

2021年10月26日

エンゲージメント・アジェンダ「親子上場に関わるコーポレートガバナンス問題」

親子上場に関わるコーポレートガバナンス上の論点についての  
協働対話の中間取りまとめ

機関投資家協働対話フォーラム(以下、当フォーラム)が主宰する協働対話プログラムに参加する企業年金連合会、第一生命保険、三井住友 DS アセットマネジメント、三井住友トラスト・アセットマネジメント、三菱UFJ信託銀行、明治安田アセットマネジメント、りそなアセットマネジメント(50音順、以下、参加投資家)の7社は、当フォーラムを事務局として、いわゆる親子上場に関するコーポレートガバナンス上の論点について、上場企業との協働対話を実施しています。

まず、2019年3月より、投資家の共通見解を取りまとめるための準備段階として、株式会社ICJの協力のもと、親子上場をしている企業の皆さまとの意見交換(協働ヒアリング)を実施しました。その後、この協働ヒアリングで認識できた親子上場に関する実態と企業の考え方を踏まえ、参加投資家の共通見解を取りまとめて、2020年10月から、親子上場をしている代表的な企業グループの親会社・上場子会社等(以下、子会社)との協働対話を開始しました。

これらの協働対話を通じて明らかになった「親子上場に関わるコーポレートガバナンス上の論点」について、このほど中間的な取りまとめを行いました。

## 1. 当アジェンダの概要

日本における親子上場については、企業側にとって資金調達面や人材確保面などに関するメリットがあるとされ、また子会社の上場が持つ企業のインキュベーション機能に着目し肯定的にとらえる見方もあります。他方、投資家の観点からは、株価評価における「歪み」や、(特に株主間の)利益相反の懸念を招きやすいといったデメリットが指摘されてきました。

当プログラムに参加するパッシブ投資家や大手機関投資家は、多くの場合その運用の性格上、原則として親会社・子会社双方の株式を継続して保有しています。親会社の株主としては、グループ全体の長期的な経営や価値向上を考える上で親子上場の維持が本当に最適な選択肢なのかについて強い関心を持っています。また、子会社の株主としては、子会社の少数株主の利益が不公正な形で損なわれる可能性について懸念を抱かざるを得ません。これらの観点や投資家の懸念について、親会社・子会社双方の経営陣に改めて認識していただくこと、懸念の軽減に向けた企業統治上の措置を検討していただくこと、関連する情報開示や投資家への説明を充実していただくことは、私たちの協働対話アジェンダとして非常に有意義であると考えています。

親子上場を行う上場企業の経営陣に改めてご認識いただきたい投資家の問題意識・懸念は、主として以下のようなものです。これらのなかには、親会社と子会社の一方だけでなく、双方の経営陣との議論が必要とされる論点があります。当法人では、できる限り並行して親会社・子会社、双方の経営陣との対話をお願いしています。

- 子会社の少数株主に何らかの不利益が生じている恐れはないか。また、そのことが親会社・子会社双方または一方の株式市場における評価に悪影響を及ぼしている可能性はないか。
- 親会社・子会社それぞれの経営や価値向上にとって、親子上場という現状がもたらすメリットは本当に十分に大きいのか。従来大きな問題が生じなかったとしても、何らかの「有事」の際には利益相反リスクが顕在化するのではないか。
- 子会社の上場により子会社に少数株主が生じることが、グループとしての最適な経営戦略の障害になることがあるのではないか。
- 上記のような論点について、実際に取締役会等の場でどのような議論がなされているか。特に独立社外取締役は、当問題や取締役会での議論についてどのように捉えているか。

当アジェンダの詳細と具体的な質問事項については、2020年10月8日付開示資料 ([https://www.iicf.jp/pdf/jp/pdf\\_jp\\_20201008.pdf?20201008](https://www.iicf.jp/pdf/jp/pdf_jp_20201008.pdf?20201008)) をご参照ください。

## 2.対話を通じてあらためて認識した「親子上場」の問題点と企業の説明充実への期待

これまで（2021年9月末現在）、2019年の協働ヒアリングを含めて、親子上場の代表的な企業グループである18社（親会社・子会社を合わせて）と協働対話を行ってきました。これらの対話を通じて、企業側からは下記のような説明をいただきました。

### 【企業からの説明の概要】

#### (1)積極的に子会社上場の解消に取り組んでいる企業

- 子会社上場は、元々は子会社の資金調達の一環であり、上場を通じて子会社を成長させてきた。また、途中買収によって子会社化した会社もあった。子会社の経営については原則として自主独立を尊重し、親会社は口を挟まない方針であった。この結果、グループとして多角化経営が成功してきたと考えている。
- しかし近年事業環境が大きく変化し、グループとしての事業の再編が必要になった結果、親子間で考え方の違いが表面化してきた。子会社の経営を変えてほしくても強制はできないので、子会社上場の廃止（100%子会社化または売却）を含むグループ再編に着手することになった。
- グループ再編を進めるに当たって、当然様々な抵抗も生じるが、親会社・子会社共に社外取締役が増えて、客観的な立場から議論できるようになったこともプラスになった。

