

“日本的” 持株会社経営の今

Japanese Style of Holding Company Management :Its Current Status

90年代以降の法改正を受け日本でもM&Aを積極的に推進できる純粋持株会社という組織体制への移行が進んだ。持株会社経営という体制は、グループ内外におけるM&Aを容易にするという特徴があるが、それは言葉をかえると「企業（グループ）と社員との関係を永続的なものとして捉えない経営」であると言える。したがって、長期勤続慣行に根ざした従来の日本的経営とは異なる視点に立った経営スタイルが求められる。

純粋持株会社化と、事業本部制やカンパニー制といった擬似分社体制を比較すると、各種のメリット・デメリットが存在するが、概して純粋持株会社の方がメリット・デメリットともに影響を受けやすくなるハイリスクハイリターン型経営と言える。また、純粋持株会社は事業撤退等の事業整理局面においてはそのメリットを発揮するが、特定事業に人的・物的資源を集中したい時には別法人という壁がネックになることがあり得る。

そのような中で、持株会社と事業会社のあるべき関係は上下の関係ではなく、各子会社は顧客や市場に近いところで企業価値を高め、親会社は株主・金融機関・社会との接点を一手に引き受け企業価値を高めるといった、新しい分業体制と捉えることができる。

このような新しい分業体制を可能にするには各々において一層のプロ化が必要不可欠であり、その果てに、“日本的” 持株会社経営というべきプロフェッショナリズム溢れる新しい経営スタイルの確立を期待したい。



Since the series of legal reforms in the 1990's, there have been changes taking place in corporate organizations, which allow for establishment of pure holding companies that enable companies also in Japan to aggressively pursue merger and acquisition activities. The holding company management system, while it facilitates M & A activities internally and externally of the group, can also be said to be one that is, "a management style that does not define the relationship between the company (group) and the employees as being a permanent one." Consequently, a new management style that differs in perspective from the long-held Japanese management style rooted in the practice of long term service will be needed.

Comparing a pure holding company system with the pseudo-subsidary system such as the business group system or company system, many advantages and disadvantages exist in each but, in general, it may be said that the pure holding company system is more susceptible to the effects of the advantages and disadvantages, resulting in a high risk and high return type of management style. A pure holding company organization realizes the greatest degree of its advantage in times of business reorganizations such as withdrawing from a business, but the separate legal entity format may create barriers in efforts to concentrate human and material resources in a specific line of business.

In such an environment, the relationship between the holding company and the operating company ought not be a hierarchical one, but one in which it can be seen as a new form of business specialization where the holding company has exclusive domain over the group relationships with financial institutions, shareholders and society in general, while the operating subsidiaries have exclusive domain over customers and the market with such specialization resulting in enhancement of value of the enterprise.

In order to make possible such new specialization structure, a greater degree of professionalism is required by each party and, the desired result is an establishment of a "Japanese style" holding company management that is overflowing with professionalism.

1 | 日本的経営と環境変化

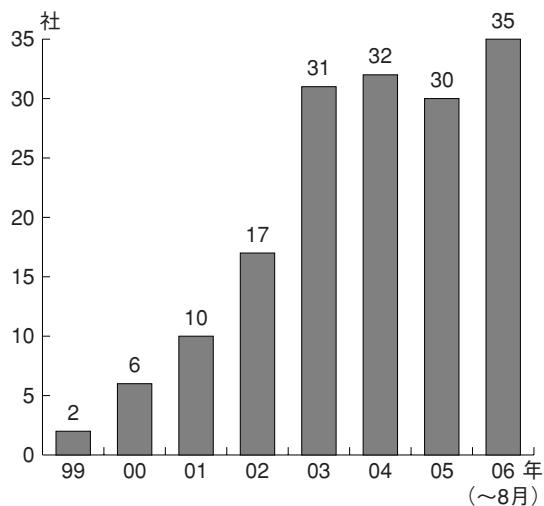
戦後幾度かの大きな環境変化に適応して持続的な発展を遂げた日本経済は、特に米国経済が不振に陥った80年代において、その固有の強みが大いに注目を浴びることとなり、“日本的経営に学べ”といったスローガンが多くメディアを飾った。しかしながら、バブル崩壊を経た90年代の長期不況期においては、一転してその弱みばかりがクローズアップされ、「従業員重視の経営」は「株主軽視の経営」、「長期的視点に立った経営」は「変革スピードに欠ける経営」であるとして酷評されることとなった。また、この時期における象徴的なトピックとして、日本を代表する高業績企業が“終身雇用を墨守していること”を理由に米系格付会社から評価を下げられるといった由々しき事態まで起こることとなった。

そのように日本的経営批判論が声高に叫ばれる中、日本的経営を特徴付けるいくつかの構成要素も個々に変質が進んでいった。「終身雇用慣行」は相次ぐ雇用調整によってその崩壊が叫ばれ、「年功序列型賃金」は成果主義の洗礼を浴び、「企業別労働組合」はベアゼロ時代にあってその存在意義を問われることとなった。

日本的経営のあり方に少なからぬ影響を与えたものは平成不況だけではない。その後半期に訪れた未曾有のM&Aブームの影響も見逃すことはできない。相次いだM&Aに伴って企業別労働組合も自らの再編を余儀なくされ、M&Aを通じた新組織の発足は処遇体系が見直される契機となった。そのような労働環境の変化は、企業人に対して長らく勤めた職場からの転進を決意するきっかけを与えることにも繋がった。

そして、そのようなM&Aの積極推進に際して有効であるとして、持株会社という組織体制に注目が集まりその活用が進んだ。1997年の純粋持株会社解禁、98年の株式交換・株式移転制度の創設、2000年の会社分割制度の創設といった法制改革の追い風を受けて、持株会社の数は着実に増加の一途を辿った。持株会社に関する公式統計は今のところ存在しないため、その正確な数は不明

