



企業の新陳代謝

未来投資会議 構造改革徹底推進会合

デロイトトーマツコンサルティング合同会社
2017年10月17日

はじめに

おことわり

- 本テーマはすべての企業に対して画一的に当てはめ難い議論になることをご認識ください
 - 業界構造や企業規模、アンゾフの4タイプ(水平、垂直、集中、集成)などが影響
 - また、そもそもすべての企業が事業ポートフォリオを巧く組み換えられるわけでもない

はじめに

直近担当させて頂いた関連テーマの事業

- 平成26年度 内外一体の経済成長戦略構築にかかる国際経済調査事業
(グローバル企業の海外展開 及びリスク管理手法にかかる調査・分析)
- 平成26年度 産業経済研究委託事業
(事業再編に係る国内外企業の動向調査)
- 平成27年度 産業経済研究委託事業
(我が国企業の稼ぐ力向上に向けた産業金融の在り方に関する調査研究)
- 平成28年度 産業経済研究委託事業
(ファンドに係るインベストメントチェーンの高度化を通じた我が国企業の産業競争力強化に関する調査研究)
- 平成29年度 対日直接投資促進体制整備等調査事業
(日本企業による海外企業買収等の実態及び動向に係る調査・研究)

真に稼ぐ力を発揮する企業であるために（平成28年度産業経済研究委託事業の報告内容）

自社の業界における統合・再編の波は、今、どこに来ているだろうか？



1960年代から70年代にかけ多角化が進み、巨大なコングロマリットを生んできた
⇒ 90年代以降、事業の絞り込みが進み、昨今ではセパレーションの動きも強まっている



欧州域内を中心に国境を跨いだM&Aも活用し、事業の規模と範囲を拡大してきた
⇒ 近年は注力する事業領域の明確化により、再編が進む



類似の事業を持つ多くの総合型企業が共存してきた
⇒ 収益悪化等により、後手ながらも事業を絞り込み、競合との事業統合等が動き始めている



先進国企業を圧倒する勢いで成長する新興国企業が登場している
⇒ 米・欧・日への進出、さらには事業買収を重ねてグローバル展開を見せている



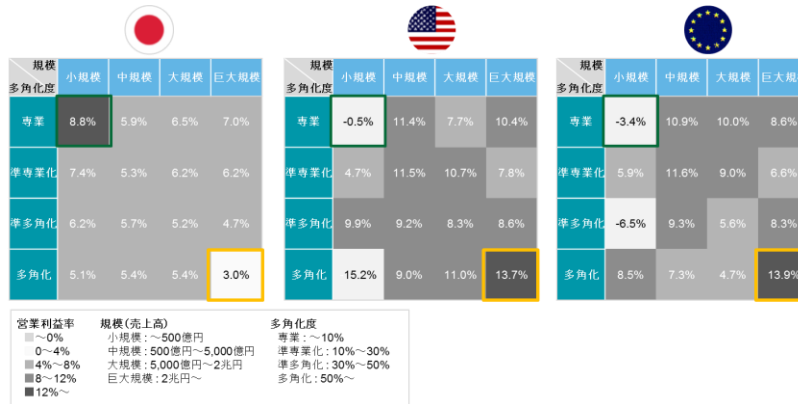
経営環境が大きく変化する中で、企業としての生き方が問われている

幅広い領域や成熟度の異なる事業を、グローバルに展開する経営は、本当にできるのだろうか？ すべての事業で勝つことはできるのだろうか？

企業としての
生き方の再考

財務分析

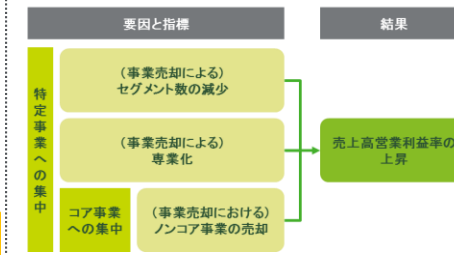
企業を規模と多角化度で分類し、利益率を比較すると、大規模×高多角化の企業群の利益率が、米・欧と日本で最も離れている



研究

ノンコア事業の売却とコア事業への集中は、経営の効率性を向上させる

事業売却と経営の効率性に関する統計分析結果



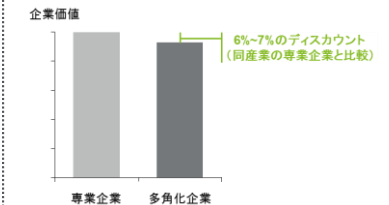
● 事業売却を行った企業の中で、セグメント数の減少・専業化があった企業およびノンコア事業を売却した企業は、そうでない企業に対して、営業利益率が上昇していることが明らかになった

出所: John and Ofek[1995]

