

日本の純粋持株会社における ポートフォリオ・マネジメント

塘 誠

．はじめに

戦後禁止されてきた純粋持株会社が1997年の独占禁止法の改正等で認められ、すでに上場企業だけでも100社以上が採用している。その目的として企業の収益性向上を目指した組織再編，グループマネジメントの効率化のために純粋持株会社制を採用する例がある。このうち社内分社制である事業部制，カンパニー制等における分権化の徹底という側面の意義については、「日本の純粋持株会社におけるマネジメントコントロールの課題」(塘[2008])で検討し、以下の3点を指摘した。第1に、中核事業会社に事業遂行上の意思決定権限が与えられることにより、その経営者の動機付けを行うとともに意思決定の迅速化が可能となることである。第2に、純粋持株会社の経営者は、個別事業の判断業務から開放されて、グループ全体の戦略の策定とその執行管理に集中することが出来ることである。第3に、個別事業環境にあわせた人事労務制度等を採用することが可能となることである。

純粋持株会社制を分権化の徹底に用いると、既存事業の範囲内において資源が効率的に利用されることが期待される一方で、部門間等における資源配分が問題となる可能性がある。その例として、新規投資と撤退の2つのケースがある。第1に、部門に与えられた投資権限を超える新規投資を行うケースである。新規事業への投資が権限を越えた資源を必要とする場合、インベストメントセンターとみなされる事業会社が、リスクを負い投

資効率を犠牲にしてまで、新規事業に投資するのは難しい。第2に、事業からの撤退の意思決定を伴うケースである。企業グループ全体の資本効率向上の観点から、将来性が見込めない事業から撤退したほうが望ましいと考えられる場合でも、その組織の存続を前提とすれば、当該部門長がその意思決定をするのは難しい。この問題を回避するためには、中核事業会社に意思決定権限を付与するだけでなく、資源配分の戦略的な意思決定を本社が果たす集権化も同時に行うべきであると考えられる。

すでに、塘 [2008, pp. 33-35] では、純粹持株会社制におけるマネジメント・コントロール・システム (MCS) の動態的分類として、ポートフォリオ型の MCS、リストラクチャリング型の MCS、ハイブリッド型の MCS に分類した。なかでも、ハイブリッド型の有効性に焦点をあてた。そこでは、グループ外企業との戦略的 M&A 等で事業のポートフォリオを組み替える一方で、グループ内の事業再編を同時並行的に実施する際に純粹持株会社制が有効に機能していた。また、純粹持株会社制における重層構造の MCS の有効性が認められた。中核事業会社を細かく分けず大括りにしている会社は、屋上屋とも批判されることがあるものの、持株会社レベルで事業ポートフォリオを考慮しつつ、各中核事業会社レベルでは、その事業の特性に応じたマネジメント・コントロール・システムを採用していた。このように、中核事業会社の独立性維持と資源配分の戦略的意思決定を行う上で純粹持株会社制は有効であるといえる。

ところで、日本と異なり米国では、純粹持株会社制の一般事業会社での採用はほとんどなく、金融業で金融持株会社が用いられているにすぎない（林、浅田 [2001, p. 42]）。なぜなら、米国において独占禁止法上、持株会社制の利用が制限されていることに加え、1980年代以降、米国企業は事業の再構築としてダイベストメントとして脱多角化を実施した（大坪 [2005, p. 15]）からである。ダイベストメントとは、企業が事業部門の一部を切り離すことを目的とする事業の他企業への売却、事業部門の一部を独立さ

日本の純粋持株会社におけるポートフォリオ・マネジメント

せるスピン・オフ、傘下企業の株式の一部売却などを指す。これは、資本の論理に従って、株主価値を高め、経済的な余剰の創造と分配を目的とした事業ポートフォリオの再構築であるといえる。関連多角化にシナジー効果が認められる一方で、非関連多角化はリスク分散のメリットよりもシナジー効果が薄く企業価値にネガティブな影響を与えている恐れがあるからである（青木 [2008, p. 118]）。米国で多角化を整理する方向に進んできたのは、法制上の問題よりもむしろ株主資本利益率改善という側面が強いと考えられる。

純粋持株会社制の利用形態のひとつとして、同業種のグループ外企業との統合の移行過程として利用するケースもある。一方で、不採算事業は整理しつつも、依然として多角化を進めているケースもある。事業会社において純粋持株会社制の利用が少ない米国と比較すると、純粋持株会社制を利用して事業の集中と選択というポートフォリオ・マネジメントを行おうとしている点に日本企業の特徴が現れていると考えられる。この選択と集中が事業ポートフォリオ再編のキーワードとして定着したのは、1990年代後半であり、資本市場の圧力や負債の規律がこれを促す作用を持っていたとされる（青木 [2008, p. 117]）。

先行研究¹⁾によると、多角化はいわゆるコングロマリット・ディスカウントを発生させる可能性があるとの指摘がある。その理由として、多角化した企業は、情報の非対称性が生じ、資本市場から見ると全体の事業を適切に評価することができないことがある。個別事業を適切に評価しマネジメントしていることを示すことが出来れば、この情報の非対称性の削減につながる。また、ポートフォリオ・マネジメントは、事業を組み替えただけで終わらない。ポートフォリオの再構築を継続的に行っていくためには、事業を適切に運営していくマネジメント・コントロール・システムが必要

1) 大坪 [2005], 第5章 (pp. 97-130), 青木 [2008] pp. 117-118, 小沼 [2002] pp. 15-18 など。

になると考えられる。

そこで、本稿では、文献調査ならびにヒアリング調査によるケース研究に基づき、純粋持株会社制を利用したポートフォリオ・マネジメントに焦点をあて、そのマネジメント・コントロール・システムを考察することを目的とする。

・ 調査対象会社における集中と選択

1. 調査対象会社の純粋持株会社制採用の目的

調査対象企業である2001年から2006年に純粋持株会社を設立した9社²⁾のうち、事業再編もしくは企業再編を主目的としていたと考えられる7社について再編の範囲ならびにその方法で分類すると、次の3つに大別できる。

