

2022年3月28日 全7頁

上場子会社の完全子会社化の動向

経営コンサルティング第二部 主任コンサルタント 川田 悠史

[要約]

- 上場親会社が上場子会社を完全子会社化する事例数は、2017～2021年において若干の増加傾向にある。
- 各社のプレスリリースを分析すると、上場子会社のコーポレート・ガバナンス水準の高まりや東京証券取引所の市場区分の見直しを契機として企業グループのあり方が見直され、その結果、上場子会社の完全子会社化を実施する企業が増えている。
- 2019～2021年は新型コロナウイルス感染症を始めとして外部環境が大きく変化したため、上場親会社・上場子会社を含めた企業グループ全体で、短期的な利益にとらわれない抜本的な改革を推進する必要性が増したことも、完全子会社化を後押しした要因であると推察される。2021年は、脱炭素化に向けて中長期的な施策を実施するために完全子会社化した企業が多かった。
- 東京証券取引所の市場区分見直しを契機とした完全子会社化の動きは一段落すると思われるが、経過措置期間中に上場子会社の完全子会社化を再検討する企業が新たに出来る可能性もあるであろう。また、コーポレート・ガバナンス水準や脱炭素化対応は今後もますます高度化していくものと考えられるため、今後も完全子会社化によりグループ全体での抜本的対応を加速させる企業が多くなる可能性も十分ある。

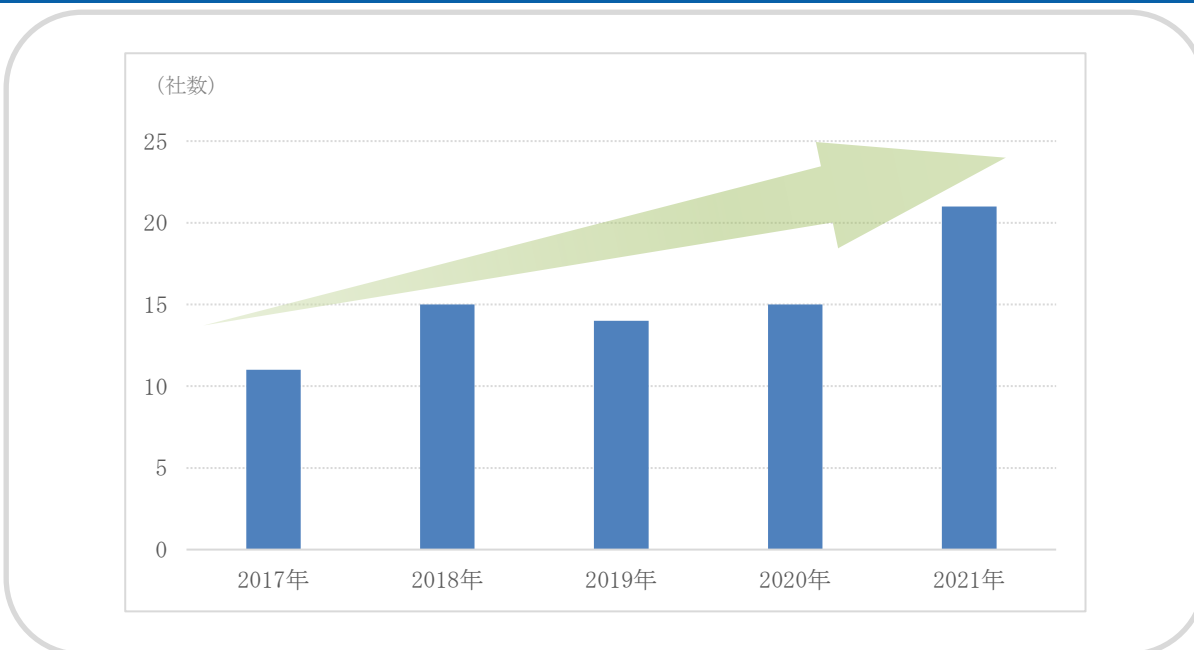
1. 完全子会社化により親子上場の解消を公表した件数の推移

親子上場とは親会社と子会社の双方が上場している状況を指し、日本は海外と比べて全上場企業に占める親子上場の割合が高いとされている。新たに親子上場とするには、上場会社が非上場子会社を上場させる手段が主に用いられる。一方で親子上場を解消させるには、上場親会社が上場子会社を完全子会社化して上場廃止にする手段、あるいは上場子会社の株式を売却する手段が主に用いられる。