研究

投資家の目線でも「コングロマリット・ディスカウント」の存在が明らかになっている

日本におけるコングロマリット・ディスカウントの分析結果



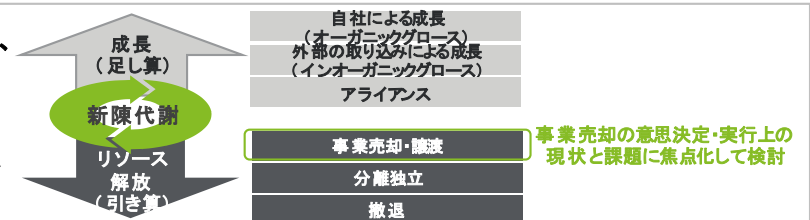
- 非効率と見なされる要因
 - ✓ 経営資源の配分が投資家から見て効率的なものとならない懸念
 - ✓ 投資家から見て事業内容が複雑になり透明性が低下することによる、投資リスクの増大
 - ✓ 各事業に分散投資した多角化企業へ投資するよりも、投資家自身が各企業に分散投資するほうが柔軟かつ効率的

出所: 牛島[2015] 対象は2004年~2012年に株式公開していた日本企業(金融機関を除く)約3,900社のデータ

新陳代謝の
全体像

グローバルで勝ち残っていくためには、強みを活かせる事業に経営リソースを集中し、イノベーションを生み出すための研究開発、事業開発等の各機能、そして、グローバルマネジメントを可能にする組織と仕組みを構築しなければならない

それには多くの原資(資金・人材リソース)を要するため、強みを活かせず、競争力を発揮できない事業の売却を、前向きな経営の選択肢として認識する必要がある

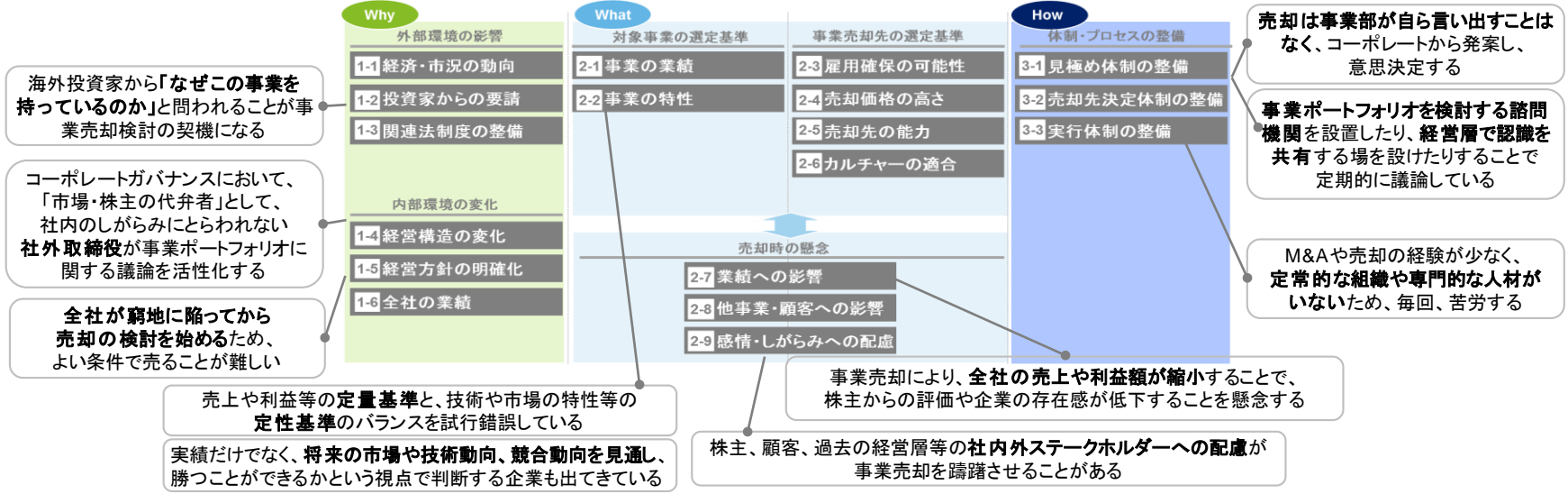


真に稼ぐ力を発揮する企業であるために（平成28年度産業経済研究委託事業の報告内容）

事業売却の論点と課題

事業売却における論点を、事業売却の検討の背景(Why)、売却事業の対象と相手先の選定(What)、それぞれに携わるプロセス・体制(How)で捉えると、いくつかの共通する課題が浮かび上がる

