

# 注目すべき親子上場の インキュベーション機能

一橋大学大学院経営管理研究科 特任教授 **藤田 勉**



藤田 勉氏

## ■ 1. 親子上場は多くのベンチャー企業を生んできた

コーポレートガバナンス改革を巡る議論では、深い分析を欠いたまま、一般に、「常識」として論じられることが少なくない。別稿で過去に取り上げたテーマとして、種類株式、ESG投資、内部留保がある。それぞれ、「世界の成長企業は種類株式を使いこなす」、「ESG投資が付加価値を生むことは著しく困難である」、「日本企業の内部留保は余剰ではない」というのが、筆者の論点である。

今回取り上げるテーマは、親子上場である。ガバナンス改革において、親子上場は、種類株式同様、否定的にとらえられることが多い。しかし、筆者は、日本経済の発展のために、親子上場を大いに増加させるべきと考える。

残念ながら、日本では、ベンチャー企業が十分に育っていない。時価総額上位企業の多くは、銀行や通信などの規制業種やJR東日本、JTなどの民営化企業が占める。これは、アマゾン・ドット・コムやアリババ・グループ・ホールディングなど若い企業が時価総額上位を占める米国や中国と大きな違いである。その理由として、①最優秀の人材が大企業や官庁に就職する傾向が強い、②企業買収が活発でない、③人材の流動性が乏しい、④ベンチャーキャピタルファンドなどによるリスクマネー供給が十分でない、などがある。

歴史的に、親子上場は、ユニークな成長企業を数多く生み出してきた。親子上場の成功例は、かつて豊田自動織機の子会社で今や日本最大の企業であるトヨタ自動車である。そ

(図表1) 上場親会社を有する企業の時価総額上位10社

会社	親会社	持株比率 (%)	時価総額 (10億円)	
			2008年 7月末	2018年 7月末
1 NTTドコモ	NTT	66.6	7,834	10,867
2 ゆうちょ銀行	日本郵政	74.2	—	6,035
3 ヤフー	ソフトバンク	36.4	2,490	2,422
4 NTTデータ	NTT	54.2	1,251	1,785
5 かんぽ生命保険	日本郵政	89.0	—	1,424
6 協和発酵キリン	キリンHD	50.1	697	1,220
7 田辺三菱製薬	三菱ケミカルHD	56.3	789	1,174
8 ソニーフィナンシャルホールディングス	ソニー	63.0	887	933
9 大日本住友製薬	住友化学	51.6	359	861
10 日立建機	日立製作所	50.2	620	768

(注) 持株比率は2017年度。親会社が海外企業の場合除外。

(出所) Astra Manager

の連結上場子会社は、日野自動車、ミサワホームなど3社にとどまるが、持分法適用関連上場企業はデンソーやアイシン精機など19社ある。つまり、トヨタグループは親子上場を軸とする巨大企業群なのである。

その他、親子上場は、ファナック、デンソー、オリエンタルランド、セブン-イレブン・ジャパン、東京エレクトロンなど世界的な企業を生んだ。このように、親子上場は優れたインキュベーション機能を持っている。もし、オリエンタルランドが京成電鉄遊園地事業部であったら、これほどまでに東京ディズニーリゾートを発展させることができたろうか。あるいは、デンソーがトヨタ自動車部品事業部であったら、ホンダや日産自動車が大規模に取引するであろうか。

親子上場は、過半数を保有する連結子会社と持分法適用会社で大別される。東証上場企業のうち親会社を有する会社は372社あり、そのうち上場している親会社は313社である(2018年7月末)。持分法適用会社であっても、複雑な株式の持ち合いや人事交流などによって、実質的には親子関係にある有力企業が多い。本稿では、実質的に支配されている場合、持分法適用会社を親子上場と認識する(注1)。

