

上場制度整備懇談会
第3回 議事要旨

1. 日時：平成18年10月31日（火）午後1時から午後3時まで

2. 場所：東京証券取引所会議室

3. 議題：子会社上場について

4. 議事要旨：

子会社上場についての意見

（子会社上場の問題点について）

- ・ 子会社上場について問題となっているのは、利益相反の話とそもそも支配権の異動が起こらない株式の上場の意義についてだと思う。例えば大株主が6割いる会社が4割の株式を公開するとき、4割であることを公表していれば問題ないのか、それともそれはまずいのかを考えるべきである。
- ・ 上場子会社の取締役は、忠実義務上引き裂かれた立場に自らをおくことになるため、子会社上場そのものは望ましくない。
- ・ 上場しているにもかかわらず取締役が親会社の人間ばかりという状態は、少数株主の保護という観点から望ましくない。
- ・ 子会社上場には利益相反は実際にあり、例えば、子会社としては受け取りたくない事業の譲渡を親会社から提案された場合、子会社の取締役は親会社出身の者が大半を占めているというのが現状なので、その提案を引き受けざるを得ないということになる。
- ・ 現実には、親会社の資本政策は、短期的な収益対策として子会社上場をさせているように見える。実際、長期資本政策として成長分野を公開すること自体が望ましいことではないからこそ、英米ではそういうことが起こっていないし、最近、大企業の多くが子会社を合併したり株式交換による完全子会社化を行ったりしているのだと思う。
- ・ 上場子会社の非公開化が問題である。上場してキャッシュを手に入れ、しばらくして必要なくなったら上場廃止にしてしまうという行為は、株主の期待を裏切っている。非公開化はいつ何時おこるか分からないし、また短期間でも起こりうるが、その可能性を少数株主は知ることはできない。
- ・ 新規上場時に子会社である場合は、上場後も基本的にその状態が続くことになる。新規上場の際には厳しくチェックしているはずだが、既上場会社には同じレベルを求める仕組みがない。また、既上場会社が第三者割当増資を行って上場後に子会社になることもある。親会社を持つ会社の利益相反を入り口のところでチェックしてきたのがむしろ問題である。
- ・ 最近では、新興市場に上場している会社の子会社が親会社と同時に上場するといったこれまでの子会社上場と質的に異なる事象が起きている。親会

社が上場したときの成長事業をさらに子会社として上場させるということが起こっている。

- ・ 経営の実態からいうと、子会社は親会社の経営方針の中に位置づけられており、上場していても経営の支配権をきちんと維持したいと親会社は考えている。一方で、親会社からすれば、業績が良いときは少数株主に利益が流出して、悪いときは全部自分で始末をするというのが現実である。したがって、親子上場というのは原理的にそう多くないはずであり極めてイレギュラーではないか。

(上場制度上の対応について)

- ・ 英・米の会社が子会社上場をしていないのは、買占めのリスクや少数株主からの訴訟リスクを考えた結果であり、日本の会社はそのリスクは少ないと考えるから子会社上場を行っているわけであり、その判断は尊重すべきである。
- ・ 子会社上場が望ましくないからといってそれを取引所が禁止すべきとは思わない。例えば、取引所のルールで子会社上場の場合には独立した社外取締役の設置を義務付けるといったことであれば理解できるが、子会社上場そのものを取引所が禁止すべきとは思えない。好ましくないものの排除は市場規律に期待するというのが基本的なスタンスであると思う。
- ・ 取引所は大衆投資家への流動性の確保が重要であり、子会社であってもたくさん株主がいる会社の上場を認めないというのは、取引所の自己否定に近いのではないか。
- ・ 上場審査での確認では、その時点で問題ないということにすぎないので、情報開示とかガバナンスの体制といった恒久的な対応が必要ではないか。
- ・ 株主代表訴訟も機能していないという状況を考えれば、子会社上場の場合のディスクロージャーや独立取締役の設置といったことを検討する必要がある。
- ・ 利益相反については、本来会社法で対応すべき。会社法上の利益相反取引の中に支配株主によるものも含めるべきで、取締役の承認を受け、監査役の監査も受けるというのが本来の姿である。親子会社間の利益相反取引については親会社が選任していない取締役の承認を得ているかどうかを開示するというのを取引所で義務付けるべきである。
- ・ コーポレート・ガバナンスの議論ではこういう企業であるべきだというガイドラインがあって、子会社上場だけはこうあるべきだというものがないとなるとバランスがとれなくなる。全体像として考えたときに、東証としてはどれくらいまでは自由にやらせて、どれくらいまでを強制的なものにするかということについて統一感があつた方がよい。できるだけ自由にやらせるが、情報開示はきっちりやっていくことが重要ではないか。子会社上場についても情報が継続的に開示されていけば問題ないのではないか。
- ・ 流動性や資金調達というメリットを考えると、親子上場を必ずしも否定するのではなく、情報開示を活用して利益相反、少数株主の利益が毀損されないような仕組みを導入していくことにより、前向きに見ていく仕組みを作っていくことは可能だと思う。

