

親子上場数は 12 年連続で純減

西山 賢吾

■ 要 約 ■

1. 野村資本市場研究所が調査した 2018 年度末（2019 年 3 月末）時点での日本の親子上場企業数（上場子会社数ベース）は、2017 年度末（2018 年 3 月末）から 1 社純減して 262 社となった。親子上場企業数の純減は 2007 年度末以降 12 年連続である。
2. 親子上場の増減要因を見ると、減少要因としては完全子会社による子会社の上場廃止、増加要因では既上場企業の持ち分を TOB や第三者割当などで増やすことによる子会社化が最も多い。どちらもグループ企業の再編を企図したものと考えられる。
3. 今後を考えると、上場子会社の完全子会社を始めとしたグループ企業の再編の流れの継続が見込まれるため、親子上場企業数は純減が継続するとみる。さらに、利益相反懸念、少数株主の権利保護といったコーポレートガバナンスの観点から、改めて親子上場に関する議論が活発化してきた。議論の活発化を端緒に、親子上場に対する投資家の目が今後より厳しくなることで、親子上場解消の動きが促進される可能性も考えられるため、今後の親子上場を巡る議論の方向性が注目される。

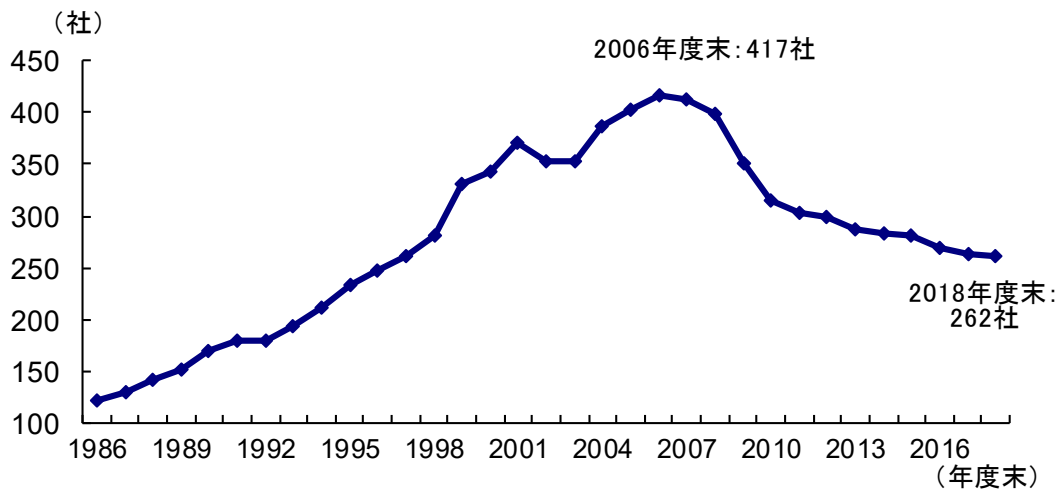
I. 2018 年度末現在の「親子上場企業数」は 262 社に

1. 親子上場企業数は 12 年連続で減少

野村資本市場研究所が調査した 2018 年度末（2019 年 3 月末）時点での日本の親子上場企業数¹は、2017 年度末（2018 年 3 月末）から 1 社純減して 262 社となった。親子上場企業数の純減は 2007 年度末以降 12 年連続である（図表 1）。

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」で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。

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2014年度から2018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。

図表2 親子上場の主要増減理由の推移

単位:社

増減要因	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度
減少企業数	22	20	30	16	22
うち完全子会社化による上場廃止	14	14	15	11	15
うち持分の減少	8	1	10	1	3
うちその他	0	5	5	4	4
増加企業数	18	17	19	9	21
うち持分の増加	14	8	15	4	10
うち新規上場	4	8	2	4	6
うちその他	0	1	2	1	5
純減	4	3	11	7	1

