

第5章 親子上場をめぐる議論と今後の展望

岡村 秀夫

はじめに

2019年6月に経済産業省が公表した「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」（以下、グループガイドライン）、同年8月にアスクルの社長と社外取締役3人が実質的な親会社のヤフーによって解任された問題¹⁾ などを受け、親子上場をめぐる議論が再燃している。2020年1月からは、東京証券取引所においても「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」（以下、従属上場会社研究会）が検討を開始し、同年9月に「支配株主及び実質的な支配力を持つ株主を有する上場会社における少数株主保護の在り方等に関する中間整理」（以下、中間整理）が公表された。

親子上場に関する主な論点として、支配株主である親会社から独立した意思決定を確保し、上場子会社の一般株主を保護すること、すなわち親子間の利益相反リスク抑制が挙げられる。背景には、諸外国と比較して親子上場数とその市場に占める比率が際立っており（次節図表5-2、図表5-4参照）、ややもすれば、海外投資家等から日本のコーポレートガバナンス形態の特異性として疑問を抱かせかねないと危惧されていることがある。親会社がグループ経営の視点から図ろうとする「全体最適」と、子会社独自の「部分最適」を一致させることが容易でないことは想像に難くない。そのため、いずれかを優先させれば、親会社または子会社の株主の利益は損なわれることになる。

ところで、支配株主とは、親会社または議決権の過半数を直接・間接に保有

する者と解され、東証の上場規程によれば「①親会社と、②主要株主で、自己の計算により所有する議決権と近親者や自己が議決権の過半数を所有する会社などが所有する議決権とをあわせて、上場会社の議決権の過半数を占めている者とを包含する概念」とされている²⁾。

このような上場子会社に対する議決権を背景として、取引条件の設定等を通じて、親会社の利益を優先し、子会社の少数株主の利益が考慮されないという利益相反問題が発生し得る。そのため、「実効的なガバナンス体制の構築を通じて、一般株主の利益に十分配慮した対応を行うことが求められる」としている³⁾。具体的には、グループガイドラインでは独立社外取締役を軸としたガバナンス強化が取り上げられているが、さらには一般株主に対する支配株主の責任についての制度的担保が必要との指摘もある⁴⁾。

なお、これまでも東証は少数株主の正当な利益の保護のための制度整備・運用改善などを段階的に実施してきた⁵⁾。加えて、中間整理では「議決権の過半数を有していないものの、実質的な支配力を持つ株主（以下「支配的な株主」）を有することとなった既上場会社を中心に、現行の上場制度のもとでは少数株主保護が十分に図られていないのではないか」⁶⁾との問題意識をふまえ、少数株主保護に関する上場制度について、支配的な株主を有する上場会社にも拡大することを検討する、としている⁷⁾。事実、親子上場数が減少している一方、議決権の過半数を有してはいないものの支配的な株主を有する会社（以下、従属上場会社）の数は比較的高水準で推移している（次節図表5-2、図表5-3）。

一方、コーポレートガバナンスにおける大株主の役割に関して、肯定的な見方も少なくない。経営に対するモニタリングから得られる便益は持株比率に比例するため、株式所有の集中度が高い企業の方が経営効率性は優れているという実証結果も数多く提示されている。また、グループ経営戦略における重要な選択肢としての意義はもちろんのこと、子会社の事業遂行上のメリット（従業員のモチベーション維持・向上、人材採用、ステータス・ブランド価値など）、親会社と子会社間のシナジー効果、親会社による保証効果、親子上場を通じたインキュベーションの役割⁸⁾、親子上場に様々な意義を見いだす考え方もあ

る⁹⁾。

親子上場をめぐっては、親子間の利益相反を抑制するためのガバナンス体制（少数株主保護のあり方、社外取締役の数・比率・選出方法など）、親子上場に関する経済的なメリット・デメリット、親子上場のグループ経営上の意義・歴史的経緯など、様々なアプローチから議論がなされている¹⁰⁾。

以下、本章では、第Ⅰ節で親子上場・従属上場会社等の現状を確認する。第Ⅱ節では親子上場の問題点を検討する。第Ⅲ節では経済的側面を中心に先行研究をふまえた整理・検討を行い、最後に本章のまとめと今後の展望を述べる。

