武藤泰明の経営者目線で読む 景気動向

連載第60回

親子上場

昨年から今年（2020年）のはじめにかけて、ちょっと面白い現象が起きている。上場している子会社や関連会社に対して、親会社がTOB（株式の公開買付け）をしようとしたときに、邪魔がはいったり揉めたりしているのである。

邪魔が入ったのは東芝によるTOBで、同社は東芝プラントシステム、西芝電機、そしてニューフレアテクノロジー3社を完全子会社化するために2019年11月にTOBを宣言した。3社のうち東芝プラント、西芝電機についてはTOBが成立したのだが、ニューフレアについてはHOYAもTOBを実施すると発表した。買付価格は東芝より高く設定されている。ニューフレアに対する支配権を、東芝とHOYAとで争うという構図である。昔なら親会社の意向がすべてであったといえるだろう。しかしもはやそういう時代ではなくなったということである。

つぎの「揉め事」は前田建設と前田道路である。建設がTOBによって道路株を買うと発表した。ただし持分は現在の26・6％から50％を超える程度とし、道路の上場を維持する。この提案を道路側が拒否した。逆に建設が保有する道路株をすべて取得して親子関係を断つ（法令でいう子会社ではないので資本提携を解消するということである）と言っている。道路は建設株を3・9％保有しているが第4位の大株主なのだがこれも売却するということなのだろう。

報道によれば、建設側のTOBの動機はファンドによる道路買収の回避である。道路がこれを拒否した理由は同社から表明されているのだが、それ以前に重要なのは、道路は建設の「もと内部組織」でもないし、「もと子会社」でもないという点であろう。

前田道路のかつての社名は高野建設。同社と前田建設は1960年代に業務提携、その後高野建設は前田道路に社名変更して前田建設の持分が増え、現在は子会社ではないが持ち分法適用会社である。道路側は子会社ではないしもともとは別の会社なので、おそらく独立意識が高い。それが今回の揉め事の背景にある。

親子上場は減ったが

この2つの例は、子会社ないしグループ企業が上場していることに起因する問題である。かつては、上場する子会社は「孝行息子」と呼ばれていた。子会社が上場すれば、親会社に株式売却益が入るとともに、親会社が保有する子会社株の値上がりもある。私が記憶している大規模な子会社上場は三菱自動車で、三菱重工業の内部組織だった自動車部門をクライスラーとの折半出資で子会社として設立し、やがて東証一部市場に上場した。その後の三菱自動車は相次ぐ不祥事もあり日産の筆頭株主は三菱商事で持分は50％である。また昨年、ソフトバンクグループはソフトバンクを上場した。親会社が非公開の例としてはサントリーホールディングスがサントリー食品インターナショナル株式の6割程度を保有している。つまり親子上場は「本来解消されるべきだが未だに残っている」というよりは、「未だに積極的に選択されている」のである。

少数株主問題

しかしこの親子上場は、少し面倒な問題をはらんでいる。やや教科書的だが順に説明すると

①株式会社は1株1票なので、持分の多い大株主の意向が経営に反映される。

②株式会社は株主に投資収益をもたらす存在である。言い方を変えるなら、株主は投資収益を求めて株を買っていると考えてよい。

③ただし、どのような投資収益を求めるのかは株主による。つまり、短期的な配当を求める株主もいれば、長期安定的な株価の上昇を求める投資家もいる。

④投資家は企業の経営方針（たとえば短期利益か長期成長か）を勘案してどの会社の株を買うかを決めるのだが、逆に、どのような投資方針の株主が大株主であるかによって会社の経営方針が変わる。

⑤したがって、筆頭株主ではない、とくに小口の株主は、その企業の経営方針だけでなく、あわせて大株主の投資方針を勘案して株を買うことになる。

ここまでは株式市場のルールとして当然なのだが、もし大株主が事業会社だと面倒な問題が生じる。

たとえば、ある会社（親会社）に、持分51％の上場子会社Aと100％子会社（当然非上場である）のBがあったとする。Bの利益はすべて親会社に連結され、配当もすべて親会社に入る。これに対して、Aの利益は連結決算では親会社グループとして全額計上されるが、配当は51％しか入ってこない。残りの49％は、子会社Aの株主に配当される。そうであれば、親会社は高収益の事業を100％子会社のBに委ねたくなるだろう。あるいは親会社と子会社の間で取引がある場合、親会社はAとの取引で利益を得ようとし、Bには甘くなるはずである。加えて、親会社は子会社Aの配当を抑制しようとするかもしれない。結果として上場子会社Aの株主は低い投資収益で我慢しなければならなくなる。これは「少数株主問題」として知られている問題のひとつである。

さて、そうであれば親子上場を禁止してもよさそうなのだが、主要国で禁止している例はないらしい。おかしいと思ったり気に入らなければその株を買わなければ済むということか。でも、日本の場合そういった「ひずみ」を抱えた企業が多数上場していることが、個人株主が増えていかないことの理由の一つではないかと考えることも必要だと思えるのである。

武藤（むとう） 泰明（やすあき）
1955年生まれ。1980年、東京大学大学院修士課程修了。株式会社三菱総合研究所の主席研究員を経て、2006年から早稲田大学スポーツ科学学術院教授。専門はマネジメント。『スポーツファイナンス』（大修館書店）、『人手不足時代の人事戦略』（日本能率協会マネジメントセンター）など著書多数。