

株主関係の再構築による企業価値向上

皿田 尚



片亀光行



CONTENTS

- I 株主の多様化が企業の対株主戦略の再考を促す
- II 本格化する非上場化・MBO
- III 経営改革手法としてのMBO
- IV 業界再編を促す戦略的子会社化
- V 株主関係の再構築における明確なシナリオの重要性

要約

- 1 株主の多様化や敵対的買収の脅威など、資本市場を取り巻く環境は企業に株主関係の再考を迫っている。その結果、日本でも、MBO（経営陣による企業買収）など、より積極的に株主関係の再構築を決断する企業が現れてきた。
- 2 MBOは、自主独立を維持しながら経営改革を促す戦略としてメリットが多い半面、課題もある。しかし今後、事例が増えていくことで制度やスキーム面のノウハウが充実することが見込まれる。オーナー経営者依存の経営スタイルの変革や戦略転換を伴う全社改革の手法として、注目すべきである。
- 3 MBOは、通常は経営陣と金融投資家による買収だが、戦略投資家を主要株主とする戦略的子会社化の例も増えている。これは買収される側の立場を積極的に選択することを意味し、経営陣にとっては経営の独立性が損なわれる可能性もあり、自己否定につながりかねない。しかし、子会社化により、資本提携先との人材や技術資源の共有、スケールメリットを期待できる。これは、単なる安定株主対策よりも企業価値向上に向けて一歩踏み込んだ意思決定である。
- 4 鉄鋼、製紙、医薬、食品、流通など多くの業界で合従連衡が活発化している。独自路線を歩むのか、業界再編に主体的に取り組むのか、意思決定を迫られる局面もある。MBO、戦略的子会社化をはじめとする株主関係再構築は、単なる敵対的買収対策を超えて業界再編に対する能動的スタンスの明示でもある。
- 5 株主関係の再構築は利害関係者の合意が前提であり、その鍵は企業の事業特性、歴史、風土を踏まえた、皆が認める企業価値向上への明確なシナリオにある。

I 株主の多様化が企業の 対株主戦略の再考を促す

近年、外国人株主や、経営に積極的に言及する機関投資家、さらにはインターネットを利用する個人株主などが増加している。こうした多様な株主は、従来のモノ言わぬ株主と比較して、投資対効果の観点から、より合理的な行動をとる。

また、近年、M&A（合併・買収）を志向する企業が増えており、一般企業が敵対的買収に直面するリスクも増えている。

株主の多様化や敵対的買収の脅威などにより、経営者は株主との関係を再考せざるをえない状況が多くなってきた。

こうしたなかで、株主からの働きかけを受動的に受け入れるだけではなく、株主との関係再構築を能動的に選択する企業が現れてきた。なお、株式の売買を決定するのはあくまで株主である。ここで「能動的に選択」とは、株主に対して、あるべき関係を自ら積極

的に表明し、合意を促すということを意味している。

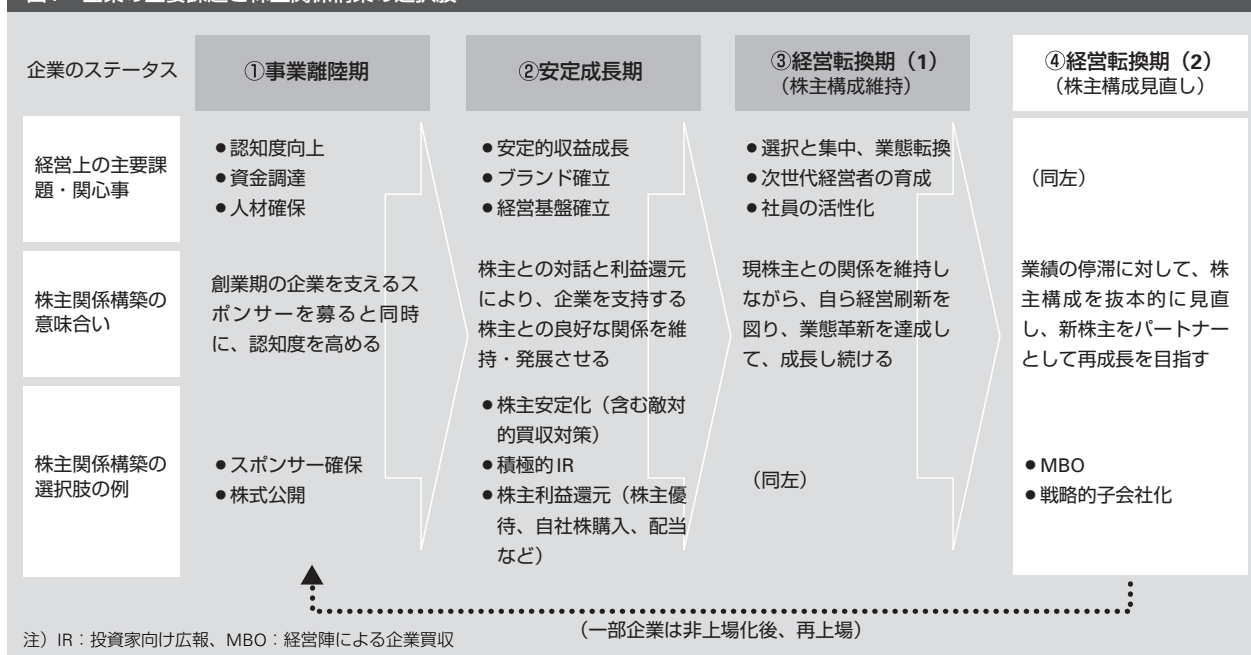
企業自らの意思で、株主との関係を積極的に再構築しようという動きにはさまざまなものがある。図1に、企業が置かれているステージに応じた株主関係再構築の意味合いと選択肢を整理している。

