NIKKEI BUSINESS DAILY FORUM
日経産業新聞
フォーラム2010

企画・制作
日本経済新聞社クロスメディア営業局

将来を見据えたグループ経営戦略 ガバナンス強化と上場会社法制を考える

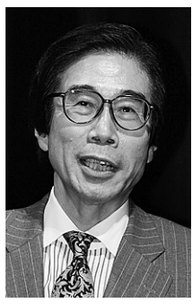
広　告

日経産業新聞フォーラム2010「将来を見据えたグループ経営戦略　ガバナンス強化と上場会社法制を考える」（主催・日本経済新聞社、後援・経済産業省、協賛・潮見坂綜合法律事務所、デロイト トーマツ ＦＡＳ、デロイト トーマツ コンサルティング、税理士法人トーマツ、有限責任監査法人トーマツ）が7月13日、開催された。フォーラムでは、上場会社法制の改正や親子上場の実情を伝えるとともに、グループ企業価値向上のための経営戦略について、活発な議論が展開された。

基調講演

グループ企業価値の向上とガバナンスの課題

一橋大学大学院　商学研究科　教授　**伊藤 邦雄氏**



1990年代前半にトップクラスだった日本企業の国際競争力は低下し、世界の国内総生産（GDP）シェアは右肩下がりになっている。売上高利益率（ROS）や総資産利益率（ROA）も劣位にあり、日本を代表するエレクトロニクス企業5社の時価総額合計は、韓国の2社とようやく肩を並べる程度である。また、他のアジア地域と対照的に日本の証券市場は縮小傾向にあり、外国企業の撤退が進んでいる。

こうしたわが国の現状を直視した上で、グループ連結経営の実態と意義を検証する。

グループ全体の連結営業利益の割合を見ると、90年代は約7割を親会社が生み出していたが、2000年代前半からはグループ会社の利益が大幅に上昇した。ここ2年はむしろグループ会社のほうが営業利益を出しており、経常利益・当期純利益でも同様の傾向にある。故に、グループ経営の巧拙がグループ全体の利益の創出能力に影響を与えていることは間違いない。

グループ連結経営の中で最も多いのが、親会社の利益が大きく、リソースも集中的に配分される「親会社中核型」だ。逆に、子会社群にリソースが多く配分され利益も生み出しているのが「子会社自律型」である。

この1、2年で、子会社自律型はROA・株主資本利益率（ROE）ともに親会社中核型を凌駕

グループ会社の利益割合増加 全体最適視点に立った経営を

社株をM&A（合併・買収）や組織再編にどう有効活用するかがポイントだ。

グループ全体の価値向上という点では、ガバナンスも重要なポイントだ。近年はガバナンス制度の改革が進み、今年からは役員報酬の1億円以上の開示、独立役員の確保も行われるようになった。社外取締役を登用している企業は全体の約4割と増加傾向にある。しかし、先日、大手証券会社で起こった不祥事のように、優れたガバナンス制度を敷いても外部の意見を虚心坦懐（たんかい）に受け止めなければ意味がない。形だけでなく、真摯（しんし）に耳を傾ける企業風土醸成が不可欠だ。

内部統制の導入も進んでいるが、特に子会社と関連会社の内部統制に、ガバナンスをどうきかせて取り組んでいくかが重要になる。親会社の監視が届きにくい場所で不正が見つかるケースも少なくない。グループ企業全体への目配りを行い、部分最適を脱して全体最適視点に立ったグループ連結経営に転換することが重要課題である。

パネルディスカッション

グループ事業戦略と親子上場の現状と課題

大崎　親子上場の意義と問題点について、改めてパネリストの方々に伺っていきたい。

永田（高）　本来、親子上場のメリットは、子会社上場の際に、売り出した株式の売却益を立てて利益を計上したり、公募売り出しでファイナンスして資金調達できる点にあった。上場のプロセスを経ることで、子会社の内部管理体制について安心して親会社のグループ経営が行える。