I. 親子上場の現状

図表5-1は本章で取り上げる親子上場に関する概念図である。支配株主を有する上場会社のうち、親会社が上場会社である場合を親子上場としている。図

図表5-1 親子上場に関する概念図

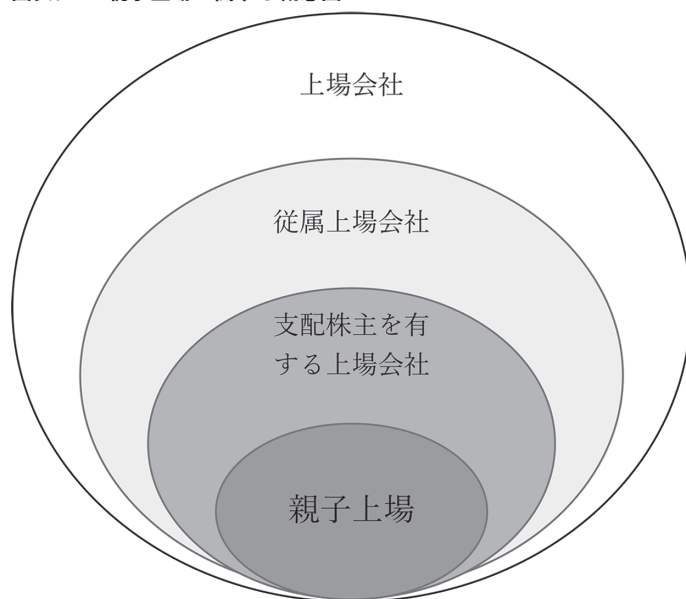
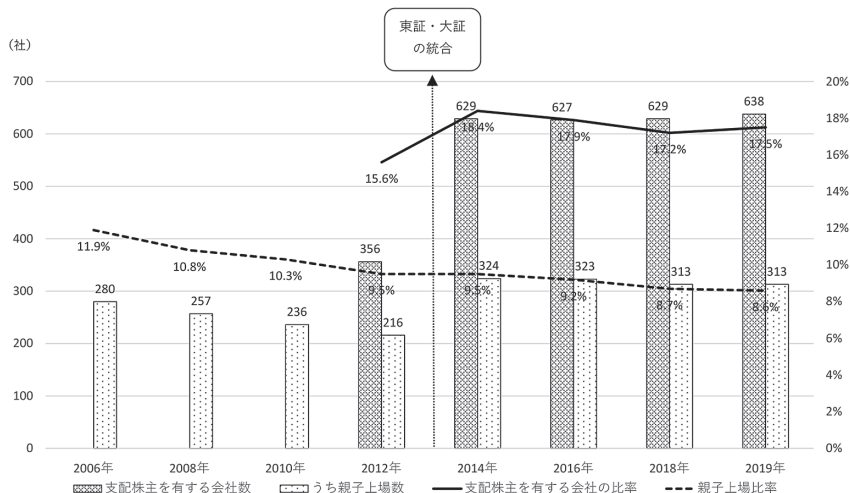


表5-2・図表5-3から2019年の状況をみると、親子上場を含む支配株主を有している会社は638社（上場会社のうち17.5%）、そのうち親子上場が313社（同8.6%）であり、従属上場会社は777社（同21.4%）となっている。

図表5-2からは、東証・大証が統合した2013年以降でみると親子上場数は僅かに減少、支配株主を有する企業数はほぼ同水準で推移していることが分かる。また、図表5-3によれば、従属上場会社数と上場会社に占める比率は、2014年以降比較的高い水準で推移している。従属上場会社のうち、過半数を占めるのが筆頭株主持株比率20%以上30%未満であり、次いで同30%以上40%未満が4割程度となっている。40%以上50%未満は1割程度である。

図表5-4には2018年12月時点の主要5ヶ国における上場支配株主を有する従属上場会社数が示されている。米国28社（親子上場企業の割合0.52%）、英国

図表5-2 親子上場数・支配株主を有する会社数の推移



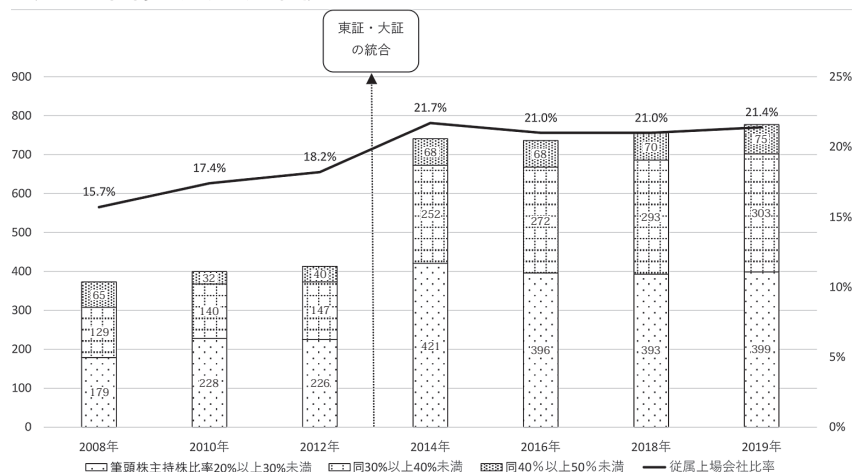
〔出所〕経済産業省 [2019b] 118頁、東京証券取引所 [2020a], 同 [2020c] より作成。

〔原出所〕東京証券取引所「東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書」、上場各社コーポレート・ガバナンスに関する報告書。