1 事業離陸期にある企業

一般的に、企業の創業後、急成長時には成長のための資金を供給するスポンサーが必要である。また、創業後間もない場合、企業の認知度は低い。これらの課題に対応するため、株式上場を検討する企業が多い。成長が見込まれるベンチャー企業や大企業の子会社がIPO（新規株式公開）を実施するのは、このケースに相当する。

株式を上場することで、上場前の大株主である創業経営者や親会社との閉じられた関係から、不特定多数の株主との関係に移行する。同時に、資金調達の多様化と認知度の向

図1 企業の主要課題と株主関係構築の選択肢



上が期待できる。

2 安定成長期にある企業

安定成長が期待できる企業は、株主との対話と利益還元により、株主との良好な関係を維持・発展させることが望まれる。

たとえば、カゴメは個人株主10万人計画という明確な戦略を打ち出している。そして、個人株主の購入を促す株式分割や株主優待策の実行、経営理念の積極的な発信、株主懇親会の開催などにより、個人株主をカゴメファンとして取り込んでいる。これは、消費者を、顧客としてだけでなく、自社の株主とも位置づけ、関係強化にきわめて積極的に取り組んでいる事例である。

グリーンメーラー（株式を買い占め、その高値での買い取りを会社側に要求する株主）や敵対的買収への対抗策としての企業防衛策も、安定成長期にある企業にとっての重要な選択肢である。ただし、株主との良好な関係は、収益の成長が十分見込まれることが前提となる。

3 経営転換期にある企業（1）

事業成長を果たし、ある程度の期間を経ると、遅かれ早かれ経営の曲がり角に差し掛かる。収益基盤であった事業の成熟、創業経営者の世代交代などがこれに当たる。

多くの危機に直面してきた企業の中には、自らの業態改革や経営刷新により、停滞期を乗り越えていくところもある。このような企業においては、企業価値向上の果実を、高株価や配当の形で株主に返していくことが一般的である。

ただし、経営転換期に差し掛かっていて

も、抜本的な改革に着手せず、敵対的買収対策を行うだけでは株主の信頼を得ることはできない。

4 経営転換期にある企業（2）

経営転換が必要な企業の多くは、実際には、さまざまな障害から業績低迷にあえぎ続ける。また、業績低迷から脱却するための抜本的な戦略について、既存の株主から理解が得られない場合もある。

そのような企業にとっては、思い切った株主構成の抜本的な見直しも有力な選択肢となる。新しい株主を事業支援パートナーとして、再成長を目指すのである。

選択肢の一つはMBO（経営陣による企業買収）である。ただし、業界全体が成熟して、独自の生き残りが困難だと、MBOはふさわしくない可能性がある。統合による過剰設備の解消や生産性の改善などの再編が求められる場合などには、戦略的子会社化が選択肢となる。

