

株式市場における 親子上場の存在感とその功罪



金融研究部門 主任研究員 新田 敬祐

nitta@nli-research.co.jp

1—はじめに

近年、親子上場に対する批判が高まりを見せている。親会社とその傘下子会社がともに株式市場に上場する、この親子上場という慣行は、遅くとも高度成長期半ばにはほぼ形成され、その後、長期安定的に維持されてきた。この慣行は、現在でも株式市場において広範に確認でき、株式持ち合いやメインバンク制、企業系列などと並び、日本市場にみられる伝統的特徴を構成していた。ところが、1990年代の終盤から、持ち合い解消やメインバンク関係の希薄化、企業系列の解体などが急速に進展した。その結果、取り残された親子上場に注目が集まるようになったという側面もあろう。

親子上場に対する批判は従来からあり、様々な論点が提示されてきたが^(注1)、近年の批判の焦点は、親会社と子会社少数株主^(注2)の間の潜在的な利益相反問題にある。例えば、商品売買などの親子間取引において、親会社が、子会社に不利な取引条件を強要すれば、本来は子会社を得るべき利益を、親会社に付け替えることが可能である。ここで、親会社が子会社株式を100%所有していれば、親会社の利益が増える代わりに、保有している子会社株式の価値が低下するので、親会社はこの取引から利益を得ることはできない^(注3)。しかし、子会社が上場し、親会社以外の少数株主が存在する場合には事情が異なってくる。例えば、親会社が上場子会社の株式を50%所有していたとすると、当該親会社は、子会社からの利益移転を100%享受できるのに対して、子会社株式の減価は50%しか負担しなくて済むので、これは親会社にとっては利益のある取引となる。一方、この取引を子会社少数株主の側からみれば、自らが得るべき利益が親会社に搾取されたことになる。

この利益相反問題は、2007年あたりからクローズアップされるようになったが^(注4)、こうした流れを受けて、親子上場への規制圧力が強まっている。現在、法制審議会の会社法制部会において、会社法制の見直しが検討されているが、親子上場問題は、この中で重要テーマと位置づけられている。上述のようなコスト面だけを強調すれば、親子上場は規制すべし、極端には禁止すべしということになるが、その結果、この仕組みにともなうベネフィットも失われてしまうかもしれない。上述したように、親子上場は、市場競争の中で淘汰されることなく、長期にわたって維持されてきたのであるから、

この仕組みには何らかのベネフィットがあったと考えられる。筆者が参加する研究グループは、こうした問題意識のもと、法と経済学の視角から親子上場問題に接近し、実際の親子上場ではベネフィットがコストを上回っていた可能性が高いこと、ベネフィットを維持したまま、コストを最小化するには、規制のあり方を慎重に吟味する必要があることを示した^(注5)。以下では、これまでの研究とは視点を変えて、株式市場における親子上場の意義を考察する。

2—市場における親子上場の規模

まず、親子上場問題の重要性を理解するため、市場における親子上場の規模を確認しておこう。これを示すものとして、いくつかのデータが提示されているが^(注6)、現状では、その規模や時系列推移を一貫して理解するための十分な統計は存在しない。一般に、親子関係は、会計基準上の連結範囲に基づいて特定されるが、現行の会計基準が適用された2000年3月期決算から、子会社の判定基準は、従来の持株基準から支配力基準へと変更されている^(注7)。したがって、このデータに基づいて親子関係を特定しても、1999年度の前後で子会社の定義が変わってしまうため、一貫性のある統計にはならない。さらに、親子関係は、本来、支配従属関係の程度に基づいて識別されるべきであるが、支配力基準を満たさない40%未満の株式所有でも、多くのケースでは、親会社が子会社（関連会社）を十分に支配できると考えられている。そこで本稿では、上場会社が、他の上場会社の議決権を33%以上保有する場合を親子上場と定義して、まずは親子上場の統計を提示することから議論を開始する^(注8)。

