

2

日本企業活性化のための再編戦略

小沼 靖 / 山本史門 / 河野俊明 / 岩垂好彦

日本での企業再編の多くは、多角化により失敗した不採算事業からの撤退である。欧米では、企業価値を最大化するために、非コア事業を分割してコア事業に集中し、経営効率を高める事例が最も多い。また、成長事業・成熟事業間の経営資源配分の適正化、キャッシュフローの性格が異なる事業の分割による経営構造改革、コングロマリット・ディスカウントの解消などを目的とする事例も多い。

特に、雇用慣行や法制度などの点で日本に類似した経営環境下にある欧州企業が、伝統的な事業にこだわらずに抜本的な企業再編を実施してきたことは、日本企業にとって示唆に富む。日本でも多角化・垂直統合型経営からコア事業集中型経営へ移行するための再編が求められ、そのためにスピンオフや子会社IPO（株式公開）などの分割スキームの戦略的活用が望まれる。

企業再編が進まない日本

1 抜本的な企業再編が求められる背景

主要企業のROA（総資産利益率）は、米国企業（S&P500社）は1990年代に15%超の水準を維持しているのに対し、日本企業（NRI400社）は92年以降5%を下回り、極めて低い水準で推移している。また、売上高経常利益率は、日本銀行の「国際比較統計」によると、1992年以降、米国は6%

超、ドイツは14%超となっているのに対し、日本は2%前後の低い水準にある。

欧米企業が相対的に高い水準の資産効率と業績を維持している要因の1つとして、図1と図2が示すように、1990年代にはM&A（合併・買収）および分割が積極的に活用され、事業の「選択と集中」が行われたことがあげられている。

一方、日本企業の資産効率と業績の低迷の大きな要因は、バブル期に展開したビジョンなき多角化の結果、不採算事業が多い

ことである。したがって、欧米企業の水準に近づくためには、M&Aおよび分割を積極的に活用した抜本的な企業再編が有効なステップとなる。

2 企業再編を阻害してきた 主な要因

日本において抜本的な企業再編が展開されてこなかったのは、主に次の3つの要因によると分析される。

第1に、日本の企業再編関連法制では手続き面や税務面の制約が多く、企業が弾力的な再編を行うのは困難だったことがあげられる。特に、合併手続きが煩雑であることや、株式交換制度、会社分割制度、持ち株会社制度および連結納税制度が欧米諸国並みに整備されていなかったことが問題であった。

第2の要因としては、日本特有の企業内部の意識・慣行が考えられる。多くの企業は、従業員の雇用とポスト創出のための受け皿確保の意味から、新規事業や分社戦略を推し進めてきた。その結果、コア事業とは全く無関係の事業や不採算事業を抱え、経営資源が効率的に配分されない事態に至った。近年、収益悪化の結果、企業再編の必要性が指摘され始めた。しかし、多くの日本企業は、従業員の安定雇用、伝統事業への固執、代理店・下請け取引先への配慮などの理由で再編を躊躇してきた。

第3の要因は、コーポレートガバナンス（企業の統治）が十分機能していないことである。日本企業は、安定株主対策として取引先（金融機関、系列取引先など）と株式持ち合いを行い、株式の過半が持ち合いになっている。そのため、収益性の低下に対してもチェック機能が弱くなっている。

図1 国・地域別のM&A（合併・買収）件数の推移

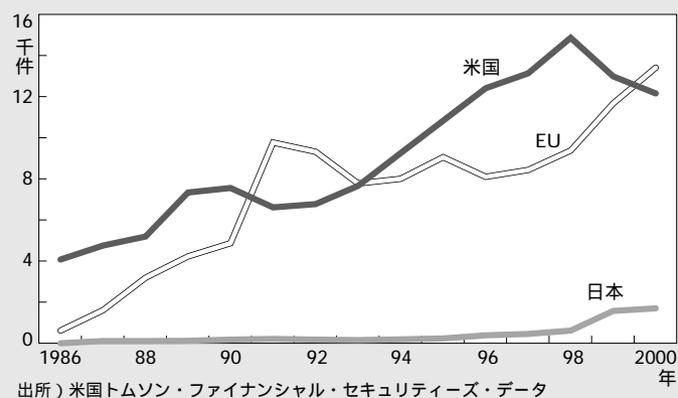
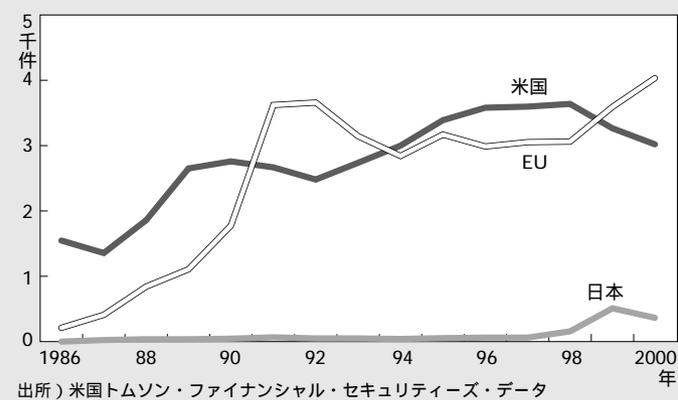