第1に、同業種のグループ外企業との統合の移行過程として利用したケースである。これには、双日、JFE HD、コニカミノルタ HD が該当する。双日は、2003年はニチメンと日商岩井が純粋持株会社を設立し株式移転した。その約1年後にHDと事業会社が合併し、純粋持株会社制を解消した。これは、企業統合に際して発生するコンフリクトの回避、ならびに、不採算事業の整理を行うために一時的に持株会社制を採用した例である。

JFE HDは、2002年に株式移転により、日本鋼管と川崎製鉄を完全子会社とする純粋持株会社として一旦設立されたあと、翌2003年には両社を事業毎の会社に再編した。JFE HDでは、鉄鋼業界における過当競争、川上から川下に至る業界の世界的再編のなか、それぞれ単独ではコスト削減に限界があるといった経営環境が統合のきっかけとなった。川崎製鉄と日本鋼管の合併代替として純粋持株会社制を採用した例である。

2) 調査対象会社は、住生活グループ、新日鉱ホールディングス、JFEホールディングス、富士電機ホールディングス、双日、コニカミノルタホールディングス、旭化成、三菱ケミカルホールディングス、DOWAホールディングスの9社である。詳細は、塘 [2008, p. 30] 参照。

日本の純粋持株会社におけるポートフォリオ・マネジメント

コニカミノルタ HD では、特定事業に集中するのではなく、事業間の関連の少ないものをもつことによってリスク分散する多角化戦略の一環として純粋持株会社を設立した。ここでは、ミドルリスク・ミドルリターンを目指すとともに、市場対応の迅速さと責任の明確化、複写機分野での統合による技術シナジー効果が目的とされた。また、純粋持株会社が委員会設置会社となることで、コーポレート・ガバナンスの強化も目的とされた。

これら 3 つのケースでは、非コア事業、もしくは不採算事業とされた子会社は売却されている。そのことから、資本の論理に従い、多角化を整理し事業の集中と選択を進めたケースであるといえる。

第 2 に、グループ内の事業再編として、純粋持株会社制を採用した後に、グループ外企業と統合したケースである。これには、三菱ケミカル HD、新日鉱 HD が該当する。三菱ケミカル HD では、グループとしての経営戦略や資源配分を行うポートフォリオ・マネジメントと個別企業の経営機能分離が純粋持株会社設立の主眼であった。具体的には、医薬事業における戦略的提携の容易化と、化学と樹脂分野における事業再編の柔軟性を確保することが目的であった。三菱ケミカル HD は、第一段階としては主にグループ内企業で再編を行い、第 2 段階として、製薬分野で三菱ウェルファーマと田辺製薬が 2007 年 10 月に統合した。

新日鉱 HD では、成長の見込まれる分野への重点投資を目的としていた。資源関連ビジネスは、グローバルな価格変動、企業再編等、変化が激しい経営環境である。これらに、スピーディーかつ確に対応し、透明性の高い連邦型経営を目指すために純粋持株会社を設立した。その後第 2 段階として、新日鉱 HD は、グループ外企業である新日本石油と 2009 年秋に統合する基本合意を行っている。

第 3 に、企業グループ内における多角化経営のため、社内分社の延長として、純粋持株会社制を採用しているケースがある。旭化成、富士電機 HD がこれに該当する。旭化成は、2003 年に純粋持株会社制に移行した。

この純粋持株会社制移行前の中期経営計画「ISHIN2000」では、それまで展開してきた不採算事業を整理する「選択と集中」がテーマであった。そこでは、累積赤字事業の売却が行われた。

富士電機 HD では、社内カンパニー制から純粋持株会社制へ移行することによって、業界最強の專業会社あるいは分野トップのグループ企業の確立をめざし、事業の選択と集中の徹底、自己責任経営の実現、事業分社毎の最適な労働条件の確保を目的として純粋持株会社を設立した。

以上のように純粋持株会社制の下での事業再編もしくは企業再編について3つに分類した。もっとも、この分類は流動的要素を持っている。たとえば、三菱ケミカル HD、新日鉱 HD も当初は、旭化成、富士電機 HD と同様にグループ企業のみで再編を行っていたものの、その後、グループ外企業との統合に至っている。このように、社内分社の延長としての純粋持株会社制の採用であったとしても、中核事業会社を独立法人化することで、事業を他の專業会社と比べることも容易になり、事業の切り離し、事業単位の M&A を伴うポートフォリオ・マネジメントに目が向けられやすくなると考えられる。

次節では、コニカミノルタ HD と旭化成の純粋持株会社制を利用した選択と集中について、その適用過程とその後のパフォーマンスについて考察する。

2. コニカミノルタ HD の「選択と集中」

コニカとミノルタは、2000年に包括的な業務提携を結び、2003年に経営統合をした。経営統合時には、統合前の2社を事業分野ごとに5つの事業子会社に統合・再編し、持株会社の傘下に置いた。それから約3年後の2006年3月に、カメラ事業およびフィルム事業（中核事業会社のコニカミノルタフォトイメージング株式会社が担当）を「選択と集中」戦略の一環として売却した。中核事業の情報機器分野、戦略事業の光学およびディスプレイ

デバイス分野などへ集中するためである。撤退にあたっては、デジタル一眼レフカメラに関する一部資産をソニーに譲渡、フォト事業はカラーフィルム等の生産を終了し、3,700人の人員削減を行った³⁾。統合前のコニカ、ミノルタにとって創業以来の130年を超える伝統的な事業を手放したのである。技術革新により、写真は記録媒体がフィルムからデジタルに変わったものの、カメラ・フォト業界そのものが衰退したわけではない。カメラ・フォト事業からの撤退前の2005年3月期の売上規模で比較すると、複写機、プリンタを扱う情報機器事業の5,947億円に比して、フォトイメージング事業は2,812億円と約半分の規模であり、全体のセグメント売上合計に占める割合でも26%を占めていた。もっとも、セグメント別営業利益を見ると、情報機器事業は558億円の黒字であったのに対し、フォトイメージング事業は87億円の赤字であった。このように、フォトイメージングという赤字事業からの撤退は、売上の26%を失う可能性があったという意味で、戦略的な意思決定であったといえよう。