もちろん、親子上場には功罪両面がある。そこで、功罪を分析した上で、いかに、功を最大化し、罪を最小化することに注力することが望ましい。

(図表 2) 上場時に親子上場であった有力企業の時価総額上位10社

子会社	親会社	時価総額 (10億円)	全体順位
1 トヨタ自動車	豊田自動織機	24,180	1
2 NTTドコモ	NTT	10,867	2
3 KDDI	京セラ・トヨタ自動車	7,882	6
4 ファナック	富士通	4,473	23
5 オリエンタルランド	三井不動産、京成電鉄	4,412	25
6 デンソー	トヨタ自動車	4,371	27
7 セブン&アイ・ホールディングス	イトーヨーカ堂	4,038	28
8 富士フイルムホールディングス	ダイセル	3,165	46
9 東京エレクトロン	東京放送	2,525	56
10 ヤフー	ソフトバンクグループ	2,422	60

(注) 2018年7月末時点。持分法適用会社含む。

(出所) Astra Manager

## 2. 親子上場の歴史は古い

日本の親子上場の起源は明治時代に遡る。歴史的に、親子上場が大企業内のベンチャー企業を育成する大きな役割を果たしてきた。豊富な資金と優秀な人材を抱える大企業による親子上場が成功する例は多い。以下が、主要な例である。

### 三菱グループ

明治時代以来、買収と親子上場を繰り返して成長した。1870年に、岩崎彌太郎は、十九商会（現・日本郵船）を設立し、その後、鉱業（三菱マテリアル）、造船業（三菱重工業）に進出した。三菱商事は高島炭鉱売炭部がルーツの1つである。三菱電機、三菱自動車は、三菱重工業からスピノフした。

### 古河グループ

古河鉱業がそのルーツであるが、歴代、子会社が上場し、成長した。その系図は、現古河機械金属（2018年7月末時価総額687億円）→古河電工（同2,781億円）→富士電機（同6,136億円）→富士通（同1.6兆円）→ファナック（同4.5兆円）、アドバンテスト（同5,277億円）である。つまり、世代が若いほど、時価総額が大きい。

### オリエンタルランド

東京ディズニーリゾートを運営するオリエンタルランドは、当初、三井不動産と京成電鉄による合弁会社であった（千葉県なども出資）。現在では、株式保有比率は三井不動産が9.3%、京成電鉄が22.1%である。

---

### 富士フイルムホールディングス

1934年に大日本セルロイド（現ダイセル）の写真フィルム事業の分離承継により設立された。

### 東京エレクトロン

1963年に、日商岩井出身者によって設立された輸入商社に、東京放送が出資した。現在、東京放送ホールディングスの株式保有比率は4.7%である

クロスボーダーの親子上場もある。日産自動車はルノーの15%の議決権を保有する一方、ルノーは日産の44%の議決権を保有している（ルノーは持分法適用関連会社）。また、ロシュ・ホールディングは中外製薬の60%の株式を保有している。シャープを救済した鴻海精密工業は、グループ合計で議決権の65%を保有している。

## ■ 3. 海外における親子上場の事例

日本ほど活発でないが、親子上場は、大陸欧州を中心に海外でも広く存在する。海外の証券取引所で、親子上場を禁止している例はない。

ドイツのポルシェ・オートモービル・ホールディング（ポルシェAH）は、フォルクスワーゲン（VW）の発行資本の30.8%、議決権の52.2%を保有している（2017年末）。自動車製造会社ポルシェAGはVWの完全子会社である。つまり、ポルシェAH→VW→ポルシェAGという資本関係にある。VWの時価総額は、ポルシェAHのそれを大きく上回る。オランダの持株会社ハイネケン・ホールディングは、ビール会社であるハイネケンの株式資本の50%を保有している。創業家のハイネケン家とホイエー家が持株会社の52.6%を保有する。

米国では、親子上場は少ない。GEは、ベーカー・ヒューズ・GEのB株（未上場）を100%保有し、全体の議決権の62.5%をコントロールする。2017年に、ベーカー・ヒューズとGEのオイル・ガス部門の事業統合により、親子上場となった。外国企業による買収後、上場させる例としては、ドイツテレコムが買収したTモバイルがある。

