

## スピンオフと企業価値創造 ～なぜ「フォーカス」が価値を創造するのか～

一橋大学大学院経営管理研究科 教授  
田村 俊夫

### キーワード

スピンオフ、多角化、コングロマリット・ディスカウント、企業の境界の理論、取引コスト、東芝、GE

### 要約およびポイント

- 多角化企業がスピンオフにより事業フォーカスを強化する事例が相次いでいる
  - 東芝の会社3分割は、大規模な日本企業としてスピンオフ計画を表明した初めての事例である
  - 世界的には、最近のGEやジョンソン&ジョンソンの事例など、スピンオフは事業再編の手段として以前から積極的に活用されている
- スピンオフを行う理由で最も重要なのは「フォーカスの強化」である
  - フォーカスが価値を生むのは、多角化企業内部の複雑さの削減により経営キャパシティへの負荷を軽減し、企業内取引コスト（特に組織管理コスト）を削減することができるからである
  - その結果、スピンオフされた事業のみならず本体に残存する事業の価値も高めることができる
- 経営キャパシティへの負荷が重い、事業特性の相違が大きく、かつ業界環境の変化が激しい部門のスピンオフは価値を生みやすい
  - 但し、スピンオフされる事業は、一定以上の企業規模と良好な財務体質を持つことが必要である
  - スピンオフの実施には、取締役会へのアカウンタビリティ、さらには株主への受託者責任といったコーポレートガバナンスが重要である

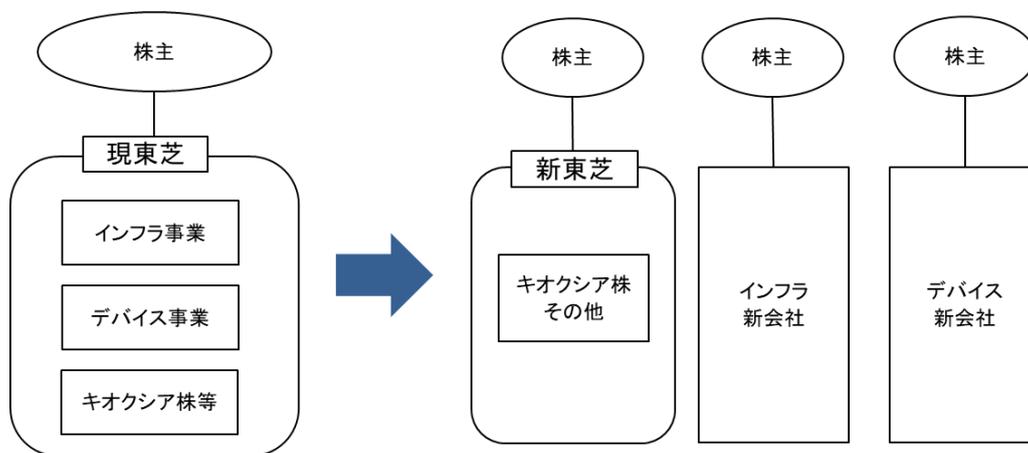
## I. 事業分離の手段としてのスピノフ

### 1. 近年のスピノフの動向

#### 東芝のスピノフ計画

2021年11月12日、東芝はスピノフにより会社を3分割する方針を公表した<sup>1</sup>。東芝が営む事業を「インフラサービス Co.」<sup>2</sup>と「デバイス Co.」<sup>3</sup>に分けてスピノフし、東芝本体は、キオクシアと東芝テックの株式を保有する<sup>4</sup>。2017年度税制改正により日本でもスピノフが解禁されたが<sup>5</sup>、その利用は2020年のコシダカホールディングの事例<sup>6</sup>1件にとどまっていた。大規模な日本企業としてスピノフ計画を表明したのは、東芝が初めてである。

図表1：東芝のスピノフ計画



出所：東芝プレスリリース（2021年11月12日）より筆者作成

東芝のプレスリリースは、スピノフの目的について「成長戦略の明確化、意思決定のスピードの向上、コスト構造の最適化により各事業の競争力を強化し、持続的で利益ある成長と株主価値の向上を実現」することを挙げている。また、同プレスリリースで綱川社長は、「本スピノフは、成長戦略の明確化、意思決定のスピードの向上、コスト構造の最適化により各事業の競争力を強化し、持続的で利益ある成長と株主価値の向上を実現します」とコメントしている。

さらに、綱川社長はインタビューで、「(分割によって)それぞれの市場にフォーカスし、執行部が早い判断で、グローバルに勝ち抜ける経営体制にする」とも述べており、同じインタビュー記事で、畠副社長は「求められるスピード感が違うものが同じ箱に入っているとピュアな経営判断ができない。世の中の環境が変わる中で、昔ながらの色が混じりあった状態では勝っていけない。スピノフは世の中

<sup>1</sup> 東芝プレスリリース「東芝、株主価値向上を目指し3つの独立会社に戦略的再編へ」（2021年11月12日）。

<sup>2</sup> エネルギーシステムソリューション、インフラシステムソリューション、ビルソリューション、デジタルソリューション、電池事業から構成。

<sup>3</sup> デバイス&ストレージソリューション事業から構成。

<sup>4</sup> キオクシア株式については、実務上可能な限り速やかに現金化し、全額株主還元に充当する予定。

<sup>5</sup> それまでも会社法上はスピノフ（子会社株式の現物配当）は可能であったが、税制非適格となり多額の税務負担が発生するため、事実上スピノフの実施は困難であった。

<sup>6</sup> カラオケ事業を展開するコシダカホールディングが、フィットネス事業を展開する子会社のカーブスホールディングスをスピノフした。

の流れなのではないか」と述べている<sup>7</sup>。すなわち、スピンオフの目的は、経営のフォーカスを強化することにより、意思決定の質とスピードを上げることにある。

### 海外ではスピンオフが活発に行われている

日本では東芝のスピンオフ計画は衝撃的と受け止められているが、海外では、スピンオフは事業再編の手段として以前から積極的に活用されている。東芝の発表と相前後して、11月9日にはGEがスピンオフによる会社3分割計画を公表し、11月12日にはジョンソン&ジョンソンが消費者向け事業をスピンオフして医家向け医薬品と医療機器事業に専念することを公表した。

図表2は近年の主なスピンオフ・事業分離の事例であるが、米国および欧州を中心に、他にも多くのスピンオフが実施されている。データ調査会社リフィニティによれば、2021年は12月1日までに150件近いスピンオフが実施されており、2020年の130件、2019年の115件をすでに上回っている<sup>8</sup>。

図表2：近年の主なスピンオフ、事業分離事例

発表年	社名	分離事業	備考
2014年	ヒューレット・パッカド(米) (現HP Inc.)	法人向け事業(Hewlett Packard Enterprise)	PC・プリンター会社と法人向け事業に会社2分割
	イーベイ(米)	オンライン決済事業(PayPal)	
	エーオン(独)	火力発電事業(Uniper)	送配電、電力小売り、再生可能エネルギーにフォーカス
	フィリップス(蘭)	照明事業(Philips Lighting)	本体は「ヘルステック」(医療機器・家電)にフォーカス
2015年	アルコア(現Arconic)	アルミ精錬・川上事業(現Alcoa Corp)	Arconicは川下事業にフォーカス
	ダウケミカル、デュポン(米)	経営統合後、企業3分割	コモディティケミカル、スペシャルティケミカル、農業
2016年	ゼロックス(米)	ビジネスサービス事業(Conduent)	
	シーメンス(独)	ヘルスケア事業(Siemens Healthineers)	2018年にIPO(カーブアウト)、85%保有
2017年	ハネウェル(米)	自動車部品事業(Garret Motion)他	
	CNXリソーシーズ(米)	石炭事業(CONSOL Energy)	
2018年	ノバルティス(スイス)	眼科用医療機器事業(Alcon)	
	フィアットクライスラーオートモービルズ(オランダ)	自動車部品(Magneti Marelli)	
	ユナイテッドテクノロジーズ(米)	空調設備部門(Carrier)、エレベーター部門(OTIS)	本体は航空・防衛事業にフォーカス
2019年	ティッセンクルップ(独)	エレベーター事業	
	シーメンス(独)	電力・ガス事業	本体は電力グリッド機器、工場デジタル化にフォーカス
2020年	メルク(米)	女性向け医薬品およびバイオ後発薬事業	
	IBM(米)	ITシステムの運用・保守部門	本体はクラウドコンピューティング事業にフォーカス
2021年	ダイムラー(独)	商用車事業	本体は高級車事業にフォーカス
	グラクソスミスクライン(英)	大衆薬事業	
	GE(米)	ヘルスケア事業、エネルギー事業	本体は航空事業にフォーカス
	東芝(日)	インフラサービス部門、デバイス部門	本体はキオクシア等の株式を保有
	ジョンソン&ジョンソン(米)	消費者向け事業	本体は医家向け医薬品、医療機器事業にフォーカス

出所：諸種資料より筆者作成

<sup>7</sup> 2021年11月13日付日本経済新聞記事「東芝の分割3社、株持ち合いせず」。

<sup>8</sup> Mark Maurer, "Johnson & Johnson Prepares to Untangle Finances Ahead of Planned Split," Wall Street Journal Online (December 6, 2021).

