

## 資料 3

## 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 ～投資家が期待するグループ経営～

---

東京海上アセットマネジメント株式会社

2020年1月27日 ESGスペシャリスト  
菊池 勝也

当資料は、東京海上アセットマネジメント株式会社が情報提供を目的として作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当資料の中で記載されている内容等は作成時点のものであり、将来の成果を示唆・保証するものではなく、また今後予告なく変更されることがあります。当資料の意見に関わる部分については、作成者個人の見解であり、作成者の所属する東京海上アセットマネジメント株式会社の見解を示すものではありません。当資料の全部もしくは一部を第三者へ交付することはご遠慮ください。

1. グループ経営をどうみるか

2. 親子上場の課題

3. グループ経営と親子上場について

# 1.グループ経営をどうみるか①

グループ経営において最重要論点と思われる事業ポートフォリオについては、その見直しについて多くの言及あり

## 1.コーポレートガバナンス・コード改訂の際

日本企業においては、**事業ポートフォリオの見直し**が必ずしも十分に行われていないとの指摘があるが、その背景として、経営陣の資本コストに対する意識が未だ不十分であることが指摘されている。

こうした指摘を踏まえ、**事業ポートフォリオの見直し**などの果敢な経営判断が重要であることや、そうした経営判断を行っていくために、自社の資本コストを的確に把握すべきことを明確化する必要があると考えられる。

(出所:金融庁「コーポレートガバナンス・コードの改訂と投資家と企業の対話ガイドラインの策定について」(2018))

## 2.経済同友会の提言

**事業の新陳代謝**を阻害する経営者の「心の内なる岩盤」

**低収益事業の切り出し(カーブアウト)**が行われない最大の要因は、これを躊躇する経営者の「心の内なる岩盤」にあり、具体的には以下のような考え・行動。

- ☑ 経営ビジョンや長期戦略、それらを踏まえた客観的基準に基づき、コア事業とノンコア事業を見極めておらず、すべての事業をコア事業として考える。
- ☑ 経営ビジョンとの合致や事業の成長性についての精査を行うことなく、研究開発投資が続けられる。
- ☑ 「選択と集中」までは行うが、選択から外れた事業も抱え込む。
- ☑ 従業員を路頭に迷わすことは経営者としてすべきではなく、雇用し続けることを美德とする。
- ☑ 十分な経営資源を投入できない事業は子会社化し、赤字決算にならない限りグループ内に温存する。ただし、こうした子会社には、親会社より低い賃金水準の報酬制度が適用される。
- ☑ 事業売却、子会社売却は悪しきことであり、内外からの批判を恐れる。

(出所:経済同友会「**収益力を強化する事業組換えの実践**」要約(2016))

# 1.グループ経営をどうみるか②

## コングロマリット・プレミアムは可能か

- ・事業ポートフォリオ見直しに対する信頼
- ・明確な「シナジー」の提示

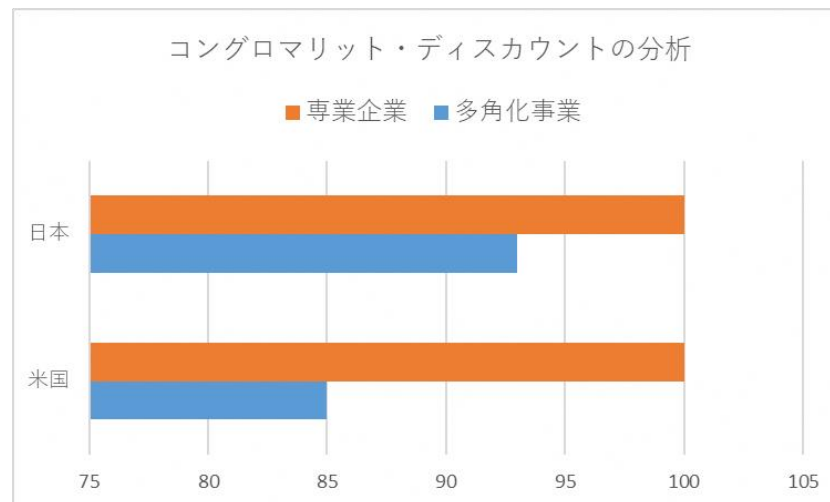


プレミアムの可能性

### 必要とする情報例

- ① どのような価値を生み出す会社なのか(ありがたい姿、あるべき姿など)
- ② 各事業に対する資本配分(どの事業でリスクテイクするのかを明確化)
- ③ 各事業における設備、人といったリソースの状況
- ④ 事業ポートフォリオのモニタリング手法
- ⑤ 事業ポートフォリオの見直しに関する基本方針 など

コングロマリット・ディスカウントの現実を勘案すると、コングロマリット・プレミアムを生むための情報(実績を含む)は、質的にも量的にも高レベルのものが求められる。



(出所: 経済産業省「ファンドに係るインベストメントチェーンの高度化を通じた我が国企業の産業競争力強化に関する調査研究」)

日本の分析: 牛島(2015)、米国の分析: Berger and Ofek(1995)

## 2.親子上場の課題

- ✓ 親子の定義
  - 持分法適用会社の中には「代表」が親会社出身の会社も存在
- ✓ グループとしての経営戦略
  - ・全体最適と部分最適
  - ・遠心と求心
    - グループ中心から「遠心」なのか「求心」なのか方向感がない
    - (例)
    - 下記のような、方向感があり親子上場が過渡的なものであることがイメージできることが重要
    - 遠心: インキュベート段階にある企業を上場したが、一定期間の内にスピンオフ(アウト)
    - 求心: 上場企業を買収し、統合の過程では買収先の上場を維持する
- ✓ コングロマリットディスカウントの解消・改善
  - 上場親会社、上場子会社ともにPBR1倍割れのケースも存在
- ✓ 制度面の整備
  - スピンオフ税制(2017年度税制改正で導入)の活用は1社
- ✓ グループキャッシュマネジメント
  - 子会社から親会社に対する預け金や貸付金

## 3.グループ経営と親子上場について

親子上場が内包する課題を勘案すると、情報開示や経営体制について付加的な責任が生じることは自然の流れと考えられる。「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」(経済産業省)などにより、利益相反リスクや子会社の独立性確保等の論点は一定程度整理されたと考えるが、追加的には下記の点について議論が必要と考える。

### 1. 「グループ経営」に関する情報発信の強化

### 2. 東証による監督機能の強化

上場後の「独立性審査」の必要性について検討の価値があるのでは。

### 3. ‘Majority of Minority’ について

コーポレートガバナンス・コードには「株主の権利の確保」として下記の内容が明記されている。

少数株主の投じた票の「相当数」が、親会社の投じた票に反するものであった場合には、親会社に対して、補充原則1-1①と同様の対応を求めることが考えられるのでは。

コーポレートガバナンス・コード 原則1-1 株主の権利の確保

補充原則

1-1① 取締役会は、株主総会において可決には至ったものの相当数の反対票が投じられた会社提案議案があったと認めるときは、反対の理由や反対票が多くなった原因の分析を行い、株主との対話その他の対応の要否について検討を行うべきである。