

2020年3月18日 全6頁

親子上場解消の次は従属上場会社？

投資家が注目する従属上場会社の議論

政策調査部 主任研究員 神尾 篤史

[要約]

- 株式市場では、親子上場の解消に伴う株式公開買い付けなどを通じた親会社による完全子会社化や親会社の保有する子会社株式を他社に売却する動きが注目されている。親子上場について、投資家は支配株主である親会社と上場子会社の支配株主以外の株主との間に構造的な利益相反リスクが存在することを懸念している。
- 東京証券取引所（東証）では「従属上場会社における少数株主保護の在り方等に関する研究会」が開催されている。従属上場会社とは実質的な支配力を持つ株主（支配的な株主）を有する上場会社である。従属上場会社についても少数株主の利害に関わる問題が懸念されている。
- 投資家は東証での議論の行方に大いに注目している。議論次第では、親子上場の解消の動きに拍車がかかる可能性があると同時に、従属上場会社においても支配的な株主による株式公開買い付け（TOB）や従属上場会社の売却が生じるかもしれない。
- 支配的な株主を有する会社の上場の合理性に関する検討が特に注目される。もし、何らかの考え方が示されれば、合理的ではない従属上場会社が出てくることになる。その場合、支配的な株主または従属上場会社から何らかのコーポレートアクションが起こされることや、それを先回りして投資家が行動を起こすことも予想される。

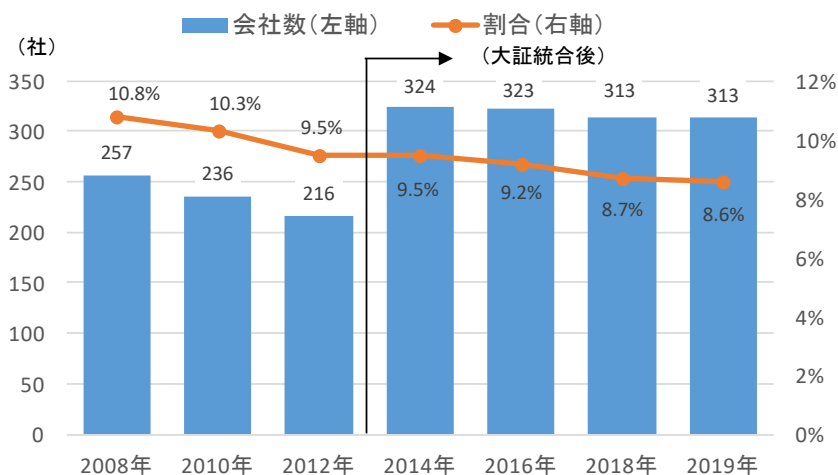
親子上場解消の動きと背景

株式市場では、親子上場の解消に伴う株式公開買い付け（TOB）などを通じた親会社による完全子会社化や親会社の保有する子会社株式を他社に売却する動きが注目されている。TOBや他社への売却の際には、子会社の株価を上回る値付けが行われることが多い。

親子上場とは親会社とその子会社がともに上場している状況を指し、東京証券取引所（東証）の資料によれば、上場子会社は2019年で313社、全上場会社の8.6%を占める（図表1）。この割合は、海外の取引所よりも高いとされる。親子上場の解消が行われる背景には、コーポレート・ガバナンスの改革がある。経営資源の配分が重要になっている中で、企業は資本コストを

勘案した事業構成の最適化について株主への説明責任を負っている¹。親子上場している企業グループにおいては、親会社は自社価値の最大化を図らなければならない一方で、子会社の独立性を担保することが求められている。親会社と子会社の両者、あるいはそれぞれにとって、経営資源の最適な配分状況などにトレードオフが生じる場合がある。