〔原注〕2011年3月よりコーポレート・ガバナンスに関する報告書において、支配株主の有無の記載を求めることとしたため、「支配株主を有する企業」についてのデータは2010年以前は存在しない（経済産業省 [2019b] 118頁）。

〔注〕図表5-4とは集計対象範囲が異なっている。

図表5-3 従属上場会社数の推移



〔出所〕東京証券取引所〔2020a〕

(原注) コーポレート・ガバナンスに関する報告書の筆頭株主のデータを加工（親会社を有する場合及び筆頭株主が個人である場合を除く）

(注) 図表5-4とは集計対象範囲が異なっている。

図表5-4 上場支配株主を有する従属上場会社数の各国比較（2018年12月時点）

国名	上場会社数	上場支配株主を有する従属上場会社数			
		支配株主50%以上保有	(比率)	支配株主30%以上保有	(比率)
米国	5,348	28社	0.52%	48社	0.89%
英国	1,920	0社	0%	4社	0.20%
フランス	806	18社	2.23%	30社	3.72%
ドイツ	794	17社	2.14%	28社	3.52%
日本	3,892	238社	6.11%	418社	10.73%

〔出所〕経済産業省〔2019a〕4頁

(原注) S&P Capital IQの検索結果をもとに、ホワイト&ケース法律事務所にて作成（2018年12月時点）

(注) 図表5-2、図表5-3とは集計対象範囲が異なっている。

0社（同0%）、フランス18社（同2.23%）、ドイツ17社（同2.14%）と日本に比べていずれも非常に低い水準である。これらの数値から、日本における親子

図表5-5 親子上場の増減要因

(単位：社)

増減要因	2013 年度	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度	計
減少企業数	30	22	20	30	16	22	22	162
うち完全子会社化による上場廃止	20	14	14	15	11	15	12	101
うち持分の減少	3	8	1	10	1	3	6	32
うちその他	7	0	5	5	4	4	4	29
増加企業数	18	18	17	19	9	21	19	121
うち持分の増加	14	14	8	15	4	10	10	75
うち新規上場	2	4	8	2	4	6	9	35
うちその他	2	0	1	2	1	5	0	11
純減数（前年度比）	12	4	3	11	7	1	3	41

〔出所〕西山〔2018〕3頁・図表5-2、西山〔2019〕2頁・図表5-2、西山〔2020〕133頁・図表5-2。

〔原出所〕「大株主データ」（東洋経済新報社）、及び各社開示資料。

〔注〕図表5-2、図表5-3、図表5-4とは集計範囲・時期の違いにより数値が異なっている。

上場、ならびに従属上場会社が、主要先進国のなかでも特に多いことが分かる。

図表5-5では、親子上場の増減要因を整理している。減少要因で最も多いのは完全子会社化による上場廃止であり、図表5-5で示した2013年度から2019年度の期間中では、減少企業数合計162社のうち101社（約62％）となっている。増加に関しては持分の増加によるものが最も多く、同期間の増加企業数合計121社のうち75社（約62％）となっており、子会社の新規上場による増加は35社（約29％）となっている。減少企業数から増加企業数を差し引いた値は全期間で純減となっており、親子上場数は減少傾向が続いている。これらの背景には、親子上場を維持することに対する説明責任が厳しく問われるようになったこと、グループの全体最適を目指す上で完全子会社化の選択が増加していることなどが考えられる。

次に、図表5-6には、従属上場会社の増減要因が示されている。増加企業数のうち、上場後の持分増加が期間中で322社と新規上場に伴う増加の137社の約2.5倍となっている。また、減少要因としては持分の減少が288社と4分の3以上を占め、完全子会社化による上場廃止が44社、持分増加による子会社化が41

図表5-6 従属上場会社の増減要因

(単位：社)

増減要因	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度	計
増加企業数	95	79	80	76	74	65	469
うち上場後の持分増加	75	65	52	47	50	43	332
うち新規上場	20	14	28	29	24	22	137
減少企業数	51	74	77	72	57	42	373
うち持分の減少	39	59	56	59	48	27	288
うち持分の増加による子会社化	8	5	9	8	3	8	41
うち完全子会社化による上場廃止	4	10	12	5	6	7	44
純増数（前年度比）	44	5	3	4	17	23	96

〔出所〕東京証券取引所〔2020a〕

(原注) コーポレート・ガバナンスに関する報告書の筆頭株主のデータを加工（親会社を有する場合及び筆頭株主が個人である場合を除く）

(注) 図表5-2～図表5-5とは集計範囲・時期の違いにより数値が異なっている。

社となっている¹¹⁾。

ここで重要な点として、持分増加を要因とするものが親子上場数増加分のうち約6割、従属上場会社増加分のうち約7割を占めていることを指摘しておきたい。子会社上場に関しては、上場審査に際して「経営活動について独立した意思決定を行うことができる状態にあることや親会社におけるグループ運営の方針について確認するなどの対応」¹²⁾が取ることが可能である。また、投資家にとっても当該企業の上場が親会社を有する子会社の上場であることは明白である。グループの全体最適が優先される可能性をふまえた投資判断ならびに価格形成がなされるのであれば、少数株主や一般の投資家が不利益を被る問題は深刻ではないかもしれない。

