

解 題

証券アナリストジャーナル編集委員会
第四小委員会委員 中 塚 富士雄

UNCTAD（国連貿易開発会議）のWorld Investment Report 2015によれば2014年の日本のクロスボーダー M&A（企業合併・買収）の金額（直接投資額ベース）はネットで買収が約450億ドル、売却が約70億ドルとEU、米国に比べて売却が極めて小さい（図表1）。この傾向は過去から一貫して続いており、米American Appraisal社はレポート「Global M&A Valuation Outlook 2014」の中で、その要因を「中央値で一桁台というIRR（内部収益率）の低さ」と分析していた。

株主価値の向上に向けたコーポレートガバナンスの改善、ROE重視の経営は、アベノミクスの第三の矢の成果を得るためには必達の課題だが、実情はまだ道半ばということがM&Aの断面からもうかがい知れる。

内閣府は平成20年度（08年度）の年次経済財政報告（経済白書）の第2章第3節「日本企業の

リスクテイク能力」において、日本の産業の抱える課題として①一部の業種を除き事業ポートフォリオの選択と集中が進んでいない②不振事業からの撤退が進んでいない、ことを主要企業の有価証券報告書のセグメント情報の分析から抽出し、株主重視の経営姿勢を求めた。

これを受け09年7月に発足した産業革新機構には、官民による成長企業への投資と併せて「技術等を核とした事業の再編・統合」が盛り込まれ、電機大手から事業を切り出し統合したルネサスエレクトロニクスやジャパニディスプレイが同機構の下で事業再生に取り組んだ。しかし、その足取りは必ずしも順調なものではない。

平成20年度経済白書の指摘から7年、日本企業の選択と集中の実相を捉え、株主価値の向上に向けた企業活動を加速する道筋を探ることが本特集の目的だ。

図表1 日米欧のクロスボーダー M&Aの金額推移

（単位：百万ドル）

年	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
EU（純売却）	258,391	120,323	118,187	184,582	128,270	120,748	160,642
EU（純買収）	321,872	120,347	23,108	142,022	18,998	26,403	15,675
米国（純売却）	221,864	65,830	84,344	146,144	64,752	57,556	10,838
米国（純買収）	-30,868	24,108	85,104	137,731	72,528	58,672	86,812
日本（純売却）	7,994	-6,336	7,114	4,671	1,791	4,271	6,997
日本（純買収）	49,539	17,632	31,271	62,263	37,795	54,898	44,985

（出所）UNCTAD World Investment Report 2015（Annex table3. Value of cross-border M&As）

本特集を構成する論文は4本。池田・井上論文「「選択と集中」の経営の課題—「多角化M&Aパズル」の検証—」は、事業の多角化・集中化が株主価値に与える影響を分析しており、本特集の問題提起にあたる。タイトルの「パズル」とは、日本のM&Aの半数は自社の主要事業と異なる業種の事業買収であり、「選択と集中」を経営解とする多くの議論と、現実とは異なることを指している。すなわち米国を中心とする多くの先行研究がコングロマリット・ディスカウントの存在を指摘し、多角化の負の側面をエージェンシー問題や組織論から解こうとするのに対し、日本の実情が異なるかどうかを検討する。

分析対象期間は00年～11年で、パネルデータは約25,000件（年・企業）である。

まずパネルを多角化M&Aと集中化M&Aに二分し、多角化M&A実施ダミーを被説明変数とするProbit分析を行い、日本では多角化M&Aに取り組むのは売上高成長率やPBR（株価純資産倍率）が大きい成長企業であることを示す。次にM&A発表日前後でCAR（累積超過収益率）のイベント・スタディを行い、多角化M&Aの買い手企業はM&A発表日前後のCARが有意に正との結果を得た。

米国における先行研究では買い手企業のプロフィールは成熟企業でCARは負であり、日米で結果が異なることを明らかにした。事業を売却する側の企業にも同様の手順で分析を行い、そのプロフィールをPBRの高い相対的に豊富な成長機会を持つ大企業とした。

その上で、多角化企業を<M&A・事業売却>の有無で分け、専業企業との3分類でPBR（11年度）を比較し、M&Aや事業売却といった戦略的な行動を起こしていない多角化企業こそがディスカウントの対象と結論付けている。

