

企業関連制度改革・産業構造改革－長期投資と大胆な再編の促進」会合

プライベートエクイティファンドから見た日本事業再編の課題

2017年4月24日

討議資料

## 第5回会合までの共通認識の確認

---

1. 本邦企業は欧米の同業大手に比較して収益性が低い
2. その理由として事業再編が進んでいない
3. 積極的に事業再編を推進していかなくてはならない

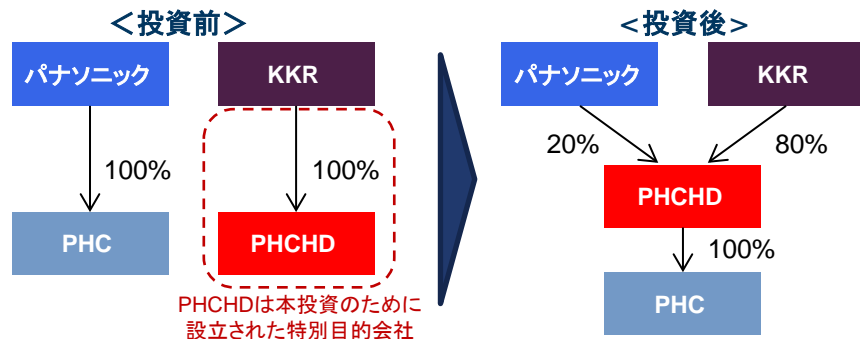
1.事業再編は親会社のみならず当該子会社にとっても有益

# パナソニック ヘルスケアのカーブアウト・ケーススタディ (1)

パナソニックによる「脱・自前主義」による事業成長の一環としてヘルスケア事業への外部資本導入を実施

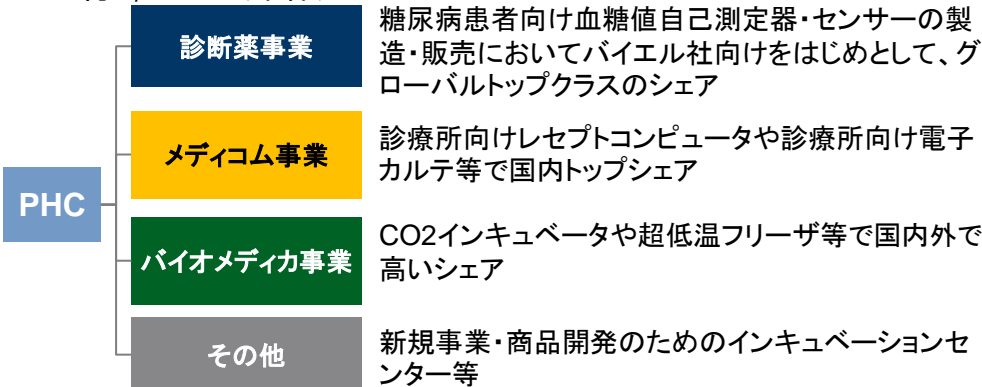
## 取引概要

- 2013年9月、パナソニックは、パナソニック ヘルスケア(以下、「PHC」)をPHCホールディングス(以下、「PHCHD」)に1,650億円にて譲渡することを発表
- 本案件後はKKRがPHCHDの80%を保有。パナソニックは再出資等の一連の取引を通じて、20%の持分を継続保有する



## PHCの概要

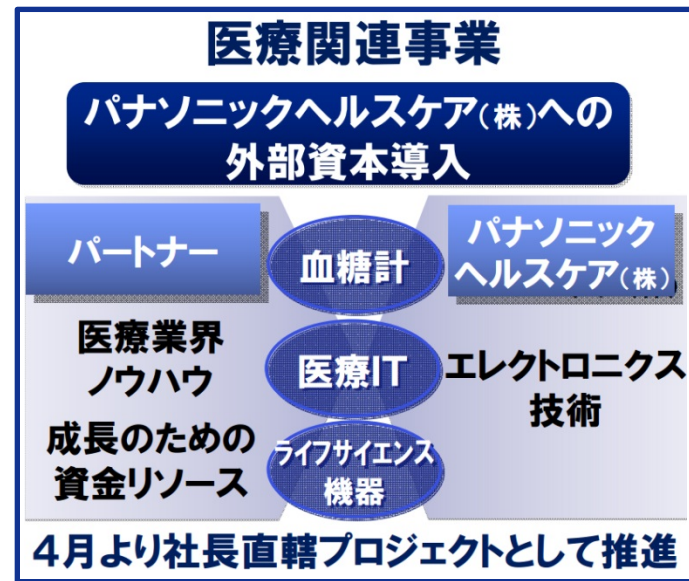
- 2013年3月期の連結売上高: 約1,100億円、従業員数: 約3,000人(単体)



## 取引の背景(パナソニックの当時の中期計画)

(2013年3月28日のパナソニックの新中期計画プレゼン資料より抜粋)

## 脱・自前主義による事業成長・効率化



(当事のパナソニックによる発表内容)

- 「パナソニックヘルスケアは収益を上げているが、医療業界におけるパナソニックの知見が限定的で、グループとして十分な投資もできない中、事業成長の可能性に限界がある」
- 「医療業界におけるノウハウと資金リソースを持ち、事業ビジョンを共有できるパートナーと手を組むことで、自前では難しい非連続な成長を目指す」
- 「パナソニックは一定の出資比率とブランドを維持し、同業界向けの販路としても活かしていく予定」

