

事業再編研究会

スピンオフと価値創造

2020年1月31日

一橋大学大学院経営管理研究科 田村 俊夫

代表的な事業分離の手法

■ 事業分離の手法

- スピンオフは厳密には資本市場取引類似行為(分離会社の新規上場を伴う)
- カーブアウト(子会社上場)は完全事業分離への一里塚であることが多い

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

(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ンオフする方式

多角化企業のスピンオフによるフォーカス強化

■ 近年、多角化企業がスピンオフ等により事業フォーカスを強化する事例が目立つ

【米国】

- デュポン、ダウケミカル
 - 両社合併後、2019年、スピンオフにより、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独立上場企業に分離
- ハネウエル
 - 2018年、輸送システム部門と住宅関連製品部門を各々スピンオフで分離独立
- ユナイテッドテクノロジーズ
 - 2018年、スピンオフによる会社3分割方針を公表

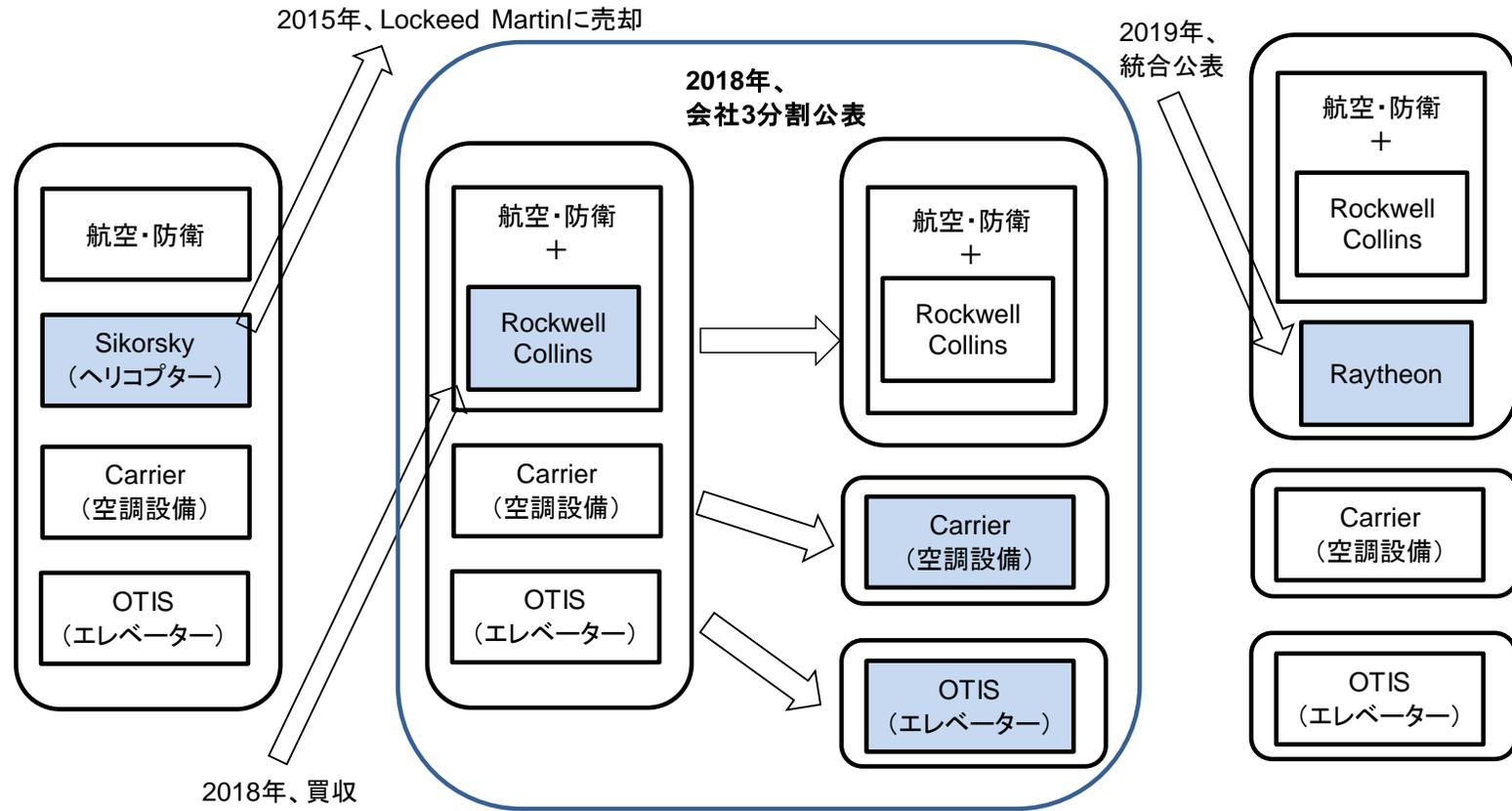
【欧州】

- フィリップス(オランダ)
 - 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
- ティッセンクルップ(ドイツ)
 - 産業部門と素材部門への会社2分割が独禁問題絡みで頓挫したため、2019年、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
- シーメンス(ドイツ)
 - 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

【事例】ユナイテッドテクノロジーズ(米国)

■ 2018年11月、スピンオフによる会社3分割を公表

- 空調設備部門(Carrier:2017年売上高180億ドル)とエレベーター部門(OTIS:120億ドル)をスピンオフにより分離独立させ、本体は航空・防衛事業(390億ドル)に「フォーカス」



出所: 諸種資料より作成

【事例】フィリップス(オランダ)

■ 2014年9月、祖業である照明事業部門の分離独立を発表

- 本体は「ヘルステック」(医療機器事業+家電事業)に「フォーカス」
 - ・ 背景:LED登場による照明事業業界の大きな地殻変動・・・長寿命化により商業・事業施設等への当初の据え付け事業の重要性が増大し、根本的なビジネスモデルの変革を迫られる
- 2016年5月、IPOにより25%売却→2019年までに完全売却完了

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

現社名: Signify

Royal Philips

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

健康関連ニーズの連鎖にシームレスなサービスを提供

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

2013年売上高: 148億ユーロ

Philips Lighting

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

自律した照明事業に適したストラクチャーを確立

LED部品・自動車向け事業
(2014/6発表済み)

