

純減が続く親子上場企業数

西山 賢吾

■ 要 約 ■

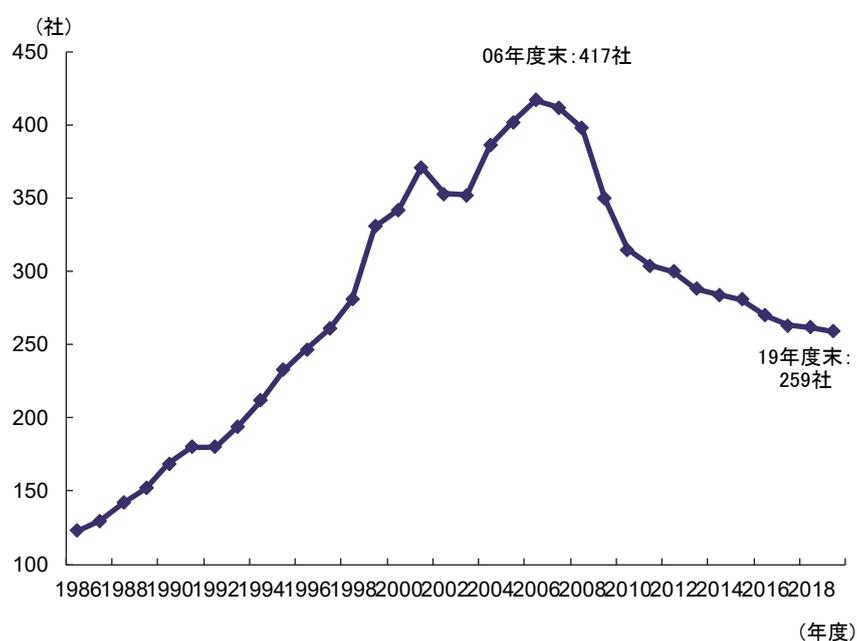
1. 野村資本市場研究所で調べた、2019年度末（2020年3月末）時点での日本の親子上場企業数は、2018年度末（2019年3月末）から3社純減して259社となり、2007年度末以降13年連続で純減した。
2. 親子上場が解消される最も多い事例は、上場親会社による子会社の完全子会社化であった。グループ経営の強化を目的とした再編の過程で実施されることが多い。また、親会社の持分減少による親子関係の解消事例が増加した。企業グループの再編に伴い事業ポートフォリオの見直しが進んできたものと考えられる。投資ファンドへの売却も見られた。
3. 一方、新たな親子上場の事例を見ると、子会社の新規上場や、既上場企業を新たに保有したり、持分法適用会社を子会社化したりするものが見られた。これらも、主に企業グループの競争力強化を目指したものと考えられる。
4. 「グループガバナンス」が、コーポレートガバナンス改革の次の課題として注目されている。親子上場の文脈では、「子会社のガバナンス強化」と、「親会社による子会社上場企業を有する合理的な理由の説明」などが主な論点と考えられる。前者では「独立社外取締役の増員（例えば3分の1以上や過半数）」、後者では「親子上場の合理性の検証」が特に重要となるであろう。株式市場の持つ資金調達機能を活かすためにも、ステークホルダーが親子上場に対し納得できるような説明を行うこと、そして企業グループの競争力を強化する中で親子上場をどのように位置づけ、経営戦略に織り込んでいくのかに注目したい。

I 2019年度末「親子上場企業数」は259社に

1. 親子上場企業数は13年連続で減少

野村資本市場研究所が調査した2019年度末（2020年3月末）時点での日本の親子上場企業数は、2018年度末（2019年3月末）から3社純減して259社となった¹。親子上場企業数の純減は2007年度末以降13年連続である（図表1）。

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

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」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。

2. 子会社の新規上場と完全子会社化による上場廃止が増減の主要因

図表2は2015年度から2019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。これを見ると、次のような特徴がある。

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12社である。完全子会社は企業グループの再編の過程等で実施されるものであり、日本の親子上場解消の最も多い理由となっている。

また、上場親会社が持分を減らしたり、売却したりすることによる親子関係の解消が2018年度の3社から、2019年度に6社に増えたことは注目できる。グループ企業の再編の中で企業の切り出しを主目的に行われる持分の減少は、完全子会社化に比べると実施される件数は少なかった。しかし、競争力がありながらもグループの事業ポートフォリオからは外れてしまうような企業が親会社から独立する、あるいは、他社のグループに入るなど、ダイナミックにポートフォリオを見直す企業が増えることは、基本的には好ましいことと考える。さらに、同様な観点から、投資ファンドに子会社を売却する事例も見られた。

