

企業グループの構造分析とガバナンス問題の別抉

—企業グループ・ガバナンスの前梯的考察—*

長 田 芙 悠 子

〈目 次〉	1. はじめに
	2. 企業グループの概観
	(1) 企業グループの共時態的概観（2014年時点）
	(2) 企業グループの通時態的概観（1990-2015年）
	3. 企業グループにおける完全子会社
	4. 企業グループにおける親子上場
	5. おわりに

* 本稿は、令和3年度において、中央学院大学大学院商学研究科プロジェクトの補助による助成を受けている。

1. はじめに

わが国の経済を、企業という視座あるいはミクロ・レベルで捉えるならば、単体企業ではなく、企業グループが主導的である。従って、企業のガバナンスを規制するには、企業グループのガバナンスを規制しなければ、十分ではない。ところが、ハードローである会社法は、単体企業ベースであり、企業グループに係る規定は内部統制システムの規定（362条）を除けば、ないに等しい。2019（令和元）年、ソフトローではあるが、経済産業省が「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）」（以下、「実務指針」と略称）を公表した。企業グループのガバナンスに係る纏まった規範が出来たという意味では「画期的」と言える。しかし、形式及び内容では、企業グループ・ガバナンスの規範という体を成していない¹⁾。従って、企業グループの実態を捕捉し、それを踏まえてガバナンスの在り方を追求することは、依然として未達の課題と言わなければならない、まずは基礎的な検討から順次行なっていくしかないと考える。

企業グループは、単体企業ベースの会社法並びに金融商品取引法等関連法規、あるいは独占禁止法等を遵守すれば、随意に形成し、離合集散に制約はないに近い。しかし、果たしてそれで良いのか。一定の規制は必要ではないか。例えば海外子会社は、政治的・社会的・経済的・文化的差異が厳然としてある現地で設立し、事業活動を営むのであるから、制約はある。翻って、国内でも、実は直視し、対質すべき制約は多々あるのではないか。会社法等は、総合的にガバナンスを捉え、多種多様なステークホルダーとの対等且つ健全な関係性を構築し、維持していくという立場に立つならば、ステークホルダーのうち株主（投資家）並びに債権者を斟酌するのみでは不十分であろう。親会社のスリム化のための子会社への出向・転籍、分社化による労働条件の格差、リストラとしての「希望退職」、社外工及び非正規雇用の増加、企業グループ内の労働条件の格差構造、これらは従業員というステークホルダーに対する処遇として持続して良いこ

となのか。また、品質不正等は相変わらず後を絶たないが、生産工程に係る内部統制の問題に留まらず、顧客（消費者）というステークホルダーに対する重大な背信行為であり、軽視以外の何物でもないが、ガバナンス問題として嚴重な位置付けがなされ、対処されているとは思えない。こうした事象を個別的にではなく、総合的・包括的に連環（連関）した事態として見据え、企業グループ・ガバナンスに取り組んでいくことが肝要であると考ええる。

企業グループは、構成子会社の増減といった量的な変動も少なくないが、親会社と子会社の関係性の変移という質的な変動も見逃せない。殊に、既に持株比率50%超の支配・従属関係にある子会社を敢えて完全子会社化するという特異な変移を何故行なうのか。また、支配・従属関係にある子会社を一定の「独立性」が求められる上場子会社とする変移はやはり特異なことであり、何故行なうのか。こうした特異な事象・事態を詳細に捉えることが、企業グループの支配・従属構造を十全に解明することになるのではないか。更に、ガバナンス上の問題を的確に別扱することになるのではないか。完全子会社並びに親子上場を主題的に取上げる所以である。

本稿の構成は、2（章）で、企業グループの概観を共時態的並びに通時態的に行なう。3（章）では、企業グループに分け入り、主要な構成要素である子会社（孫会社等を含む）のうち、完全子会社という支配・従属関係が極めて濃厚な完全子会社を集中的に取上げて、特異性を捕捉する。4（章）では、やはり特異な親子上場の問題性を取上げ、企業グループの在り様を批判的に切開する。おわりにでは、それまでの纏めを行ない、得られた知見から導出できる、企業グループ・ガバナンスを捉える視座を提示し、後梯的考察へと連携することとする。併せて、取り残した課題を備忘的に記載する。

2. 企業グループの概観

(1) 企業グループの共時態的概観（2014年時点）

平成26年の経済センサス－基礎調査の集計結果²⁾により、企業グループを共時態的に概観する。

1) これに関しては、「企業グループ・ガバナンスへの概括的アプローチ「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」の批判的考察」日本会計研究学会第80回全国大会自由論題報告（九州大学（オンライン開催））で取上げている。

2) 総務省（2015）。

図表1 企業グループの産業大分類別分布

産業大分類 (トップの親会社)		企業グループ数		会社企業数		従業員数		売上(収入)	
		数値	構成比	数値	構成比	人数	構成比	金額(億円)	構成比
A～B	農林漁業	104	0.4	238	0.3	18,037	0.1	4,702	0.1
C	鉱業、採石業、砂利採取業	36	0.2	147	0.2	7,657	0.0	17,155	0.2
D	建設業	3,046	13.2	8,030	10.1	665,998	3.7	333,536	4.0
E	製造業	6,237	26.9	23,814	29.9	5,276,548	29.0	2,880,858	34.6
F	電気・ガス・熱供給・水道業	81	0.3	721	0.9	295,048	1.6	282,335	3.4
G	情報通信業	851	3.7	2,983	3.7	782,483	4.3	317,591	3.8
H	運輸業、郵便業	1,249	5.4	5,400	6.8	1,255,849	6.9	354,702	4.3
I	卸売業、小売業	5,665	24.5	17,622	22.1	2,905,946	16.0	1,945,781	23.3
J	金融業、保険業	309	1.3	1,233	1.5	665,405	3.7	375,151	4.5
K	不動産業、物品賃貸業	1,749	7.6	4,844	6.1	464,155	2.6	189,155	2.3
L	学術研究、専門・技術サービス業	1,337	5.8	7,698	9.7	3,191,143	17.6	1,245,597	14.9
M	宿泊業、飲食サービス業	589	2.5	1,566	2.0	802,463	4.4	46,489	0.6
N	生活関連サービス業、娯楽業	644	2.8	1,827	2.3	393,605	2.2	92,450	1.1
O	教育、学習支援業	138	0.6	367	0.5	92,582	0.5	8,936	0.1
P	医療、福祉	160	0.7	433	0.5	70,295	0.4	5,211	0.1
Q～R	その他 (注)	964	4.2	2,730	3.4	1,286,402	7.1	235,086	2.8
C～R	非農林漁業(S公務を除く)	23,055	99.6	79,415	99.7	18,155,579	99.9	8,330,033	99.9
A～R	全産業(S公務を除く)	23,159	100.0	79,653	100.0	18,173,616	100.0	8,334,735	100.0

(注)「Q～R その他」は、「Q 複合サービス事業」及び「R サービス業 (他に分類されないもの)」

(出典：総務省 (2015)、構成比算出は筆者)

①会社企業³⁾全体1,750,071社に対し、企業グループ数は23,159グループであり、その企業グループに属する会社企業数は79,653社であり、会社企業全体の4.6%である。売上(収入)では、会社企業全体11,813,761億円に対し、企業グループは8,334,735億円であり、会社企業全体の70.6%である。僅か4.6%の企業グループに属する企業が70.6%の売上(収入)を占めている。逆に言えば、95%超の単体企業は30%弱の売上(収入)しか上げていないのである。会社企業は、膨大な弱小企業層と、僅少の強大企業グループ層の対照的な2層構造を成していると言える。企業グループの形成が高売上(収入)を齎すのか、高売上(収入)が企業グループ形成を必要とし促進するのかは、速断できないが、相関的ではある。

②企業グループの産業大分類別の分布は、図表1の通りであるが、E 製造業、I 卸売業、小売業、D 建設業の3産業における企業グループの形成が多い。E 製造業は、

企業グループ数の全産業における構成比が26.9%であるが、会社企業数の構成比は29.9%、従業員数の構成比は29.0%、売上(収入)の構成比は34.6%であるから、企業グループの規模が比較的大きいと言える。I 卸売業、小売業は、企業グループ数の構成比が24.5%であるのに対し、会社企業数の構成比は22.1%、従業員数の構成比は16.0%、売上(収入)の構成比は23.3%であるから、企業グループの規模が比較的小さく、特に従業員数規模が小さいと言える。D 建設業は、企業グループ数の構成比が13.2%であるのに対し、会社企業数の構成比は10.1%、従業員数の構成比は3.7%、売上(収入)の構成比は4.0%であるから、同じく企業グループの規模が比較的小さく、特に従業員数と売上(収入)の規模が顕著に小さいと言える。これら3産業に比すれば、他の産業における企業グループ形成は相当少ないが、それでも全産業的に形成されていることは確認できる⁴⁾。また、各産業

3) 会社企業とは、「経営組織が株式会社、有限会社、相互会社、合名会社、合資会社及び合同会社で、本所と支所を含めた全体をいう。単独事業所の場合は、その事業所だけで会社企業となる」(総務省 (2015)「結果の概要」p.33)。

4) C 鉱業、採石業、砂利採取業の従業員数の構成比が図表1では0.0%と表示されているが、少数第1位までの端数処理の故であり、精細には0.0421...%であり、ゼロではない。なお、L 学術研究、専門・技術サービス業とは、総務省の標準産業分類によれば、「主として学術的研究などを行う事業所、個人又は事業所に対して専門的な知識・技術を提供する事業所で他に分類さ

における企業グループ形成の多寡は、様々な要因によるであろうが、業態との相関性を示唆していると言えよう。

③企業グループの規模階層別の分布は、図表2-1資本金規模別階層分布、図表2-2売上（収入）規模別階層分布の通りだが、資本金規模階層別では、1,000万円～3,000万円未満、3,000万円～5,000万円未満、5,000万円～1億円未満の企業グループ数構成比が各々31.0%、15.6%、18.6%と、いずれも2桁台で多い。会社企業数構成比も同様だが（20.3%、11.0%、14.3%）、従業員数と売上（収入）の構成比（従業員数4.2%、4.0%、6.9%、売上（収入）2.0%、2.2%、3.6%）は他の階層と大同小異となっている。1,000万円～1億円未満の3階層は、企業グループ数ないし会社企業数は多いが、従業員数や売上（収入）におけるプレゼンスは左程大きくないと言える。50億円以上の階層は、企業グループ数構成比は5.4%と10階層中7番目だが、会社企業数構成比では25.5%と最上位となり、従業員数構成比は60.4%、売上（収入）構成比は77.1%と、最上位というだけでなく、全体の6割強又は4分の3強を占め、著大なプレゼンスを顕示している。なお、1億円～3億円未満、3億円～10億円未満、10億円～50億円未満の階層を見ると、順次あるいは比例的に、規模が大きい階層ほどプレゼンスを増大するわけではない（企業グループ数の構成比<会社企業数の構成比<従業員数<売上（収入）の構成比という傾向、それも自階層での大小又は階層別での大小といった点）。そういう意味では、50億円以上の階層が突出していると言える。

売上（収入）規模階層別では、企業グループ数構成比は10億円～50億円31.8%>1億円～10億円未満28.6%>100億円～500億円未満14.1%>50億円～100億円未満10.6%という大小順、会社企業数構成比は10億円～50億円22.4%>1億円～10億円未満17.9%>100億円～500億円未満16.1%>50億円～100億円未満8.7%という大小順に並行的であるが、従業員数と売上（収入）の構成比はそうになっていない。それでも、100億円～500億円未満の階層は、従業員数と売上（収入）の構成比で7階層中2番目となっており、優位なプレゼンスを示してい

る。それに対し、500億円～1,000億円未満という上位階層は、企業グループ構成比2.7%、会社企業数構成比5.3%はもとより、従業員数構成比でも7.5%、売上（収入）の構成比5.2%と、100億円～500億円未満という下位の階層より小さく、半端なプレゼンスとなっている。最上位の1,000億円以上の階層は、企業グループ構成比は4.0%と7階層中6番目だが、会社企業数構成比は24.7%と一挙に最上位となり、従業員数構成比は63.3%、売上（収入）構成比は81.6%と、最上位というだけでなく、全体の6割強又は8割強を占め、著大なプレゼンスを顕示している。

いずれにしても、資本金又は売上（収入）規模の階層で見ると、最上位階層の企業グループがわが国経済の過半を占有・領導していることは間違いないことである。

④企業グループの従業員規模別階層分布は、図表3の通りだが、0～9人から300～999人の階層までが企業グループ数の構成比としては90%強と大多数を占めており、会社企業数の構成比はそれほどではないが3分の2弱を占めている。ところが、従業員数や売上（収入）の構成比は逆転し、1,000～1,999人以上の階層が多数を占めている。しかし、資本金や売上（収入）規模階層の場合と異なり、最上位層50,000人以上の階層が圧倒的なプレゼンスを誇示するほどではなく、人数規模階層の上昇順に、比例的に漸増しているとは言えないが、大まかには増大している様相が見て取れる。

なお、注意を要するのは、従業員として当該調査が捕捉しているのが「国内常用雇用者」だということである。今日の企業グループは、海外進出しているであろうし、非正規雇用を行なっているであろう。更には、業務委託（派遣含む）を行なっていることが考えられる。これらを含めたものが従業員の総体であり、例え雇用契約締結の対象外であろうと、実態としてはそれらによって事業活動を全体として遂行しているのである。既存の統計調査等では捕捉が困難な事情であるが、見据えなければならぬ課題である。

れないサービスを提供する事業所及び広告に係る総合的なサービスを提供する事業所が分類される」（総務省「日本標準産業分類（平成25年10月改定）（平成26年4月1日施行）－分類項目名」）とのことであるが、企業グループ数構成比が5.8%であるのに対し、従業員数と売上（収入）の構成比が各々17.6%、14.9%と、相当多いが、本稿の主題とは余り関わらないので、立ち入らない。

