



ID	JJF00007
----	----------

論文名	スピン・オフの財務的側面
著者名	村松司叙
ページ	143-161

名称	日本経営財務研究学会編『経済変動と経営財務』中央経済社
発行巻号	経営財務研究双書 1
	Vol. 1
発行年月	1979年9月
	Sep. 1979
発行者	日本経営財務研究学会
	Japan Finance Association
ISBN	3334-342138-4621

第7章 スピン・オフの財務的側面

1. 反コングロマリットの合併としてのスピン・オフ

スピン・オフ (spin-off) はスピン・アウト (spin-out) ともいわれる。また、スピン・オフは部分的スピン・オフ (partial spin-off) を簡単にいった場合の名称である。スピン・オフとは企業の内部的成長策の一つの帰結として、これまで内部の1部門であったものが独立して子会社となることをいう。ハナン (M. Hanan) はこれを、内部のサービス部門が市場に対してもつ潜在力を資本化することによって新しい事業機会を顕在化することであると定義し、progeneration (新生) という言葉をスピン・オフに与えている⁽¹⁾。

スピン・オフという用語はふつう上述のような使われ方をしているのであるが、まれには部分売却 (divestiture) の意味で用いられることもあるので注意を要する。しかし、この用語法はどちらかというところジャーナリズムに多く見られるとあってよいであろう⁽²⁾。

スピン・オフはつぎの2点において、企業成長手法のなかでも他の種類の内部成長手段とはっきり区別される。

- (イ) 専門サービス部門の分離独立である。当該企業がどのような業種に属するかによって、どの職能を有機的職能 (organic functions) とみることが異なってくるが⁽³⁾、一般には購買、販売、人事、労資関係、市場調査、研究開発、

宣伝販売促進などの部門が専門サービス部門とされる。これらの部門が当該企業内部にあってコスト・センターとしてみなされている段階から、市場機会を生かしてプロフィット・センターとして飛躍する段階にいたったとき、スピン・オフというかたちをとる。

以上のことから明らかなように、スピン・オフは、現在の製品ラインに若干の改良を加えて別部門に切離すとか、革新的な技術を開発することによって別会社をつくるというような場合とはっきり区別されなければならない。

- (ロ) スピン・オフの財務的側面をとらえると、スピン・オフした子会社が独自で株式を発行し、それを親会社の株主あるいは一般市場に販売(あるいは交換)することが第1の特徴として挙げられる。したがって、スピン・オフした子会社とそれを抱えた親会社とは多角化企業を構成するが、株式市場では別々に取引される異なった株式をもつことになる(例外……子会社の100%の株式を親会社が所有する場合)。

(イ)および(ロ)という二つの点を考えると、これらはコングロマリットの合併の特徴と共通するものがあることに気付く。すなわち、異業種企業の合併でなく異業種部門の分離であり、他企業の併合でなく他企業設立のための分離であるという点である。ちなみにガライ＝マズリス(D. Galai & R.W. Masulis)は、コングロマリットの合併の逆がスピン・オフであると端的に指摘している。両者の関係をそうみる理由として、「スピン・オフの伝統的な手段は、ある企業の資産の一部を切離し、……それはしばしば、当該企業の残った部門の活動とは比較的關係のない部門であるが、……そしてこの資産をもとに法的に独立した企業を創設する点」を挙げている⁽⁴⁾。

われわれは以下のところで、スピン・オフの新しい理解を探りつつ、その財務的特質を明らかにしていきたい。

2. 資本調達代替案としてのスピン・オフ

スピン・オフの意義は組織面での意義と財務的意義とに2通りに区別されるが、本稿ではもっぱら財務的意義に限定して考察することにする。

スピン・オフの財務的意義は、まず第1にそれが自己資本による資金調達、負債による資金調達につぐ第3の資金調達的手段として用いられる点に求められる。そこで、企業の財務管理担当者に与えられる資金調達代替案の一つとしてのスピン・オフが、他の二つの代替案と比べて、その収益性、リスク、経営権への影響などの点でどのような優劣をもつか、が問題となる。

俗な言い方として、合併の効果を $2 + 2 = 5$ という算式で表わすが、同様なやり方でスピン・オフが $5 - 3 = 3$ と表わせるのかどうかをここで取上げるわけである。この問題を吟味するステップとして、まず三つの代替案の収益性を、ついでリスク、最後に経営権への影響を、という順序をとる。