このコニカミノルタHDの「集中と選択」は、2005年3月25日付けの中期経営計画「V-5プラン」に記述されている。その5つの基本方針のうち1番目が、「事業ポートフォリオ経営の徹底」という基本戦略である。カメラ・フォト事業におけるデジタルスチルカメラの急速な競争力低下、銀塩フィルムペーパーの需要減少という環境変化に対して軌道修正が遅れたことを課題として、中期計画V-5プランでは、2005年から2008年にさらなる「選択と集中」によってより強い企業グループを目指すことが記述されている。そこでは、事業をさらなる選択と集中、新規事業の育成、提携・M&Aによる事業拡大の3つに分類している。複写機などの情報機器事業ではカラーに集中し事業体質を強化すること、フォトイメージング事業では事業規模を縮小し赤字から脱却すること、新規事業では画

3) コニカミノルタHD 2006年1月19日付けニュースリリース「カメラ事業、フォト事業の終了と今後の計画について」。

像処理技術、光学技術等のコア技術を活用した大型新規事業を展開するといった戦略が記述されている。2003年の経営統合時の資料によると、ミノルタのカメラ事業（950億円）とコニカのコンシューマーイメージング事業（1,857億円）の事業シナジーの強化が戦略として示されており、当初から撤退を想定していたわけではなさそうである。2003年に統合後、2005年までの2年間でカメラ・フォト事業からの撤退という、選択と集中戦略が立案されたといえる。

この戦略立案は、事業会社ではなく、ホールディングスがプロジェクト・チームを作って、さまざまな観点からシュミレーションした結果に基づいているという。事業から撤退するかどうかを最終的に取締役会で決定した際、委員会設置会社である同社では、社外取締役が主導的な役割を果たしたという⁴⁾。撤退というポートフォリオの大きな変革を伴う事業再編の場合には、事業とのしがらみがなく客観的な判断が可能な社外取締役の果たす役割が重要であると考えられる。

2006年から2007年にかけてカメラ・フォト事業からの撤退を行ったため、2007年には売上高は減少した。しかし、2,812億円規模の売上があった事業から撤退したにもかかわらず、その減少幅は400億円、3.6%に留まった。2年余で徐々に事業を終了したことを考慮に入れても、全体の売上の減少幅は小幅といえる。これは、図表Ⅱ 2に示すように、フォトイメージングの売上高の減少を、情報機器、オプト事業の売上高増加が補ったためである。このように、競争力を失った事業の一方で、成長する見込みのある事業が他にあったからこそ、撤退が可能になったと考えられる。

つぎに、コニカミノルタHDのROEをみると、統合後は、4.9%（2004年）、2.2%（2005年）であった。フォトイメージング事業からの撤退に伴って、2006年はマイナスとなっている。その後は、21.9%（2007

4) 日経ビジネス2006年1月30日号「カメラ撤退のコニカミノルタ 社外取締役が、社内の『未練』断ち切る」、p.130。

日本の純粋持株会社におけるポートフォリオ・マネジメント

図表Ⅱ 1 コニカミノルタ HD の売上推移

	08/3	07/3	06/3	05/3	04/3	03/3	02/3	01/3	00/3	99/3
売上高 (10億円)										
コニカミノルタ HD	1,072	1,028	1,068	1,067	860					
コニカ (旧)						559	540	544	561	584
ミノルタ (旧)						528	511	464	483	506

図表Ⅱ 2 コニカミノルタ HD のセグメント別売上高 (10億円)

	2004/03	2005/03	2006/03	2007/03	2008/03	2008	2005
フォトイメージング事業	239	281	199	57			-281
情報機器事業	456	595	610	663	706		111
オプト事業	95	96	112	140	183		88
メディカル&グラフィック事業	144	150	174	171	165		15
計測機器事業	4	8	8	11	11		3
その他事業	49	68	70	72	80		12
合計	987	1,197	1,174	1,114	1,145		-52
消去又は全社	-126	-130	-106	-86	-73		56
連結合計	860	1,067	1,068	1,028	1,072		4

年), 17.5% (2008年) と2桁のROEとなっている。ROEを売上高利益率, 総資産回転率, レバレッジに3分解したものでみると, 特に, 売上高利益率が7.1% (2007年), 6.4% (2008年) と統合直後の1.5% (2004年) から上昇している。これは, 統合前のコニカ, ミノルタと比較しても高い数字となっている。この売上高利益率の向上に不採算事業からの撤退の効果が発揮されていると考えられる。

図表Ⅱ 3 コニカミノルタ HD の ROE および関連指標の推移

	08/3	07/3	06/3	05/3	04/3	03/3	02/3	01/3	00/3	99/3
ROE (%)										
コニカミノルタ	17.5	21.9	-17.1	2.2	4.9					
コニカ(旧)						9.3	6.7	4.0	4.7	-1.9
ミノルタ(旧)						24.3	-58.4	-4.0	3.8	10.9
売上高利益率 (%)										
コニカミノルタ	6.4	7.1	-5.1	0.7	1.5					
コニカ(旧)						2.9	2.1	1.2	1.4	-0.5
ミノルタ(旧)						2.4	-6.7	-0.7	0.7	1.8
総資産回転率(回転)										
コニカミノルタ	1.2	1.2	1.1	1.1	1.0					
コニカ(旧)						1.0	1.0	1.1	1.0	1.0
ミノルタ(旧)						1.3	1.2	1.1	1.2	1.2
レバレッジ(倍)										
コニカミノルタ	2.5	2.9	3.0	2.9	2.9					
コニカ(旧)						3.0	3.2	3.3	3.5	3.7
ミノルタ(旧)						7.6	7.5	5.6	5.0	5.3

3. 旭化成の「選択と集中」

旭化成では、2003年に純粹持株会社制に移行した。前述の通り、純粹持株会社制移行前の中期経営計画「ISHIN2000」では、「選択と集中」をテーマに不採算事業を整理することが目的であった。それ以前の高度成長