図表 2-1, 2 企業グループの資本金並びに売上（収入）規模別階層分布

資本金規模階層 (トップの親会社)	企業グループ数		会社企業数		従業員数		売上(収入)	
	数値	構成比	数値	構成比	人数	構成比	金額(億円)	構成比
300万円未満	153	0.7	352	0.4	44,816	0.2	7,586	0.1
300万円～500万円未満	752	3.2	1,620	2.0	38,118	0.2	6,832	0.1
500万円～1,000万円未満	520	2.2	1,221	1.5	95,804	0.5	21,834	0.3
1,000万円～3,000万円未満	7,174	31.0	16,163	20.3	756,327	4.2	170,098	2.0
3,000万円～5,000万円未満	3,611	15.6	8,731	11.0	724,424	4.0	181,900	2.2
5,000万円～1億円未満	4,311	18.6	11,421	14.3	1,250,796	6.9	298,009	3.6
1億円～3億円未満	2,039	8.8	6,368	8.0	1,146,290	6.3	282,147	3.4
3億円～10億円未満	1,395	6.0	5,394	6.8	1,017,914	5.6	317,468	3.8
10億円～50億円未満	1,282	5.5	6,381	8.0	1,970,214	10.8	593,221	7.1
50億円以上	1,253	5.4	20,331	25.5	10,983,700	60.4	6,422,150	77.1
総数(注)	23,159	100.0	79,653	100.0	18,173,616	100.0	8,334,735	100.0

注) 資本金の不詳を含む。

売上(収入)規模階層	企業グループ数		会社企業数		従業員数		売上(収入)	
	数値	構成比	数値	構成比	人数	構成比	金額(億円)	構成比
1億円未満	1,914	8.3	3,971	5.0	157,644	0.9	753	0.0
1億円～10億円未満	6,629	28.6	14,226	17.9	491,551	2.7	31,272	0.4
10億円～50億円未満	7,360	31.8	17,827	22.4	1,191,962	6.6	180,203	2.2
50億円～100億円未満	2,447	10.6	6,951	8.7	837,279	4.6	173,178	2.1
100億円～500億円未満	3,254	14.1	12,855	16.1	2,641,161	14.5	715,799	8.6
500億円～1,000億円未満	619	2.7	4,183	5.3	1,354,697	7.5	436,149	5.2
1,000億円以上	936	4.0	19,640	24.7	11,499,322	63.3	6,797,381	81.6
総数	23,159	100.0	79,653	100.0	18,173,616	100.0	8,334,735	100.0

(出典：総務省 (2015)、構成比算出及び用語一部改変⁵⁾は筆者)

図表 3 企業グループの従業員数規模別階層分布

国内常用雇用者規模階層	企業グループ数		会社企業数		従業員数		売上(収入)	
	数値	構成比	数値	構成比	人数	構成比	金額(億円)	構成比
0～9人	1,680	7.3	3,454	4.3	16,262	0.1	6,212	0.1
10～19人	1,973	8.5	4,097	5.1	38,220	0.2	13,992	0.2
20～29人	1,700	7.3	3,557	4.5	51,401	0.3	21,058	0.3
30～49人	2,745	11.9	5,966	7.5	125,787	0.7	39,445	0.5
50～99人	4,025	17.4	9,187	11.5	323,117	1.8	111,437	1.3
100～299人	5,586	24.1	14,504	18.2	1,044,679	5.7	337,814	4.1
300～999人	3,354	14.5	12,216	15.3	1,892,817	10.4	680,678	8.2
1,000～1,999人	877	3.8	5,169	6.5	1,307,353	7.2	482,084	5.8
2,000～4,999人	653	2.8	5,875	7.4	2,084,164	11.5	884,266	10.6
5,000～9,999人	275	1.2	4,785	6.0	2,035,516	11.2	944,696	11.3
10,000～19,999人	154	0.7	3,780	4.7	2,212,331	12.2	1,292,984	15.5
20,000～49,999人	99	0.4	3,951	5.0	3,039,584	16.7	1,730,105	20.8
50,000人以上	38	0.2	3,112	3.9	4,002,385	22.0	1,789,964	21.5
総数	23,159	100.0	79,653	100.0	18,173,616	100.0	8,334,735	100.0

(出典：総務省 (2015)、構成比算出及び用語一部改変は筆者)

5) 「資本金階級」を資本金規模階層に、「売上（収入）金額階級」を売上（収入）規模階層に、「従業者数」を従業員数に改変した。また、総数（合計）は先頭行に表示していたものを末尾行に改変したが、このような内容に関わらない改変は今後逐一断らない。

⑤企業グループの保有子会社⁶⁾数規模は、図表4-1の通り、1～4社の子会社を保有する企業グループ数の構成比では91.9%と大多数を占めており、会社企業数の構成比でも3分の2弱を占めている。10社以上の子会社を保有する企業グループは、企業グループ数構成比で3%強に過ぎない。そういう意味では、企業グループと言っても、小規模のものが圧倒的に多いと言える。しかし、最上位規模50社以上の企業グループが僅かに80グループ、構成比で0.3%に過ぎないが、売上（収入）構成比で31.1%を占め、巨大勢力であることを顕示している。また、規模階層のいずれでも、整然とした漸増傾向等の規則性は見られないが、企業グループを擁しており、一般的には自然発生的に企業グループが形成されてきた様相を窺うことができる。なお、次の階層との対比で断っておくと、図表4-1の「子会社」は、親会社以外の下位会社の総称であり、図表4-2の第1階層の子会社の

ことではない。

企業グループの階層としては、第1階層（親一子）が企業グループ数構成比で92.5%と大多数を占め、会社企業数構成比でも69.1%と3分の2強を占めている。そういう意味では、企業グループの大半は、比較的単純な親子関係の編成であると言える。しかも、21,424グループで会社企業数55,069社ということは、単純平均すれば、1グループ2.57社を擁するわけだから、親会社1社に対し1社ないし2社の子会社という編成ということになる。しかし、一方では、第2階層（親一子一孫）と第3階層（親一子一孫一曾孫）が企業グループ数で計1,715グループあり（構成比7.4%）、従業員構成比51.4%、売上（収入）構成比60.6%を占めている。相当のプレゼンスである。第2階層は1グループ9.86社、第3階層は1グループ37.68社を擁していることになる（いずれも単純平均）。第4階層以上（親一子一孫一曾孫一玄孫……）

図表4-1, 2 企業グループの子会社数規模別階層分布並びに子会社階層分布

保有子会社数規模 (トップの親会社)	企業グループ数		会社企業数		従業員数		売上(収入)	
	数値	構成比	数値	構成比	人数	構成比	金額(億円)	構成比
1社	15,842	68.4	31,684	39.8	2,695,882	14.8	679,062	8.1
2社	3,391	14.6	10,173	12.8	1,414,527	7.8	400,624	4.8
3社	1,356	5.9	5,424	6.8	1,000,025	5.5	296,327	3.6
4社	703	3.0	3,515	4.4	739,633	4.1	238,945	2.9
1～4社	21,292	91.9	50,796	63.8	5,850,067	32.2	1,614,957	19.4
5～9社	1,130	4.9	8,276	10.4	2,627,965	14.5	978,941	11.7
10～19社	425	1.8	6,114	7.7	2,703,872	14.9	1,195,694	14.3
20～29社	127	0.5	3,173	4.0	1,475,516	8.1	765,307	9.2
30～49社	105	0.5	4,031	5.1	1,946,909	10.7	1,189,089	14.3
50社以上	80	0.3	7,263	9.1	3,569,287	19.6	2,590,746	31.1
総数	23,159	100.0	79,653	100.0	18,173,616	100.0	8,334,735	100.0

企業グループの最大階層	企業グループ数		会社企業数		従業員数		売上(収入)	
	数値	構成比	数値	構成比	人数	構成比	金額(億円)	構成比
第1階層	21,424	92.5	55,069	69.1	7,723,871	42.5	2,362,395	28.3
第2階層	1,509	6.5	14,873	18.7	5,189,837	28.6	2,614,459	31.4
第3階層	206	0.9	7,763	9.7	4,149,776	22.8	2,432,679	29.2
第4階層以上	20	0.1	1,948	2.4	1,110,132	6.1	925,203	11.1
総数	23,159	100.0	79,653	100.0	18,173,616	100.0	8,334,735	100.0

(注)「企業グループの最大階層」：第1階層 親会社と子会社で構成される企業グループ、第2階層 親会社と子会社、その子会社の子会社で構成される企業グループ、以下同じ。

(出典：総務省（2015）、構成比算出及び用語一部改変は筆者）

6) 子会社とは、「当該会社が50%を超える議決権を所有する会社をいう。また、子会社あるいは当該会社と子会社の合計で50%超の議決権を所有している会社も含む。ただし、50%以下であっても、当該会社の連結財務諸表の対象となる場合は、その会社を含む」（総務省（2015）「結果の概要」p.35）。

は、僅かに20グループであり（構成比0.1%）、1グループ単純平均で97.4社擁しているが、グループ絶対数が少ないからか、従業員数構成比6.1%、売上（収入）構成比11.1%と、それほど大きなプレゼンスを顕示しているとは言い難い。階層の深さがグループ統括・管理を難しくしていることがネックとなっているのであろうか。

なお、企業グループの子会社等の階層に関しては、統計調査の集約結果からごく大まかな外形的概観は得られるが、肝心なのはより具体的な内部的な構造あるいは構制であることは言うまでもない。上記において、単純平均で1グループの企業数を算出したが、第1階層ならば大過なく推定し得るとしても、第2階層以上となると、子会社は何社で、その子会社の各々が何社の子会社（親会社からすれば孫会社）を擁しているのか等の編成すら不分明であるし、孫会社等は親会社とはどのような関係にあるのか、グループの統括・管理はどの程度、どのように行なわれているのか（集権と分権の制度と運用如何）、といったことはブラックボックスとなっている。有価証券報告書は、関係会社（子会社、関連会社）の僅かな情報を開示してはいるが、各社を単純に列挙しているだけで（多い場合には他何社と社数しか示さない場合もある）、階層構造等を具体的に開示していない。統合報告書にしても、子会社等の構造的関係を開示していない。これが、情報開示並びにそれらから得られる情報の現況である。

⑥子会社に関してももう少し分け入ることにするが、図表5はスペースの都合で項目見出し等を省略したので、その説明を交えることにする。表中の数値は、「平成26年経済センサス－基礎調査／親会社と子会社の名寄せによる集計に関する特別集計」の結果を、柳下央が更に集約し算出したものだが、上段は子会社の産業大分類別会社企業数である。図表1で確認した親会社の場合と同様、E 製造業、I 卸売業、小売業、D 建設業の3産業が多いことが分かる⁷⁾。下段は、企業グループの産業大分類で見たトップの親会社と同一の産業大分類に属する子会社の割合（%）である⁸⁾。総数では44.1%とのことなので、過半はそれを上回っているが、L 学術研究、専門・技術サービス業（10.9%）とF 電気・ガス・熱供給・水道業（13.8%）が大きく下回っており、K 不動産業、物品賃貸業とJ 金融業、保険業も相当下回っており、親会社と子会社が異なる産業に属し、事業を営んでいるということになる。例えば、F 電気・ガス・熱供給・水道業の企業グループに属する子会社で見ると、産業別では1番目はD 建設業（電気工事業）21.6%、2番目はI 卸売業、小売業（石油卸売業、燃料小売業）17.2%、3番目にF 電気・ガス・熱供給・水道業13.8%が多くなっており、それ以外の産業の割合は少ないけれども、万遍なくと言えるほど多岐に亘っている⁹⁾。企業グループの事業多角化の一樣相と言える。

図表5 企業グループの子会社の産業大分類別子会社数並びに子会社の親会社と同一産業割合

D	E	F	G	H	I	J	K	L	M	N	P	R	
建設業	製造業	電気・ガス・熱供給・水道業	情報通信業	運輸業、郵便業	卸売業、小売業	金融業、保険業	不動産業、物品賃貸業	学術研究、専門・技術サービス業	宿泊業、飲食サービス業	生活関連サービス業、娯楽業	医療、福祉	サービス業（他に分類されないもの）	その他
5,238	14,744	259	2,694	4,633	12,213	1,404	3,312	2,287	1,753	1,778	677	4,547	955
54.1	54.1	13.8	46.5	51.5	45.1	36.5	27.9	10.9	52.8	48.7	54.6	44.1	41.8

（出典：柳下（2016）pp.15,16）

- 7) なお、産業大分類の掲示が図表1と若干異なっており、A～B 農林漁業、C 鉱業、採石業、砂利採取業、O 教育、学習支援業、Q～R その他で纏めていたうちのQ 複合サービス業が省かれており、逆に「その他」が追加されている（柳下（2016）pp.15,16）。異なることにした理由は説明されていないが、大勢を捕捉する上での影響はないと言える。
- 8) 「企業グループ（トップの親会社）の産業大分類の企業グループに属する子会社を分母とし、その企業グループ（トップの親会社）の産業大分類と同一の産業大分類に属している子会社を分子として、割合を求めたもの」（柳下（2016）p.16）である。
- 9) 柳下（2016）p.17

(2) 企業グループの通時態的概観 (1990-2015年)

次に、企業グループを通時態的に概観する。沈政郁・久保亮一は、日本政策投資銀行の企業財務データを使用しており¹⁰⁾、共時態的概観で使ったデータとは異なっているため、絶対数的には一致しないことには留意しよう。

①企業のグループ化（の進展）を連結財務データの提出という指標で見ると、図表6の通り、1990年代前半は50%台ないし60%台、1990年代後半は70%台、2000年代前半は80%前後、2000年代後半以降は80%台前半ではほぼ漸増傾向にあると言える。特に2000年前後で顕著に増大していることが確認できる。