図表1 設立時期別・上場持株会社数の推移



だが、上場企業の中で社名に「ホールディングス」「グループ」が付くものは163社（2006年8月末時点、弊社調べ）に及ぶ（図表1）。この数が、上場している持株会社数の近似値であると考えておおよそ差し支えないだろう。全体に占める割合はまだまだ限定的ながら、M&Aや労働市場をはじめとして社会全体に与える影響という面では決して軽視できる存在ではなくなってきている。

2 | 日本的経営と持株会社経営

ところで、従来から言われる日本的経営とは、一言で言えば「長期勤続慣行に根ざした経営」であると言える。

長期勤続であるがゆえに社員のロイヤリティは総じて高い。簡単に雇用調整をされる心配がないために生産性向上に向けて全社が一丸となって改善活動に励むことができる。また、人材の流動性が乏しいがゆえに各社はこぞって新卒の獲得競争に力を注ぐ。幹部人材においても同様に流動性が乏しいがために、基本的に内部昇進を通じて経営の承継が行われてゆく。新卒採用・長期勤続・内部昇進を前提としているために完全な職務給は馴染まず、処遇体系はある程度右肩上がりのものとならざるを得ない。

このような長期勤続慣行自体は“特長”ではなく“特徴”に過ぎないため、それ自体は強みでも弱みでもない。

中途入社が乏しいという人員構成は、ともすれば経営の視座を画一的・硬直的なものとしがちである。また、雇用調整の柔軟性を欠くために、不況期においては高固定費構造となって大きな弱みを露呈せざるを得ない。これらの弱みも包含した上での「長期勤続慣行に根ざした経営」こそが日本の経営と呼ばれてきたものの実像であると言えよう。

対して、持株会社経営という体制はグループ内外におけるM&Aをより容易にするという点に大きな特長がある。これは言葉を代えれば、“企業（グループ）と社員との関係を永続的なものとして捉えない経営”ということであり、従来とは全く異なる視座に立った経営スタイルへの転換を余儀なくされるわけである。そのような体制下における企業と社員との新しい関係性をどう再定義すべきかについて、各社において様々な模索が試みられている。

「日本的経営」と称される経営スタイルが確立したのは戦後に入ってからのことであるが、対して持株会社は、創業家一族の影響力を適度に抑制しつつ多角化事業をマネジメントするための手段として、財閥系グループを中

心に戦前において活用されてきた（図表2）。その後半世紀を経て復活した「旧くて新しい経営スタイル」である持株会社経営は、果たして我が国の企業社会に再び定着するのだろうか、それとも規制緩和の後の単なる一過性のブームに終わるのだろうか。持株会社経営と日本的経営とは果たして並び立ち得るのだろうか。また、並び立つべきなのだろうか。

そのような試行錯誤が続く日本的経営の新しいフェーズともいべき今の時代を断面的に切り取り、我が国における持株会社経営の実情と課題を整理することが本稿の目的である。

なお、持株会社には大きく分けて、①多角化企業が事業部門を分社して抜け殻的に設立されたパターン（分社型）、②複数の企業グループの統合に際しての連結器として設立されたパターン（統合型）、の2通りがあるが、後者は、経営統合を円滑かつスピーディーに進めるための合併代替措置としての色彩が強く、その設立自体は目的ではなくあくまでも副次的な手段であるため、本稿では基本的に前者のパターンを想定した記述を行っている。しかし、後者の場合であっても、いったん持株会社の下に旧会社が並存した後、一定の融合期間を経て改めて事業別に再編が進められるケースが一般的であるため、その後の持株会社経営を進めるに際して参考となるはずである。

3 | 持株会社化のメリット・デメリット

事業部制やカンパニー制といった疑似分社体制をとっている企業が持株会社体制へと移行することのメリットとしては既に様々な指摘がなされている。持株会社化の最大のポイントは「全社経営と事業経営の分離」「法人格の分離」の2点であると言われるが、これら2点のポイントから派生する各種のメリットを整理したのが図表3である。しかし、その内容を吟味すると、これらメリットの中で持株会社体制でないと実現し得ないものは、実は存在しないことに気づく。いずれのメリットも、事業部制やカンパニー制であっても取り組み次第で実現可能な

