証券がその責を負うものではありません。
- ・岡三証券及びその関係会社、役職員が、本レポートに記されている有価証券について、自己売買または委託売買取引を行う場合があります。岡三証券の大量保有報告書の提出状況については、岡三証券のホームページ(<https://www.okasan.co.jp/>)をご参照ください。

### <有価証券や金銭のお預かりについて>

株式、優先出資証券等を当社の口座へお預かりする場合は、口座管理料をいたしません。外国証券(円建て債券および国内の金融商品取引所に上場されている海外ETFを除きます。)をお預かりする場合には、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。ただし、電子交付サービスを契約している場合には、口座管理料は1年間に2,640円(税込み)とします。なお、当社が定める条件を満たした場合は外国証券の口座管理料を無料といたします。上記以外の有価証券や金銭のお預かりについては料金をいたしません。証券保管振替機構を通じて他社へ株式等を口座振替する場合には、口座振替する数量に応じて、1銘柄あたり6,600円(税込み)を上限として口座振替手数料をいただきます。

お取引にあたっては「金銭・有価証券の預託、記帳及び振替に関する契約のご説明」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

### <株式>

- ・株式(株式・ETF・J-REITなど)の売買取引には、約定代金(単価×数量)に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。ただし、株式累積投資は一律1.265%(税込み)の売買手数料となります。国内株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・外国株式の海外委託取引には、約定代金に対し、最大1.518%(税込み)の売買手数料をいただきます。外国株式の国内店頭(仕切り)取引では、お客様の購入および売却の単価を当社が提示します。この場合、約定代金に対し、別途の手数料および諸費用はかかりません。
- ※外国証券の外国取引にあたっては、外国金融商品市場等における売買手数料および公租公課その他の賦課金が発生します(外国取引に係る現地諸費用の額は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、その合計金額等をあらかじめ記載することはできません)。外国株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・株式は、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による株価の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・株式は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、株価が変動することによって損失が生じるおそれがあります。
- ・また、外国株式については、為替相場の変動によって、売却後に円換算した場合の額が下落することによって損失が生じるおそれがあります。
- ・REITは、運用する不動産の価格や収益力の変動、発行者である投資法人の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により価格や分配金の変動し、損失が生じるおそれがあります。

### <債券>

- ・債券を募集・売出し等により、または当社との相対取引により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。なお、取引価格には、販売・管理等に関する役務の対価相当額が含まれております。
- ・債券は、金利水準、株式相場、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による債券価格の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・債券は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、債券価格が変動することによって損失が発生するおそれがあり、また、元本や利子の支払いの停滞もしくは支払い不能の発生または特約による元本の削減等のおそれがあります。
- ・金融機関が発行する債券は、信用状況の悪化により本拠所在地国の破綻処理制度が適用され、債権順位に従って元本や利子の削減や株式への転換等が行われる可能性があります。ただし、適用される制度は発行体の本拠所在地国により異なり、また今後変更される可能性があります。

### <個人向け国債>

- ・個人向け国債を募集により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。個人向け国債を中途換金する際は、次の計算によって算出される中途換金調整額が、売却される額面金額に経過利子を加えた金額より差し引かれます(直前2回分の各利子(税引前)相当額×0.79685)。
- ・個人向け国債は、安全性の高い金融商品ではありますが、発行体である日本国政府の信用状況の悪化等により、元本や利子の支払いが滞ったり、支払い不能が生じるおそれがあります。

### <転換社債型新株予約権付社債(転換社債)>

- ・国内市場上場転換社債の売買取引には、約定代金に対し、最大1.10%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。転換社債を募集等によりご購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・転換社債は転換もしくは新株予約権の行使対象株式の価格下落や金利変動等による転換社債価格の下落により損失が生じるおそれがあります。また、外貨建て転換社債は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

### <投資信託>

- ・投資信託のお申込みにあたっては、銘柄ごとに設定された費用をご負担いただきます。  
お申込時に直接ご負担いただく費用:お申込手数料(お申込金額に対して最大3.85%(税込み))  
保有期間中に間接的にご負担いただく費用:信託報酬(信託財産の純資産総額に対して最大年率2.254%(税込み))  
換金時に直接ご負担いただく費用:信託財産留保金(換金時に適用される基準価額に対して最大0.5%)  
その他の費用:監査報酬、有価証券等の売買にかかる手数料、資産を外国で保管する場合の費用等が必要となり、商品ごとに費用は異なります。お客様にご負担いただく費用の総額は、投資信託を保有される期間等に応じて異なりますので、記載することができません(外国投資信託の場合も同様です)。
- ・投資信託は、国内外の株式や債券等の金融商品に投資する商品ですので、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が下落することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・投資信託は、組入れた有価証券の発行者(或いは、受益証券に対する保証が付いている場合はその保証会社)の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が変動することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・上記記載の手数料等の費用の最大値は、今後変更される場合があります。