他方、TOBや第三者割当等による持分増加を通じて親子関係等が形成された場合は、子会社上場の審査のような形で東証が対応することは難しいと考えられる。支配株主たる親会社が出現することについても、（少数株主となった）株主達にとって十分に予測可能性が高いものとは言い難い。幅広い株主・投資家に対して、継続的に株主構成の変化を把握・予測することをふまえた投資判断を求めることが現実的であるかどうか、慎重な検討が必要であろう。

Ⅱ. 親子上場：何が問題なのか

1. 構造的問題：利益相反

子会社の新規上場によって、支配力を持つ大株主としての親会社と新たに株主となった少数株主による新たなガバナンス構造が生み出されることになる。近年では、既上場会社においても、持株比率増加により親子上場関係が形成されるケースも多い。このようなガバナンス構造の下では、上場子会社・従属上場会社の経営支配力を有する支配株主等によって、親会社等の利益・グループの全体最適が優先され、子会社の部分最適・少数株主の利益が劣後するという利益相反問題が発生し得る。

経済産業省〔2019b〕では、利益相反が生じ得る具体的なケースとして、①直接取引、②一部事業部門の譲渡・関連事業間の調整、③支配株主による完全子会社化を例として挙げている（図表5-7参照）。

図表5-7で挙げられているケースは、子会社の企業価値最大化にはつながらない一方、親会社ないしは企業グループ全体としては最適な行動の可能性がある。換言すると、子会社にとっての部分最適と企業グループとしての全体最適

図表5-7 利益相反の具体例

	類型①：直接取引（②を除く）	類型②：事業譲渡・事業調整	類型③：支配株主による完全子会社化
取引イメージ			
利益相反関係	（現金預入れの場合）親会社は、できる限り低金利で子会社のキャッシュを活用したい。 - 子会社は、資本コストに見合う利子が支払われない限り、現金は自社の投資に活用したい。	- 親会社は、グループの全体最適のため、競合・重複事業をできる限り安価で整理したい。 - 子会社は、将来の収益性や事業継続性も勘案した、公正な対価が支払われない限り、事業譲渡・調整（縮小・廃業）はしたくない。	- 親会社は、できる限り安価で子会社株主から株式を取得し、完全子会社化したい。 - 子会社の一般株主は、将来のキャッシュフローなども勘案した上で、公正な価格が提示されない限り、買収に応じたくない。

〔出所〕経済産業省〔2019b〕, 122頁。

とは必ずしも一致しない。そのような場合、子会社の少数株主はどのように対応すればよいのであろうか。

親子間の利益相反問題が生じた際の方針が予見可能で、情報が十分に開示されているような状況では、親会社・子会社それぞれの株価は効率的に形成されている可能性がある。すなわち、子会社が親会社から不利益な関係・取引を押しつけられ得るとしても、ディスカウントされた株価が形成される状況であれば、子会社の少数株主に特段の不利益は生じないと考えられる。だが、現実には合理的にディスカウントされた株価が形成される条件を確保することは必ずしも容易ではないだろう。

加えて、久保〔2019〕が指摘しているように、単純な親子関係ではなく、親－子－孫のような多重構造のケースでは、議決権とキャッシュフロー権の間に乖離が生じる。具体的には、例えば親→子：50%、子→孫：50%の持分の場合、親会社は孫会社の利益に対して本来25%の権利しか有していない一方で、50%の議決権をコントロール可能であり、実質的に経営を支配することができよう。そのため、親－子－孫の多重構造のなかで、複雑な利益相反や非効率性の生じる恐れがある¹³⁾。

同様に、小幡〔2019〕は、特定のファミリーが個人株主として資産管理会社などの株式を100%所有し、グループ内の企業同士での連鎖的な株式所有を通じて支配するようなピラミッド構造の株式所有形態において、外部少数株主に不利益がもたらされうる問題を指摘している。例えば、東証によれば、総還元性向は支配株主が上場会社の場合27.5%、非上場会社12.7%、個人23.3%、支配株主なしの場合は32.0%となっている（2009年から2019年までの平均）¹⁴⁾。もちろん、各社の属性等をコントロールした分析は必要であるが、支配株主の属性や株式所有構造による違いが示されている点は興味深い。

本項で述べてきたように、複雑な所有権・議決権構造の下で、上場子会社・従属上場会社等の経営が支配的な株主によってコントロールされるケースでは、十分な情報に基づく投資判断や効率的な株価形成が行われると想定することは難しい。従って、単純な親子関係等に留まらず、上場会社を実質的に支配

