

子会社公開の判断モデル

中島 済



根岸正州



CONTENTS

見直される子会社公開戦略

子会社公開戦略に失敗する企業の3つのパターン

子会社公開・非公開の判断モデル

判断モデル活用の際の4つのポイント

子会社公開政策の見直しに向けて

要約

- 1 2002年に子会社の非公開化件数が公開件数を上回るなど、子会社公開政策は大きな転機を迎えている。しかし、多くの企業で、子会社公開・非公開の判断方法は場当たり的であり、明確な判断フレームの確立が求められている。
- 2 正しい判断とは、グループ全体としての価値が高まる判断をいう。したがって、子会社の公開によってグループの価値、すなわち親会社単体の価値と子会社の価値がトータルで高まるかどうかで妥当性を判断すればよい。
- 3 親会社、子会社双方の価値に対するプラス要因、マイナス要因を網羅的に抽出し、それらを総合的に評価して子会社公開の妥当性を判断することが求められる。子会社の公開で期待できるプラス要因としては、財務の改善（親会社）、経営の自由度の向上（親および子会社）、知名度の向上、経営者・従業員のモチベーションの向上（子会社）などがあげられ、マイナス要因としては相乗効果の低下（親および子会社）などがあげられる。個々の企業ごとに、各要因のインパクトの大きさを見積もり、それらを総合的に評価することで、子会社公開の妥当性を評価することが肝要である。
- 4 このような判断モデルにより、今後の子会社公開政策のあり方として、画一的な子会社戦略から転換し、短期的なキャッシュ志向ではなく、中長期的なグループ企業価値の増大という視点に立って判断し、公開戦略を補完する、成果実現のためのアクションプラン（実行計画）を策定する必要がある。

見直される子会社公開戦略

かつて、多くの日本企業は、有力子会社を一律に公開するという方針をとってきた。その結果、上場子会社の数は一貫して増加し続け、優れたグループ経営とはたかさんの上場子会社を作ることができる経営と捉えられている感さであった。

しかし、ここきてその子会社公開一辺倒の考え方に変化が生じつつある。2000年1月にはソニーが上場子会社3社（ソニー・ミュージックエンタテインメント、ソニーケミカル、ソニー・プレジジョン・テクノロジー）を株式交換により完全子会社化して非上場化し、大いに注目を集めた。その後、完全子会社化、吸収合併によって上場子会社の非公開化を行う企業が急増し、2002年にはついに子会社の非公開化件数が公開件数を上回った（図1）。もはや上場子会社の非公開化もタブ

