

## 成長戦略としてのスピノフ税制改革 ～コーポレートガバナンスの試金石～

みずほ証券経営調査部上級研究員  
一橋大学大学院商学研究科客員教授  
田村 俊夫<sup>1</sup>

# Summary

### 要約

- スピノフをはじめとする事業分離取引は、社会的な価値創造の重要な手段として、欧米で活発に行われている。スピノフを行う理由としては、各々の事業に経営者が専念でき、迅速・柔軟な意思決定が行える「経営の独立」、独自の資本調達が可能になり、事業特性に応じた資本構成を実現できる「資本の独立」、透明性の増大による適切な投資家層の形成、効果的な株式インセンティブ、買収通貨をもたらす「上場の独立」などがあげられている。
- このようなスピノフの価値創造効果は、実証研究でも繰り返し確認されているが、特に、事業特性が異なり、環境変化の大きい業界ほど価値創造効果が高いことが示唆されている。多角化企業内部で資源を配分する「内部資本市場」には、経営者と事業部門の間の情報の非対称性やエージェンシー問題により、非効率性が増大するリスクがある。また、経営者が複数の事業を熟知し決断を下すキャパシティにも限界がある。このような矛盾は、事業環境変化の激しい状況で先鋭化し、スピノフの価値創造効果を高めると考えられる。
- アベノミクス第三の矢の成否を左右する「稼ぐ力」の強化には、技術革新にとどまらない広義のイノベーションへの挑戦が不可欠であり、そのためには日本に存在する経営資源の柔軟な組替えがきわめて重要である。スピノフは、経営のフォーカスを増し内部経営資源の大胆な再結合を促進する一方、M&A、アライアンス等を通じた外部経営資源との再結合や市場ベースの業界再編も促進する。
- しかし、現行の（世界的にも特異な）スピノフ税制は、日本におけるスピノフを事実上実施不可能にしている。適切な租税潜脱行為防止措置を講じて日本でもスピノフを解禁することは、日本の「稼ぐ力」を取り戻すためのローコストかつ潜在的効果の大きい施策である。
- 税制上の障害が取り除かれた後で問われるのは、日本のコーポレートガバナンス改革の真の成果である。株主と社会全体にとって価値創造的であっても企業規模を縮小するスピノフ実施を決断するには、受託者責任意識の徹底が前提となる。スピノフ解禁は、日本経済活性化のための成長戦略の一つの有力なツールであるとともに、ガバナンス改革の試金石ともなるだろう。

<sup>1</sup> 本稿中、意見にわたる部分は筆者の私見である。

## I. はじめに

相次ぐ米国・欧州企業による大型スピンオフ案件

2014年10月6日、ヒューレット・パッカー드가、法人向けハードウェア・サービス事業会社とパソコン・プリンター事業会社に会社分割することを発表した。法人向け事業会社（売上高 584 億ドル）は、サーバー、ネットワーク機器、ストレージなどの事業に特化し、パソコン・プリンター事業会社（同 572 億ドル）はパソコン・プリンター部門を引き継ぐ。会社分割の手法は「スピンオフ」である。これによって両社の間の資本関係はなくなり、完全な独立会社となる<sup>2</sup>。

このようなスピンオフ取引は近年、欧米で急増しており、特に2014年には、オキシデンタル石油、バクスター、ガネット、イーベイ、シマンテックなどの大手米国企業に加え、フィリップス（オランダ）、BHP ビリトン（英蘭）、バイエル（ドイツ）、フィアットクライスラー（オランダ）、エーオン（ドイツ）など、欧州でも立て続けに大型のスピンオフ計画が公表されている。

図表 1. 最近の主なスピンオフ事例（2013 年以降公表）

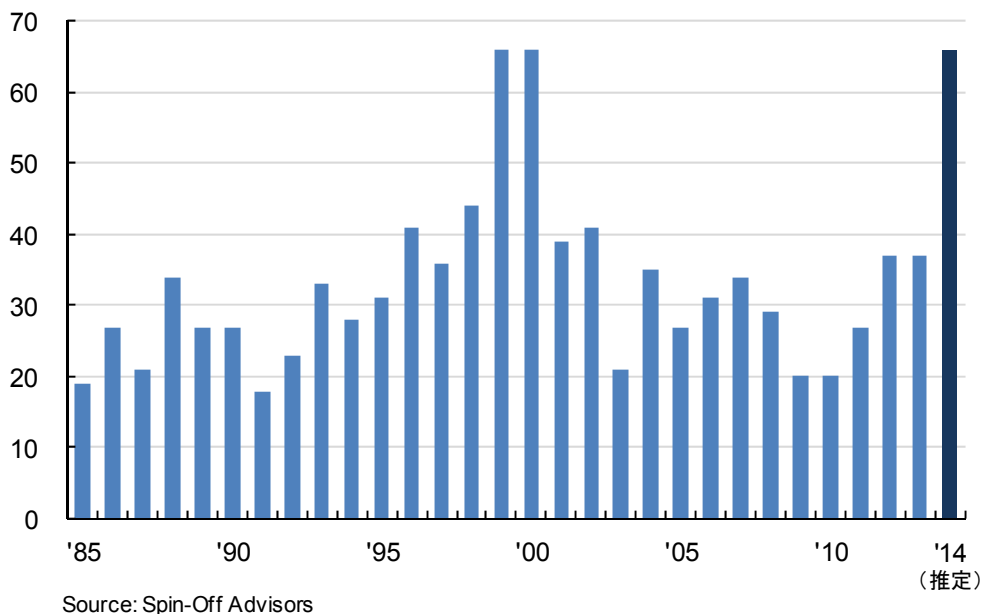
| 公表日   |        | 社名             | 分離事業                 | ストラクチャー（予定）      | 備考                                                       |
|-------|--------|----------------|----------------------|------------------|----------------------------------------------------------|
| 2013年 | 3月6日   | タイムワナー         | 雑誌事業（Time誌等）         | 1-step spin-off  | 2014/6/6にスピンオフ完了<br>分離新会社名：Time Inc.                     |
|       | 9月5日   | ティムケン          | 鉄鋼事業                 | 1-step spin-off  | 2014/6/30にスピンオフ完了<br>分離新会社名：TimkenSteel                  |
|       | 9月19日  | アジレント・テクノロジー   | 電子計測事業               | 1-step spin-off  | 2014/11/11にスピンオフ完了<br>分離新会社名：Keysight Technologies       |
|       | 10月24日 | デュボン           | 高機能化学事業              | 1-step spin-off  | 成熟事業を分離し、成長事業に注力                                         |
|       | 11月14日 | キンバリー・クラーク     | ヘルスケア事業              | 1-step spin-off  | 2014/11/11にスピンオフ完了<br>分離新会社名：Halyard Health, Inc         |
|       | 11月15日 | GE             | 北米個人向け金融事業           | 2-step spin-off  | 2014/7/31、第1ステップIPO（15%）完了<br>分離新会社名：Synchrony Financial |
| 2014年 | 2月14日  | オキシデンタル石油      | カリフォルニア州の天然ガス・石油生産事業 | 1-step spin-off  | 2014/12/1にスピンオフ完了<br>分離新会社名：California Resources Corp    |
|       | 3月10日  | FMC            | ミネラル事業               | 1-step spin-off  | 農業事業に特化                                                  |
|       | 3月27日  | バクスター          | バイオ医薬品事業             | 1-step spin-off  | 医療機器事業に集中                                                |
|       | 5月8日   | リパティ・メディア      | ケーブルTV事業             | 1-step spin-off  | リパティ・メディアはAT&Tが2001年に旧TCLのメディア部門をスピンオフして誕生               |
|       | 6月30日  | フィリップス（蘭）      | 照明事業                 | 未定               | フィリップスは引き続き一部株式保有予定                                      |
|       | 8月5日   | ガネット           | 出版事業（USA Today等）     | 1-step spin-off  | 放送・デジタル部門に集中                                             |
|       | 8月15日  | BHPビリトン（英蘭）    | アルミ、石炭、銀等の事業資産       | 未定               | 主に旧ビリトン系事業を分離                                            |
|       | 9月18日  | バイエル（独）        | プラスチック事業             | 未定               | ライフサイエンス事業に集中                                            |
|       | 9月30日  | イーベイ           | ペイパル（オンライン決済事業）      | 1-step spin-off  | 電子商取引事業に集中                                               |
|       | 10月6日  | ヒューレット・パッカード   | パソコン・プリンター事業         | 1-step spin-off  | 企業向け事業に集中                                                |
|       | 10月9日  | シマンテック         | 情報管理事業               | 1-step spin-off  | セキュリティ事業に特化                                              |
|       | 10月10日 | ブラックストーン       | M&Aアドバイザリー事業         | 未定               | 分離事業は、PJTパートナーズと統合                                       |
|       | 10月24日 | P&G            | デュラセル（電池事業）          | 未定（split-offが有力） | 2014/11/13、Berkshire Hathawayへの売却合意                      |
|       | 10月27日 | マジソン・スクエア・ガーデン | スポーツ・メディア事業          | 未定               | エンタテインメント事業への集中を検討                                       |
|       | 10月29日 | フィアットクライスラー（蘭） | フェラーリ（高級スポーツカー）      | 2-step spin-off  | フェラーリ株式の約10%をIPO後に残りの株式を株主に分配予定                          |
|       | 11月30日 | エーオン（独）        | 発電事業（火力、原子力）等        | 1-step spin-off  | 過半数株式を株主に分配<br>（残余株式は中期的に処分）                             |

（出所）諸種資料よりみずほ証券経営調査部作成

<sup>2</sup> Hewlett-Packard Company, Press Release, “HP To Separate Into Two New Industry-Leading Public Companies” (October 6, 2014). 売上高は2014年度Q4におけるLTM（直近4四半期）合計。

最近の調査によると、2010年にスピノフを完了した会社の時価総額合計は1,310億ドルであったが、2014年には6,640億ドルに急増し、2015年（主に2014年に公表された案件）は約1兆ドルに達する可能性もあると予測されている<sup>3</sup>。

図表 2. スピノフ件数の推移（米国、完了ベース）



（出所）"Doubts Linger as HP Poises for a Split," New York Times (October 10, 2014)

#### 日本ではスピノフは事実上実施不可能

このようなスピノフをはじめとする事業分離取引は、社会的な価値創造の重要な手段として欧米で活発に行われているが、日本ではあまり有効活用されておらず、特にスピノフについては事実上実施不可能になっている。スピノフは、経営資源のダイナミックな再結合によってイノベーションや業界再編を促進し、アベノミクス第三の矢の中核である「稼ぐ力」強化のための重要な経営手段となり得る一方、コーポレートガバナンスの強化とも密接な関係を有している。

#### 本稿の目的と構成

本稿の目的は、欧米の事例や実証・理論研究を通じて、スピノフが価値を創造し成長を促進するメカニズムを明らかにするとともに、日本経済活性化のためのスピノフの実質的な解禁を提言することである。

以下、本稿ではまず、第Ⅱ章でスピノフ取引のスキームを簡単に紹介する。続く第Ⅲ章で、欧米企業がスピノフを行う理由を最近の事例を主に分析したうえで、第Ⅳ章で、スピノフによる価値創造につき、実証面・理論面からの研究成果を紹介する。第Ⅴ章では、スピノフが日本経済全体としての生産性を向上させ、「稼ぐ力」を強化するうえで重要なツールとなり得ることを示した上で、なぜ日本では事業分離が不活発なのか、特になぜスピノフ解禁を求める声があり聞かれなかったのかについて、主にコーポレートガバナンスの観点から分析を行う。最後に第Ⅵ章では、アベノミクス第三の矢の実効性を高めるローコストの有力な政策手段として、スピノフ税制の改革につき提言する。

<sup>3</sup> Michael De La Merced, "Corporate Spinoffs Expected to Grow Next Year, Study Finds," New York Times DealBook (December 10, 2014). この数字はスピノフを行った親会社の時価総額合計である。

## Ⅱ．スピノフのスキーム

### 1. 代表的な事業分離の手法

#### 事業分離の分類

スピノフは事業分離（会社分割）の手法の一種である。企業が事業部門や子会社を分離する場合、完全に支配権を手放して分離された事業の持分（株式）を保有しない「完全事業分離」と、分離事業の一部持分保有を継続する「部分事業分離」がある。また、別の切り口として、事業を分離する際に、M&A 取引により分離する場合と、子会社株式配当＋上場ないし IPO による資本市場取引で分離する場合がある<sup>4</sup>。後者の場合の特徴は、当該企業の単独判断で実施が可能であり、条件交渉を行う取引の相手方が存在しないことである。

スピノフは、資本市場取引により完全事業分離を行うスキームであり、同様のスキームとしてスプリットオフなどがある<sup>5</sup>。日本ではこの、「資本市場取引／完全事業分離」のスキームが実質的に利用不可能になっている。

以下、「資本市場取引／完全事業分離」スキームの代表格である、スピノフとスプリットオフについて、米国におけるスキームの概略を説明する<sup>6</sup>。

図表 3. 代表的な事業分離の手法（米国）

|        | 完全事業分離         | 部分事業分離                |
|--------|----------------|-----------------------|
| 資本市場取引 | スピノフ<br>＜1段階型＞ | カーブアウト<br>(子会社IPO)    |
|        | スピノフ<br>＜2段階型＞ |                       |
|        | スプリットオフ        |                       |
| M&A取引  | 売却             | 合併化<br>(持分売却、第三者割当増資) |

（出所）みずほ証券経営調査部作成

### 2. スピノフ、スプリットオフのスキーム

#### 2-1. 1 段階型スピノフ（1-Step Spin-Off）

#### 1 段階型スピノフ

米国ではスピノフは、会社法上は子会社株式の株主への現物配当として構成さ

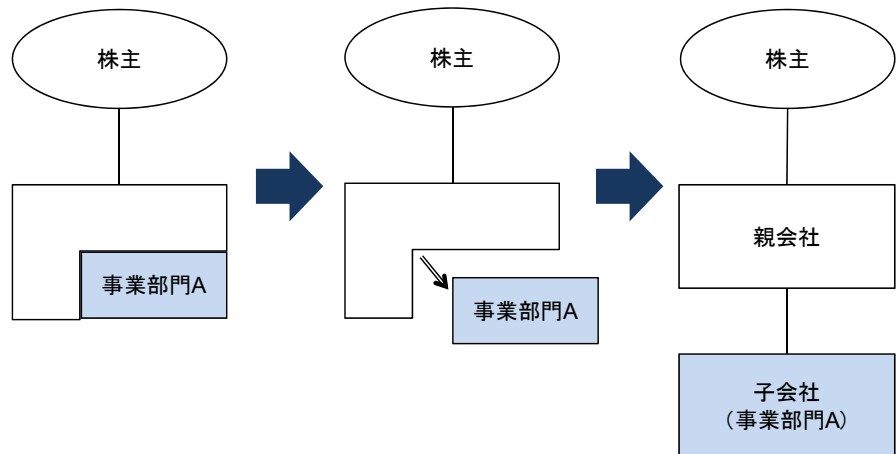
<sup>4</sup> 子会社株式の配当は厳密には資本市場取引ではなく単独行為であるが、上場会社によるスピノフの場合、配当された子会社株式は新規上場されるのが通例なので、本稿では広義の意味で「資本市場取引」に含めることとする。

<sup>5</sup> スプリットアップ（Split-Up）と呼ばれる取引も同様のスキームであるが、あまり使われていない。スプリットアップについては、太田[2014], 420 頁以下参照。

<sup>6</sup> 米国スピノフの実務全般については、たとえば Wachtell, Lipton [2014], Kotran et al. [2010]参照。税務については、たとえば Kidder [2011]参照。

れている。分離される事業部門が子会社化されていない場合には、スピンオフ取引に先立って、まず分社化により事業部門を子会社化しておく必要がある。

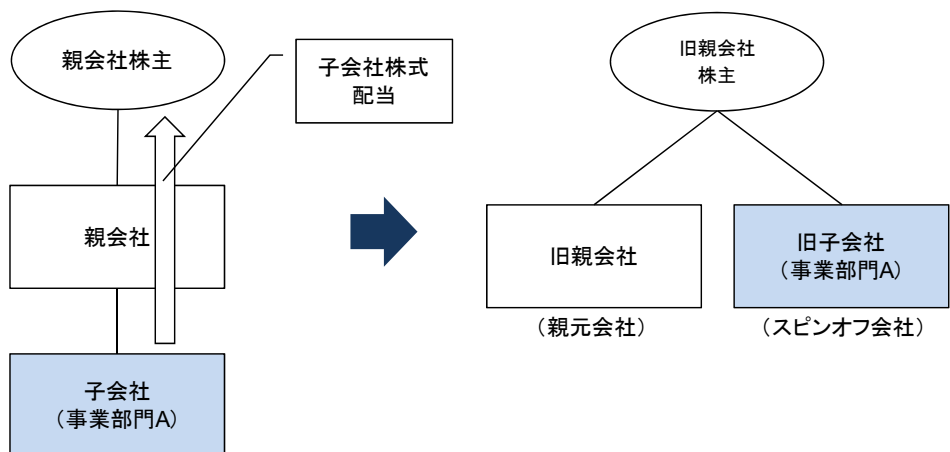
図表 4. 分離対象事業の子会社化



(出所) みずほ証券経営調査部作成

1 段階型スピンオフの場合、親会社は分離する子会社株式の 100%を、株主に配当として分配する。その結果、親会社と子会社の資本関係はなくなり、子会社事業とそれ以外の親会社事業が完全に分離される。スピンオフは単なる配当であり、株主総会の承認は必要としない。(以下、本稿では、スピンオフ後の旧親会社を「親元会社」、スピンオフされた旧子会社を「スピンオフ会社」と称する。)

図表 5. 1 段階型スピンオフ



(出所) みずほ証券経営調査部作成

#### ディスクロージャー

上場会社のスピンオフの場合、子会社株式は配当と同時に新規上場される。この上場は株主の投資判断を伴わないため、通常の IPO における SEC 登録書類（フォーム S-1）は必要とされないが、新規上場された子会社株式はその後、売買の対象

となるため、フォーム 10 とよばれる書類の SEC 登録が必要である。フォーム 10 の主体は「インフォメーション・ステートメント」(Information Statement) とよばれるプロスペクトスに類似した書類であり、スピンオフ取引の内容に加えて、新規に上場される子会社の事業内容、財務状況等が詳細に記載されている。

#### 株主構成

両社の株式はスピンオフ直後には、すべて旧親会社株主によって保有され、株主構成もまったく同一であるが、その後は両社株式は別々に売買されるので、次第に株主構成は乖離していく。

#### ティムケンの事例

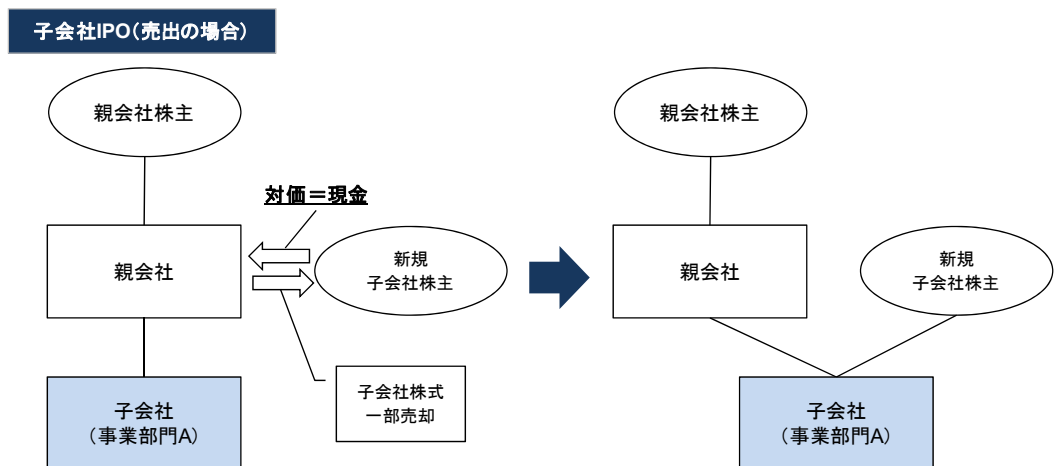
2014 年 6 月 30 日にスピンオフが完了したティムケンの場合、6 月 23 日を基準日として、親会社ティムケン株主が保有するティムケン株 1 株に対し、分離される子会社「ティムケンスティール」2 株を配当した。この結果、ティムケン株主は、旧ティムケン（ベアリング事業＋鉄鋼事業）株式 1 株に対し、スピンオフ後はベアリング専業となったティムケン株式 1 株を継続保有するとともに、鉄鋼事業会社として新規上場したティムケンスティール株式 2 株を保有することとなった<sup>7</sup>。

### 2-2. 2 段階型スピンオフ (2-Step Spin-Off)

#### 第 1 段階：カーブアウト

2 段階型スピンオフでは、まず第 1 段階として子会社株式の IPO を行う。このような子会社株式の IPO を「カーブアウト」(Carve-Out) という。IPO の方式については、親会社の保有する子会社株式の売出し、子会社による公募増資、ないしその両方の組合せがあり、親会社・子会社の相対的な資金需要によって選択される。税法上の理由<sup>8</sup>により、売出し・公募により一般株主に売却される子会社株式は 20%以下であり、親会社は子会社 IPO 後も 80%以上の株式を保持する。

図表 6. 2 段階型スピンオフ：第 1 段階（カーブアウト）



(出所) みずほ証券経営調査部作成

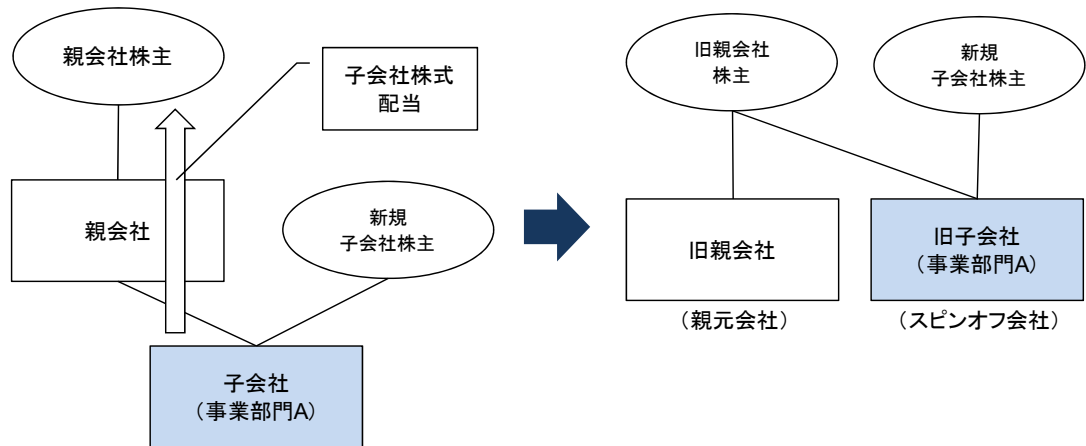
#### 第 2 段階：スピンオフ

第 2 段階では、親会社が引き続き保有する子会社株式のすべてを、1 段階型スピンオフと同様に、現物配当で親会社株主に分配し、両社の資本関係がなくなる。

<sup>7</sup> TimkenSteel Corporation, “Information Statement” (June 10, 2014)参照。

<sup>8</sup> 第 2 段階のスピンオフをタックスフリーで行うためには、親会社は子会社の 80%以上の株式を保有していなければならない。第 VI 章（図表 25）参照。