本稿の分析データは、東洋経済新報社の大株主データを用いて以下のように作成した。まず、親子関係は、単に首位株主のみで識別するのではなく、持株比率が3%以上のすべての株主について属性判定を行った上で特定した。その際、実質的に上場会社が支配する非上場会社については、当該上場会社が、その非上場会社が持つ議決権を保有するものとして名寄せ集計した。次に、親会社を支配する究極の親会社を特定するため、Claessens *et al.* (2000) に従い、33%基準で議決権の連鎖を追跡調査した^(注9)。本稿では、親会社をこの究極の親会社、すなわち、他の上場会社の傘下でない親会社とし、孫会社以下をかかえる子会社はすべて子会社として扱っている。

[図表-1]には、1986年度以降、全ての株式市場において、50%基準、及び33%基準で親子上場が確認された会社数の推移を示している。最新の2009年度末データから、33%基準の親会社が256社存在し、その傘下に平均して2.02社の上場子会社を抱えていることがわかる。他方、33%基準の子会社は526社であり、全上場会社3,687社の14.3%を占めている^(注10)。この割合の時系列推移をみると、1986年度以降の15年間では、1998年度以降に上昇傾向がみられるものの、15%超の水準で比較的安定していたことがわかる。しかし、最近では2001年度末の16.3%をピークに低下傾向が続いており、特に直近の2009年度末の落ち込みが大きい。これは、親会社による、上場子会社の完全子会社化の動きを反映したもので、近年の親子上場への批判を受けて、その見直しが進んでいることがわかる。

以上で確認したように、2009年度末時点での親子上場の規模は、親会社と子会社の合計で782社あり、これは市場全体の21.2%を占める。また、子会社の数は親会社の2倍程度であった。しかし、市場における親子上場の規模を株式時価総額で示した[図表-2]をみると、この印象は大きく変わる。2009年度末時点で親会社と識別された256社の時価総額合計は、市場全体の45.6%を占めており、その

