

親子上場の状況（2020年度末）

－4年ぶりに2桁の純減に－

西山 賢吾

■ 要 約 ■

1. 野村資本市場研究所で調べた、2020年度末（2021年3月末）時点での日本の親子上場企業数は、2019年度末（2020年3月末）から11社純減して248社となった。純減は2007年度末以降14年連続であり、純減が2桁となったのは2016年度末以来4年ぶりであった。
2. 親子上場が解消された理由が多様化してきた。最も多いのはこれまでと同様上場親会社による子会社の完全子会社化であったが、親会社の持分減少による親子関係の解消が増えている。さらに、傘下子会社の統合による上場廃止も見られるなど、企業グループや事業ポートフォリオの再編を進める中で、親子上場の見直しが進められていることが窺われる。
3. 一方、親子上場の増加の事例を見ると、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ものが見られた。これらも、企業グループの競争力強化が主眼と考えられる。
4. 親子上場企業数は今後も純減が続くと考えられる。純減のカタリスト（誘因）と考えられるものとして、まず、2021年6月に再改訂されたコーポレートガバナンス・コードにおいて、親会社から独立した社外取締役を3分の1以上（プライム上場企業は過半数）置くなど、上場親会社を持つ子会社に対しより高いガバナンス水準が求められたことが挙げられる。加えて、2022年4月に実施予定の東京証券取引所の市場改革で設置される各市場において、流通株式比率基準が設定されていることにより、上場親会社やそのグループ企業等がグループ戦略の中で上場子会社の保有比率を見直すきっかけになる可能性が考えられる。

野村資本市場研究所 関連論文等

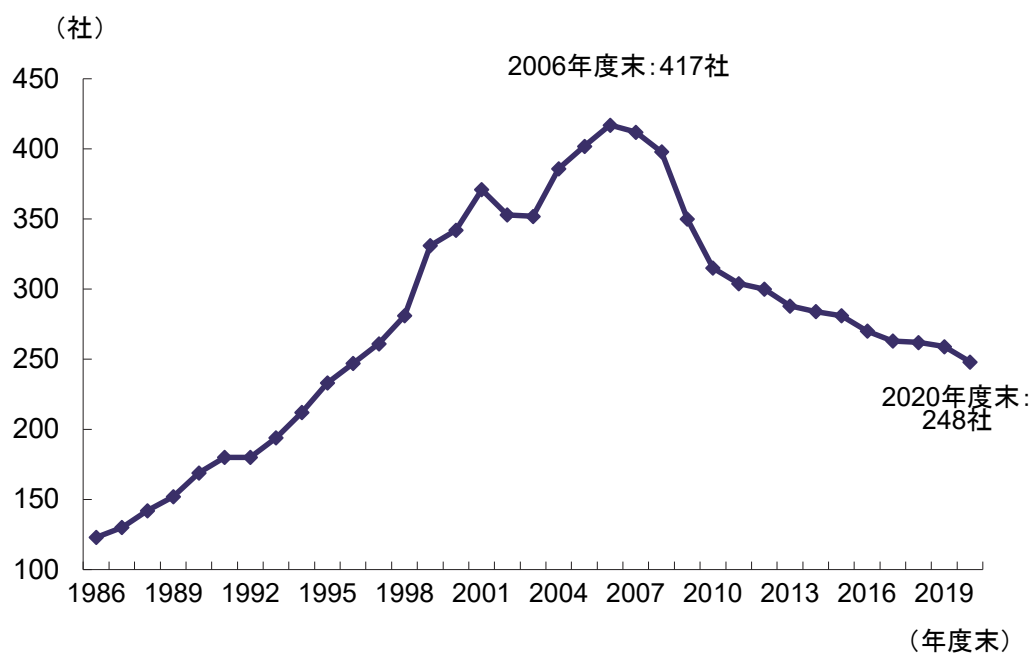
- ・ 西山賢吾「純減が続く親子上場企業数」『野村サステナビリティクォーターリー』2020年夏号。
- ・ 西山賢吾「2021年日本のコーポレートガバナンス改革の注目点」『野村サステナビリティクォーターリー』2021年冬号。

I 2020年度末の「親子上場企業数」は248社に

1. 親子上場企業数は4年ぶりの2桁純減

野村資本市場研究所が調査した2020年度末（2021年3月末）時点での日本の親子上場企業数は、2019年度末（2020年3月末）から11社純減して248社となった¹（図表1）。親子上場企業数の純減は2007年度末以降14年連続であり、純減数が2桁となったのは2016年度末以来4年ぶりである。

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

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. 多様化する親子上場解消の理由

図表2は2016年度から2020年度における、各年度での親子上場企業数の主な増減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29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再編の過程で実施されることが多く、これまでも日本の親子上場解消の理由としても最も多い。

上場親会社がその持分を減らしたり、株式を売却したりすることによる親子関係の解消が、2019年度の6社から2020年度は10社に増えた。これまで、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減少は、完全子会社化に比べると実施件数は少なかった。しかし、競争力を有し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、事業ポートフォリオを積極的に見直す企業が増えてきたこと、さらに傘下子会社同士が統合することによる上場廃止も見られるなど、企業グループの再編、及び事業ポートフォリオの見直しを進める中で親子上場の見直しも活発に行われるようになってきたことが、持ち分減少等による親子上場解消増加の要因と見られる。

一方、上場子会社の増加は18社であった。内訳をみると、新規の子会社上場は2019年度の9社から8社に減少した。新規に子会社を上場させる、また、TOB（株式公開買付）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、2018年度、2019年度ともに同数の10社であった。