2013年売上高: 84億ユーロ

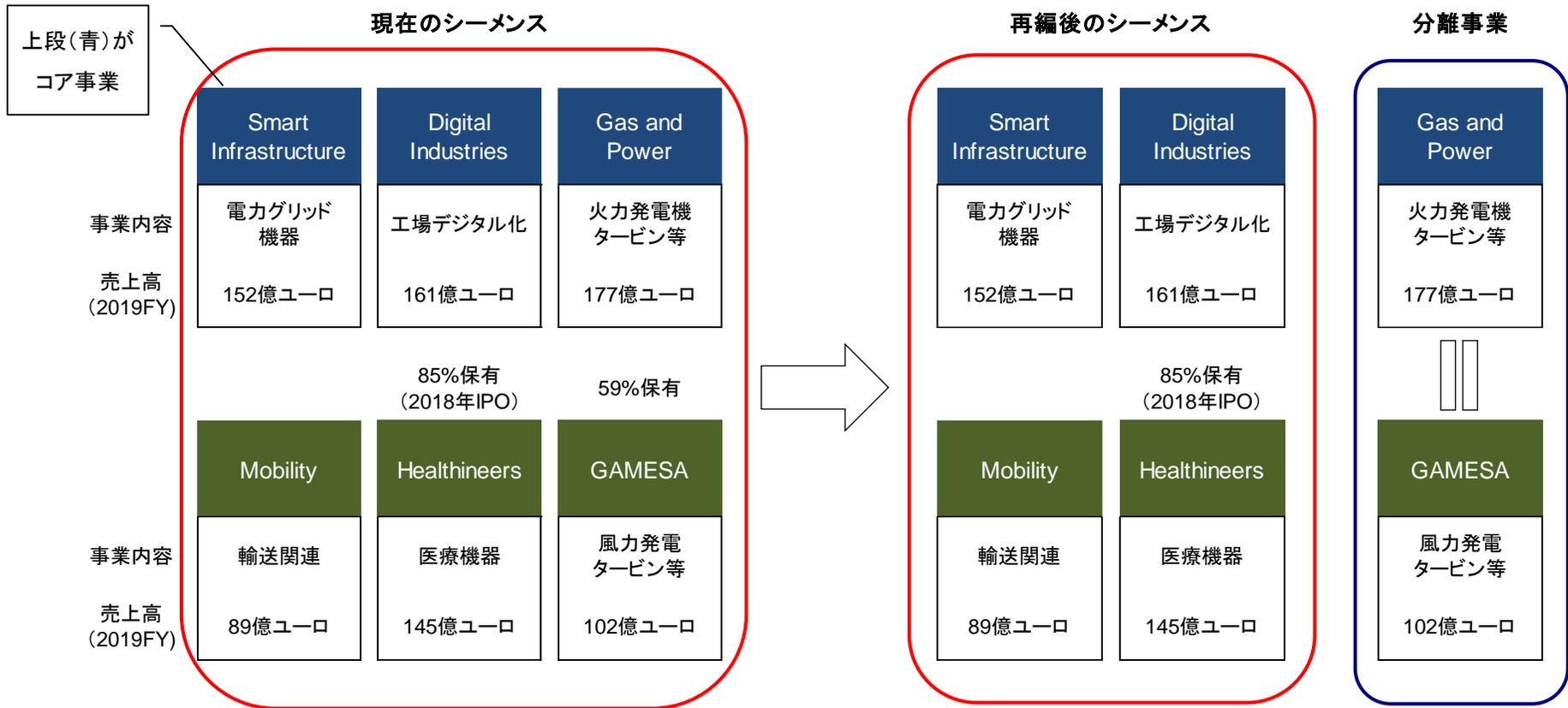
- ・ 成長性と収益力を高める
- ・ 魅力的な市場で、顧客フォーカスを強化
- ・ 意思決定の迅速化
- ・ 間接部門のスリム化
- ・ 照明会社による資本市場へのアクセス
- ・ 成長投資のために資本を解放

出所: Philips, "Implementing the next phase of Accelerate!" (September 23, 2014)より作成

2017年、PEファンドApollo Global Managementに売却

【事例】シーメンス(ドイツ)

- 2019年5月、伝統的コア事業であるガス・電力部門のIPOを発表、持株比率を約25%まで落とす意向を表明
 - 工場と都市インフラをインターネットに結合するデジタル技術関連事業に「フォーカス」



出所: Siemens公表資料等より作成

【参考】スピノフと売却の比較(1)

■ スピノフ可能な事業の要件

- 独立上場企業として存続可能な収益性と財務体質(c.f. 不採算部門の切り離し)
- コーポレート管理コストを吸収できるだけの企業規模

■ そのような事業をスピノフするか売却するかの決定要因

- 税務上の要因
 - 売却は原則課税→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、特に独禁問題が発生する場合にはスピノフ(ないしPEファンドへの売却)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(借入金の配分は可能)
 - 財務体質が悪い場合には売却が望ましいが、すでに財務体質が最適資本構成(ないし借入過小)の状態にある場合には、対価の有無は本質的な問題ではない
 - 売却対価が入ると、資本構成がさらにレバレッジ過小になってしまう

【参考】スピンオフと売却の比較(2)

■ スピンオフから売却への転換

- スピンオフは当該事業を切り離す意向が明確に開示され、かつ準備に時間がかかるため、途中で買収提案を受けて売却に切り替わることもしばしばある
 - 株主にとっての価値がどちらが大きいかの判断(分離企業の上場価値と税引後対価の比較)
 - スピンオフの場合
 - » 株主が受け取るのは、分離元企業と分離企業の両社の株式
 - 売却の場合
 - » 株主が受け取るのは、売却事業と対価が入れ替わった分離元企業の株式
 - » 財務体質に問題のない企業の場合、過小レバレッジ化を避けるため、しばしば、売却対価は株主還元される

