

親子上場の問題点

慶應義塾大学ビジネススクール

小幡績

親子上場に対する批判

- 親子上場は、米国では批判の対象
- 日本では、かなり多くの子会社上場が存在
 - 351社
- 例：NTTとNTTドコモ
 - NTTのドコモ保有株の価値が、NTTの株価に反映されない
- 株式市場の歪

親子上場で何が悪い？

- 株価の歪
 - 何が悪い？
 - 親会社が株価が過小評価されている
 - 親会社の自由: 売却すればよい
 - 親会社への投資家: 思惑が外れたことによる不満？
 - 株式市場が非効率的と批判
 - 親会社に売却を迫る
 - 親会社は何か目的があるかもしれない
 - それが親会社の企業価値最大化とは違う目的の可能性
 - ガバナンスの問題
 - 親子上場自体の問題でない
 - 親会社の経営陣の目的関数の問題

親会社でなく子会社の問題

- まさにガバナンスの問題
- 親会社でなく、子会社にとっての問題
- 典型的なピラミッド問題
 - 50%だけの株式保有により、100%の意思決定権を用いて、企業を親会社のために利用
 - 親会社だけでなく、グループや系列での保有、持ち合いと同じ問題
 - ファンドによる50%保有でも同じ問題は生じうる

親子上場で何が悪い？

- 親会社に利用される
- 子会社への投資家の反発
- しかし、それは上場時に分かっていたこと
- 投資家はそれを織り込んで、株価を形成したはず
 - 親子上場ディスカウントで安く買って、それを解消して高く売る：理想的

しかし、ガバナンスが悪いことは間違いない

- アカデミックには
- 悪いガバナンスとなるおそれの典型
- 支配株主が、少数株主の利益を奪う
- 市場としてはよくない
- 何らかの対策を採るべき
 - 支配力を利用して、子会社の利益を損なっている
場合：株主が訴訟できる（勝てる）
 - 上場を認めない

そもそもなぜ親子上場？

- 子会社を上場させる理由は何か？
 - 子会社のため
 - 上場企業となることで：従業員のモチベーション、福利厚生、人材確保、銀行との関係
 - 独立性：完全子会社よりは独立性が高い
 - 親会社のため
 - 権力：上場企業数を増やす
 - 一族、社員：上場企業社長ポストの確保

株価は？

- カーブアウトにより
- 子会社上場すると、トータルの企業価値は上昇することが多い
- いいことでは？ : 親会社、子会社ともにベネフィット

企業価値(株価)が上がって何が悪い？

- 一時的なものである可能性
 - マーケットタイミング: 親会社が、一時的なブームを利用し、キャッシュアウト: 買わされた投資家は損害
 - ITバブルのときの典型的パターン
- 長期的なパフォーマンスの低下
 - 株価が一時的に上昇
 - その後は、キャッシュアウトした親会社(オーナー一族)に利用される: ガバナンスの問題に戻る

本当の問題点は？

- 短期的なブームを利用
 - 子会社株を買うほうが悪い
- 長期的なパフォーマンスの低下
 - ガバナンスの問題だが
 - 上場が悪いのか
 - 親会社が持分を維持するのが悪いのか
 - 50%を維持したままでないと上場したくない、と親会社が思った場合
 - 上場のメリットとピラミッドのデメリット
 - そう単純ではない