図表 7. 2 段階型スピノフ：第 2 段階（スピノフ）



(出所) みずほ証券経営調査部作成

## 2 段階型スピノフのメリットと事例

1 段階型スピノフと比較した 2 段階型スピノフのメリットは、(1)売出しの場合、親会社に対価が入ること、(2)スピノフに先立ち、ある程度、子会社独自の株主ベースを引き付けることができること、(3)スピノフに先立ち、子会社株式の価格形成がなされることなどである。このようなメリットから、AT&T によるルーセントテクノロジーのスピノフ（1996 年）、ヒューレット・パカードによるアジレント・テクノロジーのスピノフ（2000 年）、ファルマシアによるモンサントのスピノフ（2002 年）など、かつての大型スピノフには 2 段階型がよく見られた。

## 最近では 1 段階型が主流に

しかし、最近では少なくとも大型案件では 1 段階型スピノフが主流となっている。その理由は、(1)親会社の資金調達とスピノフは本来別目的の取引であること、(2)機関投資家をはじめ株主はスピノフ後、速やかにポートフォリオ調整を行うことができること、(3)2 段階型スピノフでも子会社株式完全配当後の親会社株式の株価には不透明感が残ること、などから 2 段階型スピノフのメリットはそれほどでもなく、会社分割のスピードと IPO の手間・コストの回避が重視されてきたためと推測される<sup>9</sup>。

## 2-3. スプリットオフ (Split-Off)

## 2 段階型スプリットオフ

スプリットオフは通常、2 段階で行われる<sup>10</sup>ので、以下では 2 段階型スプリットオフについて説明する。2 段階型スプリットオフでは、第 1 段階で子会社 IPO（カーブアウト）を行った後、第 2 段階でスプリットオフを行う。スプリットオフとは本質的には、子会社の株式を対価とした自社株公開買付けである<sup>11</sup>。

## エクスチェンジ・オファー

通常の自社株公開買付けは、自社株買いの一種で、対価は現金であるが、スプリ

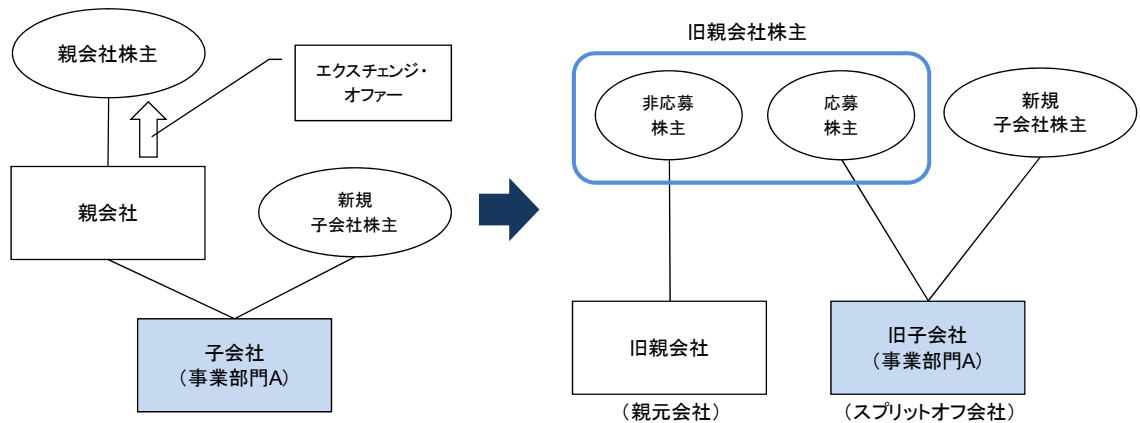
<sup>9</sup> もっとも、スピノフは通常 1 年以上の準備期間を要するので、事業分離の準備を進めながら、状況に応じて、1 段階ないし 2 段階のスピノフや売却といった手段を柔軟に選択することも多い。

<sup>10</sup> Wachtell, Lipton [2014], 3 頁。

<sup>11</sup> スプリットオフは（スピノフ同様）事業分離取引なので、親会社の当期利益は減少するが、自社株買いにより親会社の発行済株数も減少するので、親会社の EPS ひいては株価は必ずしも減少しない。これに対してスピノフの場合、親会社の EPS および株価は減少するが、経済的実態としてはスプリットオフとの優劣はない。もし親会社の EPS ないし株価の名目値を維持したい場合には、スピノフと同時に株式併合（Reverse Stock Split）を行えばよい。

ットオフは対価が子会社株式である点に特色がある。このように自社株と子会社株を交換する公開買付けであることから、スプリットオフにおける公開買付けは「エクスチェンジ・オファー」(Exchange Offer) と呼ばれる<sup>12</sup>。

図表 8. 2 段階型スプリットオフ：第 2 段階（エクスチェンジ・オファー）



(出所) みずほ証券経営調査部作成

エクスチェンジ・オファーの結果、応募した株主は親会社の株式を手放して子会社の株主となり、応募しなかった株主は（子会社事業を完全に手放した）親会社株主にとどまる。この結果、子会社事業を好む株主は子会社株主となり、親会社事業を好む株主は親会社株主にとどまるので、分離された両社事業の特性に応じた株主構成ができる。

#### スプリットオフの事例

スプリットオフは比較的事例が少ないが、最近の例としては、医薬大手ファイザーによる動物薬事業の分離があげられる<sup>13</sup>。ファイザーは 2013 年 2 月に動物薬部門を「ゾエティス」という社名で子会社上場し、持株比率を 80%に引き下げた。調達額約 26 億ドル（時価総額約 130 億ドル）に及ぶ大型 IPO である。その後、2013 年 6 月、ファイザーはエクスチェンジ・オファーにより残ったゾエティス株式を全て自社株と交換して処分した。

### 3. 親会社から見た現金対価の有無

#### 子会社から親会社への現金分配による負債の配分

2 段階型スピンオフでは、第 1 段階のカーブアウトで、親会社は（売出しにより）一部対価を得ることが可能であるが、近年主流の 1 段階型スピンオフでは親会社に対価が入らない。しかし、1 段階型でも、スピンオフ実施の前後で子会社から親会社への現金の分配を行うことにより、実質的に対価を得ることができる。

典型的な手法としては、子会社がスピンオフ前に借入や社債発行を行い、その代

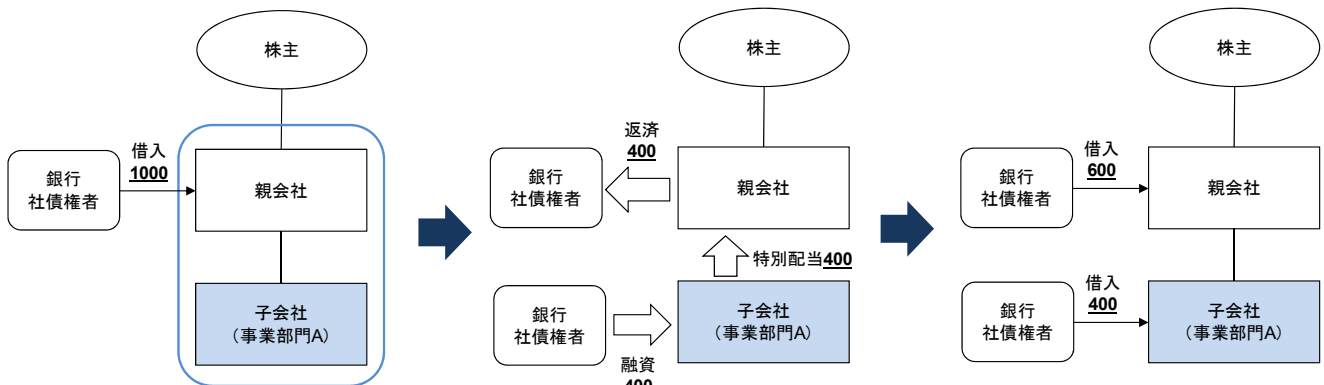
<sup>12</sup> スプリットオフにおいては、子会社株式を完全に手放すために、しばしば親会社株式をプレミアム付きで買収する。たとえば親会社の株価が 40 ドルで上場子会社の株価が 20 ドルの場合、親会社株式 1 株の買収対価を子会社株式 2 株 + α の交換比率で公開買付けを行うのである。そのためにも、事前に子会社を上場しておくことが重要になる。このように有利な交換比率で公開買付けを行った結果、応募が子会社株数を超過すると、親会社株式の買い付け（＝子会社株式の配分）はプロラタで行われる。

<sup>13</sup> なお、2014 年 11 月に合意された、プロクター・アンド・ギャンブルによるデュラセル電池事業のパークシャー・ハザウェイへの売却に際しては、“Cash-Rich Split-Off”という特殊なスキームが使われている。Michael De La Merced, “Warren Buffett to Buy Duracell in \$4.7 Billion Stock Deal,” New York Times DealBook (November 13, 2013)

わり金を親会社に特別配当で分配したり、親会社からの親子ローンを返済したり、親会社資産を現金で買い取ることである。このような子会社から親会社への現金還流は、必ずしも親会社による対価の受け取りを目的としたものとは限らない。むしろ、近年の事例では、負債を親元会社とスピンオフ会社に適正に配分するための手法として利用されることが多い。

一般に、スピンオフにより分離される2社は、各々の事業特性と目標格付けに応じた負債水準を有することが望ましい。スピンオフ前に親会社連結グループがまとめて資金調達を行っている場合、親会社の負債をそのまま子会社に移すことは（貸し手・社債権者側の抵抗により）困難であることから、子会社が適切な負債レベルまで借入を行い、その代わり金を親会社に分配して、親会社はその資金で負債の一部返済を行うのである<sup>14</sup>。

図表 9. 子会社から親会社への現金配当による負債レベルの調整例



（出所）みずほ証券経営調査部作成

#### 子会社債務水準の適正性

なお、かつては、スピンオフに際して子会社に過大な債務を負わせるケースが散見されたが、GM が分離したデルファイやモンサントが分離したソリューシアなど、過大な債務を背負った子会社の財務的破綻が相次いだことから、最近ではスピンオフ時の子会社の債務水準の適正性により慎重な考慮が払われる傾向にある<sup>15</sup>。

このように米国で再び盛り上がりを見せ欧州でもしばしば行われているスピンオフは、日本では行うことができない。日本企業がスピンオフを行うことができないことには、どのような問題があるのだろうか。それを知るためには、なぜ米国企業や欧州企業がスピンオフを行うのか、その理由を明らかにする必要がある。したがって次章では、スピンオフ取引の目的と、それがなぜ企業価値向上につながるかについて考察することとしたい。

<sup>14</sup> このケースでは外部からの純資金調達はない。ただし、子会社が借り入れて親会社に分配した金額が親会社の返済額を超過する場合には、親会社にとってネットの資金調達となる。これは両社合算ベースで借入水準を高めたことに起因し、必ずしもスピンオフとひと付きで行う必要のないものである。

<sup>15</sup> 子会社に過大な債務を背負わせて、スピンオフ後に子会社が破綻した場合、親会社が破産法上の賠償責任を負わされる可能性がある。たとえば 2006 年に Kerr-McGee（その後 Anadarko が買収）から 2 段階型スピンオフで完全分離された化学事業部門の Tronox 社は、環境債務負担から 2009 年にチャプター 11 を申請したが、2013 年 12 月 12 日、破産法廷は Kerr-McGee に巨額の賠償責任を認定した。Tronox Inc. v. Kerr-McGee Corp. (In re Tronox Inc.), Adv. Proc. No. 09-1198 (ALG), 2013 WL 6596696 (Bankr. S.D.N.Y. Dec. 12, 2013) 最終的に、親会社の Anadarko は 51.5 億ドルの支払いに合意して和解した。"Anadarko Settles Tronox Lawsuit for \$5.15 Billion," Wall Street Journal (April 3, 2014)

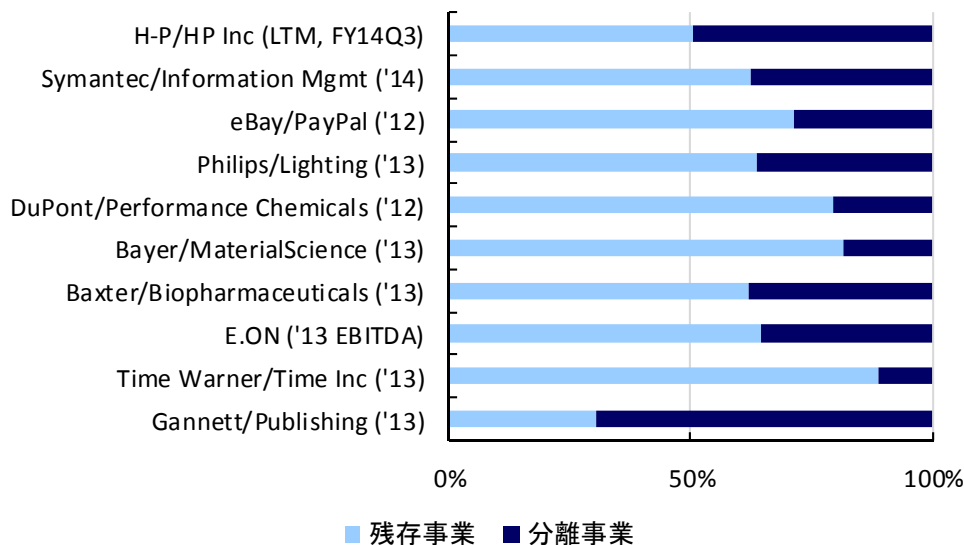
### Ⅲ. 欧米におけるスピノフの事例

#### 1. 概説

##### 変革的事業分離の事例

本章では、なぜ米国企業や欧州企業がスピノフを行うのかの理由について、最近の事例を中心に分析し、またスピノフがなぜ企業価値向上につながるのかについて考察する。本章の主要事例のうち 2013 年以降にスピノフを公表した企業 10 社の内訳は、米国企業が 7 社（ヒューレット・パッカード、シマンテック、イーベイ、デュポン、バクスター、タイム・ワーナー、ガネット）、欧州企業が 3 社（バイエル、フィリップス、エーオン）である。いずれの事例も単なるノンコア事業の分離ではなく、企業の事業ポートフォリオを大きく変えるような変革的事業（Transformative）事業分離であり、分離事業の親会社売上高に占める比率は平均で 34%に達する。

図表 10. 親会社の売上に占めるスピノフ会社の売上構成比



（出所）各社投資家説明資料等よりみずほ証券経営調査部作成。E.ON のみは売上構成比ではなく EBITDA 構成比による。

##### ティムケンの事業分離理由

プレスリリースや説明会資料で各社があげるスピノフの理由には共通項が多いが、代表例として、2014 年 6 月に鉄鋼事業部門（ティムケンスティール）のスピノフを完了してベアリング専業となったティムケンの分離理由を紹介する<sup>16</sup>。

- 投資家の視点（Investor Perspectives）
  - － 業界をリードするティムケン、ティムケンスティール両社の各々の独自の事業内容と財務特性に関する市場の理解を向上させ、各々の会社の独立した価値評価を促進する。分離により、投資家にはより焦点の定まった投資機会が提供される。
- 戦略的フォーカス（Strategic Focus）
  - － 両社の経営陣が、各々の独自の経営戦略を遂行し、各々の事業と株主の最善の利益にかなう経営判断を行い、両事業の異なる事業サイクルに影響されることなく独自の戦略的プライオリティーに集中するように、資

<sup>16</sup> TimkenSteel Corporation, Information Statement (June 10, 2014)

本と会社の資源を配分することができるような柔軟性を増進する。

- 経営陣と従業員のインセンティブ（Management & Employee Incentives）
  - － 各々の事業の業績に連動し重要な従業員を引き付けられるような株式ベースの報酬を通じ、経営陣のインセンティブを高めることができる。
- 資本へのアクセス（Access to Capital）
  - － 両事業間の資本の奪い合いを解消し、各々の成長戦略をファイナンスし、各々の事業の特性に応じた適正な資本構成を達成するための、デットおよびエクイティ資本市場に対する直接のアクセスが可能になる。
- 柔軟性（Flexibility）
  - － 各々の独立会社にとって、他の事業への潜在的影響に対する考慮に煩わされることなく買収を検討する、戦略的・財務的柔軟性が増大する。

スピノフを行う多角化企業の特性とスピノフに踏み切るタイミングに着目

しかし、このような理由は、多角化企業には一般的に当てはまるものである。それでは、どのような多角化企業がスピノフを行うのか、なぜ「いま」スピノフを行うのか、その要因を、以下の各業界の事例を通じて探ることとしたい。

## 2. テクノロジー業界

業界環境

テクノロジー業界は急速な変動のさなかにある。パソコン事業がモバイル・コンピューティングへの移行やレノボ等の新興勢力の台頭で困難な状況に陥る一方、インターネット関連事業は引き続き多くの成長機会をもたらし、電子決済サービスやデータ・ストレージなど関連領域の成長も目覚ましく、競争も激化している。

そのような事業環境下、IBM は 2005 年、レノボに PC 事業を売却し、2014 年には同じくレノボにローエンドのサーバー事業を売却するなど、主に売却によって事業ポートフォリオを再編し、デルは 2013 年、MBO によって PC 事業の立て直しを図っている。他方で、レノボに抜かれて PC 世界最大手の座から陥落したヒューレット・パッカーは、2014 年、PC・プリンター事業のスピノフを発表した。

アクティビストの圧力

事業特性の異なる事業を分離して各々の成長ポテンシャルを発揮すべきというアクティビストからの圧力も高まっている。イーベイはカール・アイカーンによる電子決済サービス事業・ペイパルの分離要求を退けたものの、後に翻意して自発的にペイパルのスピノフを決定した。また、ストレージ関連大手の EMC は、大手アクティビスト・ヘッジファンドのエリオット・マネジメントから、仮想化ソフトウェア事業・VM ウェアのスピノフを迫られている。

### 2-1. ヒューレット・パッカー

パソコン・プリンター事業の分離

2014 年 10 月 6 日、ヒューレット・パッカーは、パソコン・プリンター事業（新社名 HP Inc.）をスピノフすることにより会社を 2 分割することを発表した<sup>17</sup>。同事業分離後のヒューレット・パッカー（新社名：Hewlett-Packard Enterprise）は、法人向けハードウェア・サービス事業に特化する。売上高的には分離される

<sup>17</sup> Hewlett-Packard, Press Release, “HP To Separate Into Two New Industry-Leading Public Companies” (October 6, 2014); Hewlett-Packard, Investor Presentation, “Separating Will Create New Industry-Leading Public Companies” (October 6, 2014). ちなみに、同社は 2011 年 8 月、前任のアポテカー CEO 時代にパソコン事業のみのスピノフ方針を公表したが、翌 9 月に解任されたアポテカーの後任 CEO に就任したホイットマンが、分離のディスシナジーを理由にいったん白紙に戻した。

パソコン・プリンター事業会社（2014 年度 Q4LTM：572 億ドル）と残存する法人向けハードウェア・サービス事業（同 584 億ドル）はほぼ同じであり、いずれもフォーチュン 50 にランクされる巨大企業 2 社が誕生する。

#### 環境変化への対応

ヒューレット・パッカートのメグ・ホイットマン CEO は、事業分離の理由として環境変化への対応を強調し、以下のように述べている<sup>18</sup>。

市場環境は決して一定ではなく、特にわれわれの業界では現在、これまで以上に、毎日、より厳しく変化の速い競争にさらされている。変化への対応力を高めること（“Being nimble”）が、勝ち残るための唯一の道である。会社を 2 つに分割することにより、各々の会社の経営陣は、各々の異なった市場環境における事業機会に、鋭敏に集中（“sharper focus”）することができる。また、報酬と業績のリンクを明確にすることにも貢献するだろう。

図表 11. ヒューレット・パッカートによるパソコン・プリンター事業スピノフの概要

|         | Hewlett-Packard Enterprise                                                                     | HP Inc.                                                                                                           |
|---------|------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 売上高構成   | Enterprise Group 48%<br>Enterprise Services 39%<br>Software 7%<br>Financial Services 6%        | Personal Systems 59%<br>Printing 41%                                                                              |
| 財務指標(注) | 売上高 584億ドル<br>営業利益 60億ドル<br>営業利益率 10.2%                                                        | 売上高 572億ドル<br>営業利益 54億ドル<br>営業利益率 9.4%                                                                            |
| 主要市場    | Servers      Networking      Software<br>Storage      Services      Cloud<br>Converged Systems | Notebooks      Mobility      Ink Printing<br>Desktops      Graphics      Laser Printing<br>Managed Print Services |
| 経営陣     | CEO Meg Whitman                                                                                | CEO Dion Weisler                                                                                                  |

(注) 2013年度第4四半期～2014年度第3四半期の12か月間のセグメント売上高および営業利益による。本社投資セグメント、部門間相殺を含まず。

(出所) Hewlett-Packard, “Separation Will Create Two New Industry-Leading Public Companies” (October 6, 2014)よりみずほ証券経営調査部作成

#### 成長事業と成熟事業の分離

同社経営陣の説明によれば、法人向けハードウェア・サービス事業会社は成長事業であり、配当は行わず、キャッシュフローは積極的に投資や M&A に再投資する。事業機会は大いだが競合も IBM、オラクル、シスコなど強力であり、基本的に無借金でスタートし、株主還元は状況に応じて自社株買いで対応する。これに対してパソコン・プリンター事業は、成長機会は乏しいが、キャッシュ創出力の高い成熟事業であり、M&A はあまり行わず、配当と自社株買いを通じた安定的な株主還元を重視する。デットのほとんどはパソコン・プリンター会社が継承する予定である。