## (2)子会社上場に意義を認めている企業

- 子会社の位置付けは、連結業績の最大化を目指したグループ経営戦略の一環である。子会社を含むグループ経営の方針について、親会社・子会社双方の取締役が十分に認識し、グループ経営の観点から必要に応じて子会社の資本構成や上場の意義・適切性を、親会社の取締役会で議論している。
- 子会社は、独自事業を発展させることが期待されており、その成長はグループ全体の企業価値向上に寄与するとともに、子会社少数株主の利益にも合致している。子会社上場の維持は、子会社における、迅速な意思決定、資金調達の機動性、人材の採用・社員の士気向上、業務管理レベルの向上などの面で優位性がある。
- 親会社として、親子上場には構造的な利益相反リスクがあることは認識したうえで、十分な人数の独立社外取締役の選任や親子会社を兼務する取締役を置かないことなど、子会社の実効性のあるガバナンス体制を整えることにより、子会社の独立性を担保している。親子間の取引についてはグループ会社間の取引ルールを設けて厳格に行うこと、親会社・子会社双方の取締役会（社外取締役）への報告・承認、子会社に親子間取引を監視する委員会を設置するなど、チェック体制を設けている。

これらの対話を通じて、投資家は企業の親子上場に対する方針や考え方、メリット・デメリット、子会社の経営の独自性・自律性を尊重する対応や利益相反を防ぐ取組みなどの様々な実態を理解しました。また企業の皆さまには、これらの説明に対する投資家からの質問を通じて、投資家が抱く懸念をご認識いただけたものと考えています。

### 【投資家の視点から考える企業と投資家の認識ギャップ】

上記の通り、これまでの協働対話を通じて企業側から丁寧な説明をいただき、企業側の考え方について理解を深めることができました。しかし、依然、投資家には、親子上場に伴うコーポレートガバナンス上の懸念が存在しています。

このような投資家の懸念、企業と投資家の認識のギャップは、以下のような論点にあるものと考えられます。当フォーラムでは、これらの論点について引き続き企業との協働対話を行ってまいります。

#### (1)親子上場の基本的問題点

- 親子上場は、子会社の経営の独自性を尊重するなら、子会社にしておく必要はなく、協業部分の業務提携契約で十分となり、逆に、グループ一体となってシナジーを高めようというのなら、100%子会社化するべきであり、グループ経営としてジレンマを抱えた中途半端な状態であることが問題視されることとなる。
- そもそも親子上場は、親会社（支配株主）の経済的側面（自益権）としては出資比率に応じたリスクを負いリターンを得る。一方で、経営参画の面（共益権）では、出資比率

にとどまらない実質的な経営支配権を有している。子会社の少数株主は、株主総会での質問権などはあるが、議決権は実質的に無効となった状態に置かれる。このような株主の権利の一部が事実上失われている状態が親子上場である。

例えば、既存の上場企業を買収で子会社とする場合に、完全買収ではなく 51%など一部の株式取得でも実質的な経営支配権を保有できる。すなわち約半分の資金で 100%のコントロールを手に入れることになるが、被買収会社の少数株主は議決権が実質的に無効となった状態に置かれ、議決権の価値分だけ保有株式の価値がディスカウントされると考えられる。

ここに親子上場問題の根本的な出発点がある。

- 親子会社間では、親子関係を利用した、不公正な関連当事者間取引や商標利用料・経営指導料などの名目での子会社利益の吸い上げ、親会社からの一定数の取締役の固定的な派遣などのガバナンス上の契約・取り決めが存在する場合があります。このような契約や取り決めについての開示が不十分で株主が把握できないケースも多い。加えて、親会社と子会社の経営方針に隔たりが生じた時の経営支配権の行使や、割安な価格での完全子会社化などの「有事におけるリスク」もある。このような子会社の少数株主に経済的不利益となりうる不透明な要素が企業価値ディスカウントの要因となる。

## (2) 「平時」におけるメリットとコスト

- 親会社・子会社とも経営方針が一致し、子会社は親会社のサポートを得るとともに、シナジーを発揮してともに成長している「平時」、即ち親会社（支配株主）の利益と子会社少数株主の利益が一致している場合は問題ない。むしろ、子会社が、親会社との事業上のシナジーやグループ内であることの有形無形のメリット（信用力の上昇や管理コストの削減等）を享受し、親子ともに成長できていれば、子会社の少数株主もメリットを享受できる。
- その一方で、親会社は子会社の独自性・自律性を重視しなければならず、経営方針の擦り合わせやグループガバナンスの仕組み導入・監督などの手間とコストがかかる。子会社も、親会社から独立した複数の社外取締役の選任や、親子間の関連当事者間取引の監視や適正な子会社利益留保の会計監査など利益相反を防ぐ仕組みを整えるとともに、親子間の取り決めなどの適切な開示を行わなければならない。
- とはいえ、親子双方ともグループ一体となった戦略推進により、子会社の独自性とグループ全体での協調性のバランスのなかで、親子双方のメリットがあれば、これらの手間とコストは吸収され、大きな問題とはならないかもしれない。
- しかし、このような子会社上場に伴う管理コストは、株主の意識変化や規制の強化などに伴って今後さらに増加し、企業の負担となっていく可能性もあろう。