# パナソニックヘルスケアのカーブアウト・ケーススタディ (2)

「非中核優良事業」への外部資本導入により、親会社・対象会社の双方にとってWin-Winを達成した好例

## パナソニックにとっての意義

### 構造改革へのコミットメント

- 優良黒字子会社への外部資本導入により、パナソニック経営陣の構造改革へのコミットメント・従来路線からの脱却を明確化
  - 市場は好意的に受け止め、案件発表後1ヶ月で株価は32%上昇<sup>1</sup>

### CF/利益創出による財務改善

- PHCの持分譲渡により、パナソニックは約1500億円のキャッシュイン(再投資後)と約750億円の特別利益計上(自己資本増強)を実現

### 一部持分の継続保有によるアップサイド

- パナソニックはPHCの20%持分を継続保有することで、将来の経済的アップサイドを享受可能
  - 追加出資なくバイエル社糖尿病ケア事業を買収し、PHCの利益は約2倍に増加

## PHCにとっての意義

### 外部資本導入による独立・専門企業へ

- ヘルスケア業界における高い潜在的成長力を顕在化させるために、KKRからの外部資本導入により独立
  - グローバルヘルスケア専門企業として、迅速な意思決定体制を実現

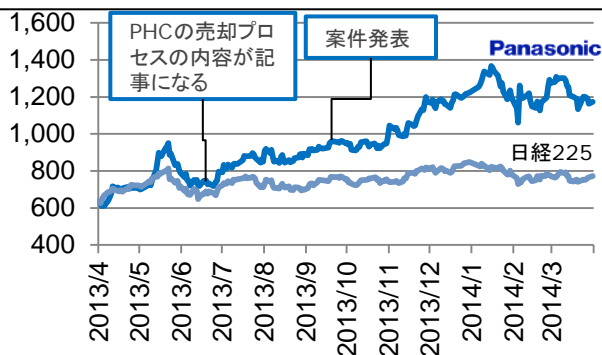
### 非連続的成長への積極的資本投下

- 約1400億円を投じてバイエル社糖尿病ケア事業(BDC)を買収し、グローバル成長を加速
  - 大企業のノンコア事業では困難な規模の積極的資本投下を実行

### 加速的利益成長の実現

- 独立後1年間でオペレーション改善や「選択と集中」を行い、EBITDAは50%超増加
- 更に、BDC買収後には、独立前に比べEBITDAは2倍以上に成長

案件発表前後でのパナソニックの株価の推移

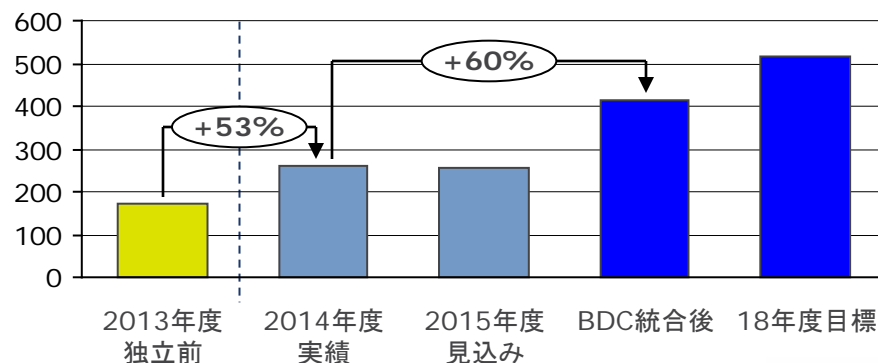


### アナリストコメント(抜粋)

**報道後**  
黒字の非中核事業の売却は、株式市場が改めて、同社の構造改革が成功裏に進むことを連想するきっかけとなる

**案件発表後**  
黒字優良事業を売却することはどの会社にとっても容易ではない。黒字のうち次の活躍と成長の場へ送り出してやることで、高く売れることが最大のポジティブ (Citi)

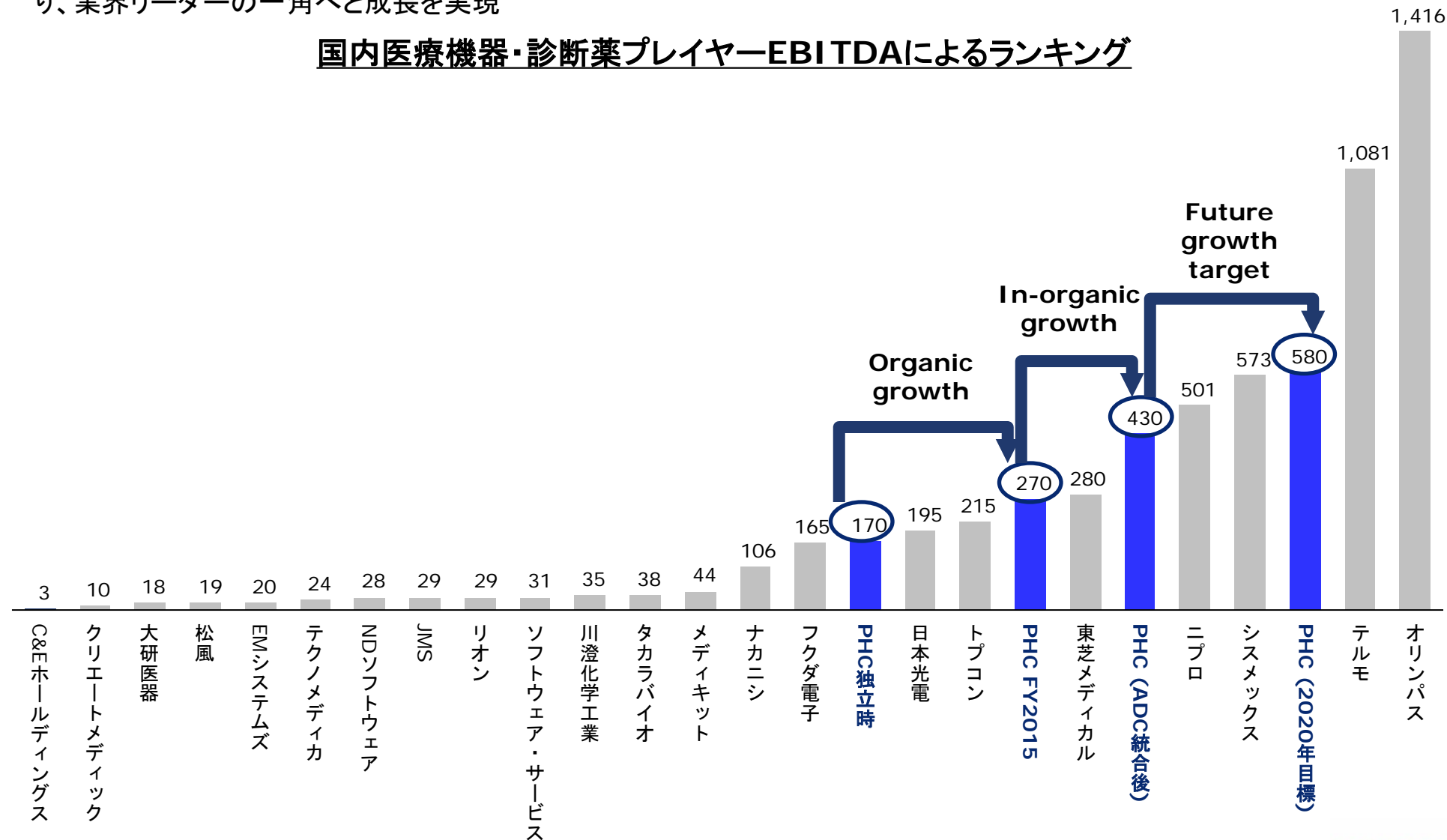
案件実行前後でのPHCの利益成長 (EBITDA; 億円)



# 国内医療機器業界におけるリーダーへ

- 国内医療機器業界におけるEBITDA規模比較において、PHCの独立時の業界8位から独立後のオーガニック成長により6位へ、更にはバイエル糖尿病診断(現Ascensia Diabetes Care)の買収により、現在ではTop 5に位置しており、業界リーダーの一角へと成長を実現

