

2009年3月16日 全5頁

# 企業ガバナンス改正の方向 その他の問題

経営戦略研究部  
鈴木裕

## 親子上場やMSCBについても問題提起がされている

### [要約]

- 経済産業省、金融庁、東京証券取引所で、上場会社のコーポレート・ガバナンスに関する検討委員会を設けて審議が重ねられている。
- 親子上場や株式持合いでは、一般株主が経営から実質的に排除されることが問題視されている。
- MSCBでは、株価を引き下げることが有利な投資家。

## 親子上場とコーポレート・ガバナンス

親子上場とは親会社と子会社<sup>1</sup>が共に証券取引所などに株式公開をしていることを言う。親子上場によって、子会社は証券市場を通じて必要な資金を機動的に調達できるようになる反面、親会社の利益を優先して子会社の他の株主の利益が害するおそれがあると指摘されている。

親子上場によって株価形成に歪みが生じるという指摘もある。親会社が保有する子会社の株式の時価が、親会社の株価に適正に反映されていないのではないかという問題だ。これは、親会社の株主にとっては是正すべきかもしれないが、株価は市場が形成するのであるから、会社のガバナンスの問題とはなるまい。

親子上場の問題は、子会社のガバナンスの問題として理解すべきであろう。親子上場によって、子会社には親会社以外の株主が現れるのだから、子会社の経営はこれらの株主の利益を実現するように行なわれるべきだ。つまり子会社の独立性を高めて、子会社の自律的な経営を実施するべきなのである。しかし、子会社は、上場したとしても、支配権は親会社にあるのだから、親会社の利益を実現するための経営を志向しがちだ。これが、子会社の一般株主の損失を生じる可能性が指摘されている。子会社の一般株主が親会社の持株比率を下げ、子会社の独立性を高めるべきだと親会社に要求することもある。

証券取引所もこの問題については強い関心を示しており、親会社を有する会社の上場に関する東証の考え方が2007年6月に公表された。これは、親子上場は、少数株主との利益相反等を考えれば望ましい資本政策とは言い切れないことを明言しているも

子会社の経営の独立性をいかに確保するかが問題

東証も懸念を表明

<sup>1</sup> 親子関係は、持株比率だけでなく、実質的な支配力を基準にして決定される（会社法施行規則3条1項）

大和証券グループ 株式会社大和総研 八重洲オフィス 〒104-0031 東京都中央区京橋一丁目2番1号 大和八重洲ビル  
このレポートは、投資の参考となる情報提供を目的としたもので、投資勧誘を意図するものではありません。投資の決定はご自身の判断と責任でなされますようお願い申し上げます。記載された意見や予測等は作成時点のものであり、正確性、完全性を保証するものではなく、今後予告なく変更されることがあります。内容に関する一切の権利は大和総研にあります。事前の了承なく複製または転送等を行わないようお願いします。本レポートご利用に際しては、最終ページの記載もご覧ください。株式レーティング記号は、今後6ヶ月程度のパフォーマンスがTOP I Xの騰落率と比べて、1=15%以上上回る、2=5%~15%上回る、3=±5%未満、4=5%~15%下回る、5=15%以上下回る、と判断したものです。

のである。

親子上場は株価に織り込み済みの情報

これに対して、たとえ親子上場が英米では珍しいとしても、日本では多く見られるのであり、株主も親子上場の事実を知って株式を購入しているはずであるから、不測の損失が生じているとは言えないとの反論も可能だ。しかし、この反論は、親子上場が非効率な経営を実施していることを包含しているので、親子上場の会社側からこのようなことが主張されることはない。そこで、親子上場会社の会社側では、親会社からの独立性は確保されている反論することになる。