【事例】ユナイテッドテクノロジーズ

- 2015年、ヘリコプター部門(Sikorsky)のスピンオフ方針を表明したが、その後、ロッキードマーチンへの売却に切り替え
 - 対価90億ドルのうち、83億ドルを自社株買いで還元

スピノフを行う理由：最も重要なのは「フォーカス」

■ ユナイテッドテクノロジーズ

- 公的な説明(2018/11/27投資家説明会資料)
 - フォーカス
 - “Nimbler organizational and operating model supporting greater agility”
 - “Improved operating discipline with more granular focus”
 - その他、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
- 経営者の本音(2018/11/27ヘイズCEO、CNBCインタビュー)
 - 取締役会と共に過去74件のスピノフを詳細に分析して、80%以上のケースで実績改善効果があることを確認、その要因について・・・
 - “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.”

■ シーメンス

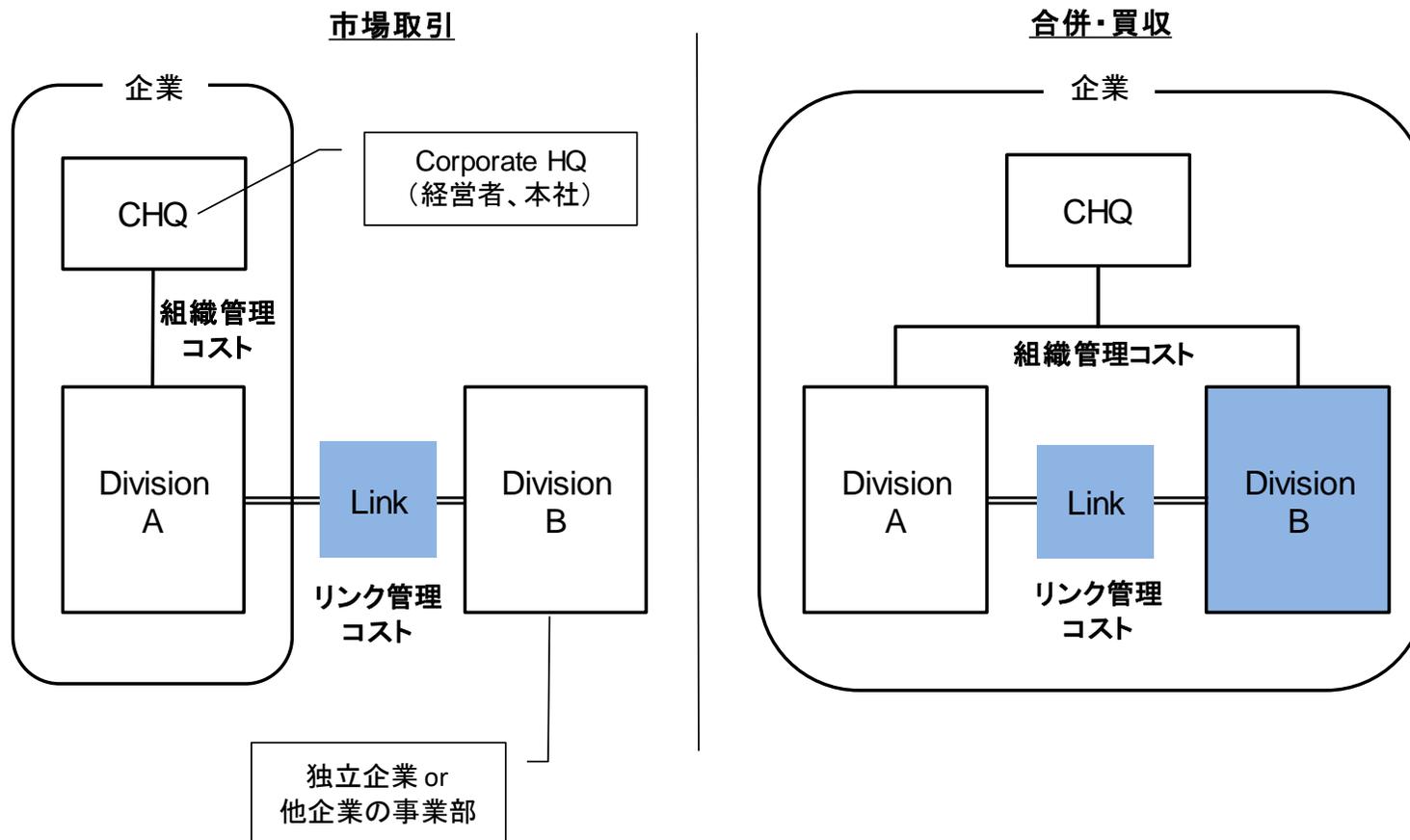
- ガス・電力部門分離によるシーメンス本体へのメリット(2019/5/8投資家説明会資料)
 - Focus, Simplification, Resource allocation