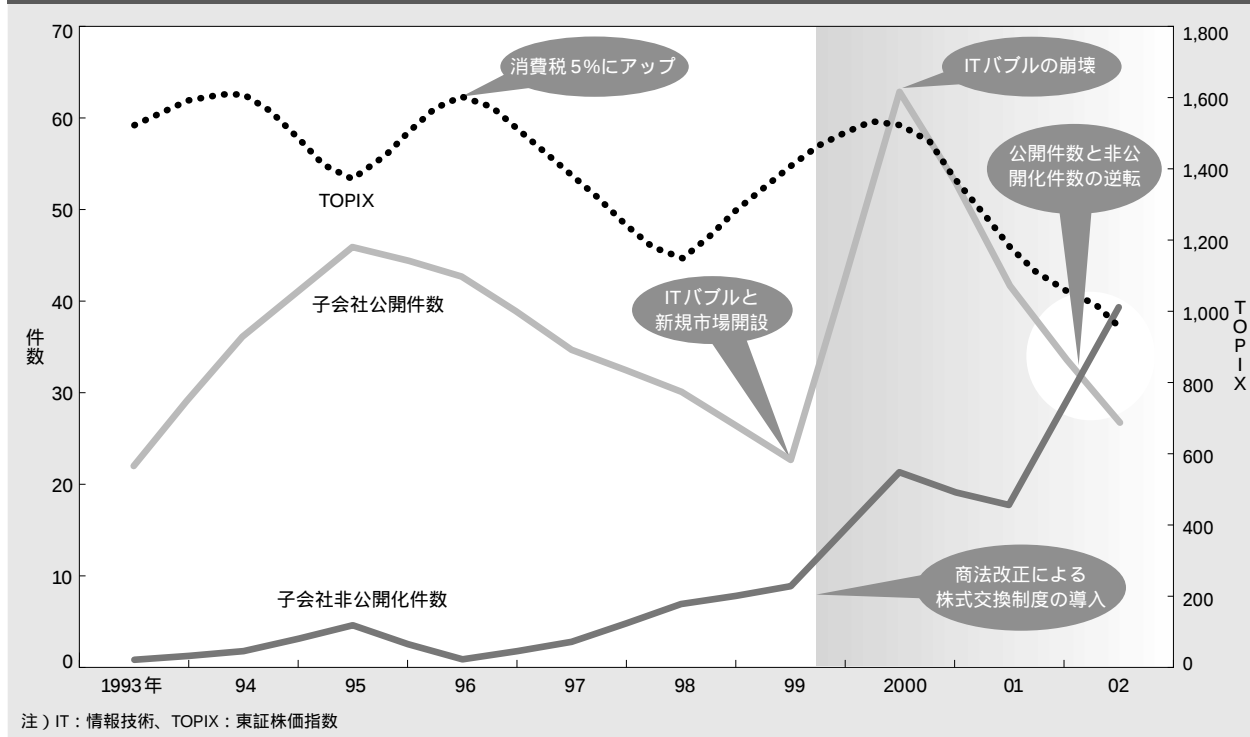
ーではなくなってきたといえよう。

子会社公開戦略の転換の引き金となったのは、1999年10月に施行された株式交換制度である。この制度を利用することで、親会社は、上場子会社の株主総会の特別決議を経れば、現金の支出なしに、当該会社を完全子会社（100%子会社）として取り込むことが可能になった。これにより、従来は難しかった「一旦公開してしまった子会社を再度非公開化する」という選択肢が現実的なものになった。

しかし、子会社公開戦略が大きな転機を迎えている根源的な要因として、連結経営への移行があげられる。

株式の持ち合いが解消の方向に向かい、外国人投資家など物言う株主のウエートが高まるにつれて、企業価値の最大化を意識した経営の舵取りが、今まで以上に求められるようになっていく。連結経営の時代に、最大化が

図1 子会社公開件数と非公開化件数の推移



求められる企業価値とは、当然、親会社単体ではなく、連結ベースのグループ全体の価値ということになる。子会社の公開戦略においても、公開できる子会社は極力公開するといった単純な判断ではなく、グループ全体の価値の最大化に当該子会社の公開は寄与するかという観点からの判断が求められるようになってきている。

子会社公開戦略に失敗する 企業の3つのパターン

上場子会社の非公開化件数が公開件数を上回るなど、大きな転換期を迎えている子会社公開戦略だが、残念ながら多くの企業では、明確な子会社公開・非公開の判断基準、判断手法を確立できずにいる。

子会社公開戦略で苦戦している企業には、3つのタイプが存在する。

第1のパターンは、有力子会社は一律公開するという発想から抜けられず、公開によるメリット、デメリットを厳密に検討することのないままに、本来公開すべきではない子会社までも公開してしまっているという従来型のタイプである。

たとえば、商社A社では、親会社の役割は次々と強い子会社を作り、上場、独立させていくことという強い信念をもって、事業開発、グループ経営に当たってきた。公開できる子会社を一律に公開してきた結果、多くの上場子会社が生まれた。しかし、事業を取り巻く環境が厳しさを増し、親子間連携、子会社間連携の強化など全社戦略の大きな変更を迫られるなかで、本社の上場子会社群に対するコントロールが利かないため、構造的な不

況から脱出できずにあえでいる。

第2のパターンは、ごく一部のメリット、デメリットだけに基づいて子会社公開・非公開の是非を判断することで、結果として企業価値を損ねているようなタイプである。

たとえば、電機メーカーB社では、親会社の資金繰りが厳しいために、子会社公開による一時的なキャッシュ獲得だけを目的に、公開を判断してしまった。子会社の展開する事業は親会社の展開する事業と密接なつながりがあり、本来一体運営は不可欠だったが、公開により親子の一体運営が難しくなった。また、グループ内で事業の重複による非効率が生じても解消できず、さらには子会社の事業が敵対的買収の対象として狙われるという予想だにできなかった事態に直面して経営が混乱するなど、グループとしての競争力を逆に弱める結果になってしまった。

運輸業のC社では、経営者のモチベーション向上のために旅行業の子会社を公開した。思惑どおり、子会社の戦略的自由度が高まることで子会社経営陣のモチベーションは大いに向上し、子会社自体は大きく成長した。しかし、子会社が親会社の競合会社向けのサービスを拡大することで業績を伸ばしていった結果、親会社は従来享受してきた独占的な利益が得られなくなった。このため、子会社単体で見れば良かったかもしれないが、グループ全体として正しい判断だったのかという疑問の声があがっている。

