

# 「株式」 Part 2

が会社をがらがらぼんする

## 「寫が寫を生む」 子に追い越された親会社の 株主利益は軽視されている

丹羽・伊藤忠商事社長（上）  
と宮津・NTT社長



### 親子上場の問題点

大企業の経営者が流行り言葉のように「株主重視」を唱え始めたが、株主重視の本質をわかっている経営者は意外に少ない。

株主軽視の一つの象徴が「親子上場」ではないか。NTT、日立、東芝、トヨタなどの例を思い浮かべてもらうといいが、わが国では子会社の株式公開がごく自然に行われてきた。証券取引所も、従来は子会社が親会社との取引に依存する割合が七

いま、株主軽視型の親子上場が横行している。伊藤忠商事やNTTの株主は、もっと怒っていいはずだ。

たかひこ 孝彦  
かのう 加納  
(公認会計士)

〇%以下であることなどを条件に、子会社の上場を認めてきた。

しかし、これを株価の面から捉えると大きな矛盾が生じてくる。昨年一二月に上場した伊藤忠テクノサイエンス（CTC）は五万五六〇〇円の初値がつき、時価総額は一兆一四〇〇億円だった。同社株式を九九%以上（現在は八三%弱）保有していた親会社の伊藤忠商事の八一五〇億円をはるかに上回るものだった。これを理論上考えると、公開時、伊藤忠は市場価格で一兆一四〇〇億円の子会社をこれまで持っていたわけだ

から、手持ちのCTC株全株を売ると、伊藤忠にはほぼ一兆一四〇〇億円の現金が入ることになる。にもかかわらず伊藤忠の時価総額は八一五〇億円ではないということ、親会社の価値はマイナスということになる。これは親会社経営陣の自己否定につながるはしないだろうか。

こうした論理上の矛盾がないように、アメリカでは「親子上場」というものがない。それは、一〇〇%子会社が公開した瞬間においては、子会社の時価総額が親会社の時価総額を上回ることとは本来あるはずがな

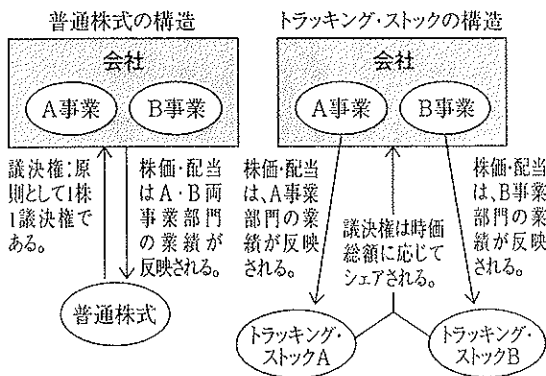
い、という論理上の計算に基づく決まりごとだった。

ところが、アメリカ流の論理的思考を持ち合わせなかった日本では、一定規模に成長した子会社をどんどん株式公開させた。その結果、親会社の株主の利益がいちじるしく侵害されるといふ事態が生じている。例えばNTTとドコモでは、いまドコモのほうが時価総額が高い。一方、現状の株価に不満をもつNTTの株主は多い。こういう場合、アメリカの株主ならば、子会社のドコモが公開するとき、同株そのものを配当として要求するか、NTT株をドコモ株と交換してくれと言うだろう。ところが日本で現実起きたことは、ドコモという儲かる子会社の上場によってNTTが資金を調達した、ということだった。

ローソンが今夏にも上場を予定している。ところが親会社のダイエーの株主は、ローソンの上場で何の利益も得ない。ローソン株放出による資金調達で、ダイエーの巨額の債務が若干減るだけだろう。

以前は子会社が親会社の株価を抜くことは考えられなかったが、今で

図 普通株式とトラッキング・ストックの構造の違い



(出所)『商事法務』(99.9.5号)

はイトーヨーカ堂とセブン・イレブンなど、数多くの企業グループで親子逆転が起きている。

突き詰めて考えると、子会社の株価が親会社の株価を上回っている場合、親会社の株主は、子会社を100%子会社のままにして公開させず配当するか、アメリカのように子会社株式そのものを親会社の株主に分配することを要求していいのかもしれない。また親会社の経営陣もその要求に応えなくてはならない。こうしたアメリカ流の考え方を導入しようとしているのが現在、国会で審議されている商法の会社分割法案だ。

### トラッキング・ストックが注目される理由

こうした矛盾に気づいてかどうか、今、経済界を中心に、特定の事業部門を疑似会社に見立てて、その疑似会社の株式「トラッキング・ストック (Tracking Stock) (TS)」の発行を解禁しようという機運が高まっている。この制度が導入されれば、成長性の高い事業部門を分社化したり分割して切り離さなくても、TSの発行・公開によって資金調達もできるし、企業全体の価値を高めることもできる。また、親会社が子会社の業績に連動したTSを発行することもできる。

株式交換により上場子会社三社を一〇〇%子会社としたソニーを例にとると、ソニー・ミュージックエンタテインメントの業績にのみ配当・株価が左右される株式 (TS) を、親会社であるソニーが発行できるというものである。

アメリカの企業経営は連結経営であり、一つのグループで一つの株価をもつ。ところがグループ内には事業部門が多数あるため、急成長して

いる部門があってもその他の成熟部門の低業績のなかに埋没して、総体としての株価が過小評価される「コングロマリット・ディスカウント」という現象が生じた。そこで多くの企業が手掛けたのはスピノフ (事業の分離・独立) だった。これは、株主の立場から見れば、NTTが株主に対して「ドコモを分離独立させるが、NTT株を持ちたいか、ドコモ株を持ちたいか」と聞いて、ドコモ株を希望する人にはそれを配分したうえで分離、独立させることだ。

このスピノフによって、親会社は経営の効率化ができるし、分離独立した企業は専門分野に集中して迅速な意思決定を図れるというメリットがあった。ところが、この手法だと優良子会社の株式を親会社が手放すことになる。

そこで完全に支配したままで株主に報いる、もしくは資金調達をすることができるTSが注目されているのだ。このTSの発行は、一六年前にGMがロス・ペロー率いるエレクトロニック・データ・システム (EDS) を株式交換によって買収する際に用いたのが最初である。ロス・

ペローらEDSの大株主兼経営陣は、株式交換によりGMの株式を取得し、EDSはGMの子会社となるが、彼らが得た株式の価値はGMの業績ではなく、EDS自体の業績に連動した。このことを人事政策の観点から見ると、対象部門の社員にTSやそのストックオプションを付与すれば、業績に連動してTS価格も上がるので、成果主義の報酬制度として活用することができる。

TSは、成長性のある事業部門を親会社のなかにとどめておけるし、損益通算も当然できるため連結納税を考慮せずに済み、大企業経営者の熱い視線を集めている。政府・自民党も来年の施行を目指して検討中と聞く。株主にとっても問題含みの「親子上場」より、TSのほうがメリットのある制度だ。導入時には、親子上場を解消するために、グループ上場子会社はいったん株式交換により非公開にされ、その後、TSの発行が急増するだろう。

「株主重視」を軽々に言うとは、株主の逆襲に遭うかもしれないことを、世の経営者は肝に銘じてほしい。

(談)

