

親子上場はなぜ問題なのか

——投資家から見たガバナンス強化の要諦

神山直樹 アモーヴァ・アセットマネジメント株式会社 チーフ・ストラテジスト

《はじめに：親子上場はなぜ注目されるのか》

2024年から2025年にかけて、小売り、商社、製造業など上場企業による上場子会社へのTOBやファンドへの売却などを通じた親子上場解消が数多く見られた。西山（2025）は、2025年3月末の日本の親子上場企業数が前年度比11社純減の179社となり、2020年度末以降5年連続で純減数が2桁（10社以上）となったと報告している。東京証券取引所（以下「東証」という。）が2024年秋に親子上場に関する基本スタンスを示し、子会社の少数株主保護の要請、親会社の取締役会による継続的な議論の必要性、予測可能性のための開示の必要性などに言及したことで、この動きは加速するだろう。

ただし、企業も投資家も親子上場の問題点について理解が不足しているように思える。本稿では経済的な観点から親子上場が望ましくない理由を整理し、議論や対話の材料としたい。ここでは、所有と支配の不一致の発生が問題の大本にあり、親会社株主にとってのキャッシュ・フローの漏出（結果としての希釈化）と、子会社株主にとっての少数株主保護の不十分さが生じることを示す。

米国では支配株主が少数株主の利益について強い信任義務を負っており、子会上場は訴訟リスクが高いとみなされるため、買収プロセスなど一時的な状態を除けばほとんど目にする事が無い。一方、ドイツやイタリアなどでは親子上場や子会社のみ上場が同族経営などでしばしば見受けられるため、親子上場を禁止する国際的な合意はない。しかし、本稿で述べるように親子上場は総論では望ましくなく、各論では少数株主保護などについての制度や親子共に取締役会の理解の程度により株主として実務上の評価が異なるだろう。

日本では、高度成長期を支えた資金供給者が銀行であり、融資先の株式を保有する慣行もあったことから、株式市場の成長期に少数株主保護の視点が欠落し、親子上場は親会社のファイナンス手段として簡単に受け入れられた。また、独占禁止の観点から持株会社が強く規制されていたことで、資本政策としては中途半端な親子上場が増えたと考えられる。また、子会社は親会社の都合を受け入れながら、グループ企業としての名前を使い上場して取引や新卒採用で知名度を利用し信用を高め、財閥のタテ社会の事業環境下で親子関係を享受した面がある。

筆者の投資家としての活動から見るかぎり、

親子上場の問題は長らく議論されず、機関投資家は（いくつかエンゲージメントの成功例はあるとしても）幅広く企業を説得できなかった。結果として、2024～2025年には取引所の働きかけという形で対応せざるをえなくなり、多くの企業が解消に着手したのだろう。今後、取引所から上場企業への働きかけ、企業内での理解とコスト負担意識の増加、アクティビストを含む機関投資家と企業との対話、持株会社への再編などで、緩やかに親子上場が解消するか、取締役会強化により合理的に継続するなどの事例が増え、市場の効率性は高まるとみている。

I 親会社株主の立場から見た問題意識

親会社株主は、子会社を上場させることによるリターンの漏出、コングロマリット・ディスカウント、グループ戦略の機動性の阻害などのおそれが問題となる。

1 キャッシュ・フローの漏出

親会社は通常、成長機会を担う新規事業を子会社として設立し、事業特性に応じて親会社とは異なる人事制度・投資判断プロセスを採用しやすくするなど、組織設計上の柔軟性を確保する。新規事業を営む子会社は、親会社以上の成長が期待され事業が軌道に乗れば親会社以上のROEを生み出すと期待されているはずである。そうでなければ、その新規事業に投資することは企業金融の原則に反するからだ。

そうであれば、上場（equity carve-out）を通じて子会社株式の一部を外部に売却する

場合、親会社は支配権を維持しつつ、当該事業が生み出す将来キャッシュ・フローに対する経済的権利の一部を外部株主に配分することになる。子会社上場では親会社の支配権（control rights）と経済的権利（cash-flow rights）が切り分けられ、親会社株主の取り分が部分的に外部へ移転される仕組みとなるので、結果として親会社株主はキャッシュ・フロー獲得機会の希釈化に直面する。