図2 国・地域別の分割件数の推移

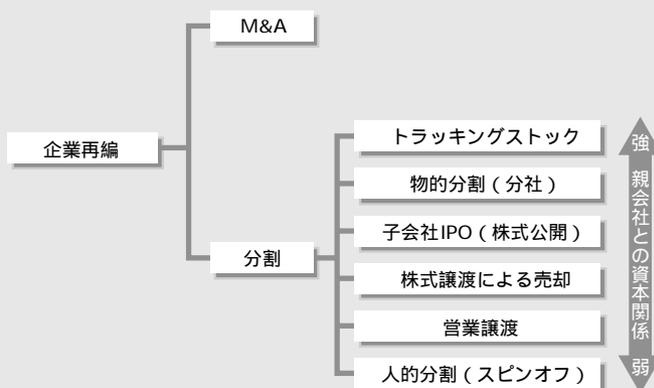


グローバル競争が激化するなかで、日本企業の収益性、低成長性は看過できない問題となっており、企業再編の必要性が高まってきている。そこで、近年の欧米における企業再編の事例を分析し、日本企業への示唆を抽出してみたい。

なお、本稿では、企業再編を、企業を構成する意思決定構造、ガバナンス構造（インセンティブを含む）、組織体制、事業、経営資源などの構成を組み替えること、および資本関係・出資者を変更することと定義する。その有力な手段として、M&Aと分割がある。

本稿では、企業再編のなかでも特に分割を活用した事業の分離・切り離しを中心に取り扱う。次ページの図3に示す通り、分

図3 企業再編の体系



注1) 物的分割、人的分割、営業譲渡は、高法上の用語である。物的分割と人的分割には、それぞれ新設分割と吸収分割がある
 2) 日本の人的分割と欧米のスピノフについては、法律上の概念は異なるが、本稿では既存子会社株式または新規に分社したときに発行する株式を親会社の株主に交付することをいう
 3) トラッキングストックは、特定の事業部門や子会社の業績に、その株価や配当が連動することを意図して発行される株式をいう。トラッキングストックは、これを発行することによりグループ内で擬似的に事業を分離するものにすぎない。しかし、トラッキングストックを発行することで、当該株式個別に株価も形成され、企業全体の価値に影響を及ぼすことから、本稿では企業再編手段の1つとして扱っている

割には物的分割（分社）、人的分割（スピノフ）、営業譲渡、株式譲渡による売却、子会社 IPO（株式公開）、トラッキングストック（特定事業部門・子会社の業績に連動する株式）などが含まれる。

欧米企業にみる再編の目的

欧米企業の再編の事例を分析すると、その目的は以下の4点に集中している。

1 コア事業・非コア事業の分割による経営効率の向上

企業再編の目指すべき効果として最も多くあげられるものに、コア事業への集中による経営効率の向上がある。コア事業への集中を図るために、黒字事業であっても非コア事業を分割する事例が多くみられる。コア事業に集中することで、経営者は、当該事業・業界に関する専門知識および経営

スキルに基づき最適な意思決定を行うことが可能になる。また、事業・業界特性に合致した、企業風土の醸成、組織の設計、および人事制度、管理会計制度等の経営管理体制の構築などが可能になる。

米国ヒューレット・パカード社がコンピューティング&イメージング事業を残し、創業以来の計測機器（現アジレント・テクノロジーズ社）をスピノフさせた事例が該当する。結局、同社は、技術革新スピード、製品ライフサイクル、人材、競合企業などが異なるコンピューティング&イメージング事業と計測機器事業は、それぞれ独自のマネジメントのもとに事業運営されることが株主価値の最大化につながると判断した。

後述する米国GM（ゼネラル・モーターズ）社が自動車部品事業を分割した事例、ドイツのヘキスト社とフランスのローヌ・ブーラン社が合併により生命科学分野へシフトした事例、並びに英国ICI（インペリアル・ケミカル・インダストリーズ）社が特殊化学分野へシフトした事例は、同様の効果を狙ったものである。

2 成長事業・成熟事業間の経営資源配分の適正化

成長事業・成熟事業間の経営資源配分の適正化を目的とする再編の事例も多くみられる。一般的に、PPM（プロダクト・ポートフォリオ・マネジメント）の考え方では、キャッシュフローが潤沢な成熟事業から得られた資金を成長事業へ回すべきとされている。しかし、同一グループ内に成熟事業と成長事業を保有すると、歴史がある成熟事業に対しては資金、人材などの経営資源が集中しがちである。

逆に、グループ内では成熟事業とみなされるものでも、IT（情報技術）事業のように製品ライフサイクルが短い事業では、このようなPPMの考え方が適用できなくなっている。すなわち、成熟事業であってもクリティカルマス（競争力を確保するために最低限必要な規模）を確保するような場合に多額の投資を求められることがある。