田村論文「スピノフによる価値創造とコーポレートガバナンス—欧米最新事例の分析から見えるもの—」は、日本と対照的に活発な欧米のスピノフの動向と効果を、最近の代表的な事例で分析している。事業分離の効果を明解なものとするため、対象とするケースを既存株主に分離独立させた事業（新会社）の株式を割り当てる資本市場型に絞り込んでいる。

本稿での整理によれば、スピノフを行う理由は三つの独立性の獲得であり、具体的には①経営（フォーカス、簡素・俊敏・柔軟性）②資本（最適資本構成、独立資本調達、独占禁止法等の規制や系列取引上の制約からの解放）、③上場（最適な投資家層の獲得、株式インセンティブの付与、株式交換等を含む新たな買収戦略のための資本創出）と分類する。

分析対象とした事例はテクノロジー（米ヒューレット・パッカード、米イーベイ、蘭フィリップス）、化学・医療（米デュポン、米バクスター）、エネルギー（独エーオン）の3分野6社である。各事例の分離事業の売上高は親会社売上高の20～50%を占めており、事業ポートフォリオは大きく変わる。これらの事例分析を通じて詰めてゆくのは事業分離の適合条件、つまり「なぜ、今、決断するか」と、事業分離の効果すなわち「なぜ価値が創造されるのか」だ。

適合条件としては主要事業間の事業特性（例えば成熟事業と成長事業）や事業環境（競争条件や技術進歩）が異なる場合を典型的なパターンとする。また価値創造の主因として経営者の能力や内部統制の限界、エージェンシー問題などを挙げる。事業分離に伴う経営規模の縮小は、経営者に決断を躊躇させる要因だが、この点で経営者には株主価値創造に対する強い使命感が必要と説く。

太田論文「わが国におけるスピノフに関する法制上・税制上の課題」は、日本において会社分割制度が活用されてこなかった背景を会社法制の変遷と課税問題を中心に検討し、課題を整理し税制見直しの視点を提示する。

本稿では現在の会社法で利用可能な分割手法として①「新設分割+新会社株式の現物配当」②「現物出資による新会社設立+新会社株式の現物配当」③「子会社株式の現物配当」を示す。しかし法人税法上の制約から、税制適格の要件がスピノフ後にも親子関係が残る場合など限られているため、多くの場合で親元会社が子会社株式あるいは保有資産等の含み益についてキャピタルゲイン課税を受け、また、子会社株式の現物配当については割り当てを受けた株主にもみなし配当課税あるいは株式譲渡損益課税がなされることを問題とする。

これに対して米国では、分離前の経営支配と、株主の投資継続、分離後の事業継続などを要件に広く課税繰延べが認められる制度となっており、この差異が相対的に見て日本におけるスピノフの利用が妨げられている一因と分析する。

こうした日米の制度差異は、組織再編税制が日本ではグループ内組織再編か対等な企業・事業の統合の場合についてのみ課税繰延べを認めるもの、すなわち移転資産に対する法人支配の継続が要件である一方、米国の連邦所得税は株主による投資の継続性が課税繰延べの適格要件の基礎を成している点にあるとする。

その上で、日本の税制の見直しの視点として、分離対象資産に対する株主の投資・利益が実質的に継続している場合に課税繰延べを広範に認めるような手当てを講じることを求めている。

濱田・光定論文「工作機械産業における選択と集中—ツガミのカーブアウト戦略の考察—」は、

中堅工作機械メーカー、ツガミの事業分野の絞込みと子会社のカーブアウト戦略に関するケーススタディである。欧米の大規模な事業再編とは異なり、専門メーカーが、特定の市場セグメントに事業を集中し、それに合わせた最適な生産体制の構築、さらに集中化事業に対する外部からの統制によるガバナンスの改善を計画する過程と、その判断に至る経営環境を子細に分析している。

工作機械業界の中で切削系では大手のDMG森精機が独大手ギルデマイスターにTOB（株式公開買付け）をかけ、国際的な経営統合に踏み切っている。オークマや牧野フライス製作所も、それぞれの得意領域で国内外の市場深耕に取り組んでいる。上位3社に経営規模で大きな格差があり、ツガミは一層の「選択と集中」を迫られる。

リーマンショック後の不況下でツガミが決断した戦略はスマートフォンなどのEMS（受託製造会社）向け工作機械を中心とする、中国市場のボリュームゾーンの攻略だった。中国工場拡張に際しては鋳物工場を配し部品精度を高め、非熟練労働者の動員が可能なフレキシブルな生産体制を構築した。