第3のパターンは、子会社公開の判断は的確になされているものの、その後のマネジメントがまずいために、公開成功とは呼べないような結果に終わってしまっているパターンである。

たとえば、総合電機メーカーD社では、子会社を公開したものの、数年後、子会社の事業環境悪化を機に非公開化した。非公開化、完全子会社化の目的は、当該子会社を取り込むことで親子間で分散していた技術リソースの融合を図り、グループとしての競争力を改めて強化することとされていた。しかし実際には、親子間のリソースの融合は文化の違いなどの理由から遅々として進まず、その結果、資本市場からは単なる子会社救済のための非公開化と見なされ、親会社の事業戦略そのものへの不信感とあいまって、親会社の株価が急落してしまっている。

もしも非公開化、完全子会社化の目的の実現に向けて明確なアクションプラン（実行計画）が立てられ、それが着実に実践されていたとしたら、180度違った評価の得られる結果が得られていたかもしれない。

子会社公開・非公開の判断モデル

1 子会社の公開・非公開を判断するためのモデル

親会社の経営者にとっての子会社公開・非公開の正しい判断とは、基本的には連結ベースの価値、すなわち親会社自体の企業価値と親会社の子会社持ち分部分の企業価値の合計が、公開・非公開によって高まるような判断である。

このことを数式で示したのが、表1の関係式である。資本市場が効率的だとすれば、親会社自体の企業価値と子会社の企業価値の和が、子会社の公開・非公開により高まるか否かで判断すればよいということになる。

2 企業価値を変化させる要因

親会社、子会社の企業価値が、子会社の公開によってそれぞれどのように変化するかを判断するためには、まず、親会社、子会社の企業価値を変化させる要因としてどのようなものがあるかを整理しておくことが前提となる。子会社の公開は親会社、子会社の価値を高める要素もあれば、逆に低下させる要素もあるので、両面から包括的に押さえておくことが重要である。

(1) 親会社自体の価値を変化させる要因

これは、表1の式の第1項 $\{(P' - P) + \Delta P'c\}$ に該当する。

子会社の公開が親会社の企業価値の向上にとってプラスに働く要因としては、第1に財務体質の改善があげられる。有望な事業の芽があるにもかかわらず、財務状況が悪くて、そちらに資金を回すことができない企業で

表1 子会社公開の判断モデル

$$V(\text{親会社の企業価値増分}) = (P' - P) + (\Delta P'c + C) + \frac{(\alpha S' - S)}{1 - \alpha} + \sigma \dots \textcircled{1}$$

(親会社の価値増分) + (子会社の価値増分の持ち分) + (その他)

V : 親会社の企業価値増分 (子会社公開時)
 P' : 公開時 (外部成長志向時) の親会社価値 (キャッシュ活用による増分は含まない)
 P : 非公開時 (内部成長志向時) の親会社価値
 S' : 公開時 (外部成長志向時) の子会社価値
 S : 非公開時 (内部成長志向時) の子会社価値
 α : 親会社持ち分比率 C : キャッシュ σ : その他の要素
 $\Delta P'c$: キャッシュ活用による親会社 (公開時) の価値増分

ここで、市場が効率的であると仮定すると、 C は手放した子会社企業価値の外部流出分に等しい。

つまり、 $C = (1 - \alpha) S'$ より、式①は以下のとおりとなる。

$$V = (P' - P) + \Delta P'c + (1 - \alpha) S' + (\alpha S' - S) + \sigma$$

$$= \{(P' - P) + \Delta P'c\} + (S' - S) + \sigma \dots \textcircled{2}$$

(親会社価値増分) + (子会社価値増分) + (その他)

よって、②式が子会社公開の判断モデルであり、②式の値が正ならば公開、負ならば非公開である。

は、子会社上場によって得たキャッシュで債務を返済し、財務体質を強化することで、より積極的な経営への転換が可能になる。

第2に、親会社の戦略自由度の向上があげられる。子会社が公開により完全に自立すれば、親会社は子会社に常に便宜を図らなければならないという呪縛から解放されることになる。仕入れ先、販売先の選定の際に、子会社以外の最適なパートナーを選ぶこともやりやすくなる。

第3のプラス要因は、親会社が人的資源を自社の重点分野に集中投入できるようになるという点である。本業とは関連性の薄い事業を展開している子会社に対しては、親会社が管理、支援するといっても、実際には付加価値を提供できないことも多い。その労力を親会社本体の得意領域、重点領域に集中的にかけられれば、より大きな成果に結びつく可能性がある。