事業への資源配分が適正に行われなければ、会社の成長はおぼつかなくなるのは言うまでもない。客観的かつ適正な意思決定が歪曲されないために、あえて成熟事業と成長事業を分割して管理するとともに、それぞれの事業は、個別の判断と能力で経営資源の調達を行うべきである。

成熟事業と成長事業の経営資源の配分に関し、投資家の期待と相反する配分が行われていれば、当該企業に対する資本市場の評価は低くなる。したがって、多角化企業では成熟事業と成長事業を分割した方が、むしろ事業ごとの評価が高まるという可能性もある。事業リスクの異なる事業を分割することで、適切な経営意思決定を行いやすくなるとともに、投資家などからの評価も高まることが考えられる。

例えば、ドイツのシーメンス社が成長事業で事業リスクの高い半導体事業を1999年4月にインフィニオン・テクノロジーズという社名で分社した再編事例は、当該効果を期待したものである。

3 キャッシュフローが異なる事業の分割による経営構造改革

負債比率の高い企業が、企業再編によって財務構造改革を実施しうる。不動産事業のように、毎年のリターンに対して、多額の初期投資を要する事業の場合、事業展開

により負債比率が高まる。サービス業のように、初期投資を比較的要しない事業を同時に展開している企業が、上記のような負債比率が高まりやすい事業を並存させておくと、他事業の評価に悪影響を及ぼすことがある。欧米の企業には、キャッシュフローの性格が大きく異なる事業を分割する例がみられる。

典型的な例としては米国マリオット社をあげることができる。同社は主にホテル事業を展開する会社であった。1980年代当時のホテル事業の展開は、不動産を購入し、ホテルを建設するなど、初期投資が大規模になる傾向があった。同社は拡大路線を採用するに当たって、負債による資金調達を行った結果、負債比率を著しく高めてしまった。1990年に入り、ホテル事業の業況が悪化し、同社の業績が落ち込むと、負債比率の悪化した同社の株式時価総額は80年代の最盛期の3分の1にも満たない額に落ち込んでしまった。

買収の危険性が高まるなかでマリオットが採用した選択肢が、不動産管理事業のスピンオフ、そしてホテルフランチャイズ事業への特化だったのである。このとき、分割した不動産管理事業のホスト・マリオット社に負債の多くを移管し、結果としてマリオットは良好な財務体質となった。さらに、一部の施設管理サービス事業などをスピンオフし、ほぼすべての経営資源をロジング（ホテルオペレーション事業およびフランチャイズ事業）に絞り込んだ。

この事例から、従来は一体化されていた事業を、各事業のキャッシュフローの性格の違いという視点で分割することは、企業価値を高めるための有効な施策になりうることが示唆される。

4 コングロマリット・ ディスカウントの解消

最後に、非効率な多角化を進めた日本企業に示唆を与えるものとして、コングロマリット・ディスカウントの解消をあげる。

コングロマリット・ディスカウントとは、「事業の多角化を進めている企業に対する株式市場の評価（株式時価総額）が、各個別事業部門の価値の総和を下回る現象」をいう。日本では経営者の多くが、自社の株価は過小に評価されていると感じている。そして、彼らが特に多く指摘している理由が、成長性の高い事業の評価が適切になされていないという点である。成長性の高い事業が、成長性の低い事業と並存しているために、適切な評価がなされていないという事象は、コングロマリット・ディスカウントそのものといえる。

コングロマリット・ディスカウントを解消するためには、スピノフや子会社IPOなどを活用して、各事業をそれぞれ分割することが必要になる。個々の事業が独立の事業体として適切に評価される環境を整えなければ、株式市場による過小な評価を解消することは困難である。ただし、米国企業にみられるように、成長性の高い事業に限定した投資手法として、トラッキングストックを発行する方法もある。これは、グループ外への資本流出を防ぎながら、株式市場からの適切な評価を受けることも可能な手法として、今後、日本でも注目される手法である。

欧米における企業再編の ケーススタディ

1990年代以前から米国ではM&Aを中心

として企業再編は活発に行われていたが、90年代に入り、主に80年代までの多角化・垂直統合経営からコア事業へ集中化するための再編手段として、M&Aだけでなく、分割が戦略的に活用されるようになった。

一方、英国、フランスなど欧州主要国は1990年代初頭に不況に陥った。その後各国では、マクロ経済上の諸施策の導入とともに、EU（欧州連合）域内の通貨統合による経済の一体化に伴い、各種法制度の調和・統一化が図られ、企業再編法制を含む会社法制の改革が行われた。

1990年代前半から現在に至るまで、ヘキスト、ローヌ・プーラン、シーメンス、ICI、ダイムラー・ベンツ（ドイツ）など、日本でもよく社名を知られている歴史ある企業が、事業ポートフォリオを組み替え、コア事業に絞り込むための大規模な再編に乗り出した。

1990年代後半から欧州企業の業績は回復し始め、欧州主要国は不況から脱して安定的な経済成長を実現することができた。

このような欧米企業の企業再編事例は、日本にとっても大いに参考になるものと思われる。特に、雇用慣行や法制度などの点において日本に類似した経営環境下にある欧州の企業が、伝統的な事業にこだわらず大胆な事業の再編を実施していることは、日本企業にとって示唆に富む。