情報の非対称性下では、子会社株式の一部売却は親会社株式の希薄化を回避しつつ、親会社株主価値に対して相対的に好ましいシグナルとして解釈されうる（いわゆる「equity carve-outのgood news」）（Nanda, 1991）との指摘はある。しかし、子会社の部分上場が恒久的な資本構造でなく、現実には数年後に完全売却（sell-out）または買戻し（buy-back）によって解消される一時的な「情報獲得の対価」、「将来の最適所有形態を選ぶためのコスト」状態にすぎない点を考慮する必要もあり（Perotti and Rossetto, 2007）、一般によいこととはいえない。

継続的な子会社上場は、単なるキャッシュ・フロー（経済的リターン）の漏出もしくは希釈化であって、親会社株主にとって合理的ではない。経営戦略として新規事業の拡大のために子会社を設置したのであれば、リターンを他人と分け合う理由はない。仮に子会社上場で得た資金を他の成長機会に投じるのであれば、上場子会社の将来価値は相対的に低いと判断したことになる。親会社が100%保有する理由がないのであれば、子会社のシナジーがある他企業との合併か、売り出しによる完全な独立を志向することが親会社株主の価値を最大にするはずである。

2 親会社株価への適正価値反映の阻害

前節（I 1）で述べたキャッシュ・フローの漏出問題は、子会社価値が親会社以上になってしまうことで可視化される（Schill and Zhou, 2001）。具体的には、子会社の時価総額の親会社持ち分換算が、親会社の時価総額を抜いてしまう事態が起こる。株式市場の子会社成長への期待が高いが、親会社はその成長を取り込んでも他の事業で無駄遣いをして自らの価値を下げると想定されていることになる。株式市場の子会社事業への期待が高いほど、親会社株主にとってリターン漏出の相対的な被害が大きくなる。親会社株主としては、子会社を100%所有していたほうがよいことが目に見えて明らかになる。

そもそも上場に値するような大規模な子会社があると、親会社の情報非対称性が高まりコングロマリット・ディスカウントが発生しやすい。親会社自身が新規事業を展開するのであれば開示の一貫性などからわかりやすいはずだが、事業を子会社にすることで他の子会社などと連結すると相殺される情報がありうるなどから、投資家としては情報を見極めて分析するコストが増大する。

親会社株主の立場から、子会社分離と上場は、情報非対称性の拡大とキャッシュ・フロー漏出との双方から価値毀損のおそれを強めることになる。親会社は、このコストを上回るメリットと長期的価値増大の可能性を株主に説明し説得する義務が生じる。機関投資家には経営者に説明を求める義務がある。

3 グループ戦略の制約

外部株主の存在が経営戦略を制約することで親会社の価値毀損となるおそれがある。

100%子会社であれば、子会社のM&Aや統合再編などの投資意思決定をスピーディに行える。しかし、少数株主が多いほど子会社事業の所有に関する経営の機動性は失われる。

親会社の事業ではなく子会社となっていることは、本来事業の取捨選択を簡単にすることは、上場する際に株主を多数持つことを取引所に求められることから、資本移動には大きな手間がかかることになる。たとえば、自動車のEV化のように急激に変化する販売商品の市場環境に合わせた事業ポートフォリオの変更では、非上場と上場の子会社（グループ会社）の間で戦略変更の機動性に大きな差があるだろう。

II 子会社株主の立場から見た問題意識

子会社株主は、子会社の独立性、十分な少数株主保護、子会社評価のゆがみなどを恐れる。

1 親会社支配による独立経営の阻害

従来子会社は、親会社とグループとして行動することで事業上のメリットを感じるが多かったと思われる。

中根（1967）が指摘したように、日本企業は財閥などのグループ企業がタテ型の社会を構成していた。たとえば自動車会社のA社とB社が同様のハンドルや照明を作る会社をそれぞれのグループごとに存在させる傾向にある。加工組み立てのバリューチェーンを企業グループごとに持ち、他のグループ企業とは取引しないのであれば（中根は本来供給過剰、過当競争のおそれがあると指摘しているが）、

