

# 経営統合と組織再編

より  
頼 誠

## 1. はじめに

企業の合併は諸刃の剣である。合併後、利益もマーケット・シェアも落ちるという例が少なくない。うまくいかないのには、さまざまな理由があるだろうが、小田切宏之教授は、その理由を「業界内の企業が減ることで、顧客を他社から奪おうとする積極性が落ちるからではないか」と述べている<sup>1)</sup>。

合併の効果を確認することは難しい。そもそも、業績には多くの要因が複雑に作用している。合併という事象に限定しても、合併してから効果が現れるまでにタイムラグがある上に、組織再編を繰り返す場合、個別の組織再編の効果を分離して測定することが困難だからでもある。

では、効果が明らかではない、失敗例が少なくないのに、企業は、なぜM&Aを実行しようとするのであろうか。純粹持株会社（HD）を設立し、合併代替あるいは組織を再編することはどのような意味をもつのか。以上の疑問に答えるためのヒントを得るために、阪急と阪神の経営統合と組織再編の事例を分析することにしたい。

まず、第1に、文化も戦略も相違しライバルどうしでもあった阪急と阪神が経営統合した経緯と理由を明らかにする。阪急が阪神を救済するために合併したという見解があるが、阪急にとっても健全な財政状態の阪神と一緒にすることや、阪神がもっているブランドなどの資産を獲得できること、阪急自身も投資ファンドから目をつけられていたことから、必ずしも阪急が阪神を「救済合併」したとはいえないという見解も成り立ちうることを説明する。

第2に、本事例を通して、HD制でしかできないこと、すなわち、「合併代替」と「組織再編」の意義を具体的に説明したい。複数の企業間で共通する特定のサービス機能を集中するシェアードサービス会社を設立したり、「選択と集中」ということで採算の悪い事業会社を廃止したり、さらに、事業の括りを変更するのは、どういう理由に基づくのだろうか<sup>2)</sup>。

---

<sup>1)</sup> 日経ビジネス, 2006.11.20, p.4.

<sup>2)</sup> たとえば、阪急の角和社長は、「鉄道はあくまでグループ事業のインフラ」という見解を表明している。これは、「鉄道が本業で、ほかは多角化事業」という考え方とは違う。純粹持株会社制へ移行した理由は、鉄道業を含む都市交通と他の事業をコア事業として並列的に並べ、その徹底化をはかるためであるという（日経ビジネス2005.3.7. p.46）。

続く第2節では、まず第1の点について説明するために、当該企業を取り巻く環境、「脅威」と「チャンス」について考察する。第3節では、それらを踏まえて、必ずしも経営統合の経緯と阪急が阪神を救済したとはいえないという見解の根拠を示す。次に、第2の点、すなわち、組織再編の実態を解明する。第4節では阪急阪神HD設立以前の組織再編、第5節では阪急阪神HDの下での組織再編の概要を説明し、第6節で若干の財務数値に関する分析を行い、第7節で結論を述べる。

## 2. 脅威とチャンス

一説によれば、阪急は阪神を救済合併したとされる。しかし、筆者は阪急自身も阪神との統合を考えなければならない状況にあり、統合によるメリットがあったからこそ統合したと睨んでいる。以下では、どのような「脅威」と「チャンス」があったのかを列挙することを通じて、この見解の根拠を述べる。

### (1) 脅威

ここで、HD設立と組織再編を引き起こす引き金となったであろう要因として、以下のような諸要因が考えられる。

#### ① 不動産価格の下落と有利子負債

まず、問題になるのは、バブル崩壊による地価急落、その含み損と多額の有利子負債である。阪急阪神統合以前の「有利子負債÷EBITDA」（「現金ベースの営業利益何年分で負債を返せるのか」ということを表す指標）をみれば、2006年3月期で、阪神4.7倍、阪急9.3倍で、阪急は近鉄、南海に次いで大きかったという<sup>3)</sup>。また、阪急は、不動産を証券化（たとえば、幅広い投資家から資金を集めるという方式をとることでリスクを分散）したり、資産を証券化（たとえば、車両をケイマン籍のSPCに移して資金調達）した<sup>4)</sup>。市場の複雑化もこういった数値に影響しているだろう。

#### ② 近鉄の脅威と阪神間での阪急、阪神、JRの競争

そもそも、関西では、阪急、阪神、近鉄（東）、京阪（北）、南海（南）などの私鉄による激しい顧客獲得競争があった。営業収益でみると、2003年、2004年、2005年3月期の平均で、1位の近鉄1,235,919百万円、2位の阪急475,275百万円、3位の阪神297,850

<sup>3)</sup> zaiten 「阪急阪神ホールディングス 虚妄の経営統合（下）」2007年7月号、p.51.

<sup>4)</sup> zaiten 2007.7. p.53.

百万円で、近鉄に大きく差をつけられていた<sup>5)</sup>。

阪急と阪神はJRを挟んで山側と海側を走っている。そういう意味では営業エリアと顧客層も異なり競合しないという考え方が成り立つかもしれない。だが、阪急と阪神は、路線が重なる神戸－大阪間でJRと激しい競争状態にあったとも考えられる。

特に、「JRの高速化」が、JRに乗客を奪われる要因となっているという。もっとも、このような無理な速度向上が、福知山線の事故を引き起こす結果となったこと<sup>6)</sup>、スピード競争よりも安全性が重視されるようになったかもしれない。そのため、JRから私鉄への振替輸送による収益と私鉄の顧客獲得努力による業績改善のおかげで、やや状況が好転した可能性はある。