図表1は、上場子会社の完全子会社化により親子上場の解消を公表した件数の推移を示している。2017～2021年において、完全子会社化の件数は若干の増加傾向にある。

本稿では、上場親会社が上場子会社を完全子会社化することに注目し、2019年から2021年の動向について振り返る（以降、本稿における「完全子会社化」とは上場親会社による上場子会社の完全子会社化を指す）。

（図表1）完全子会社化により親子上場の解消を公表した件数の推移



注：親会社・子会社がともに上場している企業で、TOB(株式公開買付)・株式交換のスキームにて上場子会社を完全子会社化した企業を対象とし、プレスリリース公表日を基準に集計

出所：レコフデータ「マールオンライン」より大和総研作成

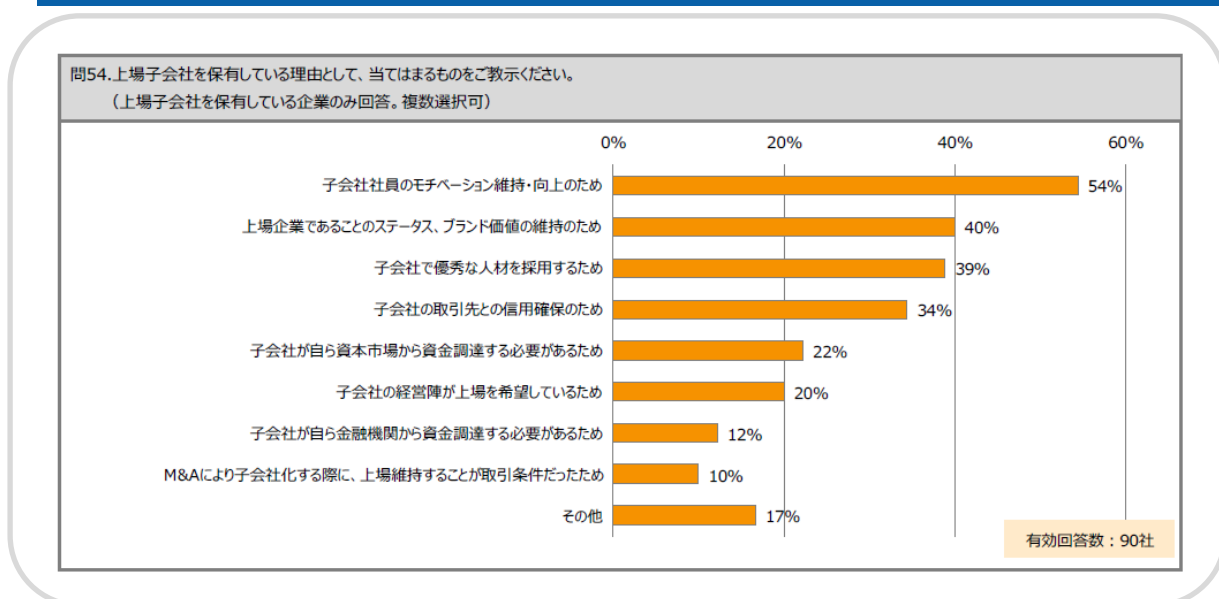
2. 子会社を上場させて親子上場する理由

親子上場解消の動向について紹介する前に、なぜ企業は親子上場を志向するのかについて確認する。経済産業省の「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針¹」によると、上場

¹ 経済産業省「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）（2019年6月28日）

子会社を保有する理由の上位は、「子会社社員のモチベーション維持・向上のため」「上場企業であることのステータス、ブランド価値の維持のため」「子会社で優秀な人材を採用するため」となっており、上場という言葉からイメージしがちな「子会社が自ら資本市場から資金調達する必要があるため」という理由は順位が低い（図表 2）。企業からよく聞く親子上場の理由として、子会社の経営陣や従業員にストックオプション等を付与し、上場した際にキャピタルゲインで報いようとするケースがあるが、それはアンケートにおける「子会社社員のモチベーションの維持・向上」に包含されていると予想される。