(1) 収益性

① 増資とスピン・オフの比較

まず自己資本による資金調達であるが、これは親会社が増資する場合と、スピン・オフした子会社が株式を新規に発行する場合との比較を意味する。どちらも株式の発行である点においては相違はない。ここで親会社と子会社の比較をするに当たって、ひとつつぎのような仮定をおく。それは、親会社が内部に抱えている1部門の収益状況が、親会社のそれよりもよく、会社全体の営業利益の半分を生み出している、という仮定である。そしてその部門が行っている事業分野では、他社のほとんどが営業成績すこぶる好調で、株価収益率20あたりの成績を収めているとする。親会社はいまこの部門をスピン・オフさせて子会社とし、子会社の株式を一般に売り出して500万ドルの資金を調達しようとしている。この取引がどのような影響をこの場合の多角化企業（親会社と子会社のグループ）の収益に与えるか分析したものが表7-1である⁽⁶⁾。

表7-1 スピン・オフの1株当たり利益への影響

(単位：一部を除き1,000)

	親会社	子会社	多角化企業 (親会社+子会社)
営業利益	5,000ドル	5,000ドル	10,000ドル
金 利	600ドル	600ドル	1,200ドル
税引前利益	4,400ドル	4,400ドル	8,800ドル
法人税 (50%)	2,200ドル	2,200ドル	4,400ドル
税引後利益 (スピン・オフ前)	2,200ドル	2,200ドル	4,400ドル
子会社の株式発行前の 株 式 数	1,000	1,000	1,000
子会社の株式発行後の 株 式 数	1,000	1,125*	1,000
親会社保有の 子会社株式		1,956**	
税引後利益 (スピン・オフ後)	2,200ドル		4,156ドル
1株当たり利益		1.95ドル	4.16ドル

*ここで子会社の株式は40ドルで売られるとする。1株当たり利益1.95ドルの約20倍である。

**少数株主の取り分は利益の11.1%であるとする。

表7-1からわかることの一つは、親会社が直接増資をするよりも、子会社がスピン・オフ後株式を発行したほうが、利益の稀薄化の割合は小さい、ということである。つぎの表7-2は、この点をより明確にするために作成されたものである⁽⁵⁾。

表7-2 親会社の増資とスピン・オフ企業の株式発行の比較

代替案	税引後利益 (単位 1,000)	株 式 数 (単位 1,000)	1株当たり利益
親会社の増資 500万ドル	4,400ドル	1,125	3.91ドル
スピン・オフした子会社 の株式公募 500万ドル	4,156ドル	1,000	4.16ドル

このようにスピン・オフによって設立された子会社の株式発行を通じての資

金調達が有利な結果をもたらした理由は、われわれがさきに子会社としてスピン・オフする部門が親会社よりも収益状況がよく、ほぼ株価収益率20のところ
に位すると仮定したからに他ならない。この点をさらに確認するためには、表
7-3が役立つ(6)。

表7-3 子会社の株価収益率の変化とスピン・オフの1株当たり利益への影響

(単位 1,000)

	子会社の株価収益率が親会社より		
	低い場合	同じ場合	高い場合
<u>子 会 社</u>			
金利税引前利益	5,000ドル	5,000ドル	5,000ドル
金 利	<u>600ドル</u>	<u>600ドル</u>	<u>600ドル</u>
税引前利益	4,400ドル	4,400ドル	4,400ドル
法人税(50%)	2,200ドル	2,200ドル	2,200ドル
税引後利益	<u>2,200ドル</u>	<u>2,200ドル</u>	<u>2,200ドル</u>
株式保有数 (スピン・オフ前)	1,000	1,000	1,000
株 価*	10ドル	17.5ドル	40ドル
販売される株式数	500	285.7	125
<u>親 会 社</u>			
スピン・アウト後の 株式所有	66.67%	77.73%	88.89%
子会社からの 税引後利益	1,467ドル	1,710ドル	1,956ドル
自社の税引後利益	<u>2,200ドル</u>	<u>2,200ドル</u>	<u>2,200ドル</u>
多角化企業(親・子) の税引後利益	3,667ドル	3,910ドル	4,160ドル
1株当たり利益	3.67ドル	3.91ドル	4.16ドル