親会社情報の開示が義務付けられる

子会社には、親会社に関する情報を開示するようもとめられているが、この制度は何度かの改正を経て、現在は上場会社が取引所に提出するコーポレート・ガバナンス報告書の「コーポレート・ガバナンスに関する基本的な考え方及び資本構成、企業属性その他の基本情報」欄に記載することとなっている。記載内容は、支配株主との取引条件の決定がどのように決められるかや人事の独立性についてだ。この報告書では、図表 1 に見るように、親会社と取引関係はあるが、独立した取締役会が経営を判断するという記されるのが通例である。いわゆるアームズ・レングス (Arm's length) が確保されていることが表明される。

図表 1 コーポレート・ガバナンス報告書における親会社に関する説明

NTT ドコモ	NEC エレクトロニクス
親会社：NTT 持株比率：64.8%	親会社：NEC 持株比率：65.02%
2008年3月31日現在、NTTは当社の議決権を64.8%所有しており、多数株主としての権利行使を通じて、当社の経営判断に影響を及ぼし得る立場にあります。当社の事業展開にあたっては、当社独自の意思決定に基づき、自ら経営責任を持ち事業経営を行っております。	当社は、日本電気株式会社（NEC）の半導体事業部門を分離して設立されたNECの子会社であります。開発・製造・販売などの事業に必要な諸機能を当社自らが保有し、経営に関する全責任を負って、独立した事業経営を行うことを基本方針としております。現在、NECが退職給付信託拠出分を含め当社の株主総会の議決権のうち70%を実質的に保有しておりますが、当社は企業価値の最大化をはかるため、当社の事業経験者を中心に取締役を選任しており、当社の取締役8名のうち、NECの取締役との兼務者は1名もおりません。

出所：各社コーポレート・ガバナンス報告書から大和総研作成

## 株式持合も問題に

買収防衛目的での持ち合いが散見される

株式持合も古い問題だが、議論されている。かつては、銀行・保険を中核とした企業グループによる持合が多かったが、これが減少傾向にある一方で、近時は、同業企業間などの新しい形の持ち合いが見られるようになっている。日本でアクティビスト・ヘッジ・ファンドによる買収の懸念や、海外企業によるいわゆる三角合併への警戒感が高まった際には、買収防衛目的での持ち合いも行なわれたという指摘もある<sup>2</sup>。

事業会社が他社の株式を保有することを嫌う投資家は少なくない。たとえば上場会

<sup>2</sup> 日本経済新聞 2006年4月27日

持ち合いは株式の価値を不透明に

社の A 社と B 社が、互いに株式を持ち合っている場合に、A 社の事業に投資をしようとした投資家が A 社株を買ったとしても、その内のいくらかは B 社の事業を反映する B 社株を買ってしまうのと同じ結果になる。事業価値の変動以外に保有株式の価値変動も株主は引き受けざるを得ないのである。例えば B 社株が暴落した場合を考えてみると、たとえ A 社の事業が順調であっても、A 社の株主は損失を被る。株価が下落している状況では特に持合に対する批判が強くなるのは、こうした事情があるからだ。つまり、上場株式だと思っていたら、実は分散投資のできていない投資信託のようなものであったということで、上場株式の品質という観点からも株式持合は問題となる。

持ち合いの開示は未だ不十分

現状では、持合を実施しているかどうかは容易にはわからない。持ち合い株は、会計上、「その他有価証券」となり、時価評価の対象となるが、持ち合い株の詳細が開示されることは稀だからだ。株式を保有していたとしても、それが持合を目的としているのか、わかりにくい。このように詳細が株主に開示されない持合によって巨額の損失が生じる事態に対して、説明を求める声は今後強くなるのではないだろうか。持ち合いは、株価上昇局面では問題視されないが、下落している場合には、株主からの批判が強くなることは避けられない。どのような利益を期待して持合を行なったか、その期待は現実化しているか、株主に対する説明が求められよう。

## MSCB 発行について

MSCBは一般株主の利益を損なうとの指摘

MSCB (moving strike convertible bond) とは、転換社債型新株予約権付社債のうち、転換価額を株価の変動に応じて上下に修正できる条項のあるものである。