する株主構造にまで踏み込んだ検討が必要と考えられる。

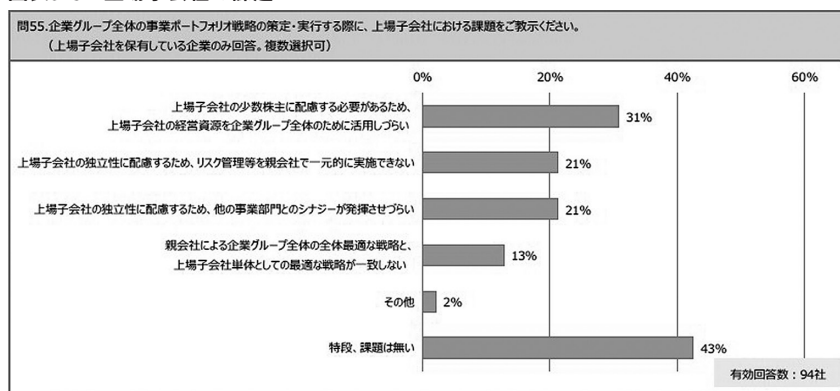
2. 非効率性の問題

親子上場のメリットとして、親会社によるモニタリングや保証が子会社経営のリスクを減少させる効果や、親子間のシナジー効果が挙げられる。その一方で、親会社によるモニタリングが不十分な場合には、ガバナンスが空洞化する恐れや、グループ企業間での事業等の連携・調整が不十分でシナジーが発揮されないケースなども考えられる。さらに、親子間での利益相反管理のための内部統制システム構築や詳細な情報開示のためのコスト、子会社の独立性確保を図ることによるシナジー低下などもデメリットであろう。

図表5-8には、経済産業省〔2019b〕による上場子会社の課題に関するアンケート結果調査が示されており、上記のデメリットを示唆する結果となっていることが分かる。

三瓶〔2020〕は、親子間での事業シナジー追求と利益相反管理を共に行うことは非効率であり、企業株主のいない企業の方がCFROI（キャッシュフローベースの投下資本利益率）でみると優れていることを明らかにしている。また、経済産業省〔2017〕は、日米両国における専門企業と多角化企業の比較を

図表5-8 上場子会社の課題



〔出所〕経済産業省〔2019b〕, 120頁。

通じて、コングロマリット・ディスカウントの存在を指摘している。

前述の通り、近年、親子上場減少要因の6割以上を完全子会社化による上場廃止が占めている。グループ経営の視点からの全体最適を図る上で、親子上場が必ずしも適切な経営戦略とはいえないことを示唆しているとも考えられる。

Ⅲ. 親会社による「搾取」はあるのか：先行研究からの概観

前節で取り上げた親子上場の問題点が、どのように現実には表れているか理解するために、本節では親子上場に関する先行研究を概観する。

欧米では親会社の株主に子会社株を割り当てるスピンオフ等の形態が一般的であり、日本で実施されているような親子上場の割合は低い。Perotti and Rossetto [2007] によれば、1990年代の米国におけるIPOのうち、子会社そのまま上場させるケースは10%強であったことが示されている。また、親子関係が維持されながら双方が上場している状態は一時的なものであり、数年のうちに完全に売却されるか、買い戻されることが通例であるとしている。一方、宮島・他 [2011] が指摘するように、日本においては親子関係が長期にわたって安定的であり、親会社が支配株主としての地位を維持し続ける点は、日本の特徴であるといえよう。

ところで、子会社上場の目的としては、親会社保有株式の売出による親会社の資金調達、子会社の公募増資による子会社自身の資金調達、そして企業グループ内における組織再編などを挙げることができる。事実、日本の主要企業はグループ経営政策の一環として子会社上場を積極的に行ってきた。宮島・他 [2011] は、上場子会社が「上場会社全体の15%程度を占めるという現象は近年出現したものではなく、親子上場の歴史的な発生経路を振り返れば、遅くとも高度成長期の半ばには、ほぼ形成されていた」ことを指摘している¹⁵⁾。高度成長期以降の親子上場形成の経路として、事業部の分離独立、ならびに副次的なものとして買収・資本参加の2点を挙げている。そして、1990年代以降の特徴として、伝統的な製造業各社が上場子会社の完全子会社化・非公開化を進め

た一方で、1990年以降に上場した新興企業や商社・小売の大企業が上場子会社を増加させたことを示している。

それでは、子会社上場に関して、学術的な研究ではどのような評価がなされているのであろうか。早期のものとしては、小本〔2001〕が子会社上場のアナウンスメント効果を分析している。この研究の実証結果では、親会社株価への正のアナウンスメント効果が示されている。さらに上場後の子会社の株価パフォーマンスは、ベンチマークを上回るものと、下回るものに二分化されており、子会社上場の効果は一律ではないことを明らかにしている。