このようにヒューレット・パッカートのスピノフは、「成長事業／成熟事業」パターンに則って説明されているが、現実には強力な競合会社との厳しい競争の中で、法人向けハードウェア・サービス事業の売上高は停滞している。分離後の各々の経営陣は、成長市場での厳しい競争と成熟・衰退市場での事業運営という、性

<sup>18</sup> Thomson Reuters Streetevents, Edited Transcript, “HPQ – Hewlett-Packard Co Conference Call to Discuss its Plans to Separate Into Two New Industry-Leading Public Companies” (October 6, 2014)

質のまったく異なる課題にそれぞれ全力で取り組むことになる<sup>19</sup>。

## 2-2. シマンテック

### 事業分離の背景

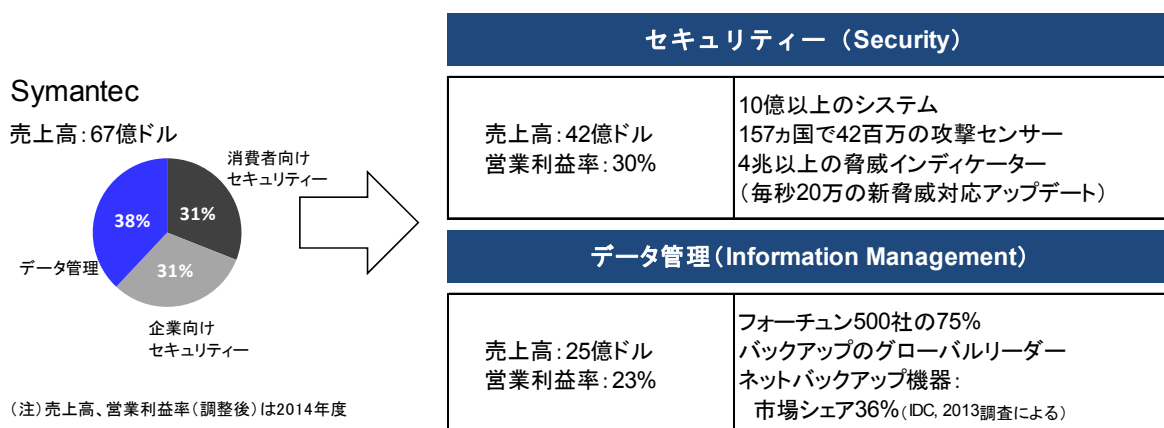
パソコンのウィルス対策ソフト「ノートン」で有名なシマンテックも、業界環境変化の荒波にさらされている。シマンテックの事業は、「ノートン」を含むセキュリティ部門とデータ管理部門に大別されるが、パソコン業界全体の低迷の中でセキュリティ部門の売上が停滞し、他方でデータ管理部門も業界全体の需給ギャップから売上が思わしくなく、2012年以降に2人のCEOが解任されている。

### 合併の巻き戻し性格

そのような事業環境下、ヒューレット・パッカートのスピンオフ発表3日後の2014年10月9日に、シマンテックは、セキュリティ部門とデータ管理部門に会社を2分割することを発表した<sup>20</sup>。データ管理部門はシマンテックが2005年に合併したヴェリタス社が母体になっており、今回の分離（データ管理部門のスピンオフ）は、2005年の合併の巻き戻し的な性格も有する。シマンテックは、今回の分離により、各々の経営者が別個の困難な課題に立ち向かっていくことになる。

図表 12. シマンテックによる情報管理事業スピンオフの概要

### 強固な財務基盤を持つ2つの独立企業



(出所) Symantec, "Separating Security and Information Management into Two Industry-Leading Technology Companies" (October 9, 2014)  
よりみずほ証券経営調査部作成

## 2-3. イーベイ

### 成長事業どうしの事業分離

ヒューレット・パッカートやシマンテックの事業分離は、市場衰退の危機にさらされるパソコン・パソコン関連事業の分離がテーマとなっているが、イーベイの場合は、各々の事業環境が異なる2つの成長事業の分離が主題となっている。

### アイコンの要求拒絶と180度の方針転換

2014年9月30日、インターネット競売大手のイーベイは、電子決済サービス部門ペイパルのスピンオフを公表した<sup>21</sup>。分離されるペイパルの売上高(2014年

<sup>19</sup> James Stewart, "Doubts Linger as HP Poises for a Split," New York Times (October 10, 2014); Bill Rigby and Edwin Chan, "HP Faces Uphill Battle with Newly Minted PC Units," Reuters (October 7, 2014)参照。

<sup>20</sup> Symantec, Press Release, "Symantec Announces New Strategy to Fuel Growth and Plans to Separate into Two Public Industry-Leading Technology Companies" (October 9, 2014); Symantec, Investor Presentation, "Separating Security and Information Management into Two Industry-Leading Technology Companies" (October 9, 2014)

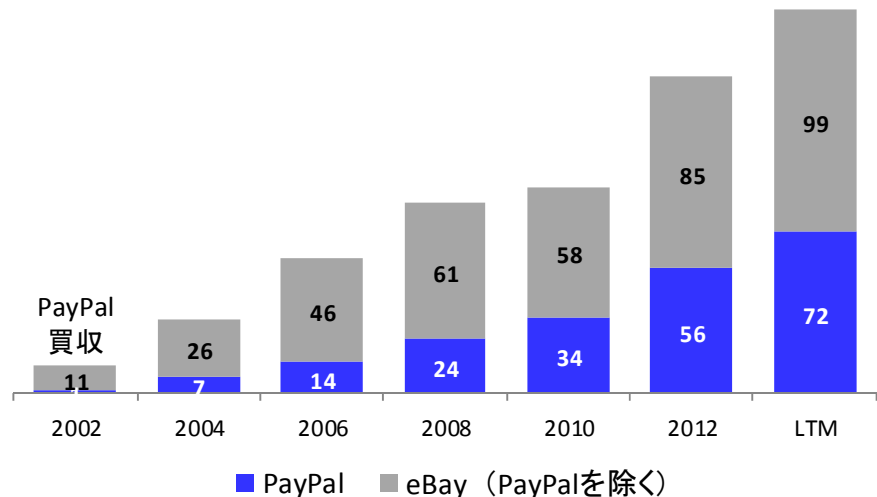
<sup>21</sup> eBay, Press Release, "eBay & PayPal to Become Independent Companies in 2015" (September 30, 2014);

## ペイパルの急成長

Q2LTM) は 72 億ドルで、分離後のイーベイの売上高 (同) 99 億ドルにほぼ匹敵する。この発表は世間を驚かせた。なぜならペイパルの分離は、アクティビストの大物カール・アイカーンがイーベイに要求し、イーベイが徹底的に拒否した施策だったからである。アイカーンは最終的に 2014 年 4 月にイーベイと和解し、分離要求を撤回していたので、なおさら市場の驚きは大きかった<sup>22</sup>。

それではなぜ、イーベイは 180 度の方針転換を自発的に行ったのだろうか。それにはペイパルをめぐる市場環境を理解する必要がある。2002 年にイーベイがペイパルを買収した時点ではペイパルの売上高はわずか 1 億ドルに過ぎなかったが、イーベイ傘下でペイパルは急成長し、直近の売上は 72 億ドルにまで達した。その過程で、売上のイーベイ依存度は低下し、現在では 1/3 以下、3 年以内には 15% 程度まで下落する可能性がある<sup>23</sup>。ペイパルがイーベイの傘下にあることは、イーベイの競合企業であるアマゾンやアリババなどの仕事を取れないという意味で、ペイパルの今後の成長を阻害する可能性もある。

図表 13. イーベイとペイパルの売上推移 (億ドル)



(出所) eBay, "Investor Presentation" (September 30, 2014)よりみずほ証券経営調査部作成

## 親会社がさらなる成長の足かせに

しかも、電子決済サービス業界には、アップルによる決済サービス参入の可能性やビットコインに象徴される新しい決済手法の登場など、環境が激変する可能性も高まっている。イーベイの取締役会は、アイカーンの要求を退けた後、独自に電子決済サービス業界とペイパルの将来に関する検討と議論を深めていく中で、「カールと同じ結論に到達した」(ドナホーCEO) ののである<sup>24</sup>。さらに、ペイパル事業部門のトップが 2014 年 6 月にフェイスブックに移籍し、後任を探す中で、業界激動期のペイパルを率いる一流の人材をスカウトするためには、イーベイ傘下のペイパルよりも独立企業としてのペイパルの方がよりハイレベルの人材を引き

eBay, "Investor Presentation" (September 30, 2014)

<sup>22</sup> アイカーンは公表後に歓迎声明を出し、分離決定は「本来行うべきだった時期よりは少し遅かったかもしれないが、われわれが予期していたよりは早かった」と述べた。Deepa Seetharaman and Supantha Mukherjee, "eBay follows Icahn's advice, plans PayPal spinoff in 2015," Reuters (September 30, 2014)

<sup>23</sup> Michael De La Merced and Andrew Ross Sorkin, "eBay Does About-Face in Spinoff of PayPal," The New York Times DealBook (October 1, 2014)

<sup>24</sup> 同上。

付けられるとの認識も、スピノフの決断を後押しした<sup>25</sup>。

#### 成長促進のための事業分離

イーベイはペイパル分離を決断した理由として、両事業をめぐる変化のペースが加速している中で、両事業の分離は各々の成長機会を捕捉する最適の体制を作り上げ、イノベーションを促進する、集中した俊敏な経営を可能にすることを強調する。各々の最適資本構成や投資家に各々の事業を個別に保有する選択肢を与える利点もあげられている。他方で、アイカーンの提案を拒絶する際にイーベイが強調した両事業のシナジーについては、分離後の両社の協業契約等でカバーできると説明されている。

## 2-4. フィリップス

#### 照明事業の分離

2014年9月23日、オランダの電機大手フィリップスは、照明事業部門（LED照明事業部門と自動車向け照明事業部門を統合）を分離独立させることを発表した<sup>26</sup>。分離独立の方法は未定であり、これから検討するとしているが、照明事業が資本市場から直接調達できることを重視していることから、1段階型ないし2段階型のスピノフが検討の軸になるものと思われる。照明事業分離後のフィリップスは、医療機器事業と家電事業を統合した「ヘルステック」事業会社となる。

図表 14. フィリップスによる照明事業スピノフの概要

きわめて魅力的な市場機会をつかむために2つのフォーカスした会社を設立

| Royal Philips                                                                                                    | Philips Lighting                                                                                              |                                                                                                                                                                                        |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>潜在市場規模1000億ユーロ以上の「ヘルステック」事業機会にフォーカス</p> <p>健康関連ニーズの連鎖にシームレスなサービスを提供</p> <p>ヘルスケアと消費者ライフサイクルに関する強みを最大限に活かす</p> | <p>潜在市場規模600億ドル以上の照明ソリューション事業機会にフォーカス</p> <p>自律した照明事業に適したストラクチャーを確立</p> <p>LED部品・自動車向け事業<br/>(2014/6発表済み)</p> | <ul style="list-style-type: none"> <li>・成長性と収益力を高める</li> <li>・魅力的な市場で、顧客フォーカスを強化</li> <li>・意思決定の迅速化</li> <li>・間接部門のスリム化</li> <li>・照明会社による資本市場へのアクセス</li> <li>・成長投資のために資本を解放</li> </ul> |
| 2013年売上高: 148億ユーロ                                                                                                | 2013年売上高: 84億ユーロ                                                                                              |                                                                                                                                                                                        |

(出所) Philips, "Implementing the next phase of Accelerate!" (September 23, 2014)よりみずほ証券経営調査部作成

スピノフの理由について、フィリップスは、両社が事業・顧客面でのフォーカスを強め、組織のスリム化と意思決定の迅速化を図り、独自の資本調達および投資決定を行うことで、両事業の成長・収益ポテンシャルを強化できるとしている。

#### LEDの登場による業界の地殻変動

この照明事業分離の背景には、LEDの登場による照明事業業界の大きな地殻変動がある。従来の照明事業は、電球寿命の短さから頻繁に更新需要が発生し、継続的な電球販売が収益の柱であった。ところが極めて長寿命のLEDの台頭により、更新市場の規模は縮小し、代わって商業・事業施設等への当初の据え付け事業（エ

<sup>25</sup> 同上（スピノフ発表と同日に、イーベイはアメリカンエクスプレスで携帯・オンライン決済戦略を担当していたシュルマン氏をペイパルの社長に迎えることを発表した。ペイパル分離後は同氏が独立ペイパルのCEOに就任する）。

<sup>26</sup> Philips, Press Release, "Philips to sharpen strategic focus by establishing two market-leading companies in Lighting solutions and in HealthTech, combining Healthcare and Consumer Lifestyle" (September 23, 2014); Philips, Investor Presentation, "Implementing the next phase of Accelerate!" (September 23, 2014)

エンジニアリング的な統合照明システム販売事業)の重要性が一気に増大し、照明業界は根本的なビジネスモデルの変革を迫られている。このような事業環境の激変に俊敏かつ柔軟に対処するために、すでに競合のシーメンスは、2013年7月に、照明事業をOSRAM Licht AGという社名で分離上場させている<sup>27</sup>。

### 3. 医薬・農薬・化学業界

#### 沿革的・技術的関連性

医薬、農薬、化学関連業界でも、事業集中（フォーカス）のためのスピノフが活性化している。そもそも医薬品や農薬は化学物質の一種であり、近代医薬・農薬産業は合成化学技術を基盤に発展してきた。そのような沿革的、技術基盤的理由から、ドイツのバイエルやBASF、米国のモンサントやデュポンなど、かつては大手化学メーカーが医薬・農薬を兼業することも多かった。

#### 市場・規制環境の違い

しかし、医薬、農薬、化学は各々が直面する市場・規制環境が大きく異なる。医薬は人体に影響するため、新薬の開発・治験に巨額のコストがかかるが、認可が得られると特許で保護されて高収益を期待できる。農薬は食物に関連し土壌に散布されて環境への影響も大きいと、各国による承認・登録が重要である。これに対し、化学製品は産業中間素材としての性格が強い。市場面でも専門知識を有するMRによる病院ルートが重要な医薬産業や、農協等を含む特殊な流通ルートを持つ農薬産業と、個別の企業間取引が中心の化学産業では大きく異なる。

#### ライフサイエンスモデルと 医薬専門化

このような事業特性やビジネスモデルの違いから、1990年代以降、各々の事業を分離して専門化する流れが強まってきている。たとえば、スイスのチバ・ガイギーとサンドが合併して1997年に誕生したノヴァルティスは、化学事業をスピノフ<sup>28</sup>して医薬・農薬事業に特化した。このような医薬・農薬兼業を「ライフサイエンス」モデルと呼ぶ。しかし専門化の流れはそこでとどまらず、ノヴァルティスは2000年に農薬事業を英国の医薬企業アストラゼネカの農薬事業と統合して分離独立（シンジェンタ）させ、両社ともに医薬専門企業となった。また、ドイツ3大化学会社の一つであったヘキストは、1999年、化学事業をスピノフ<sup>29</sup>して、フランスのローヌ・プーランと合併し、医薬・農薬専門のアヴェンティスとなった。さらにアヴェンティスは2011年に農薬事業をバイエルに売却して医薬専門となり、2004年にフランス医薬企業のサノフィに買収された。

#### 他方で医薬事業を分離する 会社も

医薬・農薬兼業のライフサイエンスを経て医薬専門に向かう流れに対し、医薬を分離して化学・農薬に集中したのがBASFやデュポンである。BASFは2001年に、医薬事業をアボット・ラボラトリーズに売却し、デュポンも同年に、医薬事業をブリストル・マイヤーズ・スクイブに売却した。

#### モンサントの事業再編

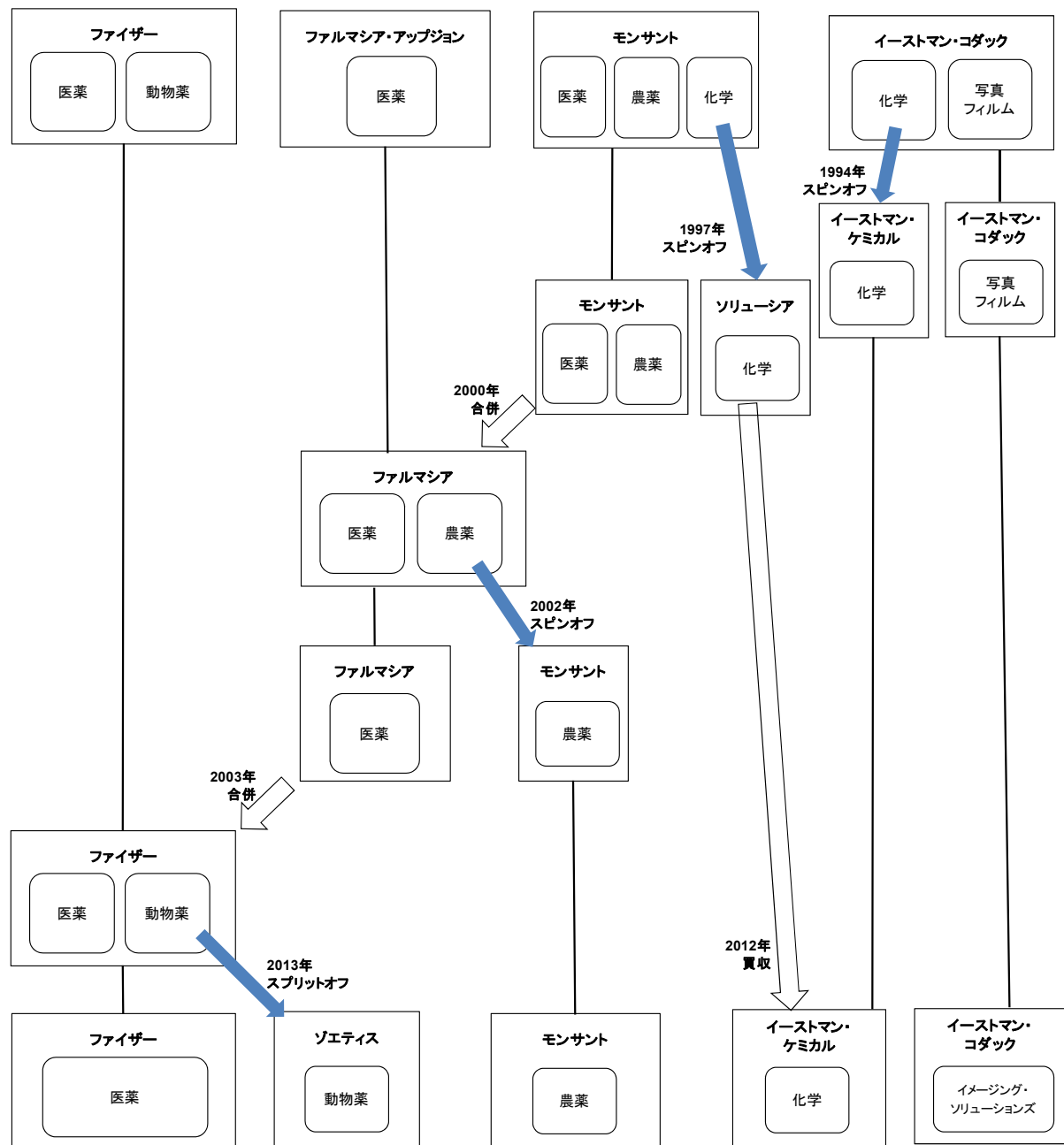
このように医薬・農薬・化学業界における専門化と業界再編には、スピノフやカーブアウト、売却という事業分離が重要な役割を果たしている。ここでは具体例として、モンサントの事業がどのように再編されていったかを見てみよう。

<sup>27</sup> OSRAMのスピノフの理由およびスキームについては、Siemens Aktiengesellschaft and OSRAM Licht AG, “Joint Spin-off Report” (2012)に詳細に記載されている。なお、シーメンスが株主に分配したOSRAM株式は80.5%分で、シーメンスは引き続き17%の株式を保有し、2.5%分はシーメンスの年金基金に拠出されている。17%株式の継続保有は、分離後も引き続き両社の緊密な協力関係を維持するためであるが、OSRAMの経営はあくまで独立しており、シーメンスの関連会社にも該当しない。

<sup>28</sup> “Ciba Specialty Chemicals”として独立上場会社になり、その後、2008年にBASFに買収された。

<sup>29</sup> “Celanese”として独立上場会社になり、その後、一時期PEファンドのブラックストーン傘下に入ったが、現在は再上場して米国上場会社となっている。

図表 15. モンサント3事業（農薬、医薬、化学）から見た業界再編



（出所）諸種資料よりみずほ証券経営調査部作成

モンサントは1901年設立の米国の名門企業で、農薬、医薬、化学の3事業部門を有していた。とりわけ遺伝子組み換え技術の開発により、農薬部門は強力になった。モンサントは1997年、ライフサイエンス事業に集中するため、化学事業を「ソリュシア」としてスピノフした。ソリュシアは2003年にチャプター11を申請したが、その後立ち直り、2008年にはチャプター11手続を脱した。そして2012年に（イーストマンコダックからスピノフされた）イーストマンケミカルに買収された。買収側も被買収側もスピノフによって誕生した化学専門企業である。

医薬・農薬に特化したモンサント本体は、2000年に医薬専門のファルマシア・アップジョンと合併し、新会社「ファルマシア」となったが、ファルマシアは2002年に農薬事業を新「モンサント」としてスピンオフした。医薬専門となったファルマシアは、2003年にファイザーと合併している。この結果、もともとのモンサント3事業のうち、農薬事業は専門の新「モンサント」となり、医薬事業はファルマシア・アップジョンやファイザーの医薬事業と統合され、化学事業はもともとのイーストマンコダックの化学事業と統合して、化学専門の「イーストマンケミカル」へと再編されたのである。