MBOも戦略的子会社化も、株主構成を抜本的に変えるという点では同じである。異なるのは、MBOは経営の独立性が確保されるのに対し、戦略的子会社化は親会社の戦略に左右されることである。MBOは自力成長が前提となるが、戦略的子会社化は、親会社の人材、技術ノウハウなどの相乗効果を期待できる点も異なっている。

株主関係の再構築戦略にも種々の選択肢がある。これらの選択肢は、一般的に資本政策の一環と位置づけられ、主に金融機関が専門家としての役割を発揮している。

しかし、成長を前提とした対応策は一般化しているが、経営転換期を迎えた企業の株主

再構築の事例は少ない。それゆえ、選択肢の評価や手法が定まっていない。多くの企業が業績の低迷に直面するなか、非上場化を含めた株主関係の抜本的な再構築も選択肢とすべきである。

なお、株主関係の再構築はあくまで手段である。これを、企業としての経営課題の解決にしっかり結びつける必要がある。すなわち、解決したい経営課題をしっかりと見据え、最適な経営戦略とそれに適合した株主関係再構築を実施することが必要である。そのためには、ファイナンスや法制度の専門性だけでは足りない。経営や事業の専門ノウハウを保有する事業支援パートナーが必要である。

そこで、ここでは、経営転換期にある企業が再成長を果たす手段として、MBOと戦略の子会社化を取り上げる。これらは、転機を迎えた企業が、事業支援パートナーとなる株主を能動的に選択することにより、経営改革を実行する手法と考えている。

本稿では、戦略的子会社化とMBOの事例をもとに、株主関係をどう再構築し、経営改革をどう実行に移すべきかを提案する。

Ⅱ 本格化する非上場化・MBO

1 トーカロのケース

まず、株主関係再構築戦略の1つ目として、MBOの事例を示したい。ここ数年で、欧米ほどではないが、日本でもMBOの成功事例が現れてきた。

神戸市灘区に本社がある、溶射（磨耗や腐食を防止するために被膜を形成するコーティング技術）を中心とした表面改質を事業内容とする中堅製造業のトーカロのケースがその

表1 トーカロにおけるMBOの経緯

2000年	- ヨーロッパの外資系企業より、以前から株主である日鐵商事にトーカロ株式の買い取りの打診 - 売却に前向きな日鐵商事より、トーカロに株式売却の相談 - トーカロは外資系企業への株式売却を拒否、MBOを逆提案（当時、店頭登録）
2001年	- ジャフコと共同で、株式公開買い付けを実施 - MBO実施に伴い、店頭登録廃止
2003年	東証二部に上場（ジャフコ持ち分株式の売却）
2005年	東証一部に上場

表2 トーカロの公開買い付け前後の株式持ち分比率

	公開買い付け前 (2001年1月)	再上場直前 (2003年12月)	再上場後 (2005年7月)
日鐵商事	60.4	0.0	0.0
ジャフコ	0.0	52.8	0.0
トーカロ	21.9	44.5	33.4
その他	17.7	27.0	66.6

注) 再上場後の比率は、2005年3月時点の比率をもとに推計

表3 トーカロの株式公開買い付け前と直近の業績

	2001年3月期	2006年3月期	5年間の変化
売上高	107億円	193億円	1.8倍
経常利益	7億円	52億円	7.4倍
時価総額	64億円	676億円	10.1倍

一つである（表1）。同社は1951年7月に設立され、従業員数は400人弱、2006年3月期の売上高は193億円であった。

トーカロは、MBO実施の前と後で、株主の構成が劇的に変化した（表2）。同時に、時価総額が10倍に増加した（表3）。

企業価値の劇的な増加は、特異な技術力を有し、半導体などの成長市場に適合した技術開発を成し遂げたことが背景にある。

ただ、MBOを決断した2000年当時、トーカロは会社として大きな岐路に立たされた。決断次第で、成長が阻害される可能性もあった。2000年に、あるヨーロッパの外資系企業が、親会社である日鐵商事に、トーカロ株の

売却を打診したのである。

当時、日鐵商事は外資への売却に前向きであり、トーカロが承諾すれば、株式の売却を了承するとした。一方、トーカロは、買収を申し出た外資系企業の経営スタイルをよく知っていた。そして、その経営スタイルがトーカロの体質と合わないと判断し、申し出を断った。

親会社はすでに売買を承諾している状態である。トーカロの意に反して売却されても文句は言えない。そのため、株を手離したがっている親会社に代替案を示す必要があった。当時、トーカロの経営陣は相当切羽詰まった状況にあった。