この MSCB には、既存の株主の利益を害するスキームではないかと次のような指摘がある。

転換価額が下方修正されるので株式に転換されやすく、既存株主の持分を希薄化すること、

転換価額が時価の 90%程度に設定されているので転換後即売却する動機となるため、株式市場の売り圧力を強めること、

MSCB を買い受けた投資家が買受け後にとる空売り等の投資行動によって発行後の株価下落を招いている、

ということである。MSCB の保有者は、転換価額を引き下げるために、株式を売り浴びせるのではないという懸念だ。

MSCBを対象とした規則を策定

そこで、証券業協会は、証券会社における MSCB の取扱いのあり方について検討を行い、2007 年 2 月 22 日、「会員における引受審査のあり方・MSCB の取扱いのあり方等について」<sup>3</sup>という報告書を公表した。これは、引き受け証券会社に、MSCB 買受時に発行会社に対し、調達する資金の用途、MSCB 等を発行する理由などについて適切な開示を行うことの要請と、MSCB の対象となる株式の空売りの規制を主な内容としている。東証も有価証券上場規程に「MSCB 等の発行に係る尊重義務」を定め、MSCB 等を買受けようとする者による MSCB 等の転換又は行使を制限するよう規則を制定した。

<sup>3</sup> <http://www.jsda.or.jp/html/houkokusyo/hikiuke4.html>

MSCB に指摘される前記 の問題は、新株・新株予約権の第三者割当と同様である。

については、MSCB の保有者と株主の利害が一致していないので、株価を引き下げた投資行動の誘引となり得るとのことだ。しかし、MSCB を引き受けるに当たり、価格変動リスクを取らずにすむというメリットがある。また、株式数量は徐々に増加することになるので、全てを現物株で調達するよりもマーケット・インパクトを小さくできる。このように MSCB は資金調達の方法として、効果的であることは確かであり、行過ぎた規制は企業金融を細らせることになるかもしれない。MSCB が既存株主に不利な状況を作り出しがちであるとしても、発行後に株価が上昇する事例もあるのだから、要は使い方しだいということなのではないか。

## 各検討委員会による検討

親子上場・持合・MSCB  
はガバナンスの観点  
からも検討対象

本稿で取り上げた、親子上場、持ち合い、MSCB は、企業ガバナンスを検討する委員会でも度々取り上げられており、図表 2 に記したように、様々な指摘がある。

親子会社では、親会社が子会社を思うままに経営するために、子会社の一般株主の利益が害されるのではないかと懸念が強い。一方で、子会社が経営危機に直面することがあれば、親会社が救済することも期待できるかもしれない。親子上場が子会社の一般株主にとって、常に悪影響を生じさせるとも言えない。

親子上場の場合の子会社には、社外取締役が多く選任される傾向にある。この点では、他の会社よりも、経営における透明性が高いかのような外観が形成されている。しかし、選任される社外取締役の実態は、親会社や兄弟会社の関係者である場合が多い。このような社外取締役は、独立性が不十分であるとして、機関投資家からの評判は悪く、選任議案においても多くの反対票が投じられるようだが、親会社と言う支配的株主が賛成するので、否決されることは無い。社外取締役の実質が問われる一つの典型事例なのである。

持ち合いは、古くから問題視されてきてはいるが、一方、持合によって企業間の結合を強くできるのであるし、また、会社が他社株式を保有することで、リスクを分散するという効果もある。企業間結合を強化するという点では、持ち合いによらなければ強化できないのか、問題もある。持ち合い、つまり株式保有関係によって特別な利益があり得るとすれば、それは株主に対する利益供与になりはしないか。通常の取引関係では得られない持ち合い固有の利益とは何かが問われよう。