< 事業売却の意思決定・実行の論点と現状 >



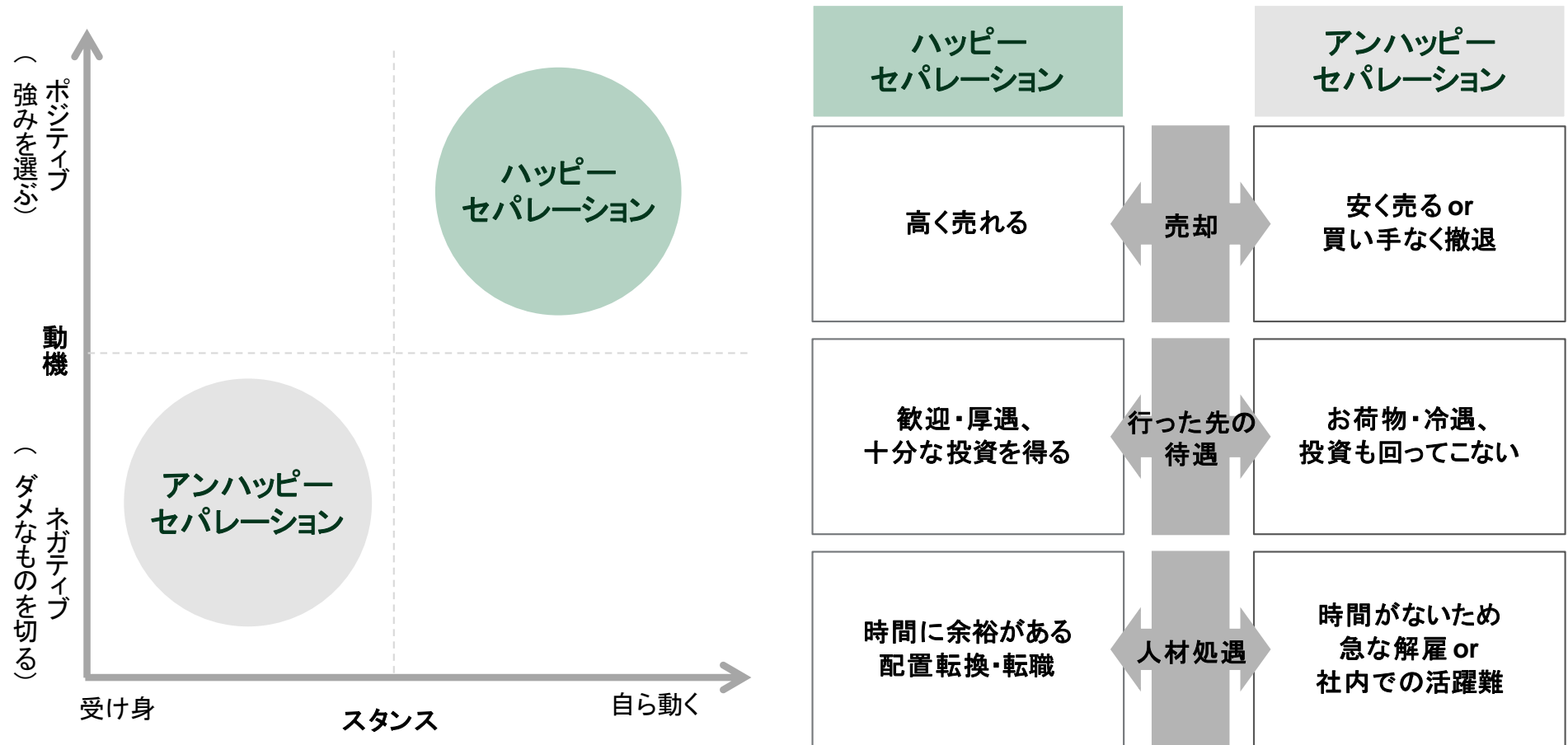
前向きな新陳代謝へのポイントと国・社会の環境整備

真に稼ぐ力を発揮する企業となるべく、新陳代謝を実践する。そのための前向きな事業売却(ハッピーセパレーション)をもたらすために、先行するグローバル企業の取り組み等からポイントが抽出できる。また、一企業の取り組みだけでなく、国や社会全体で環境を整備していくべき課題もある

	企業の取り組みポイント	国・社会の環境整備
普段からの経営姿勢	市場と業界の長期トレンドを客観的に評価し、変化の指針とする 持つべき事業を判断するため自社の強みを理解し、変化の軸を持つ	
対象事業と売却先の選定	日頃から各事業と雇用の最適化を図る	・ 国全体の雇用柔軟化
	事業の環境や業績見通しがよいときから考え、よいうちに売 しがらみを判断基準にしない	・ 事業売却に対するネガティブイメージの払拭
意思決定と実行の体制	自社よりもうまく対象事業を成長させられる引き受け手を選ぶ	・ 自社の在り方を常に考えるためのエコシステムの存在 ・ 選択肢を広げるPE(プライベートエクイティ)の活性化
	投資家や社外取締役から外部視点を取り入れる	
	専門性人材・組織を備え、知識と経験を蓄積する キーパーソンを押さえて、スピーディに実行する	・ コーポレートガバナンスの形式論から実質論への進化 ・ 投資家・アナリストの質向上