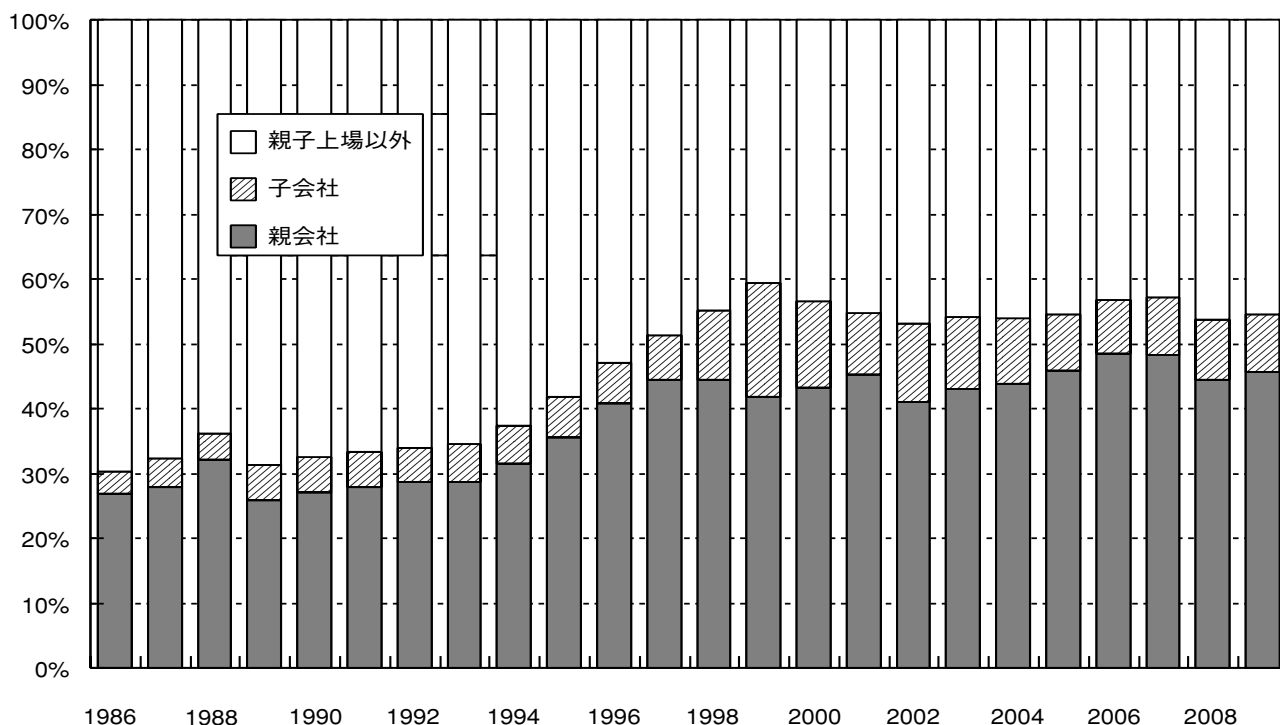
[図表-1] 市場における親子上場の規模（会社数）

年度	対象会社数	50%基準					33%基準				
		親会社			子会社		親会社			子会社	
		会社数	対象会社数に占める割合	傘下上場子会社数平均	会社数	対象会社数に占める割合	会社数	対象会社数に占める割合	傘下上場子会社数平均	会社数	対象会社数に占める割合
社	社	%	社	社	%	社	%	社	社	%	
1986	2,018	71	3.5	1.77	126	6.2	135	6.7	2.24	305	15.1
1987	2,074	79	3.8	1.71	135	6.5	146	7.0	2.20	323	15.6
1988	2,182	83	3.8	1.73	145	6.6	154	7.1	2.17	337	15.4
1989	2,296	89	3.9	1.71	153	6.7	162	7.1	2.12	346	15.1
1990	2,425	100	4.1	1.69	170	7.0	178	7.3	2.11	379	15.6
1991	2,533	104	4.1	1.71	179	7.1	182	7.2	2.13	390	15.4
1992	2,559	101	3.9	1.75	177	6.9	184	7.2	2.09	386	15.1
1993	2,648	102	3.9	1.78	182	6.9	190	7.2	2.08	397	15.0
1994	2,794	112	4.0	1.76	197	7.1	198	7.1	2.13	425	15.2
1995	2,965	121	4.1	1.81	219	7.4	204	6.9	2.20	452	15.2
1996	3,101	129	4.2	1.83	236	7.6	212	6.8	2.19	469	15.1
1997	3,217	138	4.3	1.83	254	7.9	222	6.9	2.23	496	15.4
1998	3,274	154	4.7	1.82	280	8.6	234	7.1	2.29	535	16.3
1999	3,338	165	4.9	1.77	292	8.7	241	7.2	2.24	542	16.2
2000	3,462	161	4.7	1.84	299	8.6	242	7.0	2.24	550	15.9
2001	3,567	180	5.0	1.82	329	9.2	259	7.3	2.24	583	16.3
2002	3,598	174	4.8	1.76	310	8.6	255	7.1	2.19	564	15.7
2003	3,594	181	5.0	1.73	315	8.8	255	7.1	2.12	546	15.2
2004	3,698	189	5.1	1.75	330	8.9	278	7.5	2.04	568	15.4
2005	3,783	205	5.4	1.69	347	9.2	292	7.7	1.98	578	15.3
2006	3,883	210	5.4	1.72	361	9.3	291	7.5	2.04	594	15.3
2007	3,890	207	5.3	1.74	367	9.4	288	7.4	2.04	595	15.3
2008	3,795	197	5.2	1.80	355	9.4	275	7.2	2.08	574	15.1
2009	3,687	180	4.9	1.77	322	8.7	256	6.9	2.02	526	14.3

(注) 集計対象は、全上場市場（全国証券取引所、ジャスダック（旧店頭市場）、マザーズ、ヘラクレス（旧ナスダックジャパン）等）に上場する会社。50%基準、及び33%基準の親子関係は、Claessens *et al.* (2000) に従い、議決権の連鎖を追跡調査したものである。

