

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3回 議事要旨

- 日 時：2020年7月1日（水）14時00分～16時20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

事務局説明、上場会社からのプレゼンテーションの後、意見交換が行われた。

<メンバーの主な発言>

古本メンバー	<ul style="list-style-type: none">● グループ会社管理としては、グループ会社による自律的なマネジメントと親会社の指導助言によるマネジメントの2つを軸として、グループ全体の連結企業価値の最大化を図っている。● 個々のグループ会社との間の情報共有の程度や関与の仕方に関しては、特性（子会社・関連会社、会社規模、事業戦略共有の重要性の程度、上場・非上場、国内・海外の違いなど）に応じて異なる。● 「子会社」は事業戦略共有の重要性が高い場合が多く、「関連会社」は、①出資比率が相対的に高く（筆頭株主である場合など）事業戦略を一定程度共有する場合（一定の経営責任を負う場合）か、②重要な業務提携先あるいは取引先の場合が多い。● 子会社化の経緯・目的にはそれぞれ違いはあるが、連結企業価値の最大化を目指して実施した点で共通する。● 一般的に完全子会社化は、どのようなメリットやシナジーを生み出せるか、当面どのようなコストを負担することになるかについて、分析・比較衡量して判断する。● 法定開示や上場ルールに基づく情報開示において、例えば、グループ会社との取引について第三者との取引条件との比較を行う場合、取引期間、取引数量、契約の確からしさ（条件差を理由に取引先を変更する可能性）などが異なるため、単純な条件比較は適当でない。● グループ会社との取引は長期に亘る場合が殆どであり、取引条件は再生産可能なものとすべく、市場における一般的な取引条件やコスト・経済性などを総合的に勘案のうえ合理的に定めている。● グループ間の事業調整について、完全に一方に寄せる場合など
--------	--

	<p>はわかりやすいが、グループ内での設備特性に応じた生産分担のような小規模なものまで開示すると、競争相手に手の内を見せることになるので、開示対象は限定的とすべき。</p>
後藤メンバー	<ul style="list-style-type: none"> ● 純粋な戦略的投資持株会社としては、子会社を含め、投資先であるグループ会社の株主価値最大化が評価の物差し。 ● 株主価値最大化を達成していくためには、極めて迅速な意思決定が必要であり、グループ会社が独立性を持って自主的に経営判断を行うことが、各社の早期の成長につながる。 ● 親子上場に関するメディアの報道では、海外では親子上場は「稀」であって、存在していても一時的なものとの議論が多くみられるが、海外でも継続保有を前提とした子会社上場は多数存在（例えば、フォルクスワーゲンによるトラトンや、アンハイザー・ブッシュ・インベブによるバドワイザーの子会社上場など大規模なケースも存在）。 ● 少数株主との利益相反は、子会社上場の場面のみにおける問題ではなく、従属会社全般における問題。 ● SBGは投資会社であり事業部門を持たないため、子会社との間に事業取引上の利益相反が起こることはない。少数株主とは投資家という同じ立場にいる。 ● 群戦略上、持分比率と重要性は必ずしもリンクしていないが、ステークホルダーに対しては、なぜその会社がグループにいるのか、その会社をグループ経営の中でどのように維持・拡大、あるいはエグジット・売却していくのか、可能な限りの説明が必要。 ● 子会社の企業価値を早く高める観点からは、独立した意思決定による自律的成長が重要であり、グループ子会社の上場は明らかにメリットが大きく、ガバナンス・コンプライアンスのレベル向上や、緊張度の向上などにより、ステークホルダーに満足してもらえるような経営が可能となるのではないかと。 ● 一方、子会社上場のデメリットとして、例えば、株主を選べないことや、親子関係の希薄化による求心力の低下などがあるかもしれないが、上場して経営の独立性を実現するためには、乗り越えていくべきもの。 ● 非上場の子会社は開示が十分でないケースもあるが、上場して子会社の開示が充実する点も、親子上場のポジティブな点。 ● 利益相反への対処については、透明性・独立性が今まで以上に