スピノフによる多角化企業のフォーカス強化

特に注目されるのは、多角化企業がスピノフ等により事業フォーカスを強化する事例である。例えば米国では、2015年にデュポンとダウケミカルの合併が発表されたが、当初方針通り、両社合併後の2019年に、スピノフにより新デュポン（特殊化学品）、新ダウケミカル（素材科学）、コルテバ（農薬）の3つの独立上場企業に分離された。ハネウェルは2018年、輸送システム部門と住宅関連製品部門を各々スピノフで分離独立させた。また、ユナイテッドテクノロジーズは2018年に、スピノフによる会社3分割方針を公表し、その後実施している。

欧州でも、オランダのフィリップスは、祖業の照明事業をカーブアウトし、2019年までに持分すべての売却を完了した。ドイツのティッセンクルップは、産業部門と素材部門への会社2分割案が独禁問題絡みで頓挫したものの、2019年に収益の柱であるエレベーター事業のカーブアウト方針を表明した。また、ドイツのシーメンスは2019年、ガス・電力部門のカーブアウトを発表、持株比率を約25%まで落とす意向を表明している。

2. スピノフの特徴とスキーム

事業分離の手法としてのスピノフの特徴

スピノフは事業分離の一手法であるが、M&Aによる売却と比較して、単独で実施できる資本市場取引類似行為（分離会社の新規上場を伴う）であること、また、カーブアウト（子会社上場による部分売却）と比較して、完全な事業分離であることが特徴である。

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 <1段階型>	カーブアウト (子会社IPO)
	スピノフ <2段階型> (注)	
	スプリットオフ	
M&A取引	売却	合併化 (持分売却、第三者割当増資)

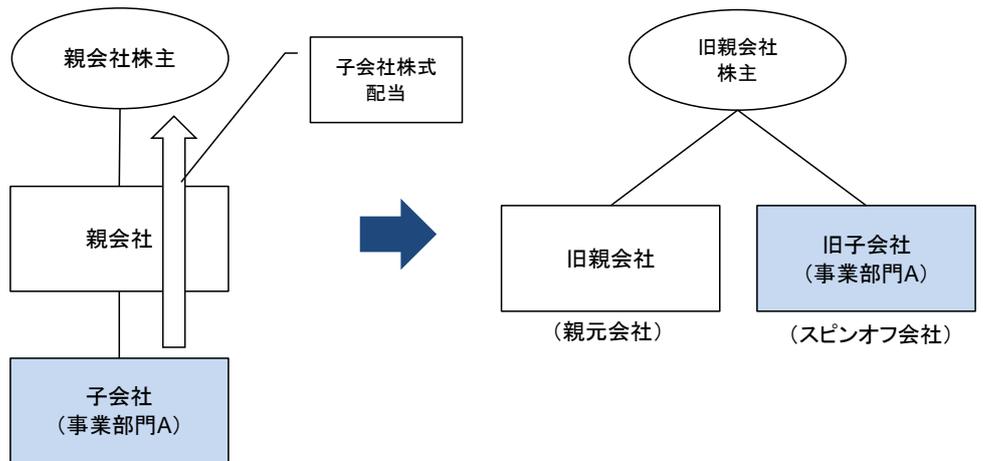
(注) 第1段階で子会社IPOを行い、第2段階で残りの株式をスピノフする方式

出所：田村（2015a）

スピノフのスキーム

スピノフの具体的なスキームは各国の法制によって異なるが、日本の場合は米国同様に、子会社株式の現物配当という形態を取る。いま、親会社が子会社株式をすべて株主に現物配当すると、親会社株式と子会社株式は各々親会社株主に直接保有され、両社の間に直接の資本関係はなくなる。したがって、両社は完全に独立した会社となる。両社の株主構成はスピノフ直後には同一であるが、その後、株主は各々の株式を別々に売買できるので、徐々に各々の事業特性に相応しい株主層を形成することになる。

図表4：1段階型スピンのスキーム



出所：田村（2015a）

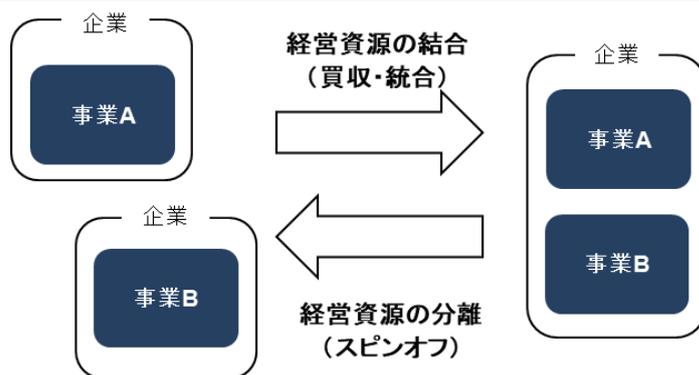
スピノフは子会社を独立させるだけでなく、親会社の事業部門を独立させるためにも使うことができ、むしろそちらの使いの方が世界的にも主流である。事業部門を独立させるには、まず事業部門を子会社化（法人化）したうえで、新たに設立された子会社の株式を現物配当すればよい。

3. 本稿の問題意識

スピノフと価値創造

このような完全事業分離の手段としてのスピノフは、経営資源の束としての事業を結合するM&Aと逆方向の取引である。M&Aが価値を生み出すのは、事業の結合により「シナジー」が生み出されるからであるが、事業を分離するスピノフは、なぜ価値を創造できるのであろうか。それが本稿の中心的なテーマである。

図表5：M&Aとスピノフ



出所：田村（2019）

コングロマリット・ディスカウント

なお、スピノフのメリットとして、しばしば「コングロマリット・ディスカウントの解消」が挙げられることがある。コングロマリット・ディスカウントは学術的には「多角化ディスカウント」と呼ばれるが、それが一体何を意味しているのかについては注意が必要である。田村（2020a）は、以下のように説明する<sup>9</sup>。

<sup>9</sup> 脚注一部略。

多角化企業の企業価値は一般に、時価総額+有利子負債の時価（簡便には簿価）で計算されるが、「個別事業の価値の和」は、実務的には Sum-of-the-Parts 法（SOTP）法で算出することが多い。SOTP 法では、典型的には各事業の利益（EBITDA 等）に、各々の事業の所属する業種の専門同業他社のマルチプルを乗じて合計する<sup>10</sup>。

図表 6 : Sum-of-the-Parts 法イメージ

(金額単位: 億円、円/株)			
<b>事業価値</b>			
	EBITDA	倍率	事業価値
A事業部門	230	7.8	1,794
B事業部門	120	6.5	780
C事業部門	50	10.6	530
計	400		<b>3,104</b>
非事業資産・負債			485
<b>企業価値</b>			<b>3,589</b>
純有利子負債・非支配株主持分			1,195
<b>株主価値</b>			<b>2,394</b>
<b>理論株価</b>			<b>958</b>
(発行済株式数: 億株)			2.5
<b>実際の株価</b>			<b>876</b>
プレミアム/(ディスカウント)			-8.5%

出所: 田村 (2009) [一部改]

多角化ディスカウントをもたらし要因

ここで、多角化ディスカウントは、多角化企業の全社マルチプルが各事業の専門同業他社のマルチプルを各事業の利益でウェイト付けした加重平均マルチプルよりも下回っていることを意味している。この場合、マルチプルの格差が市場パーセプションの問題なのか、多角化企業の事業部門の方が同業他社と比べて成長性が低いといった実態に起因するものかについて検討する必要がある。また、成長性が同業他社よりも低いという場合、それは本来の事業特性の問題なのか、多角化により成長が抑圧されているのかについても慎重な見極めが必要である。

多角化による価値の毀損はこのような狭義の多角化ディスカウントに限られない。多角化による弊害で利益水準自体が低下している場合には、利益マルチプルによる SOTP 法では多角化ディスカウントが観測されなくても、多角化による企業価値の低下が生じている。

以上をまとめると、多角化による企業価値の低下には、利益水準が低下する場合と利益マルチプルが低下する場合があり、後者の利益マルチプルの低下については、多角化により成長性が見通しが低下する場合と、単なる市場パーセプションの問題である場合がある。利益倍率ベースの SOTP 法では利益マルチプルの低下は把握できるが、利益水準自体の低下は把握できない。また利益マルチプルの低下について、事業部門の成長性が（多角化の有無に関係なく）本来同業他社より低いという場合には、一見多角化ディスカウント