(資料) 東洋経済新報社の大株主データやその他各種資料に基づき、筆者作成。

[図表-2] 市場における親子上場の規模（株式時価総額）



(注) 集計対象は、全上場市場（全国証券取引所、ジャスダック（旧店頭市場）、マザーズ、ヘラクレス（旧ナスダックジャパン）等）に上場する会社。株価は、各年度末（3月31日）時点のものを利用している。親子関係は、Claessens *et al.* (2000) に従い、議決権の連鎖を追跡調査し、33%基準で識別している。

(資料) 東洋経済新報社の大株主データやその他各種資料に基づき、筆者作成。

長期トレンドをみると、上昇傾向が確認できる。一方、2009年度末時点での子会社である526社の時価総額合計は9.0%であり、親会社の2割程度しかない。また、その推移を時系列にみると、1990年代前半には市場の5%程度を占めるに過ぎなかったが、1998年度以降に急拡大し、今や市場の10%程度を占めるに至っている。したがって、親子上場問題は、市場の55%程度の価値に影響を与える大きな問題であり、経済的な規模からみれば、これは親会社の組織選択の問題であると理解することもできる。つまり、大規模な企業グループにおいては、親子上場を選択肢に含めることで、経営効率を高めるための組織設計の自由度が上昇すると考えられる。また、親子上場は、既にその役割を終えた仕組みではなく、むしろその経済規模は1990年代の終盤から拡大したと言える。

次に、親会社、子会社がそれぞれ、どの市場に上場しているかを確認しておこう。[図表-3]には、33%基準の親会社と子会社の上場市場別の時系列推移が整理されている。ここで、三市場1部は、東京、大阪、名古屋の各証券取引所の一部市場に上場していることを、2部その他市場は、三市場1部を除く、全国証券取引所に上場していることを、新興市場は、ジャスダック（旧店頭市場）、マザーズ、ヘラクレス（旧ナスダックジャパン）などその他の新興市場に上場していることを示す。ここから、親会社については、そのほとんどが日本の主要市場である三市場1部に上場しているが、2000年代以降では、新興市場に上場する親会社が増加するという、新しい潮流が確認できる。一方、子会社で三市場1部に上場する会社は、全体の4割程度であり、時系列にみても大きくは変化していない。残りの上場子会社は、1980年代後半には、そのほとんどが2部その他市場に上場していたが、新興市

[図表-3] 親子上場の市場分布

年度	親会社 (33%基準)				子会社 (33%基準)			
	全市場	三市場1部	2部その他市場	新興市場	全市場	三市場1部	2部その他市場	新興市場
	社	社	社	社	社	社	社	社
1986	135	135	0	0	305	129	163	13
1987	146	143	2	1	323	129	176	18
1988	154	151	3	0	337	126	186	25
1989	162	158	3	1	346	128	187	31
1990	178	174	3	1	379	139	192	48
1991	182	179	2	1	390	149	188	53
1992	184	181	2	1	386	146	188	52
1993	190	186	3	1	397	133	210	54
1994	198	192	5	1	425	133	221	71
1995	204	196	6	2	452	139	230	83
1996	212	202	8	2	469	149	226	94
1997	222	210	9	3	496	157	233	106
1998	234	218	11	5	535	169	251	115
1999	241	223	12	6	542	183	239	120
2000	242	218	16	8	550	198	223	129
2001	259	231	16	12	583	210	219	154
2002	255	227	15	13	564	210	201	153
2003	255	227	14	14	546	204	196	146
2004	278	245	16	17	568	220	182	166
2005	292	250	17	25	578	221	166	191
2006	291	253	12	26	594	233	155	206
2007	288	245	12	31	595	234	145	216
2008	275	240	13	22	574	234	141	199
2009	256	227	12	17	526	215	132	179

(注) 集計対象は、全上場市場に上場する会社。三市場1部は、東京、大阪、名古屋の各証券取引所の一部市場に上場していることを、2部その他市場は、三市場1部を除く、全国証券取引所に上場していることを、新興市場は、ジャスダック（旧店頭市場）、マザーズ、ヘラクレス（旧ナスダックジャパン）などその他の新興市場に上場していることを示す。親子関係は、Claessens *et al.* (2000) に従い、議決権の連鎖を追跡調査し、33%基準で識別している。