■ 【参考】Mukherjee et al. (2004): CFOアンケート調査

- 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(スピノフには妥当しない)「不採算部門の切り離し」

なぜ「フォーカス」が企業価値を向上させるのか(1)

- 「経営者の限界生産力逓減(diminishing returns to management)」(Coase 1937)の再解釈
 - 事業を企業内に取り込むと、事業の組織管理コストまで抱え込むことになる



なぜ「フォーカス」が企業価値を向上させるのか(2)

■ 組織管理コスト・・・企業内取引コストの一種

- 組織管理コストについては、最終的に株主に受託者責任を負うトップマネジメント（CEO、取締役会）の経営キャパシティが制約要因に
 - 分社化しても、資本配分を含む大きな経営判断は最終的には経営者が下す責務
 - ジェニーン(ITT)*
 - 「[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、ITT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」
- 経営者が各々の事業の専門経営者と同程度に両事業に通じていることは稀
 - 両事業に通じていても、時間も精力も専門経営者と比べて半分しか割けない
 - 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が必要に
- 組織管理コストの具体的な表れ
 - 判断の精度の歪み(内部資本市場の非効率性等)
 - 判断の遅延、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

なぜ「フォーカス」が企業価値を向上させるのか(3)

- 組織管理コストは「CCLレシオ」(仮称)が大きくなると増大すると考えられる

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

- 「複雑さ(Complexity)」: 経営者への負荷・・・組織管理コストを増加させる要因

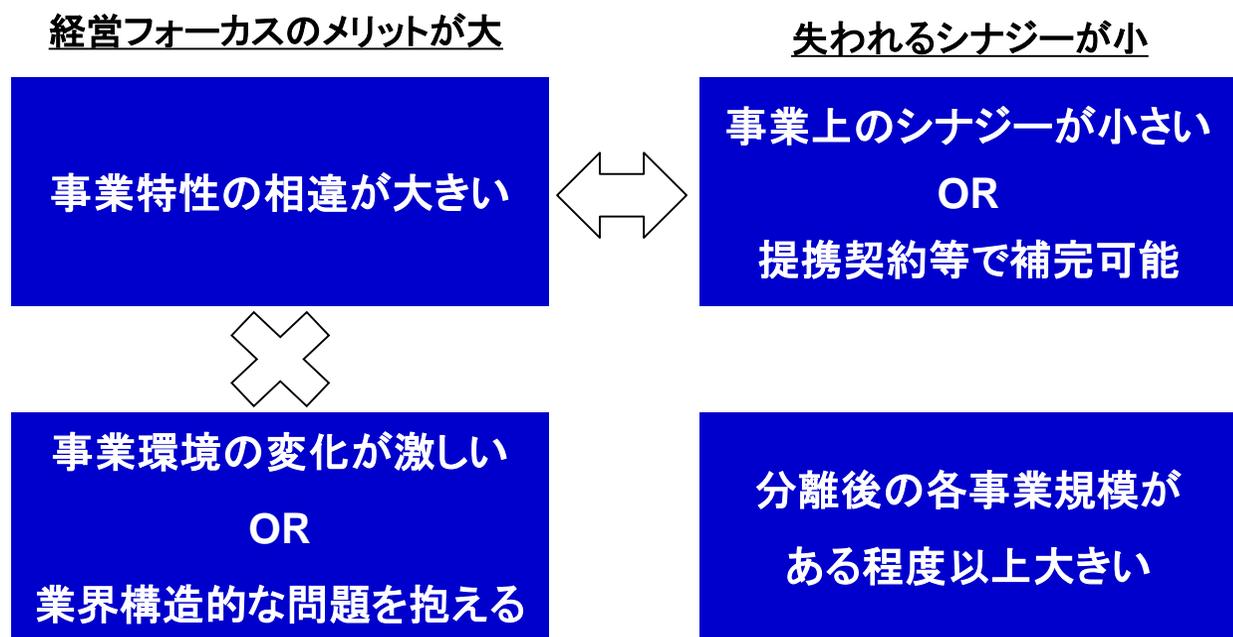
- 複雑さは、以下のようなファクターの関数
 - 事業管理スパン(事業部門数、国際化の度合い等)
 - 事業の異質性
 - 環境変化
 - 競合の強度

- 「経営キャパシティ(Capacity)」: 複雑さに対処する能力・・・組織管理コストを低減させる要因

- 経営キャパシティは、以下のようなファクターの関数
 - 経営陣(CEO、CFO等の経営幹部、取締役会)の能力
 - 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

なぜ「フォーカス」が企業価値を向上させるのか(4)

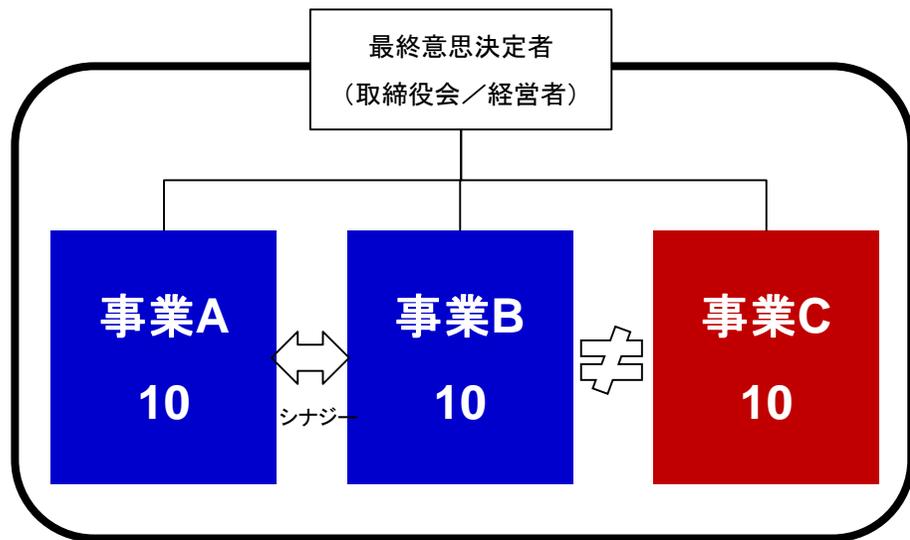
- 組織管理コストには累積的な性質がある
 - ある事業部門を追加することによる負担は、複雑さ(Complexity)の増大によるCCLレシオ上昇を通じて、他の既存事業部門すべての組織管理コストを増大させる
 - 逆に、ある事業部門をスピンオフ等で分離すれば、他部門の組織管理コストも減少
- 事例分析の結果も、複雑さ(Complexity)増大への寄与度の高い事業部門(事業特性の相違が大きい、環境変化が激しい)ほどスピンオフされやすいことを示唆している



スピンオフとコーポレートガバナンス(1)

