

機関投資家視点での問題意識

第2回 従属上場会社における少数株主保護の在り方等に関する研究会

2020年1月27日(月) 18:00-20:00

三瓶 裕喜
ヘッド オブ エンゲージメント

フィデリティ投信株式会社

機関投資家視点での問題意識

- 親会社・従属上場会社：
経営執行（オペレーション）上のシナジー、
選択肢・自由度
- 親会社・従属上場会社：
従属上場会社の少数株主との
利益相反監督
- 従属上場会社の意思決定者・コミットメントが不明確
- わかりにくい企業構造
- バリュエーション（企業価値評価）上の問題
- 株主資本コストの上昇、資本市場の効率低下、経済活性化への負担

上場子会社等を持つ親会社の株主価値評価について

▪ DCF

$$\begin{aligned} & \text{既存連結事業から創出されるキャッシュフロー現在価値} \leftarrow \\ + & \text{今後の追加資本投下から創出されるキャッシュフロー現在価値} \leftarrow \\ + & \text{持分法適用関連会社の公正価値} \leftarrow \\ \hline & = \text{EV} \\ - & \text{負債} \\ - & \text{非支配持分} \\ \hline & = \text{株主価値} \end{aligned}$$

100%未満
の連結子会
社はどちら
に分類すべ
きか

▪ Sum of The Parts (SOTP)