	<p>投資家から厳しく求められており、それに応えられる開示が必要になるであろう。</p> <ul style="list-style-type: none"> ● エクイティとデットの両方のステークホルダーに対して、最適なバランスをとっていくことも重要なテーマ、両者は共生関係にあり、レバレッジをかけるからこそエクイティバリューをあげることができるという観点を忘れてはいけないと思う。
菊池メンバー	<ul style="list-style-type: none"> ● 親子上場には、個別性が強く一括りにできないという現実もある。事業の選択と集中についてみると、拡張を続ける場合もあれば、絞り込む場合もあるように、様々な方向性がある。各企業グループの特殊性が存在するため、一足飛びに結論を出すのではなく、企業と投資家のコミュニケーションをしっかりと図っていくことが重要。 ● 一般論として、支配株主が考える子会社上場のメリットについて、投資家が納得していないことも多い。特に、グループ戦略が必ずしも明確になっていないことが課題と思われる。また、ディスカウント解消を目指して公開したはずの子会社のバリュエーションが低いままの状況も散見される。 ● 親子間の資金面に関する説明も十分とは言えない。子会社から親会社に対し貸付金等がある場合、どのような資金調達手段との比較でメリットがあるのか、グループのキャッシュマネジメントシステムが導入されている場合、子会社の独立性が確保されているのかなどについて、コミュニケーションが充実されると議論が建設的になるであろう。
三瓶メンバー	<ul style="list-style-type: none"> ● 経営の「執行」と「監督」という観点で、親会社（支配株主）のチェックアンドバランスが効いていることが最も重要。 ● 上場子会社を持つ目的や完全子会社化の目的について、支配株主の視点は得てして「執行」の観点からの説明となるが、投資家としては、利益相反に対する「監督」の観点が重要であり、この観点が考慮されていない、開示されていないことが問題。 ● 例えば、キャッシュマネジメントシステムについて、親会社に預託している理由、子会社として自発的な判断なのかどうかといった説明がない場合が多いが、PL上の利益は害されていないのにもかかわらず資本コストの観点から企業価値を害するものになっているのではないかと、その企業集団の資本効率が外部市場と比較して低い水準だとすると、懸念せざるを得ない。 ● なお、子会社上場について、件数ではなく割合でみると、日本

	<p>は海外に比べて大きいのは事実であるし、また、最近では、中国でも支配株主が問題視されているとのこと。アンハイザー・ブッシュ・インベプの子会社上場に関しては、香港市場ではマジョリティ・オブ・マイノリティの条件が課せられていることが少数株主利益の保護として一定の歯止になっている。</p> <ul style="list-style-type: none"> ● CGコード原案の序文に「会社は、株主から経営を付託された者としての責任（受託者責任）をはじめ、様々なステークホルダーに対する責務を負っていることを認識して運営されることが重要である」とあるが、それを踏まえ、利益相反を考えることが重要。 ● 実際の開示は義務的な水準にとどまっているが、市場という公共の場を使っている以上、市場から信頼される水準、すなわち読み手が理解できる・信頼できると言えるレベルが必要であり、それがないと受託者責任を果たしたといえないであろう。
池尾メンバー	<ul style="list-style-type: none"> ● 上場子会社がさらに上場子会社を有するといった多層構造の場合には、グループ企業間での取引に利益相反が生じていないかという点についても留意すべきであろう。 ● グループ企業内での貸し付けは、必ずしも非効率とは言い切れないものであり、実際に、企業集団は内部資本市場としての機能を果たしているという議論もある。 ● 理想的な市場を想定すると非効率と見えるものの、現実の外部市場が必ずしも効率的ではないため、内部資本市場のほうが外部市場より効率的な場合も、現実には考えられるのではないか。
武井メンバー	<ul style="list-style-type: none"> ● キャッシュマネジメントシステムなどの上場会社側と投資家側で意義の受け止め方が異なるものについて、上場会社側の観点と、投資家側の観点到に接点がみつけられることが望ましい。現実の外部市場が効率的では言えない面がある中で、グループ企業内での貸し付けは内部資本市場としての機能を果たしており、必ずしも非効率とは言い切れないものであるという意見に私も賛同する。
神作メンバー	<ul style="list-style-type: none"> ● 子会社を上場することには執行側の観点からはたしかに大きなメリットがある一方、利益相反により子会社側の少数株主の利益が害されるおそれが払拭できない、という問題と理解。 ● 少数株主が害されるパターンを、形式的ではなく、実質的に捉えて類型化するなどし、手続きと開示で規律するのが良いのではないか。