## 国内医療機器・診断薬プレイヤーEBITDAによるランキング

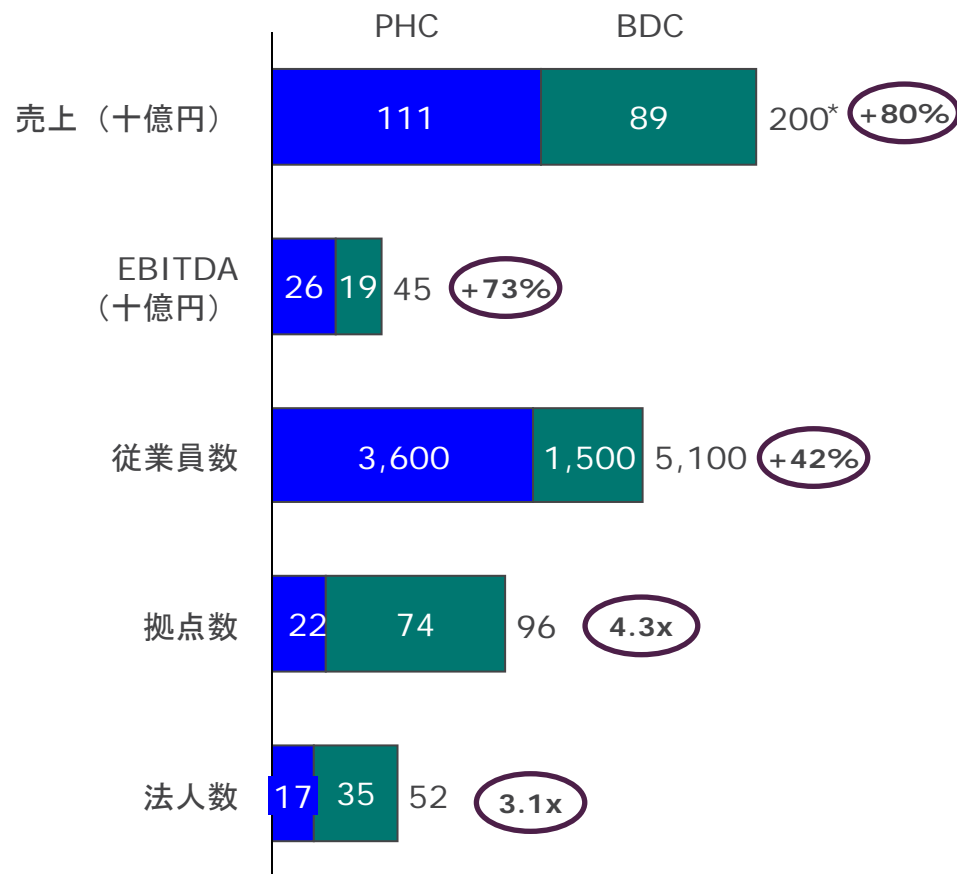


# オーガニック成長とBayer Diabetes Care買収による非連続成長

- 業績への個人の貢献を反映した人事・報酬制度を導入したことで、業績アップが個人の収入増にもつながり、好循環を実現

## 主要指標

デュアルな成長戦略により、売上、EBITDAはともに大幅に増加し、またグローバルにおけるネットワークも大幅に上昇



## 社員の満足度

最初は外資ファンドが大株主になることに対して労働組合の組織としても、また、そのメンバーである組合員とその家族としても不安は大きかったが、KKRは適切な経営サポートはもとより、経営側のみならず組合役員メンバーとの面談や懇談などコミュニケーションに積極的であり、双方向の議論を行うことができた。

結果として人事制度改革をはじめ多くの施策を行い、業績も向上し、当初言っていた『自己実現』や『継続的な成長』に向けて前進していると実感している。