以下、欧米企業の再編動向を象徴するような3つの事例を紹介する。

1 自動車部品事業を分割した GM

自動車メーカーのGMは、1990年頃までは、部品製造から最終製品の組み立てまでを内部にもつ垂直的統合戦略を推進してい

た。1990年代に入り、欧州でグローバルソーシング（世界最適調達）が普及したことに対応して、部品事業部門は同社内だけでなく、世界中の競合自動車メーカーにも供給を行う方針をとることになった。

その結果、1998年に自動車部品事業をデルファイ・オートモーティブ・システムズ社として分社してIPOを行い、99年4月にはスピンオフを実施した。分割されたデルファイは、GMとは完全に別会社になることで、GM以外の自動車メーカーとの取引の増加を図った。また、事業拡大のためには企業買収の必要があり、IPOによって得た資金を買収に充てた。社内的には、IPOによってデルファイの経営者のインセンティブが高まるという効果が期待された。

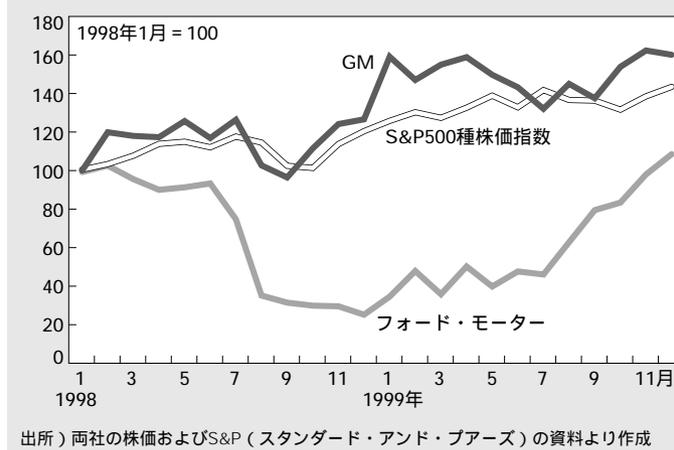
一方、GMにとっては、分割により垂直統合の相乗効果を失い、売上高で20%近くの非常に大きな収益源を失うことになった。しかし、GMはグローバルソーシングに方向転換することで、部品調達コストの低減を図ることが可能となった。

当時デルファイは、自動車部品業界で最大、全業種でも全米30位以内に入る企業規模を持っており、GM全体として、一体的に経営するには迅速な意思決定ができないといった問題があった。分割することにより、経営構造のシンプル化を図り、意思決定の迅速化が実現したといわれている。

この結果、1998年頃よりフォード・モーター社の株価が低迷している一方で、GMの株価水準はS&P500種株価指数に近い水準を維持しながら推移してきた（図4）。

今回の分割は、最終的に分社、IPOにとどまらず、スピンオフという形になった。これには、株主・投資家からの強い期待もあったといわれている。

図4 GMの株価の推移（S&P500、フォードとの水準比較）



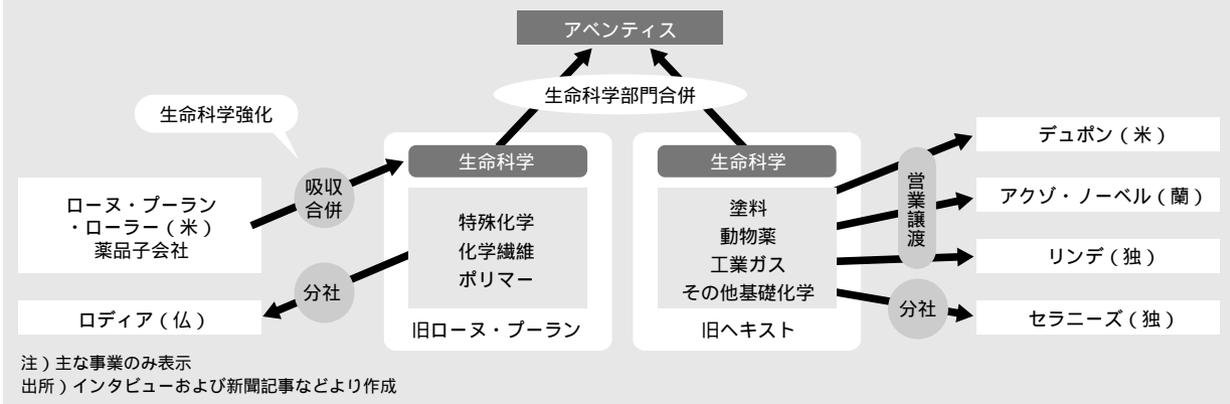
2 ヘキストとローヌ・プーランの合併で誕生したアベンティス

フランスのアベンティス社は、1999年にヘキスト、ローヌ・プーランというそれぞれドイツ、フランスを代表する伝統的な総合化学企業が合併して創設された会社である。

新会社の本社は、合併の象徴として、独仏国境の街ストラスブル（フランス）に置かれた。ヘキスト、ローヌ・プーランという歴史ある社名は、新会社傘下の中間持ち株会社の形で残っているだけで、実体としてはなくなったに等しい。また、事業内容も、これまでの総合化学から、生命科学（医薬）をコア事業とする企業に変身した（次ページの図5）。