<sup>10</sup> ある事業部門が上場している場合には、株価ベースで評価することもある。また、事業によっては DCF 法等で評価する場合もある。なお、本社費を各事業に配賦していない場合には、各事業の価値の合計から本社費の現在価値を控除する。

が生じているように見えても、実際には多角化による企業価値の毀損は生じていないことにも留意する必要がある。

フォーカスの強化

いずれにしても、第II章で見ると、「コングロマリット・ディスカウントの解消」は、実際に企業自身が開示するスピノフ実施理由のなかでは必ずしも中核的な理由ではない。企業自身が挙げる最も重要な理由は「フォーカスの強化」である。しかし、なぜフォーカスの強化が価値を創造するのであろうか。

本稿の構成

以下、第II章では、近年の代表的なスピノフ、事業分離事例から、スピノフ実施企業は何を狙ってスピノフを行ったのか、なぜスピノフによる価値創造が可能と考えたのかを探る。そのような事例の分析を踏まえて、第III章では、スピノフ、特にフォーカスの強化が価値を創造するメカニズムを理論的に考察する。最後に第IV章では、第III章の理論的考察も踏まえつつ、どのような企業がスピノフにより価値を創造できるポテンシャルが高いかを考察し、さらにスピノフとコーポレートガバナンスの関係を論じる<sup>11</sup>。

## II. スピノフによるフォーカスの強化

### 1. スピノフを行う理由

経営・資本・上場の独立

田村（2015a）では、2013年から2014年に公表された10社のスピノフ事例に基づき、各社が説明会資料等で挙げているスピノフを行った理由を、「経営の独立」、「資本の独立」、「上場の独立」と要約し、以下のように説明している。

図表7：スピノフを行う理由

<b>経営の独立</b>	<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>
<b>資本の独立</b>	<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>
<b>上場の独立</b>	<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：田村（2015a）

#### 経営の独立

まず、スピノ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、

<sup>11</sup> 本稿は最新事例を基にスピノフによる価値創造について分析するものであるが、その考察部分は、主に拙稿「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」（田村2015a）、「M&Aと企業の境界の理論：一般化された取引コスト理論に向けて」（田村2019）、「多角化と経営キャパシティ：一般化された取引コスト理論の観点から」（田村2020a）に依拠している。理論的考察の詳細や先行研究（理論・実証）のレビューについては、それらの論文を参照されたい。

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。

#### 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。

これらのスピノフを行う理由は、2015年以降も現在に至るまで、多くのスピノフにおいて挙げられる典型的なものであるが、なかでも最も重視されているのは「フォーカス」による経営意思決定の質とスピードの向上である。これは、東芝の経営陣がスピノフを行う理由として強調している点でもある。以下、最近の欧米の主要事例につき、特にスピノフの理由に焦点を当てて眺めてみよう。

## 2. GE

### GEのスピノフ計画

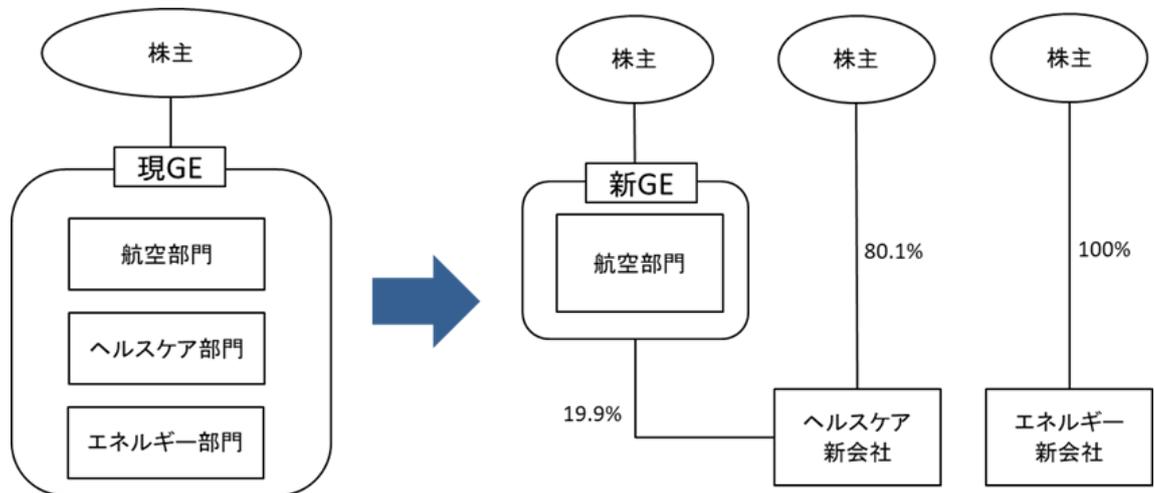
2021年11月9日、GEはスピノフにより会社を3分割する計画を公表した。計画では、2023年初めにヘルスケア部門をスピノフし、さらに2024年初めに現在の再生可能エネルギー事業（主に風力発電機器）や火力発電機器事業等を統合したエネルギー部門をスピノフする予定である。これによって、GE本体は航空機エンジン等の航空部門に特化し、ヘルスケア新会社およびエネルギー新会社とあわせて、3社の独立した上場企業が誕生する<sup>12</sup>。

2018年に初の外部出身者としてGEのCEOに就任したラリー・カルブは、就任当初は前任のフラナリーCEOが進めていたヘルスケア部門のスピノフ計画を撤回

<sup>12</sup> 但し、ヘルスケア新会社については、当初は19.9%を保持するが、これはスピノフ発表時の投資家説明資料（“GE Investor Update”）によれば、「各事業の資本構成を最適化するため（“utilized to optimize capitalization of each businesses”）」と説明されており、航空部門の投資ニーズに応じて適宜売却するものと考えられる。

し、各事業の構造改善に注力した。カルプ CEO は前職で 14 年務めたダナハー社 CEO の時代から「kaizen (改善)」や「gemba (現場)」を重視するリーンマネジメントの信奉者であったが、GE でも各事業の現場の改善に努めるとともに、本社機構の従業員を就任時の 2 万 6000 人から 2020 年末には 1 万人まで削減した<sup>13</sup>。

図表 8 : GE のスピンオフ計画



出所 : GE 開示資料より筆者作成

当初、ヘルスケア部門のスピンオフを中止したカルプ CEO は、なぜ会社を 3 分割するという大胆な方針転換を行ったのであろうか。図表 9 は GE のプレスリリースに記載されたスピンオフを行う理由であり、極めて典型的な内容である。

図表 9 : GE がスピンオフを行う戦略的理由

- 事業のフォーカス、アカウントビリティ、アジリティを高め、顧客ニーズに応える
- 各々の事業の戦略や業界動向に即したキャピタルアロケーションの意思決定を可能にする
- 成長機会を追求するための戦略的・財務的な柔軟性を高める
- 各々の事業領域に深い専門知識を有し、各事業に専念できる取締役会を構成する
- 各々の事業や業界の特性に応じたキャリア形成の機会や報酬体系を従業員に提供できる
- 各々の事業特性に応じて、より広範な投資家層を呼び込むことができる

出所 : GE Press Release (November 21, 2021) [筆者訳]

フォーカスとアカウントビリティ

しかし、カルプ CEO がとりわけ何を重視していたのかは、スピンオフ公表時に行われたアナリストミーティングでの発言に色濃く表れている。カルプ CEO は、アナリストからの、「なぜスピンオフする各事業部門のポテンシャルが GE 傘下では十分に発揮できないのか」との質問に対し、以下のように答えている<sup>14</sup>。

過去 10 年の他社事例を見ると、優良事業をスピンオフすることにより、フォーカスとアカウントビリティが高まることわかる。その点には疑問の余地

<sup>13</sup> Jennifer Hiller & Georgi Kantchev, “GE’s Not the Only Power Player,” Wall Street Journal (November 13, 2021).