期には、拡大成長主義で事業を多角化した。たとえば、住宅で成功した時期には、その資金を LSI、光ディスク、二次電池の研究開発など非関連事業に投資した。この時期には、赤字を容認する風潮さえあったという。新しい事業が赤字になっていた 1980 年代から事業の整理を始めていたものの、その後バブル期が到来したため事業整理のペースが緩み、他方でグローバル化が進められた。ところが、バブル期が終わると危機的状況になることが予想され、1997 年に山本一元社長(当時)が就任したのを機に、1999 年から中期経営計画「ISHIN2000」を開始したのである。そこでは、累積赤字の事業整理、コアではない事業売却、提携戦略、海外進出、海外展開を行った。、については、売上拡大よりも利益を出すことが主眼の戦略である。そのため、カーボンファイバー事業、電池事業、光ディスク事業、食品事業などから撤退した。これには、事業の整理には多額のお金がかかること、また、事業間にはつながりがあるので、簡単には捨てられない事業もあるという問題点もあった。そこでは、事業を整理する一方で、将来性のある事業を加え多角化していく方向も考えたため、現場を徹底的に回り、一つ一つ事業を検討し、完全に撤退すべき事業、手を加えれば何とかなる事業、新たに付け加える事業などに分類したうえで「集中と選択」の意思決定をしたという⁵⁾。

こうして、中期経営計画「ISHIN2000」に従って事業を整理した後、2003 年に純粋持株会社制に移行した。それ以前から、1992 年に事業部門制、2001 年に社内カンパニー制を採用しており、純粋持株会社制は、社内分社制の徹底を目指したものであるといえる。純粋持株会社制移行後の 2003 年にはじまる中期経営計画「ISHIN-05」では、「選び抜かれた多角化」がテーマであり、キャッシュフローを稼ぐスピードと自主自立経営を目指した。次の 2006 年にはじまる中期経営計画「Growth Action-2010」では、「拡大・成長への事業ポートフォリオ転換」として戦略投資の実行

5) 2006 年 2 月に行った山本一元氏へのインタビューに基づく。

がテーマであった。純粋持株会社制採用時は、7つの事業領域でスタートしたが、2009年2月現在では、せんい、石油化学事業、住宅事業、建材、エレクトロニクス、エンジニアリングの6つの事業領域が中核事業会社となっている。

集中と選択の結果は、セグメント情報の事業領域の変化に反映されている。図表Ⅱ 4に示すように、セグメントの区分が一部異なるものの、純粋持株会社制採用前の1999年3月期と直近の2008年3月期の両方にあるセグメントで比較すると、繊維事業の売上は154十億円から116十億円と0.75倍の減少となっているのに対して、ケミカルズ（1999年3月期は化粧品・樹脂事業）の売上は389十億円から893十億円と2.3倍に増加している。全社売上に占める比率も同期間に、繊維は14%から7%に7ポイント低下と半減しているものの、ケミカルズは30%から52%へと22ポイント増加し売上の過半を占めるようになっている。このように、事業ポートフォリオが変化している。

バブル期の1990年代初頭に1.3兆円あった売上高は、その後低下し、純粋持株会社制採用前の2002年度には1.2兆円と10年前よりも少ない規模であった。これは、投資した事業が想定したよりも成長しなかったこと、また、事業の整理を行ったためであると考えられる。しかし、純粋持株会社制採用以降、売上高は上昇に転じ、2008年3月期は1.7兆円と2003年3月期の1.4倍になっている。

ROEの推移を見ると、2003年の純粋持株会社制採用後、2005年3月期以降のROEは10%を超えている。2003年度以前は、1.0~5.1%であったのとは対照的である。ROEを図表Ⅱ 5に示す3つの指標に分解してみたものと見ると、売上高利益率の改善と、レバレッジの低下が指摘できる。2008年3月期のレバレッジは2.2倍と過去20年間で最低の水準にある。これは、D/Eレシオを改善するという中期経営計画目標が達成できたことを示している。レバレッジの低下は、ROEにはマイナスに働くにもか

日本の純粋持株会社におけるポートフォリオ・マネジメント

図表Ⅱ 4 旭化成のセグメント別売上高(10億円)

	1999/03	2000/03		2001/03	2002/03
化成品・樹脂事業	389	391	ケミカル	462	451
住宅・建材事業	373	413	住宅・建材	433	409
			医薬・医療	95	99
繊維事業	154	144	繊維	137	128
			エレクトロニクス	96	65
			酒類・サービス等	82	76
多角化事業	298	279			
合計	1,214	1,227	合計	1,306	1,227
消去又は全社	-42	-33	消去又は全社	-37	-31
連結合計	1,172	1,194	連結合計	1,269	1,195

	2003/03	2004/03	2005/03	2006/03	2007/03	2008/03
ケミカルズ	436	464	572	677	817	893
ライフ&リビング	55	63	64	56		
ホームズ	321	361	376	405	406	386
建材	73	72	71	68	73	67
ファーマ	105	106	104	106	104	111
せんい	113	104	107	92	109	116
エレクトロニクス	73	83	94	104	113	114
サービス・エンジニアリング等	76	58	61	54	58	65
合計	1,251	1,312	1,448	1,561	1,681	1,753
消去又は全社	-58	-58	-70	-63	-57	-57
連結合計	1,194	1,254	1,378	1,499	1,624	1,697

図表Ⅱ 5 旭化成の売上と ROE 関連指標の推移

	08/3	07/3	06/3	05/3	04/3	03/3	02/3	01/3	00/3	99/3
売上高（10億円）	1,697	1,624	1,499	1,378	1,254	1,194	1,195	1,269	1,194	1,172
ROE（％）	10.7	11.1	10.8	11.7	6.5	14.8	1.0	5.1	4.4	3.8
売上高利益率（％）	4.1	4.2	4.0	4.1	2.2	5.6	0.4	2.0	1.7	1.5
総資産回転率（回転）	1.2	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0	1.1	1.0	1.0
レバレッジ（倍）	2.2	2.3	2.4	2.6	2.9	2.7	2.4	2.4	2.5	2.6