このような追い詰められた状況下、当時まだ事例の少なかったMBOに挑戦することを決断したのである。MBOを実施するに当たっては、外資系企業の社長に、買収の断念を納得してもらった。

こうした経緯は、いわゆる敵対的買収とは異なる。日鐵商事は外資系企業に株を売却することができた。しかし、子会社の受諾を条件とした。また、トーカロは株式売却を決めた親会社にMBOという代替案を示した。

MBOにより、経営への監視が効かなくなるとの懸念も存在する。しかし、その指摘は必ずしも正しくない。

MBOは、多くの場合、より厳密にいうとF&MBO（ファンドと経営陣による買収）である。トーカロのケースでも、非上場後は投資会社であるジャフコが株式の過半数を握った。自社と体質が合わない事業会社よりは、中立的な投資家の方が株主として望ましいという判断である。

とはいえ、投資家は当然、きわめて厳しく

結果を求める。また、トーカロの経営陣はMBOに伴って大きな借金を抱えることになる。その緊張感は大変大きかったと、当時の経営陣は述べている。すなわち、安易に上場している場合よりも、投資家によって厳しく経営のチェックが行われるのである。

一方で、現経営陣と従業員が、過半数ではないとはいえ、大株主となった意味は大きい。経営への参画意識を持たせ、危機感を醸成し、社内を一体化させる効果があった。そして、同社が主力としていた鉄鋼業などを対象とする技術から、半導体などハイテク分野へ事業転換を図ることで、急成長することができた。すなわち、危機感を、事業転換に邁進する動機付けとして活かしたところが、本MBOの成功要因である。

いくつかの偶然が重なったのも事実だが、MBOという意思決定がなければ、今のトーカロは存在しなかった。仮に外資系企業に買収されていたら、従業員のモチベーションが下がり、人材の流出によって需要の拡大に対応できなかった可能性は十分ある。

また、MBOによって、ジャフコが経営に参画した後、管理会計の仕組みを整備し、事業ごとの収益の「見える化」を実行した。これにより半導体分野への積極的な投資判断が促され、収益向上を達成できた。

トーカロのケースは、株主関係の再構築を契機に、社内の危機感の醸成、経営基盤の整備、積極投資によって業績向上を実現した事例といえる。

2 ポッカコーポレーションのケース

2005年にMBOを決断したポッカコーポレーションは、業態革新を目論む事例である。

ポッカは売上高1000億円弱の中堅飲料メーカーである。飲料分野は、大手企業がひしめく市場であり、中堅企業が生き抜くのは容易ではない。特に、ポッカが主力としてきた缶コーヒーは、競争がきわめて激しい分野である。

同社はその昔、大塚ババレジやネスレ日本などとの資本提携も模索した。しかし、株価は低迷したままであり、経営陣は、このままでは将来はないと考えた。そして、コーヒー依存体質から脱却するために、思い切った事業構造改革が必要と判断した。

抜本的な改革が必要と判断したもう一つの理由は、オーナー依存経営体質からの脱却である。ポッカは公開企業ではあったが、創業時代のファミリー的企業文化の色彩が強く残っていた。同社の内藤由治会長は、決断当時の心境を次のように語っている。

「公開企業は、本来『公』のものだが、日本には、依然として創業家や取引先など『身内』がオーナーシップを握っている企業が数多い。オーナー経営の利点もあるが、公開企業としては次世代の経営者の育成に苦勞することの方が多い。代替わりの時期を迎え、近代的経営革新が必要となるときに、過去のしがらみから改革がままならない。こうした状況から、何とか脱却したいと考えたこともMBO決断の理由の一つである」

オーナー依存経営体質からの脱却と同時に、内藤会長は、社員の当事者意識、自主独立心や危機感を高めることが必要とも考えた。「社員の将来のために抜本的な改革が必要と考えたが、社員にも命がけで取り組んでもらう必要がある。自社株の保有は、会社が

緊急状態にあることを認識し、自分の会社を良くするのだというモチベーションアップにも有効だ」と内藤会長は述べている。

そして、投資会社のアドバンテッジパートナーズ（東京都千代田区）と共同での非上場化、3年後の再上場を目指し、MBOを決断したのである。

MBOを決断した経営陣は、最近、役職員の顔付きが変わってきたという。その要因はいくつかある。

（１）経営陣と従業員による投資

MBOに当たって、TOB（株式公開買い付け）に必要な資金は総額250億円に上った。投資のほとんどは、ファンドによる投資と金融機関による融資に頼ることになる。その投資の10%を経営陣と従業員がシェアした。

