

11年連続で純減した親子上場

西山 賢吾

■ 要 約 ■

1. 野村資本市場研究所が調査した 2017 年度（2018 年 3 月）末時点での日本の親子上場企業（親会社が上場会社である上場子会社）数は、前年度末に比べ 7 社純減して 263 社となった。親子上場企業数は 2007 年度末以降 11 年連続で純減を続けており、ピークであった 2006 年度末の 417 社からは約 37%（154 社）減少している。
2. 親子上場の解消理由として最も多いのは上場親会社による完全子会社化（11 件）である一方、上場子会社の株式売却に伴う親子関係の解消は、2017 年度中は 1 件に留まった。また、2017 年度中の新たな親子上場は、新規上場（4 件）と、上場会社による TOB（株式公開買い付け）等に伴う上場子会社化（4 件）が主なものであった。
3. 親子上場に関し、これを積極的にとらえる見方と、問題とする見方があるが、近年は利益相反への懸念や少数株主保護の観点から親子上場に対し総じて厳しい見方がされている。こうした見方に対応するため、上場子会社には一般の上場会社に比べより高い水準でのガバナンス体制の構築や、投資家等に対する積極的な説明、情報開示の姿勢が求められると考える。
4. 親子上場を取り巻く環境を考えると、今後も新規の親子上場は一定数見られるであろうが、グループ全体での企業価値向上に向けたグループガバナンスもさらに重要度を増すと考えられるため、親子上場全体としては純減の基調が継続すると考える。そうした中で、完全子会社化だけではなく、親会社が子会社の持分を減らしつつ独立性の高い上場企業とするといった、親子上場解消手法の多様化も期待される。

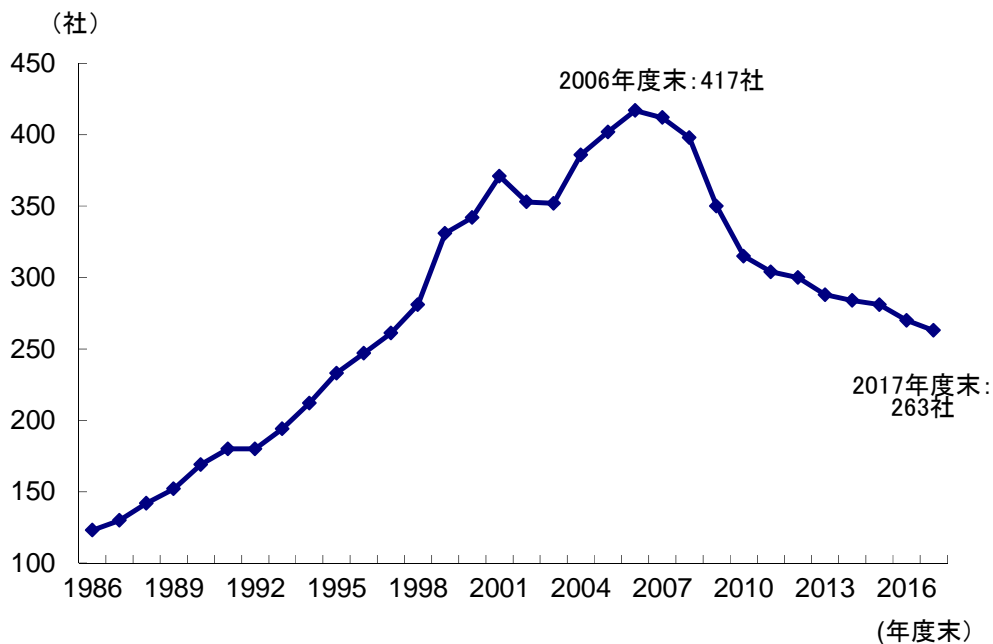
I. 2017年度末現在の「親子上場企業数」は263社に

1. 11年連続で純減した親子上場企業数

野村資本市場研究所が調査した2017年度末（2018年3月末）時点での日本の親子上場企業数は、2016年度末（2017年3月末）から7社純減して263社となった。親子上場企業数の純減は2007年度末以降11年連続である（図表1）。

なお、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、証券取引所提出の開示資料である「支配株主に関する事項」において親子関係が判明したものとしている。よって、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になっている場合（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。