	98/3	97/3	96/3	95/3	94/3	93/3	92/3	91/3	90/3	89/3
売上高（10億円）	1,282	1,292	1,210	1,155	1,152	1,232	1,306	1,301	1,177	1,013
ROE（％）	4.6	5.8	2.2	1.8	2.0	4.2	7.3	10.8	12.1	11.7
売上高利益率（％）	1.6	2.0	0.8	0.7	0.8	1.5	2.3	3.3	3.6	3.4
総資産回転率（回転）	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1
レバレッジ（倍）	2.7	2.9	2.9	2.8	2.9	2.9	3.0	3.1	3.1	3.2

かわらず、ROE が上昇しているのは、それを上回る売上高利益率の改善によるものである。

以上から、純粋持株会社制採用に伴う事業の集中と選択という戦略の下、成長事業に資源を振り向けた結果、売上を増加させつつ、売上高利益率の上昇を通じて ROE の向上も同時に達成できたといえる。

・ 純粋持株会社とポートフォリオ・マネジメント

調査した会社のポートフォリオ・マネジメントに関する IR 資料を見ると、ボストンコンサルのプロダクト・ポートフォリオ・マネジメントのように2次元の図で表現している企業と、事業見直しルールとして文章で記述している企業がある。以下では、前者の2次元の図でポートフォリオ・マネジメントを示し戦略分類している企業に焦点をあて考察する。

日本の純粋持株会社におけるポートフォリオ・マネジメント

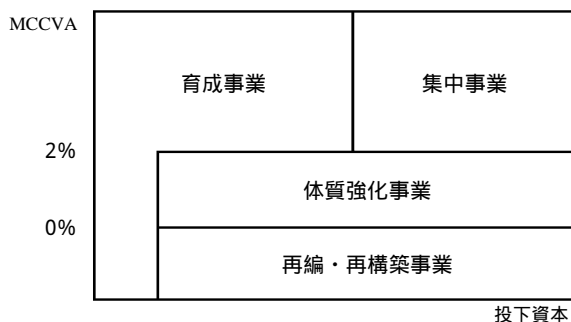
1. ポートフォリオ・マネジメントの軸と戦略分類

事業のポートフォリオ・マネジメントとしては、縦軸に市場の魅力度、横軸に相対的市場シェアをとったポストンコンサルティングのプロダクト・ポートフォリオ・マネジメント (BCG-PPM)、縦軸に業界の魅力度、横軸に事業の強みをとった GE ビジネススクリーン・マトリックスが代表的である。これらでは、縦軸に市場もしくは業界の魅力度といった社外の情報を用いている。これに対して、調査対象企業では、経済的付加価値、総資本利益率といった社内の情報を用いているのが特徴である。

たとえば、三菱ケミカル HD では縦軸に MCCVA (三菱ケミカル版経済付加価値)、横軸に投下資本とした事業評価基準を利用していた。MCCVA がマイナスの事業を再編・再構築事業、MCCVA が正で一定水準以下を体質強化事業としている。MCCVA が一定以上のものを投下資本の大小で、小さなものを育成事業、大きなものを集中事業としていた。

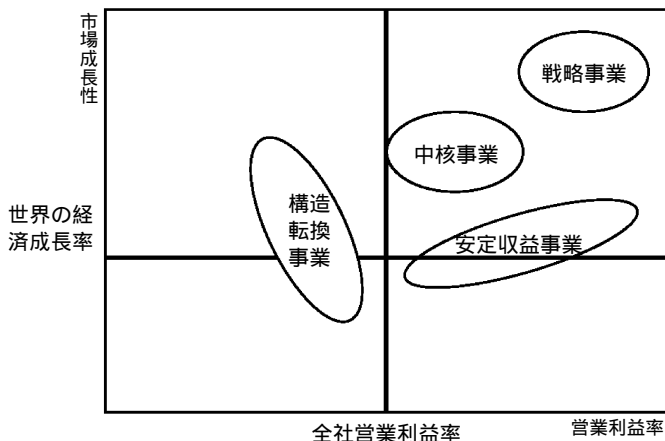
コニカミノルタ HD の場合は、縦軸に市場成長率、横軸に営業利益率をとり、営業利益額を円の大きさと表現していた。縦軸の成長率は、国連統計による世界全体の経済成長率、横軸の営業利益率はグループ全体の営業利益率を基準に分割していた。市場成長率、営業利益率がともに高いも

図表Ⅲ 1 三菱ケミカルのポートフォリオ・マネジメント



注：三菱ケミカル HD のホームページに掲載の IR 資料「三菱化学 2002 年 11 月経営説明会資料」をもとに作図。

図表Ⅲ 2 コニカミノルタ HD のポートフォリオ・マネジメント



注：IR 資料「コニカミノルタグループ現状と将来の展望」(2004年9月)をもとに作図

のを戦略事業，営業利益率がグループ平均近傍のうち市場成長率が高いものを中核事業，経済成長率近傍のものを安定収益事業としていた。また，グループの営業利益率を下回るものを構造転換事業としていた。なお，撤退の対象となったフォトイメージング事業は，2003年の純粹持株会社制採用時には，構造転換事業と位置づけられていた。

事業が複数ある場合，それぞれが属する業界を定義し，その成長性を測定するには，手間とコストがかかる。そこで，業界の魅力度の代替的な指標として，企業内部の利益率を利用しているものと推察される。この場合，業界としての魅力度，成長性はあるものの，スタートアップ期にあり利益率が低い事業の位置づけが問題となる。三菱ケミカル HD では，投下資本が相対的に小さな事業について，利益率がたとえマイナスであっても，育成事業に位置づけていたのは，この問題に対処するためであると考えられる。

相対的マーケットシェア，あるいはビジネスの強みの代わりに，三菱ケ

日本の純粋持株会社におけるポートフォリオ・マネジメント

ミカル HD 以外は、収益性の指標を採用していた。これは、マーケットをどのように定義するかによって自社の相対的なシェアが変わり、たとえ相対的なシェアは小さくとも狭いニッチな市場に集中した戦略をとっている場合、利益率が高まることもあるからであると考えられる。