宮島・他〔2011〕は、親子上場が親会社・子会社それぞれにとってメリットをもたらすかどうかを検証している。まず、1997年9月－2009年3月のデータを用いた分析で、子会社上場が親会社にプラスの累積超過収益率をもたらすことから、親子上場が親会社の組織選択として合理的であったとしている。次に、同じ期間を対象として、子会社の新規公開株の初期収益率の程度を独立企業と比較している。その結果から、親会社が保証効果によりIPO時の情報の非対称性を緩和させ初期収益率を引き下げていること、そしてIPO後の子会社のパフォーマンスが良好であることを示している。なお、このような効果は、レピュテーションの高い成熟した親会社との関係においてのみ頑健であると指摘している。また、1986－2008年の期間について、主要な経営指標を対象として、親子上場を安定的に維持している成熟した上場子会社と独立企業を比較した分析からも、親会社による搾取は観察されなかったと報告している。加えて、親会社による信頼を背景に劣悪な子会社を上場させている可能性、ならびに子会社が親会社向けに不利な条件で第三者割当増資を実施している可能性などを検証した結果から、親会社による子会社少数株主の搾取がシステムティックに発生している可能性は低いとしている。

一方、大坪〔2011〕は、上場子会社に対する親会社による富の収奪の可能性を指摘している。まず、1985－2005年の子会社上場を対象とした分析で、子会社の上場発表に対して親会社の株価がプラスに反応していることを明らかにしている。そこでは、親会社の収益性が低いほど、子会社の規模が小さいほど、

上場後の親会社持株比率が高いほど、親会社の株価がプラスに反応したことを報告している。また、親会社をもつ上場関係会社の業績パフォーマンスについて、他企業と比べて低いことを示している。加えて、親会社やグループ会社と取引関係の強い上場子会社ほど売上総利益率が低い点、上場子会社の売上総利益率が他企業より低い点を明らかにしている。これらのことから、親会社が取引関係を通じて子会社から富の収奪を行っている可能性があるとしている。

岡村〔2013〕では、1997-2003年のデータを用いた分析で、新規上場時の初期収益率に関して、親会社持株比率が相対的に高い場合により大きくなる傾向を明らかにしている。さらに、親会社の収益変動リスクが高い場合にも、初期収益率は高くなっている。これらの結果は、親会社のコントロール権が強く、また親会社の経営上のリスクが子会社の少数株主に波及する可能性が大きいほど、そのリスクを反映して公開価格がより低めに設定されやすいことを示唆している。すなわち、親会社は子会社の少数株主との間に利益相反となるような行動は取っておらず、引受証券会社もその点を考慮して公開価格を決定していると考えられる。

竹澤・松浦〔2017〕は、上場親会社をもつ上場子会社が、独立した他の一般企業と比較して高い業績を上げているか否かについて、1999年4月-2014年3月の連結決算データを用いた分析を行っている。分析結果から、独立企業と統計的に有意な差はなく、従って親会社による保証効果、モニタリング効果、親子シナジー効果は発揮されていないと結論づけている。

先行研究では、親会社と子会社の利益相反を指摘しているものは多くはないが、大坪〔2011〕の指摘のように密接な取引関係を持つ場合には富の収奪の可能性のあることには留意が必要であろう。持分増加による親子関係形成が主流となってきた現状を鑑みると、親子関係形成の経緯をふまえて利益相反の問題を実証的に分析していくことが望まれる。

おわりに

親子上場に関しては、構造的・潜在的な利益相反問題は存在するものの、これまでの先行研究からは、上場子会社の少数株主が不利益を被っていた、ないしはデメリットがメリットを上回っていた可能性は低いことが示されている。だが、親子上場関係が形成されるプロセスとして子会社上場が減少する一方で持分増加が主流となっている点¹⁶⁾、ならびにグループ経営・グループ全体の企業価値向上を重視する流れが強まっている点をふまえれば、子会社の部分最適とグループの全体最適の間での対立は生じやすくなっている可能性がある¹⁷⁾。従って、先行研究の知見を活用する際には、分析対象期間における親子上場関係形成プロセスの特徴をふまえ、慎重な取り扱いが必要であろう。

株主・投資家に対する情報提供については、当該親子関係の目的・グループ経営における位置づけやガバナンス体制等に関して即時・適切な開示は当然必要である。予測可能性を高め、適切な情報提供と投資判断に基づく効率的な価格形成が行われているのであれば、親会社が存在しない場合と比べてディスカウントされた株価であっても、株主は不利益を被ることはないと考えられる¹⁸⁾。なお、例えば第三者が情報提供のあり方や少数株主が被り得る不利益等に関する継続的な検証を行うなど、投資家が自身の投資判断の適切性を容易に検討可能な形で情報提供が望まれる。加えて、単純な親子関係ではない、重層的な議決権構造を有しているケース等については、投資家の適切な判断に基づく効率的な株価形成が成されにくい点にも留意が必要である。