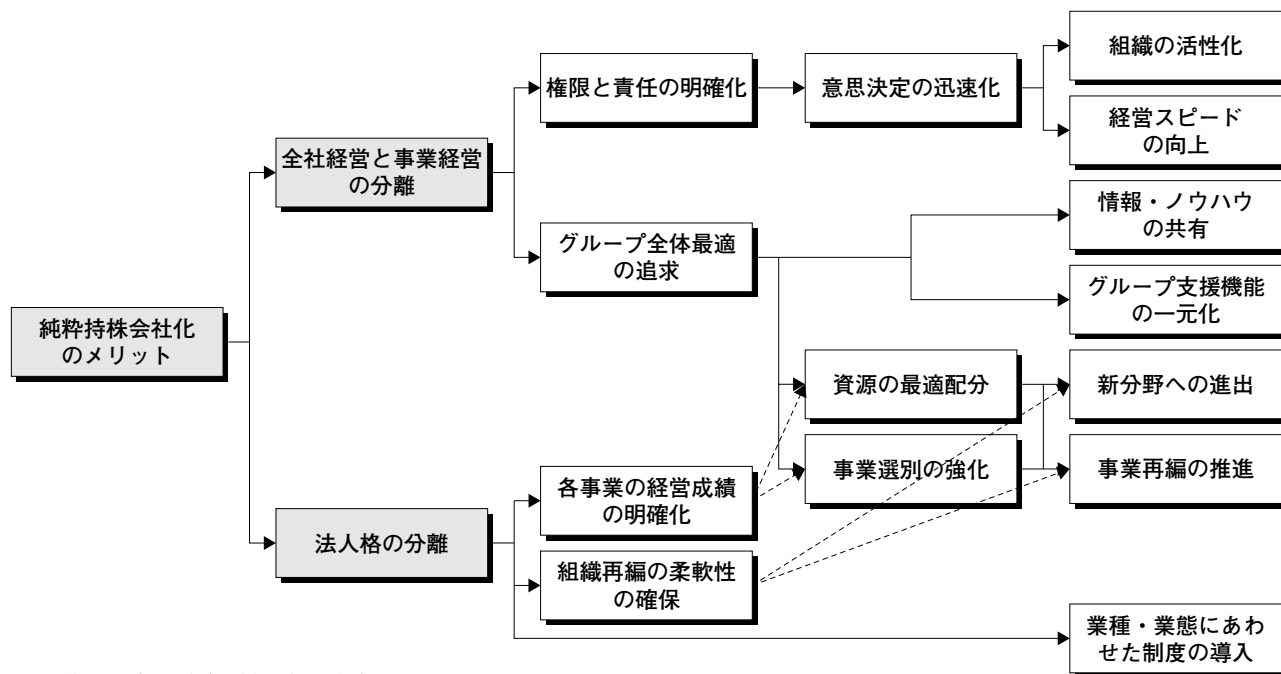
図表 2 戦前における持株会社

（単位：万円）

設立年次	社 名	資本金
1909年	三井合名	5,000
1912年	（名）安田保善社	1,000
1915年	渋沢同族	300
1917年	三菱合資	3,000
	古河合名	2,000
	（名）大倉組	1,000
	（名）藤田組	600
	森村同族	500
1918年	浅野同族	3,500
1920年	山口合資	1,000
	（資）川崎総本店	1,000
	大川合名	1,000
	（名）久原本店	1,000
1921年	住友合資	15,000
	鴻池合名	1,700
1922年	野村合名	2,000

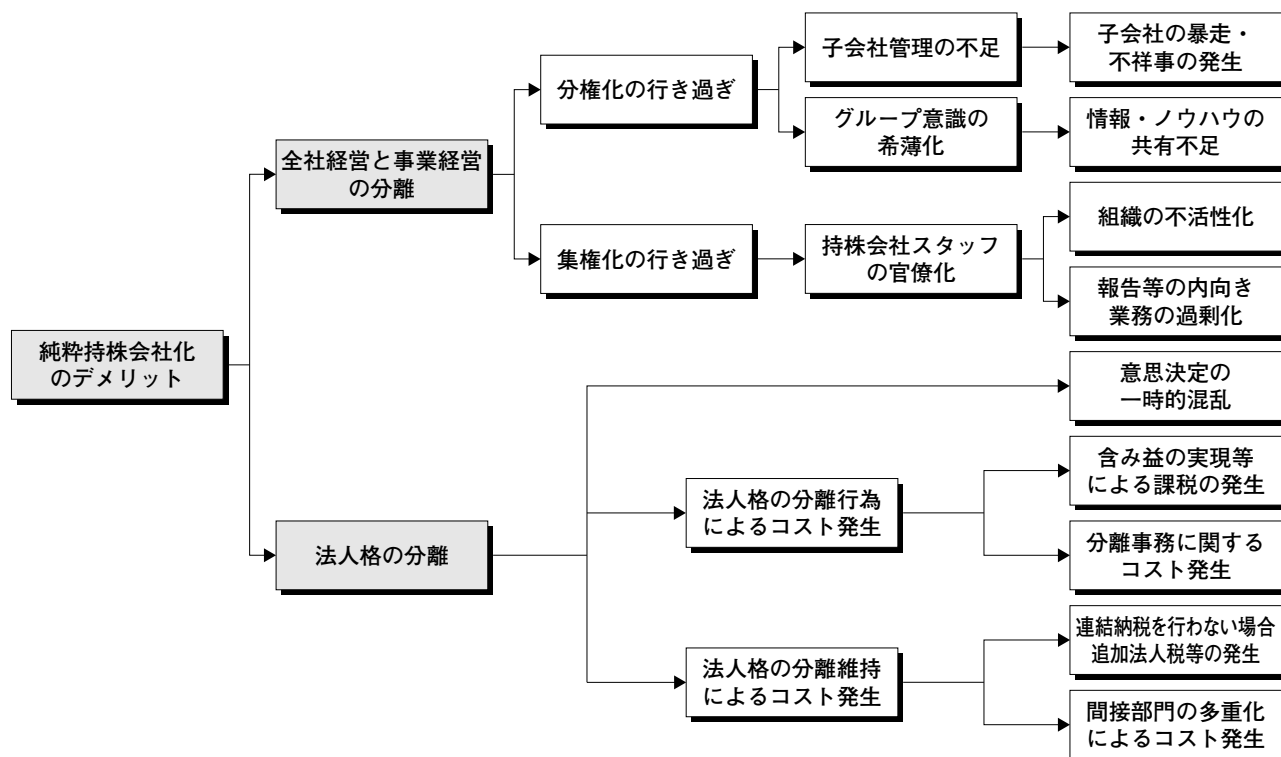
出所：武田晴人「資本蓄積（3）財閥」大石嘉一郎編『日本帝国主義史1』東京大学出版会、1985年、p247

図表3 持株会社化のメリット



出所：井河公認会計士事務所資料を参考に作成

図表4 持株会社化のデメリット



出所：井河公認会計士事務所資料を参考に作成

もののばかりである。ただ、前述の2点のポイントが媒介となって、持株会社体制の方がそれらの効果をより発揮しやすいということに過ぎない。

他方、持株会社化がもたらすものは必ずしもメリットばかりではなく、その裏側には少なからずデメリットが潜んでいる。同じく「全社経営と事業経営の分離」「法人格の分離」というポイントを起点として、そこからもたらされるデメリットを表現したのが図表4であるが、こちらも同様に、持株会社固有のものと言うよりは、疑似分社体制に比べてそのような現象がより生じやすいといった性質のものが大半である。