* 株価の算出に当たっては、子会社の株価収益率が親会社の半分、同じ、2倍の三つの場合
があると仮定した。

表7-3では、三つの異なった仮定のもとで、1株当たり利益がどうなるかを
みているわけであるが、三つの異なった仮定とは、子会社の株価収益率が親会
社のその半分の場合、同じ場合、2倍の場合である。これまでの観察から、
二つの結論が引き出され得る。

一つは1株当たり利益の当初の稀薄化の問題だけを考えた場合には、子会社の

株価収益率が親会社のそれより高いという条件のもとでは、スピン・オフした子会社の株式発行のほうが、親会社の増資よりも自己資本による調達に伴う株主の利益稀薄化の度合いが低い。また、当然なことではあるが、親会社と子会社の株価収益率の開きが大きいほど、スピン・オフによる資金調達の有利性は大きくなるのである。第2の結論は、第1の結論を一般化した立言であるが、どのような多角化企業においても、ある部門が他の部門より高い株価収益率をもつ（別会社になって株式を上場した場合を想定して）と考えられるから、その部門をスピン・オフすることによって、親会社の増資よりも1株当たり利益に好影響を与えるような資金調達を行うことができるということである。

以上の考察は営業利益、すなわち金利、税引前利益が一定として、親会社の増資とスピン・オフ子会社の新規株式発行の優劣を比較したものである。しかし、それだけでは不十分な分析であって、異なった営業利益水準において、それぞれの資金調達が企業収益にどのようなインパクトを与えるかが検討されなければならない。そこでわれわれが取り上げるつぎの問題は、親会社と子会社の営業利益の関係がどのように影響するかの問題である。つまり、多角化の企業利益のうちどれだけの部分が親会社によって付与され、どれだけの部分が子会社によって付与されたものか、またどちらのほうの営業利益がより急速に成長するのか、という問題である。前者を図解したグラフが図7-1であり、後者を説明したグラフが図7-2である⁽⁷⁾。

図7-1におけるB線は、スピン・オフする前の単一企業とスピン・オフ後の多角化企業との営業利益が同じ、親会社と子会社の株価収益率が同じ、多角化企業の営業利益について親会社と子会社との貢献度合いが50%ずつで同じという条件が揃ったときの、多角化企業の営業利益と1株当たり利益の関係を示したものである。そして他の条件は変わらず、多角化企業の営業利益に対する親会社と子会社の貢献度のみが変わったとき、B線からの剥離が起り、たとえばA線やC線へと移行するわけである。A線は営業利益の3分の2が親会社の活動によって、残りが子会社の活動によってもたらされた場合をあらわしている。

図7-1からすぐに看取できるように、A線はB線より高い上昇線となって

いる。これは、もし親会社の営業利益が子会社のそれよりも急速に成長するか、あるいは緩慢に衰退するかする場合には、1株当り利益は長期的には上昇して、旧株主の利益増になることを意味している。

それに対してC線は逆の状況をあらわしている。すなわち、子会社のほうが親会社より急速に成長し、多角化企業の営業利益への貢献度が3分の2を占めている場合には、C線のようにB線を下回った上昇線となる。これは、貢献度のより大きい部門を切離し、スピン・オフさせた場合には、旧株主の所有する株式1株当りの利益は低くなることを示している。