(資料) 東洋経済新報社の大株主データやその他各種資料に基づき、筆者作成。

場の上場する子会社数が次第に増加し、2005年度末には新興市場が2部その他市場を上回るようになった。親子上場は、特に2000年代以降、急速に変質し、親子ともに新興企業が増加していることがわかる。

3—親子上場の何が問題なのか

では、親子上場によって、どのような弊害が生じるのかを再考してみよう。ここでは、議論の拡散を避けるため、親会社による子会社搾取の問題に限定して検討する^(注11)。上述したように、親子間で、子会社にとって不利な、通例的でない取引が実行されれば、子会社少数株主の利益が毀損される。しかし、これは親子上場という支配構造に特有の問題ではない。親子上場でなくとも、個人や個人所有の非上場会社といった支配株主が存在すれば、当該支配株主は、傘下にある上場会社に同様な搾取的取引を強要でき、その結果、当該上場会社の少数株主は同じように損失を被ることになる。すなわち、しばしば指摘されるような、親会社による子会社搾取の懸念は、親子上場に特有の問題ではなく、支配株主問題という、もっと大きなテーマに内包されるものである。

むしろ、支配株主が上場会社である場合、すなわち、親子上場の場合には、この搾取問題が緩和される可能性が高い。日立製作所やイオン、伊藤忠商事といった代表的な親会社では、一般に、株主が高度に分散しており、子会社から搾取した利益、すなわち親会社が得た利益を受け取る主体が存在しないし、それを受け取ることも技術的に容易でない。Claessens *et al.* (2002)^(注12) が指摘するように、究極の支配株主が個人や家族でなければ、子会社を搾取するインセンティブは強くないと考えられる。また、親会社自身も上場会社であるから、親子間取引を含む一定の情報開示が必要となり、子会社との間の搾取的取引を、市場に察知されないように実行するのは比較的困難だろう。さらに、親会社自身の評判の問題もある。仮に、子会社との間で搾取的取引があったとしても、一旦それが市場で明らかになれば、親会社に対する信用は大きく失墜することになる。この損失は、一般に、子会社搾取によって得られる利益よりも圧倒的に大きいから、支配株主が個人や家族である場合と比較して、親会社が子会社を搾取する可能性は大幅に低いと考えられる。

では、親子上場に特有の問題とは、どのようなものなのだろうか。これは、La Porta *et al.* (1999)^(注13) による問題提起以来、世界的に問題視されてきたストックピラミッド問題と関連している。この問題を仮想事例に基づいて説明すれば、以下の通りとなる。[図表-4]のように、支配株主が、上場会社Aの株式を50%所有しており、さらに上場会社Aが、その傘下に50%所有の上場会社Bを抱えているとしよう。このとき、支配株主は、Aの議決権（コントロール権）と利益請求権（キャッシュフロー権）をともに50%所有しており、Aの経営支配権は、ほぼ支配株主の手中にある。一方、Aの子会社Bの経営支配権も、実質的にはこの支配株主が握っているが、支配株主は、そのキャッシュフロー権の25%しか持っていない。このように、支配株主からみて、第2層と第3層以下に親子上場があると、コントロール権とキャッシュフロー権の乖離が大きくなる。支配株主にとっては、強いコントロール権を持つのに、その経済的利害、すなわちキャッシュフロー権が少ないのであるから、上場子会社を搾取したときの利益が大きくなる。つまり、子会社搾取のインセンティブが強まるのである（Claessens *et al.* 2002）。

こうしたピラミッド構造は、アジアや欧州の各国で広範にみられ、コントロール権とキャッシュフロー権の乖離を利用した支配株主による上場子会社の搾取が、現実に問題視されてきた。また、こうした搾取を許容する不透明な市場制度が、証券市場の活性化を阻害しているとの学説も有力である^(注14)。

日本市場にとっての親子上場の主なコストは、市場に対する信任の低下という形で顕在化すると考えられる。このコストの大きさは、主に以下の2つの要因で決定されるだろう。第一の要因は、