<sup>14</sup> Refinitiv Streetevents (2021). [筆者訳]

がないと思う。・・・それはすべての人をより良くする。

2017年以來、GEの大株主として取締役を1人送り込んでいる有力アクティビスト・ヘッジファンドのトライアン・ファンド・マネジメントも、以下のような歓迎声明を出している<sup>15</sup>。

戦略的な根拠は明らかである。3社の財務的基盤のしっかりした業界リーダーである上場企業が、各々より強固な事業へのフォーカスとアカウンタビリティを有し、戦略的な柔軟性が増し、各々の事業に適したキャピタルアロケーションの判断ができるようになる。

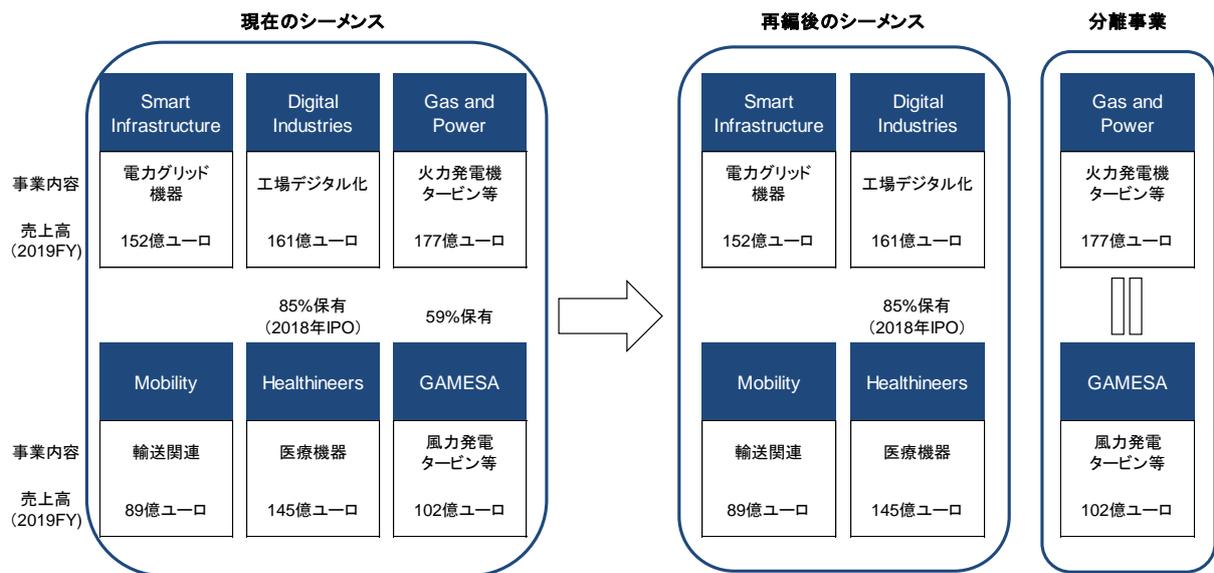
ここでも、フォーカスと、それに伴って明確になるアカウンタビリティが重視されていることがわかるであろう。

### 3. シーメンス

#### シーメンスの事業再編

ドイツのシーメンスは欧州における代表的な多角化企業で、事業領域の重複もありしばしばGEと比較されてきた。シーメンスは長らくGEを範としてきたが、近年ではシーメンスは事業領域の再編でGEに先行し、むしろGEの事業ポートフォリオ再編の「教科書 (playbook)」とも言える存在となっている<sup>16</sup>。

図表 10：シーメンスの事業ポートフォリオ再編（上段がコア事業）



出所：田村（2020b）

シーメンスは、2013年7月に照明事業を分離上場して2017年までに持株を完全売却し、2018年にはヘルスケア部門（Healthineers）を分社化してIPOするなど、事業ポートフォリオの再編に積極的に取り組んでいたが、2019年5月、ガス・電力部門のIPOによる抜本的な事業再編を発表し<sup>17</sup>、持株比率を約25%まで落とす意

<sup>15</sup> Thomas Gryta, “General Electric to Split Into Three Public Companies,” Wall Street Journal Online (November 9, 2021). [筆者訳]

<sup>16</sup> Georgi Kantchev, “GE Copies Playbook of Rival Siemens,” Wall Street Journal (November 12, 2021).

<sup>17</sup> Siemens Press Release, “Siemens to build focused energy powerhouse and further boost performance.” (May 7, 2019).

向を表明している<sup>18</sup>。この結果、シーメンス本体は、電力グリッド機器事業と工場デジタル化関連事業にフォーカスすることになる。

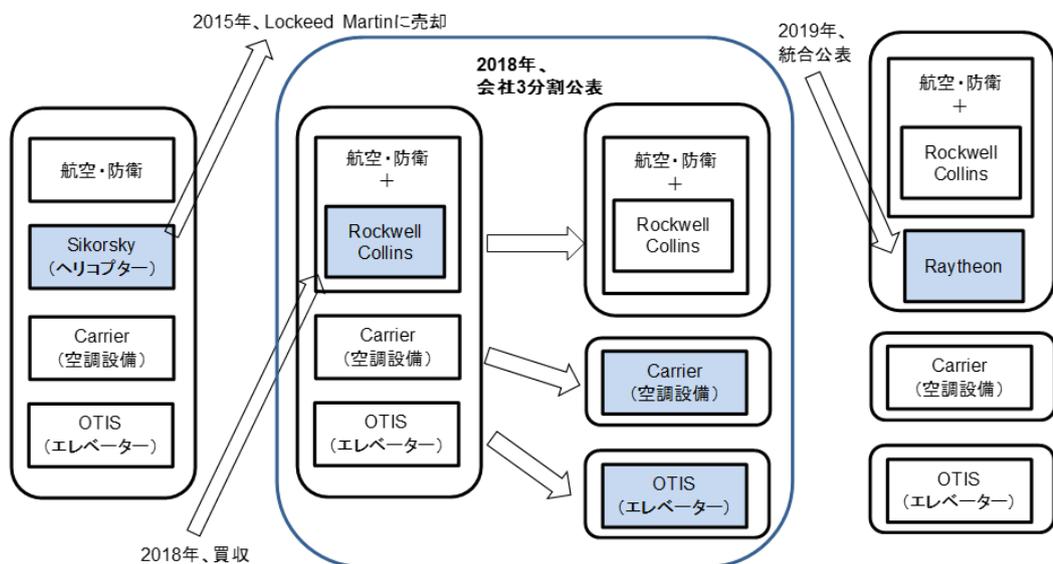
ガス・電力部門分離によるシーメンス本体へのメリットとして挙げられているのは、フォーカス、事業構造の単純化、資源配分の改善の3点であり、分離されるガス・電力部門にとってのメリットとして挙げられているのは、フォーカス、アカウントビリティ等である<sup>19</sup>。ここでも、分離される事業にとっても、分離後の本体にとっても、フォーカスこそが企業価値向上のカギであることが強調されている。

#### 4. ユナイテッドテクノロジーズ（現レイセオンテクノロジーズ）

ユナイテッドテクノロジーズの会社3分割

米国の多角化企業であったユナイテッドテクノロジーズも、2018年11月26日に、スピノフによる会社3分割計画を公表した。具体的には、空調設備部門(Carrier)とエレベーター部門(OTIS)をスピノフにより分離独立させ、本体は航空・防衛事業にフォーカスする。

図表 11：ユナイテッドテクノロジーズの事業ポートフォリオ再編



出所：田村（2020a）

公表直後の投資家説明資料では、同社がスピノフを行う理由として、フォーカスの強化による敏捷・俊敏な経営と規律の強化を筆頭に、資本構成・資本配分の柔軟性、M&A カレンシーとしての上場株式、事業実績を反映する報酬インセンティブ、各々の事業特性に適した投資家層等といった典型的なスピノフの理由が並べられている<sup>20</sup>。

しかし、より経営者の本音が表れたものとして、同社のヘイズ CEO が CNBC のインタビューで語った言葉を紹介したい。ヘイズ CEO は、取締役会と共に過去 74 件のスピノフ事例を詳細に分析して、80%以上のケースで業績改善効果がある

<sup>18</sup> Oliver Sachugau and Eyk Henning, “Siemens CEO Seeks to Shake Up Company With Energy Spinoff,” Bloomberg (November 20, 2019).

<sup>19</sup> Siemens, “Vision 2020+: Execution and next steps” (May 8, 2019).

<sup>20</sup> United Technologies, “United Technologies Announces Intention to Separate into Three Independent, Industry-Leading Companies” (November 27, 2018).