### ③ 日本経済の変化：法人資本主義からファンド資本主義へ

下谷（2009）によれば、日本経済は、法人企業が他社の株式を保有するという「法人資本主義」の性格をもっていた。1977年改正の独禁法では、巨大な事業会社は、資本金（350億円）、資産（1400億円）の多い方の額を超える他社株の購入を禁止していた。だが、このような規制は2002年の改正において撤廃され、他社株の保有は自由化された。ところが、バブル崩壊後、株価下落により、法人株主の保有株売却、株式の相互持ち合いも解消される傾向となり、外国人株主（主として機関投資家）の増大や投資信託の比率上昇の傾向がみられた。下谷教授は、投資ファンドの中に、借入金を元手にM&AやTOBを仕掛ける企業があることを懸念している<sup>7)</sup>。村上ファンドによる阪神株の大量買収はこの懸念が現実になった事例であり、これが阪急と阪神の統合の決め手となった。

### ④ 連結決算重視と多角化戦略の課題

法人別・親会社重視、個別財務諸表中心の会計から、連結財務諸表が会計報告の中心となったことは、グループ内の組織再編を進めるきっかけとなったであろう。親会社本体の業績さえ良ければよいとはいえなくなったため、業績の悪い事業を整理する必要がでてきたからである。

多角的に事業展開している阪急グループは、専門性のある具体的な運営は事業会社に任せると同時に、責任を明確化し「もたれあい」をなくすためにHD制を取り、選択と集中、事業毎の子会社のグループを再編することが必要であったと考えられる。HD制をとることで、HDが戦略による方向づけをし、阪急グループ全体としての企業価値を

<sup>5)</sup> 有価証券報告書より計算。

<sup>6)</sup> 日経ビジネス、2005.3.7. p.45.

<sup>7)</sup> 下谷政弘著『持株会社と日本経済』岩波書店、2009年、pp.9-15.

高めることが期待されたのではないか。

⑤ その他の要因

その他、鉄道・バスと競合する自家用車の普及、原油価格の高騰が国際輸送事業のコスト高をもたらしていること、阪神淡路大震災による被害なども、業績悪化の原因となっていたであろう。

(2) チャンス

以上のような「脅威」は、阪急に何らかの手を打たざるを得ない状況に追い込んだ原因と考えられるが、他方、阪急は阪神と統合することによっていくつかの「チャンス」を見いだしたとも考えられる。阪急側からみた「チャンス」ないし「積極的な理由」としては、以下のようなものが考えられる。

① 阪神電気鉄道の健全な財政状態

阪急は、多額の借入により積極的な拡大・成長戦略をとってきたのに対し、阪神は堅実な経営を行ってきたといわれる。阪神は「自己資金の範囲内での設備投資」にこだわっていたからである<sup>8)</sup>。

② 阪神がもつブランドなどの収益源の獲得

阪神電鉄は鉄道業だけに依存しない収益構造にしようと努力してきた。たとえば、阪神タイガースのブランドを活用したビジネス、すなわち、阪神タイガース関連のグッズの販売、情報発信をすることで、鉄道利用者の増加につながる可能性がある<sup>9)</sup>。

阪神は、阪神線沿線の開発、ハービス OSAKA のなどの高層複合ビル、阪神甲子園球場、阪神タイガースなど、収益を生み出す資源を開拓してきた。しかも、財務体質が健全であることは、阪神の魅力であった。後述の財務数値たとえば、EBITDA の値などは、その一端を物語っている。

要するに、阪急には、財務的に健全な阪神と統合することにより、財務的に経営を安定させ、収益源を手に入れられるチャンスがあったと推測される。担保となる含み資産があれば、借金もしやすくなるということもあったであろう。

---

<sup>8)</sup> ZAITEN 2007.7. p.52.

<sup>9)</sup> 日経ビジネス2005.3.7. pp.45-46.

### ③ 人口増加に対応した輸送力の強化

阪急が拡大・成長する戦略をとっていたといっても、顧客の増加が見込まれる地域に進出しなければ意味がない。京阪神は人口増加が見込まれた地域であり、阪神と統合することにより、鉄道の相互乗り入れが可能になり、密度の高い効率的な交通網を構築しようとしたのであろう<sup>10)</sup>。なお、山陽電鉄、神戸電鉄の買収もあったが、完全に一社化していない。その理由は、運賃収入が減少するからである。

### ④ 事業間のシナジー

阪急では、鉄道業を本業とする見方ではなく、他の事業と同列に並べ、かつそれぞれの自立を促していたという。純粋持株会社への移行は、これを徹底するためのものであったと考えられる<sup>11)</sup>。阪急グループの創始者小林一三氏の事業モデルは、鉄道沿線に住宅、商業施設、娯楽施設を建設することでシナジーを生み出すというものであった。小林氏は、多角化事業はイノベーションをもたらすものでなければならないという理念をもっていた<sup>12)</sup>。

たとえば、不動産事業と阪急百貨店とのシナジーは、以前から存在していた。阪急百貨店の梅田本店のある建物は高層ビルに建て替えられ、その賃貸が不動産事業の収入源になった。阪急不動産は百貨店から毎期60億円の賃貸料を受け取ると共に、建物の上層階をオフィス棟とすることで、百貨店側も顧客の増加を見込めるという点で相乗効果が期待できた<sup>13)</sup>。もっとも、阪急電鉄は、阪急百貨店の株を3%しか所有していなかった点で、両者には資本関係はほとんどなかったといえる。

### ⑤ 阪急と阪神の経営統合によるシナジー

阪急と阪神の経営統合によるシナジーの可能性はどうか。

2007年の中期経営計画には、「グループ横断的なシナジーの実現」ということで、「グループ横断機能の強化（資金一元化、シェアードサービス、カード事業ほか）、事業間コラボレーション」があげられている。

中期経営計画には「経営基盤の強化とさらなる成長をはかる」とあり、たとえば、資本面での関係強化により梅田や西宮北口などの沿線開発と百貨店事業との連携を促進することを狙っていた<sup>14)</sup>。

<sup>10)</sup> 日本経済新聞2007.10.3.; 阪急HD アニュアルレポート2007年.

<sup>11)</sup> 日経ビジネス2005.3.7. p.46.