平成27年度に実施した産業金融に係る調査においても、早い意思決定によるセパレーションが、売却事業および従業員処遇の観点から望ましいことを提言

早めの意思決定によるセパレーションの効果



グローバル企業では、経営・事業環境の変化を長期で捉え、経営の基部に据える

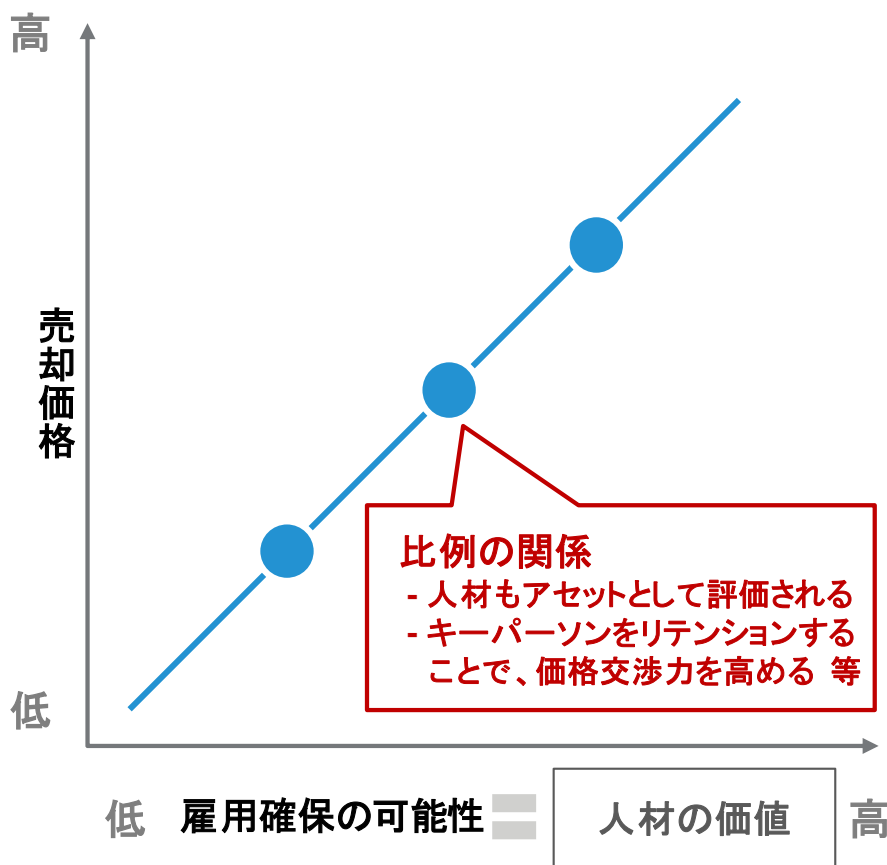
グローバル企業の長期トレンド(メガトレンド)への取り組み

SHELL	<ul style="list-style-type: none"> シナリオプランニングの技法を駆使し、2つのシナリオを提示 Mountains: 安価なエネルギー・政府主導の環境問題解決 Oceans: 高価なエネルギー・政権不安定
DuPont	<ul style="list-style-type: none"> 次の100年を見据え、食糧問題や化石燃料依存からの脱却等のメガトレンドを認識 メガトレンドに基づく投資配分により事業ポートフォリオを組み替え、石化事業から農業事業へシフト
IBM	<ul style="list-style-type: none"> 社会(Global Innovation Outlook), 技術(Global Technology Outlook), 市場(Global Market View)の3つの視点で世界中の有識者・ネットによってオープンにメガトレンドを予測
Siemens	<ul style="list-style-type: none"> 人口動態の変化、都市化、気候変動、グローバル化をメガトレンドと認識 メガトレンドにあわせて都市・インフラ事業を強化するため事業単位・組織を変更
BOSCH	<ul style="list-style-type: none"> 都市化、環境保護(クリーン)、交通安全など自動車に関わるメガトレンドを認識 メガトレンドをベースに、全社・事業・技術戦略を構築し、事業・製品ポートフォリオを組み替え
DHL	<ul style="list-style-type: none"> メガトレンドとテクノロジードライバーを掛け合わせて、ロジスティクスに与える影響を分析 物流には世界のコネクティビティ(連結)の進展が重要であると認識し、125ヶ国を対象に指標を発行
FedEx	<ul style="list-style-type: none"> 「ACCESS」をキーワードに、世界がどのように変わっていくかを様々な切り口で紹介

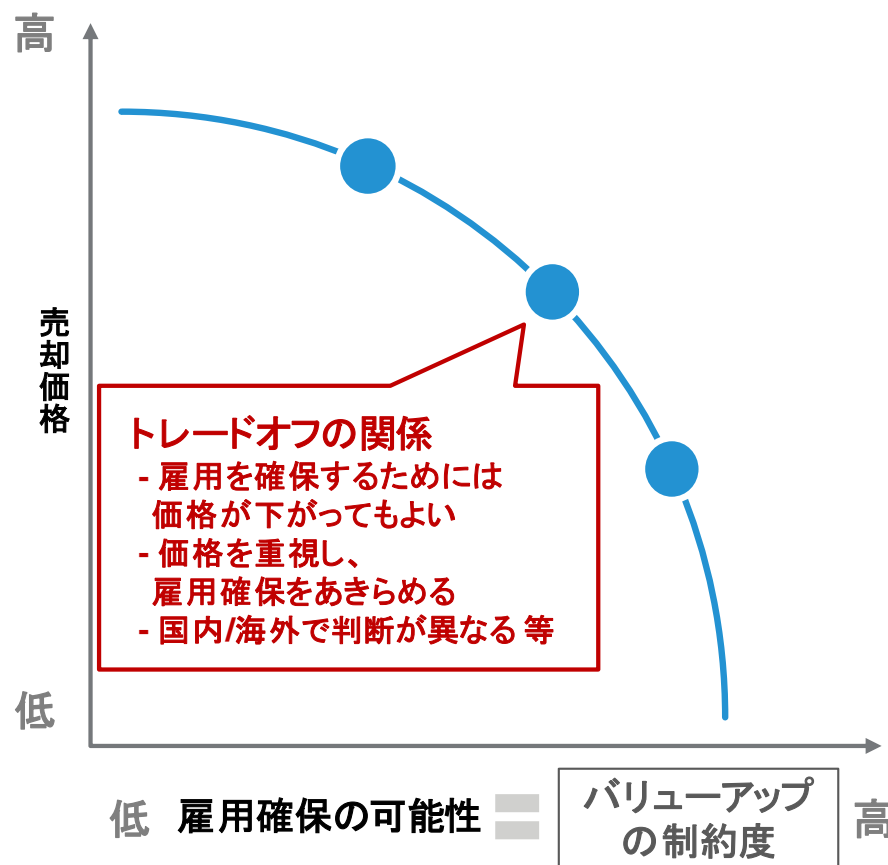
事業がよい状態で売却する際には、人材は価値として評価されるが、事業の状態がよくなり、コスト削減が急がれる状態では雇用維持条件が価格とトレードオフになる