②上場会社の連結子会社数の推移は、図表7で見ることができる。但し、注意しなければならないのは、観察数（上場会社数）が変動しており（主に漸増だが、比較的近年は漸減・漸増の両方が生じている）、それに伴って子会社数の平均が増加しているため、同じ親会社（企業グループ）の「母数」の範囲で子会社数が増加したとは必ずしも言い得ず、元々多くの子会社を擁していた非上場の親会社が上場化したからかもしれない。それでも、比較的近年の観察数の小幅な上下動にも関わらず、連結子会社（平均）が趨勢的に増加一途の傾向にあることか

ら、連結子会社数は増加傾向で推移してきたと言えるであろう。1部上場会社は、1部以外の上場会社に比べ、子会社数（平均）がより多く且つ増加傾向が顕著である。大規模企業が、より活発に企業グループの拡大に取り組んでいるとも言えよう。平均で見たが、両端を排し平準化した中央値でも同様である。

図表7の右側半分は、「関係会社」と略称したが、「連結子会社+持分法適用非連結子会社+持分法適用関連会社数」¹¹⁾の推移を表示したものである。傾向的には連結子会社だけの場合と同様であり、連結の範囲を拡大した分、平均並びに中央値が大きくなっている。これらにより、近年（2015年）では、全ての上場会社・1部上場会社・1部以外の上場会社において、子会社が平均21社・33社・5社（中央値7社・13社・4社）、「関係会社」が平均24社・38社・6社（中央値8社・14社・4社）を擁し、企業グループを編成していることが分かる。しかも、1990年は子会社が平均11社・13社・3社（中央値4社・5社・2社）、「関係会社」が平均17社・21社・4社（中央値5社・7社・3社）であったから、観察数が異なるので、同一「母数」の堅牢な推移とは言い得ないにせよ、趨勢的に企業グループが拡大してきているとは言えよう。

図表6 連結財務データ提出企業の割合

年度	企業総数	連結財務データ提出		連結提出 有り比率	年度	企業総数	連結財務データ提出		連結提出 有り比率
		無し	有り				無し	有り	
1990	2,234	981	1,253	56.1	2003	3,589	718	2,871	80.0
1991	2,317	1,000	1,317	56.8	2004	3,648	733	2,915	79.9
1992	2,374	992	1,382	58.2	2005	3,744	736	3,008	80.3
1993	2,474	1,015	1,459	59.0	2006	3,830	734	3,096	80.8
1994	2,612	1,059	1,553	59.5	2007	3,851	691	3,160	82.1
1995	2,789	883	1,906	68.3	2008	3,779	661	3,118	82.5
1996	2,917	868	2,049	70.2	2009	3,658	627	3,031	82.9
1997	3,027	888	2,139	70.7	2010	3,563	625	2,938	82.5
1998	3,113	868	2,245	72.1	2011	3,499	600	2,899	82.9
1999	3,218	881	2,337	72.6	2012	3,470	578	2,892	83.3
2000	3,367	699	2,668	79.2	2013	3,474	570	2,904	83.6
2001	3,467	699	2,768	79.8	2014	3,513	581	2,932	83.5
2002	3,529	699	2,830	80.2	2015	3,528	574	2,954	83.7

（出典：沈・久保（2020）p.206、比率を有効桁整数部のみを少数第1位までに再計算は筆者）

10) 沈・久保（2020）p.205

11) 辻・久保（2020）p.208

図表 7 上場会社の連結子会社数並びに関係会社数の推移 (1990-2015 年)

年度	連結子会社の数									連結関係会社の数								
	全ての市場			1部上場会社			1部以外の上場会社			全ての市場			1部上場会社			1部以外の上場会社		
	観察数	平均	中央値	観察数	平均	中央値	観察数	平均	中央値	観察数	平均	中央値	観察数	平均	中央値	観察数	平均	中央値
1990	1,253	11	4	944	13	5	309	3	2	1,253	17	5	944	21	7	309	4	3
1991	1,317	12	4	975	15	6	342	3	2	1,317	17	6	975	22	7	342	4	3
1992	1,382	13	4	1,008	16	6	374	3	2	1,382	18	6	1,008	23	8	374	4	3
1993	1,459	13	4	1,050	16	6	409	4	2	1,459	18	6	1,050	23	8	409	4	3
1994	1,553	13	4	1,092	17	6	461	4	2	1,553	17	6	1,092	23	8	461	4	3
1995	1,906	15	5	1,261	20	8	645	4	3	1,906	19	6	1,261	26	10	645	5	3
1996	2,049	15	5	1,312	21	8	737	4	3	2,049	19	6	1,312	27	10	737	5	3
1997	2,139	15	5	1,351	22	8	788	4	3	2,139	20	6	1,351	28	11	788	5	3
1998	2,245	16	5	1,399	22	9	846	4	3	2,245	20	7	1,399	30	11	846	5	3
1999	2,337	16	5	1,444	23	9	893	4	3	2,337	21	7	1,444	30	11	893	5	4
2000	2,668	17	6	1,586	25	10	1,082	5	3	2,668	21	7	1,586	32	11	1,082	5	4
2001	2,768	17	6	1,628	25	10	1,140	5	3	2,768	21	7	1,628	31	11	1,140	5	4
2002	2,830	17	6	1,651	25	10	1,179	5	3	2,830	20	7	1,651	31	11	1,179	5	4
2003	2,871	17	6	1,661	25	10	1,210	5	3	2,871	20	7	1,661	31	12	1,210	5	4
2004	2,915	17	6	1,674	26	10	1,241	5	3	2,915	20	7	1,674	31	12	1,241	5	4
2005	3,008	17	6	1,708	26	10	1,300	5	3	3,008	20	7	1,708	31	12	1,300	6	4
2006	3,096	17	6	1,733	26	10	1,363	5	3	3,096	20	7	1,733	32	12	1,363	6	4
2007	3,160	18	6	1,751	27	11	1,409	5	4	3,160	21	7	1,751	33	12	1,409	6	4
2008	3,118	18	6	1,733	28	11	1,385	5	4	3,118	21	7	1,733	33	13	1,385	6	4
2009	3,031	18	6	1,719	28	11	1,312	5	3	3,031	22	7	1,719	34	13	1,312	6	4
2010	2,938	18	6	1,689	28	11	1,249	5	3	2,938	22	7	1,689	34	13	1,249	5	4
2011	2,899	19	6	1,689	29	11	1,210	5	3	2,899	22	7	1,689	34	13	1,210	5	4
2012	2,892	19	6	1,698	29	11	1,194	5	3	2,892	22	7	1,698	34	13	1,194	6	4
2013	2,904	20	7	1,712	30	12	1,192	5	3	2,904	23	7	1,712	35	13	1,192	6	4
2014	2,932	21	7	1,713	32	12	1,219	5	4	2,932	24	8	1,713	37	14	1,219	6	4
2015	2,954	21	7	1,711	33	13	1,243	5	4	2,954	24	8	1,711	38	14	1,243	6	4

(出典：沈・久保 (2020) pp.207,208)

なお、図表 4-1,2 の捕捉では階層に着目したので、全般の様相は捕捉しなかったが、総数で見ると、23,159 企業グループに属する会社企業数が 79,653 社であるから、単純平均すると 1 グループ 3.44 社であり、そのうち親会社を引くと (-1)、子会社は 2.44 社となる。非上場を含めた全ての企業グループ形成会社と比べると、異なるデータによる算定を考慮しても、上場会社の子会社数で見た企業グループの規模が格段に大きく且つ拡大傾向にあると言えるであろう。

③企業グループの指標である売上高連単倍率 (= 連結売上高 ÷ 単体 (親会社) 売上高) に着目すると、図表 8 のように推移している。1990年代は微細な増大又は減少

を示していたが (1 部上場会社は微増、1 部以外の上場会社は微減、全ての市場はその合成)、2000年以降はいずれも顕著に増大傾向にある。その増大傾向の主たる要因を、沈・久保は、1997年の純粋持株会社解禁による純粋持株会社を頂点 (親会社) とする企業組織再編としているが¹²⁾、支持し得る。確かに、純粋持株会社は基本的に直接営利事業を営まないの、売上 (収入) は少なく (子会社からの配当等)、従って売上高連単倍率の分母が小さく、連単倍率は大きくなる傾向があるからである。そこで、平均ではなく、両端を排する中央値に注目することを促している¹³⁾。これにより、純粋持株会社グループの非常に大きい連単倍率をある程度排除した倍率が

12) 同上 p.211

13) 同上 p.214

図表8 企業グループの売上高連単倍率の推移（1990-2015年）

年度	全ての市場			1部上場会社			1部以外の上場会社			年度	全ての市場			1部上場会社			1部以外の上場会社		
	観察数	平均	中央値	観察数	平均	中央値	観察数	平均	中央値		観察数	平均	中央値	観察数	平均	中央値	観察数	平均	中央値
1990	1,253	1.21	1.10	944	1.22	1.12	309	1.16	1.06	2003	2,870	2.34	1.13	1,660	2.88	1.19	1,210	1.60	1.07
1991	1,317	1.21	1.11	975	1.22	1.12	342	1.16	1.06	2004	2,912	2.78	1.14	1,672	3.61	1.20	1,240	1.65	1.07
1992	1,382	1.20	1.11	1,008	1.22	1.13	374	1.15	1.06	2005	3,007	3.10	1.14	1,707	3.87	1.20	1,300	2.10	1.08
1993	1,459	1.21	1.11	1,050	1.23	1.13	409	1.15	1.06	2006	3,094	3.53	1.15	1,732	4.13	1.22	1,362	2.77	1.09
1994	1,553	1.20	1.10	1,092	1.23	1.13	461	1.14	1.06	2007	3,159	4.18	1.17	1,750	4.80	1.24	1,409	3.40	1.11
1995	1,906	1.19	1.09	1,261	1.22	1.12	645	1.12	1.05	2008	3,118	4.71	1.19	1,733	5.14	1.25	1,385	4.17	1.13
1996	2,049	1.19	1.09	1,312	1.23	1.13	737	1.12	1.05	2009	3,030	5.35	1.20	1,719	5.78	1.26	1,311	4.80	1.13
1997	2,139	1.21	1.10	1,351	1.25	1.14	788	1.13	1.05	2010	2,937	6.01	1.21	1,689	7.20	1.27	1,248	4.40	1.13
1998	2,245	1.21	1.10	1,399	1.25	1.15	846	1.14	1.05	2011	2,898	6.61	1.21	1,689	8.14	1.29	1,209	4.47	1.13
1999	2,337	1.21	1.10	1,444	1.26	1.14	893	1.15	1.05	2012	2,890	6.35	1.23	1,698	7.60	1.30	1,192	4.57	1.14
2000	2,668	1.27	1.11	1,586	1.28	1.16	1,082	1.24	1.06	2013	2,901	6.51	1.24	1,711	7.78	1.33	1,190	4.68	1.15
2001	2,767	1.32	1.12	1,627	1.36	1.17	1,140	1.27	1.07	2014	2,930	6.59	1.26	1,713	7.76	1.36	1,217	4.95	1.16
2002	2,829	1.52	1.13	1,650	1.62	1.19	1,179	1.38	1.07	2015	2,951	6.95	1.28	1,710	7.75	1.37	1,241	5.85	1.17

（出典：沈・久保（2020）p.212）

得られるからである。そうすると、倍率水準は比較的低く且つ非常に顕著な増大にはなっていないが、中央値でも、増大傾向が確認できる。中央値に関して、1部上場会社は、1990年1.12倍から漸増し、2004年には1.20倍となり、2012年からは1.3倍台に増大してきた。1部以外の上場会社は、1990年1.06倍から1995年から一旦1.05倍に下落し、2000年から漸く増大に転じ、2007年には1.1倍台となり、2015年には1.17倍にまで増大してきた。純粋持株会社の影響をある程度免れていると言える中央値で見ても、売上高ベースでの企業グループの拡大傾向を見て取ることができるし、純粋持株会社の影響を含めた平均では更に判然と看取できる。平均に関して、1部上場会社は、1990年1.22倍から漸増し、2003年には2.88倍となり、2004年には3.61倍、2006年には4.13倍、2008年には5.14倍、2010年以降は7倍台に増大してきた（2011年だけ8倍台）。1部以外の上場会社は、1990年1.16倍から漸増し、2005年と2006年には2倍台、2007年には3.40倍、2008年からは4倍台となり、2015年には5.85倍にまで増大してきたのである。

企業グループに関する共時態的並びに通時態的概観を行なったので、次には企業グループにおける特徴的な事象を取上げることで、企業グループの捕捉をより具体化することにする。

3. 企業グループにおける完全子会社

（1）企業グループにおいて、完全子会社はどれほどあるのだろうか。管見の限り、その総数を統計的に捕捉した調査や研究は見当たらないが、参考になる調査・研究がある。伊藤秀史・菊谷達弥・林田修は、経済産業研究所が2001（平成13）年に行なったアンケート調査の結果を分析しているが、「調査対象は電機産業の上場企業が有する子会社と関連会社」であり、713社から回答を得たものであるが（部分回答を含むが、回答率27.6%）、採用したサンプル数588からの結果として、「90%以上の株式を親会社に所有される子会社が、全体の7割以上を占めている。さらに、親会社が全株式を保有する完全子会社の割合は69%である。一方親会社の持株比率が50%以下の子会社の割合は約9%に過ぎない」、「上場子会社の割合は4%である」¹⁴⁾（傍点:引用者）、とのことである。調査時期が企業組織再編が進行中の時期であり、電機産業が果たして全産業の「標準的な」業態と言えるかどうかといった留保はしなければならないが、完全子会社が相当多い比率を占めているという分析結果は参考になる。また、完全子会社は特異的であると言える。何故か。持株比率が50%超あれば、株主総会で普通決議ならば随意に採択可能であるし、67%超（2/3超）あれば、特別決議を採択可能であるし、75%超（3/4超）あれば特殊