図表1 親子上場（上場子会社）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. 親子上場増減の理由

図表 2 は 2013 年度から 2017 年度における、各年度での親子上場企業の主な増減の理由をまとめたものである。

親子上場の減少社数は 16 社であった。内訳を見ると、最も多いのは完全子会社化による上場廃止の 11 社であり、過去を見ても、完全子会社化は親子上場減少の最も多い理由となっている。一方、上場親会社が持分を減らすことによる親子関係の解消は、2016 年度は 10 社あったが、2017 年度は 1 社に留まった。その他は（4 社）は、親会社が上場会社から同一上場企業グループ内の非上場会社や中間持ち株会社に変ったことによる。2016 年度は上場親会社が保有株式を売却して上場子会社をグループ外に切り出す事例が増えたことから、親子上場解消手法の多様化が進むことが期待された。しかし 2017 年の結果を見ると、親子上場解消手法は引き続き完全子会社化が中心であったことが分かる。

一方、親子上場の増加数は 9 社であった。内訳をみると、新規の子会社上場は 2016 年度の 2 社から 4 社に増加した。また、TOB（株式公開買い付け）や第三者割当等により持分が増えて上場企業が親会社になるケースも 4 社あったが、2016 年度の 15 社と比べると 11 社減った。その他の 1 社は、持分は不変であったが、連結子会社化を目的とした合意書の発効に伴い、その他関係会社から親子関係に変ったものである。

図表 2 親子上場の主要増減理由の推移

単位: 社

増減要因	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度
減少企業数	30	22	20	30	16
うち完全子会社化による上場廃止	20	14	14	15	11
うち持分の減少	3	8	1	10	1
うちその他	7	0	5	5	4
増加企業数	18	18	17	19	9
うち持分の増加	14	14	8	15	4
うち新規上場	2	4	8	2	4
うちその他	2	0	1	2	1
純減	12	4	3	11	7

(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

Ⅱ. 親子上場の現状認識と今後の方向性

1. 親子上場の利点と問題点

図表1に示したように、親子上場（上場子会社）企業数は2006年度まではほぼ一貫して増えてきたが、2007年度以降は一転して減少が続いている。

一般に、親子上場についてはその利点と問題点が指摘される。親子上場の子会社側にとっての利点は、上場することで知名度が高まり、優秀な人材の確保が可能になったり、資金調達手段を多様化させることができたりする一方で、引き続き親会社傘下に留まることで安定的な企業経営が期待できることなどが考えられる。一方、親会社にとっては、子会社の上場時に持分の一定割合を放出することで、親子関係を維持しながら子会社株式の売却益を得られることなどがメリットと考えられる。親子上場の増加期にはこうしたメリットを誘因に子会社上場のニーズが高まった。また、当時は証券取引所も優良な子会社の上場を促進する方向であったと推察される¹。

一方、問題点は、親会社と子会社の少数株主との間の利益相反の可能性があることや、少数株主の権利が十分に保護されていないことなど、主にコーポレートガバナンスの観点からの指摘である。実際に、親子上場が増える過程において、親会社の子会社を上場させた後、比較的短い期間に完全子会社化して上場廃止にするなど、コーポレートガバナンスの観点からは問題なしとはいえない事例も見られた。2000年代の半ばに日本で株主アクティビズムが広がる中では、投資ファンド等がこのような事象を日本の株式市場の問題点の一つとして取り上げた。こうした中、2007年には、子会社上場に関する証券取引所の見解も、従来に比べ慎重な方向に変化した²。さらに、2009年には当時の民主党が親子上場の規制の検討を打ち出すなど、親子上場のデメリットが前面に押し出されるようになる中で親子上場企業数は減少に転じ、現在まで減少基調が続いている。

2. コーポレートガバナンスの観点から親子上場を見る目は厳しさを増す

現在の日本における親子上場の問題に対し、証券取引所の見解やその対応は、概ね以下のように整理できるであろう（図表3）。

¹ 東京証券取引所は1996年、「子会社上場ニーズの高まりという情勢に対応し、投資魅力のある子会社の上場促進を図るため、子会社の上場条件について子会社経営の独立性に配慮しつつ、企業の実態に即して弾力的に取り扱えるよう（東京証券取引所「新規上場の手引き‘96」より）、子会社と親会社との間での取締役兼任に関する基準や、グループ外への売上基準などを緩和した。

² 2007年に東京証券取引所は「親会社を有する上場に対する当取引所の考え方について」と、「中核的な子会社の上場に関する証券取引所の考え方について」を公表した。これらで示された見解は図表3に示したものと概ね同じである。