同社にインタビューしたところ、このような大掛かりな再編の背景として、「株式の持ち合い構造が崩れるなかで、投資家に選ばれる企業になる必要性」が高まったことがあげられた。両社ともに創業以来、総合化学企業として事業を行ってきたが、この分野は業績が市況に左右されやすく、しかも成長率が低いいため、投資家にとって魅力の高い事業とはいえなかった。

図5 ローヌ・プーランとヘキストの企業再編



両社は、より安定的で高い成長を実現するため、総合化学という歴史ある「成熟事業」の多くを分割し、より成長性の高い生命科学を新たなコア事業として位置づけた。ローヌ・プーラン側は、1996年頃にはすでに生命科学分野へのシフトをかなりの程度進めていた。ヘキスト側は生命科学分野を有していたが、同分野では研究開発のための巨額な資金力が必要なため、両社とも単独でこの分野に完全にシフトすることができず、合併してクリティカルマスを獲得することとした。

総合化学分野からの撤退に当たっては、営業譲渡の形で事業を切り離すなど、従業員の雇用の維持には可能な範囲で配慮した。しかし、両社のような歴史ある大企業が、過去営々と築き上げてきた総合化学という創業以来の事業の大部分を切り離し、安定成長の追求のために生命科学分野に特化したことは、日本企業にとっても示唆に富む。

両社の再編は、過去にこだわってはいは、国際的な競争のなかで生き残れないという経営判断の結果といえる。合併当初は、生命科学分野では両社の合併は弱者連合という声もあったが、合併後の株価は堅調に推

移している。事業構成を大幅に変えた合併ということもあり、合併前後での比較は困難であるが、ニューヨーク市場では、新会社発足当初50ドル程度だった株価は1年以内に80ドルを超え、景気後退が明確になった現在も、70～80ドルの間で、ほぼ安定的に推移している。

3 ICIの特殊化学へのシフトと事業の総入れ替え

ICIは、1926年に国策により設立された、英国を代表する総合化学企業である。ICIグループは、この10年間に数回の大掛かりな再編を経て、事業構成が大幅に変わってきた。いわば、企業再編のショーケース的な企業グループである。

まず、1990年代前半に敵対的買収の対象となり、事業分野の集中と選択を行った。その結果、多額の研究開発投資が必要な医薬品事業を分割することとなったが、医薬品事業だけでは企業規模が小さかったため、特殊化学事業と農業化学事業を合わせ、ゼネカ社として分割した(図6のA)。医薬品、特殊化学、農業化学事業の分割後、ICIは基礎化学を中心とした企業として再スタートした。しかし、市況品である基礎

化学事業は景気変動の影響を受けやすく、業績に波が出るようになった。

そこで、業績の安定化を図るため、特殊化学事業をコア事業とし、1997年に英蘭系の食品・日用品大手のユニリーバ社から特殊化学事業を買収した。その後、基礎化学事業を整理・売却して、特殊化学分野へ事業領域をシフトした。整理・売却した事業は50以上に上る。この結果、ICIは創業以来の総合化学企業から、特殊化学企業へと大きな変貌を遂げた。

同社は、ユニリーバの特殊化学事業買収に際して多額の負債を負ったこと、基礎化学事業は事業単位ごとに細かく売却を続けてきたことから、再編による株価の上昇はまだ十分にみられていない。しかし、アナリストからは、特殊化学事業へのシフトが高く評価されている。

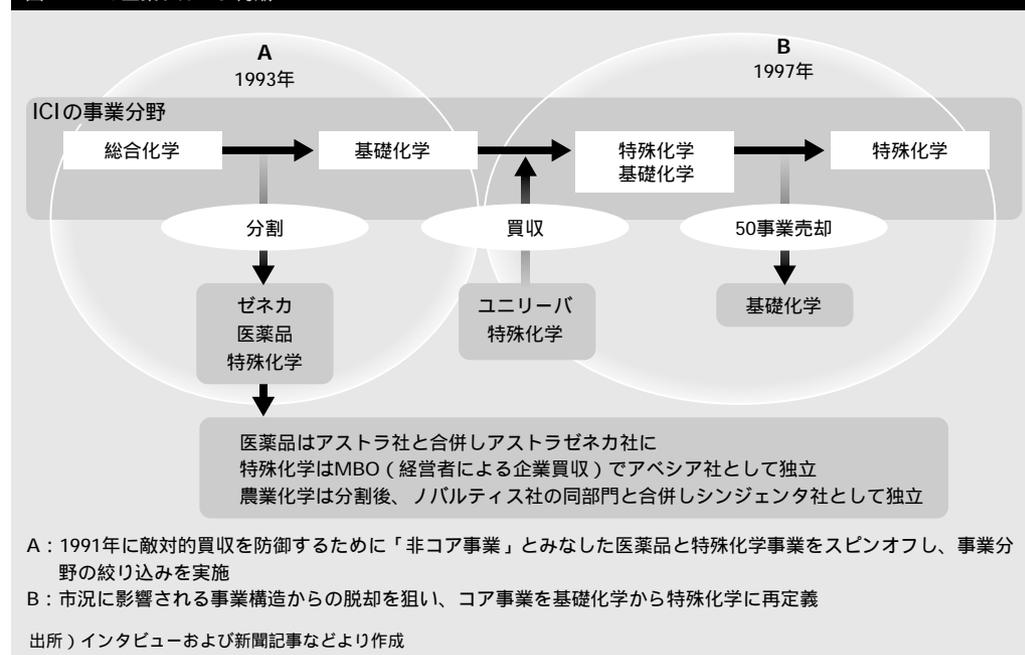
同社から分割されたゼネカも、その後スウェーデンのアストラ社と合併してアストラゼネカ社となった。さらに、ゼネカの特