パナソニックヘルスケア労働組合中央執行委員長  
大谷宣彰様談

## 優良な「ノンコア」事業は多くある

- 「コア・ノンコア」はグループ戦略上の位置づけであり、事業の本源的な「良し・悪し」ではない
- 「スポットライトを当てる事で事業と人は今まで以上に輝く」

### 「優良なノンコア」事業・子会社の抱える典型的な課題

「企業買収したいが、親会社の資源配分のなかで十分な資金的・人的なリソースが投入してもらえない。」

「業績は好調でも、親会社が不調だと業績を適切に反映した報酬を支払えない。モチベーション維持が困難」

「意思決定機関が多層構造になっており、時間がかかる。結果、事業環境の変化に対して迅速な対応が困難」

「親会社との人事連携もあり、自社での人材育成や採用・人事計画が立てにくい」

「親会社の経営陣と事業の議論をするのは年に数回。中々当該事業の特性について理解してもらえない」

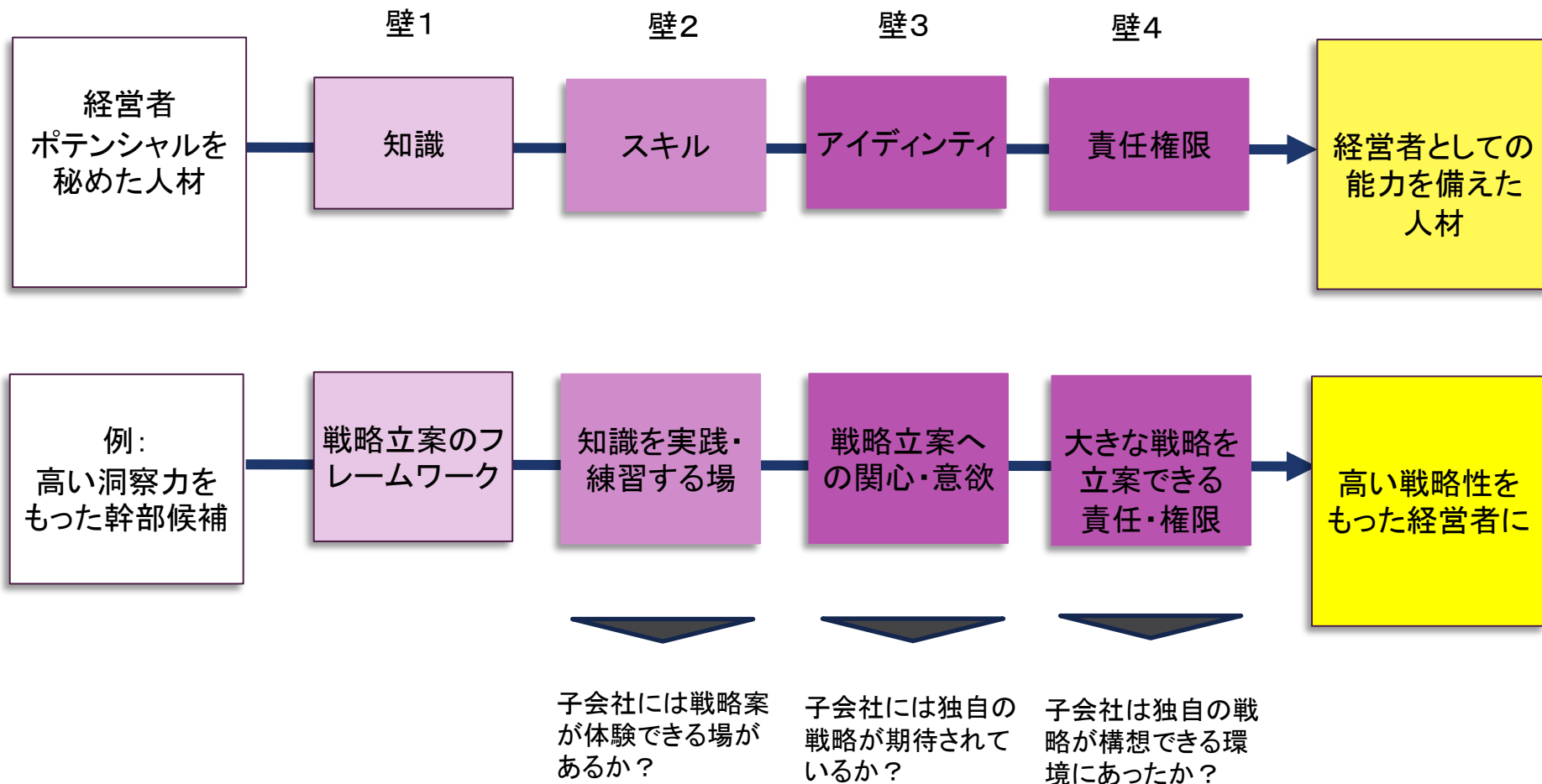
「業績評価基準や社内制度が親会社主導で統一されるため、事業の規模や業界慣行に必ずしも適合しない」