(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

上場子会社の減少は22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15社である。完全子会社は主に企業グループの再編の過程で実施されるものであり、これまでも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、2017年度の1社から、2018年度は3社に増えた。グループ企業の切り出しを主目的に行われる持分の減少は、完全子会社化と同様、グループ再編の一環として実施されるが、完全子会社化に比べると実施される件数は少ない。なお、その他(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へ変わったことや、親会社との共同持ち株会社の設立などによる。

上場子会社の増加は21社であった。内訳をみると、新規の子会社上場は2017年度の4社から6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事例は10社と、2017年度の4社から拡大した。TOBや第三者割当も企業グループ再編の一環と考えられ、持分を増やすことで上場企業をグループ会社とするものである。その他の5社は、親会社の国際会計基準の採用で子会社の対象範囲が変更されたことや、親会社が、非上場会社から同一上場企業グループ内の上場会社へ変わったことなどであった。

II. コーポレートガバナンスの観点から親子上場が改めて注目される

我が国の親子上場は、2000年代の半ば頃、企業構造や証券市場における特殊性の問題として取り上げられて注目を集め、当時は、親子上場の規制や禁止の必要性を訴える声もあった。しかし、世界的に見ても子会社上場自体を禁止している国はなく、企業再編の過程では親子上場にも一定の意義が認められることや、実証研究などにより、我が国では親会社による子会社の重大な経済的搾取は見られてはいないという見解が広がるようになった。また、こうした議論の進展と時を同じくして、親子上場企業数が純減してきたことも手伝い、親子上場に関する議論が表面に出る機会は減少していた。

最近になって、再度、親子上場に関する議論が活発化の方向を示し始めた。経済産業省のコーポレート・ガバナンス・システム(CGS)研究会(第2期)では2018年10月以降、子会社を保有しグループ経営を行う企業において、グループ全体の企業価値向上を図るためのガバナンス(「グループガバナンス」)を適切に運営・強化するための在り方が議論され、ここでの議論を踏まえ、2019年6月28日に「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)」が策定された。

特に、グループガバナンスの文脈で、「上場子会社に関するガバナンスの在り方」が取り上げられた点が注目される。CGS研究会の議論において、上場子会社という形態は、過渡的な選択肢としては一定の意義が認められるとしながらも、一方で、支配株主である親会社と、上場子会社の一般(少数)株主の間に構造的な利益相反リスクが内在していることから、親会社では上場子会社として維持することの合理的理由やガバナンス体制の実効性確保に関する説明を、子会社では独立社外取締役の比率を高める(3分の1以上や過半数等)ことや、子会社の指名委員会、報酬委員会の親会社からの独立性担保、積極的な情報開示の必要性などが指摘されている。

また、2019年4月24日に公表された「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガ

「バナンス・コードのフォローアップ会議」意見書(4)『コーポレートガバナンス改革の更なる推進に向けた検討の方向性』では、コーポレートガバナンス改革のさらなる実効性向上を働きかける上での課題や今後の検討の方向性などが示されているが、この中でも、上場子会社のガバナンス問題をはじめとするグループガバナンスの在り方に関する検討を進めることへの言及も見られている。

親子上場の今後の方向性については、以前より、グループ全体の企業価値向上を目指す戦略の一環として親子上場の見直しが続いていることから、完全子会社化や子会社の売却の実施はさらに進むと見込まれる。特に完全子会社化はグループ再編の主な手法として今後も活発に実施されるとみられるため、親子上場の純減は継続すると考えている。本稿で述べた親子上場企業の推移や、親子上場を巡る環境を考慮すれば、こうした考え方を変更する必要は今のところないであろう。加えて、コーポレートガバナンス、特に少数株主保護の観点から改めて親子上場の在り方について取り上げられたことをきっかけとして、親子上場に対する投資家の目が今後より厳しくなることで、親子上場解消の動きが促進される可能性も考えられる。このため、今後の親子上場を巡る議論の方向性が注目される。