つぎに図7-2は、

図7-1 親会社と子会社の種々の利益貢献度のもとにおける1株当り利益と営業利益

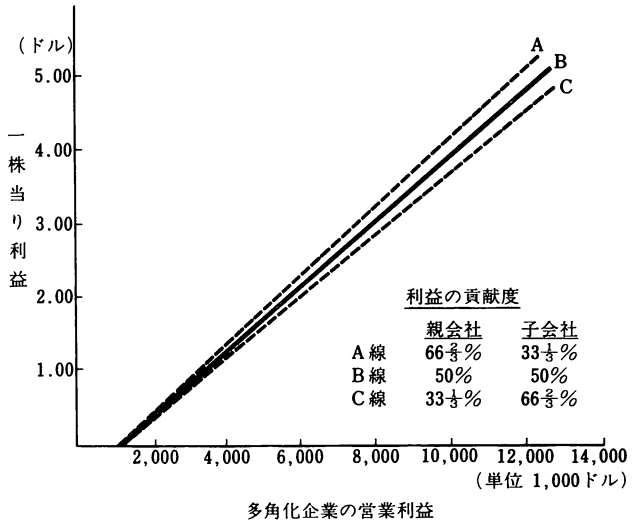
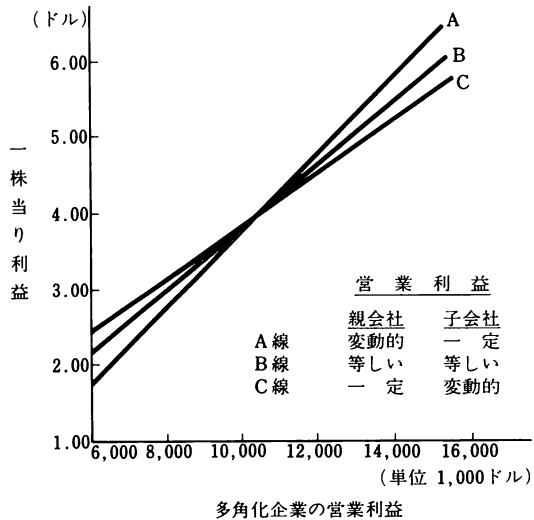


図7-2 営業利益の影響



これまでの説明をより明確にするために掲げられたもので、多角化企業の営業利益の構成割合が変わった場合、営業利益と1株当たり利益の関係がどうなるか、をあらわしている。まずC線は、親会社の営業利益を一定にしておいて、子会社の利益だけを動かした場合に描かれる直線である。それに対してA線は、子会社の利益を一定とし、親会社のそれを変動させたときの多角化企業の営業利益と1株当たり利益との関係線としてあらわされたものである。

② 負債とスピン・オフの比較

つぎには、ある企業が負債のかたちで資金を500万ドル調達する案と、増資でそれだけの資金を調達する場合とを比較し、ついで①で分析したところをもとに、負債による調達とスピン・オフさせた子会社の株式発行による調達とを収益性の観点から比較してみよう。

ある企業が、借入れのかたちで調達をする際の条件は金利6%とし、増資の場合は株価40ドルで発行するとする。表7-4はそれぞれの調達代替案が1株当たり利益に与える影響を示したものである。表7-4からわかることは、負債による調達の場合には、金利が税引前に経費として落される

表7-4 負債と増資の比較

(単位：一部を除き1,000)

	負 債	増 資
営業利益	10,000ドル	10,000ドル
金利(現在)	1,200ドル	1,200ドル
金利(新規)	300ドル	
税引前利益	8,500ドル	8,800ドル
法人税(50%)	4,250ドル	4,400ドル
税引後利益	4,250ドル	4,400ドル
発行株式数*	1,000	1,125
1株当たり利益	4.25ドル	3.91ドル

*20万株まで株価40ドルで発行できると仮定する。
500万ドルを調達するには125,000株の発行が必要である。

ことと、株式発行数に変化がないために、1株当たり利益が相対的に高くなることである。それに反して、増資の場合には旧株主の利益の稀薄化が生ずるため、借入れ案に比して不利となるわけである。

そのように表7-1から、負債による資金調達が増資のそれよりも1株当たり利益を高めることがわかった。われわれはさきに①の項で、スピン・オフ手法

による資金調達が増資のそれより卓れていることを知ったわけであるから、つぎのステップは、負債とスピン・オフ案の比較をすることとなる。これは表7-2と表7-4とから構成した表7-5を用いて行われよう。

表7-5 借入案とスピン・オフ案の比較

代 替 案	税 引 後 利 益 (1,000)	株 式 数 (1,000)	1 株 当 り 利 益
負 債 500 万 ドル	4,250 ドル	1,000	4.25 ドル
スピン・オフした子会社の 株式発行 500 万 ドル	4,156 ドル	1,000	4.16 ドル

借入案の場合、1株当り利益は4.25ドルで、スピン・オフ案の4.16ドルを9セントと僅かではあるが上回ることになる。これまでの①および②におけるわれわれの考察を総合すると、500万ドルの資金需要にこたえる調達代替案としては、三つの案のうち、負債による案が最も1株当り利益の低落度が少なく有利であるという結論が導き出されたことになる。しかし、われわれはこれを最終結論とする前に、資金調達にかかわるリスクの問題に触れなければならない。