雇用と価格の関係性(一般的に)

事業がよい状態・タイミングでの売却
⇒ 人材を含め、事業全体として価値が価格に反映される



事業がよくない状態・タイミングでの売却
⇒ 雇用と価格がトレードオフ関係になる場合がある



ガバナンス体制は経営行動に影響を与え、特に社外取締役比率の増加は事業再編を促進する

ガバナンス体制と経営行動に関する統計分析結果*1

▲ : 有意に増加
▼ : 有意に減少
— : 統計的な差なし

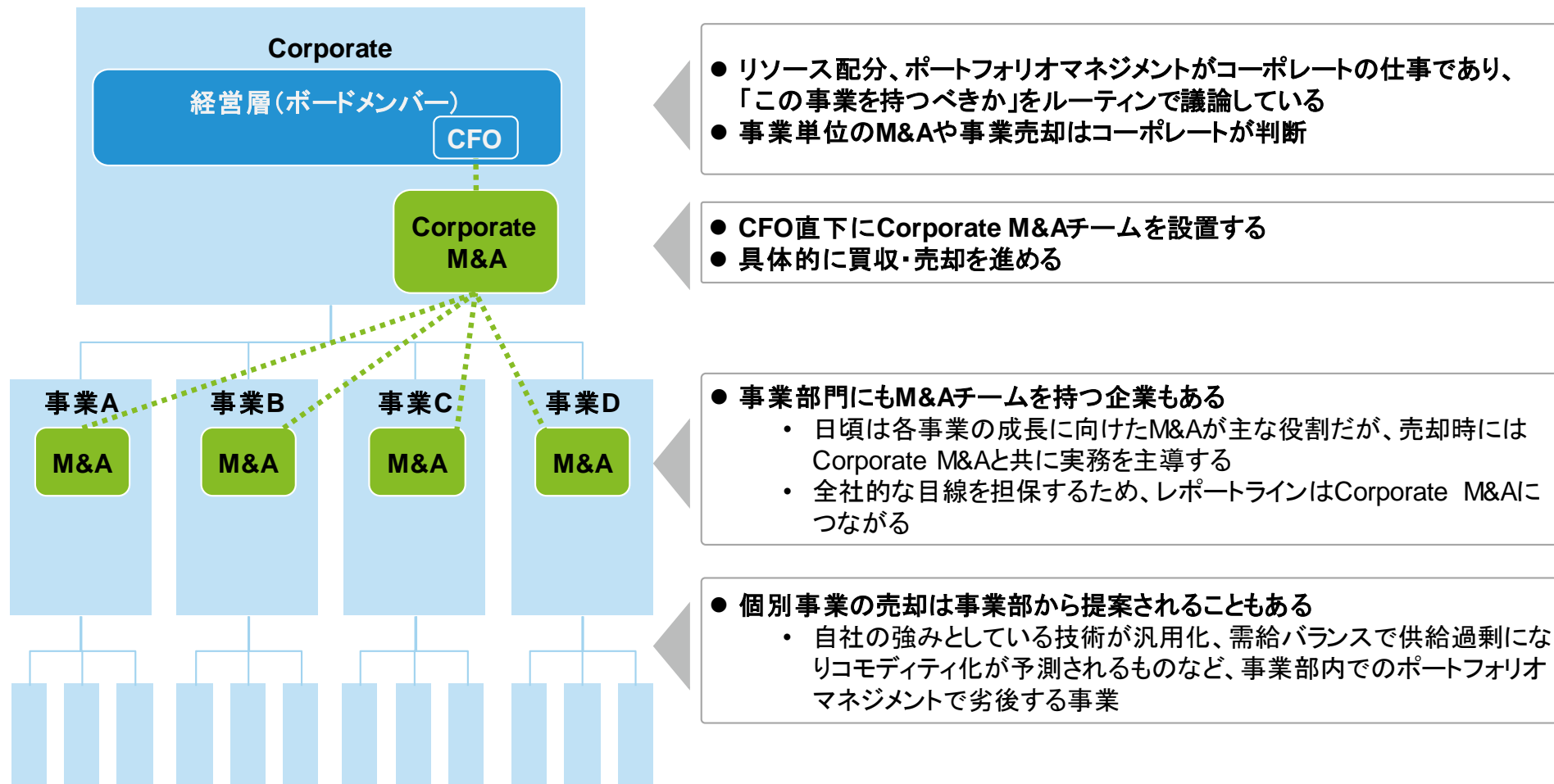
社外取締役比率の増加による事業再編の促進

ガバナンス測定指標 (全て比率)	各ガバナンス主体のスタンス	投資行動			事業リストラクチャリング		リスクテイク
		設備投資比率	M&A投資比率	R&D比率	子会社売却	事業セグメント縮小	ROAのバラつき*2