14) 伊藤・菊谷・林田（2003）pp.3.8

決議を採択可能であるので、圧倒的な支配・従属関係を構築・維持するのに、資金を掛けて（株式交換のための株式発行等を含む）¹⁵⁾、わざわざ持株比率を100%とするほどの事由は余りないと言えるのではないか。そうであるにも関わらず、完全子会社とするのは何故か。事由は様々にあるかもしれないが、会社法的観点から決定的なのは、子会社の少数株主（保護）が存在しないことである。それを配慮する制約が一切ない状態で、子会社を支配し、管理・運営することができる。

完全子会社は、親会社が100%出資して新規に設立する場合もあれば、親会社の部門を分社化し、完全子会社とする場合もあれば、独立企業あるいは他の企業グループに属する子会社を全株取得し買収する場合で、親会社が吸収合併するのではなく、単体企業を維持し、子会社とする場合もあれば、同企業グループに属している例えば50%超の持株比率の子会社を持株比率を増やし完全子会社とする場合もあろう。いずれにせよ、少数株主（保護）に配慮する単なる子会社とは決定的に異なる特異な子会社である。

もう1つ、完全支配という点では、親会社の一部門と一見変わらないかの如くであるが、法人格として別異の会社である限り、「独立的」に「自由裁量」の余地を持って事業運営を行なうのであり、親会社の一部門とは明らかに異なる。親会社の一部門に比べればコストも余計に掛かるが、それを補って余りある利点があるのであり、単なる子会社とも親会社の一部門とも異なる特異性がある。

経済産業省が近年公表した「実務指針」では、5（章）の「子会社経営陣の指名・報酬のあり方」に関し、「本

章では主に完全子会社を念頭においた記載としている」¹⁶⁾、とする。上場子会社は「別途記載することとし」¹⁷⁾と断り書きをしているが、非上場の子会社もあるのだから、上場子会社を別扱いすることは、「主に完全子会社を念頭に」おくことの理由・説明にはなっていない。それ以外の箇所も含め、何故子会社全般ではなく、完全子会社をフィーチャーしたのかは理由・説明もなく、先決されている。「子会社経営陣の指名・報酬」が、完全子会社ならば親会社が随意に決められる容易・簡便性によるのか、完全子会社の特異性を暗黙に察知したのかは不明であるが、ともあれフィーチャーした扱いをしている。

(2) 野村拓治・松田千恵子は、親子上場していた子会社を親会社が完全子会社化し、上場廃止となった会社数という部分的な射像を図表9の通り掲示している¹⁸⁾。各年により変動はあるが、18年間、大まかに毎年20社程度が上場親会社の企業グループで完全子会社化していることになる。

野村・松田は、完全子会社化後の子会社業績という、これまで研究が進んでいない事象を明らかにしようと試みている。完全子会社化し、上場廃止となった子会社は、一般的に財務情報非開示となるので、業績捕捉は難しくなるが、「会社法第939条に定められた決算公告に加え、建設業法に基づく建設業許可業者の申請書類により入手する」¹⁹⁾という着眼・工夫により、当該業者の業績捕捉を行なっている。限られた業種ではあるが、「商社、メーカー、ガス供給会社、情報通信業など様々な業種の企業が建設業許可を取得しており、建設事業を主体とした

図表9 上場親会社による上場子会社の完全子会社化数の推移（1999-2016年）

年	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	合計
件数	3	5	6	26	20	14	24	22	24	36	29	45	25	27	10	15	18	19	368

（出典：野村・松田（2018）p.333）

15) 資金と言っても、現金を投じずに、株式交換等の手段により行なうことも可能であるが、その場合も新株発行または自社株買いによる調達が必要である（菊谷・齋藤（2006）p.5）。

16) 経産省（2019）p.103

17) 同上 p.103

18) 野村・松田（2018）p.333

19) 同上 p.334。なお、「これは、建設工事の発注者支援として、建設業者を所管している国土交通省地方整備局ならびに都道府県庁において建設業許可業者の申請書類を閲覧することが可能な制度に基づくものである。許可取得後においても建設業許可業者は、事業年度の終了後4ヶ月以内に財務諸表を含んだ決算報告の提出を義務付けられているため、当該業者に関する財務情

い業種も含め財務情報が収集できる」²⁰⁾、とのことである。対象企業として、「救済目的の完全子会社化は財務改善が優先されるため除外」し、52社を選定している²¹⁾。

仮説1「完全子会社後、子会社の業績は向上する」と、仮説2「完全子会社後、子会社の配当が増え、内部留保が減少する」を設定し²²⁾、第一に「(完全)子会社化前と(完全)子会社化後の業績の変化を比較」し(丸カッコ内引用者補記)、第二に「完全子会社化した子会社をサンプル企業群、同業種同規模で上場を維持し続けている企業をコントロール企業群とし、完全子会社化以降の変化について二群の差を分析」している²³⁾。業績変化の比較指標としては総資産営業利益率(ROA)、配当・内部留保の変化の比較指標としては純資産配当率(DOE)を用いている²⁴⁾。検定の結果、完全子会社化前後で「ROAに有意な変化がなく、DOEに有意な変化があった」し、サンプル企業群とコントロール企業群の比較でも同様であった²⁵⁾。従って、仮説1「完全子会社後、子会社の業績は向上する」は支持されず、仮説2「完全子会社後、子会社の配当が増え、内部留保が減少する」は支持された、とする²⁶⁾。意味することは、「完全子会社化後の子会社の業績に関して、親会社の主張する効果(上場を維持する以上の効果)は見られないこと、子会社から親会社への富の移転がなされている可能性を示」している、ということである²⁷⁾。限られたデータによる統計的分析の結果を、一般的な事実命題と見做すことは厳に慎まなければならないが、示唆的ではある。

企業グループにおいて、完全子会社化は問題含みである。例えば、高配当を望む場合に、少数株主がいれば、少数株主にも高配当を割当なければならず、企業グループ外に流出してしまうが、完全子会社化すれば、親会社だけが高配当を受け取ることができるようになる。上掲の仮説2が統計的に支持されるということは、そうしたことが事実的に行なわれていることを如実に示している。

(3) 菊谷達弥・齋藤隆志は、完全子会社化を「①もとも50%以下の株式しか所有しない関連会社を完全子会社化する場合と、②すでに50%超を所有している子会社(あるいは実質的に支配している会社)の株式を100%取得する場合」に区別し、②の場合を分析対象とする²⁸⁾。親会社(上場企業)と個々の子会社のペアを特定できる経済産業省の「企業活動基本調査」を統計資料として用いており、「1999～2003年に行われた完全子会社化の比率は20.7%であり、総数は $1176 \times 0.207 = 243$ (社)」²⁹⁾、とのことである。「株式が上場されている子会社の比率は9.4%」、「親会社が電機産業である場合に限定すると」14.2%であり、「親会社の期初出資比率の平均は74.8%、中央値は75%であり、ほぼ均等に分布している」³⁰⁾。「親会社の本業比率(本業売上/全売上)は平均70.3%であり、必ずしも多角化度は高くない。親会社の本業売上成長率の期間内平均は1.4%であるのに対し、子会社の売上成長率平均は2.9%」であり、「子会社の方が高い」が、成長率の期間内標準偏差(親会社0.142、子会社0.169)

報の収集が可能である」(同 p.334)、とのことである。

20) 同上 p.335

21) 同上 p.335

22) 同上 p.334

23) 同上 p.335

24) 同上 p.335

25) 同上 p.336

26) 同上 p.336

27) 同上 p.333。なお、丸カッコ内は直前の文を引用者が補足挿入したものである。

28) 菊谷・齋藤(2006) p.1。(株)レコフ(M&Aのコンサル企業)の統計でも同様の定義を用いているとのことであるが(同 p.1)、完全子会社化のケースとしては、①と②の各々に上場・非上場の別、更に③として企業グループに属していない会社をM&A等で新たにグループに編入する場合、その際も当該会社が上場・非上場の別があることが想定できる。更には、親会社が純粋持株会社であるか、又は事業持株会社であるかによって再編の内容・仕方が異なる可能性があるため、ケース分けをする必要があるだろう。

29) 同上 p.12-13。なお、100%子会社化数や上場廃止会社数の推移を別途グラフ表示しているが(同 p.4)、本文を含め具体的な数値を示しておらず、グラフ目盛からでは概数しか分からないので、掲示しなかった。

30) 同上 p.13

によれば、「成長率の不安定性も子会社の方が高い」のである³¹⁾。

菊谷・齋藤は、完全子会社化の理由を、「経営支配権」（親会社と子会社少数株主のあいだの経営支配権の対立）³²⁾と、「利益請求権」（同両者のあいだの利益請求権の対立）³³⁾とに大別し、それを解消するためとしているが、「なぜ完全子会社化がなされるのか」という問題を、「どのような場合に完全子会社化がなされるのか」という問題に変換して、分析している³⁴⁾。なお、完全子会社化の分析の「意味」（意義であろう）として、「M&Aの一形態」と「企業（グループ）における組織再編の一形態」（丸カッコ内、引用者が補足挿入）を挙げ、特に後者は「集権化に向けた組織再編」として着目している³⁵⁾。具体的には、「子会社ガバナンスの要因」（親会社の持株比率等）、「親会社側の要因」（本業成長性等）、「子会社側の要因」（事業成長性等）、「親会社と子会社の事業関係の要因」（親子会社の本業間の投入補完性、同市場補完性等）、「企業グループの要因」（グループ子会社数の増減）に関し、プロビット・モデルの推計を行なっている³⁶⁾。分析結果として、「完全子会社化を増加させる要因として、子会社株式が公開されていること、親会社の持株比率、純粋持株会社への移行など、子会社ガバナンスに関する要因が有意な影響を与える。また、子会社側の要因よりも、親会社側の要因が多く影響を与えること、すなわち親会社の本業成長性、本業成長不確実性、本業依存度、事業構造再編の程度、負債比率など、多くの要因が完全子会社化に有意な効果を与えている」し（要は、親会社の企業価値が芳しくないので、随意に制約なく子会社を活用したい、ということであろう）、「子会社

側の要因としては、子会社の売上成長率のあり方が特に重要」であり、プラスの場合とマイナスの場合に、完全子会社化が「積極活用型」と「救済型」のタイプとなることが確認された、としている³⁷⁾。

なお、菊谷・齋藤は、完全子会社化を、「経営支配権」及び「利益請求権」に関する親会社と子会社少数株主の対立を解消し、「積極活用」等するためとしているが、そのために子会社少数株主を完全排除することの是非は問題としていない。しかし、対立を解消するのに、妥協点を模索するのではなく、財力に任せて完全排除してしまうことは、問題ないのか。子会社少数株主が存在しなくなれば、自ずと対立は解消する。企業グループ・ガバナンス論的に、ステークホルダーとの利害調整を、ステークホルダーである子会社少数株主を完全排除し存在を抹消することで、調整不要とすることが妥当な解決策なのか、大いに疑問である。

（4）矢部謙介は、「M&Aとそれに伴う企業再編」に関する专著で、その重要な事象として完全子会社化・事業譲渡・資本参加を取上げている³⁸⁾（本稿では主題としていない後2項は取扱わない）。「価値」³⁹⁾向上効果の実証的検証として、短期的な株式市場からの評価という視点（但し、市場の予測が正しいか否かの保証はない）と、中長期的な財務パフォーマンスの向上（但し、M&A以外の要因による影響を受けやすい）という2つの視点から企業再編の効果を測定している⁴⁰⁾。完全子会社化を取上げる意義は、①連結経営の重要施策となったこと、②実施件数が大きく増加したこと、③日本特有の現象であり、独自の研究を行えること⁴¹⁾、であるとする。

31) 同上 p.13

32) そもそも少数株主に経営支配権があるとは思えないが、「言わんとすること」は了解できるので、詳細な批判に及ぶことは差し控える。

33) 正しくは配当請求権であり、利益請求権ではない。俗に「利益配当請求権」と一緒に呼ばれてもいるが（自益権として）、株式会社論としては識別しなければならないが、詳論する場ではないので、示唆的指摘に留める。

34) 同上 pp.1-2

35) 同上 pp.2-3

36) 同上 pp.6-19。なお、プロビット（モデル）分析とは、重回帰分析において被説明変数をダミー変数（0と1など）に置き換えて各説明変数の影響を調べる場合に用いる手法である。

37) 同上 p.20

38) 矢部（2013）pp. ii, 13-22

39) 価値をカッコ付きとしたのは、矢部はしばしば「株主価値」を企業価値と等値と看做しており（同 p.63等）、そのような価値観・価値認識に疑問を抱かざるを得ないからである。

40) 同上 p. iii

41) 同上 p.13

分析結果として、「株主価値に及ぼす影響」に関しては、「株式交換による完全子会社化は総じて投資家から評価されていると言える。また、買収会社の収益性が低く、対象会社の相対的規模が大きく、買収会社と対象会社の業種が類似している場合には株主価値に対してプラスの影響を及ぼすが、対象会社の成長性が高い場合には完全子会社化が株主価値を減少させる方向に働くことが示された。従って、グループとしてのリストラクチャリングの必要性が高く、その期待効果が大きい場合の完全子会社化が高く評価される一方で、対象会社の自主性・機動性を重視しなければならない局面での完全子会社化は株主価値を損なうと推測される」⁴²⁾、としている。