総じて、疑似分社体制から持株会社体制への移行は、メリットも大きいリスクも高い「ハイリスク・ハイリターン」の選択であると言える。

“事業再編をやすく、事業特性にあった処遇体系を構築しやすい”といった持株会社体制の特性は、グループ事業再構築を進める局面においてはそのメリットがいかに発揮されるはずである。また、それこそが90年代の議論を通じて純粋持株会社設立の解禁が待望された理

由であった。しかし、純粋持株会社解禁から10年、目下の情勢はグルーブリストラガー巡し、各事業において前向きな施策が展開されようという局面である。そのような情勢下において、いったんは純粋持株会社体制へと移行したものの、“自社のマネジメントスタイルに合わない”もしくは“役割を終えた”といった理由からその体制を解消する事例も一部に見受けられるようになった（図表5）。わが国における持株会社経営は正に試行錯誤の只中にあると言える。

4 | 持株会社とポートフォリオ経営

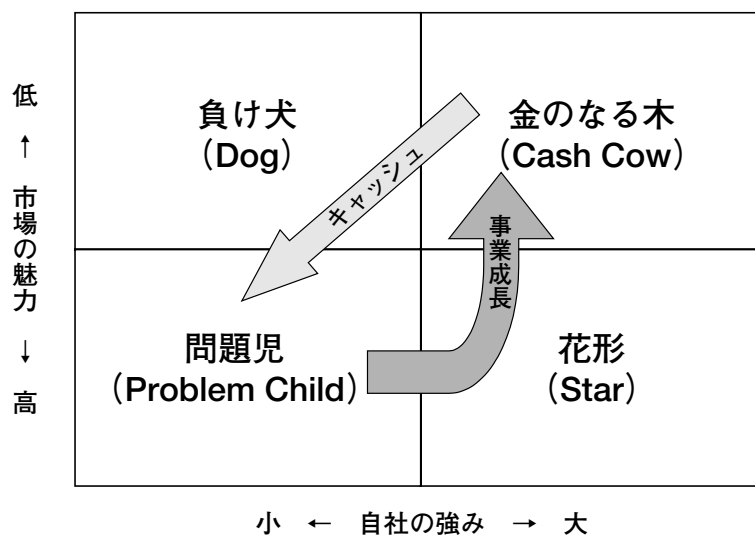
持株会社の下に複数の事業部門が子会社の形で存在するという組織形態は、基本的に多角化事業をマネジメントするために工夫された組織形態である。そして、多角化事業のマネジメントは、いわゆるポートフォリオ・マネジメントを抜きに語ることができない。

ポートフォリオ・マネジメントとは、ある事業の衰退を他の事業の成長でカバーすることで、全体としての収益力を高めつつ、リスクを極小化するためのフレームワ

図表 5 持株会社解消の例

企 業 名	業 種	持株会社 設立時期	持株会社 廃止時期	持株会社と 統合する事業会社
岡部	金属製品製造業	2001/7/1	2005/1/1	岡部建材 岡部ストラクト 岡部土木
パイロットコーポレーション (旧・パイロットグループホールディングス)	その他の製造業	2002/1/4	2003/7/1	パイロット
日清オイリオグループ	食用油製造業	2002/4/1	2004/10/1	日清オイリオ リノール油脂 ニッコー製油
ボーダフォン (旧・ボーダフォンホールディングス)	通信業	2002/8/1	2004/10/1	ボーダフォン
クインランド	卸売業	2005/3/1	2006/6/1	DMES
オークマ (旧・オークマ ホールディングス)	金属加工機械製造業	2005/10/1	2006/7/1	オークマ 大隈豊和機械 大隈エンジニアリング
未来	その他電気機械器具 製造業	2003/2/1	2006/9/14	未来工業

図表6 ポートフォリオ経営の考え方



ークである。念のためポートフォリオ管理の考え方をおさらいしておくと、よく知られる図表6のフレームワークによって説明される。ここで、縦軸は市場の魅力度（成長性）を、横軸は自社の競争力（マーケットシェア）を、それぞれ表しているが、これは言い換えれば、縦軸がキャッシュフローの需要を、横軸がキャッシュフローの創出力を表しているものと読み替えることができる。そして、四つの象限それぞれに既存事業が位置づけられ、それぞれの特性に応じた事業方針が打ち立てられるわけである。

市場の成長性は高いが事業の競争力が低い金食い虫の「問題児」事業は、経営資源を投入し市場競争力を高めて「花形」事業へと育て上げる必要がある。その「花形」事業も、やがては市場成長が鈍化する宿命にあり、追加投資が不要の「金なる木」へと移行してゆく。そこで、「金なる木」で創出されたキャッシュフローを「問題児」事業に投入することで、新たな「花形」事業の育成を図る必要がある。一方、競争力を保持できず市場成長も鈍化してしまった「負け犬」事業については、速やかに撤退を図る。このように、①「金なる木」の余剰資源を「問題児」にシフトして新しい柱を育成すること、②「負け犬」事業を明確にして速やかな撤退を図ること、の2点がポートフォリオ経営を構成する重要なポイントである。

そして、多角化企業は本質的にポートフォリオ経営を志向するものであり、持株会社が多角化事業をマネジメントするための一形態であるという特性から、持株会社経営は必然的にポートフォリオ経営を志向することとなる。

この際、「負け犬」事業の撤退に際してネックとなるのは、「手続きの問題」と「心情の問題」である。「手続きの問題」とは、疑似分社体制において企業内の事業を売却するには営業譲渡や会社分割の手続きを経ざるを得ず、その規模次第では株主総会決議が要件とされるということであるが、持株会社体制であれば単なる保有株式の売却に過ぎず、その手続きは取締役会決議で済ませることができる。「心情の問題」とは、同一企業内の特定部門の売却であれば社員にとっては会社が変わることになるが、子会社の売却であればそこで働く社員にとっては株主の交代でしかないということである。また、売却ではなく事業を清算する場合であっても、債務の保証でもしていない限り、連結対象子会社であったとしても法的には親会社には何の責任も生じない（別途、日本企業特有の社会慣行に照らした場合の「道義的な問題」が問われることはありうる）。このように、こと「負け犬」事業の撤退に主眼を置いた場合、持株会社化は極めて有効なスキームであることが理解できる。