その他、子会社が自立して資金調達もできるようになることで、親会社はより高収益で有望な領域への資金シフトが可能になり、成長力の拡大につなげることができるというプラス要因も存在する。

一方で子会社公開は、親会社自体の価値を低下させる可能性もある。その最大の要因は相乗効果の低下である。子会社が公開することで、親子間での一体運営が難しくなると、それまで享受できていた相乗効果が十分に発揮できなくなる可能性がある。子会社がノウハウ、技術、顧客基盤などの優れた経営資源を有しており、それを独占活用することで親会社が競争力を確立していたようなケースでは、子会社の独立は親会社にとって大きな痛手になり得る。

(2) 子会社価値を変化させる要因

これは、表1の式の第2項($S' - S$)に該当する。

公開が子会社の企業価値の向上にプラスに働く要因としては、第1に戦略面での自由度の向上があげられる。親会社の戦略にとらわれずに、子会社自らの成長に向けた戦略を追求しやすくなる。グループ全体としては重点領域ではないが、子会社にとっては有望な領域への資源の集中投下もやりやすくなるし、グループのしがらみを超えて、自社の成長にとって最適な仕入れ先、販売先、提携先を選定するという行動もとりやすくなる。

第2のプラス要因は、経営者、従業員のモチベーションの向上である。公開することで、子会社の自立性、独立性が高まり、自分たちの努力がより直接的に自社の業績や自らの処遇に反映されるようになれば、経営者、従業員のモチベーション、コミットメントは自然と高まっていく。また、上場は一流企業の証しという意識を持っている経営者、従業員に対しては、上場によって企業に対する愛着心、仕事に対するプライドを高める効果も期待できる。

第3に、上場による知名度、信用力の向上も、企業価値の向上においてプラスの要因になり得る。上場企業というステータスは、顧客の拡大、取引の拡大に当たってセールスポイントになり得るし、優秀な人材を募集、採用しようという際にも有利に働くケースが多い。

子会社の企業価値に対する第4のプラス要因は、資金調達能力の向上である。上場すれば、親会社や銀行からの融資だけではなく、エクイティファイナンス(増資による資金調

達)も活用できるため、多様な資金調達手段を持つことが可能になる。親会社の子会社の資金ニーズにタイムリーに対応できる状況にない場合には、子会社が資金調達のカードを自分の手元に持てるメリットは大きい。

その他、子会社公開により子会社も公企業としての意思決定機構が整えられることで、親会社との調整コストが削減され、経営の意思決定スピードの迅速化がなされるといった効果も期待できる。さらに、子会社のマネジメントシステムの自由度が高まることによって、事業特性に合ったマネジメントシステムの導入が容易になるといった、子会社にとってのプラス要因も存在する。

一方で子会社公開は、子会社の価値にとってマイナスに働く要素もある。

まず、親会社との相乗効果の低下が最大のマイナス要因である。競争力の源泉が親会社との関係にある場合、親会社との一体運営ができなくなることは、競争力を大きく損なうことにもつながりかねない。親会社への売り上げ依存度が高い場合、その関係が少しでも希薄化することは大きなリスクだし、親会社の持つブランド、ノウハウ、技術、顧客基盤などの経営資源への依存度が高い場合、公開によりそれらへのアクセスが制限されることは致命的である。

また、公開維持に伴うコストの増加も、子会社の企業価値にとってはマイナス要因になる。証券取引所への登録管理料、情報開示のためのコスト(IR 投資家向け広報 費用、監査費用)、株主総会運営対策コスト、株式事務コストなど、公開によって大きく成長できれば問題にならないコストかもしれないが、公開が成長に寄与しないのであれば、こ

れらの分だけ価値が損なわれることになる。

(3) その他の要因

その他、親会社、子会社のキャッシュフローに直接的な影響は及ぼさないものの、公開判断の際に念頭に置いておくべき要因が存在する(表1の 式の σ に該当)。

第1に、子会社公開に伴うリスクである。他人資本を導入することで、親会社にとって子会社の事業リスクを分散することが可能になる一方で、M&A(合併・買収)に伴う被買収の脅威が増大するという、プラスとマイナスの両方の効果が予想される。

第2に、子会社公開政策に対する資本市場での評判の問題である。子会社公開政策が長期的な企業価値の増大という観点から見て納得性に乏しい場合、資本市場からの評価は厳しいものになり、市場からの信頼を失うことにもなりかねない。

3 総合評価の方法論

以上、子会社の公開がどのように親会社、子会社の価値に影響を及ぼすかを一般論という形で見てきた。経営判断を行ううえで、どの要因が重要なインパクトを持つかは、それぞれの企業が置かれた状況によって異なる。したがって、子会社公開・非公開の是非を判断する際には、各社ごとにそれぞれの要因の重要性を評価することが必要になる。