PEファンドをパートナーとして潜在成長力を顕在化し、  
加速的な事業成長を実現



# 親会社からのカーブアウトは人材を育てるチャンス

- 子会社には優秀な経営者が育ちにくい環境になりがち。



## 2. KKRが欧州で手がけたカーブアウトによる事業再編事例からの考察

# 欧米グローバル企業のKKRを活用した事業再編

- KKRは世界有数の大企業より約40に及ぶ子会社・事業部門のカーブアウト・独立支援を実施
- カーブアウト企業・事業に対して資本・リソースを投下することで、更なる事業発展を支援・実行
- カーブアウト形態は100%売却、親会社が20%程度の少数継続保有、またはKKRとの50/50JV化など多岐に渡る
- 欧州企業の第四次産業革命の下地を築く

## 欧州におけるKKRを活用した事業再編

親会社	対象会社	親会社継続 持分(%)	投資年度
SIEMENS	WINCOR NIXDORF	0%	1999
SIEMENS	DEMAG	19%	2002
BOSCH	TENOVIS	0%	2002
DAIMLERCHRYSLER	MTU Aero Engines	0%	2003
Agilent Technologies	AVAGO TECHNOLOGIES	0%	2005
PHILIPS sense and simplicity	NXP founded by Philips	20%	2006
THE LINDE GROUP	KION GROUP	0%	2006

- 積極的なM&A戦略で事業ポートフォリオの転換を実施
- KKR投資終了後もLSIやBroadcomなどの大型M&Aを継続
- 売上高はKKR投資時(2007年)の15億ドルから現在は68億ドルまで増加、Broadcomとの統合後は約150億ドルになり、世界第3位の半導体企業に
- 営業利益率は現在約40%(独立当時2%)

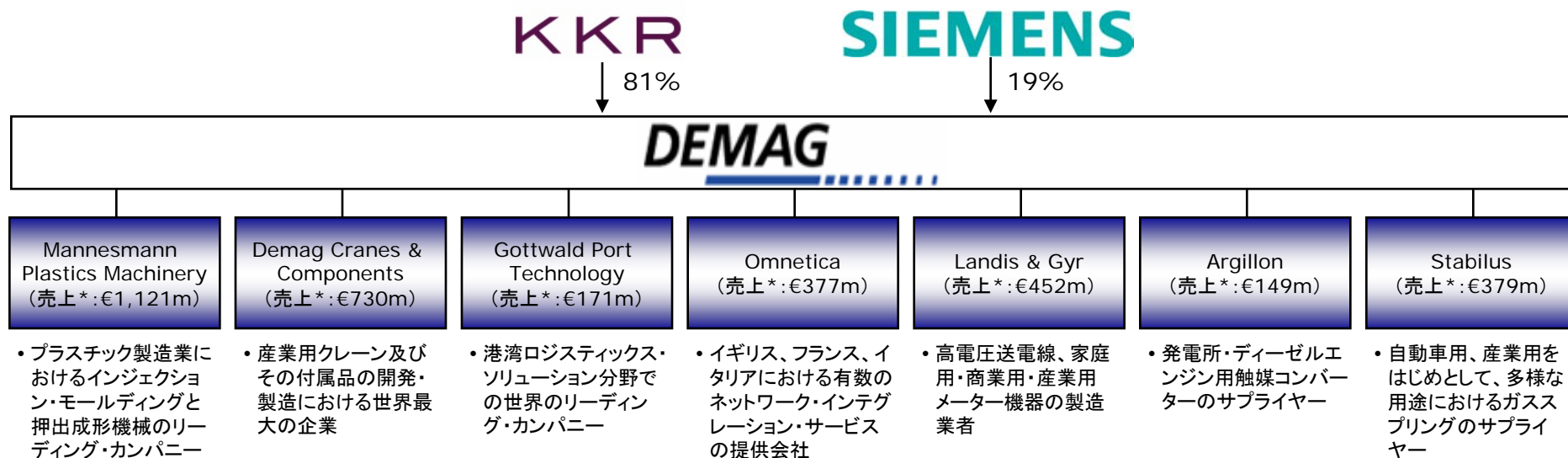
### 東芝メモリー子会社買収に名乗り

- Freescale買収後、世界第1位の自動車向け半導体企業に
- 売上高はKKR投資時の62億ドルから、一時は「選択と集中」により44億ドルまで減少したものの、今期は約100億ドルまで成長見込み
- 営業利益率は現在25%超(独立当時は5%)