「完全子会社化が中長期的な企業業績向上につながったのかどうか」に関しては、4点が明らかになったとしている。1点目は「完全子会社化実施以後企業の財務業績が向上し、業種平均と比較して高い業績をあげることができている」⁴³⁾ことである。2点目は「完全子会社化は企業の収益性と資産効率の向上の双方を実現して」⁴⁴⁾いることである。3点目は「取引当事者同士の事業関連性、買収プレミアムおよび対象会社の買収会社に対する相対的規模が完全子会社化実施後の業績向上に影響を与え」ており、特に「買収プレミアムが大きいほど財務業績向上効果が低くなる」のであり、「買収プレミアムが低く設定されている」場合は「高い財務業績向上効果を得ている」⁴⁵⁾ことである。4点目は「短期的な株価効果と中長期的な財務業績効果の間の関係性が明らかになった」とし、「株式市場は完全子会社化に対してポジティブな評価を行っていること、そして完全子会社化実施後の財務業績が向上しており、株式市場が期待したようなシナジーならびに資産効率の向上は財務業績向上効果としても実現されていることが明らかになった」⁴⁶⁾ことである。

矢部の「財務業績向上効果」に関する分析結果は、前掲の野村・松田の仮説1の分析結果（子会社の業績向上

は支持されない）とは大きく異なっており、真逆とも言える⁴⁷⁾。取扱っている対象（データ）も分析手法も異なっているので、分析結果の相違だけを論っても埒が明かず、適否を判断するには追試をするしかないだろう。いずれにしても、完全子会社化の特異性を十分に想到しているとは思えない（矢部は事業譲渡や資本参加と並列的に取扱っていることから判然としている）。特異性は、企業グループ・ガバナンス論的に捉えれば、ステークホルダー間の「利益相反」等を歩み寄り、折り合いを付けるといったスタンスではなく、少数株主というステークホルダーを完全排除することで、問題を解消してしまうという、余りにご都合主義的なことである。その点で、矢部は「株主価値」を取上げ、株式市場の動向を分析しているが、これらの問題性を看過している。「完全子会社化は総じて投資家から評価されている」とするが、この「投資家」は「明日は我が身かもしれない」ことを全く頓着していないのではないか。子会社は完全子会社化されたのだから、親会社しか株主はいないので、その親会社の「投資家」（一般株主）ということであろうが、そのようなことをする親会社及び企業グループは上記のようなスタンスなのである。それが分かっているならば、「評価」などするはずがないではないか、それでも「評価」するのか。「我が身に降り懸かる」とは全く思っていない「不用心な」投資家（株主）である。そのような「思慮に欠けた」評価に、矢部は「株主価値」として全く疑問を抱いていない。

(5) 最後に、完全子会社化に到るプロセス（直前の事態）に係る会社法の論点に言及しておきたい。寺前慎太郎は、「親会社による組織再編を利用した上場子会社の完全子会社化の場面を主な検討対象」とし、アメリカのデラウェア州における判例法理の変遷を詳細にトレースし、その「支配株主の信任義務（忠実義務）」というルールが「わが国の既存のルールを通じて同様の結果を導

42) 同上 pp.190-191

43) 同上 p.191

44) 同上 pp.191-192

45) 同上 p.192

46) 同上 p.192

47) 野村・松田は、矢部の分析を「主要参考文献」に掲示しているが（但し専著収録の初出論文）（野村・松田（2018）p.336）、コメント等は付していない。

くことはできないのかといった視点に基づく検討」⁴⁸⁾を行なっている。「根本的な問題として、独立当事者間での買収の場合との調和を図るためには、そのような場合における取締役の義務と責任について明確なルールが定められる必要がある」が、「わが国においてはこれがデラウェア州ほど明確ではない」⁴⁹⁾。「さらに、少数株主の過半数による承認に関しても、わが国の場合には、株式の持合いがなされていることを考慮した上で考える必要がある」とし、デラウェア州では「一般株主と異なるインセンティブを有する株主を少数株主には含めない旨の判示がなされていた」が、「完全子会社化の対象となる上場子会社と株式の持合い関係にある株主は、ここでいう少数株主に含めるべきではないということもありうる」⁵⁰⁾、とする。但し、前掲の完全子会社の比率を鑑みると、上場子会社における株式相互持合いという事象は左程多くはないと見做せる。

完全子会社化に到る直前の事態に関する検討として興味深くはあるが、所詮「条件闘争」でしかないことが問題視されていない。「公正さの担保」と言ったところで、株式交換比率や買取価格の妥当性に関することであり、株主総会における少数株主だけの議決にしても、そもそも完全子会社化の是非が議案になるわけではない。締出し（退出）を前提に、ただ「条件」の承認可否に関与することができるだけである。これが、果たして少数株主の保護と言えるのか、大いに疑問である。防衛策が他に何もなく、与件としての「条件」を受忍するしかないよりはベターかもしれないが、少数株主保護の次元をもっと引き上げるべきではないのか。

締め括ると、親会社が100%出資して完全子会社を創設することと、既存の子会社等を完全子会社化することは、結果として完全子会社とすることは同じでも、未だ存在しない少数株主を募らないことと、既存の少数株主

を完全排除することとはやはり異なるのではないか。経産省の「実務指針」は、企業グループ・ガバナンスにおける、この問題自体を視野に入れていない。不完全と言わざるを得ない。続いて、親子上場を主題とするが、上場子会社を完全子会社化し、上場廃止する場合を含めて考察を行なうことにしたい。

4. 企業グループにおける親子上場

(1) 同一企業グループにおける親会社及び子会社（そのうちの1社ないし複数社）がいずれも上場企業である、いわゆる親子上場は特異的な事象である。経済産業省の「実務指針」によると、「2018年時点において、東証上場企業のうち628社（上場企業の17.2%）が支配株主を有する企業、そのうち親会社が上場企業である上場子会社は311社（同8.5%）あり、近年、緩やかな減少傾向にあるものの、欧米各国と比較してかなり高い水準にある」⁵¹⁾という。しかし、欧米に比して、わが国で比較的多い事象だから、特異的なのではない。「海外でも上場子会社は存在するものの、経過的な仕組みとなっており、事業部門をIPOで切り出して、5年程度は上場子会社とするが、それ以降は、100%子会社に戻すか、売却することが一般的であるのに対し、日本では上場子会社の状態が安定的に続いているのが特殊である」⁵²⁾という旨の発言を同「実務指針」の注記で紹介しているが、そのように欧米では一時的であるのに対し、わが国では一時的ではなく「安定的」だからでもない。非上場子会社→上場子会社→完全子会社（上場廃止）という変移が、必ず起こるわけではなく、長らく「安定的」に上場子会社の状態が続く場合が比較的多いとしても、完全子会社化は起こり得るのである。しかも、投資家（少数株主）の関与を当てにして資本市場（証券市場）に上場しておきながら、今度はご都合主義的に少数株主を完全排除し、子会

48) 寺前（2012）pp.117,118。なお、「支配株主が少数株主を締出す方法としては、組織再編以外にも株式併合（会社法180～182条）や全部取得条項付種類株式の利用（会社法108条1項7号・171～173条）といった方法がないわけではない」が、吉富優子の調査によれば、「株式交換を利用した少数株主の締出しは、実務における重要度がその他の手段より高い」し、「株式併合や全部取得条項付種類株式の利用による少数株主の締出しに関しては、制度特有の問題が重要になってくることが多い」ので、「議論の簡略化のために」、「組織再編（特に株式交換、公開買付けが先行する場合も含む）を利用する場合を検討の対象とする」（同pp.199,200）、と注記している。

49) 同上 pp.197-198

50) 同上 p.198

51) 経産省（2019）p.118

52) 同上 p.118

社を専制支配するために完全子会社化し、市場から退出する、そういうステージを胚胎ないし現実化する変移の総体が親子上場だから、企業グループ・ガバナンス論的に特異的と看做すのである。

(2) 西山賢吾は、自らが所属する「野村資本市場研究所」が調査した2019年度末（2020年3月末）時点での日本の親子上場企業数は、2018年度末（2019年3月末）から3社純減して259社となった。親子上場企業数の純減は2007年度末以降13年連続である⁵³⁾、とする。主要増減理由は、図表10の通りであるが、減少では「最も多いのは完全子会社化による上場廃止」であり、「日本の親子上場解消の最も多い理由」である⁵⁴⁾。次いで、「上場親会社が持分を減らしたり、売却したりすることによる親子関係の解消」であり、「競争力がありながらもグループの事業ポートフォリオから外れてしまうような企業が親会社から独立する、あるいは他社のグループに入るなど、ダイナミックにポートフォリオを見直す企業が増えることは、基本的には好ましいことと考える。さらに、同様な観点から、投資ファンドに子会社を売却する事例も見られた⁵⁵⁾、とのことである。逆の増加では「TOB（株式の公開買付）や第三者割当等により、持分を増やして上場企業が親会社になる」場合が最も多く、次いで「新規に子会社を上場させる」場合である⁵⁶⁾、とのことである。西山は、減少の動向を主として当該子会社目線で好意的に評価しているが、親会社の立場、他社グループの立場、それらの各々のステークホルダー（支配株主、少数株主、

経営者、従業員等々）の利害を多面的に斟酌しても妥当な評価たり得るのか、疑問である。「コーポレートガバナンスの観点から、親子上場に何らかの規制を行う必要がある」という意見があるのは確かである。しかし、現状では、規制を行うよりも、株式市場の持つ資金調達機能や、株主（投資家）の監督機能を活かし、子会社のガバナンス強化、ステークホルダーへの説明責任を充実され（せ）ることの方がより重要と考える。その一方、TOBや完全子会社化を行う際の少数株主保護の観点などから、全部買い付け義務の必要性の有無などは検討に値するであろう」（丸カッコ内修正置換、引用者⁵⁷⁾、とする。説明責任には反対論が多ければ撤回する選択肢も含まれているのか、「少数株主保護」と言うが退出以外の選択肢は用意されるのか、疑問である。

(3) 宮島英昭・新田敬祐・宍戸善一は、「親子上場の経済分析」を行なっているが、まずは「事実」の捕捉を行っており、図表11はそのうちの1つである。注記によれば、「対象会社は、新興市場（ジャスダック、マザーズ、ヘラクレス等）を除く全国証券取引所に上場する非金融事業法人」であり、親子関係は「33%基準で判定し」ており（株主総会の特別決議に対する実質的な拒否権が与えられている33%基準を採用しているが、支配株主50%超基準とも連結会計の（実質）「支配力基準」とも異なり、基準の採否に議論の余地があるが）、「親会社は究極の上場親会社のみとし」ている⁵⁸⁾。「非上場子会社経由の子会社の間接所有やピラミッド構造を考慮した

図表 10 親子上場の主要増減理由の推移（2015-2019 年度末）

減少要因	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	増加要因	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度
減少企業数	20	30	16	22	22	増加企業数	20	30	16	22	22
完全子会社化(上場廃止)	14	15	11	15	12	持分の増加	14	15	11	15	12
持分の減少	1	10	1	3	6	新規上場	1	10	1	3	6
その他	5	5	4	4	4	その他	5	5	4	4	4
						純減	3	11	7	1	3

（出典：西山（2020）p.133、なお原図表における減少・増加のタテ並列を、紙幅節約のため、ヨコ並列化）

53) 西山（2020）p.132。なお、前掲の「実務指針」の社数とは若干異なっている。

54) 同上 p.133

55) 同上 p.133

56) 同上 p.133

57) 同上 p.135

58) 宮島・新田・宍戸（2011）pp.293,294

図表 11 親子上場の規模 (1985,1990,1995,2000,2005,2008 年度)

年度	対象 会社数	33%基準									
		親会社(親子上場)				子会社(親子上場)				他の被支配会社	
		会社数				会社数		うちピラミッド支配		会社数	
		対象会社 数比率	傘下上場 子会社数 平均	うち家族 支配あり		対象会社 数比率			うち家族 支配あり	対象会社 数比率	
	(社)	(社)	(%)	(社)	(社)	(社)	(%)	(社)	(社)	(社)	(%)
1985	1,655	116	7.0	2.32	7	270	16.3	17	8	41	2.5
1990	1,898	173	9.1	2.14	22	327	17.2	28	18	50	2.6
1995	2,094	196	9.4	2.24	23	362	17.3	32	22	55	2.6
2000	2,353	226	9.6	2.32	41	406	17.3	54	41	95	4.0
2005	2,385	251	10.5	2.04	60	366	15.3	57	39	124	5.2
2008	2,346	240	10.2	2.13	59	357	15.2	55	40	131	5.6

(出典：宮島・新田・宍戸 (2011) p.294)

究極の親会社を識別し、「子会社には孫会社以下も含まれる」⁵⁹⁾。「家族支配は、持株比率が3%以上の役員や個人、家族支配法人の保有分を合計すると実質的な筆頭株主となり、かつ10%以上保有するケース」⁶⁰⁾、としている。「親会社の傘下上場子会社数平均には、原則として全ての市場に上場する子会社を含むが、1985年度データには旧店頭市場に上場する子会社を含まない」⁶¹⁾、とのことである。

上場会社のうち、親子上場している企業グループの(究極の)親会社が10%程度を占めている。それを多くと見るか、それほどでもないかとは、親子上場に関する見方によるだろうか。その親会社に対し、傘下の上場子会社が2社以上ある(具体的詳細例は図表12参照)。「ピラミッド支配」に関しては、「親会社による子会社搾取」(特に子会社少数株主の搾取)を可能とするが、宮島・新田・宍戸は「欧州やアジアのストック・ピラミッド」⁶²⁾とは本質的な部分が異なっており、「日本の親子上場の場合、ストック・ピラミッドに比べて傘下上場子会社の階層構造が単純である。もちろん、上場子会社自身、