BCG-PPM の場合、相対的マーケットシェアが高くても、成長期であれば追加投資コストも大きいと営業利益率が小さく、一方、市場が成熟していれば利益率も高まることを想定している。相対的マーケットシェアの代わりに収益性の指標を採用すると、BCG-PPM では表現できない高成長 - 高収益率の象限が出てくる。このような、成長性が高く営業利益率も高いセグメントでは、制約がないと他社の参入を招き競争が激化することも予想される。そこで、コニカミノルタ HD のようにこの象限の事業をハイリスク・ハイリターンの戦略事業と位置づけている会社もある。これは、この象限では最も競争戦略が必要とされるためであると考えられる。

また、相対的マーケットシェアの代わりに収益性の指標を採用すると、高成長 - 低収益率の象限も表現できない。三菱ケミカル HD では、収益性が低いもののうち、投下資本が相対的に小さなものを育成事業と位置づけてこの問題をクリアしている。ただし、その分、図が歪になっている。

このように、縦軸、横軸を等分割した象限で単純に事業戦略を決めるの

図表Ⅲ 3 ポートフォリオ・マネジメントの軸

	縦 軸	横 軸	円の大きさ
BCG-PPM	市場成長率	相対市場シェア	相対的サイズ
GE ビジネススクリーン	業界の魅力	ビジネスの強み	
三菱ケミカル HD	MCCVA	投下資本	
コニカミノルタ HD	市場成長率	営業利益率	営業利益
富士電機	売上高成長率	収益性	売上規模
三菱商事（参考）	MCVA	成長性	

出典：各社の中期経営計画などを参考に作成した。

図表Ⅲ 4 ポートフォリオ・マネジメントによる事業戦略分類

BCG-PPM	花 形	問題児	金のなる木	負け犬
GE ビジネススクリーン	投資/成長	選択的に 向上/守る	収穫/撤退	
三菱ケミカル HD	集中	育成	体質強化	再編・再構築
コニカミノルタ HD	中核事業	戦略事業	安定収益事業	構造転換事業
富士電機	拡大	強化		縮小
三菱商事（参考）	成長	拡張	期限付き拡張	再構築

出典：各社の中期経営計画などを参考に作成した。同じ列には、類似の事業戦略を極力配置したものの、そもそも軸が異なるため、必ずしも一致しているわけではない。

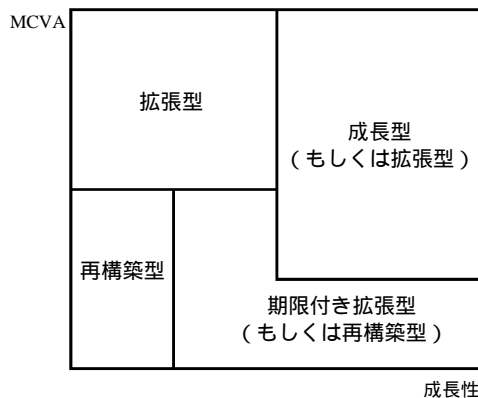
ではなく、特に収益率の低い事業についてはその事業の位置づけを個別に判断して、事業戦略を策定しているものと考えられる。また、ポートフォリオ・マネジメントによる事業戦略分類の名称も図表Ⅲ 4 のように異なる。

2. ポートフォリオ・マネジメントにおけるリスク測定 - 三菱商事の例
三菱商事では 200 弱の事業単位（BU）のポートフォリオ・マネジメントを行っている。ここでは、定量評価として縦軸に MCVA（三菱商事版経済付加価値）、横軸に成長性をとったマトリクスで基本的に 4 象限に分け、さらにそれぞれの象限で縦軸に市場の魅力度、横軸に自社の優位性をとったマトリクスを組み合わせることで事業戦略領域を決定している。これにより、成長型、拡張型、期限付き拡張型、再構築型の 4 タイプに分類している。ただし、単純に 4 分割することなく、MCVA も成長性も低い象限にあっても、三菱商事の優位性が高いものは再構築型とせず、期限付き拡張型に分類している。また、MCVA が低いものの成長性が高い象限のうち、市場の魅力度が相対的に高ものは成長型に位置づけている。

さて、ここで用いている MCVA は、スタンスチュアート社の経済的付加価値（EVA）とは異なり、リスクを資本コストとして算入している点に

日本の純粋持株会社におけるポートフォリオ・マネジメント

図表Ⅲ 5 三菱商事のポートフォリオ・マネジメント



注：北村 [2005, p. 238], 久保 [2001, pp. 202-203] をもとに作図。

特徴がある。これは、次の算式で計算される（北村 [2005, p. 228]）。

$$MCVA = \text{事業収益} - (\text{最大想定損失} \times \text{株主資本コスト})$$

$$\begin{aligned} \text{事業収益} = & \text{利払} \cdot \text{税引後純利益} - (1 - \text{限界税率}) \times (\text{有価証券売却損益} \\ & + \text{上場有価証券評価損}^*) \end{aligned}$$

* 有価証券売却益等を差し引くのは、持合株売却による益出しを事業収益から除外するためである。

MCVA は、2つのリスクを考慮している。統計的に計測される損失発生額の「期待値」である予想損失 (EL: Expected Loss) と、統計的に計測される損失発生額の「変動幅」である予想外損失 (UL: Unexpected Loss) である。後者の予想外損失には、分散投資効果がある。資本の額は、UL をカバーできるリスク許容額として設定されており、これに、資本コストをチャージしている。事業のリスクに応じて、資本と負債の割合を変わることになり同じ総資産の事業であっても、異なる資本コストが課されることになる。

MCVA のように事業のリスクを測定し、事業毎にバランスシートの負債、資本額を決定できれば、純粋持株会社制における効果的なポートフォリオ・マネジメントに寄与できるものと考えられる。

