

雑誌 > 日経ビジネス2017年5月15日号

時事深層

前の記事 次の記事

INDUSTRY

ファンドが暴いた「財布」の中身
パナソニックと東芝が相次ぎ戦略修正

日経ビジネス2017年5月15日号目次

海外ファンドが国内電機大手に物言いを付けた。標的は子会社から親会社への「預け金」だ。パナソニックは上場子会社の完全子会社化の方法を改め、東芝子会社は預け金を引き揚げた。これまで問題視されてこなかった「財布」だが、今後は株主への説明が求められるようだ。

「少数株主はパナソニックの提案に応じるべきではない」

香港に本社を置く投資ファンド、オアシス・マネジメントのセス・フィッシャーCIO（最高投資責任者）は、パナソニックが4月21日に発表したパナホームの完全子会社化に向けたTOB（株式公開買い付け）提案へ反対意見を掲げる。任天堂や京セラに対して要求を突きつけてきた“物言う株主”が、パナホーム株の54%を保有するパナソニックに対し対決姿勢を強めている。



(写真=Bloomberg/Getty Images)

「預け金が株安の原因」

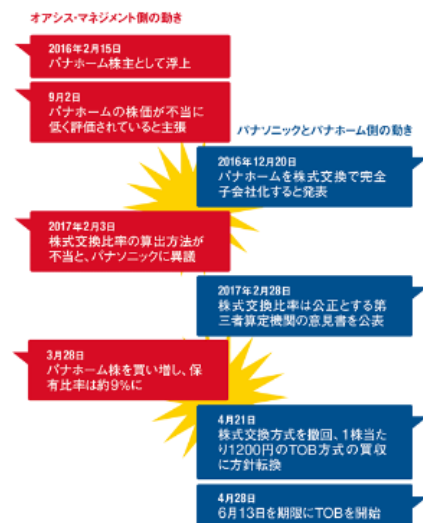
パナソニックは昨年12月、株式交換によってパナホームを完全子会社化すると発表。当初はパナホーム株1株に対しパナソニック株0.8株を割り当てる計画だった。発表時の両社の株価で換算すると、約16%のプレミアムが上乗せされていたことになる。

4月に発表されたTOB価格は1200円で、昨年12月時点の株価に対し約1.4倍のプレミアムを付けた。パナソニックの買い付け総額は約923億円と、株式交換時に比べ約150億円の負担増を強いられる。

だが、フィッシャー氏は反対姿勢を崩さない。パナホームの有価証券報告書に記載されている“ある項目”が、高止まりしているからだ。「関係会社預け金」（以下、預け金）である。

預け金とは文字通り、子会社が親会社に預けている資金を指す。企業グループが資金を一元管理するための仕組みで、複数の連結子会社を持つ多くの

オアシスが攻め、パナソニックは防戦
●パナホーム完全子会社化を巡る動き



検索

知は、力なり。日本経済新聞

日経ビジネス Digitalセットが 6月末まで 無料 春割 実施中!

日経ビジネス バックナンバー



PLUS カレンダー

2017年5月

Calendar for May 2017 showing days of the week and dates.

日経ビジネス 228,605 いいね! の数

このページに「いいね!」

シェア

友達20人が「いいね!」しました



別冊・書籍のご案内



なぜ「教えない授業」が学力を伸ばすのか

別冊一覧はこちらから

大企業が導入する。法的な問題はないが、親会社が子会社を都合の良い「財布」にしていると指摘もある。金融機関よりも低金利で借り入れられるだけでなく、担保なども融通が利くからだ。

オアシスが問題視したのはまさにこの点だ。パナホームからパナソニックへの預け金は2016年末時点で約740億円と、パナホームの純資産の47%を占める。「親会社に現金を取られ、成長投資に振り向けられていない。結果、株価が割安になっている」とオアシスのフィッシャー氏は主張する。



オアシス・マネジメントとは

2002年にセス・フィッシャー氏（写真）が設立した資産運用会社。本社は香港。



大学生の「今」が分かる日経ビジネス アカデミック・サポート・プログラム

日経ビジネスDigitalとは

日経ビジネスDigitalは、「PLUS」と「雑誌」にコンテンツを配信しています。機能やサービスについて、詳しくはご利用ガイドをご覧ください。

裏付けるように、パナホームの売上高営業利益率はここ数年、国内住宅大手を下回る3~4%台で推移する。オアシスは昨年来、預け金を自社株買いなどに振り向けるべきだと主張する一方で、パナホーム株の買い増しを続け、9%を保有する第2位株主となった。