その傘下に多くの子会社や関連会社を抱えているが、それらのほとんどは非公開であり、上場子会社自らがその傘下に上場子会社(親会社からみれば孫会社)を持つケースは例外的である」⁶³⁾、と日本の異質性を強調しているが、2000年度以降、「第3層以下の会社で上場しているケース」が図表11の通り50社以上あることは事実であり(前掲の図表4-1,2も参照)、実際に「親会社による子会社搾取」が行なわれているか否か(行なわれている場合はどの程度か)は、速断できない。また、多階層的支配は、親子上場特有の問題ではなく、企業グループ全般に関わることであり、強いて言えば、上場子会社は財務情報を開示しているの、「親会社による子会社搾取」があらさまに露見するようなことは回避する可能性があり、迂回的に非上場の「子会社搾取」を行なう可能性が高いであろうか(それでも、迂回せず、公然と「搾取」している場合もある)。

図表12は、図表11では平均2社以上としていたものをより具体的に、「上場会社のうち上場子会社を4社以上持つ会社」を列挙したものであり、対象範囲は「金融事

59) 同上 p.294

60) 同上 p.294

61) 同上 p.294。なお、1985年度以外は金融事業法人及び新興市場の上場も含めており、全「対象会社」とは対象範囲が整合的でない。

62) スtock・ピラミッドに関しては、「典型的なケースでは、非公開会社や支配家族を頂点に、第2層の上場子会社がさらに第3層、第4層の上場子会社を支配し、また、しばしば傘下上場子会社間で株式相互保有関係を持つため、コントロール権(会社経営の支配権)とキャッシュフロー権(会社の利益や財産に対する利益請求権)が大きく乖離する。両者の乖離が大きいほど、支配株主は子会社少数株主からより多くの利益を自らに移転することができるため、それは子会社少数株主の搾取に対する支配株主のインセンティブを表すものと理解される」(同 p.296)、と必ずしも一般的ではない概念設定を行ない、問題視している。

63) 同上 p.296

図表 12 主要上場親会社の上場子会社数の変遷（1985,1995,2005,2008 年度）

1985年度		1995年度		2005年度		2008年度	
日立製作所	20	↑ 日立製作所	25	日立製作所	24	日立製作所	23
日産自動車	13	↑ 新日本製鐵		↑ イオン	17	↑ イオン	19
東芝	10	東芝		↑ 伊藤忠商事	14	↑ 伊藤忠商事	16
松下電器産業	9	↑ NEC		↑ トヨタ自動車	12	トヨタ自動車	11
NEC	8	↓ 日産自動車		新日本製鐵	9	↑ 三菱商事	11
日立造船	8	↑ トヨタ自動車		富士通	9	↑ ソフトバンク	10
三菱化学	7	↑ 富士通		↓ NEC	8	NEC	9
住友電気工業	7	↑ 住友金属工業		住友電気工業	7	富士通	8
住友金属工業	6	松下電器産業		↓ 東芝	7	キャノン	7
神戸製鋼所	6	↑ キャノン		↑ 三菱商事	7	↑ SBIHD	7
トヨタ自動車	6	神戸製鋼所		↑ ソフトバンク	7	↓ 新日本製鐵	6
NKK	5	住友電気工業		古河電気工業	6	古河電気工業	6
富士通	5	↑ ジャスコ		↑ 本田技研工業	6	東芝	6
近畿日本鉄道	5	三菱化学		↓ キャノン	6	↑ 日産自動車	6
新日本製鐵	4	↓ 日立造船		↑ ユニー	6	日本電産	6
丸紅	4	近畿日本鉄道		<u>JFEHD</u>	6	<u>JFEHD</u>	6
三井物産	4	↑ 古河電気工業		↓ 松下電器産業	5	太平洋セメント	5
小田急電鉄	4	↑ 富士重工業		丸紅	5	↓ 住友電気工業	5
		↑ 積水ハウス		↑ 住友商事	5	本田技研工業	5
		↑ ミサワホーム		↑ 日本電産	5	ユニー	5
		↑ 三菱電機		<u>ミサワホームHD</u>	5	↑ 日本電信電話	5
		↑ ソニー		<u>三菱ケミカルHD</u>	5	<u>三菱ケミカルHD</u>	5
		↑ 本田技研工業		<u>三井住友FG</u>	5	<u>三井住友FG</u>	5
		↑ 伊藤忠商事		↑ 東レ	4	住友化学	4
		丸紅		↑ 住友化学	4	神戸製鋼所	4
		三井物産		↑ 太平洋セメント	4	日立造船	4
		日商岩井		↓ 日立造船	4	近畿日本鉄道	4
		小田急電鉄		↓ 日産自動車	4	セコム	4
		阪急電鉄		三井物産	4	アーク	4
				↓ 近畿日本鉄道	4	ゼンショー	4
				<u>セガサミーHD</u>	4	GMOインターネット	4
				<u>三菱UFJFG</u>	4	↑ ゲオ	4
						<u>セガサミーHD</u>	4
						<u>三菱UFJFG</u>	4
						↑ 野村HD	4
合計	131	合計	201	合計	222	合計	240

（出典：宮島・新田・宍戸（2011）p.295）

業法人を含む全ての上場会社」（新興市場を含むが、1985年度データは旧店頭市場を除く）であり、↑↓は各々2社以上増減したケースの記号であり、社名の下線は純粋持株会社であり、網掛けは1990年以降の上場を示している⁶⁴⁾。2008年度では、該当するのが35社グループあり、それらの上場子会社の総数は240社である。大半

は1985年度以来の「常連」と言って差し支えなく、これらがわが国の代表的な企業グループと言えるが、比較的近年に創設され、急速に企業グループとして拡大したのも5社グループあり、浮沈の動きが比較的緩慢なわが国でも新興勢力の台頭が見られると言えよう。

64) 同上 p.295

宮島・新田・宍戸は、分析結果を4点に纏めている。
 ①「1990年代以降の親子上場は、親会社に対し組織設計の合理的な選択肢を提供してきたとみることができる」⁶⁵⁾。②「子会社上場は子会社少数株主からみても、コストよりもベネフィットが大きい。IPO アンダープライシング⁶⁶⁾の分析から、親会社が有意な保証効果を発揮すること、またこれと整合的に、親会社は子会社のIPO後のパフォーマンスを有意に引き上げる効果を有することがわかった。ただし、この正の効果はレピュテーションの高い成熟親会社のみでみられる」⁶⁷⁾。③「銀行危機以降の局面でも、親子上場を維持する成熟した子会社のパフォーマンスは独立企業と比較して有意に高く、少なくとも低くはないと主張できる。親会社との間のシナジー、親会社によるモニタリングの効果が、この高パフォーマンスの源泉とみられ、自己取引などによる子会社少数株主との間の利益相反のコストが、システムティックに顕在化したことを示す証拠はない」⁶⁸⁾。④断定的な評価は保留しているが、「親子上場を利用したファイナンシャル・トンネリング⁶⁹⁾が深刻になっている可能性も低い。少数株主の利益を毀損する金融取引の事例は存在するが、それは支配株主に共通する問題であり、親子上場はむしろこのコストを緩和している可能性が高い。少なくともファイナンシャル・トンネリングに関して、親子上場に起因する、あるいはそれによって増幅されている問題が生じている可能性は低い」⁷⁰⁾、とする。

分析の結果として、「現状において、親子上場の実務を止めてしまうような過度な規制をとるべきでないことを示唆する」⁷¹⁾、としている。「しかし、親子上場には利益相反構造が内包され、国際的に注目されるストック・ピラミッド問題とも密接に関連しており、また、日本市

場でもこの問題を惹起させる、新興企業グループによる親子上場が増加していることも事実である」⁷²⁾。従って、「市場に参加する投資家、特に存在感が大きくなった海外投資家からの信任を得るために、そのベネフィットを維持しつつ、コストを最小化するよう、制度の再設計が必要になってきていると思われる」⁷³⁾、とする。そして、「これに向けた新たな規制として考えられるのは、情報開示を含む何らかの事前手続の要求と、事後的に利益相反行為の内容を審査する制度の導入である」⁷⁴⁾、とする。前後二段構えの一見周到な提言のように見えるかもしれないが、この提言には重大な欠陥がある。親子上場の成立から、その継続的状态をカバーした「制度」設計なので、完全子会社化＝上場廃止が視野に入っておらず、それを阻止することができないのである。完全子会社化は必ず起きるわけではないが、前述したように、親子上場から完全子会社化による子会社の上場廃止への移行は起こり得るのである。「利益相反」に係る少数株主保護の当事者である少数株主を排除することによる強引な問題解消に対し、先の提言は無効である。企業グループ・ガバナンス論的に親子上場を捉えるならば、親子上場から完全子会社化による子会社上場廃止への移行までを視野に入れなければ、全ライフ・ステージの捕捉が不完全となり、視野狭窄の誹りを免れないし、「制度」設計として十全な実効性を担保し得ない。

(4) 竹澤康子・松浦克己は、「1990年代半ば以降、我が国株式保有構造の最大の特徴であった「株式持ち合い」の解消が進み」、「変わって保有を増加させたのが、信託銀行や生・損保などの国内機関投資家と外国法人である。とりわけ外国法人はリーマン・ショック前後には一時的

65) 同上 p.332。なお、項番は原文では (1) (2) …だが、筆者本文の項番と重複するので、①②…とした。

66) 「新規銘柄の公開価格（発行市場における価格）がIPO直後の初値（流通市場における価格）を平均的に有意に下回る現象」である（同上 p.307）。

67) 同上 p.332

68) 同上 pp.332-333

69) ファイナンシャル・トンネリングとは、「金融取引を利用した搾取」で、「新株発行による希薄化やインサイダー取引、プレミアムを負担しない企業買収などが含まれるが」、「外部からの観察が不可能という本質的特徴がある」が、「外部からの追跡が可能な2つの経路、すなわち、劣悪な子会社の上場と第三者割当増資」がある（同上 p.326）。

70) 同上 p.333

71) 同上 p.333

72) 同上 p.333

73) 同上 p.333

74) 同上 p.333

に縮小したものの、その後は最も大きな比率を占めている」という状況認識に基づいて、「我が国証券市場において残された課題は親子上場であると言えよう」⁷⁵⁾とまで言うほど、親子上場を重要「課題」と位置付けている。

「利益相反という親子上場の弊害」は、「一旦上場が認められた後は、株主の監視以外の方法はない。すなわち利益相反を未然に防ぐための審査はできるが、事後的な救済策は万全とは言えないというのが現状である。「一度上場してしまうと証券取引所の取り得る手段としては上場廃止しかないので、投資家が傷んでしまう」という問題点が存在している」⁷⁶⁾、とする。また、2014(平成26)年の会社法改正は、「親子会社のガバナンスに焦点が当たった初めての改正であったが、議論のあった子会社の少数株主の保護規定については定められなかった」⁷⁷⁾、と少々しくない状況を確認している。しかし、利益相反並びに少数株主保護という問題は、親子上場特有のことではなく、企業グループとその子会社全般に関わることであり、取り立てて親子上場を焦点とする問題とは言いがたい。しかも、上場子会社は財務情報を開示しているので、利益相反が露見しやすいから、それを回避して、むしろ非上場の子会社との利益相反の方が狙いやすいのではないか。そう見做すのが順当ではないか。「証券市場」の「課題」ではないかもしれないが、利益相反を問題にするならば、親会社と子会社（上場子会社に限定せず）、子会社同士を多面的に捕捉すべきであり、殊更に親子上場に照準化する謂われはないのではないか。なお、上場子会社の推移としては、東証「市場第一部では2006年調査の9.5%から2014年調査では7.9%に減少している。同様に、市場第二部は19.9%から12.3%、マザーズでは14.4%から10.3%となっており、3市場とも上場親会社を持つ上場子会社の占める割合は減少傾向にある」⁷⁸⁾、ということも確認している。

「親子上場の問題点を子会社の業績から分析した先行研究は乏しく」⁷⁹⁾、しかも「連結ベースの子会社の業績分析は、本稿がはじめての試みである」⁸⁰⁾と宣揚し、「連結決算ベースでは、子会社の損失（あるいは不当な利益の剥奪で低収益になるとき）は、持ち分に応じて親会社（あるいは孫会社を持つ子会社、もしくは頂上会社）に反映されることになる」⁸¹⁾、とする。統計的分析の結果、上場子会社の業績が「独立会社との差が観察できるかどうか」であるが、「ROA 1 (= 営業損益 / 資産)、ROA 3 (= 税引後当期純損益 / 総資産)とも他の一般企業と差はない」(丸カッコ内：引用者挿入補足)、とのことであり、「子会社の業績にとって親会社の保証効果（名声の利用）、モニタリング効果や親子シナジー効果が発揮されていない、ということでもある。これらの有利な効果が十分発揮されれば、連結決算で見た場合には独立した一般企業よりも高い収益が得られるはずである」⁸²⁾、とする。それに対し、「連結決算数値による投資判断が主流となった現在、1990年代に見られるような損失付け替えに利用されてきた上場子会社は、既に市場から退出したものと推測される」⁸³⁾、と解釈している。「親会社の持株比率が高いほど子会社の業績は他社に比べて悪化している、単独決算企業の分析である松浦[2011]とは異なる結果である」ことから、「単独決算と連結決算の違い、分析時期の違いが影響していると考えられる」⁸⁴⁾にせよ、「差はない」ことを評価している。つまり、一般企業に比べ悪い業績だったものが、「差はない」程度に改善されたのであり（利益を剥奪されていた上場子会社の退出を含め）、但し「一般企業よりも高い収益が得られる」までには到っていない⁸⁵⁾、としている。子会社からの利益の剥奪という露骨な利益相反がないだけ良しとする、ということであろうか。

