

2021年3月17日 全8頁

# 持株会社化の意味を考える

## ソニーとパナソニックの事例から考える

経営コンサルティング部 主任コンサルタント 吉村 浩志

### [要約]

- 1997年6月の独占禁止法の改正により、純粋持株会社が解禁されてから、四半世紀が経とうとしている。この間、1999年4月に上場会社で初めて大和証券グループ本社が純粋持株会社となって以降、着実に増加し、2020年10月末時点で600社程の上場企業が持株会社体制を採用するに至っている。
- そうした中、比較されることが多い二つの会社が会社分割により純粋持株会社体制に移行することを表明し、話題を呼んだ。ソニーとパナソニックである。
- 両社ともに、これまでカンパニー制をとっていたという点でも、急激な環境変化の中で業績の浮沈を経験しているという点でも共通しているところがある。
- 両社の持株会社化は、ウィズ・コロナの時代におけるグループ経営のあり方考える上で、大きな示唆があると筆者は考える。
- 本稿では、この両社による純粋持株会社体制への移行を参照しつつ、改めて持株会社化の意味を考えることとしたい。

## 1. ソニーの場合

ソニーは2020年5月19日付の「ソニーグループの経営機構改革について」において、「2021年4月1日付で、現在のソニー株式会社の商号を変更し、「ソニーグループ株式会社」（英文表記：Sony Group Corporation）を発足」することを公表した。これは、現在のソニー株式会社が有する「グループ本社機能とエレクトロニクス事業の本社間接機能」を分離し、新商号のソニーグループ株式会社はグループ本社機能に特化するというものである。

しかし、今回の純粋持株会社体制への移行＝本社機能の切り出しには伏線がある。まずは、背景を確認してみたい。

## (1) 分社化により各事業ユニットの「説明・結果責任」を優先

図表 1 はソニーが 2014 年以降に実施した主な分社化の一覧である

(図表 1) ソニーの主な分社化 (2014 年以降)

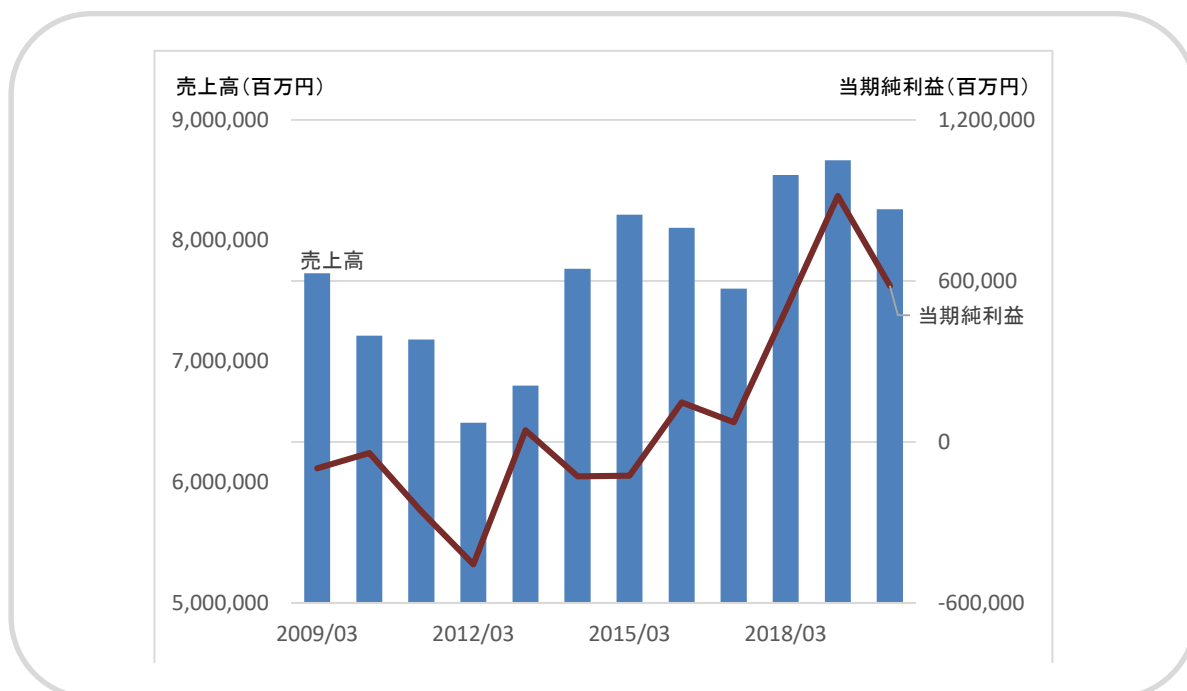
実施時期	事業	分社化後の社名
2014 年 7 月	テレビ事業	ソニービジュアルプロダクツ
2015 年 10 月	サウンド事業	ソニービデオ&サウンドプロダクツ
2016 年 4 月	イメージ&センシング・ソリューション事業	ソニーセミコンダクタソリューションズ
2017 年 4 月	イメージング・プロダクツ&ソリューション事業	ソニーイメージングプロダクツ&ソリューションズ