ことを確認したと述べたうえで、その要因について、以下のように答えている<sup>21</sup>。

私としてはその決定的な要因は一つだと思う。それはフォーカスである。われわれは資本構成やキャピタルアロケーションや各々の事業特性に適した投資家層などについて語ることはできるが、本当に価値を生み出すのは当該事業に対する経営陣のフォーカスだと思う。

以上、GE、シーメンス、ユナイテッドテクノロジーズの各事例でも、スピンオフが価値を創造する理由として経営者が最も重視しているのは、「フォーカス」であることが見て取れるであろう。それでは、なぜスピンオフによるフォーカスの強化が価値を生み出すのであろうか。次章ではその問題について考察する。

### Ⅲ. なぜフォーカスが価値を創造するのか

#### 1. 企業の境界の理論

##### フォーカスの価値

企業経営者はかなり以前から、スピンオフ等の事業分離によるフォーカスの強化が価値を生み出すことを認識していた。例えば、Mukherjee et al. (2004)は、CFO アンケート調査の結果、事業分離を行った理由として最も多かったのは、「フォーカスの強化」と（スピンオフには妥当しない）「不採算部門の切り離し」であることを報告している。欧米経営者のみならず、例えば松下幸之助もフォーカスの価値を認識しており、多角化と専門化の比較について以下のように語っている<sup>22</sup>。

企業経営に於いて、多角化、総合化という行き方と、専門化という行き方があるが、私は原則として、多角化よりも専門化をはかっていくべきではないかと考えている。もちろん、それはあくまで“原則として”ということであって、多角化、総合化をいちがいにいけないというものではない。しかし、一般的に見て、どちらかといえば、専門化していくほうがより成果があがる場合が多い。つまり、それぞれの企業がそのもてる経営力、技術力、資金力というものの範囲で経営を行っていくという場合に、そうした力をいちばん効果的に生かすにはどうしたらいいかということ、その力を分散させるよりも集中的に使ったほうが、より大きな成果を生むことができるわけである。・・・

やはり私は、基本的には、会社のもてる経営力、技術力、資金力といったものをすべて一つの仕事に集中して、そのかわり、その分野についてはどこにも負けないといった姿をめざしていくことがより好ましいと思う。そのためには、場合によっては現在二つの仕事をやっているとしても、その一つをあえてやめて一業に専念することも考えられる。

##### 企業の境界の理論

スピンオフによる事業分離（経営資源の分離）は、M&Aによる事業結合（経営資源の結合）とは逆方向である。M&Aが経営資源の結合によるシナジーにより価値を創造するのであれば、スピンオフは（シナジーがあるかもしれない）事業を引き離して、どうやって価値を創造できるのだろうか。そこに「フォーカス」はどのように関係しているのだろうか。この問題を考察する出発点となるのは、ロナルド・

<sup>21</sup> CNBC, “Watch CNBC’s full interview with United Technologies’ Greg Hayes” (November 27, 2018). [“I attribute it to one thing. That’s focus. We can talk about capital structure, capital allocation, and different investor base. But I think the focus of a management team on that business is ... driving the results.”]

<sup>22</sup> 松下 (2001) [原著 1978 年]。

コースが1937年に著した論文「企業の本質」<sup>23</sup>に始まる「企業の境界の理論」である<sup>24</sup>。

コースは「そもそもなぜ企業は存在するのか」という根源的な問いを立てた。当時の主流の経済学では資源配分は市場（独立当事者間取引）で調整されるのが最も効率的と考えられており、企業の存在が正当化できない。コースは、企業が存在する理由を「市場取引コスト」の存在に求めた。これは、価格情報を収集し、交渉を行い、契約を締結するコスト等を含んでいる。市場取引コストが大きい場合には、企業内部の指揮命令系統によって取引を調整した方がコストは削減される。これがコースの考える企業の存在意義である。

#### 市場取引コスト、企業内取引コストとシナジーの本質

この議論は、M&Aによるシナジーの本質にも光を当てることができる。いま、企業Aと企業Bが各々企業向けと消費者向けの販路に強みを持ち、競合しない製品を作っているとす。この場合、両者の販路という経営資源を統合すれば、お互いの製品を拡販して利益を増やすことができる（クロスセリング）<sup>25</sup>。両社は交渉によりお互いの販路を利用できるような契約を結ぶこともできるが、契約締結自体に情報収集、交渉等のコストがかかるうえに、契約は不完備で将来のあらゆる事象を想定した規定を置くことはできない。両社はそれぞれ自社の利益を最大化しようとするので、契約締結後に、自社の資源を出し惜しみ相手の資源を過剰に活用しようとするなど、両社合算の全体最適にそぐわない行動を取るであろう。また、相手の協力が十分でない場合、契約条件を履行させることにも多大なコストがかかる場合もある。したがって、両社の販路という経営資源統合によるメリットは、両社が全体最適な行動を行う場合と比べて低下するであろう。いま、契約の締結や履行にコストがかからず、両社が全体最適に行動するという理想的な条件下のメリットを100とすると、実際のメリットはそれよりもかなり低くなる。このような理想的な条件下での経営資源の結合によるメリットと、現実に期待できるメリットとの差額（メリットの低下分）を「市場取引コスト」と定義する<sup>26</sup>。

市場取引コストが大きいと、経営資源を結合するメリットは大幅に減殺され、特に市場取引コストがメリットを上回る場合は、経営資源を結合する経済的合理性がなくなる。このような場合に、企業Aと企業BがM&Aにより統合して、統一的な指揮命令系統により両社の販路という経営資源を運営すれば、市場取引コストを削減することができる。もちろんM&Aによる経営資源の統合にもM&A取引自体にかかるコストに加え、社内で経営資源を統合して運営するためのコストがかかる。これを「企業内取引コスト」という。しかし、企業内取引コストが市場取引コストよりも小さい場合、市場取引（独立当事者間契約）で経営資源を結合するよりも、M&Aにより経営資源を統合した方が享受できる純メリットが大きくなる。この場合の純メリットは、理想条件下での経営資源統合のメリットから企業内取引コストを引いたものであり、これがM&Aによるシナジーの本質である。

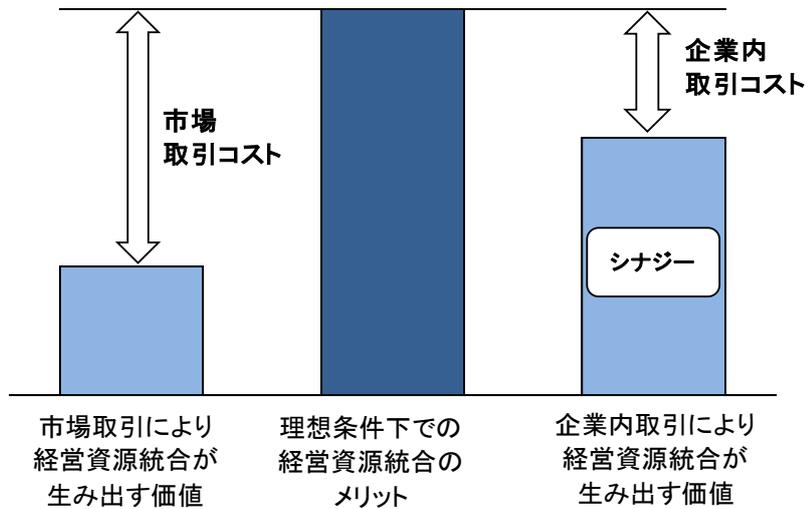
<sup>23</sup> Coase (1937).

<sup>24</sup> 以下、本章の内容は主に田村（2020c）に加筆修正したものである。本章の議論のより理論的な定式化、および関連する先行研究のレビューについては田村（2019）、田村（2020a）を参照。

<sup>25</sup> 実際のM&Aでは、クロスセリングは当初の想定通りの増販効果を生み出せないことも多いので、注意が必要である。

<sup>26</sup> 田村（2019）、139-141頁参照。（「本章では、ある取引に関する取引コスト（市場取引コスト、企業内取引コスト）を、「理想条件下で当該取引が生み出す価値（ファーストベストの価値）」と、現実条件下で（市場取引ないし企業内取引において）当該取引が生み出す価値の差額」と定義する。・・・ここで「理想条件」とは、限定合理性の制約がないこと、すなわち、契約は完備、情報は完全で、情報の非対称性もなく、各プレイヤーの情報処理能力は無限大であり、契約の履行は完全に保証されており、履行コストはゼロという条件である。」）

図表 12：市場取引コスト、企業内取引コストとシナジー

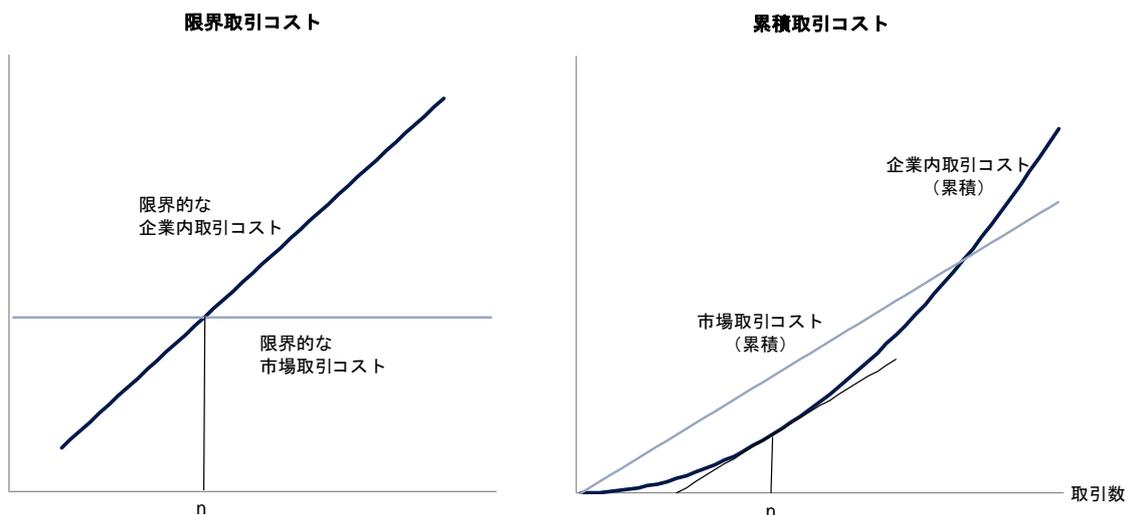


出所：筆者作成

経営者の限界生産力逓減

しかし、指揮命令系統が市場取引コストを削減して経営資源統合によるシナジーを生み出せるのであれば、なぜ、企業はどこまでも大きくならないのだろうか。コースはその原因を、「経営者の限界生産力逓減」に求めた。すなわち、経営者の能力には限界があるため、より多くの取引を企業内で組織するにつれて、企業内で追加的な取引を処理する企業内取引コストが増大し、資源配分の誤りも増大する。以上の考察を踏まえて、コースは企業の境界（最適規模）は、限界的な企業内取引コストが、その取引の市場取引コストと等しくなるところで決まると考えた<sup>27</sup>。