たとえば、財務体質が良く、自らの成長領域に投資する資金が潤沢にある親会社と、財務体質の悪化に日々悩んでいる親会社とでは、子会社上場によって得られるキャッシュに対する期待感は全く異なるだろう。

また、親会社との一体運営が強みの源泉で

表2 子会社公開の判断モデルに基づく総合判定シート（イメージ）

判断項目			個別評価	評価	総合評価
(P' - P)	プラス要因	a) 戦略的自由度（顧客、取引先、提携先選定など）の向上		-	+
		b) 人材の高収益、有望領域へのシフトによる成長力の拡大			
		c) 子会社管理コストの低下			
	マイナス要因	d) 子会社との一体運営が困難になることによる相乗効果の低下	-		
$\Delta P'c$	プラス要因	e) 資金の高収益、有望領域へのシフトによる成長力の拡大	+	+	
		f) 財務体質の改善による効果			
(S' - S)	プラス要因	g) プレステージ、知名度、信用の向上による取引の拡大、採用能力の向上	+	++	
		h) 戦略自由度（顧客、取引先、提携先選定など）の向上			
		i) 経営の意思決定スピードの迅速化			
		j) 事業特性に合ったマネジメントシステム導入が容易			
		k) 資金調達能力の向上	++		
		l) 経営者、従業員のモチベーションの向上	+		
	マイナス要因	m) 親会社との一体運営が困難になることによる相乗効果の低下	-		
		n) 上場維持コストの増加			
σ	プラス要因	o) 他人資本導入によるリスクの分散			
		p) 子会社上場戦略によるレピュテーションの向上	+		
	マイナス要因	q) M&Aに伴う被買収の脅威			
		r) 子会社上場戦略によるレピュテーションの低下			

注1) +、- がついている項目は各類型で考慮すべき重要なパラメーター。+、- の数は企業価値への寄与度を示す
2) M&A: 合併・買収

表3 子会社公開の判断モデルに基づく総合判定シート（NTTドコモ）

判断項目			個別評価	評価	総合評価
(P' - P)	プラス要因	a) 戦略的自由度（顧客、取引先、提携先選定など）の向上		-	+
		b) 人材の高収益、有望領域へのシフトによる成長力の拡大			
		c) 子会社管理コストの低下			
	マイナス要因	d) 子会社との一体運営が困難になることによる相乗効果の低下	-		
$\Delta P'c$	プラス要因	e) 資金の高収益、有望領域へのシフトによる成長力の拡大	+	+	
		f) 財務体質の改善による効果	+		
(S' - S)	プラス要因	g) プレステージ、知名度、信用の向上による取引の拡大、採用能力の向上	++	++	
		h) 戦略自由度（顧客、取引先、提携先選定など）の向上	+		
		i) 経営の意思決定スピードの迅速化	+		
		j) 事業特性に合ったマネジメントシステム導入が容易			
		k) 資金調達能力の向上	+		
		l) 経営者、従業員のモチベーションの向上	+		
	マイナス要因	m) 親会社との一体運営が困難になることによる相乗効果の低下	-		
		n) 上場維持コストの増加			
σ	プラス要因	o) 他人資本導入によるリスクの分散			
		p) 子会社上場戦略によるレピュテーションの向上	+		
	マイナス要因	q) M&Aに伴う被買収の脅威	-		
		r) 子会社上場戦略によるレピュテーションの低下			

注) +、- がついている項目は各類型で考慮すべき重要なパラメーター。+、- の数は企業価値への寄与度を示す

ある子会社では、戦略の自由度の向上よりも相乗効果の低下が重要な判断要因になり得る。逆に、親会社からすでに相当に自立していて、親子関係がさらなる発展の足かせになっているような子会社であれば、相乗効果の低下よりも、むしろ戦略の自由度の向上を重視することになるだろう。

個別の要因ごとの重要度が評価できたら、それらを総合して、子会社公開・非公開の最終的な判定を行う必要がある。個別の要因が企業価値に与えるインパクトの大きさを評価し、プラスのインパクトとマイナスのインパクトを総合的に勘案したうえで、公開・非公開の総合評価を行う（表2）。プラスが大きくて価値が高まるのであれば公開、マイナスが大きくて価値が低下するのであれば非公開という判断になる。