図表2 親子上場増減の要因

単位:社

増減要因	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度
減少企業数	30	16	22	22	29
うち完全子会社化による上場廃止	15	11	15	12	12
うち持分の減少	10	1	3	6	10
うちその他	5	4	4	4	7
増加企業数	19	9	21	19	18
うち持分の増加	15	4	10	10	10
うち新規上場	2	4	6	9	8
うちその他	2	1	5	0	0
純減	11	7	1	3	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

また、既上場企業の持分を増やして子会社化することになったとしても、通常グループ戦略の一環として実施されることから、いったん子会社化した上で次の段階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相応に見られている。

II 親子上場の純減継続が見込まれる

1. 再改訂 CG コードで子会社のガバナンス強化が要請される

親子上場は2007年度末以降14年連続で純減が続いているが、純減は今後も継続が見込まれる。そのカタリスト（誘因）の一つとなるのが、2021年6月に再改訂されたコーポレートガバナンス・コード（以下CGコード）である。

今回の改訂で、基本原則4の「考え方」において、「支配株主は、会社及び株主共同の利益を尊重し、少数株主を不公正に取り扱ってはならないのであって、支配株主を有する上場会社には、少数株主の利益を保護するためのガバナンス体制の整備が求められる。」との文言が付加された。また、補充原則4-8③として新たに、「支配株主を有する上場会社は、取締役会において支配株主からの独立性を有する独立社外取締役を少なくとも3分の1以上（プライム市場上場会社においては過半数）選任するか、または支配株主と少数株主との利益が相反する重要な取引・行為について審議・検討を行う、独立社外取締役を含む独立性を有する者で構成された特別委員会を設置すべきである。」が付加された。

親子上場に関しては、親会社と子会社の少数株主との間での利益相反の懸念が指摘されている。一方で、親会社側からはそのようなリスクの認識はそれ程高くなく²、少数株主と親会社の間で利益相反に対する認識ギャップが感じられる。こうした中、今回のCGコード改訂では、懸念に対するアカウンタビリティ（説明責任）とディスクロージャー（情報開示）の拡充で対応することが想定されている。

さらに、親会社（上場子会社を有する上場会社）に対しては、2020年2月に東京証券取引所（以下東証）が行った有価証券上場規程等の一部改正により、「グループ経営に関する考え方及び方針を踏まえた上場子会社を有する意義及び上場子会社のガバナンス体制に実効性確保に関する方策など」を、コーポレート・ガバナンスに関する報告書において開示することが既に求められている。

子会社のガバナンス強化と親会社による子会社保有の意義の説明は、企業グループを見直し、再編等を行う一つのきっかけを与えることが考えられる。

² 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（第23回 2021年1月26日開催）提出資料『グループガバナンス/株式の保有構造等』によれば、上場親会社を対象としたアンケート調査によると、「上場子会社と一般株主の間で利益相反リスクを感じることもあるか」との質問に対し、回答社数141社のうち78%が「あまりない」との回答する一方、「たまにある」は16%「頻繁にある」は0%の回答に留まっている。

2. 東証市場改革も親子上場解消の誘因に

東証の市場再編に伴い2022年4月からスタートする新しい市場（プライム、スタンダード、グロース）においては、流通株式比率の基準が設けられている。特に、「多くの機関投資家の投資対象になりうる規模の時価総額（流動性）を持ち、より高いガバナンス水準を備え、投資家との建設的な対話を中心に据えて持続的な成長と中長期的な企業価値の向上にコミットする企業及びその企業に投資をする機関投資家や一般投資家のための市場」として位置づけられるプライム市場においては、流通株式比率が35%以上と、スタンダード、グロース（いずれも25%以上）よりも高い水準が求められる。さらに、流通株式にはいわゆる政策保有株式は含まれないこととされた。

流通株式に関する基準は、親会社の保有比率が高い企業や、親会社と他のグループ企業で保有されている企業、さらには、親会社が存在する上に政策保有目的株式保有が多い企業などでは、各社の保有比率の見直し、さらには親子上場の見直しにもつながることが考えられる。

3. グループ競争力強化の動きが親子上場見直しにつながる

日本の親子上場は、上場子会社の上場期間が相対的に長い、すなわち「長期の親子関係の継続」が特徴である。親子上場を禁止している国は見られないものの、他国では、一時的に親子上場の形態をとったとしても、比較的早期に完全子会社化して上場廃止になるか、親会社が保有比率を低下させる、あるいは資本関係がなくなる（スピアウト）ことにより親子上場が解消されることが相対的に多い。

上場子会社には、上場により子会社自身の知名度が高まり、優秀な人材の確保や資金調達手段の多様化が可能になることや、親会社の傘下に留まることによって安定的な企業経営が期待できるなどの利点もあるが、上述した利益相反が投資家サイドからは強く懸念されている。

今回のCGコードの改訂では、カバナンスの強化やアカウントビリティ、ディスクロージャーの充実が重要視されており、これにより株主（投資家）と企業との建設的な対話がさらに進むことによって親子上場の合理性が不断に検証されるとともに、競争力強化と企業（グループ）価値向上に向けたグループ企業の事業ポートフォリオの見直しにもつながって、企業グループの再編はさらに続くと考えられる。このようなことを考慮すると、親子上場企業数の純減は継続することが見込まれる。さらに、日本でも親子上場に対する考え方が、今後「長期継続」から「一時的形態」へ変化していくことも想定され得るであろう。