

親子上場問題について

上場会社の子会社を上場している所謂“親子上場”問題が2つの側面から注目されている。

1点目は、少数株主の権利をどう守っていくかなど子会社側のコーポレートガバナンス上の問題として取り上げられており、独立社外取締役制度の充実などを目指す動きである。昨年末に東京証券取引所に“「従属上場会社（実質的な支配力を持つ株主を有する上場会社）における少数株主保護の在り方等に関する研究会」（以下、研究会）が設置され、本年1月より有識者や行政を交えた関係者による議論が始まっている。

2点目は、日本市場における親子上場解消若しくは強化などを株式市場での材料とする動きである。例えば上場子会社の完全子会社化のために公開買付（TOB）が実施されたり、将来的なTOBが期待される銘柄が堅調な株価推移となっている。最近では、東芝や日立グループ内での動向、前田建設による前田道路へのTOBなどが注目されている。

2019年末時点の親子上場企業数は、270社を超えているが、2006年には400社超あった上場企業の上場子会社は、企業グループ内の事業再編の過程で減少している。これは、企業グループ内において成長性が低く中核会社との事業の相乗効果がない事業を売却・切り離し、主要事業との関連が強い事業を取り込む、企業のグループ戦略の結果に依るところが大きいのだろう。

親子上場が何故問題なのかについて、研究会内において、親子間の利益相反となる3つの類型が示されている（経済産業省「上場子会社に関するガバナンスの在り方」資料より）。

①親子間の不動産等の取引や現金の預入れ等：

（現金預入れの場合）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。

②子会社からの一部事業部門の事業譲渡や生産委託：

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。

③完全子会社化のためのTOB等による株式取得：

親会社は、できる限り安価で子会社株主を締め出し、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。

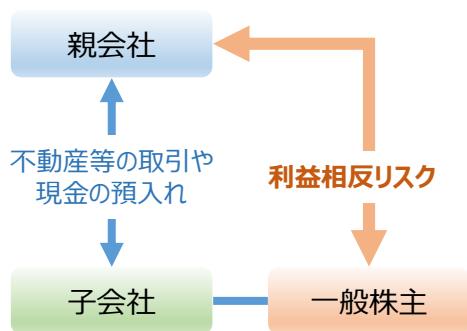
上記の利益相反リスクに対して、子会社少数株主の保護のために、独立役員制度の強化など上場規則等でのガバナンス支援を目指すのが研究会の目的だが、上場親会社だけではなく、他の支配株主若しくは実質的な支配関係がある場合も含めて従属上場会社と定義した上で、新規上場時の上場規則や上場審査、上場後の子会社化などへのチェック機能、投資家への情報開示の在り方等が議論される予定だ。

なお、重電や家電など上場している大企業の傘下には多くの上場子会社群が存在した時期もあったが、この時は多くの事業を行う上場大企業のコングロマリット・ディスカウント解消のためや、子会社社員のインセンティブとしての子会社上場が行われた。しかし、大企業における選択と集中により、必要な事業は本体に取り込むか完全子会社化を行い、不要な事業は売却するという行為は企業の資産・資金の有効活用のためにも株主から強く求められるようになっており、親子上場は一時的な形態ではないかとの考え方が市場関係者の間では多数派となっている。

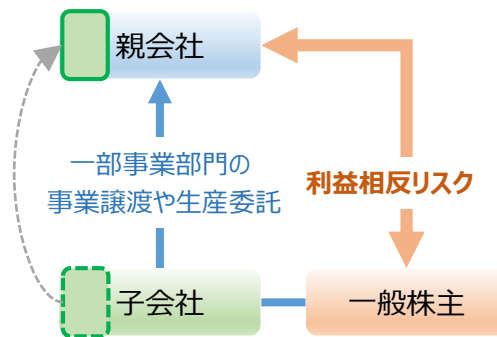
勿論、親子関係には様々な事情や多様な事業戦略の結果という側面もあるため、その内容を一般の株主や投資家にも伝える必要があり、親子上場会社双方のコーポレートガバナンス報告書等での記載も充実していくべきではないかとも考える。

親子上場会社間の利益相反類型

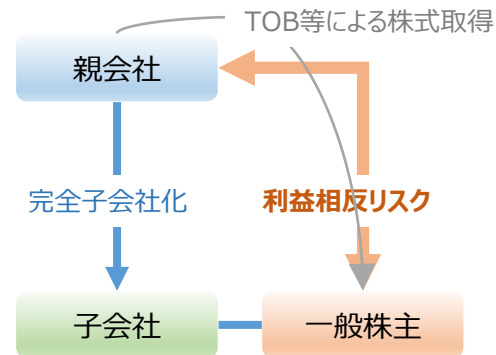
① 直接取引



② 事業譲渡



③ 完全子会社化



※経済産業省、研究会資料より