### ルネサスエレクトロニクスを凌駕

# シーメンスの大規模再編のきっかけとなった7子会社の同時売却

- シーメンスは2000年にMannesman社のautomotive & engineering 部門であるAtecs Mannesmann社を買収することを発表
- この買収によりシーメンスは事業ポートフォリオを一気に拡大するが、同時にノンコア事業も一緒に付いてくる形となった
- KKRは本買収に付随したSiemensにとっての7つのノンコア事業を2002年に一括で取得し、新持株会社はDemagと設立。KKRが81%の株主となり、Siemensが19%のマイノリティ持分を維持。7事業部門の年間売上高は合計34億ユーロ、全事業の取得価格(案件規模)は15億ユーロ
  - Demagは株式価値が4倍を超える投資リターンを達成。Siemensも同様にアップサイドを享受
- KKR は経営陣とともにDemag各社の価値を高め、独立した企業への転換を図るとともに、事業効率に焦点をあてて業績を測る各種指標を導入。また、研究開発・新商品開発を推奨し、運転資本を最適化させて、新しい企業に生まれ変わるための事業再構成プログラム実施



## SiemensにとってのKKRがDemag社に資本参加することによるメリット

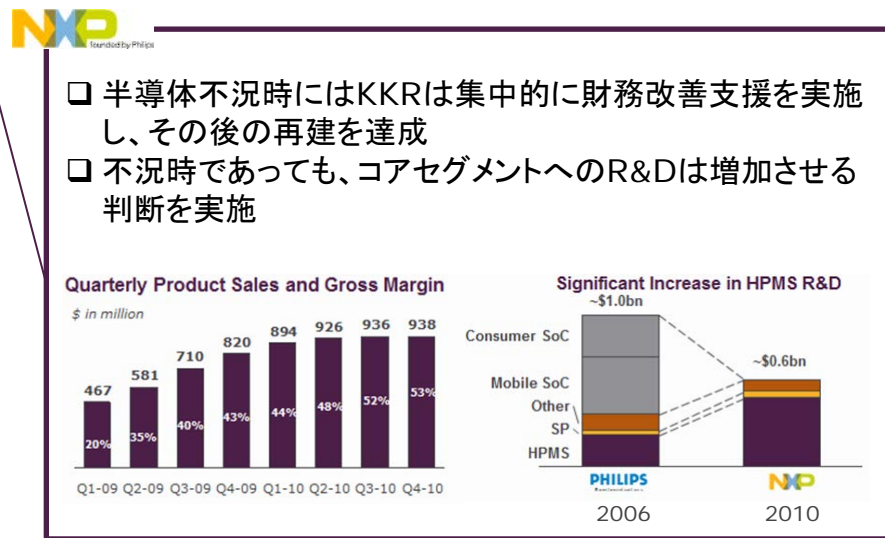
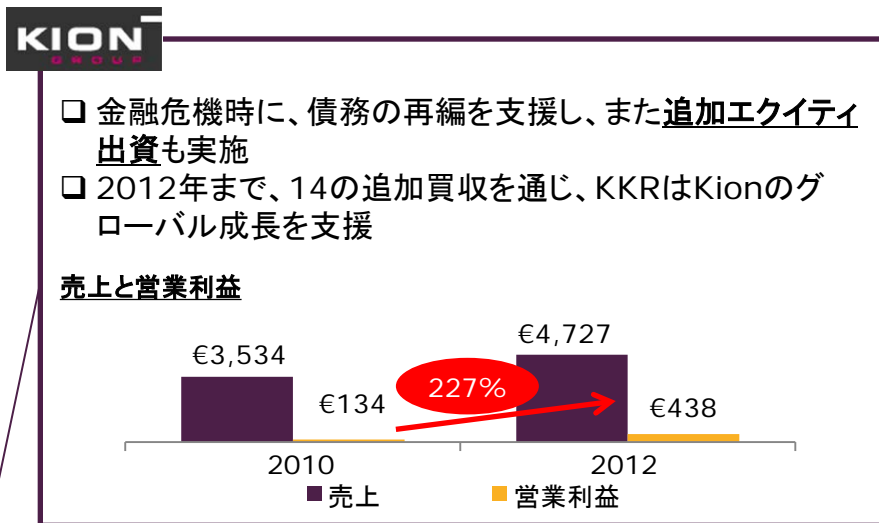
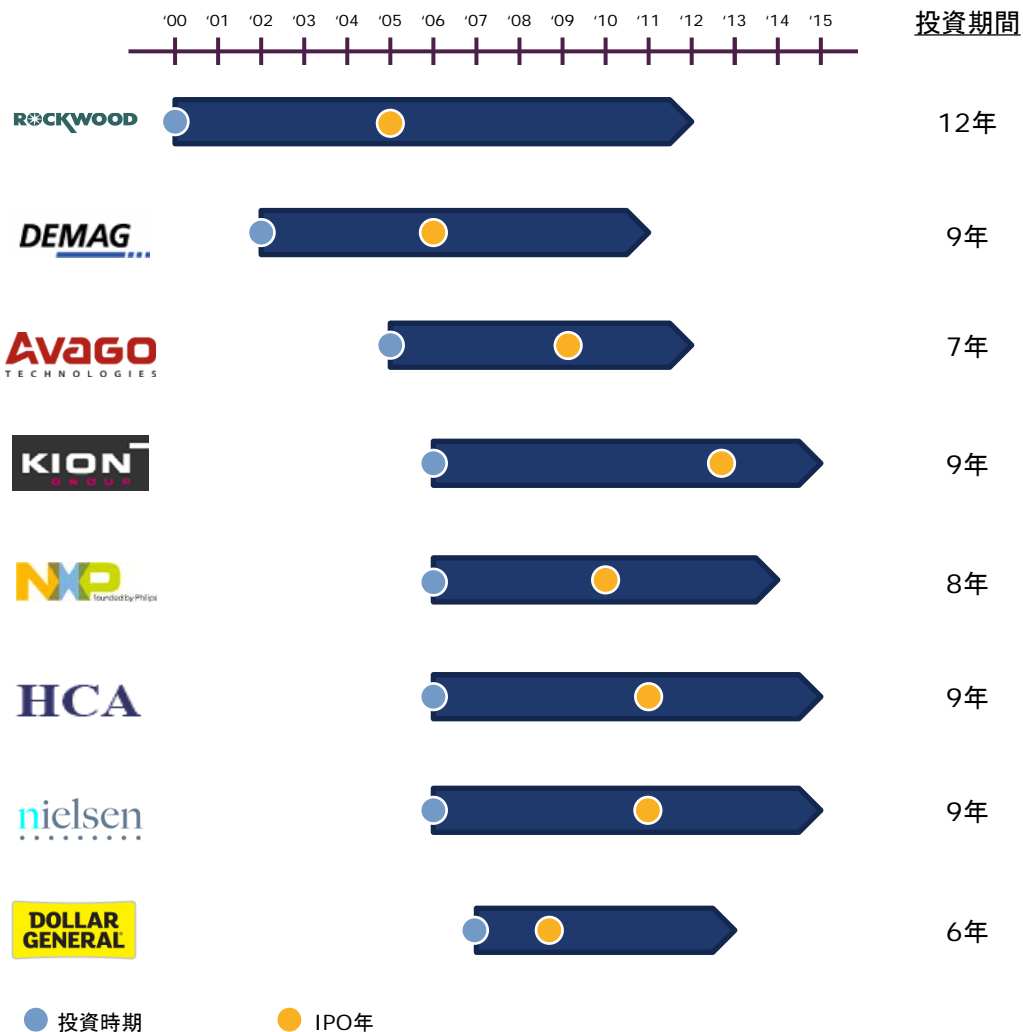
- Siemensはノン・コア事業を一括でKKRに売却することにより、迅速に本体のリストラクチャリングを実施することが可能になった
- 19%の持分を保有し続けることで、Demag社の将来の成長によるアップサイドを享受可能
- ノン・コア事業の価値最大化に関して既に実績があるKKRとパートナーシップを組み、マイノリティ持分を残しながら売却するストラクチャーを採用したことで、Siemensの事業の売り手としての評判も高めることができた