図表 13：企業の境界の決定：市場取引コストと企業内取引コストの比較



出所：田村（2019）〔Coase（1937）を基に筆者作成〕

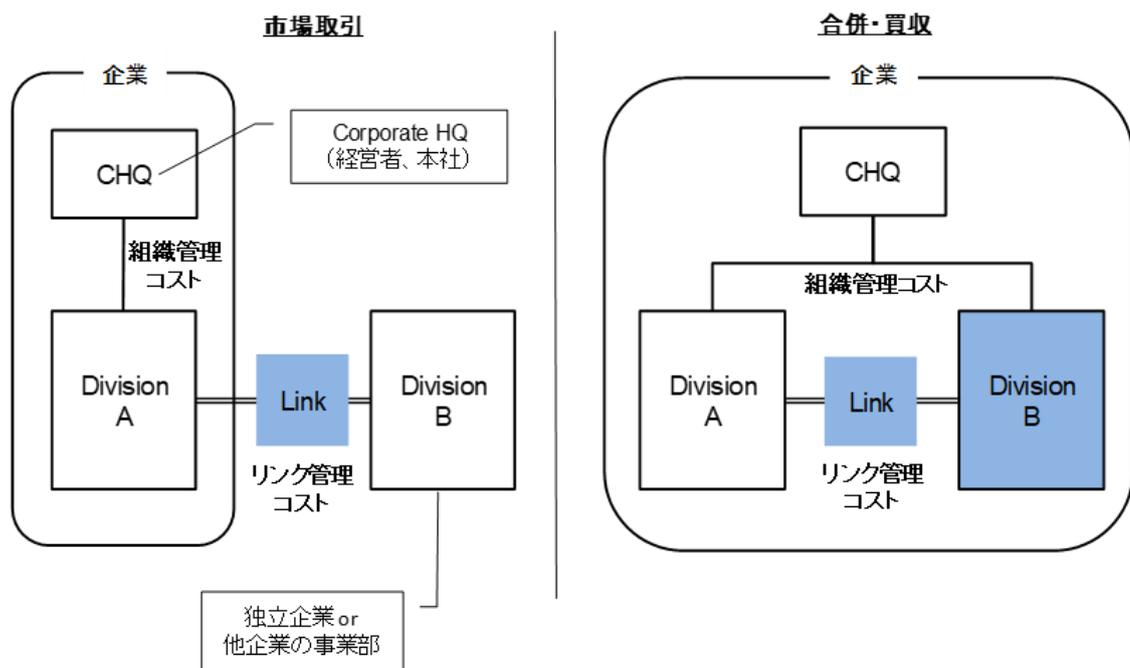
<sup>27</sup> なお、図表 13 で最適な企業内取引数は  $n$  である。累積的な企業内取引コストが累積的な市場取引コストを超えるまで  $n$  以上に企業規模を拡大することは、価値破壊的である。

## 2. 企業内取引コストにおける組織管理コストの重要性

### リンク管理コストと組織管理コスト

その後の取引コスト経済学の発展は、特にインセンティブ問題を取り込んで市場取引コストの理解を飛躍的に深めたが、企業規模の増大を制約する企業内取引コストの分析はやや立ち遅れている<sup>28</sup>。ここで重要なのは、企業内取引コストの性質の理解である。拙稿「M&Aと企業の境界の理論」(田村 2019)では、経営資源を結合する際の取引コストの分析単位として「事業部門(Division)」と「リンク(Link)」を設定した。事業部門とは、経営資源の束が有機的に結合したものであり、リンクとは、事業部門間の相互作用(取引)である。リンクには経営資源の結合によるメリットと結合するためのコスト(市場取引コスト、企業内取引コスト)が存在する。しかし、同じリンクのメリットを受ける場合でも、市場取引と企業内取引では重要な違いがある。それは管理対象の違いである。市場取引の場合、取引コストはリンクを管理する直接的なコスト(「リンク管理コスト」)だけであるが、企業内取引の場合、リンク管理コストに加えて、リンクとともに社内に取り込まれる事業部門(Division B)を管理し、特に事業部門の投資決定を監督する間接的なコスト(「組織管理コスト」)も考慮に入れる必要がある。

図表 14 : リンク管理コストと組織管理コスト



出所：田村 (2020b)

### 経営キャパシティ

市場取引でも企業内取引でも、リンク管理のために「経営キャパシティ」を消費するが、リンク管理のための経営キャパシティは、経営幹部の増員や取引習熟等により拡張可能なので、結局はボトルネックとはならない。すなわち、リンク管理の特徴は「分散処理」(delegation)が可能ということである。これに対して、組織管理コストについては、たとえ分社化等を行ったとしてもトップマネジメント(CEO、取締役会)は最終的な受託者責任から逃れられないので、トップマネジメントの

<sup>28</sup> コース以降の新制度派経済学系の企業の境界の理論(取引コスト経済学)と、組織ケイパビリティ系の企業の境界の理論の発展については、田村(2019)および田村(2020a)、162-163頁を参照。

経営キャパシティが制約要因になる。かつての米国の代表的なコングロマリット IIT の総帥であったハロルド・ジェニーンは以下のように述べている<sup>29</sup>。

〔権限委譲は当然必要だが、〕そうした責任を委譲するにあたって、私は自分の当然なすべきこととして、その責任に含まれる事業のことを十分に知っていなくてはならなかった。なぜなら私は最高経営者として、IIT の子会社の全部の総和に関して、取締役会に対して責任を負っていたからだ。

すなわち、組織管理コストはトップマネジメントにおいて累積的に負担となるので、既存の事業部門の管理負荷が増分コストに影響し、限界的な組織管理コストは傘下の事業部門数の増大につれて逡増するのである。

#### 多角化による組織管理コストの増大

このように考えると、コースの言う「経営者の限界生産力逡減」は、事業部門を企業内に取り込むことによる限界的な組織管理コストの逡増と表裏一体をなす概念と考えることができよう。経営者が各々の事業の専業経営者と同程度に各事業に通じることは困難であるし、各事業に対して割ける時間も精力も専業経営者と比べて少ない。さらに、事業部門の投資案件を精査し経営トップに助言する本社機能の拡大が必要になる。こうして、組織管理コストが増大する。その具体的な表れとしては、判断の精度の歪みや遅延（内部資本市場の非効率性）、事業環境に即して中途半端な判断、判断材料を準備するための間接部門の肥大化等が挙げられる。

#### 間接部門の肥大化

組織管理コストのうち、内部資本市場の非効率性については理論・実証両面から活発に研究されているが<sup>30</sup>、間接部門の肥大化もきわめて重要な（かつ気付きにくい）組織管理コストである。例えば、2015年に当時のデュポンに対してスピノフによる会社2分割を求める委任状争奪戦を起こしたアクティビスト・ヘッジファンドのトライアンは、デュポンの事業ポートフォリオが巨大かつ複雑になりすぎてはや単一経営陣では経営困難であり、そのため本社コスト等の間接費が肥大化し、経営効率、資本配分に歪みが生じていると主張した。間接費肥大の象徴が、2013年に売却した塗料事業である。塗料事業は2015年に「アクサルタ」として上場したが、そのディスクロージャー書類によりデュポン傘下の時代の本社コストが肥大化していたことが明らかになった<sup>31</sup>。トライアンは、特にデュポンのような成熟した大企業への投資に大きな収益改善の機会を見出す、これについて、代表者のネルソン・ペルツは以下のように説明している<sup>32</sup>。

成熟した大企業は、毎年の着実なキャッシュフローに安住して、いつの間にか企業化精神が鈍り、業界最高の利益率と売上成長を目指そうという気概がなくなる。経営階層が肥大化し、官僚組織が何層にも積み重なって、自己の存在を正当化するために余計な仕事を作り出す。研究開発、設備投資、マーケティング、広告宣伝などの重要な支出に関する意思決定権限が事業部門から本社に移行して、アカウンタビリティが弱体化した無責任体制になる。社内に派閥や利益グループが跋扈して、全ての支出が収益性と成長の観点から正当化されなければならないという「ゼロベース予算」を困難にする。