4 公開が望ましいケースと 非公開が望ましいケース

（1）NTTドコモの場合

これまで述べてきた子会社公開・非公開の判断フレームに則って、2つの企業グループの事例を分析してみたい。

子会社公開によってグループ企業価値を向上させた事例として、NTTによるNTTドコモの株式公開がある。

1998年10月、NTTは100%子会社であったNTTドコモを東証一部に上場した。資本市場の評価は高く、株価は上がり続け、2004年6月13日現在、NTTドコモの時価総額は10兆861億円にもなり、親会社のNTTの時価総額を超えるほどの成長を遂げている。

本ケースを判断モデルによる総合判定シートで分析した結果が表3である。

まず、親会社であるNTTの企業価値への影響だが、NTTは当時、財務内容の健全化の必要性に迫られており、NTTドコモの上場によって得られるキャッシュは大きな魅力だったと推測できる。

NTTドコモとの相乗効果の低下が最大の懸念事項だが、携帯電話市場の適正な競争条件の整備に向けて政府の規制が強化されていたことから、そもそもNTTドコモとの一体運営が難しい状況に置かれており、相乗効果を発揮できなくなるというマイナス効果は限定的だったと思われる。

一方、子会社であるNTTドコモの企業価値への影響だが、公開による戦略自由度の向上が大きな意味があったと評価できる。急速に拡大するモバイルネットワーク市場に対応するためには、旧来の固定電話の戦略に引きずられるのは大きなマイナスになりかねない。次々と生まれる新技術に素早く対応する、あるいは厳しい競争環境に応じて、柔軟に価格政策を変更するといった戦略の追求は、公開したからこそやりやすくなったという部分があるはずである。

また、ネットワークの拡大に向けて必要となる多額の投資資金を、親会社に頼らずに、自らの力で調達できる能力を上場によって手に入れることは、盛んな資金需要を持つ当時のNTTドコモにとって意味深いことだったと思われる。

親子間での相乗効果が自由に得られる状況であれば、違った判断になった可能性も大いにあるものの、当時の厳しい規制下では、公開による戦略自由度、資金調達力の向上によって子会社であるNTTドコモの成長力を高めることが、NTTグループ全体の価値向上

につながるという判断だったと考えられる。

(2) 松下電器グループの子会社の場合

子会社の非公開化で成功している事例としては、松下電器グループの子会社の完全子会社化があげられよう。松下電器産業では、新規公開が1件もない一方で、2002年には上場子会社4社、未公開会社1社を株式交換により完全子会社化した。また、2004年3月にはTOB（株式公開買い付け）により松下電工を子会社化している。

本ケースを判断モデルによる総合判定シートで分析したものが表4である。

相乗効果を働かせやすくなるというのが、子会社非公開化の大きなメリットである。経営資源の分散により、経営の非効率が生じ、かつ強い商品が出てこないという危機的な状況からの脱却が最重点課題だった松下電器グ

ループにとって、この点が最も重要な要素として評価されたのは間違いない。松下電器産業は上場子会社群を事業分野ごとに再編し、従来数百あった事業部を14のドメインに組み直したが、そのような大掛かりな組織改編を行うためには、公開子会社の非公開化、完全子会社化が必要不可欠だからである。

その後、松下電器グループは、DVD（デジタル多用途ディスク）レコーダー、プラズマテレビ、ドラム式洗濯機など次々とヒット商品を生み出し、まさにV字回復を遂げた。子会社を非公開とすることで、一体運営による相乗効果をフルに発揮するという形になっている。

これまで商品の重複も構わずに、それぞれが自由な経営を実践してきた上場子会社が非公開化、完全子会社化され、さらにはグループ内で再編されるという状況下で、子会社の

表4 子会社公開の判断モデルに基づく総合判定シート（非公開化版、松下電器産業）

		判断項目	個別評価	評価	総合評価
(P - P')	マイナス要因	a) 戦略的自由度（顧客、取引先、提携先選定など）の低下		+ +	+ (非公開が プラス評価)
		b) 人材の高収益、有望領域へのシフトが難しくなることによる成長機会の喪失			
		c) 子会社管理コストの増加			
	プラス要因	d) 子会社との一体運営がしやすくなることによる相乗効果の向上	+ +		
- ΔP'c	マイナス要因	e) 資金の高収益、有望領域へのシフトによる成長力拡大の機会減少			
		f) 財務体質の改善のための機会減少			
(S - S')	マイナス要因	g) プレステージ、知名度、信用の低下による取引の拡大、採用能力の向上		+ +	
		h) 戦略自由度（顧客、取引先、提携先選定など）の低下	-		
		i) 経営の意思決定スピードが遅くなる			
		j) 事業特性に合ったマネジメントシステム導入が困難			
		k) 資金調達能力の低下			
		l) 経営者、従業員のモチベーションの低下	-		
	プラス要因	m) 親会社との一体運営がしやすくなることによる相乗効果の向上	+ +		
		n) 上場維持コストの減少			
- σ	マイナス要因	o) 自己資本導入によるリスクの増大	-		
		p) 子会社公開戦略によるレピュテーションの向上			
	プラス要因	q) M&Aに伴う被買収の脅威の回避	+		
		r) 子会社公開戦略によるレピュテーションの低下			