#### 化学事業分離の動き

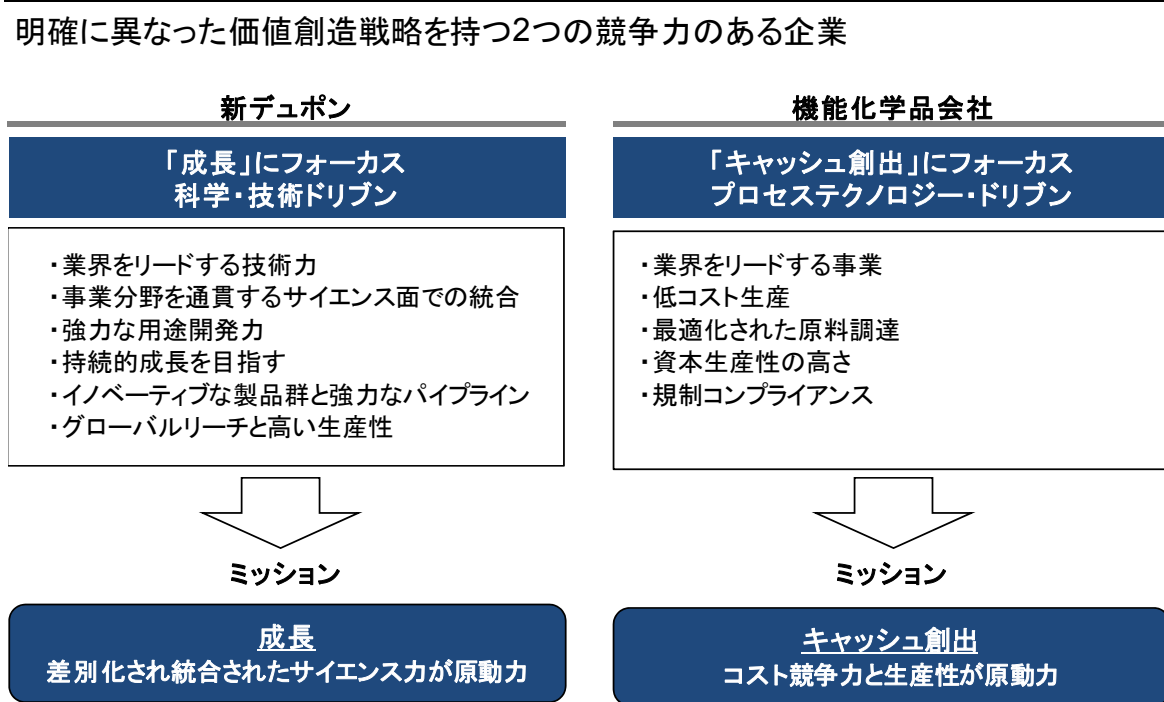
最近では、化学事業と医薬や農薬事業を兼営する大企業において、低成長で収益変動の激しい化学事業を整理して、成長力・収益力の高い医薬・農薬のウェイトを高める動きが再び顕著になっている。以下、デュポン（化学・農薬）とバイエル（医薬・農薬・化学）の事例を紹介する。

### 3-1. デュポン

#### 機能化学品部門の事業分離

デュポンは1802年に創業された米国の名門化学企業であるが、2013年、有力アクティビスト投資家のトライアン（ネルソン・ペルツ）の株式取得が表面化し、水面下の圧力も噂される中で、2013年10月24日、機能化学品（Performance Chemicals）部門のスピンオフを発表した<sup>30</sup>。同部門は、白色顔料の酸化チタン（世界最大手）と「テフロン」等で有名なフッ素系化学品・樹脂（世界大手）を主力製品とし、デュポンの技術力を象徴する伝統的な部門の一つである。

図表 16. デュポンによる機能化学品事業スピンオフの概要



（出所）DuPont, “Separation of Performance Chemicals” (October 24, 2013)よりみずほ証券経営調査部作成（田村[2014]図表 14 再掲）

<sup>30</sup> DuPont, Press Release, “DuPont Advances Transformation to Higher Growth, Higher Value Company” (October 24, 2013); DuPont, Investor Presentation, “Separation of Performance Chemicals” (October 24, 2013)

## 成長事業と成熟（キャッシュ創出）事業

## トライアンの化学事業一括分離提案

スピンオフの理由として、デュポンは機能化学品部門と同部門分離後のデュポン本体の価値創造戦略の違いを強調している。デュポン本体は、サイエンス・テクノロジー主導の成長を基軸とし、キャッシュフローを R&D や新製品開発に再投資していく企業であるが、機能化学品部門は成熟しており、ローコスト運営で資金を生み出し株主に還元すべき性格の事業である。しかも、機能化学品部門はシクリカルな事業で収益の変動幅が大きいと、高成長・高付加価値を目指すデュポン本体とは相性が良くない。分離により、両社は各々に適した資本構成と投資家層を引き寄せることができる。

しかし、トライアンはこれに満足せず、水面下でデュポン経営陣に対しより大胆な会社 2 分割の検討を要請してきたが、会社側の受け入れるところとならなかったため、遂に 2014 年 9 月 16 日付でデュポン取締役会に公開書簡を送り、提案内容を公表した<sup>31</sup>。

トライアン提案の骨子は、デュポンの分社化ロジックをさらに推し進め、機能化学品部門のみならず他の化学関連事業等<sup>32</sup>の成熟・低成長部門も一括して、「キャッシュ創出事業群」としてスピンオフし、農薬を中心とする「高成長事業群」と分離して経営すべきというものである。これに対してデュポンは、機能化学品部門以外の事業部門間の技術面、生産面、営業面等のシナジーを強調する反論資料を公表し<sup>33</sup>、未だ両者の主張の対立が続いている<sup>34</sup>。

図表 17. トライアンによるデュポン 2 分割提案

| (百万ドル)                       |        |         |       |                 |  |
|------------------------------|--------|---------|-------|-----------------|--|
|                              | 2013   |         |       |                 |  |
|                              | 売上     | セグメント利益 | 利益率   | 売上 CAGR (08/13) |  |
| "GrowthCo"                   |        |         |       |                 |  |
| Agriculture                  | 11,739 | 2,483   | 21.2% | 12.4%           |  |
| Nutrition & Health           | 3,473  | 299     | 8.6%  | 19.9%           |  |
| Industrial Biosciences       | 1,224  | 169     | 13.8% | N.A.            |  |
| 小計                           | 16,436 | 2,951   | 18.0% | 15.6%           |  |
| "CashCo"                     |        |         |       |                 |  |
| Electronics & Communications | 2,549  | 334     | 13.1% | 3.0%            |  |
| Performance Chemicals        | 6,703  | 998     | 14.9% | 1.4%            |  |
| Performance Materials        | 6,468  | 1,297   | 20.1% | 0.8%            |  |
| Safety & Protection          | 3,884  | 690     | 17.8% | 0.8%            |  |
| Others                       | 6      | (345)   |       |                 |  |
| 小計                           | 19,610 | 2,974   | 15.2% | 1.1%            |  |
| セグメント計                       | 36,046 | 5,925   | 16.4% | 6.3%            |  |
| 本社等                          | (312)  |         |       |                 |  |
| 全社計                          | 35,734 |         |       | 6.4%            |  |

(出所) Trian Partners, "Trian's Letter to DuPont Board" (September 16, 2014) よりみずほ証券経営調査部作成。数字は DuPont, Investor Presentation, "DuPont – A Market-Driven Science Company" (September 2014) による。

## 3-2. バイエル

### プラスチック事業の分離

2014 年 9 月 18 日、バイエルは、プラスチック事業（"MaterialScience"）部門を分

<sup>31</sup> Trian Partners, "Trian's Letter to DuPont Board" (September 16, 2014)

<sup>32</sup> 高機能材料（Performance Materials）部門や電子・情報素材（Electronics & Communications）部門等。

<sup>33</sup> DuPont, Investor Presentation, "DuPont – A Market-Driven Science Company: Leveraging Good Governance and Strategic Vision to Build a Sustainable Future" (September 2014)

<sup>34</sup> 2015 年 1 月 8 日、トライアンは委任状争奪戦を開始する意図を公表した。Michael De La Merced and Andrew Sorkin, "DuPont Finds Itself a Target of an Activist," New York Times DealBook (January 8, 2015)

離上場し、本体はライフサイエンス事業に特化することを公表した<sup>35</sup>。バイエルは1863年創業のドイツの伝統的大化学企業であるが、近年はライフサイエンス事業に注力し、2005年には化学品事業（および高分子材料事業の一部）を「ランクセス」として分離独立させている。今回は祖業である化学事業のうち残ったプラスチック事業を分離し、完全にライフサイエンス事業に特化するものである。

図表 18. バイエルによるマテリアルサイエンス事業スピノフの概要

| マテリアルサイエンス事業の分離は、両者の未来の成功を確実にする                                                                                                                                                                |                                                                                                                                                                                                         |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Bayer                                                                                                                                                                                          | MaterialScience新会社                                                                                                                                                                                      |
| イノベーションとライフサイエンスの会社                                                                                                                                                                            | 新所有構造の下で引き続きマーケットリーダーに                                                                                                                                                                                  |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 150年の科学とイノベーションの成功の歴史をさらに築き上げていく</li> <li>・ 高い成長性と収益性が見込まれる魅力的な市場に注力する</li> <li>・ 広範な製品ポートフォリオを強力なブランド力を活用する</li> <li>・ ライフサイエンスにフォーカスした経営</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 成功するための全ての条件はそろっている</li> <li>・ 必要なノウハウを有する人材を保有</li> <li>・ 自律的な資本市場へのアクセス</li> <li>・ 本事業の競争力は、バイエルグループ外で本事業の特性に即したプロセスとポートフォリオに関する意思決定を行うことにより強化される</li> </ul> |

（出所）Bayer, “Transforming Bayer into a Pure Life Science Company – Exit of MaterialScience” (September 18, 2014)よりみずほ証券経営調査部作成

#### 分離方式には柔軟性

分離の方式は現時点では明確ではない。バイエルは遅くとも2016年までにプラスチック事業を独立企業として上場させるとしているが、2段階型スピノフを想定しているのか1段階型スピノフを想定しているのかは明らかでない。おそらくM&Aによる売却の可能性も含め、分離の準備を進めつつ、市場環境等にもらみながらこれから検討していくものと思われる。

#### 成熟事業への投資確保

バイエルは分離の理由について、コア事業で利益率も高いライフサイエンス部門には巨額の研究開発等の投資ニーズがあるため、両部門一体のままではプラスチック部門が十分な投資を行えないことをあげている。

### 3-3. バクスター

#### 医療機器業界

医療機器業界でも専門化の動きが強まっている。2013年にはアボット・ラボラトリーズが、後発薬を除く製薬事業を新会社（アッヴィ）としてスピノフし、本体は医療機器や栄養事業に特化した。また、2014年3月にはバクスターが、バイオ医薬事業をスピノフし、医療機器事業に専念することを発表している<sup>36</sup>。

#### バイオ医薬事業の分離

バクスターは過去にも何度かスピノフを行っており、1996年に医薬流通事業（Allegiance Corporation）を、また2000年には心血管系事業（Edwards Lifesciences）をスピノフした。今回のスピノフは、バイオ医薬事業（2013年売上高58億ドル）を分離し、医療器具・用品事業（同94億ドル）に特化しようとするものである。売上の約4割を占める事業を分離する、本格的な会社2分割である。バクス

<sup>35</sup> Bayer, Press Release, “Bayer plans to focus entirely on Life Science businesses” (September 18, 2014); Bayer, Investor Presentation, “Transforming Bayer into a Pure Life Science Company – Exit of MaterialScience” (September 18, 2014)

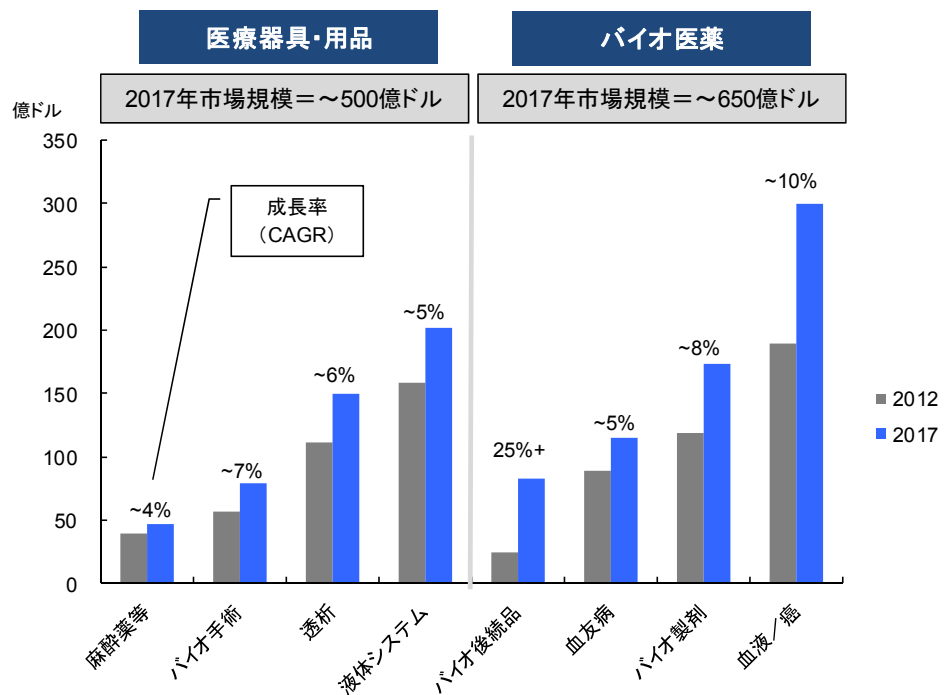
<sup>36</sup> Baxter, Press Release, “Baxter Announces Plans to Create Two Separate Leading Global Healthcare Companies” (March 27, 2014); Baxter, Investor Presentation, “Creating Two Separate Leading Global Healthcare Companies” (March 27, 2014)

事業特性・環境の異なる2つの成長事業

ターの医療器具・用品事業は、腎臓透析機、薬物送達システム、麻酔薬等の手術室用薬剤などからなり、着実な成長とキャッシュフローが見込める事業である。これに対して、同社のバイオ医薬事業は、血友病治療薬を主力とし、新薬開発でバイオジェンなどの同業他社としのぎを削っている。多額の研究開発費を必要とするリスクな事業であるが、高成長の期待がある。

バクスターがスピノフの理由としてあげているのは、この2つの事業はいずれも有望な成長機会を有しているものの、両事業の直面する市場や必要とされる投資、リスク等は異なっており、両事業を取り巻く各々の事業環境が急速に変貌しつつある中で、各々の事業に専念するための分離を実施した方が、両事業の長期的な成功を促進し、患者、病院や他のステークホルダーの利益にもなるということである。売上規模が縮小するにもかかわらず分離を実施することについて、バクスターは株主の長期的利益重視の姿勢を示すものと強調している。

図表 19. バクスターによるバイオ医薬事業スピノフの概要



(出所) Baxter, "Creating Two Separate Leading Global Healthcare Companies" (March 27, 2014)よりみずほ証券経営調査部作成

4. エネルギー・資源・電力業界

石油会社による川下分離の動き

エネルギー・資源・電力業界でも、事業ポートフォリオの組み替えが世界的規模で進行している。石油業界では、エクソンモービルやシェルなどのオイルメジャーが、経営資源を「川上」の石油採掘事業に集中し、「川下」の石油精製・販売事業を合理化する動きが続いている。エクソンモービルによる東燃ゼネラルの持分売却もその一環である。

そのような川下分離の手法としてスピノフも活用されている。2012年には、大

手石油会社のコノコフィリップスが、石油精製・販売および化学事業等を「フィリップス 66」としてスピンオフし、石油・天然ガスの採掘事業に特化した。前年の 2011 年には、マラソンオイルも川下事業を「マラソンペトロリアム」としてスピンオフし、川上事業に特化している。川上特化企業の中でもさらなる集約化の動きがある。オキシデンタル石油は、2014 年、成長性の乏しいカリフォルニア州の天然ガス・石油採掘事業をスピンオフし、主力のテキサスにおける採掘事業に集中することとした。

#### BHP ビリトンによる合併巻き戻し

資源業界では、世界最大手の鉱業企業 BHP ビリトンが、2014 年 8 月にアルミニウム、マンガン、ニッケル、一部石炭等のスピンオフ方針を発表して大きな話題となった。BHP ビリトンは、2001 年に豪州の BHP と英国のビリトンが合併してきた会社であるが、今回のスピンオフ計画は、主に旧ビリトン系の事業を再び分離するものである<sup>37</sup>。分離後の BHP ビリトンは、鉄鉱石、銅、石炭等の事業に集中することになる。

### 4-1. エーオン

#### 電力自由化と事業再編

電力業界では、世界的な電力自由化の流れの中で、発電→送配電→小売りのバリューチェーンのうち、特に資本集約型で企業間取引を中心とする発電事業と、スマートグリッドやソリューション事業の進展が期待される電力小売り事業の流動化が進んでいる。また、発電事業については、反原発の機運が高まる原子力発電や温暖化ガス問題を抱える火力発電等の従来型事業と、風力、太陽光等の再生可能エネルギー事業で事業特性に大きな違いがある。

#### エーオンによる従来型発電事業の分離

このような状況下、2014 年 11 月 30 日、ドイツ最大の電力会社エーオンは、従来型発電を中心とする事業を分離する大胆な計画を公表した<sup>38</sup>。新会社には、原子力、石炭火力を中心とする発電事業、石油・天然ガス開発事業およびエネルギー取引事業を移管し、エーオン本体は、再生可能エネルギー（風力、太陽光）および送配電・小売り事業に集中する。同社のタイセン CEO は、プレスリリースの中で以下のように述べている<sup>39</sup>。

われわれは、劇的に変化した世界のエネルギー市場、技術革新および顧客ニーズの多様化に対応するためには、大胆な新しい戦略が必要だと確信している。現在のエーオンの幅広い事業領域を含むビジネスモデルは、もはやこれらの新しい課題に適切に対処できない。したがって、われわれは事業の構成を大幅に変更する。エーオンは、エネルギー市場の変容によって生み出された成長機会にチャレンジする。分離設立される独立した新会社は、堅固な基盤を有し、エネルギー供給の安定性を重視する。これらの 2 つのミッションは根本的に異なっているので、各々の事業領域に特化した 2 つの別個の会社を設立することが、将来の最善の可能性をもたらす。

#### 成長事業と成熟事業の分離

従来型発電事業は、従来型技術による資本集約・中央管理型事業であり、安定供給がミッションである。業界環境としては、成長よりも欧州規模での業界再編が

<sup>37</sup> Chad Bray, “BHP Billiton to Spin Off Units, Reversing Consolidation Trend,” New York Times DealBook (August 19, 2014)

<sup>38</sup> E.ON, Press Release, “New corporate strategy: E.ON to focus on renewables, distribution networks, and customer solutions and to spin off the majority of a new, publicly listed company specializing in power generation, global energy trading, and exploration and production” (November 30, 2014); E.ON, Investor Presentation, “Empowering customers. Shaping markets” (December 1, 2014)

<sup>39</sup> 前掲注 38 プレスリリース。

重要であり、また原子力発電所の廃炉問題や火力発電の温室ガス問題などの課題を抱えている。エーオン本体は、そのような従来型発電事業の課題を新会社経営陣に委ねて、安定収益源である送配電事業をキープしつつ、消費者と直接接しソリューションビジネスへの展開が見込まれる電力小売り事業、そして分散型でクリーンな再生可能エネルギー事業という成長分野に注力する。

図表 20. エーオンによる発電事業等スピノフの概要

## Two compelling equity stories for our shareholders

| E.ON (分離後)                                                                                                                                                                                                                        | 新会社                                                                                                                                                                                                                                               |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>事業分野:</b><br>再生可能エネルギー<br>送配電<br>小売り<br><br><b>設備投資:</b><br>減価償却費の約2倍<br>(営業キャッシュフローとほぼ同額)<br><br><b>資本構成:</b><br>社債はすべて継承<br>格付けへの影響は1ノッチと限定的<br><br><b>プロフィール:</b><br>堅固な事業基盤と魅力的な成長機会<br><br>Sustainable growth of dividend | <b>事業分野:</b><br>発電(原子力、火力等)<br>石油・天然ガス開発<br>エネルギー取引<br><br><b>設備投資:</b><br>当初は減価償却費の約半分<br>(営業キャッシュフローより相当少ない)<br><br><b>資本構成:</b><br>ネット・キャッシュ・ポジション<br>格付けは十分に投資適格圏内<br><br><b>プロフィール:</b><br>フリーキャッシュフロー創出<br><br>High payout with optionality |

(出所) E.ON, "Empowering customers. Shaping markets" (December 1, 2014)よりみずほ証券経営調査部作成

計画では、2015 年いっぱいにかけて新会社事業分野の分社化を完了し、株主総会の承認を経て、2016 年に過半数株式のスピノフを実施して新会社を上場させる予定である。残った保有株式は中期的に処分する方針である。

## 5. メディア業界

### 市場縮小に直面する出版事業分離の動き

メディア業界では、インターネット広告へのシフトから紙媒体の新聞・雑誌事業の収益環境が悪化し、複合メディア企業による新聞・雑誌等の出版事業分離の動きが相次いでいる。2013 年 3 月、タイム・ワーナーは、出版部門をスピノフし、映画、テレビ等の事業に集中することを発表した。同年 6 月には、ニューズコープによる出版事業部門（ウォールストリートジャーナル、ニューヨークポスト、英サンデータイムズ等）の分離が完了している。「ニューズコープ」の社名は分離事業が受け継ぎ、残った映画やテレビなどのエンタテインメント事業を行う本体は「21 世紀フォックス」と改称した。さらに同年 7 月には、米メディア大手トリビューンが、出版部門（ロサンゼルスタイムズ、シカゴトリビューン等）の分離を発表した。2014 年 8 月にはガネットが出版部門（USA トゥデー等）の分離を発表するなど、出版事業分離の動きは大きな流れとなっている。

### 5-1. タイム・ワーナー

#### 出版事業の分離

2013 年 3 月 6 日、タイム・ワーナーは出版事業部門を“Time Inc.”としてスピノ

フすることを発表した<sup>40</sup>。タイム・ワーナーの出版事業部門は、「タイム」、「フォーチュン」、「ピープル」などの有力誌を擁する名門であるが、インターネットへの広告シフトによる紙媒体メディアの構造的苦境の中で、タイム・ワーナーも同部門の米出版大手メレディス・コーポレーションへの売却を交渉していた。しかし、交渉が折り合わなかったため、一転してスピノフに転じたものである<sup>41</sup>。これにより、タイム・ワーナーはテレビネットワーク、映画・テレビ製作事業に注力する体制が整う。スピノフの理由について、Time Inc.のインフォメーション・ステートメント<sup>42</sup>では、戦略的フォーカスと経営陣のインセンティブ、両事業に適した株主構成の実現をあげている。