反面、ポートフォリオ経営のもう一つのポイントであ

る、「金のなる木」で得たキャッシュを「問題児」に投入して新たな柱を育成するに際しては、事は簡単ではない。疑似分社体制の場合であれば、基本的に財務部門は一つであるから、中央集権的な資金管理を通じてこのような資金の流れを実現することに障害は少ない。しかし、これを持株会社体制で行おうとした場合、「法人格の分離」によって各事業部門の自立性を高めて遠心的な経営を指向しつつ、最も重要な経営資源の一つであるカネの流れを持株会社がコントロールするという求心的なスタイルを他方ではとらざるを得ず、仮に100%子会社の場合であっても、そこには微妙なバランスが要求される。

また、「問題児」に対して親会社が資源投入を行う際に、子会社による投資申請を親会社が承認する手続きも複雑化せざるを得ない。各事業部門における重要な投資案件や意思決定事項については、子会社（事業会社）の経営会議に付議→親会社（持株会社）の経営会議に付議→子会社の取締役会に付議→親会社の取締役会に付議、といった4つのステップを踏むことが必要となり、本来は意思決定の迅速化を目指したスキームであるはずの持株会社化が、かえって経営のスピードを鈍らせる結果となりがねない。マーケットの成長スピードが速ければ速いほど、その事業が有望であればあるほど、持株会社体制においては意思決定の遅れに伴う機会ロスを招きかねないのである。このような愚を犯さないためには、子会社の権限事項の範囲を広く取り、親会社の承認事項の範囲を狭くしておかなければならないが、様々な特性の事業が並存する中で、そのバランスがまた悩ましい。

更に、ポートフォリオ経営を行うに際して、配慮すべきは資金の問題に留まらない。最も重要な経営資源である人の問題が絶えずついてまわることになる。成長事業であれば人手はいくらあっても足りない一方で、成熟事業であれば可能な限り少ない人員で効率的にオペレーションを回す必要がある。一方で人員増の要請があり、他方で人員減の必要がある事業を抱える持株会社としては、それらのシフトを通じて人的資源の有効活用を図りたくなるものである。これが疑似分社であれば、事は社内の

異動で済む話であるが、持株会社体制であれば会社間の出向、さらには転籍が絡む話となり、そのハードルははるかに高いものとなる。また、親会社として子会社の人事権にどこまで踏み込むべきか、という問題も残る。

事業別に法人格を分離し、純粹持株会社化を進めることは、基本的に各事業部門への権限委譲を進め、分権化を志向するということである。したがって、そこで期待されるメリットは主に分権化することのメリットであり、懸念されるデメリットも分権化に伴うデメリットであると理解することができる。いったん事業部門を分離して別法人にした後は、基本的に“お任せ”とならざるを得ず、事業間で経営資源をシフトしたり、事業間をコーディネートしてシナジーを創出したり、といった取り組みは相当程度制限されざるを得ない。ポートフォリオ経営を志向する持株会社は、このように、遠心と求心、分権と集権の狭間で自縄自縛の状態となり、いわゆる「持株会社のジレンマ」に陥ることが宿命づけられている。

5 | 持株会社と新規事業創出

だからと言って、ポートフォリオ経営における持株会社の役割が全くないと考えるのは早計である。持株会社に特に期待される役割として、「ポテンシャルの高い問題児を発掘し続ける」という機能があることを見落としてはならない。そして、事業を持たない持株会社にとって、新規事業を自力で創出することは困難であるため、基本的にこれを活発な買収を通じて実現することとなるが、その際、事業部門を持たない持株会社であることは2つの側面で若干の有利な点がある。それは、「被買収側の心情面」と「買収側の風土面」におけるプラス要素によるものである。

買収によって事業会社の傘下に入る場合、その位置づけはいわゆる「子会社」となるが、これは独立系の企業にとっては幾分かのストレスを伴う状態である。しかし持株会社の傘下に入るのであれば、子会社であることに変わりはないが、他の事業とは並列関係であるため、「子会社の悲哀」を感じる要素は相対的に少なく、その分、

傘下入りに対する心理的ハードルが幾分低くなることが期待される。これが「被買収側の心情面」におけるプラス要素である。

また、企業の組織風土は、大なり小なり本業ビジネスの特性に影響を受ける。例えば、法人顧客対象か個人顧客対象か、ストックビジネスかフロービジネスか、単価の高低、リスクの大小、商品開発のサイクル、規制の有無、などは、組織風土に強く影響を与える要素としてよく知られるところである。これらによって醸成される組織風土は、事業買収のあり方にもしばしば少なからぬ影響を与える。例えば、足の長い重厚長大型のビジネスを本業とする企業の経営陣が、変化の早いコンシューマービジネスの買収案件において的確な判断を下すことは困難であるし、規制に守られた安定的なビジネスを営む企業が、リスクの高い案件をマネージすることも同様に困難である。そして、事業会社であれば、それら案件を判断するのは本業での成果を通じてその地位に就いた経営陣であり、本業の執行にも現に携わっているケースが多いため、その土壌の影響を多分に受けざるを得ない。しかしながら、純粋持株会社の場合であれば、経営陣の出自は本業ビジネスであったとしても、その時点においては（一部兼務はあるにせよ）持株会社経営に専念しているわけであるから、相対的により中立的なジャッジメントを下せる余地が大きい。これが「買収側の風土面」におけるプラス要素である。