3. 事業会社評価に使用している業績指標

ポートフォリオ・マネジメントでは、各事業戦略を定めるだけでなく、各事業会社がそれに基づいて運営されているか随時評価する仕組み、すなわちマネジメント・コントロール・システムが必要となる。調査企業における事業会社の業績指標は図表Ⅲ 6のとおりである。これと、先に図表Ⅲ 3で示したポートフォリオ・マネジメントの軸で利用する指標とは、

図表Ⅲ 6 事業会社評価に使用している業績指標

会社名	事業会社の業績指標
三菱ケミカル HD	配当性向, ROA, 営業利益, 短期経営目標としては、税引前利益, キャッシュフロー
コニカミノルタ HD	営業利益, フリーキャッシュフロー 連結の重要課題達成度（販社の統合, 人員削減, 技術開発）も評価対象
富士電機	EVA を利用（EVA 目標は事業会社ごとに異なる） サブセグメントでは営業利益率の対前年, 予算比
双日	SCVA（双日経済付加価値）を、BU 単位の定量評価に利用
旭化成	営業利益, キャッシュ・フロー, ROA, ROE EVA については、事業の見直しに使用（2年連続赤字の場合は、翌年の見通しを事業会社に対して問うて判断）
新日鉱 HD	売上高を重視（在庫評価損益は除外） フリーキャッシュフロー, D/E レシオの改善
JFE	EVA 目標のみで管理している 資本コストを上回るリターンを上げることが目標
住生活グループ	P/L ベースで評価し、B/S 指標では管理していない 資本コストには差をつけていない
DOW HD	経常利益, ROA, フリー・キャッシュフロー 目標に対する達成度をみて評価
三菱商事 （参考）	MCVA（三菱商事版経済付加価値）を、BU 単位の定量評価に利用

注：各社へのヒアリングにより作成、三菱商事は北村 [2005] による

必ずしも一致しない。その理由は、ポートフォリオ・マネジメントの軸では、2次元の平面に表すため、事業の収益性、競争力を総合的に代表する指標が1つ選択されているが、毎期の事業を評価する上では、その単一の指標では必ずしも十分でないためであると考えられる。

IV . まとめと今後の課題

日本企業は、1990年代以降、それまで拡大してきた事業の選択と集中を行ってきた。純粋持株会社制は、その事業の集中と選択などの組織再編を伴うケースが一般的である。1980年代以降の米国企業と同様に資本効率の観点から専門化、関連事業に集約している企業もある中、純粋持株会社制を利用し多角化経営を維持する企業もある。そこで、本研究では、2001年から2006年にかけて純粋持株会社制を採用した9社について調査を行ってきた結果に基づき、純粋持株会社制を用いたポートフォリオ・マネジメントに焦点をあてて、そのマネジメント・コントロール・システムを考察した。

まず、調査対象会社の純粋持株会社制採用の目的について、同業種のグループ外企業との統合の移行過程として利用したケース、グループ内の事業再編として、純粋持株会社制を採用した後に、グループ外企業と統合したケース、企業グループ内で、社内分社の延長として、不採算事業を整理し多角化経営のために純粋持株会社制を採用しているケースに分類した。また、社内分社の延長としての社内持株会社制採用であったとしても、その事業採算性、将来性のポジショニングが明確になることで、グループ外企業との統合につながるケースがあることもみられた。このように、純粋持株会社制の採用は、事業の切り離し、事業単位のM&Aを伴うポートフォリオ・マネジメントを促進する効果があることがわかった。

その事例として、コニカミノルタHDが伝統的な事業であったカメラ・フォト事業から撤退したことについて述べた。純粋持株会社制を採用しコ

ニカとミノルタが統合した当初、これらの事業は「構造転換事業」として位置づけられていたものの撤退までは想定していなかったと思われる。しかし、持株会社制による事業ドメインの明確化と社外取締役からの客観的な指摘もあり、この事業から撤退することになった。その結果、成長事業の売上で撤退事業の売上規模をカバーしつつ、売上高利益率の改善を通じて、ROEが10ポイント前後改善したことをみた。また、旭化成でも同様に、事業ポートフォリオの集中と選択の結果、ROEが改善していた。

つぎに、調査企業で採用していたポートフォリオ・マネジメントについて、その分類軸と戦略分類について比較した。分類軸は、ボストンコンサルのプロダクト・ポートフォリオ、GE ビジネススクリーン・マトリクスで用いられる市場もしくは業界の魅力度の代わりに、調査対象企業では、経済的付加価値、総資本利益率といった社内の情報を用いていた。これは、情報入手性観点からは有利であるが、利益率が低くても業界としての魅力度、成長性がある領域をうまく表現できない。そこで、調査対象企業では、低利益率の象限にあっても成長性の高い事業を識別し育成事業とするなど、縦軸、横軸を等分割した象限で単純に事業戦略を決めていなかった。なかでも収益率の低い事業については、その事業の位置づけを個別に判断して事業戦略を策定していることがわかった。

このポートフォリオ管理で先進的な事例として、企業グループ内に多数の異分野事業を有する三菱商事の例を見た。三菱商事では、通常の経済的付加価値(EVA)を修正し、リスクを資本コストに算入したMCVAという指標を用いていた。具体的には、統計的に計測される損失発生額の「期待値」である予想損失(EL: Expected Loss)と、統計的に計測される損失発生額の「変動幅」である予想外損失(UL: Unexpected Loss)といった2つのリスクを考慮していた。事業のリスクに応じ、事業毎にバランスシートの負債、資本額を決定できれば、純粋持株会社制においても効果的なポートフォリオ・マネジメントに寄与できるものと考えられる。

日本の純粋持株会社におけるポートフォリオ・マネジメント

最後に、事業会社評価に使用している業績指標をみると、ポートフォリオ・マネジメントの軸で利用する指標とは、必ずしも一致しないことがわかった。毎期の事業を評価する上では、ポートフォリオ・マネジメントで用いる単一の指標では必ずしも十分でないためであると考えられる。