<sup>12)</sup> 日経ビジネス2005.3.7. p.47.

<sup>13)</sup> 日経ビジネス2005.8.29. p.67.

<sup>14)</sup> 阪急阪神ホールディングス 中期経営計画2007.6.11. p.7.

阪神と阪急の連携の具体例を一つだけあげておきたい。後述する阪急百貨店と阪神百貨店の経営統合と「棲み分け」による相乗効果である。

2005年に阪神百貨店は阪神電鉄の完全子会社になり、他方、阪急HDは阪急百貨店の株を3%しか所有しておらず、阪急百貨店は阪急HDの株を1%しか所有しておらず、資本関係は希薄であった。

その後の再編は、阪急阪神HDの設立後、阪急百貨店と阪神百貨店が、中間持株会社H<sub>2</sub>Oリテイリングの下にぶら下がる形となった。両者のとる状態は「業務提携」である。かつ、阪急と阪神の店の違い、特色を維持することを目指した。つまり、両店をそのまま残した理由は、両店が等質化し、売上高が落ちるのを恐れたせいであった。たとえば、阪急はハイエンド製品や店舗、阪神は手頃な値段の商品や庶民感覚の店舗というように、両社の間を差異化することにより「棲み分け」をはかり顧客を逃がさない一方で、配送や情報システムは共通化、什器の共同調達などを行うことで経費を削減することを狙ったのである<sup>15)</sup>。

#### ⑥ 共通ポイントシステム

阪急阪神カードという会社がSTACIAカードを発行しているが、このカードに、阪急阪神百貨店や阪急阪神第一ホテルグループなどが発行するポイントカードのポイントを集約できるようにした<sup>16)</sup>。これにより、顧客を囲い込める可能性が高まった。

#### ⑦ 純粋持株会社解禁とその他の法制度の整備

HD制をとる日本企業が増えた理由の一つに、純粋持株会社解禁とその他の法制度の整備がある。

企業文化・人事制度・戦略などが違う企業の急な合併は難しい。持株会社を設立し、それらの企業を子会社として傘下に入れることにより、合併と類似の効果を最小の摩擦で得られる可能性が高い。これが合併の代替手段としてのHDの利用である<sup>17)</sup>。

### 3. 純粋持株会社（HD）設立と経営統合に至る経緯

第2節で述べたような脅威とチャンスは、主として阪急側の観点からの考察であった。阪急は、同じエリア内の阪神との競争を回避し統合することにより規模を拡大し、堅実な

<sup>15)</sup> 阪急阪神ホールディングス 中期経営計画2007.6.11. pp.103-105.

<sup>16)</sup> NIKKEI COMPUTER, 2010.10.27. p.18.

<sup>17)</sup> 下谷（2009）前掲書，pp.122-126, pp.229-238.



阪神の経営能力の獲得によりエリア外の企業グループに対し競争優位に立つことをねらっていた。そのために、HD制をとることが望ましいと判断されたのであろう。

次に、阪神側が阪急に統合を求めた事情、HDの成立のプロセスについて簡単に述べておきたい。

## (1) 経営統合の経緯

### ① 村上氏による思惑・・・関西における私鉄統合

阪急HDと阪神電気鉄道株式会社が経営統合したのは、前節で述べたようなさまざまな要因が複雑に影響しているのであるが、最大の契機は、村上ファンドが阪神株を買い集め、阪神電気鉄道の筆頭株主となり、阪神の経営を支配する恐れがあったことにある。

2006年5月10日の村上ファンドによる阪神株の保有株式は46.82%。村上氏の真の意図は、安田義郎教授によれば、鉄道ネットワークの充実にあったという。すなわち、関西出身の村上氏は、関西をもっと盛り上げたいと考えていたという。そこには、全国展開しているJRに対抗できる鉄道会社があってもよいのではないかという思いがあった。数ある私鉄の中で、村上ファンドが阪神に目を付けたわけだが、その理由は一つには優良な含み資産を多くもっている割に株価が低かったためである<sup>18)</sup>。

他方、阪神経営陣は、村上ファンドに代わる阪神株の買取先として事業規模が近い京阪電気鉄道との統合を模索したが、うまくいかなかった。そこで、阪急に経営統合を提案した<sup>19)</sup>。しかし、結局、関西における私鉄統合という村上氏による思惑は、インサイダー取引による村上氏の逮捕、阪急による阪神の完全子会社化という形で幕を閉じることになった。

### ② 株式交換方式による阪神の子会社化

2006年10月1日、阪急HDと阪神電気鉄道株式会社が経営統合した。その方法としては、株式交換方式によるもので、阪急が株式公開買い付け（TOB）を行い、阪神株を取得し、阪神を完全子会社とした。TOBに応じなかった阪神の株主には、阪神株1に対し阪急株1.4株と交換した<sup>20)</sup>。このTOBに2500億円を要した結果、連結有利子負債は1兆3000億円を越えるものとなった<sup>21)</sup>。なお、TOBのための借入金と旧阪急HDの社債

<sup>18)</sup> 含み資産としては、たとえば、大阪府ビルディングの土地の簿価900万円、阪神甲子園球場の土地の簿価800万円。企業買収に際して、こういった企業の資産、負債は時価評価される。

<sup>19)</sup> 日本経済新聞2006.6.6. p.45.

<sup>20)</sup> 日本経済新聞2006.9.30. p.15. ; 2006.9.25. p.9.

<sup>21)</sup> 日本経済新聞2006.9.26.