持株会社ならではのこのような強みを活かして、多くの買収案件にアンテナを張り、ポテンシャルの高い「問題児」を獲得し続けることこそが、持株会社におけるポートフォリオ経営の鍵なのだ。

この際、買収案件が舞い込みやすいようなオープンな組織風土を常に保ち、それを内外に印象付けておくことは重要である。近年相次いだ敵対的買収の失敗例を見るまでもなく、資本の論理を振りかざした買収が、その後の経営も含めて成功する可能性は極めて低い。資本の関係を結ぶに際して、相手方に“このグループなら悪くない”といったポジティブな心象を与えることこそが大切

なのである。そのためには、“買収先の経営スタイルや企業風土に過度には踏み込まず、不足する経営資源の投入を通じて共に成功を実現しようとするフレンドリーな企業グループ”といった好意的な評判を獲得することが、実は極めて重要である。

そして、経営スタイルや企業風土を無理に変えようとせずとも、「問題児」を支援し競争力を高める方法は、実際には多岐にわたる。資金調達力に欠ける企業であれば、債務保証を付けてやることで金融コストを引き下げることができる。コスト競争力に欠ける企業であれば、共通購買を通じてコストを下げるができる。人材に乏しい企業であれば、スタッフを送り込むだけでなく、採用の共通化などを通じて支援することも可能である。販売力に乏しい企業であれば、ブランドを共通化することで知名度や信用力を高めることができる。

このような様々な支援を受けることができ、かつ、経営スタイルや企業風土に配慮してもらえるのであれば、被買収企業としても傘下入りを頭から否定する要素は少ないであろう。これは一見遠回りで手ぬるいやり方のように見えるが、実際には最も軋轢が少なく確実性の高いM&A戦術なのである。

6 | 持株会社と投資格付け

持株会社が事業買収を進めるに際してもう一つ留意すべき点がある。それは、投資格付けへの影響である。

持株会社の資金調達に際しての格付け判定において、まず重視されるのは連結グループとしての信用力評価であり、この点は疑似分社体制の場合と同様である。しかしながら、債務の返済主体は第一義的には個別法人単位であり、対して純粋持株会社はそれ自体で事業を営んでいるわけではないので、配当政策や資金管理が各事業会社の判断に委ねられる程度が大きい場合、グループの「一体性」が弱いと判定され、長期優先債務格付けにおいて持株会社の格付けがグループ信用力を下回る可能性があるため注意が必要である。ちなみにR&I（投資格付情報センター）では、①持株会社制にいたった経緯、設立

の目的、②持株会社の主な機能、責任・権限、③一体性を強める（あるいは弱める）法的規制、契約の存在の有無、④グループ間の取引関係、シナジー、リスク分散効果、などによって、この「一体性」を判定するとしている（News Release No.2002-A-038）。

この「一体性」において特にネガティブに評価されるのが、買収によって資本の過半を握ったものの、少数株主が残るケースである。ポテンシャルの高い「問題児」の買収に成功し、その競争力を高めて「花形」へと成長させた場合でも、少数株主の存在は配当政策や資金管理におけるコントロールの自由度を持株会社から奪うこととなる。「問題児」のポテンシャルが高ければ高いほど、それらとの「一体性」には注意を払うことが必要である。

7 | 持株会社と事業会社の関係

事業部門を持たない純粋持株会社においては、親会社と子会社の関係も従来とは違った新しいものへと変質を遂げざるを得ない。多くの著名な学者や経営者が繰り返し述べているように、“日本企業の強みは現場力にあり”とはよく知られるところである。そして、日本企業において優れたリーダーシップを発揮したトップはいずれも、ほぼ例外なく現場掌握力に長けた人物であった。しかし、

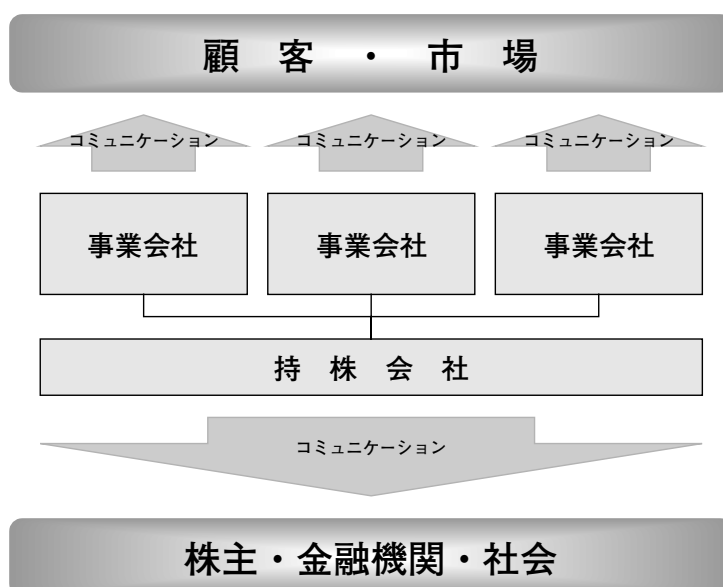
純粋持株会社の場合はいわゆる「ゲンバ」を持たないため、事業部門へのリーダーシップは構造的に発揮しがたい。いやそもそも、別会社に対してそれを発揮すること自体が不合理でさえある。持株会社とは本来、事業執行における親会社の権限を制限し、子会社の自立性を高めるための仕組みなのである。

そのような構造において、「親が子に指図する」といった従来型の親子関係を継続することは困難であり、無理にそれを行おうとすれば権限委譲が中途半端なものとなり、組織の不活性を招いてむしろマイナス影響が強くなるだろう。したがって、持株会社体制下における親子間の関係は、従来のような上下の関係から、機能別の分業関係へと発展することこそが望ましい。