- 子会社上場を推奨するものではないということを示す必要はある。
- 子会社向けの上場基準は方向感としてはなくしていくということであろう。子会社に対して上場審査では独立性を求めているが、むしろ子会社は親会社と一心同体であることが多いと思われる。したがって、独立性を求めるというのではなく、利益相反を防止する観点からみていくことでよいのではないか。
- 子会社向けの上場基準は世界的にも類がないし、なくす方向で、そしてその代わりに何をするかというときに、一つの類型としては、利益相反取引の防止についてなんらかのルールを設けるということであろう。もう一つは、事業を移して何度も上場するというのは、倫理面からもやってはいけない。この手の類型のものが特定できるのならば、なんらかの対応をすべきである。また、もう一つの類型として非公開化がある。これは、本来は法律で対応すべきことであるので取引所ではなかなか難しいかもしれない。
- タイプ分けでは、親子共々上場しているケース、子会社は上場しているが親会社は上場していないケース、それから今回の議論の対象ではないが純粋持株会社のような親会社上場に分けられる。
- 手法としては、基本は情報提供であろうが、なんらかの行動規範のようなものを設けるべきかどうかを検討する必要がある。その際には、子会社の定義も分かりやすくする必要がある。

(その他子会社上場に関連する事項について)

- 現在、子会社上場の場合の上場審査の中で、その子会社が事実上親会社の一事業部門と認められる状況にないかを確認しているが、トラッキングストックの上場を認めていることと矛盾しているのではないか。むしろもっと幅広い上場を認めるような制度にすべきである。
- 親子上場を認めるのに、黄金株は認めないのはおかしいという意見を聞くことがあるが、これは全く別の問題である。親子上場の場合、親会社が議決権をほとんど持っていて少数株主の権利はゼロみたいなものだという指摘は理解できるが、それは親会社が資本を拠出しているからその分の権利を得ているわけである。一方、黄金株の場合は、資本を拠出していないにもかかわらず特権を得ているということが問題であり同列に扱う必要はない。
- 大株主が個人である場合でも、子会社上場と同様の問題の多くは該当する。
- 一昨年に東証で浮動株比率を考慮した指数をスタートしていると思うが、子会社株式がより実態に近い需給関係の中で価格形成されるような仕組みが機関投資家を中心に徐々にマーケットには定着してきていると思う。そういう中で、非公開化のような少数株主の利益の毀損、対価についてどう考えるのかということとは、最近の流れの中ではポイントになると思う。価格がマーケットの中でどのくらい透明性のあるきちんとした形で評価されているのかということを見ていくと、ケースにもよるがそれなりに仕組みを工夫し始めている。

- 海外の投資家からの日本の市場に対する批判は強い。ところが、そうはいいながら結構買っているという事実もある。すべての要件が完璧であれば買って、そうでなければ売るかというところでもない。逆に悪材料があるから買うというケースもある。ある面では自由にやらせて、あとは市場規律に任せるというのも一つのやり方ではあるが、そうすればあとは話が終わりだということにはならない。投資家の責任という話はすすめなければならぬが、投資家にも色々な種類の投資家がいるということも理解しておく必要がある。

以上

(なお、議事要旨については、東証上場部文責による。)

－問合せ先－

株式会社東京証券取引所 上場部企画担当
TEL：03-3666-0141 (大代表)