出所：ソニー株式会社 2020 年 3 月期「有価証券報告書」をもとに大和総研作成

2012 年 3 月期まで 4 期連続の最終赤字となり、最初に着手されたのがテレビ事業の再建であった。当時の事情については、次のように述べられている。

「問題はすでに割とはっきりしていた。エレキのターンアラウンド（再生）しかないと思っていた。実際、数字が示していた。7 年間でエレキは約 1 兆円の累積赤字。テレビは 10 年間で約 8000 億円の累積赤字だった。ほかに問題があるのか、というくらい明確だった」（参考文献『SONY 平井改革の 1500 日』の吉田 CFO（当時）の発言）

(図表 2) ソニーの業績の推移



出所：SPEEDA データより、大和総研作成

テレビ事業の分社化を皮切りに、以後、毎年のように分社化が進められていった。その大きなターニングポイントになったのが、新しい中期経営計画を公表した 2015 年 2 月の経営方針説明会である。新中計のポイントは次の三点である。

- 一律には規模を追わない収益性重視の経営
- 各事業ユニットの自律・株主視点の重視
- 各事業の位置づけの明確化

一点目の「一律には規模を追わない収益性重視」は、テレビ事業の反省を踏まえたものであった<sup>1</sup>。売上重視から利益重視への転換である。

二点目の前半の「各事業ユニットの自律」という点はまさに分社化の方針であり、後半の「株主視点の重視」は端的に言えば「ROE の重視」である。そして、ROE 向上の道筋として、三点目の「各事業の位置づけの明確化」がなされるという構成になっている。

## (2) 事業ポートフォリオ

「各事業の位置づけの明確化」とは、事業ポートフォリオを三つに区分し、それぞれに対し、売上、利益、投下資本の方向性を示すというものである（図表 3）。

(図表 3) ソニーの事業ポートフォリオの区分と方針 (2015 年 2 月時点)

区分	方針	対象
1. 成長牽引領域	成長に向けた施策と集中的な投資により、売上成長と利益拡大を実現	<ul style="list-style-type: none"> <li>• デバイス分野</li> <li>• ゲーム&amp;ネットワークサービス分野</li> <li>• 映画分野</li> <li>• 音楽分野</li> </ul>
2. 安定収益領域	大規模な投資は追わず、着実な利益計上、キャッシュフロー創出を目指す	<ul style="list-style-type: none"> <li>• イメージング・プロダクツ&amp;ソリューション分野</li> <li>• ビデオ&amp;サウンド事業</li> </ul>
3. 事業変動リスクコントロール領域	事業の変動性や競争環境を踏まえ、リスクの低減と収益性を最優先	<ul style="list-style-type: none"> <li>• モバイル・コミュニケーション分野</li> <li>• テレビ事業</li> </ul>

出所：ソニー株式会社「経営方針説明会」2015 年 2 月 18 日をもとに大和総研作成

<sup>1</sup> 前掲『SONY 平井改革の 1500 日』によれば、「赤字転落のとき、ブラウン管のトリニトロンテレビの売上比率が半分を切り、赤字を境にテレビ事業の売り上げが伸び始めた」という。これに対して、吉田 CFO（当時、現 CEO）は、「トリニトロンという差別化されたデバイスを失い、かつ販売数量を追い始めてから赤字が続いている」と話したという。

グループとしては一律には規模を追わず、収益性を重視することを明確にした上で、各事業の機会とリスクを見極めたものと言える。

各事業ユニットに対しては自律を促しつつ、グループ全体としては、安定収益領域のキャッシュフロー創出が成長牽引領域での集中的な投資の原資になるとともに、事業変動リスクコントロール領域における業績変動によるリスクに対するバッファーとしての機能を持つことになる。そのように考えると、三つのポイントというのは相互に関連しており、良く練られた施策となっている。