社外取締役	✓ 企業価値の最大化	▲	—	—	▲	▲	▲
ストックオプション	✓ 非連続的成長 ✓ 企業価値の最大化	—	▲	—	▲	—	▲
機関投資家	✓ 安定的成長	▲	—	▲	—	—	—
役員持ち株	✓ 安定的成長 ✓ 自社規模の維持・拡大 ✓ リスク回避	▲	—	▲	▼	—	▼
安定株主 (持合い除く)	✓ リスク回避	▼	—	▼	▼	▼	▼
株式持合い	✓ リスク回避	▼	▼	▼	▼	▼	▼

脚注:*1 2004年~2014年に東京証券取引所に上場していた日本企業が対象 *2 業種調整済ROAの標準偏差

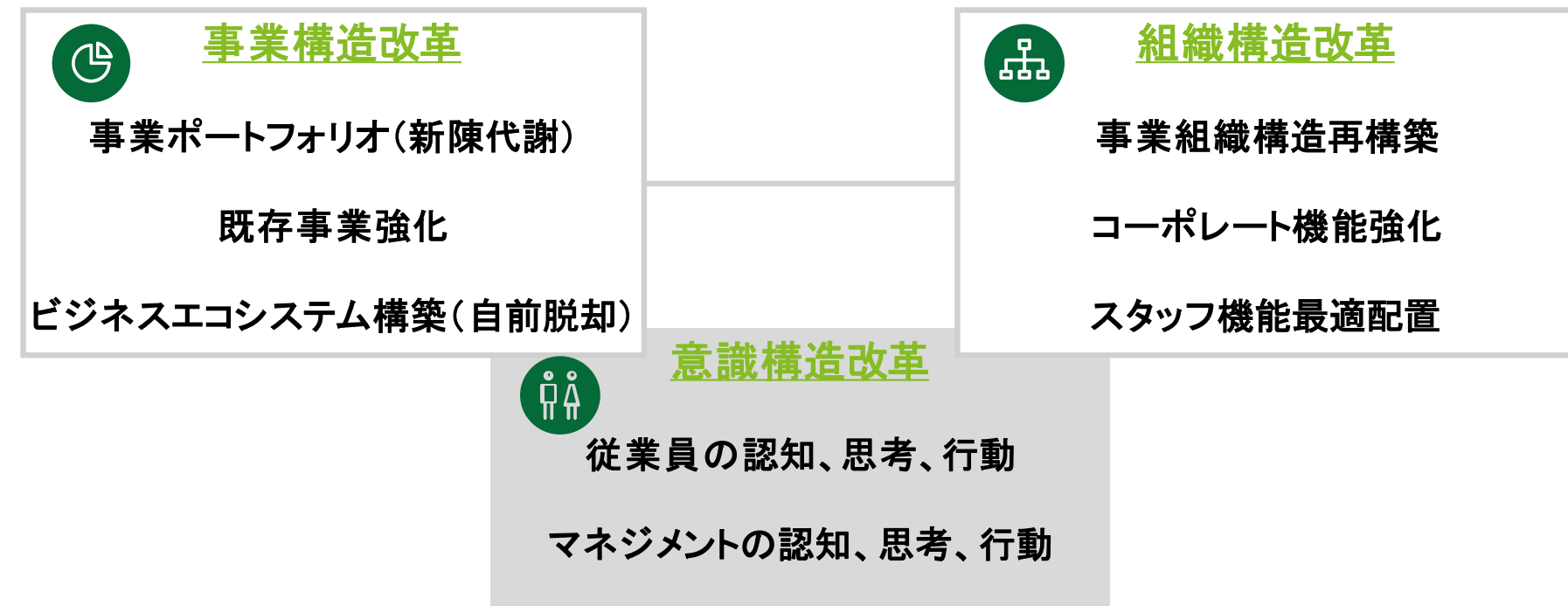
コーポレートにM&A専門組織を設置し、買収・売却に関する知識と経験を蓄積する。
グローバル企業では常日頃からこの組織がポートフォリオ最適化を検討する