## ■ 4. 親子上場の功罪

親子上場は、子会社にとって、①経営の独立性が高まる、②上場会社としてのステータスを活用できる、③資金調達自由度が高まる、などのメリットがある。有力な親会社があれば、子会社であっても優秀な人材、豊富な資金、ビジネス上の信用などを比較的容易

(図表3) 海外の親子上場事例 (子会社時価総額上位10社)

子会社	国名	親会社	国	子会社 時価総額 (兆円)	親会社 時価総額 (兆円)
1 フォルクスワーゲン	ドイツ	ボルシェAH	ドイツ	8.2	2.0
2 ハイネケン	オランダ	ハイネケン・ホールディング	オランダ	6.4	3.1
3 ヒンドゥスタン・ユニリーバ	インド	ユニリーバ	英国	6.0	18.4
4 ウォルマート・デ・メヒコ	メキシコ	ウォルマート	米国	5.6	29.0
5 TモバイルUS	米国	ドイツ・テレコム	ドイツ	5.6	8.7
6 フォックスコン・インダストリアル	中国	鴻海精密工業	台湾	5.5	5.2
7 シーメンス・ヘルシニア	ドイツ	シーメンス	ドイツ	4.9	13.2
8 ジャーディン・ストラテジックHD	香港	ジャーディン・マセソンHD	香港	4.9	5.5
9 マルチ・スズキ・インドिया	インド	スズキ	日本	4.6	3.2
10 ベーカー・ヒューズ・GE	米国	GE	米国	4.2	13.0

(注) 親会社の国が海外の場合も含む。日本の上場子会社を除く。1ドル110円で換算、2018年7月末時点。  
(出所) ブルームバーグ、各社資料

に獲得することができる。

親会社にとっては、①株式売出しが資金調達的手段となる、②事業ポートフォリオの入れ替えの有力な手段となる、といったメリットがある。親会社の一部門であるよりも、分離して株式上場を狙う方が、権限の委譲が進み、より迅速で大胆な経営判断が可能となる。

一方で、投資家からの批判がある。親子上場のデメリットとして、①子会社が親会社にとって不要な人材の受け皿になる、②親会社により有利でない条件で商取引を子会社が強いられる、③少数株主を軽視した経営判断や資本取引が行われる、などが考えられる。

2000年(1999年公表)のソニーによる上場子会社の完全子会社化実施以降、親子上場廃止は増加した。レコフによると、1999年以降、345件の親子上場廃止があり、特に2000年代後半に集中している(株式移転の案件含まず、2018年7月末時点)。会社法の組織再編行為(株式移転、株式交換、買収対価の柔軟化)の整備もこれを促進した。親子上場廃止の手法として、以下が挙げられる。

1. 親会社による現金対価のTOB：例：日立製作所による上場連結子会社5社の株式取得
  2. 株式交換による完全子会社化：例：パナソニックが松下通信工業などを完全子会社化
  3. 持株会社設立による株式移転：セブン-イレブン・ジャパンとイトーヨーカ堂、デニーズは、株式移転によりセブン&アイ・ホールディングスを設立
  4. 親会社による子会社株式の売却：富士通によるファナック株式の売却
- こうして、株式持ち合い同様、親子上場は減少してきた。

(図表 4) 親子上場廃止上位10案件 (公表日ベース)

年	親会社	子会社	金額 (百万円)	
1	2005	イトーヨーカ堂	セブン-イレブン・ジャパン、デニーズジャパン	1,352,300
2	2001	松下電器産業	松下寿電子工業、九州松下電器、松下通信工業、松下精工、松下電送システム	660,472
3	2007	MUFG	三菱UFJニコス	503,402
4	2010	パナソニック	三洋電機	417,968
5	2010	パナソニック	パナソニック電工	390,805
6	2006	MUFG	三菱UFJ証券	384,681
7	2016	トヨタ自動車	ダイハツ工業	371,927
8	1999	ソニー	SME、ソニーケミカル、SPT	331,447
9	2008	SBIホールディングス	SBIイー・トレード証券	145,200
10	2011	みずほFG	みずほ信託銀行	103,756