を、財務的健全性の高い阪神が連帯保証し、信用力が向上した意義は大きい<sup>22)</sup>。つまり、両社はもちつもたれつの関係にあったといえる。

## (2) 阪急が阪神を救済合併したのか？

阪急と阪神の経営統合は、阪急が阪神を救済合併したという論調で書いてある記事が多いが、安田教授は、この当時、阪神だけではなく、阪急の周辺でも不穏な動きがあり、むしろ規模は阪急より小さいが財務体質の悪い阪急を阪神が救済したという考え方の方が適切だという。阪急が阪神の資産を利用できた（キャッシュが入ってくる仕組み、銀行などの融資を受けられた）点で、阪神に救われたとも考えられる<sup>23)</sup>。

阪急は含み益のある資産を所有する阪神と統合することにより、含み益のある不動産を手に入れることができる。含み益とは、高い時価と低い取得原価の差であり、阪神の信用力でさらに融資が容易になったと考えることができる。こういう意味で、阪急の方も弱みがあり、対等合併に近い状態だとすれば、大が小を飲み込む吸収合併に比べて調整が難しいことからHDを設立して経営統合したとは考えられないだろうか。以上のことを公表されている財務数値から簡単に検討してみたい。

### ① 阪急主導とみる根拠

合併前の2006年3月期の決算短信（連結）をみれば、阪急HDと阪神電鉄の売上高と営業利益は、それぞれ、阪急HDが486,154、64,841（百万円）、阪神電鉄が313,242、25,288（百万円）であったことから、阪急HDの方が大きい。総資産と株主資本についても、阪急HDが1,609,116、360,221（百万円）に対し、阪神電鉄が532,700、166,197（百万円）であったことから、阪急HDの方が大きい。

阪急阪神HDの取締役は18人。阪急HD側が12人、阪神電鉄側が6人であった<sup>24)</sup>。以上の事実は、阪急が阪神を救済した、あるいは吸収合併したという見解と整合する。

また、阪急は阪神株を、実際の価値より安く購入したため、「負ののれん」が発生した。安く購入できたのは、阪神が弱い立場にあったからであるとみることもできなくはない。

### ② 対等合併とする見方の根拠

しかし、筆者が調べたところでは、株主資本比率は、阪急HD22.4%、阪神(株)31.2%であり、営業利益でのROAは、阪急HD4%、阪神(株)4.7%で、阪神の方がや

<sup>22)</sup> 日本経済新聞2006.10.3. p.10.

<sup>23)</sup> 村上ファンドは、京阪神全体に目を付けていた。たまたま阪神に狙いを定めただけ。京阪も阪急も買収の対象になり得た。

<sup>24)</sup> 日本経済新聞2006.9.28.



やましである。有利子負債は、それぞれ、889,615、200,985（百万円）であり、阪神の方がかなり少なかった。連結でみたところでは、阪神の方が財務的に健全といえそうである。これは、阪急が阪神と経営統合するメリットである<sup>25)</sup>。

また、阪急阪神HDの有利子負債について、「2006年度に株式公開買付けによって阪神電気鉄道株式を取得し、同社が連結子会社となったことにより連結有利子負債残高が増加しましたが、当グループとしては同社とのキャッシュフローの拡大等により、基本的には経済面は問題ない」との記述がある<sup>26)</sup>。

この他にも、第2節で述べたようなシナジー効果など、阪急にとってのさまざまなメリットもある。阪神がもつ含み資産（阪神電気鉄道だと2500億円）の存在<sup>27)</sup>や、「バブル期の過剰投資を受けてリストラに取り組んできた阪急に対し、阪神は堅実経営で膨大な含み資産を蓄積してきた」との記述がある<sup>28)</sup>。

ただし、キャッシュを生まない不動産も含まれているという理由で、阪急阪神HDによる含み益の算定については疑問視するむきはある<sup>29)</sup>。

なお、2006年4月19日の日経新聞の記事にも、共同持株会社方式で経営を統合する案が浮上しているとあり、「阪急による『救済色』を薄め、阪神も応じやすい仕組みにするのが狙い」とある。

以上のように、阪急側にも阪神と統合する積極的理由があったことから、阪急優勢ではあるが、対等合併に近かったと考えられる。プロポーズしたのは阪神であったとしても、阪急HDが統合後、阪急HD単独のままよりも良い状態になったならば、阪神による阪急の救済とみることもできるだろう。

次に、第4節、第5節では、統合前後に行われた組織再編の具体的内容の一部を紹介し、なぜ組織再編が行われたのかを明らかにしたい。第6節では、組織再編が業績に与えた可能性について検証する。

## 4. 阪急の内部組織再編

第4節では、阪急と阪神と統合以前にあった阪急HDの設立と阪急内部の組織再編につ

<sup>25)</sup> 阪急HDの有利子負債は、長期と短期の借入金、一年以内償還社債と社債、コマーシャルペーパー（7,000）の合計である（阪急HD平成18年3月期決算短信（連結））。阪神は、コマーシャルペーパーの金額が不明なのでその分小さいが、金額的には小さいと考えられるので、比較にあたってほとんど影響はない。

<sup>26)</sup> 阪急阪神HD 投資家情報 <http://holdings.hankyu-hanshin.co.jp/ir/management/risk.html>, 2012.9.14.

<sup>27)</sup> 日本経済新聞2006.10.2. p.5.

<sup>28)</sup> 日本経済新聞2006.9.30. p.15.

<sup>29)</sup> 日本経済新聞2006.10.14. p.15.