(2) リ ス ク

われわれはさきの収益性の項で、増資、スピン・オフによる資金調達案に比して負債による調達が有利であるとの結論にいたったわけであるが、負債を増やすことによって資本構成上負債比率が増し、いわゆる財務リスクが高まるという一面を看過してはならない。

財務的リスクは、当該企業が属する事業の収益性やリスクに関係なく、負債導入による固定負担の規模によって一義的にきめられるものである。予期しない事態が経営上起ったときに、これに対応して機敏かつ適切な処置がとれる能力を残しておくことが、企業にとってはきわめて大切であり、そのためにも、利益額が負債利用にもとづく固定負担額を上回る安全マージンの厚いことが望まれる。安全マージン設定に当たってのやっかいな問題は、固定負担は文字通り

固定しており問題がないが、利益額のほうが浮動し、ある時期の安全マージンが次期の不安全マージンになったりする危惧が存在することである。売上高、利幅、一般経済情況、業界事情などの変動のうち予想されるものはすべて計算した上で、安全マージンが設定されなければならない。

もうひとつ財務リスクに対処するために注意しなければならないことは、固定的負担をカバーするものは会計上の利益額でなくて、企業の手許キャッシュ・フローであるという事実である。手許キャッシュ・フローに影響する要因のひとつに配当がある。このため、スピン・オフにより子会社を創設した多角化企業と、そうしない単一企業との間には、キャッシュ・フローの造出に違いが生ずる。

というのは、スピン・オフ後しばらくの間、子会社の配当政策は必ずしも親会社のそれと同じである必要がなく、むしろ無配当か、配当してもごくわずかである場合が圧倒的に多いからである。したがって、スピン・オフ後の多角化企業のキャッシュ流出量は一般に小さいと考えられる。

さらにもうひとつの点は、前述のことと逆に、スピン・オフ子会社を抱えた親会社のキャッシュ・フローの量を制限する方向で考えられる。つまり、スピン・オフをした子会社のキャッシュ・フローは必ずしも親会社の金利支払に回るとは限らないからである。子会社は独立した企業である以上、多角化した企業グループの内部にあるというだけで、財務的決定はそれぞれ独立に行われる傾向が強いからである。

(3) 若干の吟味

負債による資本調達には、スピン・オフによる資本調達に比べて収益性においてまさるといふ立言と、しかし反面、前者は企業の財務的リスクを増大させるという立言をみてきたわけであるが、これらの優位性劣位性を量的に相殺するとどうなるであろうか。スターン(J.M. Stern)はこの点について、負債の有利性によって1株当たり利益が増加しても、結局、財務リスク増加のマイナスによってそれは打消され、株価は変わらないはずであるとしている⁽⁸⁾。ただし、負債が

ある一定量に達するまでは、現実に株価が、増資の場合やスピン・オフの場合に比べて上がるのは、負債による調達システムの中に政府の補助政策 (government subsidy) が組込まれているからであるとしている。

政府の補助政策とは、負債の金利が課税の対象にならず費用として落されるいわゆるタックス・シールドを指している。スターンは、「負債による資金調達の株主に対する真のメリットは、1株当たり利益の増加にあるのではなく、政府による課税節約分にある。それは金利支払を要する負債1ドルについて、少なくとも48セントを企業の価値にプラスするからである」と述べ、株価収益率の相対的に高い企業が負債ゼロの財務政策をとる傾向にあることに対して警告を発している⁽⁹⁾。

ハナンもスピン・オフの第1の利点として、「投資のための資金調達の機会を増し、長期負債に頼る必要を減ずる」メリットを指摘しているが⁽¹⁰⁾、われわれはこれまでのところで、資金調達代替案の一つとして、スピン・オフにより子会社を設け、株式を発行する方法の長短をみてきた。その場合の比較の対象としては、単一企業の増資による場合と、負債による調達方法をみたわけである。その結果、収益性の観点からはスピン・オフのほうが親会社の増資よりもすぐれ、リスクという点ではスピン・オフ案も増資案もほとんど相違がない。

かたやスピン・オフ案と負債案を比べた場合には、収益性の観点からははるかに負債案のほうがすぐれているが、負債の導入あるいは増加にまつわる財務リスクの増大という問題が生ずる。