これに対し、パナソニック側の対応は後手に回ったと言わざるを得ない。パナホームは今年2月に「株式交換比率は公正」という第三者機関の意見書を公表するも、4月にはTOBに賛同すると方針転換。パナソニックは「税制改正で現金を対価とするTOB方式でも税制上有益なことが判明した」と理由を説明するが、「オアシスの圧力に屈したのは誰の目にも明らか」（電機関連アナリスト）との指摘は多い。

フィッシャー氏は現在も「公正な株価は1954円」と強気の主張を崩さない。4月28日にはパナソニックに対抗してTOBを提案したという。パナホームの株主総会に向けて、もうひと波乱がありそうだ。

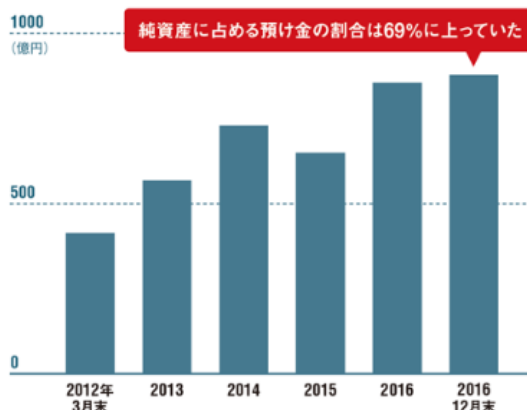
パナソニックだけではなく、東芝も子会社の預け金を指摘された一社だ。

無担保で東芝に資金融通

標的は東芝が6割の株式を保有する連結子会社、東芝プラントシステム。預け金は昨年12月末時点で878億円と、同社の純資産の7割近くに達する。

純資産の過半を東芝に“上納”

●東芝プラントシステムの「グループ預け金」の推移



[画像のクリックで拡大表示]

オアシスは東芝プラント株の4%を保有し、今年3月9日、親会社への預け入れの差し止めを求める仮処分を横浜地裁へ申請。東芝プラントは3月末までに預け金の全額を東芝から引き出した。「少数株主の利益確保には法的措置が必要だった」とフィッシャー氏は意義を強調する。経営危機に瀕している東芝に資金を預けるのは株主利益に反する、との主張だ。

オアシスは昨年以降、東芝プラントに対話を求めたが、納得できる返答が得られなかったという。特に非合理に映ったのは、預け金の貸し出し条件。「東芝の社債の利回りが8~10%なのに、東芝プラントは担保すら取らず約

1.2%の低金利で貸し付けていた」と、フィッシャー氏は本誌の取材に回答した。一方、東芝と東芝プラントは「コメントを差し控える」としている。

17年3月期に債務超過に陥った可能性が高い東芝にとって、低金利の資金調達先を失うのは頭が痛い話だろう。

預け金をきっかけに、物言う株主に振り回される国内電機大手。オアシスの声を無視できなかったのは、その主張が「正論」だったからに他ならない。

「子会社の役員は親会社の意向を気にしすぎる傾向がある」と、企業統治に詳しい牛島信弁護士は指摘する。親会社が有利な条件で資金を得られるなら、他の少数株主にも同様の権利が与えられるべきだろう。「（親会社への預け金が）許容できる範囲かどうか、社外取締役がしっかりと監視すべきだ」と説く。

パナソニックが完全子会社化の方式変更を発表したことで、パナホームの株価は跳ね上がった。その後もTOBを巡る思惑が交錯し、株価は1200円を上回る水準で推移する。

親子市場については以前から、株主間の利益相反が指摘されてきた。オアシスが提起した預け金の問題は、その一つの側面にすぎない。日本市場のゆがみに着目する物言う株主は、今後も猛威を振るいそうだ。

(庄司 容子、佐伯 真也、小笠原 啓)

日経ビジネス2017年5月15日号 12～13ページより



(写真=村田 和聡)



[前の記事](#)

[日経ビジネス2017年5月15日号目次](#)

[次の記事](#)

[日経ビジネス](#) :: [購読申し込み](#) | [無料お試し](#) | [有料会員の解約](#) | [お問い合わせ](#) | [利用規約](#) | [スマホ版](#)

| [日経ビジネスオンライン会員登録・メルマガ登録](#) | [広告ガイド](#) | [日経BP書店](#) |

| [著作権・リンクについて](#) | [個人情報保護方針/ネットにおける情報収集/個人情報の共同利用について](#) |

日経BP社

Copyright © 2011-2017 Nikkei Business Publications, Inc. All rights reserved.

このページに掲載されている記事・写真・図表などの無断転載を禁じます。著作権は日経BP社、またはその情報提供者に帰属します。掲載している情報は、記事執筆時点のものです。