#### 合併・買収の巻き戻し

タイム・ワーナーは、1990年に雑誌のタイムと映画のワーナー・コミュニケーションズの合併で誕生し、1995年には傘下にCNN等を擁するケーブルテレビのターナー・ブロードキャスティング・システムズ（TBS）を買収、2000年にインターネット・プロバイダーのAOLと合併してAOLタイム・ワーナーとなった。しかし、AOLとの合併はドットコム・バブルの崩壊で「世紀の失敗」に終わり、2009年にはAOLをスピノフした。同年には旧タイム社とワーナー社のケーブルテレビ部門であるタイムワーナーケーブルもスピノフしている。

### 5-2. ガネット

#### 売上高の7割を占める出版事業の分離

2014年8月5日、米メディア大手のガネットは、全国紙「USAトゥデー」等を擁する出版部門のスピノフと、23%の持分を保有していた自動車情報サイト「カーズ・ドットコム」（Cars.com）の完全買収を発表した<sup>43</sup>。これにより同社は46のテレビ局網とリクルートメントサイトのCareerBuilder.comやCars.comなどのデジタル事業に経営資源を集中する。驚くべきことに、分離される出版事業の売上高（2013年：36億ドル）は全社売上（同53億ドル）の約7割を占める。「ガネット」の社名もスピノフされる出版事業会社が継承し、残った本体は別の社名（未定）になる予定である。

#### アイカーンの先手を打つ

ガネットに関しては、アクティビストのカール・アイカーンが6.63%の株式を取得し、大量保有報告書の中で出版事業の分離提案を公にする矢先に、出版事業のスピノフを公表したため、「アイカーンの鼻を明かした」と話題になった<sup>44</sup>。

#### 規制制約からの解放

分離の理由については、通常のフォーカス、柔軟性、別個の資本構成と投資家ベース等に加え、規制制約からの解放があげられている。米国ではメディア集中規制の観点から、放送局と新聞の兼営については制約が課されており、出版部門が自由に他の新聞を買収することができなかった。分離により、出版部門はそのような制約から免れて、業界再編に臨むことが可能になる。なお、出版業界の厳しい状況に鑑みて、ガネットの既往の有利子負債は基本的に本体（放送・デジタル部門）が負担し、出版部門は実質無借金で出発する予定である。

#### 業界再編の起爆剤に

このように各社が切り離した出版部門は、今後、合併・買収等を通じて、生き残

<sup>40</sup> Time Warner, Press Release, “Time Warner Inc. Announces Plan to Separate Time Inc.” (March 6, 2013)

<sup>41</sup> 「米タイム・ワーナー、出版部門をスピノフへ」ロイター（2013年3月7日）

<sup>42</sup> Time Inc., “Information Statement” (May 9, 2014)

<sup>43</sup> Gannett, Press Release, “Gannett to Create Two Industry-Leading Companies with Scale through Spin-Off of Publishing Business to Gannett Shareholders. Will Also Accelerate Growth of Digital Portfolio with \$1.8 Billion Acquisition of Remaining 73% Interest in Cars.com” (August 5, 2014); Gannett, Investor Presentation, “Unlocking Shareholder Value Through Two Transformative Transactions” (August 5, 2014)

<sup>44</sup> Lukas Alpert, “Gannett Beats Icahn to the Punch; Activist Investor Discloses Stake Less Than 10 Days After Media Company Said It Would Split in Two,” Wall Street Journal Online (August 15, 2014)

りを賭けた業界再編に積極的に打って出るものと思われる。

図表 21. ガネットによる出版事業スピノフの概要

|                                                   |                                                                                                                                                                                                        |
|---------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Summary</b>                                    | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ ガネットの出版事業を株主にタックスフリーでスピノフ</li> <li>・ スピノフ後当初の両社合算配当額は少なくとも現状以上</li> <li>・ 2015年中盤に完了予定</li> </ul>                                                             |
| <b>RemainCo:<br/>Broadcasting and<br/>Digital</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 大手テレビ放送業者かつ新興デジタル有力企業(46の関連放送局、キャリアビルダー、カーズ・ドットコム)の有力サイト保有)</li> <li>・ ガネットの既存有利子負債を全て引き継ぐが、財務体質は強固</li> <li>・ キャッシュフロー創出力が強いため、有利子負債返済と株主還元の両立が可能</li> </ul> |
| <b>SpinCo:<br/>Gannett<br/>(Publishing)</b>       | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 米国最大の新聞発行者(81の日刊紙と400以上のローカル出版物)</li> <li>・ USA TODAYや英国有力地方紙のNewsquestを保有</li> <li>・ 実質的に無借金</li> <li>・ 業界再編が進展する中で、M&amp;Aの自由度が増す</li> </ul>                |

(出所) Gannett, "Unlocking Shareholder Value Through Two Transformative Transactions" (August 5, 2014)

## 6. 食品業界

### たばこ、菓子事業の再編

食品業界でも、スピノフは業界再編において重要な役割を果たしている。ここでは、米国たばこ大手であった旧フィリップモリスと RJ レイノルズをめぐる業界再編の動きを振り返ってみたい。

米国大手たばこ会社の多角化の一環として、RJ レイノルズは 1985 年に菓子大手のナビスコと合併して「RJR ナビスコ」となり、フィリップモリスは 1985 年のゼネラルフーズの買収に続き、1988 年には菓子大手のクラフトを買収した。

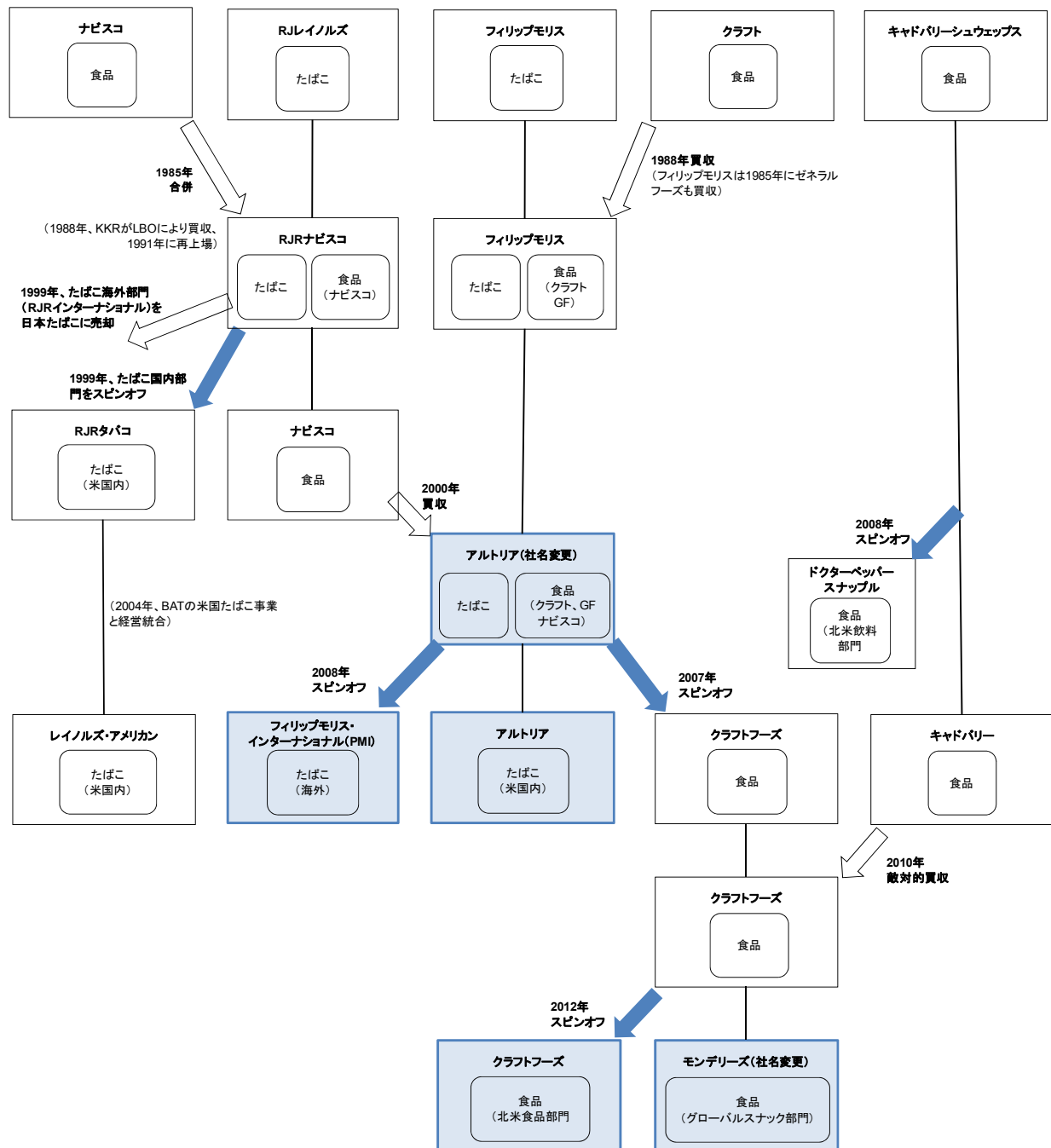
### 米国たばこ事業、海外たばこ事業、菓子事業の 3 分割

しかし、健康被害訴訟問題や嫌煙運動による成長制約等の問題を抱える米国たばこ事業が、成長性の高い海外たばこ事業や菓子事業の成長戦略を阻害するという問題意識から、まず RJR ナビスコが 1999 年に海外たばこ事業を日本たばこに売却し、米国たばこ事業を「RJR タバコ」としてスピノフした。残った本体は「ナビスコ」の社名で菓子事業に特化した。翌 2000 年、フィリップモリスに買収された(フィリップモリスは 2003 年に「アルトリア」に社名変更)。

その後、アルトリアも RJR ナビスコ同様に、米国たばこ事業、海外たばこ事業、菓子事業の 3 事業分離を実施する。まず 2007 年、アルトリアはかつてのクラフトやナビスコの事業を含む菓子事業を「クラフトフーズ」としてスピノフ、翌 2008 年には海外たばこ事業を「フィリップモリスインターナショナル (PMI)」としてスピノフし、本体は米国たばこ事業に特化した。

その後、スピノフされたクラフトフーズは、2010 年、英国を本拠とする世界的菓子大手のキャドバリーを買収したが、2012 年に北米食品部門を「クラフトフーズ」の社名とともにスピノフし、本体はグローバル菓子事業に特化して、社名を「モンデリーズ」に変更した。

図表 22. フィリップモリスと RJ レイノルズ関連の業界再編の動き



(出所) 諸種資料よりみずほ証券経営調査部作成

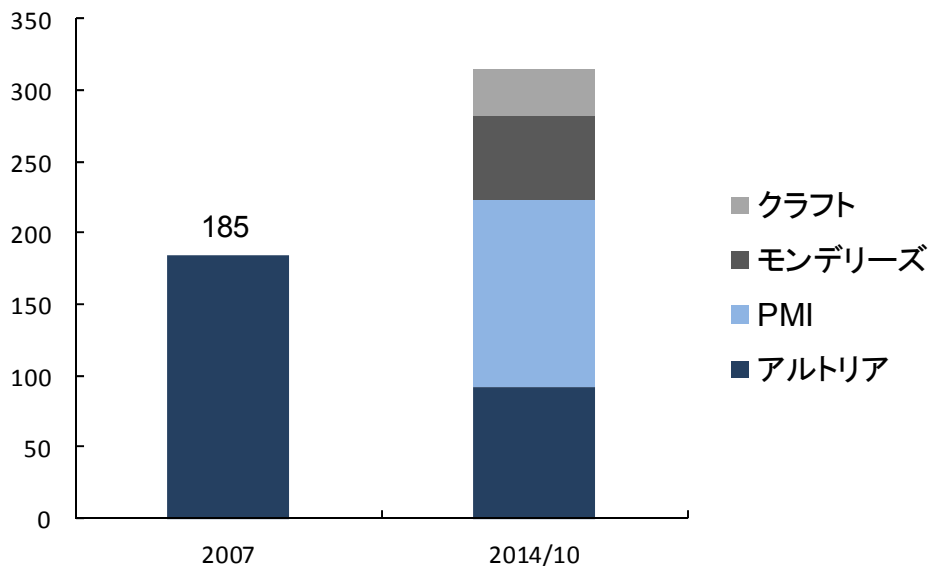
## スピノフによる株主価値創造

結局、2007 年時点でのアルトリアは、現在ではアルトリア、PMI、モンデリーズ、クラフトフーズの 4 社に分かれているが、その時価総額合計は分割前を 70% 上回っており、同時期の S&P500 指数の上昇率 39% を大きく凌駕している<sup>45</sup>。注目すべきことは、アルトリア本体は成長部門の海外たばこ事業と菓子事業を（無償で）

<sup>45</sup> David Benoit, Theo Francis and James R. Hagerty, “Hewlett-Packard Split Comes as More Investors Say Big Isn’t Better,” Wall Street Journal Online (October 7, 2014)

手放して成長性の低い米国たばこ事業に特化し、売上も時価総額も大きく減少させていることである。これは会社本位の観点では理解しがたい行動であり、株主利益、すなわち受託者責任の観点から経営判断を下す、コーポレートガバナンスの観点からのみ理解できる行動である。

図表 23. アルトリアのスピンオフによる価値創造：時価総額推移（十億ドル）



（出所）David Benoit, Theo Francis and James R. Hagerty, "Hewlett-Packard Split Comes as More Investors Say Big Isn't Better," Wall Street Journal Online (October 7, 2014)よりみずほ証券経営調査部作成

#### トライアンによるペプシコ分割提案

2013年7月、トライアンは、飲料・菓子事業を兼営するペプシコに対し、モンデリーズとの合併と飲料事業のスピンオフを提案した<sup>46</sup>。ペプシコはトライアンの提案を拒否し、現在もなお膠着状態が続いているが、提案の可否はさておき、スピンオフが業界再編の手段となる可能性を示すまた一つの例である。

### 7. スピンオフを行う実務的理由

#### スピンオフの理由

以上、2013年以降に公表された10社のスピンオフ事例を中心に分析してきたが、各社が説明会資料等であげているスピンオフを行った理由を見ると、共通する部分が非常に大きい。それは、「経営の独立」、「資本の独立」、「上場の独立」による企業価値の向上と要約することができる。

#### 経営の独立

まず、スピンオフにより両社の経営が独立することにより、各々の事業に経営者・組織が専念（フォーカス）することができる。組織はより簡素化され、俊敏かつ意思決定が迅速になり、設備投資やM&A、資金調達や株主還元などに関する柔軟性が増す。そして、事業間の補助金やノンコア事業への過少投資等が解消され、資本配分に関する効率性を極大化できる。これらにより各々の事業の環境変化や競合への対応力が強化されるのである。ここで重要なのは、最終意思決定権（経営陣・取締役会）の独立である。単なる独立事業部門や上場子会社では、連結経営のもとでは、重要な経営判断に関しては本社・親会社の経営陣・取締役の最終承認が必要になるため、上記の効果は十分に達成することができない。

<sup>46</sup> William Alden, "Activist Peltz Urges Merger of PepsiCo and Mondelez," New York Times DealBook (July 17, 2013)

## 資本の独立

次に、スピノフにより資本（特に株主資本）が独立することにより、独自の資本調達が可能になり、各々の事業特性に応じた最適資本構成を達成することができる。また、資本的なつながりがなくなることにより、他事業に由来する独占禁止法や系列等の制約から解放され、M&A やビジネスの機会が増大する。資本の独立は、経営の独立で触れた資本配分の効率性を極大化するうえでも重要である。

## 上場の独立

資本の独立とも関係するが、株式が独立して上場されることにより、投資家からは独立の投資対象となる。より専門（ピュアプレイ）化し、かつ各々の財務諸表が公開されるなど事業の透明性が増すことにより、各々の事業のみに興味のある投資家層をそれぞれ引き付けることができ、各々の事業特性に理解のある最適な投資家ベースを構成することができる。経営陣や従業員に自らが従事する事業のパフォーマンスに直結したエクイティ・インセンティブを与えることができ、また各々の事業特性やバリュエーションに応じた買収通貨を手にすることができる。

図表 24. スピノフの理由（まとめ）

|       |                                                                                                                                                                                                      |
|-------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 経営の独立 | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ フォーカス(Focus)</li> <li>■ 簡素、俊敏、柔軟性(Simple, Agile, Flexible)</li> <li>■ 資本配分の効率性(Capital Allocation Efficiency)</li> </ul>                                    |
| 資本の独立 | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 最適資本構成(Optimal Capital Structure)</li> <li>■ 独立資本調達(Independent Access to Capital)</li> <li>■ 独禁、系列等の制約からの解放(Fewer Regulatory/Other Constraints)</li> </ul> |
| 上場の独立 | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 独立投資対象(Distinct Investment Identity)→最適投資家ベース</li> <li>■ エクイティ・インセンティブ(Aligned Equity-based Compensation)</li> <li>■ 買収通貨(Acquisition Currency)</li> </ul>  |

（出所）みずほ証券経営調査部作成

## なぜその企業が、なぜいまスピノフを行うのか

しかし、本章の最初にも触れたように、このような理由は多角化企業一般に当てはまるものであり、なぜその企業が、なぜいまスピノフを行うのかを説明していない。本章の事例から明らかになったのは、(1)各々の事業特性の相違が大きく、かつ(2)事業をとりまく環境変化が大きいときに、スピノフが真剣に検討されるということである。

## 事業の特性の相違

事業の特性の相違については、典型的には「成長事業／成熟事業」があげられる。成長事業は、リスクを取って新たな事業機会を求めて積極的に投資や M&A を行っていくことが求められる。株主配分よりも成長投資が優先され、成長＝株価上昇によるキャピタルゲインを求める投資家層（“Growth Investors”）を引き付ける。他方で、成長機会の限られる成熟事業は、コスト競争力や市場ポジションを強化して豊富なキャッシュフローを生み出し、そのキャッシュフローをリターンの低い再投資や多角化に振り向けるよりも、安定的かつ高水準な株主配分に充当することが期待される。株主としてもそのような還元利回り重視の投資家層（“Yield Investors”）が引き寄せられる。典型的にはデュポンの事例がこのパターンである。

しかし、事業特性の相違は成長事業／成熟事業の違いだけではない。成長事業どうしでも事業環境が大きく異なる場合（たとえばバクスターの事例）、各々の事業

が別個の難しい環境に直面している場合（たとえばヒューレット・パッカードの事例）などさまざまである。そのような事業特性の相違がスピノフの検討に至るのは、もはや一人の経営者では、能力・適性や時間配分の要因により、両事業の直面する異なった課題に十分に対処することが困難になるときである。

#### 事業環境の変化

この経営者のキャパシティーの問題を特に顕在化させるのが、事業環境の変化である。スマートフォン／タブレット登場によるパソコン業界の環境変化（ヒューレット・パッカードの事例）、インターネットの普及による出版業界の環境変化（ガネットの事例）、LED 照明の登場による照明業界の環境変化（フィリップスの事例）などがそれを象徴している。環境変化はリスクを増大させるとともに事業機会も拡大する。その各々の事業機会に全力でチャレンジするためにも事業分離は有力な手段となる（イーベイの事例）。

## IV. スピノフによる価値創造：実証的・理論的考察

### 1. スピノフの価値創造効果に関する実証的研究

スピノフの価値創造効果は実証研究で確認されている

スピノフの価値創造効果については、欧米において非常に多くの実証研究がなされており、平均的に株価で測定した価値創造効果が有意にポジティブであることは繰り返し確認されている<sup>47</sup>。このようにスピノフは平均的には価値創造的な戦略であるが、分散は比較的大きく、個別には上手くいくものもいかないものもある<sup>48</sup>。Edge Consulting Group とデロイトが共同で行った 2000 年以降のスピノフ調査の結果について、Edge の Mendy 氏（COO）は、「投資家は 10 件中 4 件のスピノフがその後 1 年の期間に価値を生み出さないことに驚くだろうが、残りの会社の投資リターンは相当大きい」と述べている<sup>49</sup>。同調査によれば、スピノフ後 1 年間の親元会社の株式リターンは 14%、スピノフ会社の株式リターンは 22% であり、同時期の市場株価リターンをかなり上回っている。

実証研究で明らかになった価値創造の要因

それではなぜスピノフは価値を創造するのだろうか。実証研究では、主に以下のような要因が検証されている。結論としては、前章で分析した事例で会社が述べているスピノフの理由と実証研究の結果にはかなりの整合性がある<sup>50</sup>。

フォーカス

#### フォーカス

スピノフは事業のフォーカスを強めることにより価値を創造すると考えられる。実証研究によれば、スピノフ会社が親元会社と異業種の場合（＝フォーカス強化）には価値創造が見られるが、同業種の場合には平均的には有意な価値創造が見られない<sup>51</sup>。垂直統合企業によるスピノフについても、スピノフ後の親元会

<sup>47</sup> 例えば Eckbo & Thorburn [2008], 447-448 頁は、過去の 19 件の実証研究（1962 年から 2000 年に実施された 2052 件の事例をカバー）の結果として、平均 3.3% の CAR（累積超過リターン）を報告している。Veld & Veld-Merkoulova [2008] も、過去 26 件の実証研究の結果として、平均 3.02% の CAR を報告している。以上の実証研究はいずれもスピノフ公表前後の株価の動きに基づくものである。

<sup>48</sup> 例えば Veld & Veld-Merkoulova [2008] の事例では、CAR の平均 3.02% に対し標準偏差は 1.9% である。

<sup>49</sup> The Edge Consulting Group, Press Release, “Value of companies globally undertaking spinoffs to hit US\$664 billion for 2014 finds global study by leading advisors The Edge and Deloitte” (December 11, 2014)

<sup>50</sup> Veld & Veld-Merkoulova [2008], 4 頁参照（「学術論文で言及されている要因は、実務家が言及している要因に近い」）

<sup>51</sup> Eckbo & Thorburn [2008], 448-449 頁(Daley, Mehrotra and Sivakumar [1997], “Corporate Focus and Value Creation: Evidence of Spinoffs,” Journal of Financial Economics, 45 の結論を要約); Jongbloed [2004], 574-575 頁参照。

社の事業フォーカス度が高いほど価値創造効果が高いことが確認されている<sup>52</sup>。

#### 非効率な資本配分の是正

#### 非効率な資本配分の是正

管理スパン、情報、インフルエンス活動等の要因で内部資本市場（後述）が効率的に機能しないと、非効率な資本配分が行われる。スピノフは内部資本市場の外部化により非効率な資本配分を是正すると考えられる。実証研究によれば、多角化企業によるスピノフは、各事業部門の投資の効率性を高める効果がある。具体的には、スピノフ後に事業の投資環境と投資額の整合性が増し、特にトービンの  $q$  が高い事業（≒有望な投資機会が多い事業）の投資が増加することが確認された<sup>53</sup>。一般に、さまざまな実証研究の結果は、スピノフは多角化企業における投資判断の質を改善することにより価値を創造することを示している<sup>54</sup>。