もう一つ見落とせないのは、ポートフォリオの位置づけを明確にすることが、この区分に当てはまらない事業の撤退・売却を含めた対処を迫る効果もあることだ。例えば、2017年9月に村田製作所に売却された電池事業は、「集中的な投資」を必要とする一方で、既に競争優位性を失いつつあるという判断がなされたものと考えられる<sup>2</sup>。

こうした分社化によるグループ各社の自律的な事業運営、事業ポートフォリオに基づくグループ運営の延長線上に、今回の「グループ本社機能とエレクトロニクス事業の本社間接機能」の分離とグループ本社機能の再定義<sup>3</sup>があるものと考えられる。

## 2. パナソニックの場合

### (1) 「持株会社制」の狙い

パナソニックは2020年11月13日付「会社分割による持株会社制<sup>4</sup>への移行および商号変更に関するお知らせ」において、「社内分社によるカンパニー制にもとづくグループ経営」から、「より中長期的な視点での当社事業の競争力強化のため、当社を分割会社とする会社分割を実施し、当社を親会社とする持株会社制へと移行」することを公表した。また、「持株会社制への移行にあたり、持株会社としてグループの事業を支援し成長を加速するという、当社の役割をより明確にするために」、パナソニックホールディングス株式会社に商号を変更するとしている。

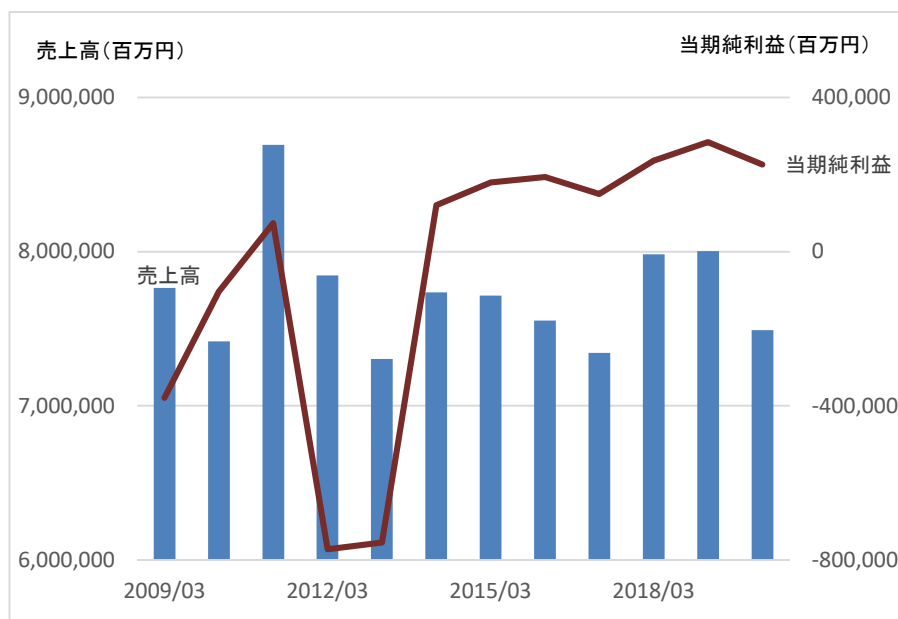
2012年3月期に巨額の赤字を出し、2012年度から新社長のもとで事業構造の転換に取り組んだ点、真っ先に着手したのがテレビ事業であった点など、ソニーと共通する点が多い。

<sup>2</sup> 2014年2月にテレビ事業の分社化と同時に公表されたPC事業の売却についても、競争環境におけるSONYの位置がその判断の違いにつながっている。前掲書（参考文献参照）によれば、吉田CFO（当時、現CEO）は、「画像処理エンジンなどで差別化できるテレビと違って、パソコンは自らを差別化できるものがなかった。あと、数年前に気づいて軌道修正すれば、事業をやめずに済んでいたかもしれない。規模を追求したり、ODMを使いすぎたり、いろんな課題が噴出していた」と語っているとのことである。

<sup>3</sup> グループ本社であるソニーグループ株式会社の主なミッションは「1)事業ポートフォリオ管理とそれに基づくキャッシュアロケーション、2)グループシナジーと事業インキュベーションによる価値創出、3)イノベーションの基盤である人材と技術への投資、を長期視点でのグループ全体の価値向上の観点から行うこと」とされている（2020年5月19日付「ソニーグループの経営機構改革について」より）。