	<ul style="list-style-type: none"> ● 今般の会社法改正で、社外取締役の選任が義務付けられているが、本件はまさに、社外取締役に解決いただくのにふさわしい問題のひとつである。 ● 経産省のグループ・ガバナンス・システムに関する実務指針においても「利益相反取引は社外取締役による委員会で検討されるべき」とある。 ● 東証の現行規則でも、重要な利益相反取引については、利害関係を有しない者による意見の入手が必要だが、経産省の実務指針の考え方を取り入れて、独立した社外取締役によって構成された何らかの組織体（委員会）での検討を求めることも一案。 ● 実質的に少数株主が害されるパターンとして考えられる類型としては、例えば、グループ内の事業調整や持分譲渡などグループのストラクチャーに影響のあるものや、危機に陥った子会社支援など、当該取引等の条件の公正性に懸念がありうるものなどであろう。これらについては、上述した委員会で審議のうえ所定の事項を開示するなど、一定の手續と開示を求めると、透明性が高まるのではないか。
黒沼メンバー	<ul style="list-style-type: none"> ● 現在は支配株主の取引について一定の開示が要求されているが、社外取締役がその内容に関与すべきとの意見に賛成。 ● 事業分野の調整の開示は、実質的には事業調整が行われている場合にも、親会社との間で具体的な取り決めがないことから「調整は行っていない」との開示にとどまる可能性を懸念。
加藤メンバー	<ul style="list-style-type: none"> ● 支配株主との間でガバナンスに関連する契約が結ばれている場合の開示の充実が必要。 ● 例えば、支配株主との間で、役員を選解任などについて何らかの取り決めがあるのかすら投資家からはわからないため、可能な限り開示されるべき。 ● キャッシュマネジメントシステムは難しい問題。グループ会社間でしか問題にならず、独立当事者間の取引と比較できないので、取引条件の公正さの評価が難しい。 ● CGコードを含めて、現在のガバナンスのための仕組みは、支配株主が存在する会社を主たる対象として策定されていないので、支配株主が存在すると機能しなくなる仕組みが何かを考え、ベストプラクティスを見直すのも良いだろう。
柳川メンバー	<ul style="list-style-type: none"> ● そもそも投資家と事業会社は利益が相反するので、積極的なコミュニケーションが重要。

	<ul style="list-style-type: none"> ● ルールメイキングが大事だが、一方、コミュニケーションのルールをあまりに細かくすると、煩雑になったり、営業上の重要な情報が公表されてしまうなどの問題もあるため、具体的な内容を今後議論していくことが必要。
神田メンバー	<ul style="list-style-type: none"> ● 親子上場のメリット・デメリットは、誰から見たメリット・デメリットなのかを考慮する必要がある、一般投資家の観点ではデメリットのほうが大きい可能性がある場合もある。 ● 市場との対話を増やしていくという観点から、ルールに過不足がないかを点検すべき。 ● その際、CGコードは支配株主の存在を全く意識していないわけではないが、重点を置いているわけでもないため、グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針のように正面から支配株主の存在を捉えるというやり方も参考として、もう少し力点をおいて議論をしていくのが良いのではないかと。 ● そのうえで、情報開示を進めていく必要がある、取引所は、現在のルールに過不足、特に不足がないかを考えていくべき。 ● 第1回研究会での議論にもあったが、支配的な株主・従属上場会社の範囲について、親会社・子会社関係でない場合にも問題が生じうることを踏まえ、対象の範囲を広めて考えたほうが良い。

以上