グループのリーダー企業や親会社の意向が子会社経営に重要であり、最終製品の設計などでもグループ会社が情報を得て納期に対応するなどが当然であった。グループ内の活動において子会社という地位は、親会社との人的つながりや社名を通じて事業の信頼の獲得を容易にし、人材獲得にも好影響を与えることがあっただろう。しかしこれは、子会社株主の犠牲を裏づけにしていた。

まず、子会社の経営判断は事業計画などを通じて実質的に親会社の意向に大きく左右されるため、子会社株主のための企業価値の最大化が目的となりにくい。また、親会社が自らのバリューチェーンを維持するため、子会社の事業ポートフォリオのあり方について決定権を持ちがちであった。これは必ずしも取締役会を通じてではなく、商品の発注などを通じて行われた。子会社は、タテ社会の中で別のグループから受注することは容易ではなく、最善の事業ポートフォリオを作る経営判断は困難であった。

筆者は、電機関連の親会社が子会社に不採算事業を押しつけたと子会社株主が主張する事例を2000年代に観察した。訴訟などで子会社株主が「不採算」の事業を「押しつけられた」と立証することは困難だったが、外部者である株主からはそのように見えた。当該株主は親会社経営者にエンゲージメントを望んだが、海外の機関投資家で少数株主であったことから対話できず、投資家として子会社からも親会社からも十分な説明は得られなかった。親会社としては子会社が独立して行動しその株主の価値最大化を求めねばならないということを感じず、子会社経営者も親会社の事業があってこその子会社事

業だろうと考えたように感じられた。しばらくして、この子会社は親会社の100%子会社に再編された。

仮に上場が資金調達など一時的な理由なのであれば、子会社の取締役会の独立性担保と株主との対話を強化すべきである。現状での取締役会の独立性に関わり、プライム上場であれば社外取締役の比率に上場規則（3分の1以上）が適用されるが、子会社が所属しがちなスタンダードなどそれ以外の市場への上場についてはこのような外形基準も弱い（1名以上）。コーポレートガバナンス・コード（東京証券取引所、2021）では2名以上選任すべきであるとの原則（原則4-8）を示しているが、実際に社外取締役が1名しかいなければ取締役会で社外者本来の役割を十分果たせないとみるべきだろう。

ところで、本来取締役会の独立性は社外独立取締役ではなく取締役会全体が担っていることに注意が必要である。終身雇用と年功序列を含む日本の慣行では、上場企業のような大企業では長らく内部昇格者が取締役になることが普通で、取締役は株主総会で選出されるものの、社長の部下として命令されて行動してきた。それが前提のままであれば、社外者は東証の「決まり」により必要な追加コストでしかないと位置づけられてしまう。結果として、取締役会が基本的に社長の部下による諮問会議的組織になり、少数派の社外者だけで取締役会全体の独立性を保とうとすることは困難である。

これが多くの取締役会の状態であるとする、子会社の株主は、たとえば親会社の儲からない仕事を引き受ける、バリューチェーンとしては過当競争気味の部品製造を担当する

などの事業について、取締役会が子会社の経営戦略にコミットし、リーダーシップを発揮し、会社の未来を適切に導くことを期待できない。上場子会社の経営の独立性が低いと想定せざるをえない状況では、取締役会の役割が強化されないかぎり子会社株主にとって潜在的なリスクであり、企業価値の低下要因（株主のコスト）となる。

2 少数株主保護の限界

少数株主保護は、株式会社制度を健全に発展させる原則として米国では重視されてきたが、日欧などでは十分には重要視されてこなかった。株式会社制度を使って多数の小口株主（すなわち少数株主）の資金で鉄道や製鉄などを大いに発展させた米国と異なり、政府の産業政策や銀行融資に依存して日本経済が成長したことが保護の弱さにつながったと考えられる。日本では長らく大株主が適切に判断するのであれば少数株主はそれに依拠していればよいという考え方が強く、特別に保護する必要はないとみなされてきたと思われる。日本経済をけん引してきた自動車製造や電気機器産業では、グループごとのバリューチェーン管理による製品開発と製造の最適化が重視されたので、子会社もその枠組みの中で利益最大化をはかることが最適であるケースが多かった。