トライアンが2017年にGEに投資を行い取締役を1人送り込んだこと、リーマン・マネジメントの信奉者である現CEOのカルブを支持していること、今回のGEの会

<sup>29</sup> ジェニーン (2004)、171頁。

<sup>30</sup> 田村 (2020a)、157-159頁参照。

<sup>31</sup> 田村 (2015c)、74頁。

<sup>32</sup> Jonathan Laing, "How Nelson Peltz Gets Results," Barron's Asia (July 4, 2015); Shawn Tully, "The reinvention of Nelson Peltz," Fortune (May 16, 2007). 田村 (2015c)、72頁参照。

社3分割を歓迎していることも、こうした文脈で理解できよう。カルプが、GE本社機構の従業員を就任時の2万6000人から2020年末には1万人まで削減できたことも、逆に言えば、いかにGEの間接部門が肥大化していたかの証左である。

このように、組織管理コストは間接部門の肥大化という現実のコスト増をもたらすものであり、しかもその肥大化した間接部門が投資判断の遅れや非効率性をもたらすという意味で、目に見えないコスト負担も大きい。特に、多角化した大企業では、組織管理コストはしばしば巨額に達するであろう。

### 3. 経営キャパシティとフォーカスの価値

CC レシオ

企業内取引の非効率性を表す企業内取引コスト、特に組織管理コストは、複雑さが増大するほど増加し、経営キャパシティが増大するほど低下すると考えられる。そこで、拙稿「多角化と経営キャパシティ」(田村 2020a)では、以下のような企業内取引の非効率性の指標(「CC レシオ」)を提唱している<sup>33</sup>。

$$\text{CC レシオ} = \frac{\text{複雑さ (Complexity)}}{\text{経営キャパシティ (Capacity)}}$$

ここで「複雑さ (Complexity)」とは経営者への負荷であり、事業管理スパン(事業部門数、国際化の度合い等)、事業の異質性、環境変化等の増大に伴い加速度的に増加する。「経営キャパシティ (Capacity)」は企業が複雑さに対処する能力であり、経営陣(CEO、CFO等の経営幹部、取締役会)の能力と経営インフラ(財務・経理=カネのシステム、人材=ヒトのシステム、ICT=情報のシステム等)の関数である。

複雑さの減少とフォーカスの価値

買収、特に多角化は分子の複雑さを増大させて、企業内取引コストを増加させる。しかも、CC レシオの上昇は、複雑さ増大への寄与が大きい部門にとどまらず、全事業部門の組織管理コストを上昇させる。なぜなら、複雑さの大きい部門への対処に経営キャパシティが割かれると、他の部門への経営キャパシティ投入が減少するという外部性が存在するからである。Vidal (2021)は、事業分離の重要な役割として、非スケールフリーな(供給制約のある)経営資源、とりわけ経営キャパシティの余力(slack)を生み出すことを重視している<sup>34</sup>。すなわち、スピノフや事業売却の重要な価値創造機能は、複雑さを減少させることによりCC レシオを低下させて、分離した事業のみならず、残った事業の効率性も高め、企業内取引コストを削減することにある。これが「フォーカス」の価値である。

逆に言えば、買収や多角化にもかかわらず企業内取引の優位性を保つためには、単にリンクのもたらすシナジーの存在だけでは足りず、CC レシオの上昇を防ぐような十分な経営キャパシティを保有することが必要である。すなわち、価値創造的な多角化を行うには、十分な経営キャパシティを保有するという、企業としての「資格」がいるのである。十分な経営キャパシティを備えていない企業に、漫然と多角化経営を続ける資格はない。多角化経営を維持したければ、自社の経営キ

<sup>33</sup> CC レシオはコンセプトとしての指標である。実証研究的に「複雑さ」や「経営キャパシティ」を計測する方法については工夫が必要である。

<sup>34</sup> Vidal (2021)。ここで「非スケールフリー (non-scale free)」な経営資源とは、供給制約のために機会費用が発生し、ある活動に配分すると他の活動への配分余力が減るような経営資源である。Levinthal (2010)。

キャパシティをそれに相応しいレベルにまで高めなければならない。

**経営者の能力と経営インフラ**

経営キャパシティの大きさは経営者の能力と経営インフラの相乗効果で決まる。経営インフラが如何に優れていても経営者の能力不足は補えない（企業は経営者の「器量」以上に大きくなるべきではない）が、他方で経営者の能力が如何に優れていても、経営インフラが劣後していると、情報を得て質の高い判断を下す経営者の能力が制約されてしまう。経営インフラはどの企業でもベストプラクティスに向かって高めていくことができるが、それに加えて、経営者・取締役会の能力を最大化するような経営者の選任や取締役会の人材ポートフォリオが重要である。

経営インフラが整備されていれば、買収企業の PMI も、より効率的になる。特にクロスボーダーM&A では、グローバルに通用するプラットフォームが整備されていることが重要である。そうでないと、経営キャパシティの小ささから CC レシオが高くなり、統合コストが上昇する。分母の経営キャパシティの小ささに制約されて、分子の複雑さの増大を抑制するために、買収した海外企業の統合の度合いを低下させると、今度は買収の目的である事業面のシナジーが十分に実現できなくなってしまう。

買収によるシナジーは見えやすいが、買収が増大させる組織管理コストは目に見えにくい。経営キャパシティへの負荷が過大になるような買収や多角化は、当該事業のみならず他の事業の競争力まで削いでしまいかねない。経営キャパシティへの負荷が過大になっている企業は、スピンオフ等の事業分離によるフォーカスの強化、すなわち複雑さ（Complexity）の削減により、企業内取引コストを削減して、スピンオフされた事業のみならず本体に残存する事業の価値も高めることができるだろう。

**IV. 価値創造的なスピンオフの実施条件**

**1. スピンオフに適した企業**

**事業特性の相違と業界環境の変化**

スピンオフによる価値創造の源泉が、CC レシオの分子である「複雑さ」の低減による企業内取引コストの削減（換言すれば経営キャパシティの解放）にあるとすれば、スピンオフを検討すべき部門は、経営キャパシティへの負荷が大きい事業である。特に経営キャパシティへの負荷が重いのは、事業特性の相違が大きく、かつ業界環境の変化が激しい部門であり、実際にそのような部門がスピンオフの対象となることが多い<sup>35</sup>。逆に、そのような部門も、スピンオフにより事業ポテンシャルの発揮を妨げていた経営キャパシティ不足を解消することができる。

**シナジー対組織管理コスト**

但し、経営キャパシティへの負荷が大きい事業部門でも他の事業部門とのシナジーが大きければスピンオフが価値を低下させる可能性もあるが、目に付きやすいシナジーが、目につきにくい組織管理コストの増大をカバーするほど大きいかなをよく考える必要がある。また、事業分離を行っても提携契約等でシナジーを部分的にカバーできないかも考慮に入れる必要がある。

例えば、2014年に電子決済子会社であるペイパルのスピンオフを公表したEコマース大手のイーベイは、当初、アクティビストであるカール・アイカーンの事業分

<sup>35</sup> 田村（2015）参照。



例えば、GE の場合、残存本体となる航空部門の売上高（2020 年度実績、以下同じ）は 220 億ドル、分離上場されるヘルスケア部門とエネルギー部門の売上高は各々170 億ドル、330 億ドルといずれも大規模である<sup>40</sup>。GE の CFO は、現在の GE のコーポレートコスト 10 億ドルのうち機能部門のコストが 6-7 億ドルであるのに対し、分割後の 3 社の機能部門のコストは各々1.5-2 億ドルの見込みであり、むしろ合算ベースで減少すると説明している<sup>41</sup>。GE のコーポレート部門自体、カルブ CEO の下で 2 万 6000 人から 1 万人まで削減されていることに鑑みると、GE の間接部門がいかに肥大化していたかが窺える。