### <ファンドラップ>

#### 手数料等の諸費用について

ファンドラップにおいて、直接お支払いいただく費用は、保有する、当社が運用方針に則して選定した国内公募投資信託(以下「投資対象ファンド」といいます。)の時価評価額に対して最大1.65%(年率・税込み)となります。投資対象ファンドは、ほかの投資信託を投資対象とするファンド・オブ・ファンズとなっており、実質的な費用は、投資対象ファンドの信託報酬に最終投資先の運用管理費用(信託報酬)等を加算した費用を間接的にご負担いただきますが、運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を示すことはできません。詳しくは投資信託説明書(交付目録見書)をご確認ください。

#### 主な投資リスクについて

投資一任契約とは、当事者の一方が、相手方から、金融商品の価値等の分析に基づく投資判断の全部または一部を一任されるとともに、当該投資判断に基づき当該相手方のための投資を行うのに必要な権限を委任されることを内容とする契約です。

- ・投資対象ファンドは、実質的に国内外の値動きのある有価証券等により運用を行いますので、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による組入れ有価証券の値動き等に伴い、投資対象ファンドの基準価額も変動します。これらの要因により投資対象ファンドの基準価額が下落し、損失が生じるおそれがあります。
- ・投資対象ファンドに実質的に組み込まれた株式や債券等の発行者の倒産や信用状況等の悪化により投資対象ファンドの基準価額が下落し、損失が生じるおそれがあります。

## <信用取引>

信用取引には、約定代金に対し、最大1.265% (税込み) (手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円 (税込み)) の売買手数料、管理費および権利処理手数料をいただきます。また、買付けの場合、買付代金に対する金利を、売付けの場合、売付株券等に対する貸株料および品貸料をいただきます。委託保証金は、売買代金の30%以上で、かつ300万円以上の額が必要です。信用取引では、委託保証金の約3.3倍までのお取引を行うことができるため、株価の変動により委託保証金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。

○2037年12月までの間、復興特別所得税として、源泉徴収に係る所得税額に対して2.1%の付加税が課税されます。

○金融商品は、個別の金融商品ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。金融商品取引のご契約にあたっては、あらかじめ当該契約の「契約締結前交付書面」(もしくは目論見書及びその補完書面)または「上場有価証券等書面」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。ファンドラップの申込みの際には「投資一任契約書(兼契約締結時交付書面)」「サービス約款」等で契約内容をご確認ください。

○自然災害等不測の事態により金融商品取引市場が取引を行えない場合は売買執行が行えないことがあります。

## 【日本以外の地域における本レポートの配布】

・香港における本レポートの配布:本レポートは、香港証券先物委員会(SFC)の監督下にある岡三国際(亜洲)有限公司によって、SFCに規定される適格機関投資家(PI)に配信されたものです。本レポートに関するお問い合わせは岡三国際(亜洲)有限公司にお願いします。

・米国内における本レポートの配布:本レポートは岡三証券が作成したものであり、1934年米国証券取引所法に基づく規則15a-6に規定される米国主要機関投資家のみには配信されたものです。本レポートは、受領者及びその従業員が使用することを目的として配信しております。岡三証券は、米国内における登録業者ではないため、米国居住者に対しブローカー業務を行いません。本レポートのアナリストは米国で活動をしていないため、米国のリサーチ・アナリストとして登録されておらず、資格も有しておりません。したがって、当該アナリストは、米国金融規制機構(FINRA)規則の適用の対象ではありません。

・その他の地域における本レポートの配布:本レポートは参照情報の提供のみを目的としており、投資勧誘を目的としたものではありません。本レポートの受領者は、自身の投資リスクを考慮し、各国の法令、規則及びルール等の適用を受ける可能性があることに注意する必要があります。地域によっては、本レポートの配布は法律もしくは規則によって禁じられております。本レポートは、配布や発行、使用等を行うことが法律に反したり、岡三証券に何らかの登録やライセンスの取得が要求される国や地域における国民や居住者に対する配布、使用等を目的としたものではありません。

※本レポートは、岡三証券が発行するものです。本レポートの著作権は岡三証券に帰属し、その目的いかんを問わず無断で本レポートを複写、複製、配布することを禁じます。

## 岡三証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第53号

加入協会:日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

(2025年1月改定)