75) 竹澤・松浦 (2017) p.12

76) 同上 p.13

77) 同上 p.14

78) 同上 p.17

79) 同上 p.17

80) 同上 p.18

81) 同上 p.18

82) 同上 p.26。丸カッコ内は、同 p.19から転記挿入した。

83) 同上 p.26

84) 同上 pp.25-26

85) 同上 p.26

(5) 大坪稔は、企業グループに関する専著を丸々「親会社－上場子会社間の資本関係の変化」⁸⁶⁾の分析に充てている。「企業が上場するのは株式市場を通じた資金調達や創業者利得のためといわれるが、親会社が上場している限り、これらの理由は上場子会社には該当しない」⁸⁷⁾。親会社がその目的及び役割を遂行し得ているからである。それにも関わらず、「日本ではなぜ多数の子会社が上場するのか、あるいはなぜ上場した後も上場子会社として長期にわたり存続してきたのか、という問題」⁸⁸⁾の解明を専著の主題としている。親会社－子会社（広義には関係会社までを含む）間における資本関係の多様性ということで、変移を、親会社内の事業部門の分社化（持株比率100%が多い）、その子会社を①上場子会社とする、その会社の②株式売却を行ない持株比率を低下させると、上場関連会社となり、さらに②株式売却し持株比率を低下させると、独立企業となる、あるいは逆に上場子会社の持株比率を100%とし、上場廃止となり、③完全子会社化する場合もある、あるいは上場子会社（上場関連会社）を親会社と④合併し、再び親会社の一事業部門とする⁸⁹⁾、というようにステージ分けし、その各々を分析している。

「日本企業における子会社上場」（第7章）⁹⁰⁾は、米国と比較しながら（但し米国では子会社上場は一時的でセカンド・イベント（一括売却やスピン・オフ等）が生じるが、日本では長期的継続という相違点があることを考慮しつつ）⁹¹⁾、「子会社上場が親会社の株主価値を高める」という仮説の検証を行なっている⁹²⁾。「子会社上場の公表に対し、親会社株価がプラスに反応する」とし、要因としては「親会社の収益性が低いほど、親会社の負債比率

が高いほど、子会社の規模が小さいほど、上場後も親会社の持株比率が高いほど、親会社株価がプラスに反応した」とし、「親会社資金利用仮説および子会社過小評価仮説と整合的である」⁹³⁾、とする。「子会社上場を行う親会社は同業他社と比較して負債比率が高いこと、上場時に負債額が減少し、その減少額が上場時の資金調達額とプラスの関係」にあり、「親会社資金利用仮説と整合的である」⁹⁴⁾、とする。「上場後3年以内に公募増資を実施した上場子会社の割合は4%にすぎず、子会社資金調達仮説」は支持されないとする⁹⁵⁾。結局、「親会社が子会社株の売却によって得た資金を負債の返済などにもちいるためであるとする親会社資金利用仮説と、子会社上場により子会社に対する過小評価が是正されるためであるとする子会社過小評価仮説が妥当」であり、それによって「子会社上場が親会社の株主価値の増大に寄与する」とする⁹⁶⁾。

「上場関係会社のパフォーマンス」（第8章）⁹⁷⁾としては、「親会社は上場関係会社へモニタリングを行うことで上場関係会社のパフォーマンスへプラスの影響を与える一方、少数株主の富を収奪することにより、マイナスの影響を与える可能性もある」が、分析の結果（1985, 1990, 1995, 2000, 2005年度の5時点⁹⁸⁾）、「全体としては上場関係会社のパフォーマンスは他企業と比較して低いことがあきらかとなり」、「特に上場関連会社のROAについてはすべての分析年度においてつねに他企業よりも低かった」⁹⁹⁾、とのことである。また、「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く」、「他企業と比較した場合、特に親会社などと取引関係にある上場子会社の売上総利益率が著しく低いこ

86) 大坪 (2011) p. i

87) 同上 p. i

88) 同上 p. i

89) 同上 pp.6-8

90) 同上 pp.149-183

91) 同上 p.149

92) 同上 pp.163-181

93) 同上 p.182

94) 同上 p.182

95) 同上 p.182

96) 同上 p.182

97) 同上 pp.185-208

98) 同上 p.185

99) 同上 pp.206-207

とを示しており、「親会社が取引関係を通じた富の収奪を行っていること」が明らかになった¹⁰⁰⁾、としている。

「親会社による上場関係会社株の売却」(第9章)¹⁰¹⁾は、上場後の「セカンド・イベント」の1つ(前掲の変移②)を取扱っているが、第一に「当期純利益が低くなる、あるいはマイナスとなることが予期される親会社が株式売却を実施する」のであり、「バッファー仮説と整合的である」¹⁰²⁾、とする。第二に「上場関係会社株を売却する親会社は、必ずしも上場関係会社との事業の関連性が低いわけではな」く、「ダイベスティチャー仮説を棄却している」¹⁰³⁾、とする。第三に「株式売却前後において親会社の収益性や負債比率の変化がみられ」ず、「資金利用仮説を棄却している」¹⁰⁴⁾、とのことである。第四に「親会社による上場関係会社株の売却は親会社の株価にマイナスの影響を、上場子会社の株価にプラスの影響をおよぼし、」¹⁰⁵⁾、とする。総じて「親会社の個別財務諸表上における会計上の利益を増大させるために上場関係会社の株式売却が行われており、このような動機にもとづく株式売却は親会社の株主価値の増大に寄与しないと考えられる」¹⁰⁶⁾、とする。

「株式交換による完全子会社化」(第10章)¹⁰⁷⁾は、上場後の「セカンド・イベント」の1つ(前掲の変移③)だが、分析の結果、「イベント・スタディについては完全子会社化の公表に対して親会社・上場子会社ともに株価がおおむねプラスに反応すること、さらにその反応はその後の事業再編の有無によって著しく影響を受けること

があきらかとなった。具体的には、1年以内に事業再編が実施される完全子会社化においては、親会社の株価がプラスに反応することがあきらかとなった。また、交換プレミアムの影響の少ないグループにおいて上場子会社の株価は少なくともプラスの結果を得ることができなかった」¹⁰⁸⁾、とのことである。これにより、「親会社-子会社間における事業再編を実施するために完全子会社化が実施されとする事業再編仮説」と、「親会社と上場子会社に位置する少数株主との利害対立が深刻であるために完全子会社化が実施されとする利害対立仮説が該当する可能性があること」、「さらに事業再編の実施が親会社の株主価値を高めること、があきらかになった」¹⁰⁹⁾、とする。但し、大坪は、上場子会社の少数株主との深刻な利害対立を少数株主を完全排除することで解消することの問題点、および「親会社の株主価値を高める」一方で子会社の少数株主排除をするという落差の問題点を「深刻」には受け止めていないようである。何のための分析なのか。

「親会社-上場関係会社間における合併」(第11章)¹¹⁰⁾は、上場後の「セカンド・イベント」の1つ(前掲の変移④)だが、上場子会社の少数株主の完全排除(合併では親会社の少数株主となるが)という点では完全子会社化と「共通点を持つ」が、「完全子会社化は実施後も子会社が存在するのに対し、合併は子会社が消滅する」という「相違点」がある¹¹¹⁾。それでは、何故合併を行なうのか。分析の結果として、第一に「合併の公表に対し、親会社では無反応、上場関係会社ではプラスに反応」し、

100) 同上 pp.207-208

101) 同上 pp.209-232

102) 同上 p.231。「バッファー仮説」とは、「親会社の会計上の業績のバッファーとして親会社が関係会社を利用」するという仮説である(同 pp.210,212)。

103) 同上 p.231。なお、「ダイベスティチャー」(Divestiture)とは「事業の一部を第三者に売却することを意味しており、企業のリストラクチャリングの一手法であ」り(同 p.124)。「ダイベスティチャー仮説」とは「親会社と事業活動上の関連性が低く、低収益な上場関係会社を対象としたダイベスティチャーを実施するために上場関係会社株を売却する」のではないかという設定の仮説である(同 p.214)。

104) 同上 p.231

105) 同上 p.231

106) 同上 p.231

107) 同上 pp.233-259

108) 同上 p.257。なお、イベントスタディ(Event Study)とは、企業に関連したイベント(この場合、完全子会社化)前後の株式の累積異常リターンの動きを検証することで、そのイベントの企業価値に与える影響や情報の効率性を検証する手法である。

109) 同上 p.257

110) 同上 pp.261-287

111) 同上 p.261

親会社の「その後は株価が一貫して下落し」、「関係会社救済仮説と整合的」¹¹²⁾、とのことである。「さらに、サンプルを株式交換制度が実施される1999年前と1999年以降にわけた場合、親会社株においては1999年前が有意にマイナスであったのに対し、1999年以降では有意でないもののプラスであった。これに対し、上場関係会社株については1999年前が有意ではないもののマイナスに、1999年以降では有意にプラスであった」のであり、「親会社と上場関係会社ともに1999年前と比べて1999年以降のほうが株価はプラスに反応しており、事業再編仮説と整合的な結果が得られた」¹¹³⁾、とする。第二に「1999年前の合併には上場関係会社の業績が悪く、かつ親会社－上場関係会社間の事業活動上の関連性が弱いケースが多く、反対に1999年以降の合併には上場関係会社の業績が悪くなく、かつ事業活動上の関連性が強いケースが多く含まれ」、「前者のケースでは親会社、上場関係会社ともに株価がプラスに反応」し、後者のケースでは「ともに株価がマイナスに反応することがあきらかとなった」¹¹⁴⁾。この結果は、「1999年前の合併では会計会社救済仮説が、以降では事業再編仮説が妥当である」¹¹⁵⁾、とする。

総じて、专著だけあって、確かに「親会社－上場関係会社間」の関係を多面的に分析しており、裨益するところは少なくないが、仮説の当否に終始し、しかも専ら株価の反応を検証指標としており、企業グループ・ガバナンスの在り様、親子上場の是非、子会社の親会社による随意的な変移（上場、完全子会社化による上場廃止、売却、親会社への合併等）、取分け上場子会社の完全子会社化という子会社の少数株主を完全排除する、ステークホルダー関係の解体、これらを問題視しないことは、何のための研究なのか、疑義を呈さざるを得ない。

(6) 近年の『別冊商事法務』が「親子上場論議の現在地点」という特集を組んでおり、副題に「グループガイドラインとアスクル・ヤフー事件の検証」¹¹⁶⁾とある通り、「アスクル・ヤフー事件」が大きく取り上げられている。「事件」のあらましは、次の通りである。①2012(平成24)年、アスクル(株)とヤフー(株)(2019(平成31)年10月にZホールディングスに商号変更したが、「事件」当時の社名表記とする、なお社名の(株)は以下省略)間で業務・資本提携契約締結。②2018(平成30)年11月～2019(平成31)年1月、ヤフーからアスクルにLOHACO事業(BtoCのインターネット通販サービス)の譲渡検討要請、2019(平成31)年2月、アスクルから譲渡しないとの回答。③同年6月、ヤフーからアスクルの岩田社長へ退陣要求、同年7月17日、ヤフーが支配的株主としてアスクルの株主総会にて解任(再任反対)の議決権行使予定を公表、同年7月24日、議決権行使(ネットにて)。同年8月2日、株主総会にて、岩田社長並びに独立社外取締役3名の再任否決¹¹⁷⁾。幾つかの補足的事項を追記する。(a) ヤフーはアスクルの支配的株主であるが、持株比率は45.18%であり、同調するプラス(株)の持株比率は11.64%であり(2018(平成30)年8月2日時点)¹¹⁸⁾(プラスは当初の1963(昭和38)年設立のアスクルの親会社であった¹¹⁹⁾)、両社を合わせると優に50%超となる。(b) 会社法学者上村達男が、アスクル擁護・ヤフー批判の「法律意見書」を公表し、ヤフーの行為は濫用的買収者の類型②(経営の焦土化目的)に準ずるとし、1981(昭和56)年商法改正前であれば、株主総会における特別利害関係人の議決権行使禁止規定(旧商法239条5項)に該当するものである、と論難している¹²⁰⁾。その後、代替手段として、株主総会における議決権行使差止の仮処分申請を行なうことを提言している¹²¹⁾。但し、アスクル経営陣は「経営判断」で

112) 同上 p.285

113) 同上 p.285

114) 同上 p.285

115) 同上 pp.285-286

116) 上村他(2020)

117) 上村他(2020) pp.119-120

118) 同上 p.23

119) アスクル(2020) p.4

120) 上村他(2020) pp.114-115。なお、濫用的買収の類型はライブドア事件の高裁判決(2005(平成17)年3月23日)で判示されたものである(同 p.114)。

121) 同上 pp.49-51。その仮処分が認められた数少ないケースとして、国際航業事件の東京地裁判決(1988(昭和63)年6月28日東京地裁判時1227号106頁)を挙げている(同 p.49)。

申請を行っていない。(c) ヤフーとアスクルが締結した業務・資本提携契約には、アスクルの「独立性」を尊重した協力関係の構築が謳われ、ヤフーがそれを損なった場合にはアスクルが売渡請求権を行使できるという規定が設けられている¹²²⁾。売渡請求権とは、アスクルが指定した第三者にヤフーが所有している株式を売却し、それによりヤフーの持株比率を下げ、支配的株主ではなくなるようにすることができるという権利のことである。(d) 日本取締役協会が、アスクルの株主総会直前(ヤフーはネットにて議決権行使済み)の2019(平成31)年7月31日に、「独立社外取締役まで全員不再任としたのは、親子上場企業のガバナンス上、重大な問題である」という意見を発表し¹²³⁾、当該「事件」にコミットしている。