これまでのわれわれの考察には、つぎの2点において問題が残されていることを十分に認識しなければならない。その第1は、三つの調達代替案の比較は、基本的に短期的比較として行われたという点である。もしこれを長期的な問題として考察すると、必ずしもスピン・オフ案が増資案にまさるとは断言できなくなる。それは前にも指摘したようにスピン・オフされる部門は、当該企業の好業績部門あるいは好業績が期待される部門であることが多いから、これを切離すことは、親会社の1株当たり利益の伸びに重大な脅威を与えることになろう。

こう考えると、現在時点における有利な資金調達と、将来における潜在的成長力を確保することのどちらを取るか、いわばトレード・オフの問題として、企業の財務的決定問題の領域に加わることになる。

つぎに考慮しなければならない点は、われわれがこれまで、収益性の測定指標として終始一貫1株当たり利益を用いてきたことの当否である。それは、われわれが設定したような状況のもとでの収益性の相互比較には十分役立つ指標であるが、収益性とリスクを同時に取上げて調達案の比較をするためには不十分である。そのような目的のためにはどうしても、株価指標を取り上げなければならない。スターンも指摘するように⁽¹¹⁾、1株当たり利益指標の制約は、資本市場の効率が増し、投資家の期待が、1株当たり利益よりもフリー・キャッシュ・フローの大きさを中心に形成され、株価に反映するようになるにつれ、ますます大きくなってきたといわなければならない。

3. 株主と社債権者の相対的地位

スピン・オフによって、もとの企業の資産の一部が子会社に移されるわけであるが、多くの場合子会社が新規発行する株式がもっぱら、親会社の株主の手中に収められる。ガライ＝マズリスはこの手続を評して、親会社の株主の手による「抜き取り」(steal away)と表現している⁽¹²⁾。つまりその意味は、親会社の社債権者が担保権を所有していたもとの企業の資産の一部を無断で子会社に移してしまうということである。そして、社債権者はもはや子会社の資産となった部分についてはなんら権利を持たないわけである。

この点を明確にするため、ガライらはつぎのような式の展開をしている。

$$V_G^t = V_A^t + V_B^t \quad 0 \leq t \leq T \quad (1)$$

ここで V_G^t …… t 期における企業Gの価値

V_A^t …… t 期における部門Aの価値

V_B^t …… t 期における部門Bの価値

であり、企業Gは経済的に独立した二つの部門A、Bから構成されているとする。

$$V_G^C = V_A^C + V_B^C \quad (2)$$

現在時点で、企業Gは突然部門Bをスピン・オフさせて子会社としてしまうから、企業Gはもはや部門Aだけを抱えた企業となる。したがって、

$$C_G = C_A \quad (3)$$

となる。ここで C_G はG社の満期が T の社債の額面価値であり、 C_A はA部門のそれである。

スピン・オフの結果、部門Aの社債権者（つまりスピン・オフ後のG社の社債権者）は、自分たちの立場が弱体化していることに気付く。というのは、自分たちのために設定された担保としての資産が、設定時よりも減らされてしまったからである。その上、G社のリバレッジはスピン・オフ後高まり、 $\beta_s^A > \beta_s^G$ および $\beta_D^A > \beta_D^G$ となった（ここで β_s は株式の組織的リスク、 β_D は社債の組織的リスクで、AおよびGの添字は部門AとG社をあらわす）。

さらには、一般にはこの企業の収益率の分散もスピン・オフの結果変化してこよう。いま説明を簡単にするために、スピン・オフ後も収益率の分散が変わないと仮定してみると、当然、

$$D_A^C \leq D_G^C \quad (4)$$

となろう。ここで D は社債の現在の市場価値である。つまり、部門Aの社債は担保資産が少ないわけであるから価値は下がる。いま(4)式を(2)式と一緒にすると、

$$S_A^C + S_B^C > S_G^C \quad (5)$$

となる。その意味は、G社の株主の保有分は（いまは親会社Aと子会社Bを抱えた多角化企業の株主であるが）、G社の社債権者（いまは親会社Aの社債権者にしか過ぎない）の犠牲の上に立って増加した、ということである。

上述のように、証券保持者の種類によって、企業の投資決定あるいは調達決定に対して保護される度合いが異なり、ここでみた社債権者のように、その地位の低下をまぬかれない場合が出てくる。スピン・オフに関する意思決定が、財務面、とくに株主と社債権者の相対的地位に少なからざる変化をもたらすことを指摘したのは、オプション・プライシング理論の功績のひとつといえよう。そして両者の地位は、コングロマリットの合併の場合とは正反対に、スピン・オフの場合は決定的に社債権者に不利となると結論付けられるのである。