注1) +、- がついている項目は各類型で考慮すべき重要なパラメーター。+、- の数は企業価値への寄与度を示す

2) ここでは非公開化を考えているため、非公開化版総合判定シートを用いる。通常使う公開化版総合判定シートとは、プラスとマイナスが逆となっているが、あくまでわかりやすさのためであり、本質的には全く同じロジックで作成されている

経営者や従業員のモチベーションの低下も予想されたはずだが、グループとしての相乗効果の発揮という効果に比べると、相対的にダメージが少ないと判断されたのである。

判断モデル活用の際の 4つのポイント

1 納得性を高める努力

判断モデルを実際に活用するに当たっての最初のポイントは、判断の納得性の向上に向けた取り組みの重要性である。

子会社公開・非公開の判断を行うには、個別要因ごとの企業価値へのインパクトの大きさを比較分析したうえで、総合評価することが求められる。しかし、どの要因がどれだけのインパクトをもたらすかについては、関係者の間でも意見が分かれることが多い。

感覚的な評価を極力回避する意味でも、金額換算が可能なものについては、極力金額ベースでそのインパクトを見積もる努力が求められる。子会社上場事例のケーススタディ、各種シミュレーションなどを行ってインパクトを数値化することが求められる。

しかし現実的には、各要因の企業価値へのインパクトを金額換算する際には、多くの仮定を置くことなしには計算が不可能だし、そもそも従業員のモチベーションの向上など、金額換算がなじみにくいものもある。

金額換算の努力は重要だが、最終的な結果としての数値の妥当性の議論に力点を置くのではなく、金額換算の前提となる仮定の置き方の議論に意思決定者をしっかりと巻き込み、納得性を高めるというプロセスこそが重要である。

2 シナリオ分析の活用

子会社公開・非公開の総合判定を行う場合に、外部環境の変化や自社の戦略のゆえに一概に決めることができないケースが存在する。

たとえば、NTTドコモのケースにおいて、集積の利益の方が独占による弊害よりも大きいとして政府の規制が強まらなかったとしたら、公開することが必ずしも良いとはいえない状況になっていただろう。また、固定電話市場に注力するか、携帯電話市場に注力するか、両方の市場を追い求めるのかといった公開当初のグループ戦略によっても、公開・非公開の判断が変わってくる可能性がある。

このように、不確定要素があって、子会社公開・非公開の妥当性が一義的に判断できない場合には、複数の将来シナリオを描いて、不確実性を考慮した公開・非公開の判定を行うことが必要となる。外部環境シナリオと事業戦略シナリオを掛け合わせたシナリオごとに、公開・非公開の判定を行うことが求められる。

NTTドコモのケースで、外部環境シナリオとして、市場独占に関して政府の規制が強化されるという場合は、親子の一体運営がしづらくなるので、むしろ戦略自由度を高めた方が望ましく、公開が望ましい。反対に、市場独占に関して政府の規制が緩和される場合には、一体運営のメリットが生まれてくるので、必ずしも公開が望ましいとはいえない。

また、グループ戦略として、固定電話事業を縮小し、携帯電話に注力することとすれば、コアとなる携帯電話を親会社本体に取り込んで相乗効果を増大させるべきで、非公開

が望ましいといえる。

一方、グループ戦略として、固定電話市場に注力するのであれば、グループ戦略から外れる移動電話の事業体であるNTTドコモは公開し、戦略自由度を高めた方が良い。

ただし、固定も移動も両市場ともに押さえるという戦略の場合は、親子の一体運営が望ましいのか、戦略自由度を高めた方がいいのかは一概にはいえず、子会社公開の是非は一義的には決められないということになる。

これらの外部環境シナリオと事業戦略シナリオごとの評価を組み合わせ、子会社公開・非公開の判断を行ったのが表5である。この表から、環境シナリオ、戦略シナリオ次第で公開すべきかどうかが変わってくるということがわかる。