スピノフはまた失敗した M&A の巻き戻しにも用いられる。以前に買収された事業のスピノフ事例に関する実証研究では、もともとの買収が価値破壊的であったことが示されている<sup>55</sup>。

#### 情報の非対称性の低減

#### 情報の非対称性の低減

スピノフは、内部の経営者と外部の投資家の間の情報の非対称性を低減する。実証研究によれば、スピノフを行う会社は、同業他社と比べて情報の非対称性が高い傾向があり、スピノフ後は情報の非対称性は低減する。また、もともと情報の非対称性の高い会社の方が、スピノフ公表時の価値創造効果が高い<sup>56</sup>。

#### M&A の促進

#### M&A の促進

スピノフにより事業のフォーカスを増した親元会社およびスピノフ会社は、各々が M&A の対象となりやすくなる。これは実証研究でも確認されている<sup>57</sup>。多くの M&A はスピノフ完了の 2-3 年後以降に起こっているが、これはスピノフのタックスフリー適格性を維持するためと考えられる<sup>58</sup>。

## 2. スピノフの価値創造効果に関する理論的考察

### 2-1. 概説

#### 企業の境界理論

前節で瞥見した実証研究の成果によれば、スピノフが価値を創造する要因は、フォーカス、非効率な資本配分の是正、情報の非対称性の低減等にあることが明らかになった。しかし、スピノフは共通資本・経営下の複数の事業を分離するという意味で、異なった資本・経営下の複数の事業を統合する M&A と対称的な

<sup>52</sup> Jain et al. [2009]

<sup>53</sup> Gertner et al. [2002]; Ahn & Denis [2004]. ただし、両論文ともスピノフを行った企業のみを検証しているためサンプル・バイアスが存在する（Gertner et al. [2002], 2504 頁）。すなわち、スピノフを行わなかった多角化企業がスピノフにより資本配分の効率性が向上するか否かは検証されていない。

<sup>54</sup> Eckbo & Thorburn [2008], 449 頁; Jongbloed [2004], 575-576 頁参照。

<sup>55</sup> Eckbo & Thorburn [2008], 449 頁（Allen, Lummer, McConnell and Reed [1995], “Can Takeover Losses Explain Spin-off Gains?” Journal of Financial and Quantitative Analysis, 30 の結論を要約）。

<sup>56</sup> Eckbo & Thorburn [2008], 450 頁および Jongbloed [2004], 577 頁（Krishnaswami and Subramanian [1999], “Information Asymmetry, Valuation, and the Corporate Spin-off” Journal of Financial Economics, 53 の結論を要約。なお、情報の非対称性の尺度としては、アナリストの予測の分散と予測エラーを使用している）。

<sup>57</sup> Eckbo & Thorburn [2008], 451 頁（Cusatis, Miles and Woolridge [1993], “Restructuring through Spinoffs: The Stock Market Evidence,” Journal of Financial Economics, 33 の結論を要約）。

<sup>58</sup> Eckbo & Thorburn [2008], 451 頁。ただし、法定の厳格な要件ではない。

取引である。もし M&A（とりわけ多角化 M&A）が価値を創造する場合があるのであれば、なぜその正反対の取引であるスピンオフも価値創造的であり得るのだろうか。換言すれば、どのような場合に M&A（＝結合）が価値創造的であり、どのような場合にスピンオフ（＝分離）が価値創造的になるのであろうか。その問題の理論的解明に強力な武器となるのが、コース教授の洞察に立脚した「企業の境界」（Boundaries of the Firm）の理論である。

#### 取引コスト

コース教授は 1937 年の記念碑的論文「企業の性質」（The Nature of the Firm）<sup>59</sup>において、そもそもなぜ組織（企業）は存在するのかとの問いを立てた。当時の図式的な経済学によれば、資源配分は市場（価格メカニズム）によって調整されるのが最も効率的であり、そこに市場によらない社内資源配分を行う企業の登場する余地はない。しかし現実には企業は存在する。コースはその理由を「取引コスト」<sup>60</sup>の存在に求めた。取引コストとは「価格メカニズムを使うコスト」（“a cost of using the price mechanism”）のことであり、情報を収集し、交渉を行い、契約を締結し、その遂行をモニタリングするコスト等が含まれる。特に、当事者間の交渉頻度が高く、関係が長期的で、将来の不確実性が大きい場合には、取引コストは非常に大きなものになり、市場メカニズムに代わって企業内部の指揮命令系統によって資源配分を行った方が効率的になる。

#### 組織化コスト

それでは企業内取引により取引コストが削減できるにもかかわらず、なぜ企業はどこまでも大きくならないのだろうか。それは「組織化コスト」（“costs of organizing”）が存在するからである。組織が大きくなるにつれて、管理スパンの拡大から経営者の資源配分能力は低下し、非効率的な判断を行う可能性が高まる。コースはこれを「経営の限界生産力逓減」（“diminishing returns to management”）と比喩的に呼んだ。企業の最適規模は、限界的な取引コスト削減効果と限界的な組織化コストの増大が等しくなるところで決まるというのがコースの結論である。

#### 管理スパン、事業の異質性、環境変化

以上の理論によれば、企業は、取引コストの削減効果が大きく、組織化コストの増加が小さいほど大きくなることになる。コースは組織化コストを増大させる要因として、管理スパンの拡大（“the spacial distribution of the transactions organized”）、事業の異質性（“the dissimilarity of the transactions”）、事業環境変化の度合い（“the probability of changes in the relevant prices”）をあげた。

#### 変化する均衡点

コースは企業の最適規模（限界的な取引コスト削減と限界的な組織化コスト増大が交差する点）は、環境変化により常に変動する「変化する均衡点」（“moving equilibrium”）であり、それが企業が大きくなったり小さくなったりする原因であるとする。そのような均衡状態は、経営者が常に試行錯誤を繰り返すことによって維持されるものである。

#### 取引コスト理論

企業の境界に関するコース以降の研究は、「取引コスト」と「組織化コスト」のより精緻な理論化に向かった。取引コストについては、ウィリアムソン教授による「取引コスト理論」の精力的な研究が有名である。ウィリアムソンは不完備契約状況下でのホールドアップ問題を重視し、取引の(1)不確実性、(2)頻度、(3)投資の関係特殊性が高まるほど、取引コストが高まり、事業を統合して企業内取引化することのメリットが増大すると主張した<sup>61</sup>。

<sup>59</sup> Coase [1937]

<sup>60</sup> コース自身は同論文の中でそれを“marketing costs”と呼んだ。

<sup>61</sup> Williamson [1979]等参照。“transaction costs”という用語は、ウィリアムソンによって一般化した。

## 所有権理論等

これに対して組織化コストについては、取引コストと比較する形で、すなわち、(1) 2つの事業を統合（多角化）して、両事業の経営判断を一元化し、両事業間の資源配分を社内化した場合と、(2) 分離（フォーカス）したままで、両事業の経営判断を独立させ、両事業間の資源配分を市場に委ねた場合との優劣を比較する形で研究が進展した<sup>62</sup>。次節では、統合（多角化）と分離（フォーカス）の優劣に焦点を当てて、最近の研究成果を紹介する。

### 2-2. 統合（多角化）と分離（フォーカス）の優劣

#### 企業内部構造への着目

取引コストを削減できるにもかかわらず統合よりも分離が価値を生む理由を考察する際に、特に重要なのは、情報の非対称性問題とエージェンシー問題である。これらの問題については、従来は、経営者と株主の関係で論じられることが多かったが、多角化企業の経営者と事業部門の間にも情報の非対称性とエージェンシー問題が存在することに留意することが非常に重要である<sup>63</sup>。この企業内部構造への着目が、組織化コストの理解を促進した。

#### 企業内部の情報の非対称性とエージェンシー問題

まず、情報の非対称性については、経営者と株主・投資家の間に情報格差（外部の情報の非対称性）があるように、多角化企業の経営者と事業部門の間にも情報格差（内部の情報の非対称性）がある。エージェンシー問題についても、経営者が必ずしも株主価値・企業価値の最大化を行わずに「私的便益」（private benefits）を考慮するのと同様に、事業部門も企業価値の最大化ではなく私的便益を追求する可能性がある。ここで「私的便益」とは、必ずしも直接の金銭的便益にとどまらず、より大きな企業・事業部門を運営する心理的・付随的報酬、最大限の革新的な努力を行わずに惰性的な経営を行うこと、リスクを取らない損失回避的な過度の安全志向、厳しい経営判断を行う心理的コストの回避等も含まれる。

#### インフルエンス活動

事業部門は経営者に対してはエージェントの関係にあり、しばしば企業価値の最大化よりも、社内政治的インフルエンス活動により事業部門の私的便益の最大化を図る潜在的なインセンティブがある。ここで内部の情報の非対称性が高いと、経営者には不正確な情報が伝わり、特に経営者とその事業部門の専門家でない場合には、一層、資源配分の判断が歪む可能性がある<sup>64</sup>。

#### コーポレートガバナンスの影響

特に、エージェンシー問題を抑制するコーポレートガバナンス機能が弱い場合には企業内部の資源配分の歪みが大きくなる。最近の実証研究によれば、経営トップとの属人的関係の強い事業部門ほど投資面で優遇され、それがコーポレートガバナンスの弱さと結びつくと、投資効率や企業価値にマイナスの影響を与えることが確認されている<sup>65</sup>。また、経営者と事業部門との情報の非対称性が高いほど、投資効率や企業価値が低下し、その低下効果はコーポレートガバナンスが弱いほど大きくなるという実証結果も報告されている<sup>66</sup>。

<sup>62</sup> その嚆矢は、グロスマン教授およびハート教授による所有権理論からのアプローチである。

Grossman & Hart [1986]. なお、取引コスト理論と所有権理論によるアプローチの概要とその限界に対する批判について、Holmstrom & Roberts [1998]参照。

<sup>63</sup> Gertner et al. [2002]参照。

<sup>64</sup> Rajan et al. [2000]は、情報の非対称性下で事業部門にある程度の投資裁量がある場合の多角化の非効率性について興味深い理論モデルを構築している。

<sup>65</sup> Duchin & Sosyura [2013]. なお同論文では、コーポレートガバナンスの指標として、Gompers 指数（取締役の期差選任など株主の権利を弱めるファクターを点数化したもの）、経営者による株式保有度、機関投資家による株式保有比率を採用している。

<sup>66</sup> Billett et al. [2013]. 同論文は、経営者と事業部門幹部の（合法的な）自社株売買のデータを基に内部の情報の非対称性を計測するという斬新な手法を用いている。興味深いのは、「悪い」情報ほど、情報

このような社内資源配分の効率性問題のうち、比較的実証研究のデータが得やすい投資資金の配分については、「内部資本市場」(Internal Capital Markets) 理論として、特に研究が進んでいる。次節では、内部資本市場に焦点を当てて考察する。

### 2-3. 内部資本市場の効率性<sup>67</sup>

#### 内部資本市場

内部資本市場とは、企業内部での（市場メカニズムによらない）資本配分様式を意味する。いま企業が 2 つの事業部門を有していて、それらを統合したままでおくべきか（多角化）、スピンオフ等により分離すべきか（フォーカス）を考えるとときに、内部資本市場の効率性が大きなファクターとなる。

#### 統合のメリット

統合（多角化）の最大のメリットは、経営者と投資家の情報格差（外部の情報の非対称性）により、内部資本市場の方が効率的な資本配分ができる可能性があることである。外部の投資家に比べて内部の経営者は、同じ社内であり、非公開情報も含めて各々の事業をよく理解できる。従って、ある事業が生み出した余剰キャッシュフローを、（貸出市場を含む）外部資本市場を通さずに、外部からは理解しにくい別の価値を生む事業にそのまま投資することができる。これは、プロダクト・ポートフォリオ・マネジメント的な発想でもある。

なお、多角化の効用として、しばしば企業収益・財務基盤の安定性もあげられる。なぜなら、ビジネスサイクル等が異なる複数の事業を保有することで企業の収益基盤や財務基盤はより安定するからである<sup>68</sup>。しかし、過度な安全性の追求は私的便益にほかならず、発達した資本市場における株主（投資家）の立場からみると、企業が多角化しなくても株主が分散投資すればよいということになる<sup>69</sup>。

#### 分離のメリット

これに対して、分離（フォーカス）のメリットは、一言でいうと「外部からの規律にさらされた厳しい経営」によりエージェンシーコストを抑制するとともに、事業部門の私的便益追求による内部資本市場の非効率性を避けるということである。内部の情報の非対称性は資源配分を歪める機会を増大させる。また、事業部門間の政治的インフルエンス活動により、キャッシュフローを生み出す成熟事業部門が、「自ら稼いだ」資金を成長事業部門に回さず、自部門で期待リターンの低い投資を行ったり、逆に伝統的な不採算部門を維持するため、収益部門から資金が「補助金」として流れることもある。

#### 情報の非対称性とエージェンシーコストの抑制

しかし、もし A 事業と B 事業が独立会社であれば、A 事業の余剰キャッシュフローは（配当・自社株買い等で）市場（＝株主）に返還し、B 事業は新規プロジェクトの資金を市場から調達することになる。このとき、B 事業の新規プロジェク

の非対称性が高いことであり、事業部門幹部の知る悪い情報が必ずしも正確に経営トップに伝達されていないことを示唆している。

<sup>67</sup> 本節は拙稿「M&A 講座（第 1 回）：ディベスティチャー（事業分離）」（田村[2007]）第 I 章第 2 節の内容を書き改めたものである。

<sup>68</sup> これは複数の事業部門がお互いに保証しあっている状況（Co-insurance 効果）といえる。多角化の相互保証の効果について、2 つの角度から考察してみる。まず、株価を、企業価値を原資産、負債価値を行使価格とするコール・オプションとしてとらえると、多角化は一般にボラティリティーを低下させるので、一見、株主から債権者への価値移転が起こるように思われるが、クレジットの向上に見合った金利低下が生じるとすると中立的である。次に、最適資本構成論でみると、倒産法制が未成熟な国ほど財務的困窮コスト（いわゆる Bankruptcy Cost）が高いため、一般に資本コストが高くなると思われる。これに対して多角化は、財務的困窮コストの低下により資本コストを引き下げる効果があるものと考えられ、この点からは、倒産法制が未成熟な国ほど多角化のメリットが高いと考えられる。

<sup>69</sup> すなわち、株主にとって問題なのは企業固有のリスクも含めたトータル・リスクではなく、システマティック・リスクのみであるから、企業固有のリスクを低下させるための多角化は、（経営者や従業員の安全には寄与しても）株主にはなんら価値を生み出していない。Ogden [2003], 86-87 頁参照。

トが資本コスト以下の収益しか生まなければ、市場からの資金調達に困難が伴い、結果として非効率なプロジェクトが抑制される。このように、外部資本市場の規律を働かせることで、非効率な事業への補助金を防止できるのである。しかも、フォーカスした企業は、多角化企業よりも事業・財務の透明性が向上し、外部の投資家から評価しやすいため、企業と投資家との情報の非対称性が抑制され、外部資本市場の資源配分機能の効率性が向上する。

さらに、多角化した企業では、補助金の機会や外部からみた情報の不透明性により、経営者が株主価値最大化以外の動機（たとえば、伝統があるが不振な事業の継続）で行動しやすくなるが、フォーカスした企業では、透明性の向上により、株主に対する経営者のエージェンシー問題のモニタリングが容易になる。

#### 資本市場の発達度と多角化の関係

一般に、外部資本市場が未発達で外部の情報の非対称性が高いほど内部資本市場の相対的な効用が高まるが、内部資本市場には内部の情報の非対称性に加えてエージェンシー問題による非効率性が常に存在するため、資本市場が発達するほど多角化の相対的な効用は低下する<sup>70</sup>。歴史的・地理的にみても、概して資本市場が未発達な時代ほど、また発展途上国ほど、本業と関連の薄い分野への多角化であるコングロマリットがよくみられる。たとえば、米国では 1960-70 年代にはコングロマリット経営が盛んであったが、その後 1980-90 年代にはコングロマリットの解体が進み、フォーカスが重視されるようになった。また現在でも、発展途上国の有力企業ではコングロマリット形態が一般的である<sup>71</sup>。

#### 多角化とガバナンス

以上の考察を踏まえると、外部資本市場が発達しディスクロージャーが整備された国で事業展開する企業ほど、一般には分離（フォーカス）の方が有利になるケースが多く、多角化がフォーカスに劣らないパフォーマンスを示すためには、「内部からの規律」、すなわち経営者による強靱な自律（たとえば不採算事業からの断固たる撤退）を含む強力なガバナンス体制が必須であることが分かる<sup>72</sup>。

### 2-4. シナジーとディスシナジー

#### シナジーとディスシナジー

2つの事業を統合（合併・買収）する場合と分離（スピノフ・売却）する場合の取引コストと組織化コストを M&A の用語で表現すると、「シナジー」と「ディスシナジー」となる。シナジーとは 2つの事業の各々のスタンドアローン価値の合計よりも、統合事業の価値が高くなる差額であり、ディスシナジーとは統合事業の価値の方が低くなる場合の差額である。

合併・買収が企業価値向上をもたらすのは、シナジーがある場合である。このシナジーには事業間のシナジーや本社・間接部門の共有によるコスト削減等が含まれる。他方で買収、合併には組織が肥大化し意思決定が複雑化するなどの影の

<sup>70</sup> Ogden [2003], 437 頁参照。

<sup>71</sup> それに加えて、事業機会や人材・その他経営資源の問題もある。一般に、成長機会の豊富な途上国ほど、さまざまな業種で事業機会が存在する一方、資本や人材・その他経営資源の制約が強く、優秀な起業家・経営者がさまざまな事業領域に内部で資本ないし信用を融通しあいながら進出していくことが合理的でありうる。また、途上国では市場インフラや法制度も概して未発達で、政治的安定性や「官」との様々な関係も大きなファクターである。そういった広義の「市場の失敗」から事業を守るためにも、コネクションと影響力をもったコングロマリット形態の事業展開が有利となりうる。

D'Amato [1998]参照。なお、途上国のコングロマリットは、ひとつの親会社の傘下で多角化する形態よりも、資本的に絡み合ったビジネスグループ（財閥等）を形成する形態の方が一般的ようである。

<sup>72</sup> GE がコングロマリットでありながら成功しているのも、ジャック・ウェルチをはじめとする経営者が、業績好調時にも事業分離やリストラを行うといった強力な自律を保持し続けたことが、大きな要因であると思われる。

スト（ディスシナジー）もあり、シナジーがほとんど存在しないコングロメリット型の買収・合併では、むしろ企業価値が低下する可能性が高いと考えられる。

#### ディスシナジーの通増

M&A 当初から実はディスシナジーが大きかったという場合は、そもそもの M&A が失敗だったのであり、それを巻き戻すためにスピンオフを行うことがある。しかし、当初はシナジーがディスシナジーを上回っていても、その後、管理スパンの増大や事業の異質性、事業環境の変化等により、内部資本市場の非効率性が高まり、また組織が官僚化・肥大化して澱のように間接費が増大するなど、ディスシナジーが通増してシナジーを圧倒する場合もある。

#### スピンオフが価値創造的になりやすい条件

スピンオフが企業価値を向上させるのは、このようなディスシナジーの解消が、失われるシナジーの価値を上回る場合である。特に以下のような場合にスピンオフが価値創造的になる可能性が大きいと考えられる。

- 各々の事業特性が大きく異なり、業界環境の変化が激しい場合。この場合には、経営・資本・上場の独立の価値が大きくなる。
- 各々の事業間の事業上のシナジーが小さいか、事業提携等の契約上の関係で補完できる場合。この場合には、スピンオフにより失われる事業上のシナジーが小さくなる。
- 分離後の各々の事業規模がある程度以上大きい場合。本社・間接部門経費にはスケールメリットがあるため、分離後の各々の事業規模が大きくなるほど、本社・間接部門を各々が保有することで失われるシナジーが小さくなる。

#### デュポン塗料事業の事例

なお、間接費の増大については、デュポンが 2012 年に投資ファンドのカーライルに 49 億ドルで売却した塗料事業が興味深い事例を提供している。塗料事業はカーライルによる買収後、Axalta Coating Systems と名付けられ、2014 年 11 月に上場を果たした。上場後初の四半期決算説明会資料<sup>73</sup>では、デュポンの事業部門であった 2011 年度以降の収益推移が掲載されているが、同資料によると 2011 年度のデュポンの事業部門としての EBITDA（税金利償却前利益）は 411 百万ドルであったのに対し、現在の独立企業としてのコストベースを遡及適用すると 570 百万ドルになると試算されている。差額の内訳で最も大きいのは、デュポンの事業部門時代の本社コストの配賦と独立企業としての本社コストの差額（92 百万ドル）である<sup>74</sup>。

#### コマツの事例

このような間接費・固定費の削減は、事業分離を行わなければならないという訳ではない。コマツの坂根正弘元社長は、2014 年 11 月に連載された「私の履歴書」の中で、社長就任 1 年目の 2002 年 3 月期に創業以来初の営業赤字を出した後の「大手術」について、以下のように振り返っている<sup>75</sup>。

・・・通念に反して国内拠点のコスト競争力は高く、米国工場との比較では 1 ドル＝70 円ぐらいの超円高にならない限り、国内のコスト優位は揺るがないことがわかった。・・・ところが、米国の競合会社と比べると、コマツの利益率は慢性的に低かった。生産コストでは勝っているはずなのに、なぜ利益

<sup>73</sup> Axalta Coating Systems, Investor Presentation, “Q3 2014 Conference Call” (December 4, 2014)

<sup>74</sup> アクティビスト・ヘッジファンドのトライアン（ネルソン・ペルツ）は、すでに上場前の SEC ファイリング時に明らかになっていたこの事実をとらえて、デュポン取締役役に大胆な会社分割を迫る書簡を送付している。Triam Partners, “Triam’s Letter to DuPont Board” (September 16, 2014)。もっともこの差額が、本当に塗料事業に必要な本社費用の配賦であったのか、Axalta が将来のために必要なコストまで削りすぎているのかについては、必ずしも明らかではない。