グローバル企業によるM&A専門組織の設置例



グローバル×デジタル、新たな競争相手の登場、消費者エンパワーメントなど、経営環境が目まぐるしく移り変わる中、伝統的日本企業では構造改革が続いている

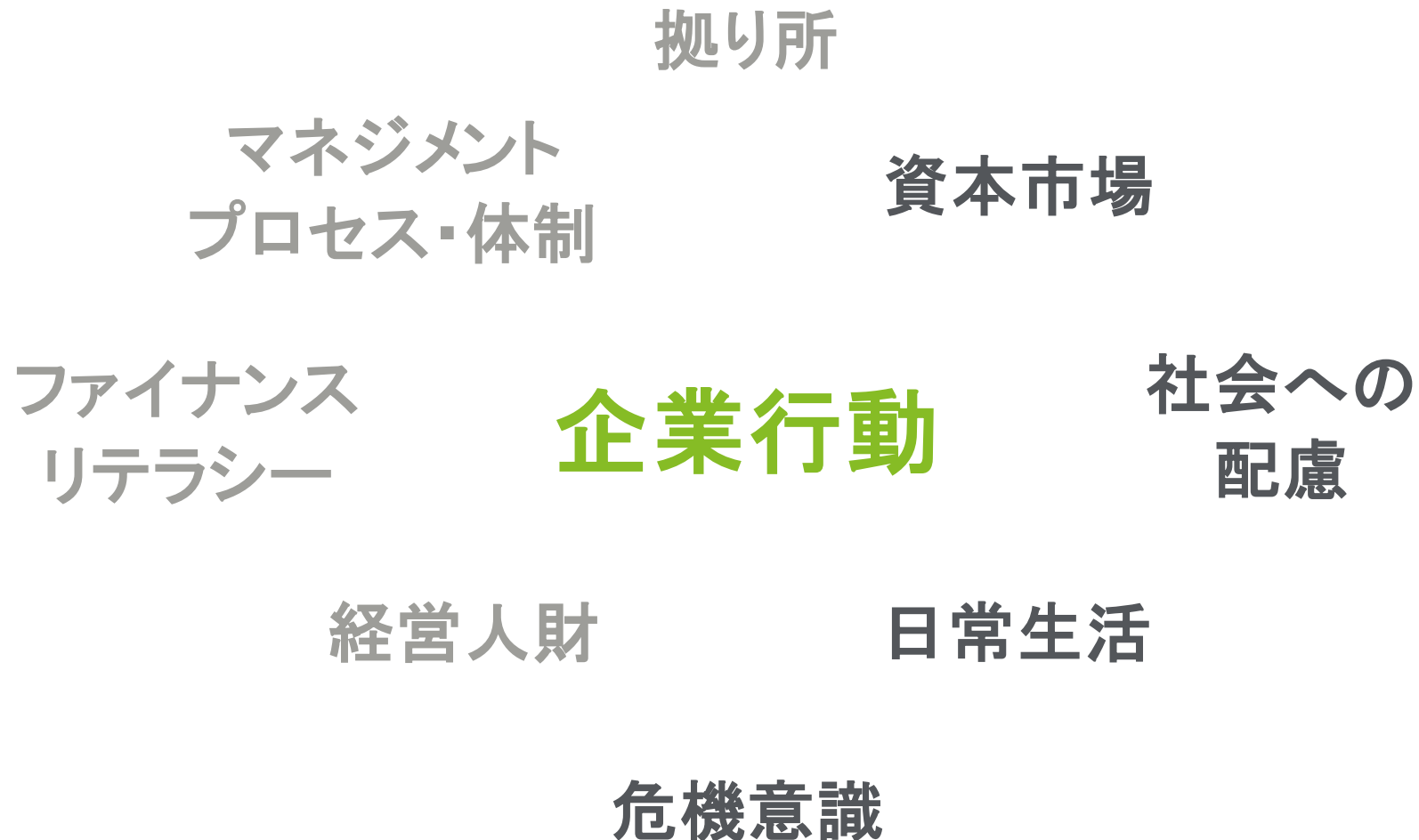
構造改革の3面構造



「慣性」、「サイロ」、「後手」が事を複雑にする

日本企業の判断が遅れる原因は様々あるが、難しい判断を下し、実行してこそその
経営者であり、果敢な行動が求められる

代表的な論点



おわりに 主要企業の一人あたり生産性

業種別一人あたり生産性(対売上高*1、時価総額*2 単位:円*3)