いて考察することにした。

### (1) 「阪急新世紀グループビジョン」と「阪急電鉄グループ2002中期経営方針」

阪急グループは、2001年4月に発表した「阪急新世紀グループビジョン」の中で、「阪急電鉄グループ全体が一つの会社」というスタンスを示している。これは、会計制度が連結重視に移行したことが大きい。それまでは、個々の会社の業績向上が重視された。しかし、いくら本体の事業の業績が良くても、足を引っ張る事業があるならば、連結でみた業績は悪化する。そのため、ビジョンとの整合性が高い、あるいはキャッシュ総出力の高い事業は伸ばし、ビジョンとの整合性の低い事業は整理する必要があった。大きな固定費が発生する「不動産事業」と「ホテル事業」は、ビジョンとの整合性は高かったがキャッシュ創出力が低く変革の必要があったと考えられる。

「グループビジョン」を実現していくために、「阪急電鉄グループ2002中期経営方針」が策定され、「グループビジョン」で示された①コア事業への集中、②知識・ノウハウ集約型事業への特化、③競争優位の確立、に基づくグループの再編が行われると共に、グループ経営のメリットの追求が提示されている<sup>30)</sup>。

「阪急電鉄グループ2002中期経営方針」によれば、事業戦略実行のための運営体制を確立するために、「グループ各社の新しい位置づけ、役割を明確にする」、すなわちグループ各社を、中核会社、事業分担会社、機能分担会社、共同経営会社に分類することによりこれを実現するとされている。

### (2) 阪急電鉄グループのコア事業（2005年当時）と持株会社化

阪急電鉄の社長は、「鉄道はあくまでグループ事業のインフラ」と考えていた。「鉄道を本業」とするという考え方とは違う。その当時のコア事業は、「都市交通」「不動産」「レジャー」「エンターテインメント・コミュニケーション」「リテール」の5つであった。これらを並列に並べ自立を進めるために、純粋持株会社に移行した可能性がある。というのも、その当時、グループ企業の競争力が弱いことが問題視されていたからである。たとえば、最も勢いがあったのは、リテール事業（流通）であった。しかし、鉄道会社出身の社員が、鉄道以外の事業を手がけるためのノウハウが十分あるとはいえ、長期思考をとりがちな社員に変化の激しいリテール業のような変化の激しい事業は不向きであった<sup>31)</sup>。

「多角化」が成功するためには、単独で採算を確保でき、かつ他の事業とのシナジー効果でグループの成長を見込めることが重要である。だが、後述のように不調な事業がうま

<sup>30)</sup> 「阪急電鉄グループ2002中期経営方針」 holdings hankyu-hanshin.co.jp/ir/data/ER200207231N4.pdf.

<sup>31)</sup> 日経ビジネス2005年3月7日号、p.46.

くいつている事業を頼る「もたれあい」が生じるようなグループ拡大は望ましくない。

また、コンティンジェンシー理論の考え方によれば、環境の複雑性・不確実性が高い状況では分権化が望ましいとされ、この理論により、分社化、持株会社制への移行を説明することができる。

しかし、本社の求心力が弱くコントロールがうまくいかない場合には組織は崩壊する。HD設立以前の阪急グループのグループ会社の中には、部分最適な行動をとる会社があったと推測される。だからこそ、「阪急電鉄グループ全体が一つの会社」というグループビジョンを提示したのであろう。特に上場している企業は遠心力が強い。外部の株主が経営に口出ししてくることも無視できない。そこで本社の求心力を高める必要があり、その手段の一つがHD制であった。阪急不動産と新阪急ホテルの上場廃止と完全子会社化の背後には、このような事情があったと推測する。

また、阪急ビジネスアソシエイトのようなような機能分担会社（シェアードサービス会社）を設立したのは、グループ会社の間接業務をこの会社に集中することで、事業会社がコア事業へ集中できるようにすると共に、業務コストの削減や戦略的な人材活用が可能になることを目指していた。この会社の業務内容は、情報システム開発・運用、経理・人事業務の提供である。たとえば、人事情報の検索や活用が迅速にできるようになったことで、グループ再編に伴う人事制度の変更や、個人の受けた研修履歴からスキル管理も行えるようになる<sup>32)</sup>。

### (3) 不動産事業とホテル事業

「阪急電鉄グループ2002中期経営方針」において提示されている「変革を要する事業」としては、不動産事業とホテル事業をあげることができる。

阪急不動産、新阪急ホテルは、それぞれ2002年、2004年に上場廃止し子会社化された。この完全子会社化は、決算が連結主体になったことや純粹持株会社の設立と整合するものであったと考えられる。

下谷（2009）によれば、企業グループの子会社は、「無秩序な集合体ではありえない」のであり、「親会社の一元的管理のもとに体系的な分業関係が作り出され」ることが重要である<sup>33)</sup>。阪急HDの場合は、HD制を採用することによって、この状態を創り出そうとしたと考えられる。さらに、HDが一元的管理を行うにあたって、管理される会社を、中核会社、事業分担会社、機能分担会社、共同経営会社に分類し、それぞれの役割を明確化

<sup>32)</sup> 「阪急電鉄、グループ企業の人事業務をシェアード化、業務コストの削減と戦略的な人材活用を目指す」 <http://www.oracleco.jp/customers/hankyu.pdf>. 2013.3.25. ; 「阪急電鉄グループ2002 中期経営方針」前掲書。

<sup>33)</sup> EDINET 2007年6月29日提出 阪急阪神ホールディングス株式会社、第169期 有価証券報告書p.4 ; 下谷政弘『持株会社と日本経済』岩波書店、2009年、pp.32-34.

することで、戦略実行のための運営体制を確立している<sup>34)</sup>。

### ① 不動産事業

いうまでもなく不動産の保有にはリスクを伴う。不動産の価格は下落することがあるためである。借金をして不動産に投資すれば、有利子負債が増加する。逆に価格が上昇すれば含み益が出るわけだが、含み益よりも、その資産が現実的にキャッシュをいくら稼いでいるかが重要である。そのためには、土地そのものを保有することによる価値ではなく、その土地にキャッシュを生み出す施設を建設し、収益をあげることが大切である。また、不動産を不動産投資信託（REIT）に売却して調達した資金をビルの建て替えにあてるという方法もありえただろう<sup>35)</sup>。

つまり、第1に、不動産事業の内容が単に不動産に投資し、価格上昇時に売却して利ざやを稼ぐということだけではなく、キャッシュを生み出す道具として不動産を活用するというように事業内容が変化した。