親子上場の位置づけを見直すことも一考の余地がある。あくまで完全子会社のスピンオフに向けたスキーム¹⁹⁾、ないしは既上場会社を完全子会社化するうえでの経過措置的なスキームとの位置づけである²⁰⁾。

現在、上場子会社の独立性確保や少数株主の不利益救済を担うため、独立社外取締役の役割が重視されている。だが、結局のところ、独立社外取締役は支配株主である親会社によって選任される立場であるため、独立性には限界があ

る。そのため、“Majority of Minority”（少数株主の過半数の賛成）を取得する仕組みの活用について検討が望まれる²¹⁾。加えて、独立社外取締役の単なる導入だけでなく、期待される役割を發揮しやすい環境整備も重要である²²⁾。

また、米国および一部の欧州諸国にあるように、支配株主に対する事後的な責任追及等の制度的な裏付けや、支配株主が上場子会社の少数株主に対して配慮義務を有するといった規定を検討する必要もあろう。そもそも上場会社の株式は誰もが投資可能なものであるはずで、少数株主を保護するのは当たり前との指摘もある²³⁾。そうであるなら、上場会社において利益相反構造を生み出さないよう、上場制度の社会的・経済的な意義を再考しつつ、株式所有構造に関する上場基準について再検討することが必要かもしれない。

＊本稿は、岡村秀夫「親子上場をめぐる議論について」『証券レビュー』第60巻第3号（2020年3月）を加筆修正したものである。

<注>

- 1) 上村・他〔2020〕、東京証券取引所〔2020a〕参照。当時、アスクルの筆頭株主はヤフーであったが、議決権比率は約45%と過半数には達していなかった。
- 2) 東京証券取引所〔2019〕8頁。
- 3) 経済産業省〔2019b〕121頁。
- 4) 経済産業省〔2019c〕「今後の検討課題」参照。
- 5) 東京証券取引所〔2020c〕12頁。
- 6) 東京証券取引所〔2020c〕3頁。
- 7) 東京証券取引所〔2020c〕10頁。なお、今後の具体的な検討課題として、おいて、①支配的な株主の具体的な内容、②支配的な株主を有する上場会社に適用すべき、少数株主保護に関する上場制度の枠組み、の2点を挙げている。
- 8) 藤田〔2019〕参照。
- 9) 東京証券取引所〔2020a〕によれば、エクイティ・ファイナンスを実施する上場子会社は少数である。2014年から2019年の期間では、公募・売出が年間3社から8社、第三者割当増資が年間2社から4社であった。
- 10) 親子上場に関して、「平時」と「有事」という軸で肯定論・否定論をそれぞれ整理することもできよう。平時においては主に経済的側面（経営の選択肢）、有事においては主に法律的側面（少数株主保護、支配権と経済的利益の不一致など）が、それぞれ主な問題になるとの指摘がある。三瓶〔2020〕5頁参照。
- 11) 支配的な株主の特株比率が50%以上になったことにより、従属上場会社から上場子会社に分類が変更となり、図表5-6では減少要因として表れている。
- 12) 東京証券取引所〔2020c〕4頁。

- 13) 久保 [2019] は、ソフトバンクグループを例として、複雑な所有構造をもつグループの問題を検討している。
- 14) 東京証券取引所 [2019b] 9 頁、「(参考) 支配株主を有する上場会社における配当性向・総還元性向」。
- 15) 宮島・他 [2011] 297 頁。
- 16) 例えば、1997 年から 2007 年までの間、子会上場は年間 30 件から 40 件程度実施されており、全 IPO の 4 分の 1 程度を占めていた。岡村 [2013] 144 頁参照。
- 17) 親子上場が全面禁止されることはないとしても、グループの「全体最適」と子会社の「部分最適」のバランス、ないしは同時実現という、難しい舵取りがより求められるようになると考えられる。横山 [2020] 参照。
- 18) 東京証券取引所 [2020c] 7 頁。
- 19) 2020 年 3 月 2 日にカープス HD がスピンオフ制度の国内適用第一号として IPO を行い注目を集めた。
- 20) 例えば、上村・他 [2020] 17 頁参照。
- 21) “Majority of Minority” をどこまで活用すべきか、という点には議論の余地がある。例えば、上村・他 [2020] では積極的な活用の意義を指摘している。ただし、株主総会における議決権行使比率の高くないケースが比較的多いことが、必ずしも過半数を有していなくても「支配的な株主」が強い影響力を行使できる背景の一つにあると考えられる（東京証券取引所 [2020c] 10 頁・注 23 参照）。従って、少数株主側にも議決権行使の意義を再考する余地がある。
- 22) 2019 年 8 月の株主総会で当時の社長・社外取締役 3 人が解任されたアスクルは、ガバナンス体制の再構築に乗り出している。取締役会定員 10 名に対して、独立社外取締役を 4 名選任した。その上で、社外取締役が参加する指名委員会などの機能強化策として、取締役会への勧告、会社費用による弁護士など外部専門家の選任などを可能とした。また、取締役会は委員会の答申・諮問の尊重が求められ、経営陣が答申等に従わなかった場合には株主総会などで意見表明できるとされた。（『日本経済新聞』2020 年 2 月 24 日朝刊）。
- 23) 経済産業省 [2020] 51 頁。