10%とはいえ、多額の投資を負担するのは容易ではない。その投資負担が、社員一人ひとりが経営者感覚を持つという意識改革の動機付けにもなっている。すなわち、当初の目論見どおり、MBOが社内の活性化に貢献している。

（２）経営改革指導者の派遣

アドバンテッジパートナーズは、非常勤役員に加え、財務・経営分析に詳しいコンサルティング経験者を何カ月も常駐させている。

派遣された人材とポッカの社員が一体となって取り組んだのは、現状分析の徹底した数値化はいうに及ばず、経営課題の明確化、改善の具体化、スケジュール化の徹底である。かつて、社内でチームを編成し、改革に取り組むことがあったが、目標やスケジュールがあいまいなまま崩壊的に終わることが多

かった。これに対し、派遣人材は、外部の視点や分析手法を持ち込み、妥協することなく目標の数値化を促した。

内藤会長は、「これにより、『経営の見える化』が実現した。情けない話だが、ここ数年成長したいがために売り上げ至上主義に陥り、利益の視点が薄くなった。結果として売り上げも伸びていない。今やるべきことを徹底するだけでも利益を上げることができると改めて感じた。大株主から派遣されている外部の専門家という立場からの進言に対しては、素直に聞きやすい面もあるし、社員の能力も確実にアップしつつある。内部の人材だけでは、ここまでの徹底は不可能に近かったと思う」と述べている。

アドバンテッジパートナーズは、事業支援パートナーとして機能しているといえよう。

(3) 戦略思考の訓練

かつてはオーナー経営者のトップダウンで物事が進んでいたが、逆に社員がそれに安住していた。いわゆる指示待ち状態である。こうした企業は、代替わりが必要な時期に非常に戸惑うことになりがちである。

それに対し、MBOという手法を通して、自社株を保有しオーナーシップを共有した。そして、ファンドから派遣された人材を通して、さまざまな情報をもとに自ら判断する戦略思考を持ち始めた。ポッカは、このような取り組みを通じて、食品ビジネスを始め、新規事業の拡大、事業モデルの転換を目指している。

成果の刈り取りに向けては、これからが正念場である。幸い、MBO実施後に種々の改革を断行し、計画どおりに業績が推移してい

ることから、経営陣は再上場への自信を深めている。ポッカコーポレーションは、業態を革新すると同時にオーナー依存経営体質から脱却し、経営の近代化を実現するために、MBOを有効活用した事例といえる。

3 すかいらくとワールドのケース

すかいらくとワールドは、大胆な戦略転換を行うために、MBOを用いて非上場化を実施した事例である。

すかいらくは、2006年6月にMBOを発表し、7月にかけてTOBを行った。9月に上場廃止する予定である。

すかいらくは、非上場化により、中長期的な戦略を迅速に意思決定できる状況を構築したいと考えている。これまで低価格路線のガストを中心に成長してきたが、さらなる抜本的な経営改革の必要性からMBOを実行した。同社にとっては、MBOは他社の追従できないビジネスモデルを構築する戦略をとりやすくするための体制の整備である。

ワールドも、同様に大胆な戦略転換を行うために、2005年にMBOを実施した。

ワールドの寺井秀蔵社長は、かねてから川上へと事業を広げてゆく成長戦略を考えていた。SPA（製造小売り）として発展してきたノウハウを活かして、業態開発やデザイン開発から生産販売まで、一貫したモデルを構築する戦略である。しかし、結果的にそのような戦略はリスクが高すぎるとアナリストや市場から評価され、評判は良くなかった。そこで、市場との対話を通じて株主に戦略を理解してもらうのではなく、自ら株主となり経営改革を行うことを選択した。

この2つの事例は、成熟しつつある業界

で、大胆な戦略転換を行おうという点では共通している。両事例とも改革はまだ始まったばかりであり、今後の動向が注目される。

Ⅲ 経営改革手法としてのMBO

近年のMBOの事例は、それぞれ違った事情を抱えている。しかし、MBOをあえて決断する背景には、環境の変化に対する強い危機感と、経営改革に対する共通した覚悟を感じることができる。すなわち、MBOは経営改革の手法として活用されている。