3 公開・非公開のメリットをフルに活かすアクションプラン

公開・非公開の意思決定を行っただけで、自動的にそのメリットが享受できるわけではない。当然のことながら、意思決定後のアクションプラン、マネジメントのあり方がその成果を大きく左右する。

公開・非公開のメリットをフルに活かす、

あるいはそのデメリットを最小限に抑えるためのアクションプランの作成、実行が不可欠である。

たとえば、親会社と子会社の相乗効果を発揮させるために、子会社の上場をとりやめるという判断をしたとしても、100%子会社にすれば自動的に期待するような相乗効果が発揮されるというわけではない。相乗効果の実現に向けては、親子間でのノウハウ、技術、経営資源の共有化、および親子間での連携の強化に向けた具体的なアクションプランの構築、実行が不可欠となる。

また、子会社の戦略自由度を高めるため子会社の上場を行ったとしても、実際の子会社経営陣の意識が低く、その自由度を活かした経営を積極的に行わなければ、そのメリットは活かせない。高い戦略自由度を活かして何をするのかという具体的なプランがなければ、公開の成果は実現しない。

4 定期的な見直しの実施

外部環境や戦略の変化に応じて、公開・非公開の判断も変わってくる。

たとえば松下電器産業では、高度成長時代には多少の事業の重複には目をつぶり、グル

表5 シナリオ別の子会社公開・非公開の判定結果（NTTドコモ）

外部環境シナリオ 内部環境 シナリオ		事業環境シナリオ		公開妥当性評価
		政府の規制強化 （市場独占抑制）	政府の規制緩和 （市場独占容認）	
グループ戦略 シナリオ	移動電話市場に注力	- （非公開）	- （非公開）	- （非公開）
	両市場ともに押さえる	+ （公開）	- （非公開）	+ or - （公開 or 非公開）
	固定電話市場に注力	++ （公開）	+ （公開）	+ （公開）
公開妥当性評価		+ （公開）	- （非公開）	

注）+ がついている項目は公開が望ましく、- がついている項目は非公開が望ましい。+、- の数は企業価値への寄与度を示す

ープ各社、事業部の競争を促すことで成長してきた。子会社の公開による自由度の向上、経営者、従業員のモチベーションの向上が、グループ価値の向上に向けてプラスに働いてきたといえる。しかし、競争環境が厳しさを増し、リソースを分散させたままでは戦えない状況が訪れたため、子会社を公開しておくプラスよりも、マイナスの方が大きくなってしまったわけである。

冒頭で述べたように、資本市場からもグループ企業価値の向上という視点に立った子会社公開戦略が求められており、手続きとしても非公開という手法が柔軟にとりやすくなってきている。子会社の公開を固定的なものと捉えるのではなく、定期的に、公開・非公開の判断を見直すことが必要である。

子会社公開政策の見直しに向けて

最後に、これまでの議論をふまえ、子会社の公開政策のあり方として、以下の3点を改めて指摘したい。

1 画一的な公開戦略からの転換

子会社を公開すべきか否かは、その子会社の事業特性、置かれている状況によって違ってくる。従来の画一的な子会社公開戦略ではなく、個々の子会社の特性、状況に応じて最適な公開戦略を構築するという姿勢への転換が求められる。

公開してしまった子会社についても、このことは同様に当てはまる。公開しているという状態を是とするのではなく、改めてその公開の妥当性を評価して、最適な形を探ること

が肝要である。

2 中長期的な価値の増大という視点に基づく判断

子会社公開の判断において、本質的なことは、子会社公開により、親会社本体ならびに子会社の企業価値が高まるか、すなわち収益性、成長力が高まるかということである。キャッシュが欲しいので子会社を公開させるという短絡的な議論が依然として多いが、それが企業価値を高める判断なのかという視点を常に忘れてはならない。

3 公開戦略を補完する、成果実現のためのアクションプラン

合理的な方法に則って子会社公開・非公開の妥当性が判断されたとしても、狙いどおりの成果が生まれるかどうかは、その後のマネジメント次第である。子会社公開・非公開のメリットを最大限に活かし、かつデメリットを最小化するためのアクションプランを構築して、しっかりと実行することが不可欠である。子会社公開・非公開の意思決定だけで、自動的に成果が保証されるというものではないことを、改めて認識すべきである。

著者

中島 済（なかじまわたる）

営業企画部上席コンサルタント

専門はグループ経営管理、競争戦略構築、組織改革、M&A戦略

根岸正州（ねぎしまさくに）

経営コンサルティング部コンサルタント

専門はグループ経営管理、企業価値評価、組織改革、企業の社会性戦略