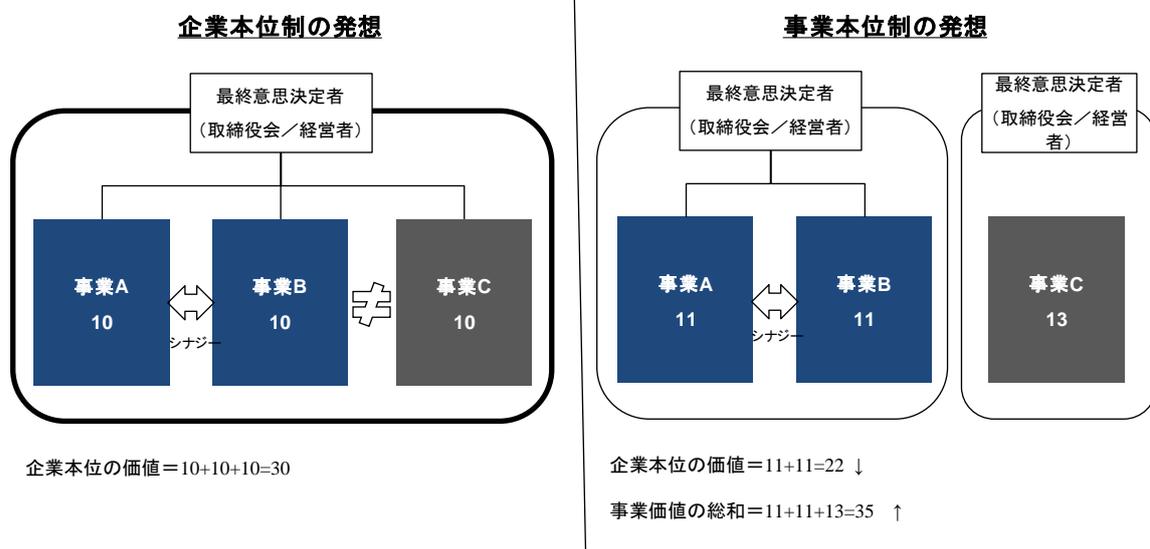
その他の考慮事項としては、税務上の要因（売却は原則課税されるため、特に分離事業の税務簿価が低い場合はスピノフの方が有利）、買い手の要因（売却は買い手が必要であり、特に独禁問題が発生する場合にはスピノフ、ないし PE ファンダへの売却の方が有利）、スピードの要因（スピノフは分離事業を独立上場企業化する準備に時間がかかる）、対価の要因（売却は対価が入るがスピノフは入らない、但し借入金の配分は可能）などが挙げられる<sup>42</sup>。

## 2. スピノフとコーポレートガバナンス

### 企業本位制と事業本位制

スピノフは企業本位の立場からはある意味で不思議な行為である。なぜ対価もなく健全な部門を分離して、売上や利益を減らすスピノフを行うのであろうか。図表 16 に見るように、スピノフを行うと、専門の経営者がそれぞれの事業にフォーカスするので、それぞれの事業の価値は高まり、株主価値の総和も高まるが、会社という枠組みでみると規模が縮んでしまう。しかし、最も重要なことは、社会全体でみると、価値が生み出されているということである<sup>43</sup>。

図表 16 : 企業本位制と事業本位制



出所：田村（2020a）

企業が「社会の公器」であり、経営者が社会全体での経営資源の最有効活用にと

<sup>40</sup> GE, “GE Investor Update” (November 9, 2021).

<sup>41</sup> Refinitiv Streetevents (2021).

<sup>42</sup> 詳しくは田村（2020a）、186-187 頁参照。

<sup>43</sup> 田村（2020a）、187 頁。

する責任を負っているのであれば、経営者はたとえ自分が管理する経営資源の規模が縮小するとしても、価値創造的なスピノフを実施するべきであろう。

“Right thing to do”

欧米企業の経営者であっても、実は自らが経営する企業規模の縮小には抵抗感が強い。会社を3分割したユナイテッドテクノロジーズのヘイズ CEO（生え抜き経営者）も、フォーカスの価値は認めつつも、空調設備部門とエレベーター部門のキャッシュフローが航空・防衛部門の投資を支えるのに必要との社内通念に縛られて、当初はスピノフによる企業分割に抵抗感を持っていた。しかし、取締役会と共に過去に遡って虚心坦懐に自社事業の分析を行った結果、それが「神話 (fallacy)」にすぎなかったことを発見して驚いたという。最終的に会社分割の決断を下したことについて、ヘイズ CEO は以下のように語っている<sup>44</sup>。

自分にとって、巨大な売上高の多角化企業のトップから、売上規模の縮小した航空・防衛事業専門メーカーの経営者に移行するのは、感情的には辛いですが、それが正しいことだから決断した (“Because it’s the right thing to do.”)。

取締役会、株主に対するアカウンタビリティ

なぜ嫌なことでも正しければ実行するかということ、それは取締役会に対するアカウンタビリティがあるからである。さらに取締役会は株主への受託者責任を負っている。もしスピノフ等の事業分離が価値を生み出す場合、自ら率先してやらないと、逆にアクティビスト等の投資家の圧力にさらされることになる。重要なのは経営者・取締役会がプロアクティブに事業ポートフォリオの検討を行うことであり、プロアクティブな見直しを怠ると、アクティビストを含む株主からの圧力を招くリスクが増大する。

スピノフとコーポレートガバナンス

このように、スピノフを含む事業ポートフォリオ再編を先入観なしに検討するためには、コーポレートガバナンスの重要性が高い。実証研究でも、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>45</sup>。

攻めるためのフォーカス

経営キャパシティを超えた多角化は、経営者の事業管理の能力を超えてしまう。そのような状態で、傘下の各事業部門が専業で一生懸命やっている会社と競争をしたら、劣後する可能性が高いのは当然であろう。経営キャパシティを中核事業に集中して内部成長や M&A による外部成長による成長機会を掴むためにいったん縮む、すなわち「伸びるために縮む」というのがフォーカスの真の価値である。したがって、切出された、スピノフされた企業がフォーカスにより価値が増えるのはもちろんであるが、重要なのは、切出した方の企業もフォーカスにより競争力を強化して成長していくというところにある。スピノフの経営上の真の目的は「攻めるためにフォーカスする」ことなのである。

以上

【参考資料・文献】

1. Ahn, S., Walker, M., 2007. Corporate governance and the spinoff decision. *Journal of Corporate Finance* 13(1), 76-93.
2. Coase, R., 1937. The nature of the firm. *Economica* 4, 386-405.

<sup>44</sup> CNBC, “Watch CNBC’s full interview with United Technologies’ Greg Hayes” (November 27, 2018).

<sup>45</sup> Ahn & Walker (2007).

3. Levinthal, DA., Wu, B., 2010. Opportunity costs and non-scale free capabilities: profit maximization, corporate scope, and profit margins. *Strategic Management Journal* 31(7), 780–801.
4. Mukherjee, T., Kiyamaz, H., Baker, K., 2004. Merger motives and target valuation: a survey of evidence from CFOs. *Journal of Applied Finance* 14(2), 7-24.
5. Refinitiv Streetevents, 2021. Edited transcript: General Electric Co plans to form three public companies focused on growth sectors of Aviation, Healthcare, and Energy – Conference Call (November 9, 2021).
6. Vidal, E., 2021. Divestitures, value creation, and corporate scope. *Strategic Management Review* 2(2), 413-436.
7. ジェニーオン, ハロルド, 2004. 『プロフェッショナルマネジャー』 プレジデント社.
8. 田村俊夫, 2009. 『MBA のための M&A』 有斐閣.
9. 田村俊夫, 2015a. 「成長戦略としてのスピンオフ税制改革：コーポレートガバナンスの試金石」みずほ証券・日本投資環境研究所『資本市場リサーチ』2015年冬季 vol.34, 108-154. Available at: <https://hdl.handle.net/10086/31018>.
10. 田村俊夫, 2015b. 「スピンオ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てくるもの」証券アナリストジャーナル 53 巻 10号, 17-26.
11. 田村俊夫, 2015c. 「アクティビストと企業統治のパラダイムシフト：機関投資家、取締役会との共進化」みずほ証券・日本投資環境研究所『資本市場リサーチ』2015年秋季 vol.37. Available at: <https://hdl.handle.net/10086/31015>.
12. 田村俊夫, 2019. 「M&A と企業の境界の理論：一般化された取引コスト理論に向けて」みずほ証券・日本投資環境研究所『資本市場リサーチ』2019年冬季 vol.50, 113-158. Available at: <https://hdl.handle.net/10086/31004>.
13. 田村俊夫, 2020a. 「多角化と経営キャパシティ：一般化された取引コスト理論の観点から」みずほ証券・日本投資環境研究所『資本市場リサーチ』2020年冬季 vol.54, 145-195. Available at: <https://hdl.handle.net/10086/31002>.
14. 田村俊夫, 2020b. 「スピンオフと価値創造」第1回事業再編研究会（2020年1月31日）資料8 田村委員意見書. Available at: <https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/jigyosaihen/001.html>.
15. 田村俊夫, 2020c. 「事業ポートフォリオと経営キャパシティ：スピンオフはなぜ企業価値を創造し得るか」MARR Online 2020年7月号 309号（2020/06/15）.
16. 松下幸之助, 2001. 『実践経営哲学』PHP文庫〔原著1978年出版〕.

## 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があります。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、それらはず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なりません。

本資料の日本での配布は、両社が行います。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

グローバル戦略部産官学連携室  
〒100-8176 東京都千代田区大手町1丁目5番5号  
E-Mail: 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>