殊化学部門はMBO（経営者による企業買収）によってゼネカから独立（アベシア社）、農業化学部門は、分割された後、スイスのノバルティス社の同じ部門と合併、シンジェンタ社（本社バーゼル）として、農業化学で世界トップの企業となった。

このように、ICIは「コア事業」を見直し、再編を進めた結果、この10年間で事業構成が大幅に入れ替わり、創業以来の事業はほとんど残っていない。同社のケースは、競争力の強化、安定的な成長のためには、このような大胆な再編が必要になることを示しているといえる。

ユニリーバの特殊化学事業を買収した際、これを巨額の借り入れでまかなったこともあり、ICIの株価は一時大きく下落した。しかし、事業構成の入れ替えという戦略そのものについてはアナリスト、投資家からは評価されており、基礎化学事業の売却などが進み、事業が完全に安定すれば、再び上昇するものと期待されている。

図6 ICIの企業グループ再編



動き始めた新たな企業再編

前章では、欧米において潮流になっている大規模な企業再編の典型的な事例を紹介したが、本章では、日本でも経営環境が変化し、一部で同様な動きがみられるようになったことについて言及する。

米国では1990年代に入り、80年代までの多角化・垂直統合から、コア事業集中への経営思想の変化が生じ、企業に代わって投資家がポートフォリオを分散するという考え方が浸透してきた。欧州でも、多角化・垂直統合型経営からコア事業集中型経営への移行が行われている。また、欧米企業では、日本企業の場合と異なり、企業価値を最大化するために多様な効果を複合的に期待する企業再編が行われている。

一方、多くの日本企業は、現在も多角化・垂直統合型経営を基本とした事業構造から脱却していない。また、日本における

再編の大半は、多角化の結果として失敗した不採算事業からの撤退といえる。いわば、縮小方向への再編である。

しかし、近年、第 4 章で述べた日本において企業再編を阻害してきた3つの要因は徐々に改善され、抜本的な企業再編を促進する環境が整備されてきた。具体的には以下のような変化がみられる。

まず、表1に示すように、硬直的な企業再編関連法制は、1997年頃から段階的に整備され、現在では、企業再編にかかわる制度的環境は欧米並みに出そろったことから、弾力的な企業再編が可能になった。

また、日本においても、部品メーカーの絞り込みや、事業部および工場の閉鎖・統廃合・売却などを断行し、不採算事業を中心に、従来、改革に踏み込めなかった領域にメスを入れようとする企業も現れてきている。加えて、早期退職者優遇制度などによって大規模な人員削減を行い、従来聖域とされてきた雇用についても手をつける企業が多くなっている。

1990年代後半になって、度重なる不祥事や経営破綻が起り、コーポレートガバナンスの実効性確保が求められるようになった。このため、会社法の大規模な見直しが具体的に動きだすなど、コーポレートガバナンスが強化される方向にある。そのうえ、長期の株価低迷、時価会計の導入などによって株式持ち合い構造が解消される方向になり、一般株主・機関投資家からの経営に対する圧力や規律づけが強まりつつある。

さらに、昨今では欧米企業並みにROE（自己資本利益率）、DCF（ディスカウント・キャッシュフロー）、EVA（経済付加価値）といった資本効率・企業価値を示す管理指標が中心に活用されるようになり、