4. スピン・オフの財務報告

スピン・オフが財務諸表上の記載にどのような変化をもたらすか、少しく考えてみよう。簡略化のため、つぎのような簡単なバランス・シートと損益計算書で、スピン・アウト前とスピン・アウト後のかたちを比較する⁽¹³⁾。ここで1番問題になる点は、子会社株の発行価格と、親会社からスピン・オフした子会社へ移された資産の1株当り簿価の間の差異をどう処理するかという点である。いま親会社をA社、スピン・オフした子会社をB社とし、まずスピン・オフ前のA社のバランス・シートを示そう。

A社（スピン・オフ前）

（単位：1,000ドル）

資 産		資 本	
流 動 資 産	17,000	短 期 負 債	10,000
そ の 他 資 産	3,000	長 期 負 債	20,000
工 場 ・ 設 備	30,000	自 己 資 本	
		普 通 株*	1,000
		内 部 留 保	19,000
	50,000		50,000

* 1株1ドルで百万株。

さて、A社からスピン・オフした部門がB社となり、つぎのような内容を

得た。

B 社 (スピン・オフした子会社)

(単位：1,000 ドル)

資 産		資 本	
流 動 資 産	7,000	短 期 負 債	3,000
そ の 他 資 産	1,000	長 期 負 債	10,000
工 場 ・ 設 備	12,000	自 己 資 本	
		普 通 株	1,000
		内 部 留 保	6,000
	<u>20,000</u>		<u>20,000</u>

スピン・オフ後の A 社と B 社との関係は、A 社は B 社に 20,000 千ドル相当の資産と 3,000 千ドルの負債を移した代わりに、B 社の株式全部を押え、貸付勘定を設定することとなる。

するとスピン・オフ後の A 社のバランス・シートはつぎのようになる。

A 社 (スピン・オフ後)

(単位：1,000 ドル)

資 産		資 本	
流 動 資 産	10,000	短 期 負 債	7,000
B 社貸付勘定	10,000	長 期 負 債	20,000
B 社普通株	7,000	自 己 資 本	
そ の 他 資 産	2,000	普 通 株	1,000
工 場 ・ 設 備	18,000	内 部 留 保	19,000
	<u>47,000</u>		<u>47,000</u>

つぎには、子会社 B 社が普通株を公募で発行した場合どうなるかを示そう。

B社（株式発行後*）

（単位：1,000ドル）

資 産		資 本	
流 動 資 産	12,000	短 期 負 債	3,000
そ の 他 資 産	1,000	長 期 負 債	10,000
工 場 ・ 設 備	12,000	自 己 資 本	
		普通株**	1,125
		資本剰余金	4,875
		内部留保	6,000
	25,000		25,000

* 5,000,000ドル調達のため1株40ドルで125,000株売り出された。

** 1株1ドルで1,125,000株。

最後にA・B両社の連結バランス・シートを示そう。

多角化企業（A社+B社）

（単位：1,000ドル）

資 産		資 本	
流 動 資 産	22,000	短 期 負 債	10,000
そ の 他 資 産	3,000	長 期 負 債	20,000
工 場 ・ 設 備	30,000	少 数 株 主 持 分	1,333
		自 己 資 本	
		資 本 金	1,000
		内部留保	22,667
	55,000		55,000

最後の多角化企業の連結バランス・シートは、500万ドルの資金調達のためB社株を公募で発行したあと、どのような変化が生ずるかを端的に示している。変化の第1は、流動資産が普通株発行による現金流入分だけ増加する点である。ここで少数株主の持分となっている資産部分をカバーするため、つぎのような算式で求められる少数株主持分 (minority interests) を設けなければならない。

$$\text{少数株主持分} = \frac{\text{発行された新株}}{\text{発行済子会社株式数}} \times \text{子会社へ移された資産の簿価}$$

われわれの例について数値を入れて計算すると少数株主持分は、

$$\frac{125,000}{1,125,000} \times 12,000,000 \text{ドル} = 1,333,000 \text{ドル}$$

となる。スピン・オフ前のA社バランス・シートと連結バランス・シートとの間では、自己資本が3,667,000ドルだけ増加していることが認められるが、これは新株発行分から少数株主持分を差引いたものに等しい（5,000,000ドル - 1,333,000ドル = 3,667,000ドル）。この増加分はバランス・シート上ばかりでなく、当該期の連結損益計算書に特別利得として記載されることになる。

