

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2回 議事概要

- 日 時：2020年1月27日（月） 18時00分～20時00分
- 議 題：昨今の従属上場会社を巡る状況を踏まえた課題・論点の洗い出し
- 出席者：座席表参照

＜メンバーの主な発言＞

菊池メンバー	<ul style="list-style-type: none"> ● 親子上場の問題については、一定程度課題・論点は整理されているが、課題解決が進まないという印象。 ● 根本的にはグループ経営や事業ポートフォリオの見直しに係る考え方に起因する問題。 ● 「上場子会社を維持する目的をグループ経営によるコングロマリット・プレミアムの実現」とする経営者もいるが、学術的な調査で示されている通り、コングロマリット企業はディスカウントされるというのが一般的な認識。また「ディスカウント解消のために子会社上場を行う」とするケースもあるが、親会社・子会社ともにPBR1倍に満たない事例が存在する。これらを踏まえると、親子上場の多くで意義を疑問視せざるを得ない。もっとも、カーブアウトやグループへの取り込み途上など過渡的な形での親子上場については、海外と比べてVCやPEのエコシステムが十分でないことなどを勘案すると、選択肢として必要。 ● 親子上場に関する上場ルールの適用対象に関しては、持分法適用会社の中に経営トップを支配的な株主出身者が務めている会社が多いため、議論はそれらまで広げて行った方がわかりやすい。 ● 各論としては、グループキャッシュマネジメントが課題の一つ。子会社が自社の時価総額より大きいキャッシュを親会社に預けている場合など合理的でない。エンゲージメントにおいて、「親会社が決めた財務戦略に従っている」と回答されるケースも存在。 ● 日本企業が保有する余剰キャッシュについては、額面以下で評価する投資家が多い点に留意すべき。 ● 「グループ経営」に関する情報発信の強化や、公開時に行われている独立性審査を上場後も継続することが考えられる。 ● M○M的な観点から、CGコード補充原則1-1①を踏まえて、一般株主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には原因の分析などを行った上で一般株主と対話することが考えられる。
三瓶メンバー	<ul style="list-style-type: none"> ● 親子上場について、会社側はシナジーや選択肢・自由度に意識がいつているが、投資家は利益相反の監督を重視している。会社と投資家の目線が合っていないのが現状。 ● 従属上場会社における実質的な意思決定者が不明確であり、公開情報だ

	<p>けでは判断できないのも問題。</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 前述のように合理的に説明ができない要素があるため、親会社のバリュエーションは結果としてディスカウントすることとなり、株主資本コストの上昇、資本市場の効率低下、経済活性化の負担に繋がってしまう。 ● 国内の上場会社においてCFROI（キャッシュフローベースの投下資本利益率）の5年中央値を比べると、企業株主の居ない会社が優位であり、支配株主である企業株主が居る子会社は資本コストすらも下回っているのが現状。 ● ただ、利益相反を適切に管理した上でシナジーを発揮できるのであれば、親子上場を禁止する必要はないし、少なくとも過渡的な親子上場については意義がある。 ● 投資家が子会社に投資する理由は、ピュアプレー（単一事業）であり、投資判断しやすいため。しかし中長期で見ると利益相反が顕在するリスクがあり長期投資しにくい面がある。 ● 利益相反リスクが顕在化する有事に備え、経産省が策定した「公正なM&Aのあり方に関する指針」等について、CGコード原則4-14で求める取締役・監査役のトレーニングを通じて浸透を図ることや、令和元年改正会社法で選任を義務付けられる社外取締役について、取引所規則で「独立」社外取締役であることを求めるなどの方策が必要。 ● 親会社に信認義務を課し、損害を被った少数株主が実際に救済される枠組みを構築することが重要。 ● 有価証券報告書の経営上の重要な契約等において、親会社との間の契約がほとんど開示されていないが、事後的に契約の存在が判明する事例が多い。開示府令の問題かもしれないが、東証において積極的な開示を促すことも検討して欲しい。
<p>今井様 （ゲスト 参加）</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● 親子会社間で取引等の関係が存在しなければ親子上場は特段気にしないが、それがあある場合には、構造的な利益相反が問題となる。実際に問題となる典型的な場面は、事業上の取引や余剰資金の預け入れなど。 ● 事業上の取引は、市場価格等がない場合も多く取引条件の設定が難しい一方、取引が多い場合は、その条件が業績を大きく左右することとなる。 ● 親会社との取引条件について、有価証券報告書・CG報告書において、「市場価格を勘案し一般的取引条件と同様に決定している」旨を開示しながら、実際には実態は異なっており、その点について株主から指摘を受けた翌年には当該記載を削除した会社も存在している。 ● 余剰資金の預け入れは上場子会社の3社に1社が行っており、時価総額に比して大きな余剰資金を親会社に低金利で預けているケースも多い。 ● ネットキャッシュのほとんどを低金利で親会社に預けているような場合、本来、資本コストを上回る投資か株主還元を行うべきであるが、長期間状況に変化が見られないケースも多い。また、こうしたケースの中