<sup>75</sup> 坂根正弘「私の履歴書(24)」日本経済新聞（2014 年 11 月 25 日）

で劣るのか。この問いを突き詰めて明らかになったのが、固定費の高さだ。景気に波がある中で雇用を守ろうとすると事業多角化と称して拡大志向に走り、気が付けば不採算事業と非効率な間接業務で固定費が肥大化していた。そこで「一度限りの大手術」に乗り出すことを決断した。〔人員整理、子会社整理に加え〕ウエハー事業を含む多くの事業を手放した。つらい決断だったが、逃げることのできない決断だった。「大手術」を経ることで、売上高に対する固定費比率は米国の競合と同水準になり、営業利益率でもほぼ互角、というより最近では建機事業に限定するとコマツのほうが高いことが多い。

しかし、過去の連続線上でこのような「大手術」を断行することは並々ならぬ経営力が必要とするものであり、特に多角化事業については、経営を切り離れた方が思い切った間接コストの削減を行いやすいのも事実であろう。

## 2-5. フォーカスの価値

### 戦略的フォーカスの価値

以上の理論的・実証的研究に対して、実際にスピノフを行う企業が重視する経営者による戦略的フォーカスの価値については、未だ十分に解明されていないが、極めて重要であると考えられる。異なる2つの事業部門が同一経営者の傘下にある場合、たとえ各々の事業部門に大きな裁量を与えたとしても、最終的に株主に受託者責任を負う経営者／取締役会が同一である以上、資本配分を含む大きな経営判断は最終的には経営者によって下されざるを得ない。

### 事業環境の変化との関係

その場合、経営者が各々の事業の専業経営者と同程度に両事業に通じていることは稀であり、また仮に両事業に通じていたとしても、時間も精力も専業経営者と比べて半分しか割くことができない。これは、判断の精度を歪めるだけでなく、判断の遅延や判断材料を準備するための間接部門の肥大化を招き、かつ事業環境に即して中途半端な判断になりやすい。この問題は、特に多角化事業間の異質性が高く、事業環境の変化が激しいほど大きくなる。スピノフによる事業フォーカスの強化は、各々の事業の環境変化への適応力を増す。逆に言えば、環境変化の激しい時代や業界ほど、多角化形態を維持するディスシナジーが大きくなる<sup>76</sup>。

## 2-6. コーポレートガバナンスとスピノフ

### スピノフの決断を促すコーポレートガバナンス

コーポレートガバナンスの弱さによるエージェンシー問題が多角化企業内部の資源配分の歪みを大きくすることについてはすでに触れたが（本章2-2節）、コーポレートガバナンスはそもそも多角化企業がスピノフを実施するか否かにも大きな影響を与えている。

どの経営者も自らが経営する企業規模が縮小することは嬉しいことではない。それを乗り越えて株主価値創造のためにスピノフを決断するには、強固なコーポレートガバナンスの後押しが必要である。実証研究では、スピノフを実施した企業は、実効的なコーポレートガバナンスが強かったことが示されている<sup>77</sup>。

<sup>76</sup> 最近の理論研究では、その要因を、現場の状況を熟知する事業部門と最終的に事業部門に関する経営判断を下す経営者の間の情報の非対称性が増大することに求めて、興味深いモデル構築を行っているものもある。Dessein [2012]（同論文では簡便化のため、事業部門を“agent”、経営者を“asset owner”として定式化している）。

<sup>77</sup> Ahn & Walker [2004]; Owen et al. [2010]

## V. スピンオフと日本経済

### 1. なぜスピンオフが日本経済の活性化に必要なのか

#### 本章の問題意識

スピンオフ等の事業分離は、社会的な価値創造の重要な手段の一つとして欧米で活発に行われているが、日本ではあまり有効活用されておらず、特にスピンオフについては事実上実施不可能になっている。それにもかかわらずスピンオフ解禁を求める声は、現状あまり聞かれない。本節ではまずなぜ日本でも事業分離を活発化させることが日本経済の活性化のうえで重要なのかを考察し、次節ではなぜ日本では事業分離が不活発なのかを考察する。

#### 「稼ぐ力」

アベノミクス第三の矢の設計図である「日本再興戦略」改訂 2014 では、「(第一の矢、第二の矢の効果の主とする) この 1 年間の変化を一過性のものに終わらせず、経済の好循環を引き続き回転させていくためには、日本人や日本企業が本来有している潜在力を覚醒し、日本経済全体としての生産性を向上させ、「稼ぐ力(=収益力)」を強化していくことが不可欠である」と述べている。裏を返せば、日本企業は全体としては潜在力を発揮できておらず、収益力が低いという認識である。

#### ローリスク・ローリターン

一橋大学の中野誠教授によれば<sup>78</sup>、日本企業の資本生産性(資本利益率)が低い理由は、国際比較で見ても異様に低い ROE や ROA の時系列ボラティリティーに如実に表れている。すなわち日本企業の利益率のばらつきは諸外国と比べて極めて小さく、日本企業は「世界で最もローリスク」である。

経済の基本原則によればローリスクはローリターン(低収益)をもたらす。あまり注目されないが、日本企業の「低収益性」という事実の裏側には「低リスク」というもう一つの特性が隠されている。「安定」は企業経営にとって重要だが、その前に「低位での」と付け加えると必ずしも歓迎すべきことではない。企業が成長し、価値を創造するには、リスクをとる姿勢が不可欠なのだ。(中野)

以上は国全体で見た話であるが、個別企業で見ても構図は変わらない。

日本の企業間の業績格差は米欧より小さく、利益率の上下幅の狭いゾーンにすべての上場企業がひしめいている。ここに日本企業の特徴を見てとれる。利益率の平均値が低いものの、あたかも限られた市場の「利益のパイ」を分け合っているようにみえる。(同上)

#### イノベーションへの挑戦

このような状況を踏まえ、「日本再興戦略」改訂 2014 は、以下のように述べる。

最大のポイントは、企業経営者や国民の一人一人が自信を取り戻し、未来を信じ、イノベーションに挑戦する具体的な行動をおこせるかどうかにかかっている。岩盤規制に穴を空け、どんなに企業や個人が活動しやすい環境を整えても、経営者が「稼ぐ力」の向上を目指して、大胆な事業再編や新規事業に挑戦しなければ、いつまでも新陳代謝が進まず、単なるコスト抑制を超えた、日本経済の真の生産性の向上にはつながらないのである。

#### ROE 向上だけでは投資が減少するおそれ

問題は、どうしたら経営者が「稼ぐ力」の向上を目指して、大胆な事業再編や新規事業に挑戦するようになるかである。「日本再興戦略」改訂 2014 は一方で ROE

<sup>78</sup> 中野誠「企業財務とリスク①-⑧」日本経済新聞「経営学はいま」(2014 年 3 月 20 日-3 月 31 日)

## 「新結合」としてのイノベーションの定義

## 「日本社会における経営資源の戦略的再結合」

の向上を掲げるが、目標 ROE の向上は投資のハードルレートの上昇を意味し<sup>79</sup>、そのままではかえって投資が減少する恐れがある。ROE が上昇しても分母となる資本ストックが増えなければ、真の持続可能な国富増大にはつながらない。このジレンマを解く鍵は、収益性の高い投資機会の掘り起しであり、そのポイントは、経営資源の新結合としてのイノベーションである。

ここで「イノベーション」とは単に「技術革新」のみを意味するものではない<sup>80</sup>。シュンペーターは『景気循環論』の中で、イノベーションを「新しい生産関数の形成」(“the setting up of a new production function”)と定義した上で、それは生産要素を新しい形で結合するものであり、『経済発展の理論』でいうところの「新結合の遂行」にほぼ相当すると述べている<sup>81</sup>。このシュンペーターのあげた「新結合」の例<sup>82</sup>を現代風に言い換えたのが、OECD によるイノベーションの定義である。OECD によれば、イノベーションには以下の 4 タイプが含まれる<sup>83</sup>。

- A プロダクト・イノベーション (新しい、もしくは顕著に改良された製品・サービス。技術、部品、原材料、ソフトウェア、ユーザーフレンドリー性、その他機能的特性の顕著な改良などが含まれる。)
- B プロセス・イノベーション (新しい、もしくは顕著に改良された生産・デリバリー方法。技術、装置、ソフトウェアの顕著な改良などが含まれる。)
- C マーケティング・イノベーション (製品デザインやパッケージング、販売ルート、製品プロモーション、価格設定の顕著な変化を伴う新しいマーケティングの方法。)
- D 組織イノベーション (事業のやり方、内部組織、外部との関係における新しい組織化方法。)

このような「イノベーション＝新結合」を促進するには、経営資源の柔軟な組替えが重要である。かつて 2003 年に、政府の経済活性化戦略と連動して、内閣府を事務局とする民間主導のプロジェクト「動け！日本」が発足した。その一環として開催されたシンポジウムで、慶應ビジネススクール校長（当時）の青井倫一教授が行った講演「日本社会における経営資源の戦略的再結合」の内容は興味深い。

<sup>79</sup> 企業による目標 ROE の引き上げは、企業の「資本コスト」には（直接的には）影響しないが、企業が投資判断を行う基準としての「ハードルレート」には影響を与える。従来のハードルレートが低すぎて資本コストを下回っていた場合、価値破壊的な投資も行われていたことになるが、ハードルレートが資本コストレベルに引き上げられると、そのような投資は行われなくなる。

<sup>80</sup> 早稲田大学 MOT 研究所長の吉川智教教授は、イノベーションを「技術革新」と訳すのは誤訳だと指摘したうえで、以下のように述べる。「1958 年の経済白書が初めて、イノベーションを技術革新と訳しました。当時の日本の経済状況を考えれば、技術こそが経済発展の源であったわけで、技術革新の重要性は痛い程理解できます。しかし、21 世紀に入り高度に経済が発展した先進国の日本で、未だに、イノベーションに技術革新という訳が使われていることに、私は当惑を覚えます。なぜならば、技術革新以外にもイノベーション革新は存在するからです。もしも、イノベーションを技術革新としか考えないとすると、これは大変にミスリーディングなことと言わざるを得ません。このミスリーディングな誤訳が現在の日本経済にも大きく影響を与えているのではないか、と思います。」同教授は、技術革新にとどまらないイノベーションの例として、三井越後屋の現金掛値無し商法、アマゾンのビジネスモデルなどをあげている。吉川「研究者の横顔」Available at <http://www.waseda.jp/scoe/kenkyusya11.pdf>

<sup>81</sup> Schumpeter [1939], 84 頁。

<sup>82</sup> シュンペーターは主著『経済発展の理論』において、「新結合」の例として、(1)新しい財貨すなわち消費者の間でまだ知られていない財貨、あるいは新しい品質の財貨の生産、(2)新しい生産方法の導入、(3)新しい販路の開拓、(4)原料あるいは半製品の新しい供給源の獲得、(5)新しい組織の実現の 5 つをあげている。(シュンペーター[1977], 182-183 頁)

<sup>83</sup> OECD, “Defining Innovation” Available at <http://www.oecd.org/site/innovationstrategy/defininginnovation.htm>

## 経営資源の柔軟な移動と新結合の実験

青井教授は、日本経済活性化のためには、企業経営の視点が「日本経済の成長に乘る経営」から「企業成長を創造する経営」に転換する必要があるとしたうえで、日本社会における経営資源の戦略的再結合が重要であると述べ、「経営資源の戦略的再結合」の意義を以下のように要約する<sup>84</sup>。

日本という地域には多くの種類の経営資源が存在している。しかし、それらはある種の境界線（組織・専門性など）で分断されていて、日本経済・経営にとって有効に活用されるような状態ではない。そこで日本社会全体に対して組織・経営イノベーションを導入することによって、これらの既に存在する経営資源を柔軟に移動させ、新しい形での結合を実験して、その結果としての日本経済の成長・日本企業の発展を模索しようと企画するものである。

## 大企業の戦略的解体

青井教授は、「経営資源」を「マネーに加えて技術、ノウハウ、多様な経験」を意味するものと捉え、それらを担う人々を既存の産業・企業の境界線を越えて結合することの重要性を強調したうえで、以下のように続ける。

今の日本だと、ベンチャーの隆盛という政策課題より優先度の高い政策課題は、大きくなりすぎた（したがって保有する経営資源を有効に活用していない）大企業の“戦略的解体”ではなかろうかと思われる。分割、分社、マネジメントバイアウト等、いろいろな形態があるが、そういう形での経営資源の再配分という試行のほうが、日本全体で（集計した）保有する技術・経験、それらを保持する日本人のこれまで発揮されていない“いい面”が市場の全面に出やすくなる。そしてそのことが結果として将来の日本経済の活性化に役立つというデザインが描けるのではないかと判断する。

## イノベーションを促進する環境、手段、インセンティブの必要性

この状況認識は現在にも妥当するが、残念ながらその後10年以上にわたって経営資源の戦略的再結合が活発化することはなかった。アベノミクス第三の矢は、そのような状況を初めて本格的に動かそうとしている。日本経済の生産性を向上させ、「稼ぐ力」を強化するためには、経営資源の新結合としてのイノベーションを促進する(1)環境、(2)手段、(3)インセンティブが必要である。

## 試行錯誤と挑戦する心

イノベーションとは新結合に挑戦することであるから、その本質は「試行錯誤」「実験」である。イノベーションを促進する「環境」とは、政府主導により岩盤規制に穴を空け、企業や個人がいろいろな経営資源の新結合を試行錯誤しやすい環境を整えることである。試行錯誤、チャレンジであるから当然失敗することもある。したがって失敗のコストを下げることもイノベーション促進の鍵であり、特に労働市場の流動性確保や倒産法制は非常に重要である。イノベーションを促進する「インセンティブ」とは新陳代謝とイノベーションに立ち向かう「挑戦する心」を取り戻す方策であり、コーポレートガバナンスの強化がそれを後押しする。

## 経営資源の流動性を高める手段としてのスピンオフ

問題はイノベーションを促進する「手段」である。これまで経営者が有利な投資機会を見送ってきたのであればともかく、現実には実行された投資だけでも資本収益率は低迷している。「稼ぐ力」を強化するためには、有利な投資機会のフロンティアを広げることが必須であり、そのためには経営資源の流動性を高め、さまざまな経営資源の結合を試行錯誤することを容易にする手段が必要なのである。スピンオフはその重要な一つの手段である。経営資源の結合の組み替えは、個別経営資源単位でも内生的に行うことができるが、スピンオフは経営資源を「事業」単位で組み替えることができる点で、M&Aと並びインパクトが大きい。

<sup>84</sup> 青井[2003]

## 業界再編を促進する手段としてのスピノフ

また、スピノフは、事業単位での経営資源の分離の有力な一手段として、価値創造的な業界再編を促進する効果を有している。スピノフされた事業は独立した上場会社となり、他社との経営統合やアライアンスを行う自由度が増すとともに、買収対象としての魅力も増大する。モンサント等の個別事例のみならず、実証研究の結果でも、スピノフ会社（および親元会社）は各々が M&A の対象になりやすくなることが報告されている（第IV章第1節参照）。

## イノベーションを促進する手段としてのスピノフ

このようにスピノフは、経営のフォーカスを増すことにより内部経営資源の大胆な再結合を促進する一方、M&A、アライアンス等を通じた外部経営資源との再結合も促進することにより、イノベーションを促進するのである。

## 合併・買収と事業分離は「車の両輪」

合併・買収や事業分離は、社会に存在する経営資源の離合集散である。経営資源を結合することにより価値が生み出される機会も多いが、他方で、経済・事業環境の変化や経営の肥大化・硬直化などの要因により、経営資源を分離した方が社会的価値を生み出せる場合も多い。したがって、経営資源を結合する合併・買収と、経営資源を分離するスピノフ等の事業分離は、社会的に経営資源を撹拌して最有効活用するための「車の両輪」といえる。

## 2. 日本におけるスピノフの阻害要因<sup>85</sup>

### なぜスピノフ税制改正の要望が高まらないのか

それではなぜ日本ではスピノフが行われないのであろうか。最大の要因は次章で見るように税制上の障害であるが、ここでの問題は、なぜスピノフ税制改正の要望が企業サイドから高まらないのか、またもし税制上の障害がなくなればスピノフが実施されるようになるのかということである。

### 受託者責任意識の問題

日本では従来、（スピノフ以外の）売却等による自発的な事業分離もあまり活発ではなかった。これは、株主価値を高めるという意味での受託者責任意識の希薄さ、すなわちコーポレートガバナンスの問題が阻害要因になっていたからだと考えられる。事業の売却・分離は、財務的困窮等でやむを得ず行われる活動ととらえられ、たとえば、ある会社ないしその一事業部門が、その会社の手にあるよりも他社にとっての方が価値が高い場合にも、自発的売却検討はもとより、買収申し入れに対してさえ、株主価値の観点から検討を行うという風土がなかった。まして、対価が自社に入らないスピノフなどは理解されがたかった。

### 「株主本位」対「会社本位」

価値創造的なスピノフについて言えば、A 事業と B 事業を兼営する会社が A 事業をスピノフした結果、A 事業会社と B 事業会社の合算価値が増大した場合、「株主本位」でものを考えても、「社会全体」の観点からみても、価値創造的である。が、「会社本位」でものを考えると（対価も入らないのに）会社規模が縮小して損をしたような気になる。経営者にとっても（多くの）従業員にとっても、会社規模が小さくなり、安全度が低下（ボラティリティーが増大）することは、多角化の議論でも見たように好ましくないことである。それを乗り越えて価値創造的な判断を下すためには、コーポレートガバナンスの後押しが必要である。

### 社会の公器としての企業

企業経営者は、自社の事業と事業環境を常に再評価し、ある事業を分離したほうが株主価値・企業価値が高まると判断されるのであれば、その事業を分離すべきである。これは単に株主価値や受託者責任論からのみの要請ではない。企業は社会の公器であり、経営者は社会から経営資源を負託されている以上、自らが他者

<sup>85</sup> 本節は拙稿「M&A 講座（第1回）：ディベスティチャー（事業分離）」（田村[2007]）第IV章前半の内容を一部書き改めたものである。

アベノミクスによるガバナンス改革がスピノフの現実味を高める

よりも価値を高めていける事業に全精力を集中すべきであり、他者のほうが価値を高められるのであれば、欣然として他者に経営を委ねるべきであろう。

従来の日本では受託者責任意識と受託者責任のアカウンタビリティーを問うモニタリングが希薄であったために、スピノフの現実味は薄かった。しかしアベノミクス第三の矢の重要な施策であるスチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードの制定により株主・最終投資家の利益に対する受託者責任に対する意識とモニタリングが強化されることにより、日本でもスピノフを有力な経営選択肢と考えることが現実味を帯びてくると考えられる。

## VI. スピノフ税制改革の必要性

### 1. 海外におけるスピノフの税務上の取扱い

米国のスピノフ税制

スピノフは本質的には、親会社株式を、(子会社事業売却後の) 親会社株式と子会社株式に分割するだけの取引であるから、その取引に課税されると実施のメリットは吹き飛んでしまう。そのため、スピノフが「タックスフリー」(Tax-Free)であること(課税繰延措置を受けられること)が極めて重要である。米国では、図表 25 の要件を満たすことを条件に、タックスフリーでスピノフを行うことができる。すなわち、スピノフ時に、子会社株式を現物配当する親会社への課税(企業課税)も、子会社株式を現物配当として受け取る親会社株主への課税(株主課税)も行われない。

図表 25. スピノフ課税繰延べの条件 (米国)

| 課税繰延要件  |                                              | 概要                                                     |
|---------|----------------------------------------------|--------------------------------------------------------|
| 法定要件    | Control(支配要件)                                | 親会社がスピノフ前に子会社の80%以上の議決権を保有                             |
|         | Device(仕掛け要件)                                | 租税潜脱目的であってはならない                                        |
|         | Active Trade or Business (事業要件)              | 親会社、子会社ともスピノフ後も実際に事業に従事<br>事業は過去5年以上継続している必要(買収による取得×) |
|         | Distribution(分配要件)                           | 原則として子会社の全株式を分配する必要                                    |
| 判例・規則要件 | Business Purpose (事業目的要件)                    | スピノフに正当な事業目的があること                                      |
|         | Continuity of Interest (投資の継続性要件)            | スピノフ後、元親会社株主が両社の株式の一定割合(過半数程度)以上を保有していること              |
|         | Continuity of Business Enterprise (事業の継続性要件) | スピノフ後も両社の事業が継続すること                                     |

(出所) 諸種資料よりみずほ証券経営調査部作成

Private Letter Ruling の廃止

多数の一般株主を巻き込むスピノフ取引では、タックスフリーであることの確実性が重要であるため、かつては米国連邦課税当局 IRS による課税繰延要件充足の認定 (Private Letter Ruling) を受けてスピノフを行うことが一般的であった。しかし、IRS は 2013 年 6 月に、IRS のリソース負荷軽減のために、今後、スピノフ取引に関する課税繰延要件充足の認定を行わないと発表したため、現在では、税務弁護士による意見書 (Tax Opinion) ベースでスピノフを行うようになって

いる<sup>86</sup>。税務弁護士の意見書は IRS を拘束しないが、これまでの IRS 認定事例の積み上げもあり、その後も特段支障なくスピノフが行われているようである。

## 2. 日本におけるスピノフ税制

日本でも会社法上はスピノフは可能

日本では、会社法で現物配当制度が明示的に創設されたことから、会社法上は米国同様に、子会社株式の現物配当によるスピノフを実施できる。子会社化されていない事業部門のスピノフの場合は、会社分割（新設分割）ないし現物出資でスピノフ対象事業を子会社化してから、現物配当を行うことになる<sup>87</sup>。ただし、原則として取締役会決議のみで実施可能な米国と異なり、株主総会の特別決議が必要となる<sup>88</sup>。また、配当であるから、分配可能額規制の対象となる。債権者保護手続きは不要であるが、大型のスピノフを行う場合、分配可能額が不足すれば有償減資的な方策<sup>89</sup>によることになり、債権者保護手続きが必要になるであろう。

税制上の障害で現実的には実施不可能

このように、日本ではスピノフは会社法上認められているが、課税繰延措置が受けられないことが重大な障害となって、現実的にはほぼ実施不可能となっている。これに対して諸外国の例を見ると、米国以外でも世界のほとんどの主要国でスピノフへの課税繰延措置はなんらかの形で認められており<sup>90</sup>、日本の税制の特異性が際立っている。