{各事業セグメントEBITDA × 各同業他社EV/EBITDA倍率}の合計 × コングロマリット割引 = EV

▪ P/E

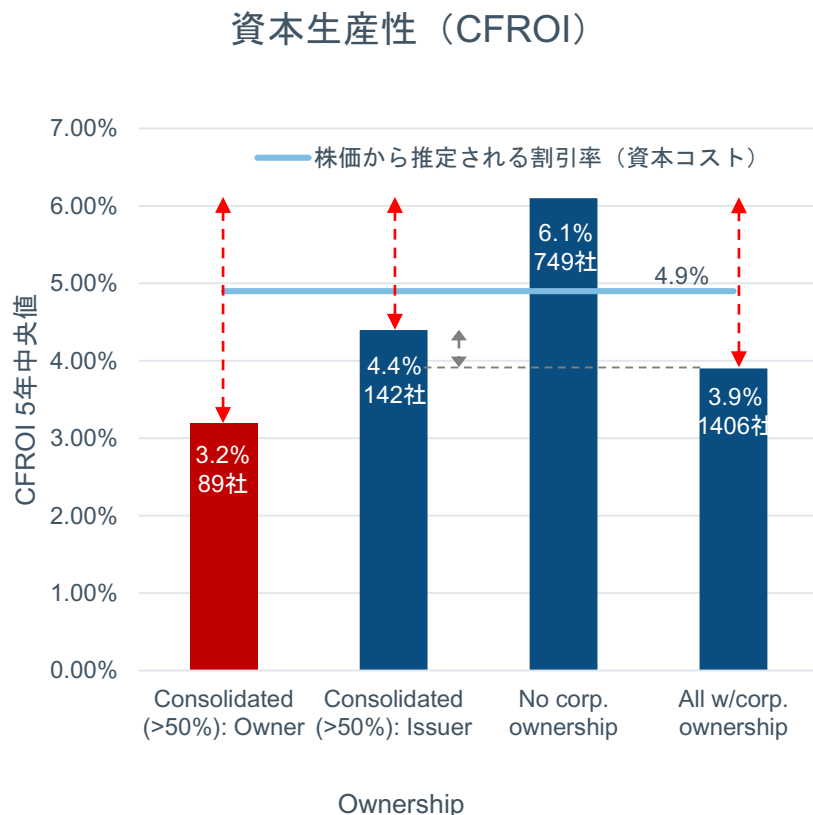
EPS × P/E(成長、投資回収、可能性、達成力) = 株価

出所: 筆者作成

親子上場の矛盾(事業シナジー追求と利益相反管理)は非効率

企業株主のいない企業のCFROI(キャッシュフローベースの投下資本利益率)が優位

対象 2,155社



時価総額 100億円以上、企業株主保有比率1%以上

図表 18: 発行体と株主の特徴: 規模と範囲

| Line | Ownership Type | # | Issuers | | | Owners | | |
|--------------|---------------------------|-----------------------------|-----------------------------|----------------------------|---------|--------|----------------------------|-----------------|
| | | | Value Owned (JPY, billions) | Market Cap (JPY, billions) | % Owned | # | Market Cap (JPY, billions) | % of Market Cap |
| [A] | Consolidated (>50%) | 142 | 19,024 | 33,423 | 57% | 89 | 116,564 | 16% |
| [B] | Equity affiliate (20-50%) | 204 | 8,727 | 28,997 | 30% | 122 | 159,778 | 5% |
| [C]: [A]+[B] | Materially owned (>20%) | 344 | 27,751 | 62,363 | 44% | 178 | 207,700 | 13% |
| [D] | Investment (<20%) | 1,233 | 25,526 | 237,329 | 11% | 897 | 428,117 | 6% |
| [E]: [C]+[D] | All w/ corp. ownership | 1,406 | 53,277 | 274,046 | 19% | 927 | 443,291 | 12% |
| [F] | No corp. ownership | 749 | N/A | 263,949 | N/A | | | |
| [G]: [E]+[F] | All companies in study | 2,155 | 53,277 | 559,414 | 10% | | | |
| | | Total # of company pairs | 3,557 | | | | | |
| | | Of which cross-shareholders | 252 | | | | | |

注: 各行の数値の総和は必ずしも合計と一致しない。
出所: 会社資料、HOLT、the BLOOMBERG PROFESSIONAL™ service

出所: クレディスイス証券 日本株式市場レポート「少数持ち分再編のフレームワーク」(2019年3月19日発行)の分析データより筆者作成

出所: クレディスイス証券 日本株式市場レポート「少数持ち分再編のフレームワーク」(2019年3月19日発行)

上場子会社問題

経営の選択肢(平時) VS 少数株主保護(有事)、支配権と経済的利益の不一致

上場会社が支配株主の場合

| | 上場子会社肯定論 | 上場子会社否定論 |
|----|--|---|
| 平時 | <ul style="list-style-type: none">親会社との事業シナジー資本業務提携の第一段階段階的事業譲渡投資理由の明確さ（ピュアプレー） | <ul style="list-style-type: none">子会社経営陣の責任と裁量で経営されていないことによるディスカウント経営支配権と経済的利益の不一致 |
| 有事 | <ul style="list-style-type: none">親会社に有利な価格での買収・完全子会社化親会社主導の子会社事業の統廃合 | <ul style="list-style-type: none">情報の非対称性を利用した親会社による不公正取引親会社と子会社間での合意なき事業の統廃合 |

- 「公正なM&Aの在り方に関する指針」および、改正会社法による社外取締役を置くことの義務付けの実効性を高めるために、①取引所主導でCGコード原則4-14.取締役・監査役のトレーニングを通じて浸透を図る、②取引所規則にて、改正会社法で義務付ける社外取締役を独立社外取締役と規定する、などの方策が必要ではないか。
- 上場子会社の取締役会に加え支配株主は「上場子会社の少数株主利益の確保」に関し責任を果たすべきと考える。したがって、親会社に他の株主に対する信認義務を課し、損害を被った少数株主が実際に救済される枠組みを構築することが重要ではないか。

重要事項

- 当資料は、信頼できる情報をもとにフィデリティ投信が作成しておりますが、データの正確性・完全性について当社が責任を負うものではありません。
- 当資料に記載の情報は、作成時点のものであり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。また、いずれも将来の傾向、数値、運用結果等を保証もしくは示唆するものではありません。
- 当資料にかかわる一切の権利は引用部分を除き当社に属し、いかなる目的であれ当資料の一部又は全部の無断での使用・複製は固くお断りいたします。