図表 1 上場子会社数とそれが全上場会社に占める割合の推移



(出所) 東京証券取引所「従属上場会社における少数株主保護の在り方等に関する研究会 第1回資料」(2020年1月7日)より大和総研作成

図表 2 上場子会社において利益相反が生じる具体的な場面

	類型①:直接取引 (②を除く)	類型②:事業譲渡・事業調整	類型③:支配株主による完全子会社化
取引イメージ			
利益相反関係	<p>(現金預入れの場合)</p> <ul style="list-style-type: none"> 親会社は、できる限り低金利で子会社のキャッシュを活用したい。 子会社は、資本コストに見合う利子が支払われない限り、現金は自社の投資に活用したい。 	<ul style="list-style-type: none"> 親会社は、グループの全体最適のため、競合・重複事業をできる限り安価で整理したい。 子会社は、将来の収益性や事業継続性も勘案した、公正な対価が支払われない限り、事業譲渡・調整(縮小・廃業)はしたくない。 	<ul style="list-style-type: none"> 親会社は、できる限り安価で子会社株主から株式を取得し、完全子会社化したい。 子会社の一般株主は、将来のキャッシュフローなども勘案した上で、公正な価格が提示されない限り、買収に応じたくない。

(出典) 本研究会第13回資料4(事務局資料)を一部加工。

(出所) 経済産業省「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)」(2019年6月28日)

¹ コーポレートガバナンス・コード原則5-2では、上場企業は、「自社の資本コストを的確に把握した上で、収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、その実現のために、事業ポートフォリオの見直しや、設備投資・研究開発投資・人材投資等を含む経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて、株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべき」とされている。

投資家は親子上場における利益相反リスク、つまり支配株主（親会社又は議決権の過半数を直接若しくは間接に保有する主要株主（親会社を除く））である親会社等と上場子会社の支配株主以外の株主（一般株主）との間に構造的な利益相反リスクが存在するという懸念を持っている。具体的な事例は図表2に示されているが、例えば、子会社と親会社の間で不動産や現金などの直接取引が存在するケースである。子会社が親会社に現金を貸し付けている場合、親会社はできる限りそれを低金利で利用したい一方で、子会社は資本コストに見合う利子が支払われない限り、現金は自社の投資に充てたいなど考えるはずである。その場合、当該子会社の支配株主である親会社と支配株主以外の株主の間では利益相反が生じる可能性がある。

親子上場が抱える課題への対応については、「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）」（2019年6月28日）の策定、それを受けた東証の独立性基準の見直しなど、「成長戦略実行計画」（令和元年6月21日）で述べられた施策が実行されている。東証からは2019年11月29日に「上場子会社のガバナンスの向上等に関する上場制度の整備について」が公表され、2020年1月10日までパブリック・コメントが募られた。2月5日には、「上場子会社のガバナンスの向上等に関する上場制度の整備に係る有価証券上場規程等の一部改正について」が公表され、親子上場のガバナンス問題に対する対応策としては以下の2点が示されている²。

① 独立役員の独立性基準の強化

- ・ 独立役員の独立性に係る判断基準に、過去10年以内に親会社又は兄弟会社に所属していた者でない旨を追加

② グループ経営の考え方等の開示の充実

- ・ 上場子会社を有する上場会社は、グループ経営に関する考え方及び方針を踏まえた上場子会社を有する意義及び上場子会社のガバナンス体制の実効性確保に関する方策などを、コーポレート・ガバナンスに関する報告書において開示

①の改正は2020年3月31日以後に終了する事業年度に係る定時株主総会の日の翌日から適用される。②は①と同じ事業年度に係る定時株主総会後に提出するコーポレート・ガバナンスに関する報告書から適用される。

