

## 親子上場をめぐる議論について

岡村 秀夫

### 一、はじめに

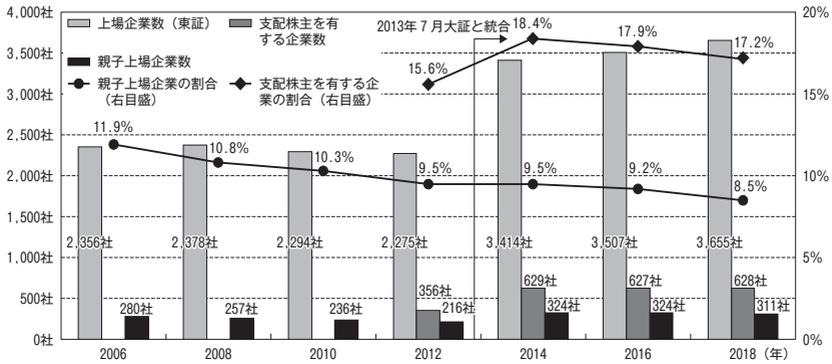
安倍政権におけるコーポレートガバナンス改革の課題として、上場子会社のガバナンスの在り方が取り上げられている。二〇一九年六月には経済産業省より「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」（以下、グループガイドライン）が公表され、本年一月からは東京証券取引所においても「従属上場会社における少数株主保護の在り方等に関する研究会」が議論を始めてい

る。親子上場に関する主な問題意識として、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企業数とその市場に占める比率が際立っており、ややもすれば海外投資家等から特異なコーポレートガバナンス形態と見なされかねないとの懸念がある（図表1、図表2参照）。

図表1によれば、上場企業のうち支配株主を有する会社は、二〇一八年時点で六二八社（上場企

図表1 「上場子会社数・支配株主を有する会社数の推移」



〔出所〕 経済産業省 [2019a]、118頁。

〔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」

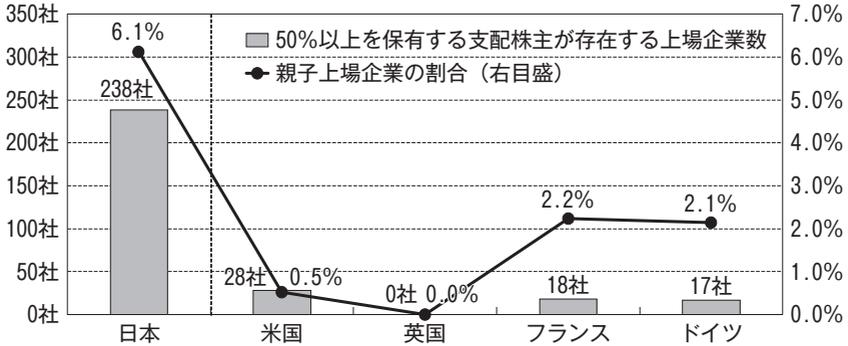
〔原注〕 2011年3月より、コーポレート・ガバナンスに関する報告書において、支配株主の有無の記載を求めることとしたため、「支配株主を有する企業」についてのデータは2010年以前は存在しない。

業の一七・二％）、うち親会社が上場企業である上場子会社は三一・一社（同八・五％）となっており、大証と合併した二〇一三年以降で見ると上場子会社は僅かに減少、支配株主を有する企業数はほぼ同水準で推移している。

図表2には二〇一八年一二月時点の主要五ヶ国の上場子会社数が整理されている。米国二八社（親子上場企業の割合〇・五％）、英国〇社（同〇％）、フランス一八社（同二・二％）、ドイツ一七社（同二・一％）と日本に比べていずれも非常に低い水準である。

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

図表2 「親子上場数の各国比較」



〔出所〕 経済産業省 [2019a]、119頁。

〔注〕 図表1とはカウントの対象とされている範囲が異なっているため数値に違いがある。

半数を占めている者とを包含する概念」とされている。<sup>(1)</sup>

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、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。<sup>(2)</sup> 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採用されているが、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。<sup>(3)</sup>

