

同族経営の上場会社における上場維持と資本政策のポイント

弁護士 下尾 裕 / 弁護士 松本 拓 / 弁護士 小牧 俊

Contents

- 同族経営の上場会社を取り巻く環境
- 上場の維持に関する大局的視点
- 同族経営の上場会社のオーナー家における資本政策

1. 同族経営の上場会社を取り巻く環境

本ニュースレターでは、同族経営の上場会社がオーナー家による安定的な経営の継続を前提に、①上場維持の要否及び②オーナー家の資本政策(特に株式信託制度の活用)について、昨今の社会状況を踏まえて検討し、最後に近時注目を集めつつあるファミリー・ガバナンスの枠組みに触れます。

日本には、創業家をはじめとするオーナー家を中心とした同族経営を行う上場会社が諸外国と比べても多く、長年にわたり日本経済を支えています。こうした同族経営の上場会社においては、非上場の同族会社に類似した特徴、すなわち、①所有と経営が相当程度一致しており、資本政策(株式等の承継・集約)がオーナー家及び上場会社共通の重要課題である、②オーナー家一族が役員や従業員として勤務しているという特徴があり、一族間での紛争が委任状争奪戦(プロキシファイト)などの経営権争い¹や労使紛争といった形で、上場会社に持ち込まれることがあります。

一方で、同族経営であっても、上場会社として、他の株主・投資家・取引先・債権者・従業員などの多様なステークホルダーの利益を十分に踏まえたコーポレートガバナンスが求められます。そして、多様なステークホルダー間の緊張関係の中、短期的な業績を追求しがちになるなど、経営の自由度を制限する側面があります。また、近時は、コーポレートガバナンス強化の観点から、上場会社に対して課される金融商品取引法(以下「金商法」といいます。)や証券取引所の上場規則による規制が厳格化されるなど、上場維持に係るコストは増大傾向にあります。このような中、昨今、MBO(マネジメント・バイアウト)を実行する上場会社も複数存在しております。

以上のような昨今の環境に加え、新型コロナウイルスの蔓延により経営環境が激変する中で、同族経営の上場会社において、事業の継続性・発展性と適切な経営者の確保という観点から、特に①上場の維持の要否及び②オーナー家の資本政策について、再考する時期に来ているように思われます。

¹ 特に、経営陣がオーナー家以外から選出されている上場会社では、両者の意向に齟齬が生じ紛争になる場合も想定されます(近時、オーナー家による上場会社に対する「敵対的買収」が仕掛けられたケースも見られます。)

2. 上場の維持に関する大局的視点

同族経営の上場会社においては、過去のある時点で相応の合理的な理由に基づき上場を果たしたことは疑うべくもありません。しかし、昨今の東証再編等²の流れの中で、事業の継続性・発展性のために真に上場を維持する意義があるのか、上場・非上場それぞれのメリット(デメリット)を踏まえ検討する必要があります。主要な上場・非上場のメリットを整理すると以下の表のとおりです³。

上場維持のメリット	非上場化のメリット
① 増資等によるエクイティでの資金調達が相対的に容易になる	① 金商法や証券取引所の上場規則による規制の厳格化を踏まえた上場維持のための管理コストを削減することができる
② 対外的信用が高まり、営業面や従業員雇用との関係で有利になる場合がある	② 一般株主対策が不要となり、配当性向や株価といった短期的な指標ではなく、長期的な視野に立脚した経営が可能となる
③ 上場会社に求められるガバナンス・コンプライアンスを通じて、客観性ある経営管理体制を維持することができる	③ 敵対的買収のリスクを排除することができる

なお、非上場後、経営の刷新を図り数年後に再上場するといった選択肢も考えられます。この場合、非上場期間中の経営が将来の再上場に悪影響を及ぼすことがないよう、事前の設計が重要になります。

3. 同族経営の上場会社のオーナー家における資本政策

(1) 同族経営の上場会社の資本政策の特徴

上記の検討を踏まえて上場維持を前提とすると、同族経営の上場会社の資本政策は、上場会社本体及びオーナー家に加えて、その他の株主、取引先・債権者等のステークホルダーにも重大な影響を及ぼすものであり、広範かつ多面的な検討が必要となります。そのため、その実施にあたっては、ビジネス・M&A・キャピタルマーケット・財務・税務・相続等に精通した専門家のサポートが重要になります。

特に、同族経営の上場会社においては、上場会社及びオーナー家双方において、どのように株式を含む資産をオーナー家の後継者に承継していくか、という視点が重要になります。本来、資産承継は、上場会社とは切り離された相続等の問題であり、上場会社側では直接コントロールできない事情です。しかし、相続人間の平等をベースとする日本の相続法制下においては、特に対策を講じなければ、株式を含む資産がオーナー家の相続により分散していくことになります。そのような事態は、オーナー家の下での安定的な経営の継続を妨げ、上場会社にとってのデメリットともなりえます。そのため、オーナー家においては、適宜上場会社と連携し、相続と上場会社の資本政策の問題を関連付けて取り組んでいくことが望ましいと言えます。