1 オーナー経営者依存の経営スタイルの転換

MBOは、オーナー経営者依存の経営スタイルからの転換に有効である。これは、昨今の多くの企業に共通する課題である。

オーナー経営者は、若い頃から苦労しただけに、非常にビジネスセンスに富み、その判断力は群を抜く。役職員は、その判断に従っていればよい時代が長く続く。オーナー経営者は一般的に危機感も強く、黙ってられない。その結果、人が育たないという悪循環に苦しむことになる。

MBOは、勇気をもって、その悪循環を絶つ意思決定を行うことでもある。MBOにより、経営陣や従業員も株主になり、オーナー意識が生まれる。その結果、ポッカコーポレーションの事例のように、従業員が指示待ち状態から脱却するきっかけとなりうる。さらに、新経営陣にも、中長期的な側面をも考慮した戦略を実行するインセンティブが生じるため、意思決定の質の向上につながる。

またMBOは、経営へのチェック機能が強

化される手法であり、のんびりしていた社内に、危機感や一体感が醸成される。その危機感と一体感こそが企業の改革につながるのである。

通常、企業の経営スタイルや意思決定プロセスはなかなか変えにくい。業態の転換と同時に、経営陣や従業員の意思決定プロセスを受け身から自律的なものに変えたい場合は、MBOは有効な改革手法の一つになる。

2 戦略転換を伴う全社改革手法の一つ

MBOは、大胆な戦略転換を伴う全社改革の契機とすることも可能である。ワールドの事例が、まさにこの場合に相当する。

ワールドは、アパレル業界の成熟化が進展するなか、大胆な戦略転換を図ろうとしていた。大胆な戦略転換を実施する際には、上場企業としてさまざまな思惑を持った株主を説得する必要がある。しかし、すべての株主に戦略転換の重要性や有効性を理解してもらうことは、事実上困難である。戦略転換に関して既存株主の説得に失敗した場合には、株価下落のリスクがある。そうになると、経営者の意図に反して、買収されてしまうリスクも出てくる。

市場と経営者の間に存在する情報ギャップは構造的な課題であり、簡単には解決されない。経営者は、自らの戦略が正しいと思う場合には、リスクをとり、MBOを通じた非公開化を図ることも選択肢の一つになりうる。非公開化により、IR（投資家向け広報）に頭を悩ますことなく、本質的な経営戦略の考案に没頭することも、一つの経営スタイルである。

表4 MBOのメリットと課題

主体	メリット	課題
経営陣 (従業員)	● 不特定多数の株主、親会社の制約から脱し、大胆な経営改革が可能 ● 経営方針に理解のある特定株主による統治 ● 株式の有利取得、将来的なキャピタルゲイン期待によるモチベーション	● 負債の増加に応じたキャッシュフローの厳格管理 ● 当初計画に縛られて経営の柔軟性を失う恐れ（ただし、統治が利かなくなるという懸念は杞憂）
資金提供者	● ミドルリスク、ミドルリターンへの投資ポートフォリオ形成、多様化	● 企業価値の向上、経営改革へのコミット ● EXIT戦略（一般的に3～5年程度で資金回収を目指すため）
前オーナー	● 個人：相続税対策、納税などの資金確保 ● 法人：戦略資金の確保、非コア事業の切り離し	● 瑕疵担保条項で損害賠償を請求されるリスク（株式売却後に明らかとなった債権などの資産価値減損が瑕疵とみなされ、その損害を賠償する必要があるリスク）
既存株主	● TOB時のプレミアムの支払いにより、新しい株主関係のもとで期待される将来利益の一部を享受することが可能	● プレミアムの水準の納得性

注）EXIT：新たな株主への売却、TOB：株式公開買い付け

3 MBOのメリットと課題

表4に、MBOのメリットと課題を整理した。これらの課題に対応するためには、事業特性への配慮とスキームの入念な設計が必要である。

通常のMBOでは、株式を買収する資金を調達するために借入金が増加する。MBO実施後、数年間は借入金を確実に返済することが求められる。したがって、MBOは、業績が急変する可能性のある事業には向いていない。安定的な収益があるものの、成長が停滞している企業に向いている。

また、楽観的な事業成長計画を前提にした借入金返済計画ではなく、ある程度の悲観シナリオでも返済可能な計画を組み立てることが必要である。ただし、いずれの場合でも、対応が不可能な課題ではない。