<日本企業>

企業名	売上 (百万)	時価総 (百万)	連結人員数	一人当たり売上	一人当たり時価総額	時価総/売上倍率
三菱重工	3,914,018	1,497,562	82,728	47,311,890	18,102,242	0.383
小松製作所	1,802,989	3,374,672	47,204	38,195,683	71,491,224	1.872
日立	9,162,264	4,023,375	303,887	30,150,233	13,239,707	0.439
SONY	7,603,250	5,201,238	128,400	59,215,343	40,508,084	0.684
Panasonic	7,343,707	3,944,510	257,533	28,515,596	15,316,523	0.537
三菱電機	4,238,666	3,924,011	138,700	30,559,957	28,291,354	0.926
NEC	2,665,035	798,351	107,729	24,738,325	7,410,730	0.300
キヤノン	3,401,487	5,317,715	197,673	17,207,646	26,901,574	1.563
富士フィルム	2,322,163	2,296,775	78,501	29,581,317	29,257,903	0.989
ニコン	749,273	790,132	25,031	29,933,802	31,566,152	1.055
日本電産	1,199,311	4,197,843	107,062	11,202,023	39,209,455	3.500
ムラタ	1,135,524	3,785,686	59,985	18,930,133	63,110,550	3.334
ファナック	536,942	5,059,643	6,738	79,688,632	750,911,743	9.423
キーエンス	412,699	7,302,311	5,673	72,747,929	1,287,204,427	17.694
三菱ケミカル	3,376,057	1,691,562	69,291	48,722,879	24,412,428	0.501
旭化成	1,882,991	1,901,948	33,720	55,841,963	56,404,144	1.010
味の素	1,091,195	1,295,270	32,734	33,335,217	39,569,576	1.187
花王	1,457,610	3,415,995	33,195	43,910,529	102,906,914	2.344

<欧・米企業>

企業名	売上 (百万)	時価総 (百万)	連結人員数	一人当たり売上	一人当たり時価総額	時価総/売上倍率
GE	13,016,883	22,259,600	229,000	56,842,284	97,203,493	1.710
シーメンス	9,880,603	13,485,400	351,000	28,149,866	38,419,943	1.365
イー・アイ・テクノロジー・システムズ	2,674,787	8,140,035	46,000	58,147,541	176,957,283	3.043
コニクレッカ・フィリップス	2,949,355	4,309,000	114,731	25,706,695	37,557,417	1.461
IBM	8,691,807	15,337,500	380,300	22,855,132	40,330,003	1.765
ABB	3,679,056	6,078,600	132,000	27,871,633	46,050,000	1.652
BASF	6,923,453	10,804,300	113,830	60,822,742	94,916,103	1.561
サムスン電子	18,906,650	34,803,900	308,745	61,237,105	112,727,008	1.841

*1:直近決算値を基に作成

*2:時価総額:2017年10月13日時点の時価総額(デュポンは2017年6月30日時点)

*3:為替 時価総額 USD 115円、EURO 132円、ウォン0.1円。売上高は前頁参照

おわりに 主要企業の長期パフォーマンス性向

主要大手製造業の過去10年(07年~16年)のパフォーマンス累計(単位:円)

<日本企業>

企業名	累積売上	累積営業利益	累積利益	累積営業利益率	累積純利益率
三菱重工	32,519,263	1,604,925	635,212	5%	2.0%
小松製作所	19,086,851	2,178,582	1,380,854	11%	7.0%
日立	97,941,995	3,818,427	579,666	4%	0.9%
SONY	76,669,947	1,169,652	-425,240	2%	-0.6%
Panasonic	80,280,402	2,661,144	-970,630	3%	-1.3%
富士通	47,436,194	1,325,205	431,502	3%	0.9%
三菱電機	38,547,716	2,199,485	1,244,268	6%	3.4%
NEC	35,095,886	843,349	-178,793	2%	-0.5%
キヤノン	37,189,220	3,844,123	2,505,063	9%	6.2%
ニコン	8,939,855	598,257	369,958	6%	3.6%
日本電産	7,734,614	765,883	484,828	10%	6.7%
ムラタ	7,237,961	1,036,486	768,430	14%	10.9%
ファナック	4,816,865	1,815,919	1,226,146	37%	25.3%
キーエンス	2,265,173	1,109,054	726,763	49%	32.9%
三菱ケミカル	31,138,719	1,306,372	492,185	4%	1.7%
旭化成	16,970,625	1,133,666	637,019	7%	4.0%
味の素	11,461,168	677,951	345,986	6%	3.2%
花王	13,063,031	1,251,939	717,328	10%	5.5%

<欧・米企業>

企業名	累積売上	累積営業利益	累積利益	累積営業利益率	累積純利益率
ゼネラル・エレクトリック(GE)	142,196,470	13,677,223	11,791,744	10%	8.3%
シーメンス	97,495,083	8,176,714	6,356,662	8%	6.5%
イー・アイ・デュポン・トウ・ヌムール	29,498,752	2,915,049	2,853,069	10%	9.7%
コーンケレック・フィリップス	30,528,823	1,388,382	1,317,179	5%	4.3%
IBM	94,946,831	16,523,184	13,418,246	17%	14.1%
ABB	35,236,657	3,929,646	2,716,514	11%	7.7%
BASF	84,856,255	8,851,928	5,363,567	10%	6.3%
サムスン電子	153,578,987	18,322,252	15,062,340	12%	9.8%

1:為替

(円)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
USD	117.7723	103.3829	93.59206	87.72641	79.68478	79.82014	97.60874	105.899	121.0417	108.7577
EUR	161.2898	152.371	130.3631	116.3462	110.9725	102.6658	129.6728	140.4012	134.3324	120.3033
KRW	0.126738	0.096247	0.073652	0.075893	0.072012	0.070918	0.089208	0.100502	0.106991	0.093659