デメリットは、第1に親子会社相間の利益相反がある。また、今後IFRSが導入されて純額取引になることで、グループ内における通過勘定的な子会社の役割が意味をなさなくなる。その機能を果たしていた子会社は、今後は取引を通すより積極的で合理的な理由が必要になる。

阿南　親子上場の解消には、ノンコア事業を第三者に譲渡する場合や、株式交換やTOBなどでのキャッシュアウトにより、コア事業を完全子会社としてグループ内に取り込む場合がある。

完全子会社化の局面では少数株主と親会社の利益が相反するが、現状では、この問題は基本的には、少数株主が保有する株式を公正な価格で買い取ることにより解決が図られる。

近時、反対株主からの買取価格に関し、裁判所が積極的に介入して組織再編の当事者の合意とは異なる価格を公正な価格とする事例が出てきている。

二井矢　同じ利益相反を持つ取引という局面で近年、マネジメント・バイアウト（MBO）における重要判例が続けて出ている。レックス・ホールディングス社やサンスター社などのMBO案件では、取得価格の決定申し立て事件という形での裁判が行われた。

公正な手続きを経て取引が行われたかが詳細に検証され、結果的には買い付け価格よりも3、4割高い金額が公正な取得価格だと裁判所が判断している。

大崎　完全子会社化やMBOを行う際、株式価値評価をどのように考えればいいのか伺いたい。

永田（伸）　株式価値評価には、市場株価法や類似のM&A取引を基にした倍率法、ディスカウントキャッシュフロー法など様々な方法があり、どれを選択するかは経営判断に委ねられる。その上で価値の妥当性を考えることはできるが、正解の価格はこれだと断言するのは難しい。

当該株式のいつの市場株価を採用するのかで全く価格が異なるし、客観的価値や期待値という概念についても議論の余地がある。私どもは、一般の市場参加者が強制されることない自由意思に基づいて取引されるであろう価格が公正価値だと定義している。

二井矢　裁判所が重視しているのは、公正な手続きを経て価格が決められたかということであり、この点に関する立証責任は実質的には会社が負っている。取引が独立当事者間取引と認められれば、基本的には公正に価格が形成されたこととなり、裁判所は当事者間で交渉の結果得られた価格を尊重するというスタンスを取っている。

また、利益相反を回避する措置としては「独立した第三者からの算定書の取得」「独立した法律顧問の採用」「独立委員会の設置」などが挙げられる。

パネリスト

有限責任監査法人トーマツ
開発部長　パートナー　公認会計士　**永田　高士氏**

デロイト トーマツ ＦＡＳ
パートナー　米国イリノイ州公認会計士　**永田　伸之氏**

潮見坂綜合法律事務所
パートナー　弁護士　**二井矢　聡子氏**

潮見坂綜合法律事務所
パートナー　弁護士　**阿南　剛氏**

コーディネーター

野村総合研究所
未来創発センター　主席研究員　**大崎　貞和氏**

永田（高）氏

永田（伸）氏

二井矢氏

阿南氏

大崎氏

自由意思による取引価格が公正 判例は独立当事者間取引を尊重

永田（伸）氏　二井矢氏

モニタリングの充実が重要課題 株主・会社の利益図ることが基本

永田（高）氏　阿南氏

阿南　株主のために真摯に交渉した結果得られた価格であるという経過を裁判所は要求していると思われる。算定書を取ったこと、独立した法律専門家の意見を取り入れたことなどの取引経過を会社が立証することとなる。

大崎　グループ経営で上場子会社や関連会社を持ちつつ事業展開する場合、心がけておきたいことについて伺いたい。

永田（高）　親子上場の中でも、コーポレートガバナンス強化の傾向が目立っている。その中で、モニタリングをどう充実させていくかが重要だ。

第1の検討課題は、内部統制・業務執行・コーポレートガバナンスといったモニタリング対象について、複数の事業部が重複してモニタリングせざるを得ないか、本社が集中管理するかで綱引きが起こるという問題だ。親会社が縦割り体制を脱し、組織的に経理・事業を総合的にモニタリングする受け皿を作る必要があるのではないか。