<sup>4</sup> パナソニックでは「持株会社制」と呼んでいる。以下、パナソニックに関する記述では「持株会社制」と記述する。

(図表 4) パナソニックの業績推移



出所：SPEEDA データより、大和総研作成

2020年11月17日の経営方針説明会での説明<sup>5</sup>でも、「今後当社が取り組む方向性」として、各事業の視点としては「徹底的な事業競争力の強化」であり、全社の視点としては「成長領域の確立」であり、それを「会社の形を抜本的に見直すことで実現」としている。各事業に大胆な権限委譲を行い、自主責任経営を徹底することで、事業競争力の強化に必要な「専鋭化」<sup>6</sup>を加速することに、持株会社制の主眼が置かれている。

布石は既に打たれている。遡ること1年前の2019年11月22日付の「中期戦略の考え方と取り組みの進捗」において、津賀社長は「トップダウンでポートフォリオマネジメントを実行」とし、「21年度までに構造的赤字事業を撲滅」「低収益事業について21年度までに方向性を決定」「競争力維持が困難な事業についても大胆な資本政策を含めて方向性を検討」という方針を打ち出している。前後して実施されたトヨタ自動車との「街づくり事業」に関する合弁会社設立、車載用角形電池事業の合弁会社化も、こうした流れの一環であろう。

車載用角形電池事業の合弁会社化とも関連するが、この間戦略投資の相当額が振り向けられてきたオートモーティブ事業についても見直しが進められてきた。オートモーティブ事業に含まれている車載電池については、非車載の電池事業とあわせてエネルギー事業として法人化し、新たな基幹事業として着実に成長させることとする一方、残るオートモーティブ事業（車載機器）については、「個々の事業会社として競争力を着実に磨き、現状抱える問題を克服するとともに

<sup>5</sup> パナソニック 2020年11月17日付「経営方針説明会」資料

[https://www.panasonic.com/jp/corporate/ir/pdf/20201117\\_vision\\_note\\_j.pdf](https://www.panasonic.com/jp/corporate/ir/pdf/20201117_vision_note_j.pdf) (2021年3月11日時点)

<sup>6</sup> 「事業の領域を絞り込み、高い専門性を持って、社会やお客様に対し、他社には真似できない、より深いお役立ちを果たしていくこと」をパナソニックでは「専鋭化」と呼んでいる（前掲2020年11月17日付「経営方針説明会資料」参照）。

自らの成長の道筋を明確にすること」を求めている。大胆に権限委譲をしているのだから、今後は自主責任経営でやってほしいという姿勢が見える。

## (2) ソニーとの違い

一方で、ソニーとの相違点<sup>7</sup>もある。

一つはスタート時点での状況である。パナソニックは2010年にパナソニック電工と三洋電機に対する公開買付を実施し、2011年には株式交換により両社を子会社化し、2012年にはパナソニック電工と合併しており、経営統合を進めつつ、事業構造の転換に取り組む必要があったという点である。また、この点を反映して、財務面でも、2012年度からの3カ年は営業キャッシュフローの過半が有利子負債の返済等、財務キャッシュフローに充当されていたことも、その後の展開に影響を及ぼしているものと見られる<sup>8</sup>。

また、「外圧」の影響度合いも無視できない。パナソニックは2016年度まで買収防衛策を継続していた一方で、ソニーには買収防衛策はなかった。また、2013年にサードポイントからのエンターテインメント事業の株式公開要求をなされるなど、相対的に「外圧」の程度は大きかったと言える。こうした点は、特定の事業を保有することによるシナジーの説明、事業計画に基づいてビジネスを行っていくために必要なキャッシュフローの確保への配慮等を迫ることとなり、グループ運営体制の革新へのインセンティブと速度を上げる上で、少なからず、重要な役割を果たしたものと考えられる。

## 3. 持株会社化の意味

ソニーとパナソニックの事例を駆け足で見てきたが、最後に、「持株会社化の意味」を両社の事例を参考に整理したい。

一つ目は、持株会社化とは、持株会社と事業会社との間での自律的な運営を可能とすることを目的としているということである。ソニーが持株会社化に先立ち、分社化を先行させ「自律」を促したことも、パナソニックが「専鋭化」を必要としていることも、事業競争力の強化が根本問題であり、それを支援するのが持株会社の役割だという認識が前提にあると考えられる。持株会社が各事業の事業ポートフォリオにおける位置づけを明確にした上で、リソースの配分や事業そのものの売却を決めるということは、いわば「ゲームのルール」であり、それがあることにより、自律的な運営が可能となる。