	<p>には、CGコードの資本コストに関する原則をコンプライしているにもかかわらず、独立社外取締役を確認したところ、実際には資本コストに関する議論はしておらず、自社の資本コストの水準も把握していない会社もあった。</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 上場子会社では、株主総会においても一般株主の意思は蔑ろにされており、一般株主の賛成比率が50%未満で可決された議案が散見される。 ● 上場子会社における独立社外取締役比率を3分の1にすべきという議論もあるが、グローバル比較の観点からは低水準であり、弊社の投資経験からも不十分な水準。実際に3分の1が確保されていても一般株主利益の保護がされなかった事例も存在する。 ● 弊社のコメントのまとめとしては、まず情報開示の信頼性が乏しいことが問題であり、不実開示・不適正開示に対するエンフォースメントを高めていくことが必要と考える。 ● また、取締役会の構成も問題。米国には支配株主の信託義務があるため、独立社外取締役が少数でも、その反対を押し切って取引等を行うのは訴訟リスクが大きい。日本には信託義務がないので、独立社外取締役が少数では抑止効果が乏しい。 ● 企業価値向上を目的としない子会社が上場していることは日本市場の後進性の象徴であり、ガバナンスの改善がなければ、日本市場に投資する魅力は乏しい。 ● 一般株主保護について、どの段階まで目指すのかは論点。最低限の保護にとどめるのか、海外投資家へのアピールとなる水準まで高めるのか。 ● 総還元性向が低いのは上場子会社特有の問題ではなく、上場会社一般の問題であるが、最近ではエンゲージメントの影響力も高まっており、上場会社一般では今後の向上が期待できる。一方、上場子会社の場合、エンゲージメントは効きにくく、低い総還元性向は構造上の問題。 ● 規制強化は望ましくないとの指摘があったが、直近のACGAのガバナンスランキングにおいて、規制分野については、日本は12か国中9位とされており、アジアで比較しても見劣りするのが現状。 ● 日本の資本市場において上場子会社のプレゼンスは大きくはないが、ある種象徴的な存在となっており、海外投資家の印象を悪くしている。 ● 個人的には、上場子会社は区分してパッシブ投資の対象外とすべきと考えているが、仮に現状を維持するのであれば、適切な規制を課すべきと考える。
中村メンバー	<ul style="list-style-type: none"> ● 日本市場の投資魅力が乏しいことへの懸念は投資家の方々と認識は共有している。ただ、それは上場子会社の問題ではなく、上場会社全般に成長が見られないことによるものとの問題意識。 ● 日本は総還元性向が低いとの指摘もあるが、その理由は、上場の目的が、継続的な資本調達などの成長戦略のためではなく、ブランド力、採用や

	<p>信用力強化のためであり、資本コストへの意識が低いからではないか。課税の繰延べが実質的に認められていない現状では難しいが、自社株対価M&Aによる課税繰り延べが一般的となれば、企業は積極的に自社株買いをするようになり、その結果として資本コストへの意識も高まるであろう。よって、規制強化だけでなく、企業の成長を促進する枠組みの整備も行われるとよい。</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 一般株主利益の保護の必要性は理解するが、保護すべき一般株主の利益とは何なのかについて明確に定義して欲しい。 ● 親会社は子会社をより成長させるために上場する。成長している間はいいが、グループ全体の成長戦略と子会社個別の成長戦略がどこかでずれ経営効率向上に支障を来す場合がある。その時には方針を考える必要がある。 ● 親会社への売上がほとんどを占めるような場合は上場審査時に NG となるはず。それが上場後には問題にならないような仕組みはおかしい。
古本メンバー	<ul style="list-style-type: none"> ● 現状評価として、規制が緩すぎて一般株主が安心して投資できないというほどの状況ではないとの認識。 ● 上場子会社の取締役は、善管注意義務を負っており、親会社等と取引を行う際には妥当性を確保するための手続きや開示の枠組みも存在している。昨年は、公正なM&Aの在り方に関する指針も策定されるなど少数株主保護は今でも十分に図られている。 ● より良い実務を目指すべく、ベストプラクティスを整理するのであればよいが、新たな規制の導入、特にM o Mや信認義務には大いに抵抗感がある。M o MはM&Aへの大きなディスインセンティブであり、既存の親子会社にまで適用されれば大混乱になる。信認義務にも副作用の懸念がある。規制の導入は、理念先行ではなく、現実を踏まえ、副作用も考慮して、慎重に議論すべき。
加藤メンバー	<ul style="list-style-type: none"> ● いくつか上場子会社の問題点について指摘がなされたが、上場会社一般に共通する問題なのか、上場子会社特有の問題なのかを切り分けて議論する必要がある。例えば、余剰資金や総還元性向の問題が指摘されたが、データを検証した上で、上場子会社が特に劣後している状況でなければ、上場会社一般の問題ということになる。 ● 上場子会社の経営者について、指名権は親会社が有するとしても、その報酬体系が子会社の企業価値向上に対する適切なインセンティブが働く構造となっているのかは重要な問題。分析してまとめてみてはどうか。 ● 上場子会社において株主還元が拡大しないのは、親会社が配当ではなく、キャッシュ・マネジメント・システムの形で上場子会社から資金を吸い上げているため。この点は、親会社において資本コストの意識が高まることで一定程度解決できるかもしれない。親子上場の問題は、親会社側と上場子会社側の問題が複雑に絡み合っているところである。