阿南　親子間取引における利益相反問題の指摘がある。これは基本的には子会社役員の善管注意義務の問題と位置付けられる。子会社を巡っては、親会社の利益やグループの利益もあるが、子会社の役員である以上、子会社の利益の最大化を図らなければならない。

善管注意義務違反といわれないためには、市場価格などの客観的価格と比べて遜色（そんしょく）がないか、トータルとして子会社の利益になっているかという点について、具体的根拠と証拠が必要となる。子会社の利益の内容については、可能な限り計数化などによって具体化を図るべきである。

永田（伸）　親子上場の位置づけを検討する上では、事業上、ファイナンス上、そして会計税務上の視点という複眼的な視点が重要になる。例えばグループの組織構造を変えていくタイミングや準拠する会計基準によって、取引のインパクトが損益計算上大きく異なるケースがあるためだ。検討初期から専門家にアドバイスを求めて、うまく活用するのも大事なポイントだ。

二井矢　特に親子上場の解消の場面では、早い段階から専門家に相談してほしい。M&Aに関して裁判所が積極的な判断を行う時代になった現在、最初の段階から専門家を加えて事実関係を積み重ねていくことは重要だ。

阿南　今後はM&Aへの独立役員の関与のあり方、M&Aの事前差し止め制度の導入、損害賠償請求を積極的に起こす原告株主の出現など、様々な展開が起こり得る。

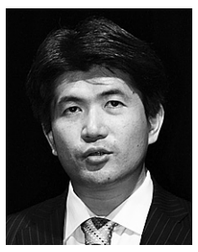
いかなる展開になろうとも、株主・会社の利益を図ることが基本である。万一の裁判の場合でも、この基本に忠実に行動したことを具体的に主張し、証拠で立証できることが大切だ。

永田（高）　企業活動がグローバル化する中、オペレーションを海外に移したいという企業も増えている。日本のマーケットを活性化させる、もしくは企業活動をサポートすべき資本市場を、市場関係者には十分ご理解いただき、我々も専門家の立場として助言していければと考えている。

プレゼンテーション1

成長戦略課題としてのグループガバナンス ～日本企業が競争力を高める経営インフラのあり方～

デロイト トーマツ コンサルティング　M&A戦略支援サービス　パートナー　**松江 英夫氏**



グループガバナンスとは、ステークホルダーに対して経営が一定の価値観と規律を持ち、各社の強みを発揮させ、グループ企業の価値最大化を成就させるための仕組みだ。親会社は、株主から対外的に統治されると同時に、株主としてグループ企業群を統治する二面性を有する。

法制度のさらなる改正が予想される中、グループガバナンスの論点となるのは、まず一つに独立役員のあり方だ。多くの企業にとって社外役員の導入は規制対応の域を出ず、形骸化しやすい。役員権限の明確な規定、現場との情報経路の確保など、独立役員を実効性あるものにするための運用上の工夫が求められる。

次に、親子上場のあり方だ。「グループ全体収益、企業価値向上に貢献するか」「透明性を担保して外部のステークホルダーから正しく評価されるか」の2点をいかに両立できるかが、その是非を判断する基本軸となる。

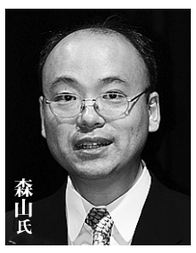
独立役員と親子上場が論点

マーケットからみた親子上場の現状と課題

デロイト トーマツ ＦＡＳ　バリュエーションサービス　パートナー　公認会計士　**清水 雅人氏**

デロイト トーマツ ＦＡＳ　M&Aトランザクションサービス　パートナー　公認会計士　**森山 太郎氏**

清水氏


森山氏

清水　上場子会社の株価（バリュエーション指標）は、収益ベースでは独立上場会社に比べて低く、ディスカウントされる可能性があり、また、そのようなリサーチ結果もある。親子上場の問題点である利益相反や低配当への懸念などがその要因と考えられる。