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

業の方が経営の効率性が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）、親会社による保証効果、親会社と子会社の間のシナジー効果など、親子上場に様々な意義を見いだす考え方もある。

以下、本稿では、親子上場をめぐる議論について主に経済学的視点から整理し、今後の子会社上場のあり方について検討を行う。

## 二、親子上場—何が問題なのか—

### (1) 構造的問題—利益相反—

完全子会社のIPOでは、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。また、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ある<sup>(4)</sup>。このようなガバナンス構造の下では、子会社の経営支配力を維持する親会社によって、親会社の利益が優先され、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。

経済産業省「二〇一九a」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3参照）。

図表3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

図表3 「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	<p>(現金預入れの場合)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>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。</li> <li>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。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>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。</li> <li>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。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>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。</li> <li>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。</li> </ul>

〔出所〕 経済産業省 [2019a]、122頁。

適と企業グループとしての全体最適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るとしても、ディスカウントされた株価が形成されている状況であれば、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ような状況を確保することは容易ではないだろう。

加えて、久保「二〇一九」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・五〇%、子↓孫・五〇%の持分の場合、親会社は孫会社の利益に対して本来二五%の権利しか有していない一方で、五〇%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発生の恐れがある。<sup>(5)</sup>

同様に、小幡「二〇一九」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一〇〇%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。

## (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

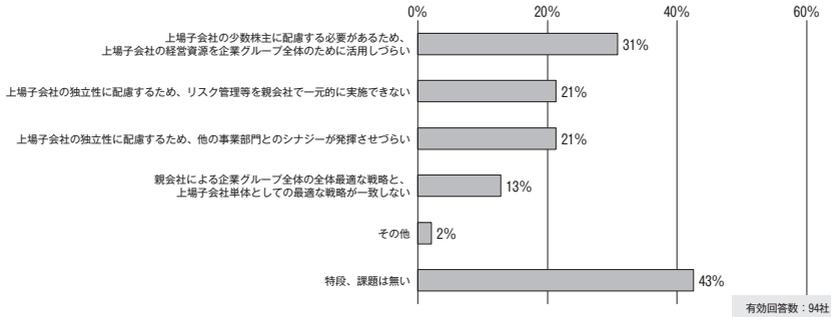
タリングや保証が子会社経営のリスクを減少させる効果や、親子間のシナジー効果が挙げられる。

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4には、経済産業省「二〇一九a」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「二〇二〇」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

図表4 「上場子会社の課題」



〔出所〕 経済産業省 [2019a]、120頁。

(キヤッチアップ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「二〇一七」は、日米両国における専門企業と多角化企業の比較を通じて、コングロマリット・デイスカウントの存在を指摘している。

西山「二〇一九」によれば、親子上場減少の最大の要因は完全子会社化による上場廃止であり、二〇一四年度・一四社、二〇一五年度・一四社、二〇一六年度・一五社、二〇一七年度・一一社、二〇一八年度・一五社となっている。近年、グループ再編やグループ全体の価値向上を目指す戦略の一環として、完全子会社化による上場廃止が相次いでいることは、親子上場の非効率性を示唆しているともいえよう。

### 三、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、一九九〇年代の米国におけるIPOのうち、子会社のまま上場させるケースは一〇%強であったことを示している。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「二〇

一一」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「二〇一一」は、上場子会社が「上場会社全体の一五%程度を占めるといふ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。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

して買収・資本参加の二点を挙げている。そして、一九九〇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、一九九〇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「二〇〇一」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、子会社公開の子会社への効果は一律ではないことを明らかにしている。

宮島・他「二〇一一」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、一九九七年九月二〇〇九年三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、一九八六―二〇〇八年の期間について、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つたと報告している。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マ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「二〇一」は、上場子会社に対して親会社による富の収奪の可能性を指摘している。まず、一九八五―二〇〇五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「二〇一三」では、一九九七―二〇〇三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「二〇一七」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、一九九九年四月―二〇一四年三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。