MBOについてさまざまな評論があるが、業績低迷に対して何もせず手をこまねいているよりも、前向きに評価すべきである。

IV 業界再編を促す戦略的子会社化

近年では、日本においても、企業価値を向上させる手段として、合併や持ち株会社による同業者同士の経営統合が一般化してきている。ただし、良い企業を買収したいとする企業は増えているが、「買収されたい」という企業は多くない。

買収機会の活用に加えて、被買収機会を活用することも、企業価値向上の重要な手法の一つになりうる。企業価値向上のために、自ら戦略的子会社の道を選び、親会社のリソースを積極的に活用するのである。

通常、戦略的子会社とは、企業グループの中で、経営戦略上重要な事業を担う子会社を指す。中長期的な戦略に基づいて設立する場合や、買収により確保する場合もある。

一方、本稿で示す「戦略的子会社化」とは、経営者が、形式上は子会社となりながらも、株主の経営リソースを活用できるような

形態を、自ら選択することである。株主を能動的に選び、企業価値を向上させる手法といえる。その代表的なものが、中外製薬が自ら戦略的に、スイスの製薬メーカー、ロシュの子会社となった事例である。

1 中外製薬のケース

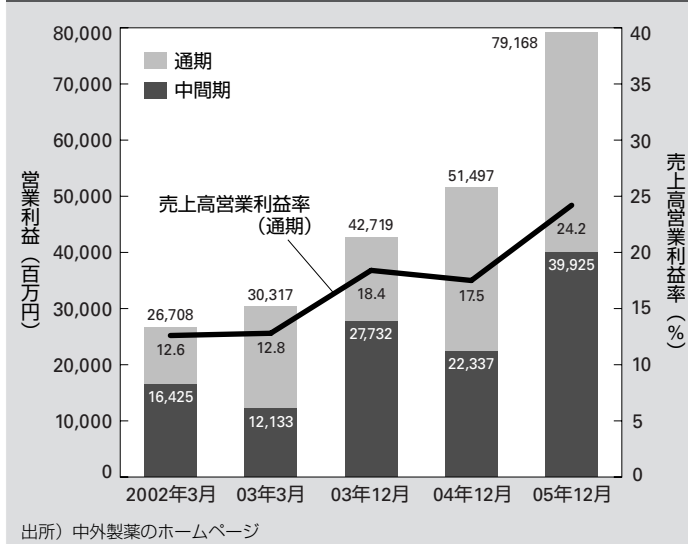
製薬業界では以前から、世界的な業界再編が起きている。日本国内においても、最近ではアステラス製薬（山之内製薬と藤沢薬品が合併）や第一三共（三共と第一製薬が経営統合）の事例のように、合併を選択する企業が増えてきている。また、ドイツのベーリンガーインゲルハイムによるエスエス製薬に対する敵対的買収の試みなども、記憶に新しいところである。

このような状況下で、ロシュは、中外製薬の発行株式の過半数を持ち、まさに日本市場を攻めるための戦略的子会社として中外製薬を活用している。注目すべきは、ロシュが中外製薬を取り込みたいという思惑から仕掛けたわけではなく、中外製薬が自らの意思で戦略的子会社化を働きかけた点である。

中外製薬は、ロシュの一部に成り下がってしまったわけではない。同社は経営の自立性も維持しながら、ロシュの経営資源を最大限に活用している。また、独自の海外展開の権利を保持しながら、ロシュの研究開発と販路の相互活用を実現している。実際、同社は、ロシュの豊富な研究開発費や化合物のデータベースなどを活用することにより、研究開発のスピードを短縮できているという。

このように中外製薬は、ロシュという株主の持つ経営資源をうまく活用し、企業価値向上に成功している。同社は、2002年の戦略

図2 戦略的子会社化以降における中外製薬の営業利益の推移



的子会社化以来、業績も非常に好調である。2002年以降、同社の営業利益は約3倍に増加している（図2）。

これまでのところ、中外製薬の戦略的子会社化は成功しているといってよい。そのポイントは、過半数を押さえているモノ言う株主でありながら、長期的な視点から中外製薬の企業文化を尊重してくれる相手を株主として選択したことである。単純に規模の経済を追求し、短期的な統合効果や早急な一体化を要求する吸収合併であれば、これほどの成果は出なかったであろう。

2 戦略的子会社化が成立しやすい資本集約型業界、成熟業界

GM（ゼネラル・モーターズ）の株式売却がきっかけとはいえ、富士重工業がトヨタ自動車の傘下に入ったのも、広義の戦略的子会社化の例といえる。トヨタの資本参加を求めた理由は、同社の卓越したコストダウンノウハウなどに期待するところが大きであろう。