いまやその状況は変化している。たとえば、電気自動車が電気製品に近いとすれば、ガソリン車のすり合わせ型の生産よりも、PCのようなモジュール型の生産が適切になるかもしれない。資本関係に基づくグループという長期的関係に基づくバリューチェーンのメリットは薄れ、子会社が子会社としてではな

く独立して事業を拡大していくほうがよいケースが増える。さらにバブル崩壊後の金融機関と融資先の関係が薄れ銀行ガバナンスが弱まると、資本市場での株主の扱い方が適切でなければⅡ2で述べたように効率的な資源（資本）配分ができなくなる。それゆえ、子会社や親密企業が実質的に大株主として支配する関係会社では、親会社（大株主）の実質的な指示に対して少数株主が適切に保護された状態であることが子会社株主にとって必要となる。

しかし、利益相反や情報格差は十分回避しきれず、子会社株主は構造的に価値を失う側に置かれる。親会社は、取締役選任を左右でき、重要な戦略に強い影響力を持ち、子会社経営層の人事に関与し人材を送り込み、グループ方針に沿った意思決定を子会社に求めることが事実上できてしまう。子会社の事業情報をしばしば親会社側が握っており、グループ内取引（調達・販売・技術利用・資金調達など）の合理性評価には高度な内部情報が必要である。独立性の低い取締役会であれば、このような情報格差を減らすインセンティブは低い。株主としては、配当方針や重要人材の維持などについて不利な扱いを受けているおそれがあっても検証が困難である。少数株主保護の開示を含む最近の市場改革の詳細については丸山（2026）を参照されたい。

3 株価評価の不確実性

支配構造のせいで子会社の成長期待が素直に株価評価に反映されず歪んでしまう傾向がある。Ⅱ1とⅡ2で述べたような理由から、特に取締役会の独立性に信頼を置いていない場合、株式市場は親会社支配による企業価値

毀損を恐れ、その企業がもつ事業の利益や生み出すキャッシュ・フローの価値を低く評価するだろう。M&A で使われる「支配権プレミアム」があるとすれば、子会社株主は支配権ディスカウント（大株主の持つ支配権プレミアム分だけ価値が減る）にさいなまれる。親会社の子会社を TOB で100% 支配下に置こうとする場合に、本来の事業価値よりも安い価格で買い取られるかもしれないリスクでもある。

開示情報の不十分さによるディスカウントも起こるだろう。親会社との取引をグループの内部取引と捉えれば、親会社からの調達価格や親会社への販売価格、親会社の技術へのライセンス料などについて子会社に不利な可能性があり外部からは監視が困難である。取締役会の独立性と十分な開示は、子会社株価の適正評価の両輪である。

Ⅲ 親子両者に共通する本質的問題：所有と支配の不一致

親子上場の本質的な問題は、親会社株主から見れば一部の所有権が外部に流出したことで、リスクに応じたリターンが漏れることである。一方で、子会社株主が嫌うのは「支配されていること」となる。しかし、根本要因は1つにまとめられ、「部分的所有が支配権と経済的権利の不一致を生む構造となっている」点にある。この構造的不整合が、親子上場が親会社の株主からも子会社の株主からも好まれない理由である。

日本では、子会社から見ればブランドとしてのグループ名や系列の維持、親会社から見ればさらなる事業に投じる資金調達的一方、

外資に対する資本の自由化の中でバリューチェーン上の子会社の役割維持がインセンティブとなっただろう。しかし、電機や自動車など製品や生産プロセスが大きく変化し、製造業のバリューチェーンはグローバル化した。資本市場では金融危機を通じたメインバンク制の弱体化の一方、外国人投資家比率の上昇などによる市場規律強化（Uno and Kamiyama, 2009）で企業と内外機関投資家との対話の重要性が高まった。さらに、東証の方向づけが提示（東証, 2025a ; 2025b）され、親子上場の問題点が指摘され監視が強まってきた。いまや子会上場において親子双方のデメリットのほうが目立つようになっている。