これまでみてきた五つのバランス・シートおよびそれらの間の変化のうち、とくに注意すべき点は、子会社の株式発行と一般の単一企業の株式発行との間に違いが存在することである。いまその違いをいくつかの点にまとめてみよう。

- (イ) 単一企業では株式発行は損益計算書には全然変化を与えないが、子会社の株式発行による調達分の一部は、連結損益計算書上に特別利得として記載される。
- (ロ) 会社全体の資産についての1株当り簿価と、発行普通株1株当り価格との間の違いは、単一企業の普通株発行の場合は問題にならないが、スピン・オフの場合には、子会社へ移された資産の簿価と子会社株の公募価格との違いは重要な意味をもってくる。さきに考察したように、簿価が少数株主持分算定の基礎になっており、逆にこれが連結バランス・シート上の自己資本額を決める1要素となるからである。
- (ハ) 単一企業の場合には、普通株発行はその分だけ自己資本を増加させるわけであるが、多角化企業の場合は、連結バランス・シート上の自己資本額は、普通株発行によるキャッシュ流入分から少数株主持分を差引いた残額だけ増加する。

要するに、これらの差異が、スピン・オフが特別利得を生み出すための手段として用いられるということの意味するのである。

5. おわりに

企業成長戦略の1手法として、スピン・オフは早くから注目されてきた。とくにわが国では、経営多角化の手法として、もとの企業から有望部門をスピン・オフさせ子会社とし、多角化企業（グループ）の一部を構成させるという方式が好まれていると思われる。プロフィット・センターとして多角化企業全体の利益に貢献させるためとか、市場に直接接触させることにより、市場からの需要増大をはかるとか、管理職のポスト増加を比較的安いコストで可能にするとか、鶏口となるとも牛後となる勿れ式のモラル・アップを管理者向けにはかるとか、数々のメリットがそのような傾向を助長してきたためであろう。

スピン・オフ方式が企業成長方式として広く実践されてきたにもかかわらず、その財務的意義はほとんど問われなかったとみられる。経営多角化が組織上、事業部制でなく、別個の法人格としての子会社形態で行われるという点で、財務上決定的な相違があらわれることは、これまで、ややカジュアルなかたちではあるがわれわれがみてきたとおりである。もう少し厳密な扱い方で、しかもスピン・オフの財務的問題のいくつかの局面を発展させ、扱うことができるがここでは紙数の関係で機会を他に譲った⁽¹⁾。

注(1) Hanan, M., Corporate Growth through Internal Spin-offs, *Harvard Business Review*, Nov., 1969, p.56.

(2) たとえば 1978年8月19日付L.A.タイムス, Xonics社に関する記事。

(3) Davis, R.C., *The Fundamentals of Top Management*, Harper, 1951.

(4) Galai, D. & Masulis, R.W., Options Pricing Model and Risk Factor of Stock, *Journal of Financial Economics*, Mar., 1976, p. 69.

(5) Dunstan, J., *Partial Spin-offs as a Financial Technique for Multi-Industry Corporations*, 1973, Univ. of Virginia, Ph. D. Thesis, p.6-5.

(6) Dunstan, J. 前掲論文, p.6-7.

(7) Dunstan, J. 前掲論文, p.6-10, および p.6-12.

(8) Stern, J.M., *Analytical Methods in Financial Planning*, 3rd ed., *The Chase Manhattan Bank*, 1977, p. 60.

- (9) Stern, J.M., 前掲書, P. 60.
- (10) Hanan, M. 前掲論文, p. 56.
- (11) Stern, J.M., Earnings Per Share don't Count, *Financial Analysts Journal*, July, 1974, p. 42.
- (12) Galai, D & Masulis, R.W., 前掲書, p. 69.
- (13) Cossaboom, R., *Segmental Financing of Corporate Conglomerates*, Harvard Univ., Ph. D. Thesis, 1968, pp.6-18.
- (14) 村松著「多角化企業論」槇書店, 昭和54年では子会社と借入能力の問題なども含めてスピン・オフの財務問題を検討している。

(村 松 司 叙)