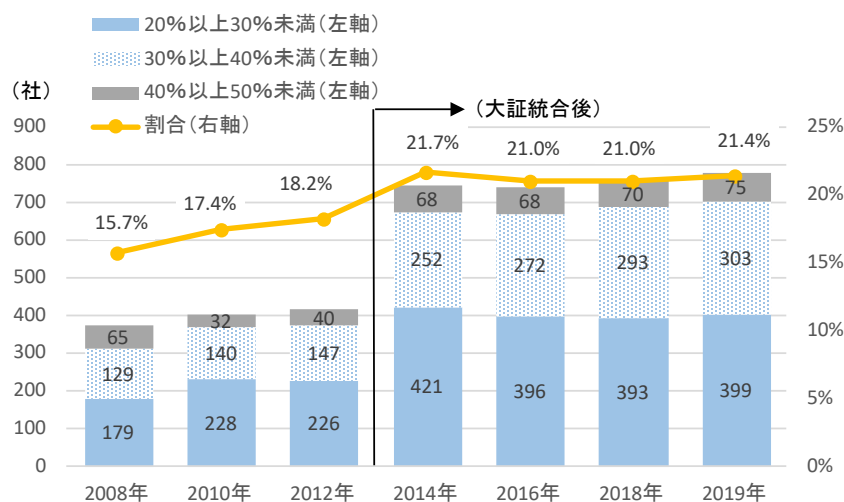
親子上場の解消の次は従属上場会社に対する議論に注目

株式市場で親子上場解消に関する各社の動きが注目される中で、東証では「従属上場会社における少数株主保護の在り方等に関する研究会」が2020年1月から開催されている。従属上場会社とは、実質的な支配力を持つ株主（支配的な株主）を有する上場会社を指し、親子上場に関する問題意識は子会社上場以外にも拡張されている格好である。東証の資料によれば、子会

² 詳細は横山淳「上場子会社に関する東証規則改正」（2020年2月26日、大和総研レポート）を参照。
https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/securities/20200226_021346.html

社を除く従属上場会社（支配的な株主の株式保有割合 20%以上 50%未満）は 2019 年で 777 社、全上場会社に占める割合は 21.4%である（図表 3）。

図表 3 従属上場会社数（子会社を除く）とそれが全上場会社に占める割合の推移



(注) 棒グラフの内訳分類は支配的な株主の株式保有割合。

(出所) 東京証券取引所「従属上場会社における少数株主保護の在り方等に関する研究会 第 1 回資料」(2020 年 1 月 7 日) より大和総研作成

研究会は従属上場会社を巡る最近の事例が示唆する問題点、支配的な株主と従属上場会社の少数株主（支配的な株主以外の株主）との間の利害調整の在り方、少数株主保護の枠組み等について議論を行うために設置された。基本的には親子上場と同様に少数株主に関わる問題が念頭にあると思われる。

メンバーは企業から 3 名、投資家から 2 名、大学教授 6 名、弁護士 1 名、シンクタンクから 1 名の 13 名で構成され、オブザーバーとして金融庁、経済産業省、法務省が入っている。なお、研究会は非公開で開催され、資料と議事概要が公表されている。本レポート執筆時点では、研究会は 2 回開催されており、初回に事務局より以下の課題の設定があった。

- 従属上場会社においても上場子会社と同様に、支配的な株主の影響力行使により少数株主の利益が損なわれるおそれがあると考えられるがどうか
- 特に上場後に支配従属関係が形成された会社において、支配従属関係を踏まえた少数株主保護の認識が必ずしも十分でないと考えられるがどうか
- 従属上場会社において独立社外取締役が不在となった事例を踏まえ、従属上場会社において少数株主保護の枠組みを充実させていくことが考えられるがどうか
- 投資者が支配従属関係を有する会社に対して投資判断を行う上で、双方の会社において、どのような情報の開示が必要か

初回の研究会ではこれを踏まえて議論が行われ、第2回の研究会では今後の検討の方向性として以下のことが示された。

- 支配的な株主を有する会社の上場そのものは所与の前提とする一方、市場関係者の共通理解を醸成する観点から、どのような場合に、支配的な株主を有する会社の上場に合理性があるといえるかについて検討を深めていくことが考えられるがどうか
- 適切な一般株主保護のあり方について、検討を進めることでどうか
- 市場関係者へのヒアリング等を通じ、引き続き、課題・論点の抽出を進めることでどうか

第2回研究会の議事概要を確認すると、投資家側のメンバーと企業側のメンバーの間の考え方に乖離が見られる。投資家からは、支配的な株主と従属上場会社の間や親会社と子会社の間における利益相反を問題視しており、それについて適切な規制を課すべきという意見が出た。他方、利益相反が適切に管理され、シナジーを発揮できていれば親子上場や従属会社の上場を禁止する必要はないという見解が投資家側にもある³。問題例として述べられたのは、子会社が自社の時価総額よりも大きな余剰資金を親会社に低金利で預けているといった、グループのキャッシュマネジメントについてである。

利益相反を管理する方策としては、親会社と子会社間の経営上の重要な契約などグループ経営に関する情報発信の強化、上場審査で行われている独立性審査の上場後の継続実施、親会社などに信認義務を課すこと、Majority of Minority (MoM)⁴の観点を親子上場にも活用することなどが意見として出されている。