すなわち、各子会社はより顧客や市場に近いところで、それらにとっての企業価値を高めることに努め、親会社は株主・金融機関・社会との接点を一手に引き受けて、それらにとっての企業価値を高めることに専念する。これは、上下の関係ではなく、対応するステークホルダーに応じて役割を分担した新しい分業関係と捉えることができる（図表7）。

したがって、役割の異なる親会社と子会社とでは、そのトップに求められる資質も本来異なるはずである。子

図表7 持株会社と事業会社の関係



会社のトップには、正に事業経営の推進者として、市場・顧客に精通し現場掌握とリーダーシップに長けた人材が求められるのに対して、親会社のトップは、株主・金融機関・社会といった外部のステークホルダーに対して分かりやすい言葉でしっかりと説明責任を果たせる人物が求められる。マスコミ対応なども親会社トップの重要な役割となろうから、見栄えや話し振りといった要素も軽視できない。株主代表訴訟のリスクは全て親会社の経営陣が受けることとなるし、何らかの企業不祥事が発生した場合においても、その説明責任は持株会社のトップに及ぶことが多いが、そのような場合の対処に際しても、持株会社のトップには優れたアカウンタビリティが求められるだろう。

重ねて言うが、純粋持株会社体制においては、親会社が上で子会社が下という発想では、グループを適切にマネジメントすることはできない。その役割の違いを正しく認識して、新しい体制に即した新しい関係を築くことこそが重要である。

8 | 持株会社経営におけるHRM

持株会社体制へと移行すれば、HRM（Human Resource Management、人的資源管理）のあり方もそれに適したものへと変わらざるを得ない。

まず、最も関心が向きやすいのが処遇面である。「事業特性に応じた処遇体系」を構築できることは、持株会社化の大きなメリットの一つであると認識されている。例えば、ひと括りに電機と言っても、弱電事業と重電事業では事業特性が大きく異なるため、部門に対しても個人に対しても、評価の項目・期間やそれに基づいて付与されるインセンティブも異なったものであることが望ましい。また、業種によっては、処遇水準の相場自体が高かったり低かったりといった傾向もある。このような場合に、それぞれの事業が別会社であれば個別の処遇体系を構築するのに何の障害もない。もちろん、これは事業部制やカンパニー制であっても不可能ではないが、やはり同じ企業に属したままで部門毎に極端な格差がつくこと

は、労使双方にとってあまり治まりの良いものではなく、これが円滑に実現できることは持株会社体制の大きな魅力であると言える。

一方で、ネックになりやすいのが採用面である。上場企業が持株会社に移行した場合、各事業会社は非上場となるわけで、個社単位での採用知名度における不利は否めない。また、採用活動を個社単位で行っているはその費用も従来以上にかさむこととなる。このようなデメリットを克服するため、近年、多くのグループでは新卒採用において「グループ採用」という方法が試みられている。これは、①募集窓口をグループで一本化し、選考以降は個社別に行って内定を出すパターンと、②募集～選考をグループ一括で行い、グループとして内々定を出した後に、本人の希望も踏まえて個社の内定を出すパターンとがある。①は業種・職種を特定した「就職型」のスタイルであり、技術系採用では基本的にこのスタイルがとられる。対して②はグループ全体を対象範囲とした「就社型」のスタイルであり、基本的に事務系採用に限られるスタイルである。グループ採用の取り組みはまだ緒についたばかりであるが、今後ますます工夫が凝らされることだろう。

次いで、配置の問題であるが、疑似分社体制に比べて、事業をまたがる人員シフトに困難を伴うのは前述の通りである。加えてより重要な点は、持株会社スタッフの配置である。退職金・年金の問題も絡んで、一部の持株会社では子会社からの出向や兼務といった形で要員配置がなされているケースも見受けられるが、これでは責任の明確化やプロ人材の養成といった課題に対応することはできず、その立場の曖昧さゆえに、事業会社サイドの信頼を得ることの障害となっているケースも多い。前述のように、持株会社と事業会社では果たすべき機能が明確に異なるのであるから、兼務・出向といった中途半端は避け、それぞれに相応しいコンピテンシーを備えたプロ人材の確保・養成に努めるというのがあるべき方向性であろう。

9 | グローバル経営と持株会社

持株会社は一般に、多角化事業のマネジメント形態として認識されているが、同様に、多国籍事業のマネジメントにおいてもその効果が期待される。

事業を国際的に展開する場合、コスト戦略面においては中央集権的に、マーケティング戦略面においてはエリア分権的に、それぞれのオペレーションが遂行されるのが常道である。すなわち、生産拠点の設置に際しては国際的に見て最もローコスト調達可能なエリアに拠点を配置し、それを国内工場の分工場として、国内工場で定めた各種標準に従ってそのオペレーション部分を委託する。これが「集権的管理」である。一方、マーケティングにおいては世界各国ごとに仕様、ネーミング、広告宣伝、販売促進などのニーズが異なるため、エリア別の海外子会社に権限を委譲して地域特性にあった展開を指向する。これが「分権的管理」である。

このような展開を進める中、海外売上上の比率が高まれば高まるほど、ある種の矛盾が国内本社を取り巻くこととなる。グローバル企業のボードにおいては、本来は世界各地への投資案件やそれを通じた資源の最適配分が検討されるべきであるが、実際にはそうはなっていないケースがしばしば見受けられる。というのは、事業は国境を越えて展開される一方で、国内ビジネスは依然として一定ウェイトで存在するわけで、ボードにおける意思決定事項は国内ビジネスだけでも多岐にわたる。そのため、海外ビジネスは特定の担当部門のみが扱う部門課題に留まってしまうケースが、特に中堅規模の国際展開企業においてはしばしば見られるところである。結果、グループの売上・利益の過半を海外であげていながら、そのための意思決定にボードが割ける時間はごくわずか、といった不具合が実際には少なからず生じてしまう。こういった事態の打開策として、国内事業は子会社へと移管した上で、残った持株会社にグローバル本社としての機能を持たせる、といった機能分業の取り組みが一部で試み始められている。海外の事情を見ても、英国では純粋持