<参考文献>

- 上村達男・神作裕之・斉藤淳・坂本里和・岩田彰一郎・宍戸善一・澁谷展由 [2020]『親子上場論議の現在地点 ―グループガイドラインとアスクル・ヤフー事件の検証―』, 別冊商事法務 No.452, 商事法務
- 大坪稔 [2011]『日本企業のグループ再編 親会社―上場子会社間の資本関係の変化』, 中央経済社
- 岡村秀夫 [2013]『日本の新規公開市場』, 東洋経済新報社
- 小幡績 [2019]「ピラミッド構造の株式所有が毀損する少数株主の利益」『企業会計』Vol.71 No.12, 36-40 頁
- 久保克行 [2019]「ソフトバンクグループからみる親子上場」『企業会計』Vol.71 No.12, 29-35 頁
- 経済産業省 [2017]「ファンドに係るインベストメントチェーンの高度化を通じた我が国企業の産業競争力強化に関する調査研究」(https://www.meti.go.jp/medi_lib/report/H28FY/000858.pdf)
- 経済産業省 [2019a]「平成 30 年度産業経済研究委託事業（経済産業政策・第四次産業革命関係調査事業費）(M&A に関する調査) 報告書」
- 経済産業省 [2019b]「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」(https://www.meti.go.jp/press/2019/06/20190628003/20190628003_01.pdf)
- 経済産業省 [2019c]「CGS 研究会（第 2 期）報告書」(https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/cgs_kenkyukai/pdf/20190628_cgs2_hokokusho.pdf)

- 経済産業省 [2020]「上場子会社に関するガバナンスの在り方」, 第1回「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」資料5 (<https://www.jpex.co.jp/equities/improvements/study-group/nlsgeu000004acah-att/nlsgeu000004hgca.pdf>)
- 小本恵照 [2001]「子会社公開の経済分析」, 『ニッセイ基礎研究所報』vol.19, 46-73頁
- 三瓶裕貴 [2020]「投資家視点での問題意識」, 第2回「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」資料4 (<https://www.jpex.co.jp/equities/improvements/study-group/nlsgeu000004acah-att/nlsgeu000004irxp.pdf>)
- 竹澤康子・松浦克己 [2017]「親子上場している子会社の業績—連結決算ベースの分析—」東洋大学『経済論集』42巻2号, 11-27頁
- 東京証券取引所 [2019]『東証上場会社 コーポレートガバナンス白書 2019』
- 東京証券取引所 [2020a] 第1回「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」資料4-1 (<https://www.jpex.co.jp/equities/improvements/study-group/nlsgeu000004acah-att/nlsgeu000004hg9l.pdf>)
- 東京証券取引所 [2020b] 第3回「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」資料2 (<https://www.jpex.co.jp/equities/improvements/study-group/nlsgeu000004acah-att/nlsgeu000004tfn2.pdf>)
- 東京証券取引所 [2020c]「支配株主及び実質的な支配力を持つ株主を有する上場会社における少数株主保護の在り方等に関する中間整理」(<https://www.jpex.co.jp/news/1020/nlsgeu000004x5pr-att/nlsgeu000004x9uu.pdf>)
- 西山賢吾 [2018]「11年連続で純減した親子上場」『野村資本市場クォーターリー』2018年夏号, 1-6頁 (<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2018/2018sum06web.pdf>)
- 西山賢吾 [2019]「親子上場数は12年連続で純減」『野村資本市場クォーターリー』2019年夏号, 1-4頁 (<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2019/2019sum03web.pdf>)
- 西山賢吾 [2020]「純減が続く親子上場企業数」『野村資本市場クォーターリー』2020年夏号, 131-135頁 (http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2020_stn/2020sum12web.pdf)
- 藤田勉 [2019]「親子上場は会社の成長を促す 事業創造の支援に期待」『週刊エコノミスト』2019年11月5日号, 34-35頁
- 宮島英昭・新田敬祐・宍戸善一 [2011]「親子上場の経済分析 利益相反問題は本当に深刻なのか」, 宮島英昭・編著『日本の企業統治』第7章, 289-337頁, 東洋経済新報社
- 横山淳 [2020]「上場子会社の少数株主保護に向けた取組み」大和総研グループレポート (https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/securities/20200915_021766.pdf)
- Perotti, E. and Rossetto, S. [2007], “Unlocking Value: Equity Carve outs as Strategic Real Options,” CEPR Discussion Paper No. DP6268 (<http://ssrn.com/abstract=590769>)