(出所) レコフ

## 5. 親子上場はアクティビストに狙われる

上場子会社は、アクティビスト活動の対象となりやすい。とりわけ、親会社が時価総額の大きい上場子会社を保有している場合、その傾向が強い。

村上ファンドが、フジテレビ（現フジ・メディア・ホールディングス）を保有するニッポン放送の株式を買い集め、これに堀江貴文率いるライブドアが参戦し、歴史に残る敵対的買収劇となった。ニッポン放送がフジテレビの親会社であったが、時価総額では、フジテレビがニッポン放送を上回る状態にあった。最終的に、ニッポン放送はフジテレビの完全子会社として、上場廃止となった。

アルタバ（旧ヤフーインク）は、2008年カール・アイカーン、2012年サード・ポイント、2016年スターボード・バリューなど、次々とアクティビストに狙われてきた。2018年には、TCI（英国）が、アリババとヤフー（日本）株の売却を迫っている。ヤフー（日本）は、現在、ソフトバンクグループが親会社であるが、アルタバも第2位株主として35.6%の株式を保有する（2018年3月末）。

現在も、子会社の時価総額が親会社を逆転する事例が見受けられるものがある。このうち、パソナグループにはアクティビストが投資している。

福利厚生代行業で業界トップであるベネフィット・ワンは、人材派遣大手のパソナグループが親会社である。パソナグループの時価総額は、ベネフィット・ワンの半分以下である。GMOインターネットは、上場子会社を8社抱える。そのうち、決済事業を行う

(図表5) アクティビストの対象となった主な親子上場

時期	アクティビスト	対象企業	手法
2005	村上ファンド	阪神電鉄、阪神百貨店	市場での買い付け、転換社債の転換
2005	村上ファンド	新日本無線	日清紡に対し対抗TOB
2005	村上ファンド	ニッポン放送	株式買い集め
2008	ベリー・キャピタル	NECエレクトロニクス	親子上場批判
2013	プロスペクトAM	東宝不動産	東宝によるTOB価格に反対
2017	オアシス・マネジメント	パナホーム	パナソニックによる完全子会社化の手法反対 (TOBに変更)
2017	オアシス・マネジメント	アルパイン	アルプス電気による完全子会社化の手法・条件に反対
2017	RMBキャピタル	日本コロムビア	フェイスによる完全子会社化の株式交換比率反対、TOB提案
2017	エリオット・マネジメント	日立国際電気	KKRのTOBに対し、買い増し

(出所) 各社資料

GMOペイメントゲートウェイは、時価総額で、親会社のGMOインターネットを上回る。上場子会社8社の時価総額合計(6,390億円)は、GMOインターネットの2倍以上ある。

## 6. 再度、増加する親子上場

近年、大型の親子上場が増加する傾向がある。2015年に、日本郵政(親)、ゆうちょ銀行(子)、かんぽ生命(子)が上場した。ゆうちょ銀行の時価総額は、日本郵政(財務大臣が63%保有)のそれを上回っている。さらに、ソフトバンクグループが、国内携帯事業会社(ソフトバンク)の上場準備を進めている。国内通信事業のセグメント利益は、全体の49%を占める(2018年3月期)。

非上場企業の子会社の上場の例もある。2013年に、サントリー食品インターナショナルが上場したが、非上場のサントリーホールディングスが59%の株式を保有している。

金融市場と企業のグローバル化に伴い、世界の取引所競争が激化している。そして、取引所の合従連衡がグローバルに進展しており、企業が上場する取引所を選ぶようになっている。