こうしたピラミッド構造を通じた搾取の技術的な可能性に対する投資家の評価である。第二の要因は、ピラミッド構造が、日本市場でどのくらいの頻度で観察できるのか、ということである。

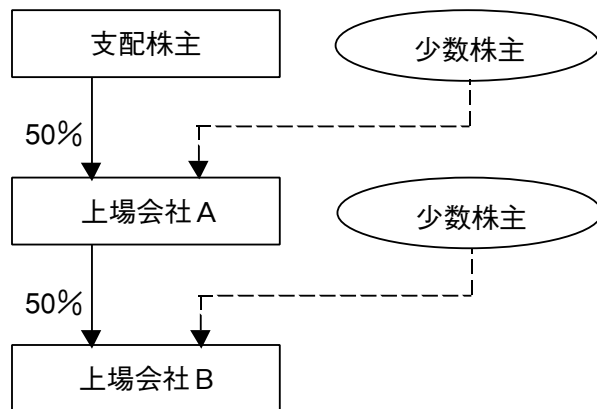
第二の要因については、既に統計が提示されている。紙幅の制約のため表掲しないが、宍戸・新田・宮島(2010)によれば、形式的にピラミッド支配を受けていると識別される子会社は、2008年度末時点で、全国証券取引所上場会社(除く金融事業法人)2,346社中、55社(2.3%)に過ぎない。上述したように、近年、新興市場における親子上場が増加しているので、今後の動向については注視していく必要があるが、現時点では、ピラミッド構造を通じた搾取が日本市場で生じる危険性は、高くないと思われる。

他方、第一の要因に対しては、既に日本の市場参加者の6割程度が、海外の投資家であることから、法制度の国際比較という視点が重要となろう。筆者の知る限りでは、日本においてピラミッド構造を通じた搾取が問題視されたケースはないが、既に、親子上場の不透明性については、海外の投資家を中心に批判されるケースもでてきている。法制度の見直しについても、今後の動向に配慮しながら、じっくりと検討すべき段階に来ていると思われる。

4—親子上場による新規投資対象の創出

半面、親子上場には、どのようなベネフィットがあるのだろうか。筆者達の実証研究^(注15)からは、これまでの親子上場には顕著なコストが生じておらず、むしろベネフィットの方が大きいとの結論が得られている。その要点は、以下の通りである。第一に、親会社による子会社上場の意思決定は、親会社の株価にプラスのリターンをもたらしたことから、親子上場の形成は、親会社株主にとって経済合理性のある組織選択であったと評価できる。第二に、これを、新規公開する子会社の少数株主の側から分析した結果、評判の確立した親会社の存在が、新規銘柄である子会社の品質を保証する効果を持つこと、これと整合的に、こうした子会社では、公開後のパフォーマンスが、同時期に公開した他の企業と比較して良好なことが示された。第三に、成熟期に入った上場子会社の経営パフォーマンスは、類似企業と比較してむしろ高かった。すなわち、親子上場の状態が長期に継続する場合にも、その支配構造にともなう顕著なコストは確認できない。さらに、第四に、第三者割当増資など、搾取が

[図表-4] ストックピラミッドの例



(資料) 筆者作成。

追跡可能な金融取引を調査しても、親子上場で搾取があるとの証拠は得られなかった。以上、一連の実証結果は、親会社による子会社少数株主の搾取が、これまでのところ顕在化しておらず、親子上場は、むしろ組織設計の自由な選択肢を提供することで、市場の魅力を高めていることを示唆する。

他方、子会社上場は、株式市場において、新規銘柄の創出という重要な役割も担ってきた。[図表-5]は、親会社から生み出された上場子会社が、新規公開銘柄の中でどの程度の割合を占めるのか示したもののだが、ここから、2007年度までは、新規公開銘柄のうち、平均して16~17%程度が、上場子会社(33%基準)として、親会社から生み出されたものであることがわかる。このように、親会社からの子会社上場が、日本の発行市場において、かつては大きな位置を占めていた。