《おわりに：日本のガバナンス改革がもたらした前進と課題》

上述のように、親子上場を正当化する前提はほとんど失われた一方、ガバナンス改革が上場企業と機関投資家の議論や取引所の努力などで進んでおり、親会社による子会社の完全子会社化（TOB）やファンドへの売却が近年急増するなど、親子上場の解消は進んでいる。ただし、まだ親子上場は少なからず残っており、その形態自体が抱える構造的な問題（所有と支配の不一致）は依然として機関投資家の懸念としてある。

今後望ましい方向性の1つは、所有と支配が完全統合される完全子会社化の進展であり、これは親会社・子会社双方の株主にとって最も経済合理的である。もう1つとして、親会社の支配を解消し子会社が完全に独立することも、子会社の事業価値が純粹に市場で評価される機会となるため一般に望ましい。親会

社はキャッシュ・フローの漏出を避け、別の投資機会に資金を振り向けることができる。仮に一時的に親子上場を続ける理由がある場合には、親会社・子会社双方の取締役会には、その合理性、少数株主保護の具体的枠組み、グループ戦略との整合性などを議論し、機関投資家との対話などを通じて説明する義務がある。経営者、取締役会の熟議と機関投資家との対話の必要性について、江口・神山・黒田・榎野・村澤・山本（2025）を参照されたい。

本稿では、親子上場について投資家の観点から所有と支配の不一致という大本の問題を示し、解消が望ましいが維持の場合は独立性の高い取締役会と開示の強化を求めた。しかし、子会社上場解消のTOBや子会社独立のMBO、企業グループの保有構造再編（持ち株会社化）において、少数株主にとって適切な情報開示と価格提示が行われているか、疑念が残るケースが散見される。この点を残る課題としたい。

[参考文献]

- Nanda, V. (1991) On the Good News in Equity Carve-Outs, *The Journal of Finance* 46(5) : pp.1717-1737.
- Perotti E. and S. Rossetto (2007) Unlocking Value: Equity Carve Outs as Strategic Real Options, *Journal of Corporate Finance* 13(5) : pp.771-792.
- Schill, M. J., and C. Zhou (2001) Pricing an Emerging Industry: Evidence from Internet

Subsidiary Carve-outs, *Financial Management* 30(3) : pp.5-33.

- Uno, J., and Kamiyama, N. (2009) *Ownership Structure, Liquidity, and Firm Value: Effects of the Investment Horizon*, 22nd Australasian Finance and Banking Conference.
- 江口高顕・神山直樹・黒田一賢・榎野尚・村澤竜一・山本功（2025）『人的資本を考える経営者と機関投資家との対話』中央経済社。
- 東京証券取引所（2021）「コーポレートガバナンス・コード：会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために」。
- 東京証券取引所（2025a）「親子上場等に関する投資者の目線」。
- 東京証券取引所（2025b）「親子上場等に関する事例集」。
- 中根千枝（1967）『タテ社会の人間関係』講談社現代新書。
- 西山賢吾（2025）「5年連続で2桁純減した親子上場：支配株主や持分法適用にも議論対象が拡大へ」『野村サステナビリティクォーターリー』6(3) 2025年夏号，野村資本研究所。
- 丸山隆志（2026）「2026年に向けた市場改革の注目点：少数株主保護」『金融・資本市場リサーチ』(22)。

Profile

神山直樹（かみやま・なおき）

アモーヴァ・アセットマネジメント株式会社
チーフ・ストラテジスト

2015年1月より日興アセットマネジメント（現アモーヴァ・アセットマネジメント）。日興証券、ゴールドマン・サックス証券、モルガン・スタンレー証券等を経て現職。ロンドン大学シティ校博士（ファイナンス）、ニューヨーク大学MBA。CFA、日本証券アナリスト協会検定会員、証券アナリストジャーナル編集委員、スチュワードシップ研究会運営委員。