今回の調査では、限られた事例ではあるが、純粋持株会社制を採用することで、事業の選択と集中が進み、パフォーマンスが改善されたことを見た。今後の課題としては、純粋持株会社制を採用している上場企業の財務データ等を用い、これが一般的に適用できるのか、また、パフォーマンス改善の条件を特定することがある。また、純粋持株会社制を採用することで、事業会社の業績評価で用いられる業績指標が変化するのか、変化するとしたらその方向性はどのようなものかについて明らかにすることも、残された課題である。

参考文献

- Deans, Graeme K. and Fritz Kroeger. 2004. *STRETCH!: How Great Companies Grow in Good Times and Bad*. John Wiley & Sons. 梅沢高明訳. 2005. 『ストレッチ・カンパニー 超優良企業の成長戦略に学ぶ』東洋経済新報社.
- Fleisher, Craig S. and Babette E. Bensoussan. 2002. *Strategic and Competitive Analysis: Methods and Techniques for Analyzing Business Competition*. Prentice Hall. 菅沢喜男監訳, 岡村亮, 藤沢哲雄訳, 2005. 『戦略と競争分析 ビジネスの競争分析方法とテクニック』コロナ社.
- 青木秀孝. 2008. 「事業ポートフォリオの再編と企業統治」宮島英昭. 2008. 「企業統治分析のフロンティア」日本評論社第5章. pp. 115-141.
- 浅田孝幸, 塘誠, 頼誠. 2008. 「純粋持株会社におけるマネジメント・コントロールの現状と課題」会計第174巻第3号 pp. 411-426.
- 浅田孝幸. 2007. 「純粋持株会社の管理会計課題」企業会計 Vol. 59 No. 8.
- 浅田孝幸. 2005a. 「持株会社の戦略と管理」門田安弘編著. 2005. 『企業価値向上の組織設計と管理会計』税務経理協会.
- 浅田孝幸. 2005b. 「日本企業における持株会社制の特徴」門田安弘編著. 2005. 『企業価値向上の組織設計と管理会計』税務経理協会.
- 五十嵐弘之. 2008. 「旭化成グループ 経営戦略とマネジメント体制 分社・持

- 株会社制による経営」企業研究会編．2008．『グループ経営戦略と管理』企業研究会研究叢書 No. 143 pp. 193-221.
- 今口忠政，李新建．2008．『日本企業の経営革新』慶應義塾大学出版会．
- 梅澤高明．2008．「戦略的グループ経営の実現に向けて」企業研究会編．2008．『グループ経営戦略と管理』企業研究会研究叢書 No. 143 pp.3-32.
- 大坪稔．2005．『日本企業のリストラクチャリング 純粋持株会社・分社化・カンパニー制と多角化』中央経済社．
- 奥田耕士．2003．『いま，三菱商事がおもしろい ナノテクからコンビニまで，価値創造戦略を担う挑戦者たちの物語』日刊工業新聞社．
- 籠屋邦夫．2000．『選択と集中の意思決定』東洋経済新報社．
- 川村昌利．2008．「コニカミノルタ HD における M&A 後の経営統合」企業研究会編．2008．『戦略的 M&A と経営統合マネジメント』企業研究会研究叢書 No. 142 pp. 355-378.
- 北村康一．2005．「三菱商事における価値創造経営とリスクマネジメント」青井倫一，竹谷仁宏編著．2005．『企業のリスクマネジメント』慶應義塾大学出版会第7章 pp. 207-245.
- 北村康一．2005．「三菱商事におけるビジネスポートフォリオマネジメント～価値創造経営とリスクマネジメント～」『京都大学経済学部大学院経済研究科科目平成17年度前期「資産運用論」資料2005年7月5日』．
- 木原徹．2008．「新日鉱グループ 持株会社におけるグループ経営管理と CFO の役割・機能 制度連結から管理連結へ」企業研究会編．2008．『グループ経営戦略と管理』企業研究会研究叢書 No. 143 pp. 213-226.
- 久保巖．2001．『三菱商事 21世紀“新機能”経営への挑戦』実業之日本社．
- コニカミノルタ HD．2006．『カメラ事業，フォト事業の終了と今後の計画について』1月19日付けニュースリリース．
- コニカミノルタ HD．2004．「コニカミノルタグループ現状と将来の展望」2004年9月付け IR 資料．
- 小沼靖．2002．『日本企業型グループ・リストラクチャリング 企業価値創造のための投資と撤退のマネジメント』ダイヤモンド社．
- 櫻井通晴．2004．「企業再編と分権化の管理会計上の意義」企業会計 Vol. 56 No. 5.
- 佐藤恵二．2008．「富士電機グループ 持株会社制への移行と企業価値向上への取り組み」企業研究会編．2008．『グループ経営戦略と管理』企業研究会研究叢書 No. 143 pp. 227-240.
- 津田登．2003．「三菱化学：グループ経営と持株会社制」企業研究会 2003．『グ

日本の純粋持株会社におけるポートフォリオ・マネジメント

- 『グループ企業価値最大化の戦略とマネジメントシステム』企業研究会研究叢書 No. 119 pp. 205-217.
- 塘誠．2008．「日本の純粋持株会社におけるマネジメント・コントロール上の課題」成城大学「経済研究」第180号 pp. 23-46.
- 日経ビジネス．2006．「カメラ撤退のコニカミノルタ 社外取締役が、社内の『未練』断ち切る」日経 BP 社2006年1月30日号 p. 130.
- 林昇一，浅田孝幸編著．2001．『グループ経営戦略 理論と実際』東京経済情報出版．
- 挽文子．2000．「グループ経営と管理会計：欧米企業の事例を中心として」日本管理会計学会誌 Vol. 8 NO. 1-2 pp. 69-85.
- 三菱化学．2002．「三菱化学2002年11月経営説明会資料」三菱化学 IR 資料．
- 頼誠．2006．「持株会社の現状と課題 ある商社の事例を中心に」彦根論叢（滋賀大学）第362号 pp. 43-64.

本研究は、浅田孝幸教授（大阪大学）、頼誠教授（兵庫県立大学）との共同研究の成果の一部である。また、研究にあたっては、成城大学教員特別研究助成「脱工業化社会化の進展と資本主義の政治的・文化的矛盾の研究」（2008～2009年度）を受けた。