

# 上場子会社の財務戦略とコーポレート・ガバナンス

一橋大学大学院生 涂 琛

一橋大学 小西 大

## 要旨

親子上場とは親会社とその傘下の子会社がともに上場している状態を指す。近年親子上場は減少傾向にあるが、依然として2015年時点に全上場企業の約8%を占めており、そのプレゼンスは大きい。アメリカにおいてもエクイティ・カーブアウトによる親子上場は存在するが、それはスピンオフや子会社化に先立つ過渡的な状態であり、長期間に亘って子会社が上場し続けることはまれである。一方日本では、子会社が長期継続的に上場し続ける点に特徴があり、親会社による支配構造が子会社の少数株主の利益を損なっている可能性がかねてから指摘されてきた。

こうした状況を鑑み、本稿は上場子会社の財務戦略に焦点を当て、親会社による支配構造が子会社のコーポレート・ガバナンスに与える影響、特に少数株主に対する利益相反の有無について実証的に分析する。具体的には、2005～2015年の全上場企業（金融等規制産業は除く）を対象に、上場子会社と独立会社における利益還元と現金保有の決定要因について分析を行う。分析の結果、上場子会社は独立会社に比べて利益還元・現金保有のいずれも少ないことが確認された。この結果は、様々な利益還元・現金保有の定義及び分析手法に対して頑健である。しかし、上場子会社において問題視されている関係会社預け金及び関係会社貸付金を加えた広義の現金保有について分析すると、上場子会社は独立会社に比べて現金保有が多いことが確認された。以上の分析結果は、一見上場子会社では手元資金が少ないために利益還元に対して消極的であるように見受けられるが、実際には手元資金を関係会社預け金・貸付金に配分するために配当原資が少なくなることが消極的利益還元の理由である可能性を示唆している。支配株主による少数株主の利益搾取はしばしばトンネリング (tunneling) と言われるが、以上の結果は上場子会社において関係会社預け金・貸付金を通じたトンネリングが起きていることを示唆している。

キーワード：親子間取引、利益還元政策、現金保有