図表3 親子上場に対する証券取引所の基本的見解

<p>○親子上場は、親会社にも子会社にも少数株主が存在することとなり、少数株主間での利益相反が避けられないため、上場時(上場審査時)には以下のとおり対応</p> <ul style="list-style-type: none"> ・子会社の少数株主保護…子会社は、支配権を持つ親会社によって不当に利益を搾取されるおそれがあるため、子会社の親会社からの独立性を確認 ・親会社の少数株主保護…親会社は、日常的な監視が行き届かない子会社の不祥事等により、不利益を被るおそれがあるため、企業集団としての内部管理体制が適切に機能していることを確認
<p>○上場している親会社が、グループ内の中核的な子会社(親会社グループの企業価値の相当部分を占めるような子会社)を上場させる場合、その状況によっては、①証券市場にとって新しい投資物件といえず、②親会社が子会社を上場させて新規公開に伴う利得を二重に得るような結果となるおそれあり</p> <p>⇒中核的な子会社の上場については、各企業グループ、子会社の事業の特性、事業規模、過去の業績の状況、将来の収益見通し等を総合的に勘案しながら慎重に判断</p>
<p>○上場後は、株主の監視による(利益相反等の)未然防止を目的として、開示や内部統制に関する制度を整備。社外取締役による監視の強化などガバナンスの充実を通じて、少数株主の利益を適切に保護することが重要</p>

(出所) 東京証券取引所「東京証券取引所への上場について」(2014年4月24日)を基に
野村資本市場研究所作成

まず、①親子上場は日本独自のものではなく、法制度上親子上場を禁止している国はない。従って、親子上場を禁止、規制することは適切ではない。それでも、②親子上場には利益相反や少数株主保護といったコーポレートガバナンス上の問題が生じやすいという懸念があるため、上場審査にあたり、「子会社の親会社からの独立性」や「企業集団としての内部管理体制が適切に機能していること」の確認を行う。さらに、③上場親会社が同グループの企業価値の相当分を占めるような『中核的な子会社』の上場にあたっては、所属する企業グループや子会社の事業特性、将来の収益見通しなどを総合的に勘案しながら慎重に判断する。そして、④上場後は、株主の監視による利益相反等の未然防止を目的とした開示や内部統制に関する制度の整備、社外取締役による監視の強化などコーポレートガバナンスの拡充を通じて、少数株主の利益を適切に保護することを重要視している。

一方、投資家が親子上場を見る目も、少数株主の保護という観点により重視されることから、一般に厳しい。上場子会社に対し、より高い水準でのガバナンス体制の構築(例えば独立性の高い社外取締役を一般の上場子会社以外の企業より多く置くなど)と、より積極的な情報開示を求める機関投資家も少なくない。

さらに、グループガバナンスの観点からも親子上場への関心、注目が今後一段と高まることが想定される。2018年6月1日より適用が始まった『投資家と企業の対話ガイドライン』は、企業の個別事情を踏まえた実効的な対話の実施を求めているが、「企業においてはグループ経営を行っている場合も多く、(中略)こうした企業の事情を踏まえるに当たっては、グループとしての視点を織り込むことが想定される(ガイドライン1ページ注2)」との記載も見られている。グループ経営の実効性、経営効率を高める上では、子会社のガバナンスをいかに実効性のあるものにするかも非常に大切な要素の一つとなるため、上場子会社に関しても、そのグループ内で置かれた状況や環境等を考慮しつつ、不断に見直しを行う必要があると考える。

他方、新規の親子上場に関しては、株式市場を巡る環境が良好になり、資金調達に対する需要拡大が見込まれることや、市場を通じた優良企業の育成への要請などがある中では、今後も一定数見られるであろう。しかし、上述のように、上場に際しより高水準のガバナンス体制の構築や積極的な情報開示が求められるため、その数は限られると考える。

Ⅲ. 親子上場の動向への注目が高い中、親子上場企業数の純減は継続しよう

以上のような状況を勘案すると、グループ全体の企業価値向上を目指す中で親子上場の見直しが行われ、完全子会社化や子会社の売却の実施もさらに進む中で、親子上場の純減が継続すると考える。また、そうした中では、親会社による子会社買収時の TOB 価格や株式交換比率に関する関心も一段と高まるであろう。実際に、株主からの要請を考慮して、途中で TOB 価格や交換比率を見直す動きも見られることから、それらの決定に当たり、決定プロセスや価格の妥当性を丁寧に株主に示しつつ、理解を得ることの重要性もさらに高まる。その一方で、上場企業同士の親子関係が長期間継続することが我が国の親子上場の特徴であるものの、英米などで見られるスピノフのように、一定期間で親会社が子会社の持分を減らしつつ独立性の高い上場企業とするなど、親子上場の解消手法も多様化していくことが期待される。

日本のコーポレートガバナンス改革の進化を見る上で、親子上場の動向は我が国株式市場において引き続き関心の高いテーマと考える。