（図表 2）上場子会社を保有している理由



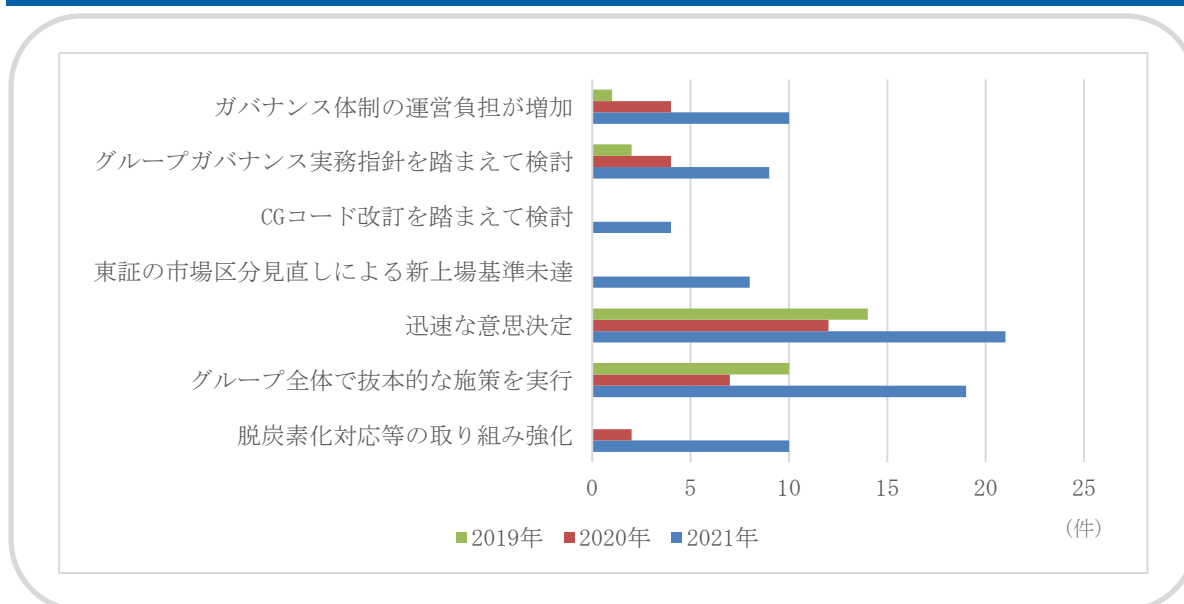
出所：経済産業省「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」（2019年6月28日）

このように、親会社は上場による資金調達が主な目的ではなく、モチベーション向上を始めとした、子会社が資本市場の前面に立つことによる定性的な目的を志向して親子上場を継続している。裏を返せば、完全子会社化により親子上場を解消している企業は、これらの事項よりも優先すべき対応事項が発生したため完全子会社化を実施したということになる。

3. 完全子会社化をする主な理由・背景

親子上場企業が完全子会社化を企図した理由について、2019～2021年のプレスリリースの記載内容をもとに、筆者が注目した理由を集計した（図表 3）。以降、図表 3 の項目ごとに、その理由が増えている背景について考察していく。尚、図表 3 は割合ではなく件数ベースでの集計としているため、2021年はそもそも完全子会社化の件数が多いなど、各年で完全子会社化の件数が異なることに留意してご参照いただきたい。

(図表 3) 親子上場企業が完全子会社化を行う理由の推移 (2019~2021年)



出所：各社プレスリリースより大和総研にて作成

(1) ガバナンス体制の運営負担の増加

親子上場解消の理由として、ガバナンス体制の運営負担の増加を挙げている企業が年々増えている。これは、親子上場企業においては親会社と子会社で利益相反リスクがあり、この利益相反により子会社の少数株主が不利益を被ることがないように上場子会社には慎重な検討が求められているが、当該コーポレート・ガバナンスの水準が年々高くなっており運営負担が増加しているからである。

2019年からの親子上場におけるコーポレート・ガバナンスの主な動向についていくつか挙げると、経済産業省は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²」(以下、「グループガバナンス実務指針」)を公表しており、上場子会社のガバナンスのあり方として、上場親子会社間における利益相反リスクへの対応強化を求めた。

また、議決権行使助言会社ISSは2020年2月以降の株主総会から、親会社等を有する上場会社について、独立社外取締役が取締役会の3分の1未満の場合は、経営トップの取締役に対して反対する旨を公表している。