<sup>7</sup> より根本的な相違として、両社が注力した事業の変動性、競争環境、競争上の地位等を挙げる意見もあると考えられるが、ここでの検討の対象外とする。

<sup>8</sup> いみじくも2013年度からの3カ年中期経営計画の説明会において、津賀社長は、低収益・資金リスクを抱える「普通でない会社」から、お客様価値を生む事業の集合体である「普通の会社」に戻り、その上で、創業100周年である2018年に向けて、「環境革新企業」「高収益企業」へ向かっていきたいとしている。

出所：パナソニック株式会社2012年10月31日付「課題認識と今後の対応について」

[https://www.panasonic.com/jp/corporate/ir/pdf/20121031\\_vision\\_note\\_j.pdf](https://www.panasonic.com/jp/corporate/ir/pdf/20121031_vision_note_j.pdf) (2021年3月11日確認)

二つ目は、グループがステークホルダーに提供する価値を再定義することである。ソニーもパナソニックも祖業を分社化し、祖業を営む子会社に伝統ある社名を付与した。祖業に対して敬意を表しつつ、グループが提供する価値はより抽象的な次元で再定義している。ソニーの場合は、「クリエイティビティとテクノロジーとの力で世界を感動に満たす」「人に近づく」であり、パナソニックの場合は「くらしアップデート」「社会やお客様により深いお役立ちを果たしていくこと」としている<sup>9</sup>。

三つ目は多様性を内包することである。ソニーがエンターテインメント事業の株式公開に反対し、金融事業を完全子会社化することは、もしかしたら「正解」ではないかもしれない。しかし、グループの提供する価値に合致し、事業ポートフォリオ上も中長期的な観点から合理性を有すると説明できるのであれば、ステークホルダーにとっての企業価値を向上させる可能性がある。選択はするが、集中はさせないことは、長い目で見て、企業の持続性を高めると言える<sup>10</sup>。

持株会社化は決して魔法の杖ではない。しかし、企業を取り巻く環境が激変する中、企業のあり方を大きく作り変える上では、一つの選択肢になるだろう。

—以上—

## 参考文献

- ソニー 2020年5月19日「経営方針説明会」資料  
[https://www.sony.co.jp/SonyInfo/IR/library/presen/strategy/pdf/2020/speech\\_J.pdf](https://www.sony.co.jp/SonyInfo/IR/library/presen/strategy/pdf/2020/speech_J.pdf)  
(2021年3月11日時点)
- ソニー 2015年2月18日「経営方針説明会」資料  
<https://www.sony.co.jp/SonyInfo/IR/library/presen/strategy/2015/presenJ.pdf>  
(2021年3月11日時点)
- パナソニック 2020年11月17日付「経営方針説明会」資料  
[https://www.panasonic.com/jp/corporate/ir/pdf/20201117\\_vision\\_note\\_j.pdf](https://www.panasonic.com/jp/corporate/ir/pdf/20201117_vision_note_j.pdf)  
(2021年3月11日時点)
- 日経産業新聞『SONY 平井改革の1500日』日本経済新聞出版社（2016年5月）
- 伊庭保『日本企業初のCFOが振り返るソニー財務戦略史』日本経済新聞出版社（2017年11月）

<sup>9</sup> 本稿では詳しく触れることができなかったが、ソニー、パナソニックともに自社が顧客や社会に対して何を提供する会社なのかについて、経営方針説明会にて詳細に説明をしている。持株会社化・分社化を進める上でこうした方向付けは重要であり、また、畑違いにも見えかねない新規事業に取り組むにあたって、なぜ自社がその事業に取り組むのかを説明する上でも、提供価値を熟慮することは重要である。

<sup>10</sup> 環境が大きく激変する中では、事業分野を絞り込み、投資を特定の分野に集中させることには大きなリスクがある。短期的には非効率に見える事業にも挑戦の余地を残し、多様な事業の集合体として環境激変に対する耐性を持つためにも、「事業ポートフォリオ管理とそれに基づくキャッシュアロケーション」が不可欠である。近年のソニーの経営方針からは、そうした意思がはっきりと読み取れる。

- 片山修『パナソニック、「イノベーション量産」企業に進化する！』PHP 研究所（2018 年 11 月）
- 青木昌彦『比較制度分析序説 経済システムの進化と多元性』講談社学術文庫（2008 年）