\* 売上高は2002年9月期実績

\*\* 事業再編の促進(産業競争力強化法) 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)報告書に記載の事例




# 長期的な視点での企業成長支援

KKRの平均投資期間は約7年間となっており、経済の好不況の波を超えて、中長期的に会社を支援  
再上場後も数年にわたり継続的に投資先の成長を支援



## 投資先企業によるM&A・追加買収の事例

KKRはポートフォリオ企業による数々の大規模買収および中～小規模案件のロールアップM&A案件を積極的に支援。必要に応じて追加資本も提供

ポートフォリオ企業	投資時期	追加買収数	案件総額 (百万)	概要
	2014	1	€1,000	Bayer から、Bayer Diabetes Care事業を10億ユーロで買収することに2015年6月に合意、2016年1月に取引完了
	2013	1	\$5,400	2016年1月にGEより白物家電事業(Appliance Business)の買収を発表。また同時にHaier GroupとGEでGlobal Strategic Allianceを締結
	2013	2+	\$1,800+	CRO企業のReSearch Pharmaceutical HoldingsおよびCRI Lifetreeを買収
	2009	7	€600	BMGのCherry Lane、Stage Three、Evergreen、Chrysalisといった買収を実施
	2008	4	€170	CVGからHR部門をカーブアウトにより取得し、Northgateに統合。米国におけるプレゼンスが5倍に
	2007	2+	€1,600	中国の薬品ホールセラーのGuangzhou Pharma (中国第3位) とNanjin Pharma (中国第5位)に出資
	2007	24	€3,300	欧州で第二位の規模の放送局であるSBS Broadcastingを€33億ユーロで2007年の6月に買収
	2006	6	€460	Cellular CommunicationおよびSharp Microelectronicsを2007年に、GloNaVおよびConexant Systemsを2008年に買収
	2006	28	€965	Van Gansewinkelを2007年に買収し、その後廃棄物処理会社のAVRと統合
	2005	20	\$1,700	案件総額17億ドル、20件のロールアップ買収を実施
	2002	23	€1,000+	LBO後18ヶ月で総額7億ドル、10件の買収を実施
	2000	6+	€2,300+	特殊化学製品、先端材料事業のDynamit NobelをMG technologiesから買収

3. 日本でも事業再編は以前より認識され事例も散見されるが、まだスローペースなのは何故か？

## なぜ日本はこの流れに乗り遅れているのか？

---

### 文化的側面

- 親会社がグループ各社の人事・制度・経営方針をコントロールする（しなければいけない）という責任感・既得権（天下り先としての子会社の活用）
- 「事業の買収まずありき」で事業売却からはじめることに関する躊躇  
⇒「事業売却するだけは無策と見られる」抵抗感

### 経済的側面

- 株式価値の向上を図ることが経営者のインセンティブに結びついていない  
⇒親会社経営陣 「選択と集中」の決定・実行への対価小さい  
⇒子会社経営陣 「リスク回避して大過なく勤め上げる」ことの合理性高い