特筆すべきは、中国子会社の香港上場計画（カーブアウト）である。本稿では産業機械業界に対する一般投資家の知識不足により、中国市場での優位性が株式価値に反映されず、ディスカウントされている可能性がある指摘し、親子上場を子会社株式価値の顕在化、さらには親会社株式の評価向上につながり、情報の非対称性を解消する逸策と位置付ける。親子上場は買収の対象となった場合に資本政策・株主対応が複雑化する問題はあがあるが、グローバル化時代における中堅企業の新たな経営の視点として興味深い。

以上4本の論文から明らかになることは、①日

本企業でM&Aや事業分離など規模の大きい戦略的経営行動を選択するのは成長性のある一部の企業にとどまっている②欧米における「選択と集中」は株主価値の向上に徹しており主要事業の入替えすらいとわかない③米国のスピノフに対する課税繰延べ制度は日本企業の改革を促進する上で有効な政策手段となりうる④選択と集中で成果を挙げる上で企業規模は要件ではなくターゲットとする市場の選定と迅速な経営資源の再配分が重要一、というものである。

日本のエレクトロニクス産業が韓国との競合に苦しむ中、韓国のサムスングループで経営トップを補佐する「構造調整本部」は「選択と集中」のスピードと大胆な世界戦略を企画・推進する組織としてクローズアップされた（「2015年のサムスン」成和鏞著、蓮池薫訳 [2006] 光文社）。サムスングループには当時でも、複雑な株主構造と創業一族支配というガバナンス上の問題点の指摘はあったが、成長を追求する強い経営意志の実現に向けて、内部資源の配分を的確に実行する組織を整えたことが重要なポイントと言える。

しかし池田・井上論文の懸念する「経営者の安住」が、実は日本企業が抱える根幹の問題とするならば、強力な戦略立案・推進組織を持つ意味も薄れる。この点、米国ではスピノフに関する課税繰延べ制度が、スピノフへの株主の支持を増大させ株主からの圧力が戦略遂行に影響を与えている点は、田村論文でも示唆されるように、制度設計の基本思想として重要である。

安易な多角化に対するアンチテーゼとして、コングロマリット・ディスカウントが長年にわたって研究されているが、その背景にはもともと米国では60年代のコングロマリット合併ブームにおいて不正会計の横行や独占禁止法の適用回避が試みられたという問題がある（「市場と企業組織」

Oliver Williamson著、浅沼万里・岩崎晃訳 [1980] 日本評論社）。また米国におけるディスカウントの水準は時期によってかなりの変動があるとする実証研究もある（“The Value of Diversification During the Conglomerate Merger Wave” Henri Servaes, *The Journal of Finance* September [1996]）。

大胆な経営戦略が必ず成功するとは限らないが、事業リスクの分離が可能になる点は、株主から見た、スピノフのもう一つのメリットだ。米イーストマンコダックは94年に化学品部門をスピノフした。84年のロサンゼルス五輪を契機とする日本企業による写真フィルムの低価格攻勢に対して、デジタル化や医薬分野進出で本体を成長企業に変貌させようとする取り組みだった。

結果としてコダック本体の変革は失敗に終わり、12年に連邦破産法第11章の適用を申請する。しかしスピノフされたイーストマンケミカルはグローバル展開に成功し、14年12月期の売上高は95億ドルに達した。株価は約70ドル（15年8月末終値）とスピノフ当時の3倍近い水準だ。

このように、大胆な成長戦略を選択する上で株主から見たリスク分散を可能にする手法を持つことが経営者の決断の後押しをするのであれば、スピノフに関する課税繰延べ制度の導入は日本企業の成長戦略復活に重要な役割を果たすだろう。

日本企業の黄金期を代表する経営者の思いをつづった「MADE IN JAPAN」（盛田昭夫 *et al.* 著、下村満子訳 [1987] 朝日新聞社）では、日本企業の成長の源泉を厳しい国内競争による切磋琢磨と記した。しかし、今読み返してみると全編を通じて伝わってくるのは、全世界にソニー製品をあふれさせたいと願う創業者の強烈な事業欲だ。長らく国内の低成長と激しいグローバル競争で経営者が慎重になり過ぎていたとするなら、成長意思をビルトインする制度設計は十分検討に値する。