黒沼メンバー	<ul style="list-style-type: none"> ● 上場子会社が資本市場で資金調達を行わず、また、コングロマリット・ディスカウントによって子会社株式に対する正当な評価を得られないとすると、ブランドや人材採用の優位性の獲得だけのために上場を認める必要があるのかは疑問。カーブアウトの過程など過渡的なものは別として、子会社上場を認める意義をきちんと議論する必要がある。 ● 事業分野の調整や取引条件の交渉以外にも、上場子会社の日常的な事業上の決定について親会社がコントロールできるなど、上場子会社の少数株主保護が問題となる場面がある。親会社が上場子会社の事業上の決定をコントロールできるということは、親会社は上場子会社の取締役と同様の立場（事実上の取締役）にあるとも言え、親会社は支配株主として上場子会社に対する信託義務を負うという考え方も可能。
池尾メンバー	<ul style="list-style-type: none"> ● 親子上場の場合にエージェンシーコストが発生することは自明だが、そのコストが誰に帰着するかについて、きちんと整理して議論を進める必要がある。 ● 子会社の株価が、エージェンシーコストを反映し、十分にディスカウントされている場合、このコストは子会社の少数株主ではなく、親会社の株主に帰着することとなる。仮にその状態が継続するのであれば、親会社のガバナンスに問題があるということになる。
柳川メンバー	<ul style="list-style-type: none"> ● 日本の資本市場全体をどのように良くしていくかは非常に重要な論点であるが、今回は従属上場会社という特定の分野について検討していく場なので、分けて考えてもよいのではないか。 ● 子会社上場の合理性について投資家と企業の間で現状認識にギャップがあるようなので、その差を埋めていくことが必要。なお、議論に際しては水掛け論にならないよう、客観的なデータに基づいた整理が必要。その際にどう比較するかが重要である。例えば、子会社上場のメリットとして、親会社のブランド力の恩恵を受けつつ子会社独自の資金調達を有するという話について言えば、100%子会社で親会社を通じて市場から資金調達する場合と比べて、どのような利益、不利益があるかという比較の仕方をする必要がある。 ● 今回は、少なくとも現行規制に穴があるものについては適切に手当をする必要があると考える。この際、取引所の規則でどこまで対応可能か、法改正の必要があるかという論点も存在。 ● 適切な情報開示によって子会社の株価がディスカウントされていれば、少数株主は損をしないという考え方もあるが、マーケットの魅力向上の観点からはそれは割り切りすぎかもしれない。上場子会社をその他の会社とは別のカテゴリーにして、パッシブ投資の対象としない、上場子会社に魅力を感じる人だけが投資をする環境とすることも考えられる。
後藤メンバー	<ul style="list-style-type: none"> ● 当社では、グループ会社の上場の問題は、トッププライオリティで検討すべきテーマと位置づけている。ステークホルダーとしては、最後のり

ステイカーである株主だけでなく、債権者の存在も重要。負債による資金調達を通じてレバレッジを効かせた経営が可能となり株主もその恩恵を受けることとなる。

- 上場子会社については、親会社、上場子会社両者の側から様々な目的が存在するが、両者間の取引の公正性が確保されないのは問題。上場時には厳しく審査されるので問題ないが、上場後は認められているため、こういった問題が起きるのではないか。既上場会社についても適切にモニタリングしていくことが重要。

以 上