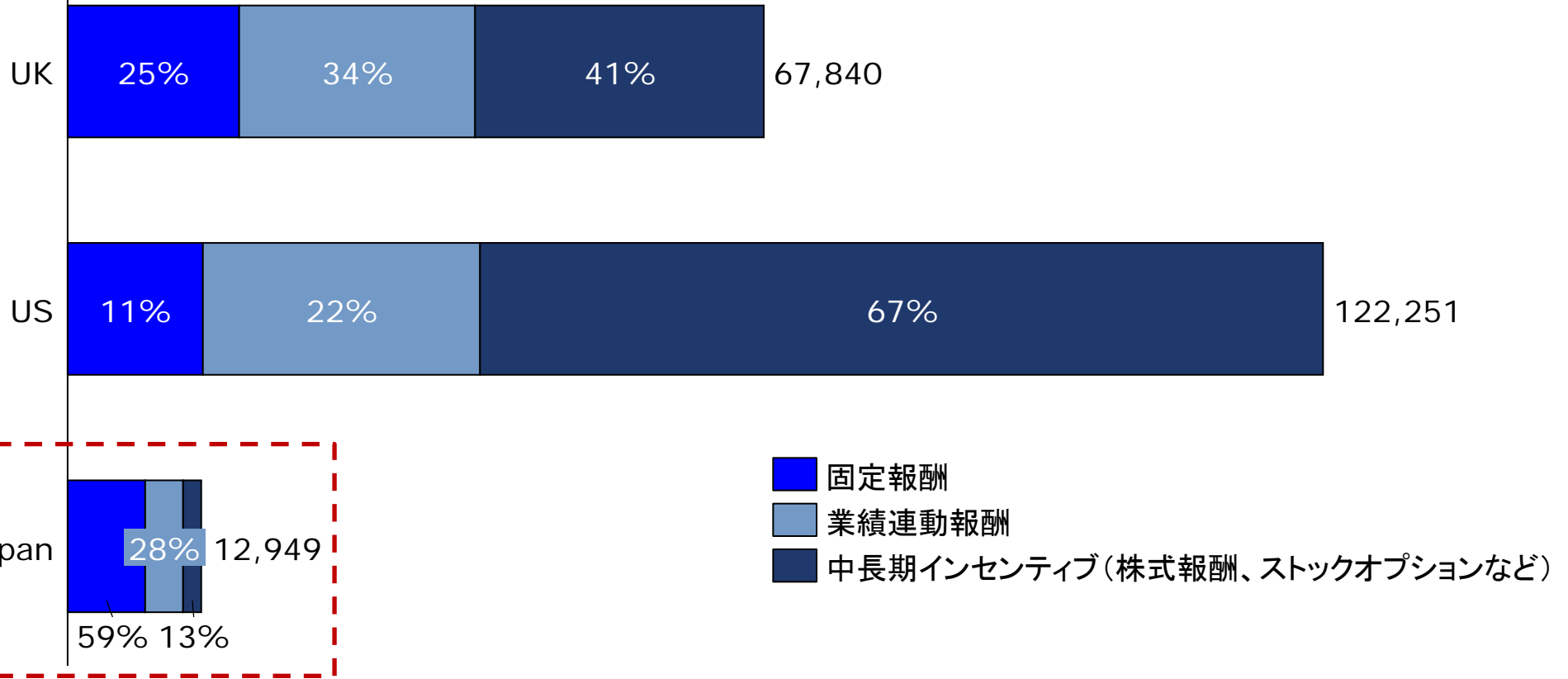


# CEOの報酬比較

## Comparison of CEO's Compensation (2014)

単位: 万円

0 20,000 40,000 60,000 80,000 100,000 120,000 140,000



4.再編を促進する案：「選択と集中」のメリットを株主・経営陣の両者が享受できるようにする

## 案 1 : 事業再編をすることの税制上のメリットをより現実的に

---

事業ポートフォリオ転換に伴う事業売却益は一定期間繰延べ、その後一定期間に新たな事業買収あるいは設備投資を行った場合はなんらかの税メリットがあるような制度設計を行う。

⇒ 「スピノフ税制」のメリットを享受できる事業再編が日本で活発化するには日本企業の意識が変わる必要があり、スピノフの活用を後押しするとともに、まずはノンコア事業の売却を促進できる制度の導入を

⇒ 「コア」「ノンコア」の判定はあくまでも主観的なものであり、不動産などの資産など含めて定義は曖昧であるため、「生産性向上設備投資促進税制」や「産活法」のように経済産業省への申請する方式を採用

## 案 2 : 報酬開示のあり方

---

現在の「報酬一億円以上」の開示を「固定報酬＋現金による業績連動賞与の合計が1億円以上」に変更

⇒H28年、H29年の税制改正で大幅に損金算入の範囲が拡大しことで、今後、中長期インセンティブの方向に変化する可能性は大きい

⇒経営陣へのストックオプション等の付与が増えることで経営判断が株主とアラインメントが取れるようにする

## 案3：事業ポートフォリオマネジメントに関する情報開示の充実

---

投資家・株主が経営者の戦略をより可視化できるように企業のキャピタルアロケーション、事業売却・撤退戦略を含む事業ポートフォリオマネジメントに関する情報開示をより定量的に充実させる

⇒中長期の企業価値向上に資する統合報告ガイドラインの整備

⇒定量的な情報開示を充実させることで案1の「事業再編税制」の申請がよりしやすくなるプロセスを導入する