加えて、2021年6月に改訂されたコーポレートガバナンス・コード(以下、「改訂CGコード」)における【原則4-8. 独立社外取締役の有効な活用】の補充原則4-8③では、「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。」という事項が加わることとなった。

² 経済産業省「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)(2019年6月28日)

上記のような上場子会社におけるコーポレート・ガバナンス水準の高まりに対応するためには、相応の体制整備と運営強化を伴うことになり、時間・コストが必要となる。完全子会社化に踏み切った企業の中には、グループガバナンス実務指針や改訂 CG コードを踏まえて検討を行ったことをプレスリリースに記述するケースも多くみられるため、これらの動向が企業グループのあり方を見直す契機となっていることがうかがえる。

(2) 東京証券取引所の市場区分見直しによる新上場基準未達

東京証券取引所の市場区分見直し（市場区分がプライム市場・スタンダード市場・グロース市場に再編成）を完全子会社化の理由に挙げる企業は 2021 年に急増した。これは新上場基準によって子会社が上場廃止になる可能性がある親会社が、少数株主に株式を売却する機会を提供するため、2022 年 4 月の市場区分見直し前に、TOB(株式公開買付)・株式交換を実施して完全子会社化しているからである。

東京証券取引所の市場区分見直しによって、上場基準に流通株式比率や流通株式時価総額が追加されることになる。ここで、支配株主を有する上場子会社のケースを念頭に置くと、支配株主が一定数の株数を確保しているため、流通株式比率の基準達成が難しくなる。また、流通株式時価総額の算定に用いられる「流通株式数」には主要株主の所有株式数(10%以上保有)は含まれないことから、支配株主が一定数の株数を保有している上場子会社は、流通株式時価総額についても基準達成が難しくなることが懸念される。

基準未達の上場子会社は、株価上昇により時価総額そのものを上昇させるか、非流通株式として取り扱われないよう上場親会社の所有株式を減少させるか、上場親会社が自らを完全子会社化すること等により非上場化するか、等の選択を迫られることとなる。各企業がそれぞれの状況に応じて検討した結果、上場親会社による上場子会社の完全子会社化を選択する企業が一定数存在している。市場区分の見直しは 2022 年 4 月に実施されるため、その直前である 2021 年には、2021 年の完全子会社化公表事例のうち当該理由を挙げた企業の割合が約 38%と多くを占めた。

(3) 迅速な意思決定

完全子会社化の理由で最も多いのが「迅速な意思決定」であり、毎年ほぼ全ての企業が当該理由を記述している。前述のとおり、少数株主が不利益を被ることがないように上場子会社は慎重な検討が求められるが、この制約により親子上場企業における企業グループ全体の意思決定に時間がかかってしまう。そのため、企業グループが一体となって外部環境の変化に合わせて迅速に経営施策の意思決定をするために完全子会社化を実施しており、この傾向は以前から変わりが無いと思われる。

ただ、新型コロナウイルス感染症（COVID-19）の影響をはじめとして、2019～2021 年の外部環境は凄まじいスピードで変化した。例えば外食業界に関しては、今までのように気軽に外食す

ることが当たり前ではなくなり、外食する人数が減るという環境に合った経営施策に一刻も早く転換する必要があった。このような外部環境の急激な変化によって、迅速な意思決定の必要性が今まで以上に高まったため、完全子会社化の件数が増加している可能性はあるであろう。

(4) グループ全体での抜本的な施策の実行

グループ全体での抜本的な施策の実行についても、以前から完全子会社化の理由に挙げられることが多いが、2021年に当該理由を挙げた企業は例年より増加した。上場子会社は、上場会社としての独立性から、グループ全体最適より個社の利益追求が少数株主から求められる。一方で、グループ全体での抜本的な改革には多額の投資が必要で、利益に結び付けるまでに時間がかかることが多い。そのため、短期的には上場子会社における少数株主の利益を損なう可能性があり、親子上場企業においては実行することが比較的難しい。