その他の4社の内2社は企業グループ内他社との合併、2社は親会社の非上場化が理由である。

上場子会社の増加は19社であった。内訳をみると、新規の子会社上場は2018年度の6社から9社に増加した。新規に子会社を上場させる、また、TOB（株式の公開買付）や第三者割当等により、持分を増やして上場企業が親会社になる事例は10社と、2018年度と同数であった。

図表2 親子上場の主要増減理由の推移

単位：社

増減要因	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度
減少企業数	20	30	16	22	22
うち完全子会社化による上場廃止	14	15	11	15	12
うち持分の減少	1	10	1	3	6
うちその他	5	5	4	4	4
増加企業数	17	19	9	21	19
うち持分の増加	8	15	4	10	10
うち新規上場	8	2	4	6	9
うちその他	1	2	1	5	0
純減	3	11	7	1	3

(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

なお、いったん子会社化した上で、次のステップとして完全子会社化を実施することにより、最終的に当該子会社が上場廃止になる事例も見られている。

II グループガバナンスが注目される中、親子上場の動向に注目

1. ガバナンスの強化と親会社の説明責任が重要に

コーポレートガバナンス改革の観点からは、「グループガバナンス」が次の課題として議論が進められる方向である。2019年6月に経済産業省コーポレート・ガバナンス・システム（CGS）研究会（第2期）は「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）」を公表し、この中で親子上場については、①親会社による投資家に対する子会社上場の合理性の説明、②子会社のガバナンス体制の強化（独立社外取締役の3分の1以上や過半数への増員など）、③子会社による情報開示の積極化、④上場会社経営陣の指名の在り方（子会社で独立した後継者計画の策定など）や⑤報酬の在り方（子会社で独立した報酬政策の策定など）などが取り上げられている。また、2021年にも見込まれるコーポレートガバナンス・コードの再改訂においても主要なテーマとなるであろう。

2020年3月末時点の上場子会社の内、東証に上場している249社のガバナンス体制は図表3のとおりである。

図表3 上場子会社（東証上場企業分）のガバナンス体制

	指名委員会 設置会社	監査等委員会 設置会社	監査役会設 置会社	合計
上場子会社数(社)	5	76	168	249
上場子会社数に占める割合	2.0%	30.5%	67.5%	100.0%
社外取締役比率3分の1以上(社)	2	43	81	126
同比率	40.0%	56.6%	48.2%	50.6%
社外取締役が過半(社)	2	5	2	9
同比率	40.0%	6.6%	1.2%	3.6%
任意の指名委員会設置(社)	-	25	77	102
同比率	-	32.9%	45.8%	41.0%
任意の報酬委員会設置(社)	-	28	84	112
同比率	-	36.8%	50.0%	45.0%

(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

これを見ると、社外取締役の取締役会全体に占める割合が3分の1以上の企業は全体の約半数あるが、過半を置く企業は3%強と非常に少ないことが分かる。また、任意で指名委員会や報酬委員会を置く企業は約4割強存在する。

親会社のような支配株主が存在する企業の場合、利益相反の懸念が存在するため、通常の上場企業より透明性の高いガバナンス体制が求められる方向が今後さらに強まるであろう。実際に、機関投資家の議決権行使基準においても、通常の企業に対しては社外取締役の複数選任を求めるのに対し、親子上場の子会社や支配株主の存在する企業に対しては、独立性の高い社外取締役を3分の1以上、あるいは過半数選任することを求める動きが進んでいる。

2. 株式市場を積極的に利用し、競争力強化目的のグループ再編が進むことに期待

グループ再編の活発化の中で完全子会社化が進む一方、新たな親子上場事例も一定数存在する。しかし、既上場企業を子会社化した後、完全子会社により当該子会社が上場廃止になる事例も見られることもあり、「上場子会社の緩やかな純減」という傾向は継続すると考える。

コーポレートガバナンスの観点から、親子上場に何らかの規制を行う必要性があるという意見があるのは確かである。しかし、現状では、規制を行うよりも、株式市場の持つ資金調達機能や、株主（投資家）の監督機能を活かし、子会社のガバナンス強化、ステークホルダーへの説明責任を充実されることの方がより重要と考える。その一方、TOB や完全子会社化を行う際の少数株主保護の観点などから、全部買い付け義務の必要性の有無などは検討に値するであろう。そして企業グループの競争力を強化する中で親子上場をどのように位置づけ、経営戦略に織り込んでいくのかに注目したい。