第2に、会社の役割分担である。すなわち会社を機能別に整理した。

阪急電鉄が発表している「不動産事業の再編方針」によれば、「経営」「運営」を「資産保有」から切り離し、分散しているアセット・マネジメント（AM）とプロパティ・マネジメント（PM）の機能を集約すること、これにより、機能毎の「専門性」は維持しながら、グループ全体としての「規模の経済」を実現することを目指した。

具体的には、阪急不動産と阪急電鉄で重複している事業内容（賃貸や分譲）を一元化した例として、住宅事業は阪急不動産に集約したり、阪急電鉄の不動産事業本部が不動産のポートフォリオやPMを統括、AMを一元化すること、マンション・ブランドの一元化、施設管理業務を阪急ファシリティーズに、営業管理業務を阪急リエゾンサービスに一元化すること等をあげることができる<sup>36)</sup>。

### ② ホテル事業

デフレの長期化、消費の低迷、外資系ホテルの新規参入などの厳しい経営環境の下で、阪急電鉄は、系列のホテルの再編を進めてきた。その目的は、経営戦略機能・管理機能の一元化にあったとされる<sup>37)</sup>。株式交換による新阪急ホテルの完全子会社化、新阪急ホテルとの上にホテル経営統括会社を設立したのも、そのプロセスの一環であった。

<sup>34)</sup>「阪急電鉄グループ 2002 中期経営方針」前掲書。

<sup>35)</sup>日経新聞2006.9.26. p.13.

<sup>36)</sup>「阪急電鉄グループ、不動産事業再編方針を発表」R.E. port不動産事業流通研究所, 2002.3.14. ; <http://www.re-port.net/news.php?ReportNumber=1303>, 2013年3月29日。

<sup>37)</sup>「株式交換による株式会社新阪急ホテルの完全子会社化に関するお知らせ」阪急電鉄, 新阪急ホテル, 平成15年11月11日。

グループとして発展していく必要があったということは、それまではホテル間で別々の経営が行われていたと推察される。ホテル事業でも一元的管理のもとで、体系的な分業関係を創り出そうとしたのである。

## 5. 純粋持株会社（HD）設立後のグループ経営体制と組織再編

### (1) グループ経営体制

#### ① グループ基本戦略

2007年中期経営計画によれば、中長期的にグループ一体化して持続的な成長を図っていくため、a. 各事業の競争力強化・利益水準の向上、b. 統合効果の追求と実現、c. 財務体質の改善・資産利回りの向上、という基本戦略を設定している。

a. は、事業毎の競争力強化と、グループ横断的なシナジーの実現（資金の一元化、シェアードサービス、カード事業など）、b. は、新たなサービスの提供による需要の創出と利益の拡大、事業運営・間接業務の効率化、c. は、利回りの低い資産の売却による有利子負債の圧縮、遊休資産の稼働資産への転換、開発案件のコスト圧縮、投資の圧縮、不採算事業の改善、あるいは撤退である<sup>38)</sup>。

#### ② 阪急電鉄のコア事業と阪神とのシナジーの可能性

阪急の角和社長は、「鉄道が本業で他は多角化事業」という考え方ではなく、都市交通の中に含まれる「鉄道業はグループ事業のインフラ」と考え、コア事業を同列に並べるようになったという。HD制は、これをさらに徹底するという意味あいがある。

2007年中期経営計画によれば、コア事業は、都市交通、不動産、旅行・国際輸送、ホテル、エンターテインメント・コミュニケーション、流通の6つであった。さらに、阪急・阪神の統合によって、以下のような売上シナジーとコストシナジーが期待できるとしている<sup>39)</sup>。

\*売上シナジー（都市交通事業の連携強化、双方のグループ会社の活用。マンション事業のコラボレーション。

戸建住宅事業でのアライアンス。両社施設への流通店舗出店。店舗・DM・HPを活用した旅行商品の共同販促)

\*コストシナジー（人材・ノウハウの有効活用。各事業における仕入機能の強化。重複施設からの撤退、重複事業における運営効率化の推進。スタッフ部門の効率化、システム統一)

<sup>38)</sup> 阪急阪神HD株式会社「阪急阪神ホールディングスグループ2007中期経営計画」の策定について、平成19年3月26日、FASB p.2.

<sup>39)</sup> 阪急阪神HD Annual Report 2008. p.5. p.13.



## (2) 阪急阪神 HD 制下での組織再編

次に、阪急阪神HD設立後の組織再編である。すなわち、阪急と阪神がHDの傘下に収まった後、そこで行われた組織再編についてみていくことにしたい。

阪急阪神の統合効果を出すためには、重複事業を統合する必要があるが、そのためには、配置転換、人員削減が必要になる。阪神の社員の感情に配慮して、社内融和が崩壊するのを回避するためには、急激な再編はできなかったという<sup>40)</sup>。それらをどのように進めたのかについての詳細は不明であるが、再編した事業のうちのいくつかをとりあげることによって、組織再編の概要とその理由を明らかにしたい。

## (3) プロパティマネジメント・ビルメンテナンス (PM/BM) 事業

### ① 2007年10月の再編

PM/BM事業は、2007年10月1日付で阪急電鉄の100%子会社だった阪急ファシリティーズが、阪神電鉄の100%子会社だった阪神エンジニアリングを吸収合併し、阪急阪神ビルマネジメントとした。このケースは、前者を存続会社、後者を消滅会社とした点で、阪急主導といえよう。この合併により、前者のPM事業と後者のBM事業を結合した。

この合併により、PM事業とBM事業の「ノウハウや経営基盤の集約」により、「個別業務の機能」「不動産の経営全般を見渡したトータルマネジメント機能」を高めることができるという。この再編の目的は、不動産の所有と経営の分離の進展、J-REIT、私募ファンドの成長等を背景とした、サービスの高度化・多様化のニーズに答え、顧客満足を高めることで、競争優位に立つためのものであったという<sup>41)</sup>。

また、阪急沿線に存在する賃貸ビルや商業施設において、管理コストの削減をはかる必要から阪神のBM事業を吸収したとも考えられる。

<sup>40)</sup> 日本経済新聞2006.9.26. p.13.