(2) 分散した株式の集約方法(株式信託制度の活用)

一例として、同族経営の上場会社において、複数回の相続を経て、オーナー家の関係者に株式が分散している場合、後継者が安定的な経営を継続できるだけの議決権を確保するために、法務・税務等の視点を踏まえてどのように対応することが考えられるか、以下でご説明いたします。

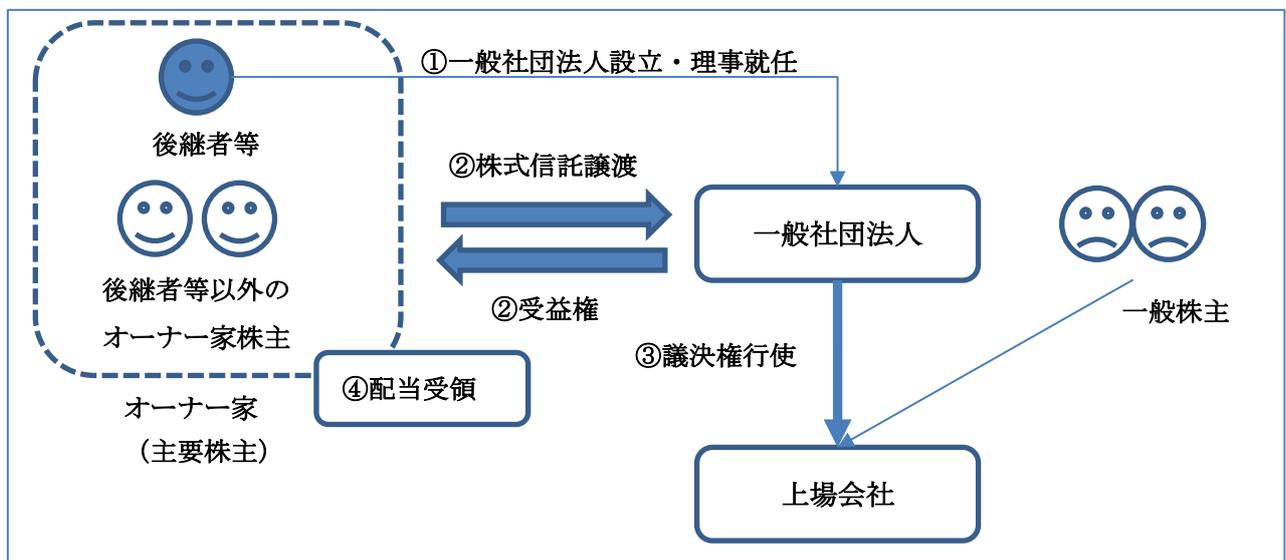
² 2020年2月21日「新上場区分の概要等について」(株式会社東京証券取引所)

<https://www.jpx.co.jp/equities/improvements/market-structure/nlsgeu000003pd3t-att/nlsgeu000004kjh.pdf>

³ 但し、上場・非上場のメリット(デメリット)は各社の置かれている状況そのほかの経営上の様々な要素に左右されるものであり、慎重な判断が求められます。

まず想起されるのは、後継者において株式を集約するために、後継者又はその資産管理会社等（以下「後継者等」といいます。）がオーナー家の関係者から株式を買い取ることです。しかし、そのためには後継者サイドにおいて、相当額の買取資金を確保する必要があります。また、オーナー家の関係者は、相続のみにより株式を承継していることが多く、その場合、株式譲渡の譲渡益を計算する基礎となる株式の取得価格は（多くは上場前の）株式発行時の発行価格であることから、特に、株式の価値が相当に高まっている上場会社の株式を譲渡すると、その保有者であるオーナー家の関係者に大きな譲渡益課税が発生します。

こうした問題を解決する一つの手段として、オーナー家の関係者の保有株式を信託財産とする信託制度を活用して、上記の買取資金の問題と課税の問題を回避しつつ、特定の後継者等に議決権を集約するスキームが考えられます。具体的には、オーナー家の関係者の保有する株式を一般社団法人その他の団体に信託譲渡し、議決権の行使は後継者等の意向を踏まえた当該受託者が行いつつ、オーナー家の関係者は受益権者として、株式から生じる配当等を受領していくという方法です。



上記一般社団法人を用いた議決権集約の仕組みのポイントは主に以下のとおりです。

- ① 株式信託を用いることで、議決権を一般社団法人、配当受領権を受益権としてオーナー家の関係者にそれぞれ帰属するよう切り離すことができ、（後継者等の意向を踏まえた）一般社団法人の意思のみで議決権が行使できるようになる。
- ② 株主が保有株式を信託譲渡したとしても、資金決済は生じず、かつ、税法上の評価としては、受益権を保有している限りは、譲渡していないものと評価されることから、譲渡益課税の問題も発生しない。
- ③ 一般社団法人には持分がないことから、以後、後継者に相続が発生したとしても、受益権のみが遺産分割の対象になり、一般社団法人の議決権行使には影響しない。