表1 日本における企業再編関連法制の整備動向

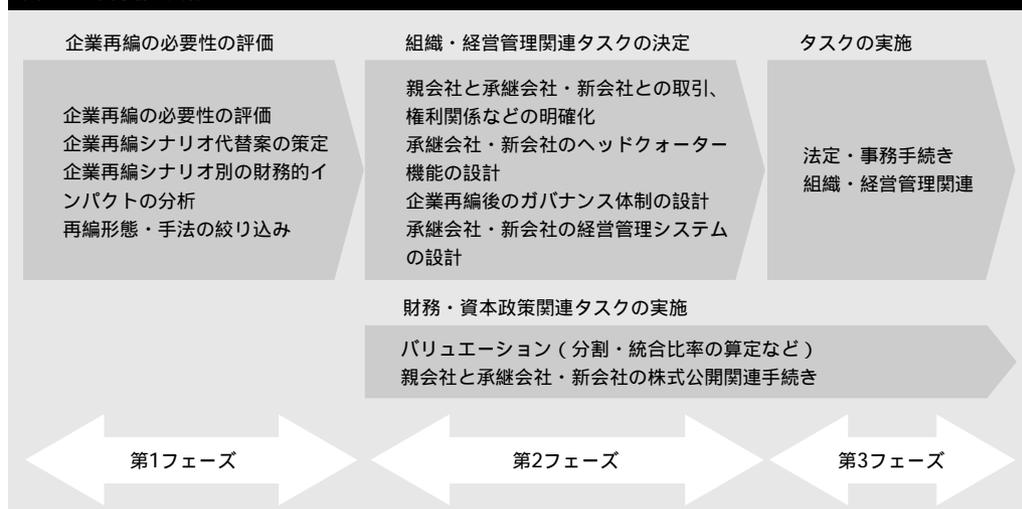
施行年月	改正の内容
1997年10月	合併手続きの簡素化、簡易合併制度（商法）
12月	持ち株会社制度（独占禁止法）
1998年12月	改正企業結合ガイドライン（独占禁止法）
1999年10月	産業活力再生特別措置法 株式交換・株式移転制度（商法）
2000年 4月	民事再生法
2001年 1月	トラッキングストックによる上場制度（東京証券取引所）
4月	会社分割制度（商法） 連結納税制度（施行予定）

表2 1995年以降の日本における企業再編件数の推移

	M&A		分割		企業再編合計	
	件数	前年比 増加率	件数	前年比 増加率	件数	前年比 増加率
1995年	146	32.7%	46	31.4%	192	32.4%
96年	332	127.4%	59	28.3%	391	103.6%
97年	453	36.4%	60	1.7%	513	31.2%
98年	593	30.9%	148	146.7%	741	44.4%
99年	1,590	168.1%	493	233.1%	2,083	181.1%
2000年	1,665	4.7%	365	-26.0%	2,030	-2.5%

出所) 米国トムソン・ファイナンシャル・セキュリティーズ・データ

図7 企業再編の実施プロセス



徐々に企業価値および株主価値に対する認識も高まってきている。

このような環境変化のなかで、表2で示す通り、日本でもM&Aおよび分割件数が1998年以降毎年急速に増加しており、企業再編が活発化してきた。

新しいタイプの大規模な企業再編も出現している。例えば、ソニーが上場子会社3社の事業をコア事業として当該3社を100%子会社化すると同時に上場を廃止させた事例、伊藤忠商事と丸紅という競合企業同士が成熟事業の鉄鋼部門の競争力を高めるために事業統合した事例などは、従来みられなかったタイプの再編である。一方、金融業界では、さくら銀行と住友銀行の合併のように、旧財閥系グループの枠を超えて統合した事例も出現している。

企業再編の意思決定と実施プロセス

最後に、実際に企業再編を実施する場合の評価・意思決定、必要な手続き・タスクなどの標準的なプロセスと内容を示す。

企業再編の標準的な実施プロセスは、図7に示す通り、第1フェーズ「企業再編の必要性の評価」、第2フェーズ「組織・経営管理関連タスクの決定」、第3フェーズ「タスクの実施」から構成される。

1 企業再編の必要性の評価（第1フェーズ）

グループ全体の連結業績が伸び悩んでおり、その原因が組織構造的であると考えられる場合には、次ページの図8に記載した12の項目から原因を分析し、企業再編の必要性を評価する。

企業再編の必要性は、「株主・投資家の視点」「コーポレート・ヘッドクォーター（グループ本社）の視点」「事業部門・子会社の視点」の3つの視点から評価できる。

株主・投資家の視点については、コングロマリット・ディスカウントが生じていないかを、個別事業価値と連結事業価値を算定して財務的に評価する（図8）。

コーポレート・ヘッドクォーターの視点については、コア事業・非コア事業、成長事業・成熟事業の区分が適正に行われ、事

図8 企業再編の評価項目

株主・投資家の視点

アナリストや機関投資家から業績と株価との関係について批判されているか
 自社の株価が企業価値（理論株価）を的確に反映しているか

コーポレート・ヘッドクォーター（グループ本社）の視点

コア事業・非コア事業、成長事業・成熟事業の事業区分は適正に行われ、資本政策、グループ組織戦略が立案・実行されているか
 コア事業、成長事業に対して経営資源の配分が適正に行われているか。
 非コア事業、成熟事業に過剰な経営資源配分が行われていないか
 事業部門間でのミルク補給（もたれ合い）を認めているか
 事業部門間で共有すべき経営資源、技術、顧客、相乗効果が存在していないか
 事業部門間での利益相反により、ある事業部門の外販が制約されていないか
 不採算事業は存在しているか