そもそも日本市場においては、多くの企業経営者が、株主から短期的な利益を求められていると感じている。経済産業省が公表した「事業再編実務指針³」によると、JPX日経インデックス400の構成銘柄企業のうち、複数の報告セグメントを有する企業においては、「機関投資家の提案内容が短期的利益に傾斜しており、中長期の企業価値向上につながりにくいと感じる」と回答した企業は47%であった。また、日本市場の投資家はパッシブ投資家と短期のアクティブ投資家が多く、中長期的な企業価値向上に関心のあるアクティブ投資家が不足している⁴とも言われている。このような環境であるため、上場子会社の少数株主を考慮すると、親子上場企業では短期的利益に直結しない改革はさらに実施しにくいであろう。

近年においては新型コロナウイルス感染症(COVID-19)への対応やサステナブル経営への関心の高まりにより、短期的な利益ではなく長期的な視野での成長を志向した企業が多く、それが完全子会社化を後押しした可能性はあると考える。

(5) 脱炭素化対応の取り組み強化

2021年の事例においては、完全子会社化の理由として脱炭素化のための対応を挙げる企業が急増した。2021年の事例における約47%の企業が当該理由を挙げている。2020年以降、脱炭素化の動きは日本だけではなく世界的にも明確な潮流となっているが、企業がその対応をすることは決して容易ではなく抜本的な改革が必要となる。脱炭素化対応は抜本的な施策に含まれるが、記述件数が非常に多かったため敢えて本稿では別項目として集計を行った。

2020年10月26日の菅内閣総理大臣所信表明演説にて「2050年カーボンニュートラル、脱炭素社会の実現を目指す」方針が宣言され、2021年10月22日に閣議決定された地球温暖化対策

³ 経済産業省「事業再編実務指針～事業ポートフォリオと組織の変革に向けて～」(事業再編ガイドライン)(2020年7月31日)

⁴ 経済産業省「サステナブルな企業価値創造に向けた対話の実質化検討会中間とりまとめ～サステナビリティ・トランスフォーメーション(SX)の実現に向けて～」(2020年8月28日)においても、日本市場の投資家はパッシブ投資家が多く、中長期的な企業価値向上に関心のあるアクティブ投資家の絶対数が不足していることが指摘されている。

計画においても「2050年にカーボンニュートラルの達成」という目標が掲げられた。業種によって対応は様々であるが、製造業などの企業は脱炭素化対応の実現のため、大規模な設備投資を伴うグループ全体の抜本的な改革や、子会社とのノウハウ共有による新技術の開発を進めようとしている。

例えば2021年にイソライト工業の完全子会社化を目的としたTOB（株式公開買付）を公表した品川リフラクトリーズは、プレスリリースによると「カーボンニュートラル等環境課題への対応力の強化」を完全子会社化の第一の理由に挙げており、品川リフラクトリーズが持つ耐火物技術と子会社のイソライト工業が持つ断熱材技術の融合をさらに進め、カーボンニュートラルの達成に重要な各種窯炉からの熱ロスの低減を解決するソリューション開発を進めるとのことである。親子上場の状態では上場子会社の少数株主の利益に配慮しつつ株価を意識した経営をせざるを得ず、脱炭素社会への取り組みに向けた大規模な設備投資など、短期的な利益減少につながる経営判断が困難であるため完全子会社化を企図したとのことである。

4. まとめ

親子上場の意義としては、「子会社社員のモチベーション維持・向上」「上場企業であることのステータス、ブランド価値の維持」が主なものである。しかし、2019～2021年においては上場子会社に求められるコーポレート・ガバナンス水準の向上や新型コロナウイルス感染症（COVID-19）の影響を始めとした外部環境の大きな変化に対応するため、これらの意義よりも、意思決定の迅速化を図るとともに短期的な利益にとらわれない抜本的な改革を実行しようとする企業が増えている。

東京証券取引所の市場区分見直しの直前であることもあり、2021年の完全子会社化の件数自体は増加した。市場区分見直し後は上場子会社の新上場基準未達を契機とした完全子会社化は2021年より減少すると思われるが、市場区分見直しの経過措置で緩和された上場基準が適用される期間に完全子会社化を再検討する企業が新たに出てくる可能性もあろう。また、コーポレート・ガバナンス水準や脱炭素化対応は今後もますます高度化していくものと考えられるため、今後も完全子会社化によりグループ全体での抜本的対応を加速させる企業が多くなる可能性も十分ある。今後の動向に注目したい。

—以上—