(3) 「有事」において顕在化する問題点

- 「親の言うことを聞かない。」「いちいち親の考えを押し付ける。融通がきかず、動きが遅くなる。」といった、歴史や企業文化、経営スタイルの違い、上場というプライドなどによる親子間の小さな軋轢が話し合いで解決されているうちは良いが、経営環境の変化などにより親と子の経営方針に決定的なずれが生じ、話し合いで解決できなくなった「有事」のときに問題となる。親会社は経営支配権に基づき親の意思で株主の権利を行使することとなり、取締役の交代、場合によっては、認めたとはいえない独立社外取締役すらも交代させることができる。
- このとき、子会社に強制した親会社の経営方針が、子会社の株主共同の利益に沿っていればよいが、親会社の利益を重視した経営方針であると、子会社の少数株主の利益が毀損される可能性がある。
- また、親会社による完全子会社化も、支配株主の地位を利用して安値での買取りが可能である。子会社の少数株主の利益を毀損するような資本移動も「有事」に該当する。
- このような「有事のリスク」は、親会社が「子会社の経営の独自性を尊重する」、「少数株主の利益を保護する」といくら言っても、それを保証するすべがない以上、少数株主の懸念を払拭することはできない。ゆえに、少数株主である投資家は、資本コストを高く設定せざるを得ず、株価ディスカウントの要因となる。

(4) 「有事のリスク」は払拭できないが、子会社に少数株主がいることのメリットを説明できるか？

- この有事のリスクは払拭できないが、有事リスクを軽減する方法は、「子会社の少数株主がいることのメリット、子会社少数株主の利益が重要であること」を親会社が説明し、有事の際に少数株主に向けて丁寧な情報開示を行い、少数株主の利益を守ることを株主に納得してもらうことであろう。
- 人材採用や取引先からの信用といった上場メリットは、上場企業という信用だが、ともすれば、東証一部上場というブランドにぶら下がっていることと同義とも言える。100%子会社化し、親会社の名前を冠につけ、親会社のブランド・信用を使うことで十分に確保できることも多い。子会社に少数株主がいることで、子会社の管理レベルがあがったというケースもあるが、これも、親会社によるグループガバナンスの強化で対応可能であろう。いずれも、少数株主がいることの直接的なメリットとは言い難い。
- 親会社として子会社がグループ内にあることのメリット（シナジーなど）や、上場会社であるというブランド価値による人材確保などの子会社としてのメリットの説明はできるが、子会社に少数株主がいることの合理的で説得力のある、親会社としてのメリットはなかなかない。
- 考えられる例として、親会社の考えとは異なる多様な意見を聞く機会や、親会社の競合との取引の機会の確保、あるいは、子会社の役員・社員への株式報酬やストックオプション

ョンなどの資本市場機能を用いたインセンティブプランなどがある。(ベンチャー企業を買収する場合の創業者メンバーや重要な社員の確保には効果的)。これらは、上場していてこそそのメリットともいえる。このような子会社の上場、少数株主を維持することのメリットに説得力があれば、有事のリスクというディスカウント要因を補うことができるかもしれない。

(5) 対話を通じた相互認識の共有を目指す

- 親会社は、これまで認識してきた子会社を上場させることのメリットだけでなく、あまり認識されることがなかった、手間やコストなどのデメリットと、そしてなにより、子会社の少数株主がいることのメリットや少数株主の利益を尊重する支配株主としての責務についても、取締役会で改めて議論し認識を共有して、対外的に説明していただきたい。
- 親子上場のメリットが明確でない、あるいは子会社の少数株主にとって親子上場のデメリットが存在するか、将来そのリスクが顕在化する可能性があるのならば、親子上場は取りやめるべきである。もし、子会社の上場維持や少数株主がいることのメリットが明確にあり、親子上場を維持する場合には、その意義とメリットを株主に向けて十分納得性のある説明をしていただきたい。

\*\*\*

当フォーラムは、上記のような課題認識をもとに、これらの論点について引き続き企業との協働対話を継続し、課題認識の共有と解消に努めていく所存です。

以上

連絡先

一般社団法人 機関投資家協働対話フォーラム

〒103-0027 東京都中央区日本橋 3-2-14 新槇町ビル別館第一 東京アントレサロン

事務局 理事長・木村祐基、事務局長・山崎直実、理事・大堀龍介、鎌田博光

メールアドレス info@iicef.jp