事業部門・子会社の視点

ヒト

事業部門・子会社の役員、従業員へ適正な金銭的・非金銭的インセンティブは提供されているか

モノ

目標値と比べ、収益性の低い資産は存在しているか

カネ

固定投資の重い事業が他の事業の足かせになっていないか。事業に適した資本構成になっているか
 事業独自の資金調達能力に問題はないか

図9 企業再編スキームの体系



業戦略に合わせた形で最適な組織構造になっているかなどを評価する（図8）。

また、図8の ~ について組織構造が原因となって生じている問題であれば、再編が抜本的な解決策になる。

事業部門・子会社の視点については、ヒ

ト、モノ、カネの3つの面から評価する。

成長が期待できる事業部門・子会社の役員、従業員のモチベーションが低下しているようなケースがある。再編により当該事業の独立性を高めることによる権限の範囲の拡大、および株式などの業績連動型インセンティブの提供によって、当該役員・従業員のモチベーションを向上できないかどうかという点を評価する（図8）。

収益性の著しく低い資産が存在していれば、当該資産を関連事業とともにスピントフや売却することを考える必要がある（図8）。

ある事業の財務体質が、別の事業の信用力、キャッシュフロー、資金調達能力の足を引っ張っているようなことがあれば、スピントフすることを検討すべきである（図8）。

短期的なサイクルで多額の投資が必要な場合には、事業の分社化とIPOによって独自の資金調達能力を持たせることの妥当性を評価する（図8）。

次に、グループ全体の成長性を高めるためには企業再編が必要であると評価された場合には、具体的な企業再編のグランドデザインを描く。ここでは、企業再編シナリオの代替案を複数描き、そのなかから企業価値が最大化するシナリオに絞り込む。

さらに、企業再編シナリオに合わせて具体的な再編手法を決定する。最適な再編手法を選定するための基準は、図9のように体系化される。

基本的には、コーポレート・ヘッドクォーターが事業の競争力強化のために価値を提供できる場合、当該事業をコア事業として内部化し、これに該当しない事業は非コア事業として外部化すべきである。

成長非コア事業については、IPOにより投下資本を回収し、成長コア事業に再投資することが望ましい。非コア事業にとってヘッドクォーターの存在は、屋上屋にすぎず、価値破壊の原因になりうる。むしろ、IPOにより経営の独立性を高め、独自の経営資源調達能力と配分権限を有した方が企業価値は高まる可能性が高い。なお、成長非コア事業の独立性を高める手段として、スピンオフという選択肢も考えられる。その場合は、親会社の既存株主に対して分割対象会社の株式を交付することになるため、親会社は投下資本の回収ができない。

成熟非コア事業については、事業が衰退する前にスピンオフすることで、株主価値を最大にすることを目指すべきである。

成長コア事業については、成熟コア事業などととも内部化しておく場合には、投資家から十分に評価されず、コングロマリット・ディスカウントが発生する恐れがある。これを解消するためには、IPOにより分割する方法も考えられるが、外部化によりヘッドクォーターは当該事業をコントロールできなくなる。そこで、事業を内部化し、当該事業へのコントロールを維持したまま、コングロマリット・ディスカウントを解消する方法として、トラッキングストックの発行が考えられる。

成熟コア事業については、親会社からみて外部化されている場合には、内部化することが基本である。すなわち、以前は成長非コア事業としてIPOを行ったグループ会社が、キャッシュを潤沢に創出する成熟段階に入り、かつヘッドクォーターにとってコア事業と判断される場合には、親会社本体に吸収合併するか、または100%子会社化して、内部化することが望ましい。

2 企業再編の各種タスクの実施 (第2・第3フェーズ)

第2フェーズでは、第1フェーズで策定したグランドデザインを実現させるための個別タスクとスケジュールを決定する。タスクには、再編後のグループ内取引ルールの再設計、再編後のヘッドクォーター機能の設計、ガバナンス体制の設計、経営管理システムの設計などが含まれる。

第3フェーズは、策定した個別タスクをスケジュールに沿って実行するフェーズである。持ち株会社体制への移行、大規模事業部門の分社、その他大規模な企業再編を実施する場合には、準備委員会などのプロジェクト方式を進めることが望ましい。

プロジェクトには、企業内部者だけでなく、経営コンサルタント、弁護士、公認会計士などの外部専門家を含め、タスク別の分科会を設置して、各種タスクを実施することが効率的である。

著者

小沼 靖 (こぬまやすし)

経営コンサルティング一部上級コンサルタント
専門はM&Aを含む企業再編戦略、グループ経営戦略、リスクマネジメント

山本史門 (やまもとふみかど)

経営コンサルティング一部主任コンサルタント
専門は産業組織論、M&Aを含む企業再編戦略

河野俊明 (こうのとしあき)

経営コンサルティング一部副主任コンサルタント
専門はバリュエーションを含む財務戦略、組織戦略、コーポレートガバナンス

岩垂好彦 (いわだれよしひこ)

技術・産業コンサルティング部主任コンサルタント
専門は経営戦略、事業戦略、グローバル経営