株会社の形態が相対的に多いとされるが、これは資本主義の発達が早く、早くから世界各国に進出して現地子会社を設立してきたためと言われており、グローバル経営のあり方を考える上で一つの参考となるだろう。

冒頭、持株会社化には2つのパターンがあると述べたが、この形などは新しい「第3の型」とも言うべきものである。言わば「グループ再編型」とでも命名されるべきものであるが、従前は親子会社の関係であったものを共同持株会社をしてその下に並列配置することで兄弟会社の関係へと移行したりするのも「グループ再編型」の一形態と考えられよう。このような「第3の型」による持株会社化は、近年、新興上場企業を中心に増加傾向にあり、今後注目すべきトピックスであると言えよう。

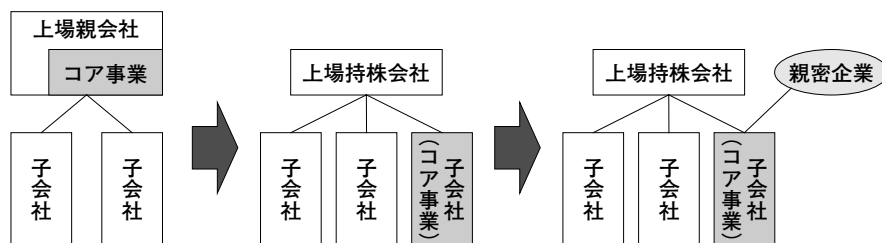
10 | 敵対的買収と持株会社

上場企業経営における近年の最大の関心事は、何と言っても敵対的買収の脅威であろう。当初は国内外の一部のファンド（Financial Buyer）が主役であったものであるが、その後、次第に事業会社（Strategic Buyer）が買い手として名乗りをあげるケースも増え、買収に対する脅威は全ての上場企業にとって無視できないものとなった。「企業価値向上」は単なるお題目ではなく、全ての企業にとっての重要な事業目標として意識されるようになったのである。

これに対抗する形で、新株予約権等を用いた買収防衛策の導入が盛んである。200社強（2007年4月時点）と言われる導入企業のうち、9割超が手続きの容易な「事前警告型」、残りが「信託ライツプラン型」とであるとされるが、いずれも決定打に乏しく、実際に買収が仕掛けられた場合の防衛効果としては時間稼ぎ以上のものは期待しがたいというのが大方の専門家の見解である。

これに対して目下、「グループ再編型」の持株会社化による防衛戦術に密かな注目が集まっている。これは要約すれば、“コア事業・コア資産を本体から分離することで買収の直接的な脅威から防ぐ” というものである。手順としては、①会社分割または株式移転を通じて、コア事

図表8 持株会社化を通じた買収防衛



業・コア資産を非上場子会社へと移転する、②当該子会社が新株（または新株予約権や種類株）を発行することで、その所有権の一部を別会社（創業家が保有する資産管理会社や友好的な買い手など）に移す、というステップを踏む（図表8）。これによって、仮に敵対的買収者が上場親会社の買収に成功したとしても、コア事業・コア資産を完全に手中に収めることは困難となる（またはより複雑なプロセスを踏む必要が生じる）ため、買収意欲を減退させる効果が期待できる。なお、この場合のコア資産としてはブランドをはじめとする知的財産なども含まれる。

このように、「クラウンジュエル（コア事業・コア資産）」を軸として、「焦土戦術（それを外出しにする）」をちらつかせつつ、「ホワイトナイト（友好的買収者）」を待つという言わば捨て身の防衛策は、これまでの日本企業の戦略概念には及びもつかなかったものである。このオプションは、ともすれば逆に株価の低下を招きかねないといったリスクを伴うものの、持株会社経営時代における新しい企業防衛のあり方として今後の研究課題となろう。

11 | 日本的持株会社経営の実現に向けて

従来、日本的経営の特徴は終身雇用慣行にあると言われてきた。しかし近年の事業再編の波によって、企業人としての生涯を単一の企業で送ることは困難となりつつある昨今である。自身が転職したわけでもなくとも、グループ内外の事業再編を通じて、この数年間で何度も社名が変わる経験をしたビジネスパーソンは大手企業グループを中心に少なくない。その渦中において、日本の企業人に特有の「愛社精神」も若干の変質を余儀なくされつ

つあることだろう。

このように、伝統的な日本的経営の強みが薄れゆくことが懸念される一方で、戦後半世紀を経て復活した持株会社のマネジメントに独自の工夫を加えた経営スタイルが多く企業で模索され始めている。その取り組みは各社の置かれた状況によって様々であるが、大枠としての方向性は「あらゆる面でより一層のプロ化が求められる」という点に集約されるだろう。冒頭述べたように、持株会社経営とは「M&Aをより容易にする経営」であり、それはすなわち「企業と社員との関係を永続的なものとして捉えない経営」であり、そこに関与するビジネスパーソンの意識も、従来の「会社に対するロイヤリティ」から「事業に対するロイヤリティ」へと大きく軸足を移す流れとなるだろう。全社CEOや持株会社スタッフは、個別事業に過度な思い入れを持つことなく、従来以上に全社的視点に立ちつつポートフォリオを絶えず見直し、マーケットと対話する能力を高めなければならない。事業会社のスタッフは、グループシナジーを意識しつつも、心情面において過度な思い入れを持つことなく、従来以上に事業固有・職務固有のスキルを高めなければならない。そして各事業におけるCOOには、プロの執行者として、スタッフの事業へのロイヤリティとスペシャリティを高く維持し続ける努力が求められる。

概観したようにまだまだ検討されるべき課題は多いものの、それらの努力の果てに「“日本的”持株会社経営」とも言うべきプロフェッショナリズム溢れる新しい経営スタイルが確立されることを期待したい。