こうした現状を踏まえ、子会社上場の意義・目的を再確認し、グループ経営の最適化施策は何かを判断することが必要だ。親子上場を維持する場合は、ガバナンスをアピールして独立性を市場に示すなど、株価の向上施策を図ることが重要だ。親子上場を解消して完全子会社化する際は、TOB（株式公開買い付け）後に少数株主のスクイーズアウトを伴うことが多く、通常よりTOBプレミアムが高くなる可能性があることに留意したい。

上場子会社は低株価の傾向 ▶清水氏　のれん代が資本取引に変更 ◀森山氏

森山　完全子会社化の会計処理のポイントは、現金対価・株式対価ともに会計上どちらも少数株主持分との交換になる点だ。その際、連結貸借対照表の中で減少することになる少数株主持分と取得対価の大小関係が問題になる。

株価の低迷が続く現在は、簿価純資産よりも完全子会社化のときの取得金額が低くなる「負ののれん」問題が多く発生している。

現状はのれんの正・負で会計処理が異なるが、将来的に国際財務報告基準（IFRS）が導入されるとすべて資本取引となる。どのタイミングに行うかで会計処理が異なるため、会計基準がいつ変更されるかを見計らいつつ完全子会社化を検討する必要がある。

プレゼンテーション2

上場企業を取り巻く環境と今後の展望 ～特に親子上場企業の運営とM&Aに与える影響の観点から～

潮見坂綜合法律事務所　パートナー　弁護士　**後藤 高志氏**

このたびの会社法改正は、従来の改正とは異なり、会社を取り巻く広範な利害関係者からの信頼を確保する観点から行われようとしている。改正の提案の骨子は「企業統治のあり方」「親子会社に関する規律（企業結合法制）」の2項目がある。適切な実務対応を行うためにも、いかなる狙いからこれらの提案が行われているのかを把握したい。

まず大きなポイントは、支配株主がいる上場会社（従属会社）における、一般株主との利益相反に関する現行制度と改正後の影響だ。現行では、主に開示制度と監査制度の両輪で、支配株主の権限行使を規制する立場をとっている。

しかし開示制度が抽象的で実体規制に乏しいことや、監査制度の実効性への疑問、責任追及手段の不足などの問題点がある。そのため会社法の改正提案として、独立役員によるモニタリングの強化、支配株主責任の追及手段の拡充などが検討されている。

これらの改正が行われた場合、独立役員の関与を通じて支配株主との取引を慎重に検討するプロセスが増えるだろう。

一方、責任追及制度については、支配株主の利益優先取引の実証データに乏しいため、現状の取引条件の変更を迫られる会社は少ないだろう。

弊害としては、独立役員の具体的役割や責任が不明確なため、形だけの同意を得る動きが生まれ、制度趣旨が忘れられる恐れがある点だ。独立役員の賛成がないと支配株主との取引が行えないなどの誤解が生じる懸念もある。

次に、親子上場解消のM&Aに対する制度改正の影響を見ていく。2006年の会社法施行は「会社が利用できる仕組みを柔軟にする規制緩和」を目的としていたが、行動規範が具体的に明示されていないため、当事者が趣旨を曲解して利用すれば破綻する危険性をはらんでいた。

これに対して裁判所は、プロセスの公正性の具体的な説明責任を会社側に課す厳しい判断を下している。

今回の改正提案はこの司法の判断が影響し、規制強化に移行している。

例えば「決議要件の加重」については少数株主の保護につながるか疑問が残るが、「事前差止制度の導入」では裁判所が実際に差し止めを行うケースも予想され、失敗リスクを考えて取引の実行に慎重にならざるを得ない。経営判断の初期段階から利害調整をどう図るかという法律的バランス感覚で、適切に対応していくことが重要だ。

支配株主の権限行使は規制へ 利害調整にバランス感覚必要

協賛　潮見坂綜合法律事務所　Deloitte. トーマツ
デロイト トーマツ FAS　デロイト トーマツ コンサルティング
税理士法人トーマツ　有限責任監査法人トーマツ
（順不同）