この問題に関する主要な論点は、3点ある。第1点は、支配的株主である親会社ヤフー¹²⁴⁾が、事業譲渡を拒否した子会社の社長及び社外取締役を解任(再任拒否)したことは、上場子会社の「独立性」を損なう「暴挙」である、ということである。上場子会社の「独立性」の根拠は、東証の「上場審査基準」等であろうが、企業の最高意思決定機関である株主総会における支配的株主(親会社)の議決権行使を制約できるとするのは無理がある。しかも、「経営判断」で、議決権行使差止の仮処分申請を行っていないのである。上場会社の独立性を確実に担保するためには、子会社上場を一切認めず、独立企業(親会社を含む)だけを上場可とするしかないであろう。上場子会社の「独立性」など、ごく限定的であり、且つ親会社の意向で随意に変容するものに過ぎない。

第2点は、ヤフーの事業譲渡の強要は業務・資本提携契約に違反する、ということである。確かに、ヤフーの行為は信義則に悖ることではある。しかし、アスクルが売渡請求権を行使しなかった(あるいは模索はしたが、

適当なホワイト・ナイトを見つけられなかった)ことは、契約が事実上失効したということではないのか。売渡請求権審議の延期について、「当社株式売渡請求権の将来的不行使を意味するものではなく、当社として同権利の放棄をするものではない」とか、「議決権行使以外の態様においても売渡請求権が発生していると認識しております」(2019(平成31)年7月31日)¹²⁵⁾といったところで、虚しく聞こえるだけである。裁判で争うつもりもないようであるから、ヤフーに押し切られたと言わざるを得ない。

第3点は、独立社外取締役の解任(再任拒否)が不当だということである。事業譲渡を拒否した社長の解任(再任拒否)の是非はともかく、利害が対立していたことは確かだが、中立的な独立社外取締役の解任(再任拒否)はガバナンス上許されることではないとのことだが、事業譲渡拒否に賛同(同調)したのであるから、「中立的」ではないであろう。また、機関設計として独立社外取締役を重要視する風潮にあるが、ガバナンス的な有効性という点で、疑わしいと言わざるを得ない。取締役の人材市場が形成されておらず、且つ非常勤の態様で、果たしてどれほどコミットし得るか、有効な提言や的確な判断や周到な監視・監督が成し得るか、疑わしい。更に、本「事件」関係で言えば、斉藤惇という長らく東証に関わっていた者(社長等)がアスクルの社外取締役であるが¹²⁶⁾解任(再任拒否)されたが、証券市場全般に関わる者が特定の個別企業の社外取締役になるのは不適切ではないのか、問題にならないことに得心がいかない。

なお、企業グループ・ガバナンスの「実務指針」策定に関わった経済産業省経済産業政策局産業組織課長坂本里和が座談会で「1年半かけてようやく出したと思ったら、すぐにガイドラインの限界が具体的な事案をもって

122) 同上 pp.26,168,188-189

123) 同上 p.190, 日本取締役協会(2019)

124) ヤフーは、アスクルとの関係では親会社であるが、最上位の親会社はソフトバンクグループ(株)であり、ヤフーもアスクルも、その子会社という位置付けにある(ソフトバンクグループ(2020) p.9)。なお、ソフトバンクグループのトップ孫正義が「ヤフーの行動に反対だ」といった伝聞が流れているが(上村(2020) p.27)、真偽の程を確認し得る確かな情報を得られていないので、定かではない、としておく。また、「事件」後のことであるが(2019(令和元)年10月)、ヤフーは商号変更し、Zホールディングス(株)という純粋持株会社となり、(新)ヤフーとアスクルはその子会社という位置付けとなったが、そのZホールディングスは中間的な「親会社」であり、ソフトバンクグループの子会社であるという多階層の企業グループの2層目に位置している。

125) 同上 p.189

126) 同上 p.102

突きつけられたというのが率直な印象です」¹²⁷⁾という発言を行なっている。あくまで個人的な非公式の発言であり、経済産業省の公式見解ではないが、「実務指針」が如何に短い射程しか有しておらず、且つソフトローとは言え余りに軟弱なものでしかないことを図らずも露呈したと言える。企業グループの集権と分権の議論あるいは「全体最適」の議論が、この程度の親会社の「意思」をひたすら論難するだけのようでは、「馴れ合い」か現状維持を容認することにしかないのではないのか。上場子会社の「独立性」を担保する場合、繰り返しになるが、親子上場は一切認めず、独立企業（親会社を含む）だけの上場を認めることにするべきである。「性善説」¹²⁸⁾ベースの軟弱な指針ではなく、ハードロー（会社法、独占禁止法等）及びソフトロー（企業グループ・ガバナンスに係るもの）を総合的に将来を見据えて抜本的に見直すのでなければならないだろう。これらを徹底することが、「アスクル・ヤフー事件」を契機とした企業グループ・ガバナンスの解決策と言い得るであろう。

5. おわりに

これまでの考察を簡潔に纏めよう。2（章）では、企業グループを共時態的並びに通時態的に概観した。共時態的（2014年時点）には、最も特徴的なことは、23,159企業グループに属する会社企業数は僅か79,653社（会社企業全体の4.6%）に過ぎないが、売上（収入）は8,334,735億円（会社企業全体の70.6%）であるという、少数企業の集合が多大な経済力を有していることである。企業グループの内実として、産業大分類別分布、資本金・売上（収入）・従業員数規模別階層分布、子会社数規模階層別分布・子会社階層分布等を瞥見した。通時態的（1990-2015年）には、連結財務データ提出企業の割合の推移、上場会社の連結子会社数等の推移、企業グループの売上高連単倍率の推移を閲覧し、企業グループが増大してきていることを確認した。

3（章）では、企業グループにおける完全子会社に関して、3点の経済分析をレビューし、問題点を別出した。完全子会社の総数は未確認だが、電機産業のサンプル調

査によれば、企業グループに占める比率は69%と相当多い比率のようである。経済分析では、子会社搾取（親会社への富の移転）、親会社の業績が芳しくない場合に高成長の子会社を「積極活用」するための完全子会社化、完全子会社化以降の「財務業績向上効果」（但し1点目の分析結果とは逆の結果）といった結果を導出している。経済分析なので、企業グループ・ガバナンス論的な問題意識は稀薄であるが、完全子会社化はステークホルダーとの利害調整どころか、子会社の少数株主というステークホルダーを完全排除することで、親会社の専制的支配を実現することが特異的であり且つ最大の問題であることを別出した。デラウェア州の判例法理をわが国にトランスファーしようと試みた会社法研究にも着目したが、そもそも完全子会社化を否認する選択肢はなく、縮出しの際の「条件闘争」（株式交換比率や買取価格等）を、子会社少数株主の保護と称しているに留まる。

4（章）では、企業グループにおける親子上場に関して、5点ほどの研究（専著を含む）等をレビューし、問題点を別出した。親子上場は、上場親会社200数十社、上場子会社300数十社程度だが（調査により実数が異なる）、諸研究は概ね親会社と子会社の少数株主の利益相反を取上げている。それでも、株主（投資家）の監督機能への期待、事前・事後の二段構えの規制、子会社からの利益の剥奪という露骨な利益相反がないだけ良しとする、といった穏健な対処策で問題の解消ないし軽減が可能と見ている。しかし、子会社を子会社上場、完全子会社化による上場廃止、売却、親会社への合併等の変移（ステージ）を親会社の随意により可能となっている事態を抜本的に改善するには、独立企業（親会社を含む）だけを上場可とする以外にはないことを指摘した。また、「アスクル・ヤフー事件」が大きく話題になっており、専らヤフーの横暴を非とする論調となっているが、いずれも根拠の脆弱な論難に過ぎず、現行の会社法等の規制では非力であり、近年公表された「実務指針」というソフトローも有効射程が短く、当該事件で限界を露呈してしまったことを確認した。そして、ハードロー（会社法、独占禁止法等）及びソフトロー（企業グループ・ガバナンスに係るもの）を総合的に将来を見据えて抜本的に見直

127) 同上 pp.16-17

128) 同上 p.163

すことを提言した。

これらを具体化することが、今後の後梯的考察の主題となる。示唆的に述べれば、グローバル化と言っても、世界は均質ではなく、例え欧米（+中国）主導で共通性が増すとしても、各現地における政治的・社会的・経済的・文化的差異は厳然としてある。その差異を積極的に容認し、ステークホルダーとの関係性を形成していかなければならない。そして、翻って、国内でもこれまで制度や慣習に狎れ、当然視していた差異を見直し、対等且つ健全なステークホルダーとの関係性を再構築していかなければならない。子会社の少数株主にしても、完全子会社化という少数株主の完全排除（締出し）の強硬手段によらずに良好な関係を維持していかなければならない。

「営業の自由」という理念にしても、近代から現代に掛けて、労働法や独占禁止法（競争法）等の制約を受けることは歴史的に不可避となっており、今日では「環境問題」との関わりは避けられない。営利企業の「利益の最大化」という至上のミッションにしても、制約を受ける。カルテルは、寡占的な利益獲得ないし損失避止の有力な手段であり、戦前においてはまだ世界的にも罷り通っていたが、今日では例外的な事由を除けば、当然に違法となり禁止されている。

従業員との関係にしても、海外の「搾取工場」を改善すれば済むことではない。少子高齢化が一層進行する今後においては、国内でも海外からの労働者を積極的に受け入れなければならない。翻って、非正規雇用の労働条件は近年僅かながら格差是正の動きが出始めているが、一層加速しなければならない。企業グループにしても、グループ形成の主要動機の1つが労働条件の格差の造出であるが、業績等と無関係に、親会社>子会社>孫会社…という格差水準のヒエラルキーが一体いつまで合理性を有するのか。「環境に優しい」が「従業員に優しくない」アンバランスが、いつまで看過されるのか。こうしたことを逐一見直し、ステークホルダー関係を大きく変更していかなければならないのではないのか。

また、企業グループの在り様に関しては、海外子会社、純粋持株会社と事業持株会社の差異、事業多角化、（共通的功能に特化した）サービス子会社（特に情報子会社）といった事象が個別に詳細に捕捉すべきこととして、残っている。これらにも取組んでいきたいと考えている。

参考文献

- ・青木英孝・宮島英昭（2011）「多角化・グローバル化・グループ化の進展と事業組織のガバナンス」宮島英昭編著『日本の企業統治【その再設計と競争力の回復に向けて】』pp.245-288、東洋経済新報社
- ・アスクル（2020）、『有価証券報告書』アスクル(株)
- ・伊藤秀史・菊谷達弥・林田修（2003）、「親子会社間の多面的関係と子会社ガバナンス」RIETI Discussion Paper Series 03-J-005、pp.1-33、経済産業研究所
- ・上村達男・神作裕之・斉藤惇・坂本里和・岩田彰一郎・穴戸善一・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
- ・大木清弘（2013）、「強い海外子会社とは何か？—海外子会社のパフォーマンスに関する文献レビュー—」『赤門マネジメント・レビュー』第12巻第11号、pp.717-764、東京大学
- ・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
- ・菊谷達弥・齋藤隆志（2006）「完全子会社化の経済分析」京都大学大学院経済学研究科 Working PaperJ-53、pp.1-21、京都大学大学院経済学研究科
- ・経済産業省（2019）、「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）」経済産業省
- ・^{シム・ジョンウツ}沈政郁・久保亮一（2020）「日本企業のグループ化の進展（1990-2015）：大規模データで平成を振り返ってみえたこと」『京都産業大学世界問題研究所紀要』第35号、pp.203-215、京都産業大学世界問題研究所
- ・総務省統計局統計調査部（2015）「平成26年経済センサス－基礎調査 / 親会社と子会社の名寄せによる集計に関する特別集計」総務省 (https://www.e-stat.go.jp/stat-search/files?page=1&layout=dataset&toukei=00200552&stat_infid=000031426861,2021/01/02,13:05検索)
- ・Zホールディングス（2020）、『有価証券報告書』Zホールディングス(株)
- ・ソフトバンクグループ（2020）、『有価証券報告書』ソフトバンクグループ(株)
- ・竹澤康子・松浦克己（2017）、「親子上場している子会社の業績一連結決算ベースの分析—」『経済論集』第

- 42巻第2号、pp.11-27、東洋大学
- ・寺前慎太郎（2012）,「上場子会社の完全子会社化の場
面における支配株主・少数株主間の利害調整—デラウ
ェア州における判例法理の把握とその分析を中心に—」
『同志社法學』第64巻第1号、pp.115-228、同志社法
學會
 - ・東京証券取引所（2018）,『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
 - ・中川優（2013）,「海外子会社マネジメントの実態：ア
ンケート調査の結果から」『同志社商学』第64巻第5号、
pp.247-264、同志社大学商学会
 - ・中川優（2020）,「日本企業における海外子会社マネジ
メントの実態：アンケート調査の結果から」『同志社
商学』第72巻第2号、pp.1-30、同志社大学商学会
 - ・西山賢吾（2020）,「純減が続く親子上場企業数」『野
村サステナビリティクォーターリー』2020Summer号、
pp.131-135、野村資本市場研究所
 - ・日本取締役協会（2019）,「緊急意見 日本の上場子会
社のコーポレートガバナンスの在り方（2019）」日本取
締役協会（https://www.jacd.jp/news/opinion/190730_-2019.html,2021/05/24,20:44検索）
 - ・野村拓治・松田千恵子（2018）「完全子会社化は子会
社の業績を向上させるか」2018年春季全国研究発表大
会、pp.333-336、経営情報学会
 - ・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【その再設計と競争力の回復
に向けて】』pp.289-337、東洋経済新報社
 - ・柳下央（2016）「我が国の「企業グループ」の状況に
ついて—経済センサス—基礎調査の集計結果から—」
総務省（[https://www.stat.go.jp/training/2kenkyu/
pdf/gakkai/toukei/2016/yagishita.pdf](https://www.stat.go.jp/training/2kenkyu/pdf/gakkai/toukei/2016/yagishita.pdf),2021/01/03,
17:22検索）
 - ・矢部謙介（2013）『日本における企業再編の価値向上
効果—完全子会社化・事業譲渡・資本参加の実証分
析—』同文館出版