このうち、親会社に信認義務を課すことは、米国の例が念頭にあると思われる。米国では支配株主は少数株主に対して信認義務を負うという法理が確立されており、支配株主との取引で会社に損害が発生した場合、支配株主は会社に対して賠償責任を負う。また、MoMの観点とは、株主総会で少数株主の投じた票の相当数が親会社の投じた票に反するものであった場合、親会社に対して原因の分析を求め、少数株主との対話をさせるということである。この他、情報開示があっても、その信頼性が乏しい事例もあるとされ、情報開示の信頼性向上のために、不実・不適正開示へのエンフォースメントを高めることが必要という意見もある。さらに別の観点から、上場子会社はパッシブ投資の対象外とすべきという意見もある。

一方で、企業側は、現在の規制が緩和的で少数株主が安心して投資できないほどの状況ではないという認識が一部にある。新たな規制、特に MoM や信認義務の導入には抵抗感が示されており、慎重な議論を求める意見がある。ただ、親会社と子会社間の公正性が確保されないのは問題であり、また、規制強化だけではなく企業の成長性を促進する枠組みを整備することが適

³ メンバーの発言では、従属上場会社と子会社を明確に使い分けていない例や支配株主と支配的な株主を区別していない例が散見されるが、子会社・支配株主と発言している場合でも従属上場会社・支配的な株主を意識している場合が多いものと思われる。

⁴ MoM は少数派の中の過半数を意味する言葉である。

当という指摘もある。

問題例の1つとして、子会社の売上のほとんどを親会社向けの売上が占めている場合が企業側から述べられた。このケースでは子会社の上場審査時には、当該子会社の事業が果たしている実質的な機能等が慎重に確認され、事実上、親会社等に専ら依存している状況にないかどうかを確認されたとしても、上場後にそのような状況になっても問題とされない仕組みであることが懸念されているようだ。利益相反への対策として、上場審査時に審査された独立性を上場後においても適切にモニタリングしていくことや、保護すべき少数株主の利益の定義を明確化することが求められるとしている。

最後に

「従属上場会社における少数株主保護の在り方等に関する研究会」の第1と2回の資料と議事概要を見ると、議論は活発に行われている模様である。東証の現在の考え方⁵は子会社上場を一律に禁止するのは適当ではないというものである半面、市場関係者にとっては必ずしも望ましい資本政策とは言い切れないともしている。すなわち、子会社上場を否定はしないが、必ずしも推奨されるものではないというスタンスである。今回の研究会でも、これまでの東証の考え方が踏襲された格好になっている。従属上場会社の存在を所与としており、上場を否定するのではなく、市場関係者がより適切に行動できるように、そして支配的な株主以外の株主の保護を強化していくための方策が検討されていくものと思われる。

投資家はこの議論の行方に大いに注目している。議論の結果が最終的にはコーポレートガバナンス・コードや上場規程などに落とし込まれる可能性があるからだ。議論次第ではあるものの、親子上場の解消の動きに拍車がかかることになる可能性があると同時に、従属上場会社においても支配的な株主による TOB や従属上場会社の売却が広がるかもしれない。また、それらに関する開示が充実されることになれば、投資家は企業とのエンゲージメントを深めることになるだろう。

大きな注目点は、どのような場合に支配的な株主を有する会社の上場に合理性があるかについての検討である。もし、何らかの考え方が示されれば、場合によっては合理的ではない従属上場会社が出てくることになる。その場合、支配的な株主または従属上場会社から上場の合理性を示すためなどの何らかのコーポレートアクションが起こされることになるだろう。

また、投資家側では、事業会社の具体的なコーポレートアクションを先回りした動きが出てくるかもしれない。投資家の行動にも影響が及ぶと予想される以上、事業会社も研究会の議論を注視する必要がある。研究会の期間は明示されておらず、どのように議論の成果が公表されるか明らかにはされていないが、検討の方向性を見極めながら、自社の置かれている現状を踏まえた戦略が求められるだろう。

⁵ 東京証券取引所「親会社を有する会社の上場に対する考え方について」（平成19年6月25日）