

第 304 回(6 月) マネジャー

「子会社上場—最適戦略の検討」

監査法人太田昭和センチュリー公開業務部シニアマネジャー 荒尾泰則氏

現研主任研究員 大槻裕志

荒尾泰則氏： 親会社も上場し、子会社も上場する。親子ともども市場における流動性のメリットを得る。つまり市場のバブルを享受する。この場合、市場の株価が両社とも膨らんでいる。

その反対がコングロマリット・ディスカウントである。一つの会社の中に成長性の高い事業と成長性の低い事業が並存している。一般的には成長性が低いのは既存の事業の方である。そしてその会社については、一般の投資家は成長性の低い方に軸足を置いて考えがちである。成長性が低い事業は将来への期待収益率が低いので株価も低くなる。これがコングロマリット・ディスカウントといわれる市場における株価形成の一種の歪みである。成長性の高い事業の期待収益率が、企業の株価に公正に評価されていないのである。

例えばセブンイレブンとイトーヨーカ堂。セブンイレブンの時価総額は 12 兆円。セブンイレブン株の 50.7%を保有する（つまり約 6 兆円の時価総額を保有する）親会社のイトーヨーカ堂の時価総額は 4 兆円である。

ソフトバンクが 3 重構造のホールディング・カンパニー制度をとって話題になった。中間持ち株会社をつくり、その中間持ち株会社の株式を公開したのである。上場による市場の期待感を 2 重、3 重に計上し、株価を形成しようとする意図が見える。

株価形成の非合理性からくる以上のような現象は、日本の決算が単独決算に基いてきたことと関係がある。商法、税法、証券取引法も単独決算ベースが主体とした開示を要求してきたから、企業グループ全体の情報がきちんと市場に伝えてこなかったのである。

今年の 3 月からは本格的に連結主体の開示制度がスタートした。これがうまく定着してくれば、投資家にとってもより正確なものが伝わり、株価形成がより合理的なものになっていくのではないかと期待される。が、それでコングロマリット・ディスカウントやバブルが完全に解消されるとは思っていない。矛盾は残るであろう。

大槻裕志： 子会社が親会社の強すぎる統制のせいで十分に企業価値を高めることができない現象を、私はコントロール・ディスカウントと呼んでいる。

自らマネジメントできない子会社の事業をマネジメントしているせいで、本当は子会社がもっといきいきとの伸びるところを統制過多で、あるいは親会社が本当の意味で投資のタイミングを理解していないせいで成長の機会を潰している。子会社を上場するということは、親会社の統制から子会社を解放してやる。子会社が積極的に伸びていく道をつくっているという側面をもっている。どういうふうに親会社と子会社の関係をつくるのがグループ外との競争上望ましいのか、という検討過程が重要になる。親子の同時上場の状態を解消し、株式交換で完全子会社化していく流れが強まっていくであろう。だが、経営権を段階的に手放していく意思をもてるのであれば、子会社上場も依然として有力な選択肢となる。

グループ・マネジメントの基本方針として、まず子会社に対して、集権でいくのか、分権でいくのか。純血でいくのか、混血でいくのかを、意思として固める。

日本はコントロールを優先するためにおとなしい子会社をつくってしまう傾向が強かった。これから事業はますます難しくなる。今までやってきた事業で育ってきた親会社の経営者が、新しい事業で伸びていこうとしている子会社をダイレクトにコントロールすることは難しい。

シリコンバレーのベンチャー企業の事業家が、外から優れた大企業のCEO経験者をトップにスカウトして成功した例がある。親会社からこのタイプの優れたトップを送ることができれば、力を発揮することもあるかもしれない。しかし彼は経営的視点から事業を支援する立場にある経営管理者である。自分が事業そのものに踏み込んでアクセルを踏み、ハンドルを切ることは相当困難なはずである。

子会社上場の意思決定のために重要なのは、子会社上場後の発展構想と連携構想をきちんと描いてみることだ。子会社が上場企業になるのは、独立した意思をもつ企業になることを意味する。統制ではなく新しい機能的な連携関係を築いていく姿勢で臨むべきである。