しかし、2008年度以降になると、子会社上場の数が急減している。同時に、新規公開の件数自体も急速に縮小しているが、これは、2006年1月のライブドア・ショック^(注16)や2008年9月のリーマン・ショック^(注17)など、発行市場をシュリンクさせる負のショックが立て続けに発生したためである。この間の子会社上場の減少は、こうした負のショックの影響を強く受けている可能性が高いので、明確な結論を得るのは困難だろうが、2007年以降に高まった親子上場に対する批判も、無視できないインパクトを持っていた可能性が高い。こうした批判は、親子上場のコストを上昇させ、特に、完全子会社の株式公開という親会社の組織設計を、選択困難なものにしたのではないかと推察される。

5—まとめ

以上で確認したように、親子上場問題は、株式時価総額の50%超を占める、日本市場にとっての重要テーマである。この支配構造は、子会社にも様々なベネフィットをもたらすが、親会社の組織設計の自由度の問題という視点も重要である。親会社は、親子上場という組織選択を通じて、自らの経営効率を高めると同時に、マーケットに新規銘柄を供給する役割を担ってきた。

この半面、親会社と子会社少数株主の利害対立というコストが生じることになるが、現時点では、日本市場におけるその負の側面は顕著でない。そもそも親子上場に固有なピラミッド構造の事例は少なく、子会社のパフォーマンスが搾取によって劣化していることを示す証拠もない。また、親子上場と関連づけて指摘される多くの問題は、親子上場に固有のものではなく、本来は、支配株主問題というもっと大きなテーマに内包されるべきものである。

[図表-5] 新規公開に占める子会社上場

年度	新規公開会社数				
	社	子会社			
		50%基準		33%基準	
社	社	比率 %	社	比率 %	
1985	29	3	10.3	5	17.2
1986	66	7	10.6	12	18.2
1987	57	11	19.3	15	26.3
1988	103	12	11.7	14	13.6
1989	118	8	6.8	15	12.7
1990	131	16	12.2	26	19.8
1991	107	12	11.2	14	13.1
1992	37	3	8.1	4	10.8
1993	102	6	5.9	12	11.8
1994	157	21	13.4	31	19.7
1995	183	23	12.6	28	15.3
1996	151	13	8.6	19	12.6
1997	131	16	12.2	23	17.6
1998	93	20	21.5	26	28.0
1999	125	17	13.6	18	14.4
2000	196	19	9.7	34	17.3
2001	175	33	18.9	41	23.4
2002	123	9	7.3	16	13.0
2003	123	16	13.0	19	15.4
2004	167	19	11.4	30	18.0
2005	166	23	13.9	31	18.7
2006	182	17	9.3	26	14.3
2007	95	13	13.7	17	17.9
2008	33	2	6.1	3	9.1
2009	11	0	0.0	0	0.0
1985-89	373	41	11.0	61	16.4
1990-94	534	58	10.9	87	16.3
1995-99	683	89	13.0	114	16.7
2000-04	784	96	12.2	140	17.9
2005-09	487	55	11.3	77	15.8

(注) 各年度中(4月初めから翌年3月末まで)に観察された新規公開の件数。50%基準、及び33%基準の親子関係は、Claessens *et al.* (2000) に従い、議決権の連鎖を追跡調査したものである。

(資料) 東洋経済新報社の大株主データや日経NEEDS、その他各種資料に基づき、筆者作成。

もっとも、日本市場のメインプレーヤーは、既に国内投資家から海外投資家へと交代しており、公開会社制度のグローバル対応が、ますます重要になってきている。ピラミッド構造を通じた搾取が世界的に注目され、日本市場でも新興企業による親子上場が増加する中、やはり何らかの対応が必要になるだろう。親子上場のベネフィットを損ねることなく、そのコストを最小化するような制度設計に期待したい。