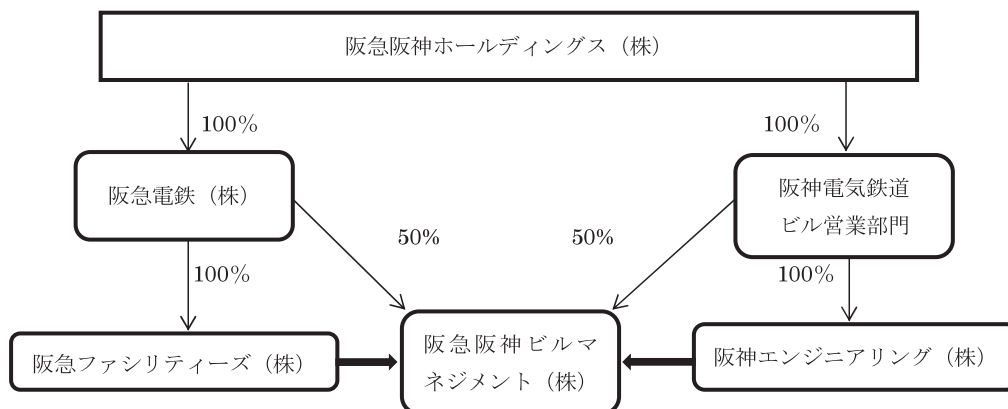
<sup>41)</sup> 阪急阪神HDニュースリリース「阪急阪神ホールディングスにおけるプロパティマネジメント事業並びにビルメンテナンス事業の再編について」2007年7月27日p.1。



図1 プロパティマネジメント・ビルメンテナンス事業の再編

2007年10月

(%は出資比率)



出典：阪急阪神 HD Annual report 2007,p.6.

## ② 2008年と2009年の再編

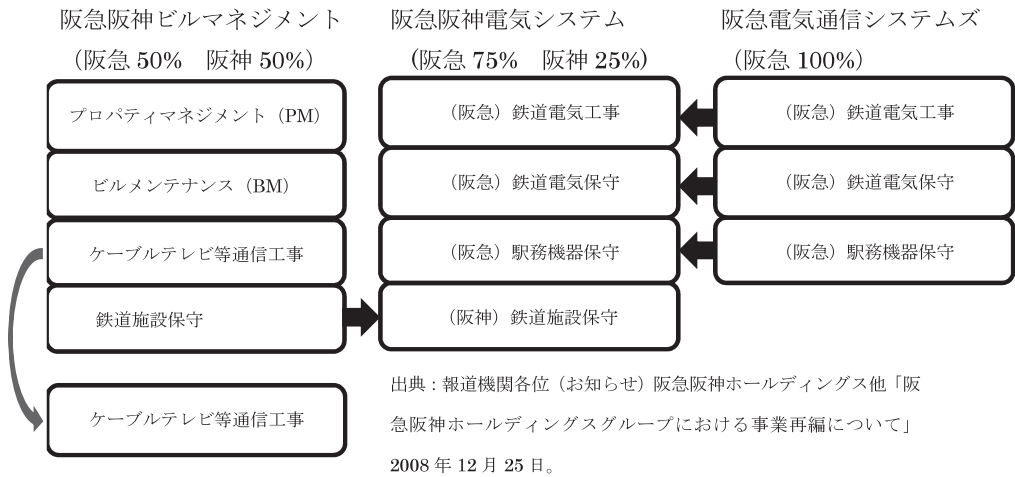
「阪急阪神ビルマネジメント」は、2008年10月1日からエリア別・機能別組織へ移行した。また、2009年1月1日に、「阪急阪神ビルマネジメント」からケーブルテレビ等通信工事部門を分社し、「阪神ケーブルエンジニアリング」とした。この狙いは、分社により、「迅速な意思決定と機動的な運営を実現」することにより、競争優位を確立すると共に、グループ外への業務拡大等も目指すものであった。

他方、「阪急阪神ビルマネジメント」の鉄道施設保守部門と、「阪急電気通信システムズ（鉄道電気工事、鉄道保守、駅務機器保守部門）」とをまとめ、「阪急阪神電気システム」として分離独立させた。

その理由は、「阪急阪神ビルマネジメント」と「阪急電気通信システムズ」が、鉄道電気施設保守等に関する同種業務を行っていたためである。統合により業務を連携させることにより、鉄道電気システムの保守や工事の効率化・標準化を図ると共に、グループ外への業務拡大等による相乗効果を狙ったものであった<sup>42)</sup>。

<sup>42)</sup> 阪急阪神 HD ニュースリリース「阪急阪神ホールディングスグループにおける事業再編について」2008年12月25日, pp. 1-4.

図 2 PM/BM 事業の再再編



#### (4) 旅行・国際輸送事業の中間持株会社体制への移行と再編

大手旅行会社は、どこも少子化や景気後退の影響、新型インフルエンザや東日本大震災等の外部要因の影響を受けやすいという不安定さをもっている。国際輸送事業においても燃料代の高騰などで厳しい状況にあった。そのような厳しい環境下で、阪急は、阪神のヨーロッパを専門にしたツアーや業務渡航のような強みを活用すると同時に、旅行と輸送事業に分割することで、より効率的な経営ができるように再編したと考えられる<sup>43)</sup>。

再編の狙いについて、阪急交通社の小島社長は、「空港施設の相互利用や海外拠点の統合で効果を出す」と述べ、さらに、「将来的には国際輸送と旅行の二社にするのが自然の流れ」と述べている<sup>44)</sup>。その組織再編の要点を述べれば以下になる。