このスキームを実現しようとした場合、以下のとおり、一般社団法人が信託業を行っているともみなされないか、株式の信託契約が有効に成立しているかといった高度な法務面の検討が必要になります。さらに、上場会社として、金商法における公開買付け規制やインサイダー取引規制・開示規制との関係を検討する必要があります⁴。

⁴ こうしたスキームの発展形として、一般社団法人の代わりに海外の事業体を用い、さらには海外の信託を活用するケースも想定されますが、その場合には、その設計如何により、海外の法制に加え、日本におけるインバージョン対策税制やタックスヘイブン税制、さらには国外転出時課税制度等にも配慮する必要があり、法務・税務両面からの慎重な検討が必要になります。

法務面からの検討事項の一例	
信託業該当性	一般社団法人の株式信託の受託が「信託業」 ⁵ に該当する場合、内閣総理大臣に免許又は登録を受ける必要があり、手続きが煩雑になるため、プランニングの際には、一般社団法人の定款や報酬の定め方などに留意する必要があります。
信託契約の有効性	信託契約については、委託者の権利に配慮しなければ契約が無効になるリスクがあり、この点を踏まえた、契約書の作成等が求められます。
上場会社における検討事項の一例	
公開買付け規制	上場株式を信託譲渡する場合、金商法上の「買付け等」に該当し、公開買付けを義務づけられる場合があります ⁶ 。公開買付けを行う場合は、様々な情報を開示する必要がありコストも多大になるため、合理的に可能な限り公開買付けに該当しない方向で上記のプランニングを行う必要があります。
インサイダー取引規制	信託契約を締結し株式を引き受ける際には、インサイダー取引規制に留意する必要があります。特に役員 の地位にあるオーナー家が一般社団法人に対して株式を信託譲渡する場合、上場株式の所有権が受託者に移転するため、「売買その他の有償の譲渡若しくは譲受け」 ⁷ に該当し、インサイダー取引規制に抵触する可能性があります。実務的な対応としては、当該事実が公表された後に信託譲渡を実行するか、その公表前に実行したいという場合は、インサイダー取引規制の適用除外取引である、所謂クロクロ取引(重要事実を知っている者同士の市場外取引又は公開買付け等の実施に関する事実を知っている者同士の市場外取引)のいずれかの利用を検討する必要があります ⁸ 、契約書の条項の定め方を工夫する必要があります。
開示規制	スキームを実行する際に、オーナー家・一般社団法人において変更報告書・大量報告書、上場会社において臨時報告書の提出・適時開示が必要になる可能性があります。

(3) オーナー家を束ねるルールとしてのファミリー・ガバナンス

上記の一般社団法人スキームを用いる場合でも、例えば、オーナー家から選出された一般社団法人の複数の理事の間で意見が対立すると、議決権行使に影響を及ぼす可能性があります。また、後継者のみが絶対的な権限を有することで、反発した親族が企業や後継者に紛争を持ち込むなどのリスクがあります。

こうした問題を解決するため、近年、海外のファミリー企業の統治機構(ファミリー・ガバナンス)を参考に、オーナー家で構成された統治組織を作り、憲章等の形で一定のルールを定めることにより、オーナー家、ひいては企業の統治を行うあり方が提唱されています。上記一般社団法人のケースを例にとれば、一般社団法人の理事会を統治機構として、設立時以降の議決権行使に関する方針及び一定の経営者選定基準を設定し、これに沿った議決権行使、さらには後継者を選定する仕組みを設計することが考えられます。

ファミリー・ガバナンスの考え方は、日本とは異なる法制度・価値観の下で形成されてきたもので、採用する日本企業は未だ少数です。しかし、上場・非上場を問わず同族経営の会社が多い日本において、適切なガバナンス体制のもとで安定的な経営を継続するため、今後普及していくことも見込まれます。

⁵ 信託業とは、信託の引受けを行う営業をいいます(信託業法2条1項)

⁶ 「買付け等」とは、株券等の買付けその他の有償の譲受け(これに類するものとして政令で定めるものを含む。)をいいます(金商法第27条の2第1項柱書)。

⁷ 金商法166条第1項柱書

⁸ 金商法166条第6項第7号、同第5項第7号

-
- 本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供であり、具体的な法的アドバイスではありません。お問い合わせ等ございましたら、下記弁護士までご遠慮なくご連絡下さいますよう、お願いいたします。

 - 本ニュースレターの執筆者は、以下のとおりです。
 - 弁護士 下尾 裕(yutaka.shimoo@amt-law.com)
 - 弁護士 松本 拓(taku.matsumoto@amt-law.com)
 - 弁護士 小牧 俊(shun.komaki@amt-law.com)

 - ニュースレターの配信停止をご希望の場合には、お手数ですが、[お問い合わせ](#)にてお手続き下さいますようお願いいたします。

 - ニュースレターのバックナンバーは、[こちら](#)にてご覧いただけます。