持合は日本企業に特有の行動であるわけではない。最近でもドイツの自動車大手ダイムラーと BMW が、株式持合により資本・業務提携の検討に入ったと報じられた<sup>4</sup>。しかし、海外でも行なわれるからといって、日本企業の持ち合いが投資家の利益を損なうのではないかと疑問を解消することにはならない。持合の得失を投資家に説明することがまずは求められるだろう。

MSCB は、使い方次第で毒にも薬にもなるものである。迅速な資金調達の必要性が行なわれなければ、一般株主の損失も生じかねない。転換価額下方修正により、株価を意図的に下落させる誘引になりかねない点は、商品設計において適正化を図るべきで

<sup>4</sup> <http://www.yomiuri.co.jp/atmoney/news/20090307-0YT1T01201.htm?from=navr>

あろうし、また一層の情報開示も必要とされる。

図表 2 敵対的買収における情報提供と MBO に関する各委員会の検討

金融庁 SG	東証懇談会
親子上場について	
<p>(論点メモ(1))</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・いわゆる親子上場については、親会社等と上場会社の少数株主の間に潜在的な利益相反関係があり、必ずしも望ましい上場政策とはいえないとの指摘がある。</li> <li>・他方、親会社が存在し、子会社の流通株式が少数株主権にあたる場合であっても、それを取引したいとのニーズが投資者に存在する以上、親子上場自体を否定することは適切でないとの指摘がある。また、子会社の独立性が確保され、株主の平等原則が維持されている限りにおいて、親会社と他の株主の間に利益相反の関係は必ずしも生じないとの指摘もある。</li> </ul>	<p>(08年3月18日議事録)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・親会社を有する上場会社による親会社などの出身者でない社外役員の選任については、前向きに検討していく方がよい。</li> <li>・親会社を有する上場会社による親会社などの出身者でない社外役員の選任は一般論としては納得できるが、グループ経営を一体として適切に行っていくためには、親会社出身の役員は経営上必要である。従って、親会社出身の役員がいることは悪いという誤解を生まないように注意する必要がある。</li> </ul>
株式持合について	
<p>(論点メモ(1))</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・株式の持合いについては、会社資本の空洞化が生じるのではないか、株主総会による監視機能が形骸化するのではないか等の指摘があるがどう考えるか。</li> <li>・株式の持合いに関する開示の充実等を求める指摘があるが、どう考えるか。</li> </ul>	<p>(08年8月21日議事録)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・持合いについては、定義が難しいが、流動性に直結する問題なので、何らかの定義を示したうえで、持合いの比率が何%以上であれば市場第一部にはいられないといった方策も考えられるのではないか。</li> <li>・持合いについて、昔のものと違うというのはわかるが、開示の内容が抽象的で、それがわかるような具体的な開示がされていないことが問題ではないか。否定的に捕らえられている事実があるということが重要である。説明不足ということであり、そうであれば対応は開示の強化ではないか。</li> </ul>
MSCB について	
<p>(論点メモ(1))</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・株主の関与なく取締役会決議で MSCB 等が発行され、既存株主の株式の希薄化を招いているとの指摘があるが、株主の権利保護等の観点からどう考えるか。</li> <li>・MSCB 等は、所有者に転換・売却のインセンティブを与える性質の商品であり、適正な相場形成という流通市場の機能を損なう面があるとの指摘があるがどう考えるか。</li> </ul>	<p>(08年12月19日議事録)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・MSCB については、過去の事例を分析すると対 TOPIX で相対的に株価が上がっているという事例もあるので、MSCB を発行したからといって株価が必ず下がるというわけではないのではないか。</li> </ul> <p>(09年2月24日議事録)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・CB や新株予約権の発行条件の合理性について開示が十分とは言えないものが多く、開示の充実を求めるべきではないか。</li> <li>・株式の第三者割当の発行条件については一定の指針があるが、CB や新株予約権の発行条件については一般に受け入れられている指針のようなものはないので、そういった指針又はベスト・プラクティスを作る議論が必要ではないか。</li> </ul>

出所：各委員会の公表資料や議事録から大和総研作成