-
- (注1) 例えば、株価指数の構成問題やグループ経営の非効率性、企業価値が相対的に低い親会社を買収すれば、実質的に価値の高い子会社を支配できるという支配構造の「ねじれ」などがある。
- (注2) 本稿では、少数株主という用語を、親会社などの支配株主以外の株主という意味で用いる。以下の議論は、特に断らない限り、上場会社を想定しており、子会社にはこの少数株主が存在することが前提となる。
- (注3) この記述では税金の影響を考慮していないが、議論の本質は、税金を考慮しても変わらない。
- (注4) 主なものとして、NECエレクトロニクスの株主であったペリー・キャピタル（投資ファンド）による批判（2007年に掲載された一連の新聞報道などを参照）、東京証券取引所の意見書「親会社を有する会社の上場に対する当取引所の考え方について」（2007年6月25日公表）、金融庁（我が国金融・資本市場の国際化に関するSG）の報告書「上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて」（2009年6月17日公表）がある。
- (注5) 詳しくは、宍戸善一・新田敬祐・宮島英昭（2010）「親子上場をめぐる議論に対する問題提起：法と経済学の観点から（上）（中）（下）」商事法務No.1898 38-45頁、No.1899 4-9頁、No.1900 35-46頁、宮島英昭・新田敬祐・宍戸善一（2010）「上場子会社の経済分析：利益相反問題は本当に深刻なのか（仮題）」宮島英昭編『日本の企業統治：その進化と世界同時危機のインパクト』東洋経済新報社 近刊を参照のこと。
- (注6) 例えば、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』などを参照。
- (注7) 持株基準とは、親会社が子会社の議決権の過半数を所有しているか否かで連結対象の子会社を判定するもの。一方、支配力基準とは、親会社の議決権が過半数に達していなくても、子会社の取締役の過半数を親会社から派遣するなどにより、その子会社の経営を実質的に支配しているか否かで連結対象の子会社を判定するもの。支配力基準では、原則として、親会社が子会社の議決権を40%以上所有しているケースが精査対象になる。
- (注8) 親子上場の定義については、現状、十分なコンセンサスがなっていないが、少なくとも、法制度上のグループ会社、すなわち会計基準上の関連会社と認識されるのが自然であり、ここから20%程度という親会社の所有比率の下限が導き出される。海外の有力な学術研究でも、持株比率が20%以上の株主には、企業経営に対する十分なコントロール権があるとされることが多い。なお、33%株主には実質的に、定款変更、組織再編行為（合併・営業譲渡など）、監査役の解任など、株主総会の特別決議を要する議案に対する拒否権が与えられている。
- (注9) 33%基準で親子関係を識別する場合、究極の親会社は、傘下子会社の議決権を、33%以上保有していることになる。データ作成方法の詳細については、S. Claessens, S. Djankov and L. Lang (2000) “The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations,” *Journal of Financial Economics* 58, pp.81-112を参照。なお、以下の統計では、50%基準の親子関係も示してある。
- (注10) 『東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書2009』によれば、2008年時点での上場子会社の比率は、調査対象会社2,738社の10.8%とされている。本稿の方が、東証調査よりも、調査範囲が広く、多くの親子関係を捉えている。
- (注11) 親会社と子会社は、実質的には一体であるにもかかわらず、親会社の株主の権利が、子会社の意思決定や行動などに十分に及ばないといった、別の問題点も指摘されている。
- (注12) S. Claessens, S. Djankov, J. Fan, and L. Lang (2002) “Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large shareholdings,” *Journal of Finance* 57, pp.2741-2771.
- (注13) R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer (1999) “Corporate Ownership around the World,” *Journal of Finance* 54, pp.471-518.
- (注14) 例えば、S. Johnson, R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer (2000) “Tunneling,” *American Economic Review* 90, pp.22-27、R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny (1997) “Legal Determinants of External Finance,” *Journal of Finance* 52, pp.1131-1150.などを参照のこと。
- (注15) 前掲注5を参照。
- (注16) 2006年1月16日に、ライブドアが証券取引法違反の容疑で強制捜査を受けたことを契機として、その翌日からはじまった株価暴落のこと。その後、特に新興市場の株価が、長期にわたって低迷することになった。
- (注17) 2008年9月15日に、米国の名門投資銀行リーマン・ブラザーズが経営破たんしたことを契機に、世界的に金融危機が発生したと。