一株一議決権原則に反するとして、香港上場を拒否されたアリババは、ニューヨーク証券取引所に上場した。実際、アリババのように議決権種類株式(複数議決権株式など)を有する中国企業は、米国の証券取引所に上場する例が増えている。こうした流れを受け、香港やシンガポールは、米国同様、議決権種類株式を発行する企業の新規上場を解禁した。上場基準が緩和される方向にある。

ソフトバンクのように、有力子会社の上場は異例である。もし東証が上場を認可しない場合、ソフトバンクはニューヨーク証券取引所など海外に上場する選択肢を検討すること

(図表 6) 親会社の時価総額を上回る企業

子会社	親会社	子会社時価総額 (10億円)	親時価総額 (10億円)	子/親倍率 (倍)
1 ベネフィット・ワン	パソナグループ	261	79	3.3
2 カイカ	ネクスグループ	19	6	3.2
3 チムニー	やまや	56	32	1.8
4 GMOペイメントゲートウェイ	GMOインターネット	467	273	1.7
5 三井海洋開発	三井E&Sホールディングス	176	132	1.3
6 テンポイノベーション	クロップス	10	8	1.3
7 タカラバイオ	宝ホールディングス	299	263	1.1
8 ゆうちょ銀行	日本郵政	6,035	5,544	1.1
9 アークランドサービスホールディングス	アークランドサカモト	70	65	1.1
10 NTTドコモ	NTT	10,867	10,834	1.0

(注) 2018年7月末時点。

(出所) Astra Manager

が考えられる。

## 7. 親子上場の是非は市場に委ねるべき

親子上場は、世界で広く存在し、とりわけ日本ではトヨタ自動車やファナックなどの世界的な企業を輩出してきた。さらに、日本郵政に見られるように、親子上場は政府自らが実行する資本政策である。ベンチャー企業が生まれにくい日本では、親子上場のインキュベーション機能を積極的に評価したい。

もちろん、親子上場は、株式持ち合い、種類株式などと同様にコーポレートガバナンス上の問題を生むこともある。そうであるが故に、親子上場が不適切であるとする投資家は少なくない。そう考える投資家にはそうした企業に投資しないという選択肢がある。情報開示さえ十分であれば投資は自己責任であり、先入観なしに、取引所は多様な投資機会を提供することが期待される。

たとえば、トヨタ自動車は、親子上場、株式持ち合い、種類株式を駆使しているが、時価総額、利益とも日本最大であり、広く尊敬される会社である。特段、ガバナンス上の問題があるようには見えない。要は、個々の企業次第なのである。

ただし、親子上場が野放しでいいわけではなく、適切な規制は必要である。たとえば、東証は、親子上場に対して慎重な姿勢をとっており、上場審査を厳しくしている。親会社と子会社の少数株主利益の相反があるため、それぞれの少数株主保護を担保する必要がある。



---

るとしている<sup>(注2)</sup>。また、会社法についても、親子上場の利益相反措置として、子会社取締役会による、利益相反取引ないし利益相反的要素を含む決定に対するレビューを実効化や、会社法による支配株主の忠実義務の導入が提案されている<sup>(注3)</sup>。

大企業の事業再編の一環として、単に資金調達的手段としての親子上場で終わることなく、大企業からの新事業のスピンオフを目指すことが期待される。さらに、大企業からのスピンオフが活発になるように税制や規制を整備することが必要である。さらに、アクティビストを含む投資家が適切な評価を行い、市場メカニズムによって、好ましくない親子上場が淘汰されることが望ましい。結論として、規制を最小にして、市場原理によって、不適切な親子上場を淘汰し、好ましい親子上場が続々と誕生するような制度設計が必要である。

(注1) ただし、図表2以外の図表には、持分法適用会社は含まない。

(注2) 東京証券取引所「東京証券取引所への上場について」(財政制度等審議会第24回国有財産分科会資料6、2014年4月24日)7～8頁参照。

(注3) 宮島英昭第7回「親子上場の経済分析 利益相反問題は本当に深刻なのか」(RIETIリレーコラム：『日本の企業統治』をめぐって、2011年12月22日)