図表 26. 米国以外の各国におけるタックスフリー・スピノフの可否

| 法律上、スピノフ(demerger/split-off)に課税繰延措置が認められるか |         |      |
|--------------------------------------------|---------|------|
| 地域                                         | 国名      | 課税繰延 |
| 欧州                                         | オーストリア  | ○    |
|                                            | ベルギー    | ○    |
|                                            | チェコ     | ○    |
|                                            | フランス    | ○    |
|                                            | ドイツ     | ○    |
|                                            | ハンガリー   | ○    |
|                                            | イタリア    | ○    |
|                                            | オランダ    | ○    |
|                                            | ポーランド   | ○    |
|                                            | ロシア     | ○    |
|                                            | スペイン    | ○    |
|                                            | スウェーデン  | ○    |
|                                            | スイス     | ○    |
|                                            | イギリス    | ○    |
| 米州                                         | アルゼンチン  | ○    |
|                                            | ブラジル    | ○    |
|                                            | カナダ     | ○    |
|                                            | チリ      | ○    |
|                                            | メキシコ    | ○    |
|                                            | ベネズエラ   | ×    |
| アジア<br>大洋州                                 | オーストラリア | ○    |
|                                            | 中国      | ○    |
|                                            | 日本      | ×    |
|                                            | フィリピン   | ○    |
|                                            | 台湾      | ○    |
| アフリカ                                       | エジプト    | ○    |

(注) 各国毎に、課税繰延が認められる条件や範囲に差異あり

(出所) Baker & McKenzie [2012], "Pre-Transaction Restructuring Handbook" - Summary of Statutory Demergers/Split-Offs (Part I: Taxation)によりみずほ証券経営調査部作成

合併税制のロジック

それではなぜ、日本ではスピノフが課税取引となるのだろうか。その検討の前に、まず、なぜスピノフと対称的な取引である合併が(適格要件を満たせば)「タ

<sup>86</sup> Finkelstein, et al [2014]参照。ティムケンのスピノフも Tax Opinion ベースで行われた。

<sup>87</sup> 旧商法下では、少なくとも実務上は現物配当は認められていなかったため、2002 年に中外製薬が(ロシュ傘下入りに伴う独禁法上の問題からやむを得ず)子会社のジェン・グローブ社をスピノフした際には、有償減資のスキームが用いられた。太田[2014], 398 頁以下参照。

<sup>88</sup> 株主に金銭分配請求権を付与しない現物配当の実施には、株主総会の特別決議が必要である。会社法 309 条 2 項 10 号参照。

<sup>89</sup> 現行会社法では、「資本金の剰余金への振替+剰余金の配当」という構成になる。

<sup>90</sup> スピノフのスキームおよび税制の建付けは国により異なる。たとえば、英国の法制の概要については、Phillips & Gaiinda [2013]参照。

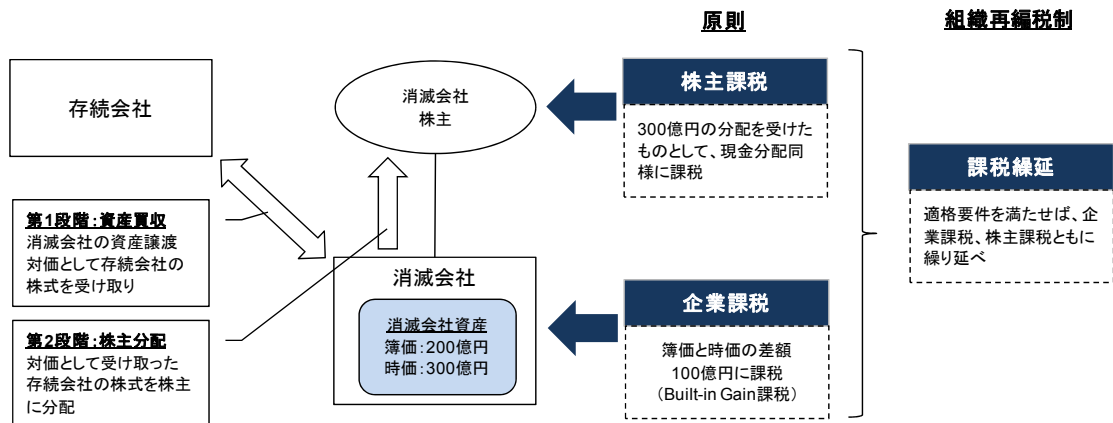
ックスフリー」(課税繰延べ)となるのかを概観する<sup>91</sup>。

合併とは、税務的には、消滅会社が資産・負債を存続会社に売却し(第一段階)、その対価を消滅会社の株主に分配する(第二段階)ものとして構成される。そこで原則としては、第一段階の資産売却によるキャピタルゲインに対して企業課税を行い、第二段階の株主への分配に対して株主課税を行うことになる。

#### 課税繰延べは国民経済の観点からの公共政策の問題

しかし、過剰な税負担は社会的に有用な組織再編を阻害するので、ほとんどの国では、例外的に一定の税制適格要件を満たす組織再編(税制適格)については、課税を繰延べることとしている。すなわち、課税繰延べは、国民経済の観点からの公共政策の問題である。日本の場合、企業課税・株主課税繰延べのための主要要件は、「株主による投資の継続」(対価が株式であること)と「企業による事業に対する支配の継続」である。ほとんどの合併は適格要件を満たすので、日本でも合併はタックスフリーで行うことができる。

図表 27. 合併税制



(出所) みずほ証券経営調査部作成

#### スピノフ税制のロジック

それではスピノフはどうであろうか。すでに分社化されている子会社株式の現物配当の場合には、(米国のような課税繰延べ規定がないため)原則として企業課税と株主課税(配当課税等)の両方が課される。事業部門のスピノフの場合には、現行法では、会社分割により分社化して現物配当を行うのが一般的であろう。この場合、分社化時には企業による事業支配が継続しており(グループ内組織再編)、課税は繰り延べられるが、株主への現物配当時に企業による事業支配の継続が失われて、結局、企業課税が課されてしまう。株主課税については、特段の課税繰延べ規定がないため、株主課税(配当課税等)が課される<sup>92</sup>。

#### 統合と分離の税制非対称性

組織再編の適格要件に、「株主による投資の継続」に加え「企業による事業支配の継続」も要求するのは日本独自の要件であり、主要国ではほとんど見当たらない<sup>93</sup>。

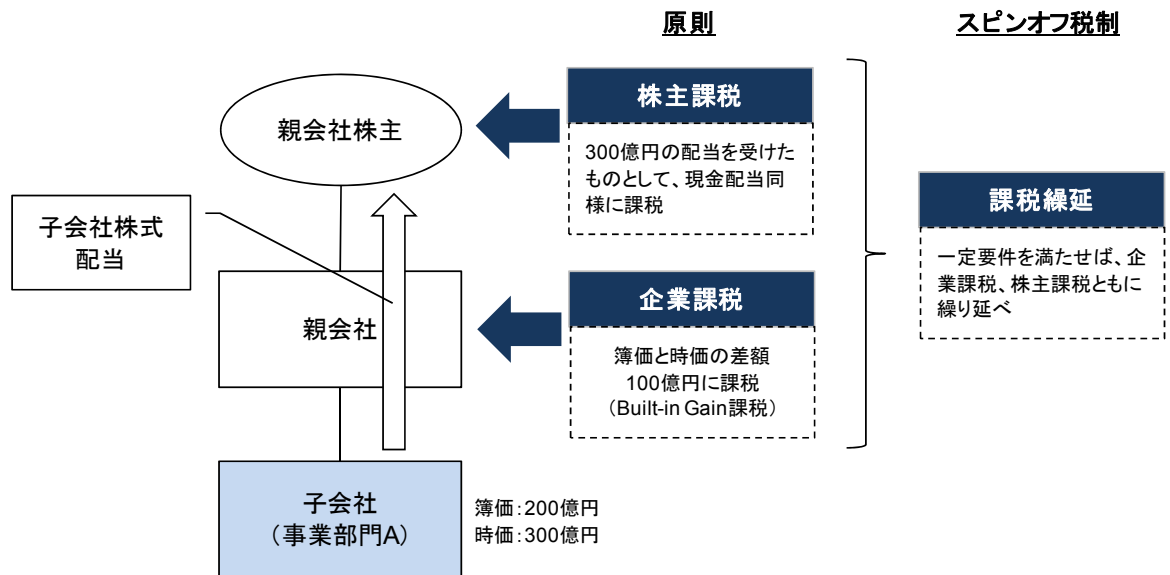
<sup>91</sup> Vanistendael [1998]参照。

<sup>92</sup> 法人税法上「分割型(単独)新設分割」の要件を満たす場合にも、結果は同様である。太田[2014], 第9章参照。なお、中外製薬によるジェン・ブロー社スピノフ時にも、中外製薬への企業課税約 225 億円および株主への源泉徴収課税約 125 億円が発生し、その全額を中外製薬が負担した。太田[2014], 402-403 頁。

<sup>93</sup> しかも、課税繰延べ要件として「(企業による) 移転資産に対する支配の継続性」まで要求する論拠は、

そもそも課税繰延措置をどの範囲に認めるかは、公共政策的観点からの立法政策の問題である。経営資源を事業単位で統合する合併には広範な課税繰延措置を認め、経営資源を事業単位で分割するスピノフには一切課税繰延措置を認めないという現行の税制は、社会的経営資源結合の最適配置に半透膜的な一方通行のバイアスをかける結果を招いている。

図表 28. スピノフ税制



(出所) みずほ証券経営調査部作成

### 3. スピノフ税制改革の要請

#### スピノフ税制改革のイメージ

コーポレートガバナンスの強化により日本でもスピノフが経営の選択肢として浮上しても、現行のスピノフ税制が改革されないかぎり、その実施は事実上不可能である。日本経済活性化のためにスピノフを活用するためには、一定要件下に企業課税、株主課税の繰延措置を認めることが必須である。それでは適切な「一定要件」のイメージはどのようなものであろうか。

#### 租税潜脱行為の防止が重要

スピノフの課税繰延を認める場合、最大の問題は実質的な売却取引をスピノフと偽装する租税潜脱行為を防止することである。米国では、課税繰延のための法定要件および判例・規則要件が形成されている。特に法的要件の **Device** テスト (図表 25 参照) は、「租税潜脱目的であってはならない」という実質要件である。上場大企業のスピノフでは、スピノフ実施後に結果的にタックスフリー措置が否定されると大変なことになるため、従来は事前に IRS による課税繰延要件充足の認定 (Private Letter Ruling) を受けるのが実務慣行であった。

#### 上場会社要件と課税当局による事前認定

日本の場合、日本経済の活性化を目的とすると、重要なのは上場大企業による大規模なスピノフを可能にすることである。したがって、米国的な課税繰延条件に加えて、親元会社もスピノフ会社も上場会社であることを要件とすることが考えられる。さらに、実務の成熟した米国と異なり、日本の場合、上場会社によ

必ずしも明らかではない。渡辺[2006], 35 頁。

税収にはプラスとなる可能性も

アベノミクス第三の矢の象徴となり得るスピノフ

るスピノフの実施には、課税当局による課税繰延要件充足の認定が必須となると思われるが、一步進んで、課税当局による課税繰延要件充足認定の取得を要件に加えることも考えられる。これらの施策により、租税潜脱行為の防止は十分に可能となるものと思われる。

タックスフリー・スピノフを認めることによる税収の減少はほとんどないだろう。第一に、現在スピノフは行われていないため、失われる税収はない。第二に、上記のように要件・対象を絞れば、課税取引である事業部門の売却に代えてスピノフを選択することによる税収の減少は僅少であろう。それよりもスピノフを可能にすることによる経済活性化効果（およびそれに伴う将来の税収増）の方が大きいものと思われる。

スピノフは、経営資源の新結合を促し、日本経済の活性化、業界再編に寄与する有力な経営手段であり、また、アベノミクス第三の矢によるスチュワードシップ、コーポレートガバナンスの強化があって初めて日本でも活用される可能性が広がる経営戦略である。現在が、「日本企業の体質や制度・慣行を一変させる気概で、日本の「稼ぐ力」を取り戻すための大胆な施策を講ずる好機であり、またラストチャンスでもある」（「日本再興戦略」2014 改訂）のであれば、スピノフ税制の改革はその有力な施策の候補であろう。

事業分離の最も純粋な形態であるスピノフを実質的に解禁することは、売却等を含む事業分離全体の活性化を促進する効果も含めて、ローコストで潜在的効果の大きい施策である。さらに、実質解禁後にスピノフが実施されるか否かは、コーポレートガバナンス改革の試金石となるであろう。海外投資家から見ても、日本におけるスピノフの実現は、日本企業の変革と日本のコーポレートガバナンス改革の本気度を象徴的に示すものと認識されるであろう。

以上

#### 【参考資料・文献】

1. Ahn, Seoungpil and David Denis [2004], "Internal Capital Markets and Investment Policy: Evidence from Corporate Spinoffs," *Journal of Financial Economics* 71 (2004) 489-516
2. Ahn, Seoungpil and Mark Walker [2004], "Corporate Governance and the Spinoff Decision" (December 2004). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=634521>. Subsequently published in *Journal of Corporate Finance*, Volume 13, Issue 1 (March 2007)
3. Billett, Matthew, Chen Chen, Xiumin Martin and Xin Wang [2013], "Internal Information Asymmetry, Internal Capital Markets, and Firm Value" (November 2013). Available at [https://www2.bc.edu/~pontiff/Conference%20Papers/BCMW\\_11212013.pdf](https://www2.bc.edu/~pontiff/Conference%20Papers/BCMW_11212013.pdf)
4. Coase, R.H. [1937], "The Nature of the Firm," *Economica*, New Series, Vol. 4, No. 16 (November 1937)
5. D'Amato, Erik [1998], "Giant Steps – Can Broader Be Better?" *Impact*, International Finance Corporation (Summer 1998)
6. Dessein, Wouter [2012], "Incomplete Contracts and Firm Boundaries: New

- 
- Directions” (April 2012), Columbia Business School Research Paper No. 12/35. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2089562> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2089562>
7. Duchin, Ran and Denis Sosyura [2013], “Divisional Managers and Internal Capital Markets,” *The Journal of Finance*, Vol. LXVIII, No. 2 (April 2013)
  8. Eckbo, B. Espen and Karin Thorburn [2008], “Corporate Restructuring: Breakups and LBOs,” Chapter 16, B. Espen Eckbo, ed. *Handbook of Empirical Corporate Finance*, Volume 2 (2008)
  9. Finkelstein, Stuart, Jessica Hough, Julia Kazaks, Kevin Nicols and Nathanael DeJonge [2014], “IRS No-Rule Policy Will Increase Reliance On Opinions,” *Law360* (February 7, 2014). Available at <http://www.skadden.com/sites/default/files/publications/IRS%20No-Rule%20Policy%20Will%20Increase%20Reliance%20On%20Opinions.pdf>
  10. Gertner, Robert, Eric Powers and David Scharfstein [2002], “Learning about Internal Capital Markets from Corporate Spin-offs,” *The Journal of Finance*, Vol. LVII, No. 6 (December 2002)
  11. Grossman, Sanford and Oliver Hart [1986], “The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Lateral and Vertical Integration,” *Journal of Political Economy*, 94(4): 691-719
  12. Holmstrom, Bengt and John Roberts [1998], “The Boundaries of the Firm Revisited,” *Journal of Economic Perspectives*, Volume 12, Number 4 (Fall 1998)
  13. Jain, Bharat, Omesh Kini and Jaideep Shenoy [2009], “Vertical Divestitures through Equity Carve-Outs and Spin-Offs: A Product Markets Perspective” (September 18, 2009), *Journal of Financial Economics (JFE)*, Forthcoming. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1475380>
  14. Jongbloed, A. [2004], “Spin-Offs: Implications for Corporate Policies,” *Tijdschrift voor Economie en Management*. Vol. XLIX, 4, 2004
  15. Kidder, Gregory [2011], “Basics of U.S. tax-free spin-offs under section 355,” *International Taxation*, Vol. 5 (November 2011). Available at <http://www.steptoe.com/assets/attachments/4358.pdf>
  16. Kotran, Stephen, Malcolm Katz and Samiul Khan [2010], “Spin-Offs,” *Practical Law The Journal* (September 2010). Available at [http://www.sullcrom.com/siteFiles/Publications/September2010\\_SpinOffs.pdf](http://www.sullcrom.com/siteFiles/Publications/September2010_SpinOffs.pdf)
  17. Michaelson, John [2002], *Restructuring for Growth: Alternative Financial Strategies to Increase Shareholder Value*, McGraw-Hill
  18. Ogden, Joseph P., Jen and O’Connor [2003], *Advanced Corporate Finance* (PrenticeHall)
  19. Owen, Sian, Liting Shi and Alfred Yawson [2010], “Divestitures, Wealth Effects and Corporate Governance,” *Accounting and Finance*, 2010, Vol. 50, Issue 2
  20. Phillips, Bradley and Perminder Gaiinda [2013], “Practice Guide: Taxation of Demergers,” [www.taxjournal.com](http://www.taxjournal.com) (October 25, 2013). Available at <http://www.herbertsmithfreehills.com/-/media/Opinions/Taxation%20of%20demergers%20Tax%20Journal%20October%202013.pdf>
  21. PwC [2012], “Corporate exit strategies: Selecting the best strategy to generate value” (February 2012). Available at

- [http://www.pwc.com/en\\_US/us/transaction-services/assets/pwc-corporate-exit-strategies.pdf](http://www.pwc.com/en_US/us/transaction-services/assets/pwc-corporate-exit-strategies.pdf)
22. Rajan, Raghuram, Henri Servaes and Luigi Zingales [2000], “The Cost of Diversity: The Diversification Discount and Inefficient Investment,” *The Journal of Finance*, Vol. LV, No. 1 (February 2000)
  23. Schumpeter, Joseph [1939], *Business Cycles: A Theoretical, Historical, and Statistical Analysis of the Capitalist Process*, 1st edition. Abridged, with an introduction, by Rendigs Fels (New York and London: McGraw-Hill Book Company, Inc.)
  24. Vanistendael, F. [1998], “Taxation of Corporate Reorganizations,” Thuronyi, V. ed., *Tax Law Design and Drafting*, Vol. 2, Ch. 20, International Monetary Fund
  25. Veld, Chris and Yulia Veld-Merkoulova [2008], “Value Creation through Spin-Offs: A Review of the Empirical Evidence” (May 7, 2008). Available at <http://dspace.stir.ac.uk/bitstream/1893/1813/1/value-creation-through-spin-offs-a-review-final.pdf> Subsequently published in *International Journal of Management Reviews*, Volume 11, Issue 4 (December 2009)
  26. Wachtell, Lipton, Rosen & Katz [2014], “Spin-Off Guide” (March 2014). Available at <http://www.wlrk.com/files/2014/SpinOffGuide.pdf>
  27. Williamson, Oliver [1979], “Transaction-Cost Economics: The Governance of Contractual Relations,” *Journal of Law and Economics*, Vol. 22, No. 2 (October 1979)
  28. 青井倫一[2003], 「日本社会における経営資源の戦略的再結合」、内閣府『プロジェクト「動け！日本」』 Available at [http://www5.cao.go.jp/keizai2/2003/go\\_nippon/0527keio.pdf](http://www5.cao.go.jp/keizai2/2003/go_nippon/0527keio.pdf)
  29. 太田洋編著[2014], 『〔第二版〕 M&A・企業組織再編のスキームと税務：M&Aを巡る戦略的プランニングの最先端』大蔵財務協会
  30. シュムペーター、ヨーゼフ（塩野谷祐一・中山伊知郎・東畑精一訳）[1977], 『経済発展の理論—企業者利潤・資本・信用・利子および景気の回転に関する一研究』岩波文庫
  31. 田村俊夫[2007], 「M&A 講座（第1回）：ディベスティチャー（事業分離）」みずほ証券／日本投資環境研究所『資本市場リサーチ』2007年夏季号
  32. 田村俊夫[2014], 「投資家は企業に何を求めているか」みずほ証券／日本投資環境研究所『資本市場リサーチ』2014年春季号
  33. 中野誠[2008], 「利益率格差構造の国際比較研究」、『一橋ビジネスレビュー』、55巻4号、2008年
  34. 渡辺徹也[2006], 「税法における適格合併の概念」、財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』July-2006

## 留意事項

本資料はみずほ証券および日本投資環境研究所（以下、両社）が、金融・資本市場関係者および両社の顧客への一般的な情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の有価証券の取引を推奨する目的、または特定の取引を勧誘する目的で提供されるものではありません。また、本資料は会計、税務、法務、あるいは投資等の助言を提供するものでもありません。

本資料に記載されている意見等は、各筆者の個人的な意見等であり、両社の意見等ではありません。

両社は、ここに記載されているデータ、意見等の正確性、完全性、情報や意見の妥当性等を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。ここに記載された内容が記載日時以降の市場や経済情勢の状況等に起因し妥当でなくなる場合もあります。また、ここに記載された内容が事前連絡なしに変更されることもあります。

両社はいかなる場合においても、本資料を受領した者（以下、受領者）ならびに直接・間接を問わず本資料を当該受領者から受け取った第三者に対し、直接的、間接的、付随的、または通常・特別を問わず、あらゆる損害等（本資料の使用に直接または間接的に起因したと思われるもの、または本資料の使用上の誤り、あるいは本資料の内容の脱落または誤りによるものを含みますが、これらに限定されるものではありません。）について、賠償責任を負うものではなく、受領者の両社に対する賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。

ここに記載されたデータ、意見等にはみずほフィナンシャルグループあるいはその関係会社に関係するものが含まれる場合がありますが、それらはすべて公に入手可能な情報に基づくものであり、本資料の作成者はいかなる内部者情報からも遮断されており、そのような情報に基づく情報・事項等は一切含まれてはいません。

本資料の日本での配布は、両社がこれを行います。また、本資料の海外での配布は一切禁止されています。

また、本資料の著作権は両社に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

みずほ証券が取り扱う商品等は、価格変動等により損失が生じるおそれがあります。また、商品等により手数料をいただく場合があります。各商品等のリスクおよび手数料等については別にお渡しする契約締結前交付書面や目論見書等でご確認ください。



商号等：みずほ証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 94 号  
加入協会：日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、  
一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

〒100-0004 東京都千代田区大手町 1 丁目 5 番 1 号 大手町ファーストスクエア

市場情報戦略部

〒101-8219 東京都千代田区神田駿河台 4-6 御茶ノ水ソラシティ

E-Mail: [srd\\_qr@mizuho-sc.com](mailto:srd_qr@mizuho-sc.com)



株式会社日本投資環境研究所  
Japan Investor Relations and Investor Support, Inc.

〒103-0027 東京都中央区日本橋 1 丁目 17 番 10 号 新光ビルディング日本橋 1 号館

URL: <http://www.j-iris.com>