以上で紹介した研究では、親会社と子会社の利益相反を指摘している研究は少ないが、大坪「二〇一一」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があることには留意が必要であ

ろう。すなわち、資本関係からみた親子関係の密接さだけではなく、多角的な視点から親子関係を観察し、利益相反の可能性を注意する必要があると考えられる。

#### 四、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をふまえると、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。だが、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ますます強まると考えるなら、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るかもしれない。

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られたスキーム<sup>(6)</sup>、ないしは既上場会社を完全子会社化するうえで経過措置的なスキームとの位置づけである。

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、独立社外取締役を軸とした仕組みについて議論がなされている。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、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。また、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<sup>(7)</sup>。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、支配株主・親会社のあり方そのものについて検討することが必要かもしれない。

(注)

- (1) 東京証券取引所「二〇一九」八頁参照。
- (2) 経済産業省「二〇一九a」一二一頁参照。
- (3) 経済産業省「二〇一九b」【今後の検討課題】参照。
- (4) 西山「二〇一九」によれば、二〇一四―二〇一八年度の親子上場増加要因トップは、TOBや第三者割当等による持分増加である。
- (5) 久保「二〇一九」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。
- (6) 本年三月二日にカーブス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。
- (7) 経済産業省「二〇二〇」五一頁参照。

(参考文献)

大坪稔「二〇一一」『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 [二〇一三] 『日本の新規公開市場』、東洋経済新報社。
- 小幡龍 [二〇一九] 『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.71No.12' 三六―四〇頁。
- 久保克行 [二〇一九] 『ソフトバンクグループからみる親子上場』『企業会計』 Vol.71No.12' 二九―三五頁。
- 経済産業省 [二〇一七] 『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/meti\\_lib/report/H28FY/000858.pdf](https://www.meti.go.jp/meti_lib/report/H28FY/000858.pdf))
- 経済産業省 [二〇一九a] 『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/presentation/2019/06/20190628003/20190628003\\_01.pdf](https://www.meti.go.jp/presentation/2019/06/20190628003/20190628003_01.pdf))
- 経済産業省 [二〇一九b] 『CGD研究会(第二期) 報告書』 ([https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/cgs\\_kenkuyukai/pdf/20190628\\_cgs2\\_hokokusho.pdf](https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/cgs_kenkuyukai/pdf/20190628_cgs2_hokokusho.pdf))
- 経済産業省 [二〇二〇] 『上場子会社に関するガバナンスの在り方』、第一回「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」資料五 (<https://www.jpix.co.jp/equities/improvements/study-group/nlsgeu000004acah-att/nlsgeu000004hgcapdf>)
- 小本恵照 [二〇〇二] 『子会社公開の経済分析』『ニッセイ基礎研究所報』 Vol.19' 四六―七三頁。
- 三瓶裕貴 [二〇二〇] 『投資家視点での問題意識』、第二回「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」資料四 (<https://www.jpix.co.jp/equities/improvements/study-group/nlsgeu000004acah-att/nlsgeu000004irxp.pdf>)
- 竹澤康子・松浦克己 [二〇一七] 『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』四 二巻二号、一―二七頁。
- 東京証券取引所 [二〇一九] 『東証上場会社 コーポレートガバナンス白書 二〇一九』
- 西山賢吾 [二〇一九] 『親子上場数は一二年連続で純減』『野村資本市場クォーターリ』二〇一九 Summer' 一―四頁。 ([http://www.nicmr.com/nicmr/report/repov/2019\\_2019sum03web.pdf](http://www.nicmr.com/nicmr/report/repov/2019_2019sum03web.pdf))
- 宮島英昭・新田敬祐・六戸善一 [二〇一七] 『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』第七章、二八九―三三七頁、東洋経済新報社。
- Perotti, E. and Rossetto, S. [2007], "Unlocking Value: Equity Carve outs as Strategic Real Options," CEPR Discussion

親子上場をめぐる議論について

Paper No. DP6268 (<http://srn.com/abstract=590769>).

（おかむら ひでお・  
当研究所客員研究員  
関西学院大学商学部教授）