古くは、日産自動車に対するルノーの資本参加も、日産側の旧経営陣の決断がなければありえなかった。これは、戦略的子会社化が成功した事例の一つといえる。

製薬や自動車以外にも、鉄鋼や半導体のように設備や資本自体が競争優位の源泉となる産業は数多い。こうした産業では、好むと好まざるとにかかわらず、規模の拡大が競争力強化につながる。資本集約型の業界では、スケールメリットが働き、相互に利益を享受しやすいため、戦略的子会社化が成り立ちやすいといえる。

昨今、鉄鋼や製紙、石油などの素材系企業で再編が進んでいる。こうした産業は、基本的に成熟した設備産業という特徴を有するため、資本集約の効果が出やすく、合従連衡が起きやすい。また、医薬、食品、流通など成熟期を迎えている他の多くの業界でも、合従連衡が活発化している。

いずれの業界も、国内では成熟期を迎えている。人口減少により、将来も縮小均衡は目に見えている。場合によっては、海外への進出を目論み、グローバル企業と戦う局面も発生している。単独で戦うよりも、力を結集することが必要とされる場合もある。すなわち、業界全体として再編の必要性が認識されつつある。

このような状況のもとで、企業は、業界再編に際して、独自路線を歩むのか、業界再編に主体的に取り組むのか、意思決定を迫られる場合が増える。その際、買収する側に回らなくとも、戦略的子会社化を能動的に仕掛け、再編の主導権を握ることも選択肢の一つである。

資本集約型の業界や成熟した業界では、今

後、さらなる企業価値向上に向けた一つの選択肢として、戦略的子会社化を考えるべきである。他社の買収だけでなく、戦略的目的に従い、被買収機会も積極的に選択していくことが必要である。また、戦略的子会社化が成功したとしても、永遠にその関係を継続できるわけではないため、継続的に株主との関係を見直していくことも重要である。

V 株主関係の再構築における 明確なシナリオの重要性

合従連衡の成功は、それが業界や取引先にとって必要不可欠なことだという利害関係者の判断が前提となる。また、業界再編に限らず、企業が実行する株主関係の再構築には、多くの利害関係者の合意が前提となる。

MBO、戦略的子会社化をはじめとする株主関係再構築は、能動的な業界再編ということができる。そして、MBOや戦略的子会社化においても、経営陣は能動的スタンスを明示し、新旧株主の合意を得る必要がある。

株主の説得に際しては、MBOや戦略的子会社化が、長期的な企業価値向上に寄与するということが前提になる。結局、新旧株主が求めるのは、突き詰めると「企業価値向上」である。しかし、その実現方法に対する考え方や感じ方には差が出てくる。利害関係者の説得を試みても、その考え方の違いを克服できず、暗礁に乗り上げてしまうことも少なくない。

成功の鍵は、企業が置かれた状況、事業特性、歴史、風土を踏まえた、皆が認める企業価値向上への明確なシナリオにある。それは、自己満足では説得力を持たないし、うそ

になってはすぐに破綻してしまう。対外的に十分納得される戦略であり、十分に実現可能で、社内でも納得性の高い戦略である必要がある。明快なシナリオは、すべての利害関係者にとっての大儀とも言い換えることができる。

企業の経営課題をしっかりと見極めること、株主関係の再構築を通じて経営課題の解決が図られることを、内外にわかりやすく説明できることが重要である。大儀なきMBOや戦略的子会社化を試みようとしても、新旧株主を中心とした利害関係者の合意を得ることができず、実行されずに終わる可能性が高い。大儀を見出すためには、経営陣の想いと覚悟、事業支援パートナーを含むさまざまな知恵の結集が必要である。

そして、株主関係の再構築後は、課題解決に向けた地道な経営改革を絶え間なく実行することが肝要である。株主関係の再構築はあくまで手段の一つであり、真の改革のスタート地点に立っているに過ぎないからである。

著者

皿田 尚（さらだたかし）

経営システムコンサルティング部グループマネージャー

専門はバリューチェーンマネジメント、企業再生、企業統合

片亀光行（かたかめみつゆき）

経営システムコンサルティング部主任コンサルタント

専門は全社改革、新規事業開発、IT・サービス業界の事業戦略立案