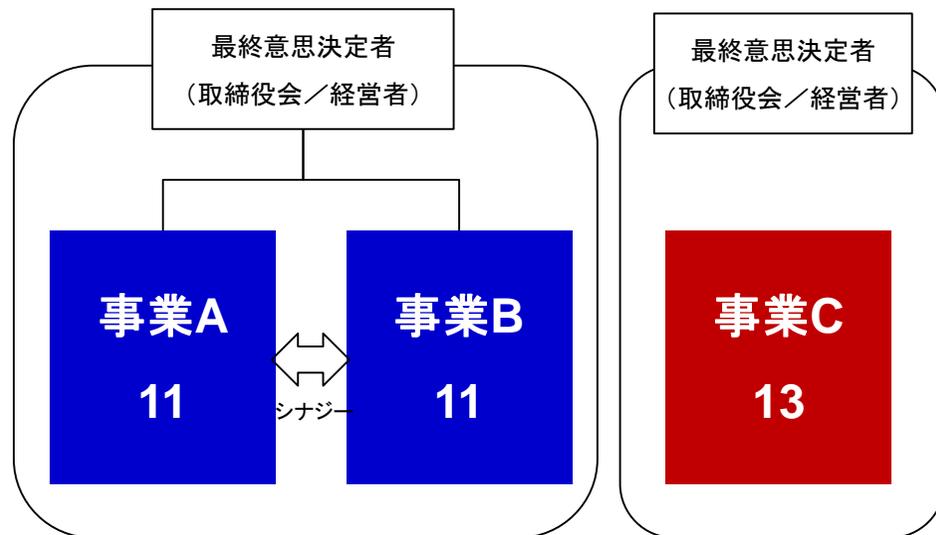
- なぜ、対価もなく健全な部門を分離し、売上・利益を減らすスピンオフを行うのか
 - 「社会の公器」としての企業: 社会全体での経営資源の最有効活用に寄与する責任
 - 「事業本位制」: 事業価値の総和(社会価値)を最大化→結果的に株主価値も向上

企業本位制の発想



企業本位の価値 = $10+10+10=30$

事業本位制の発想



企業本位の価値 = $11+11=22$ ↓

事業価値の総和 = $11+11+13=35$ ↑

スピンオフとコーポレートガバナンス(2)

- しかし、欧米企業の経営者でも自らが経営する企業規模の縮小には抵抗感が強い
 - エコノミスト誌・Schumpeterコラム(2019/2/21)
 - 事業分離への抵抗感
 - 経営者の自らの大企業経営能力に対する過信(「メガロマニア」)
 - 歴史的経緯
 - 多角化のメリットに関する(検証されていない)通念
 - 感情的な結びつき 等
 - ユナイテッドテクノロジーズ・ヘイズCEO(生え抜き経営者*)
 - 当初は、スピンオフによる企業分割に抵抗感
 - フォーカスの価値は認めるが、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
 - 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く
 - 「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」が、「それが正しいことだから決断した(“Because it’s the right thing to do.”)」

スピノフとコーポレートガバナンス(3)

- 経営者・取締役会によるプロアクティブな事業ポートフォリオ検討の必要性
 - 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
 - 【事例】ティッセングループ
 - アクティビストファンド(欧セヴィアン、米エリオット)による事業ポートフォリオ再編圧力を受け、2018年9月、産業部門と素材部門への会社2分割を表明
 - その後、分割の前提となるタタ製鉄との鉄鋼事業統合が独禁問題で頓挫し、2019年5月、収益の柱であるエレベーター部門のIPO(ないし売却)を表明
 - この間、2人の経営トップが辞任に追い込まれる
 - 経営者・取締役会自身が、「外部投資家の眼」で事業ポートフォリオを見直す
 - ユナイテッドテクノロジーズ・ヘイズCEOは自社経営陣を「アクティビスト」と形容
 - 常に事業ポートフォリオを見直し、価値創造の機会を検討
- 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(Ahn & Walker 2007)