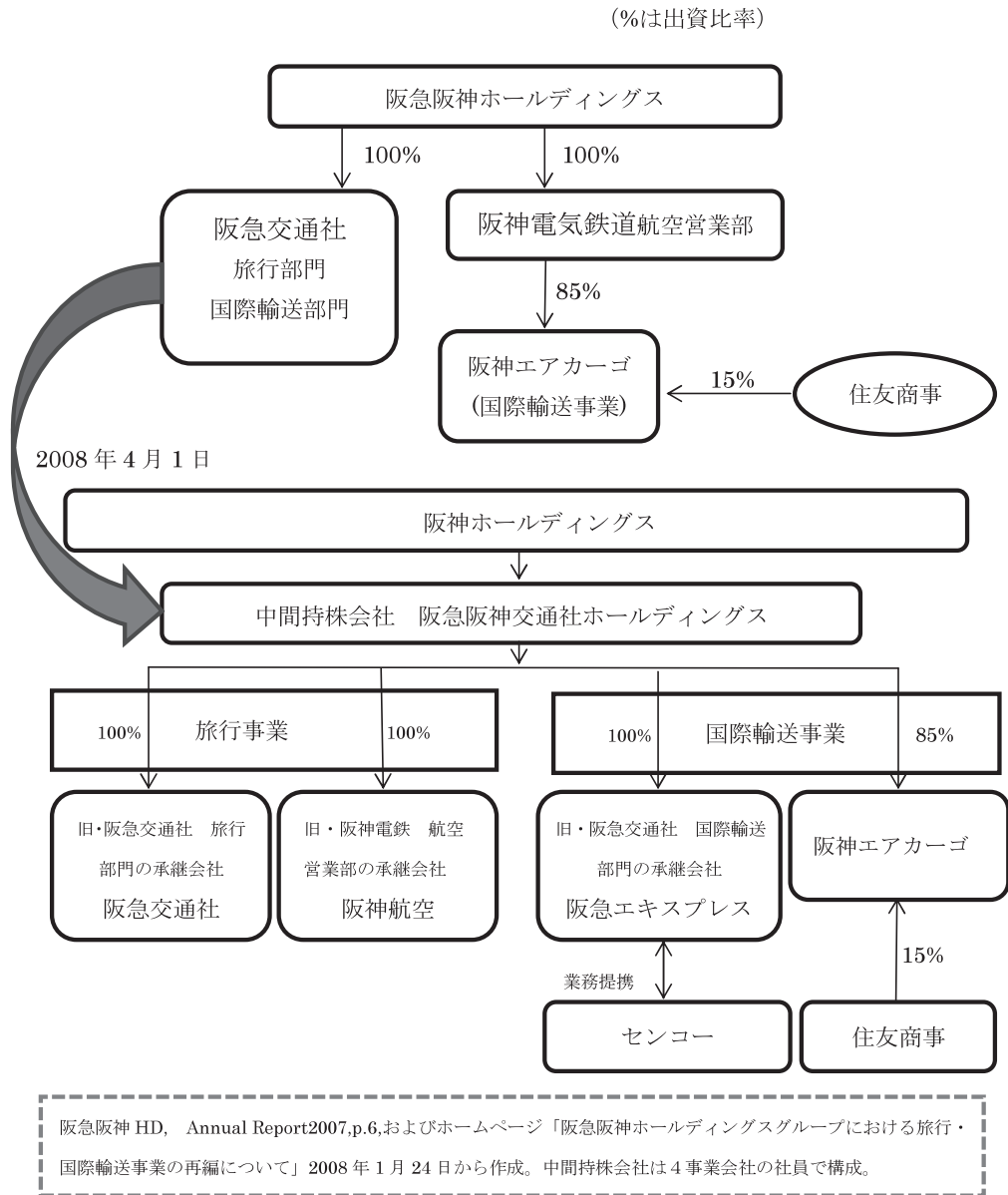
阪急グループの旅行・国際輸送事業は、「阪急交通社」が担当していた。他方、阪神グループでは、国際輸送事業を「阪神エアカーゴ」が、旅行事業については、阪神電鉄内の航空営業部が担当していた。経営統合の当初においては、阪急交通社と阪神電鉄がHD下に並列することになった。

2007年12月5日の日経新聞では、「阪急交通社」の国際輸送部門で「阪神エアカーゴ」と輸出貨物の共同混載を開始したとある。輸入貨物の共同混載や物流拠点の共同使用の開始も予定された。旅行部門でも予約システムの統一により互いの店舗でどちらのパッケージツアーも販売できるようにした。以上が期待される統合のメリットである。

<sup>43)</sup> 旅行事業はメディア販売（通信販売）に特化することにより、2010年度の海外旅行取引高は業界第3位、国内旅行では第7位、全体として第4位であった(阪急阪神HD アニュアルレポート2011年p.44)。

<sup>44)</sup> 日本経済新聞、2007.12.5. p.10.

図 3 旅行・国際輸送事業の再編



その後、2008年4月に「阪急交通社」が旅行と国際輸送事業を統括する中間持株会社である「阪急阪神交通社HD」へ移行した。そして、阪急交通社の旅行部門を「阪急交通社」に、阪神電鉄の航空営業部を「阪神航空」に、阪急交通社の国際輸送部門を「阪急エクスプレス」として承継した。

その結果、前2社が旅行事業を、「阪急エクスプレス」と「阪神エアカーゴ」が国際輸

送事業を遂行することになった。なお、HDは4つの事業会社の社員で構成されている<sup>45)</sup>。

Annual report 2008によれば、このような組織再編をした理由は、各事業部門の意思決定の迅速化を図り、競争力を強化することにあった。

具体的には、旅行事業に関しては、「ハイキングコースの拡充やクルーズ商品の開発等、高付加価値商品の拡充」のためであった。また、阪急交通社・阪神航空とが募集型企画旅行商品を相互販売したり、共同仕入れにおいて統合効果を出そうとした。

国際輸送事業に関しては、成長市場での拠点展開、海外主要拠点での輸送網の拡充を図り、また、共同混載の拡大、成田新倉庫の共用、共同オペレーション化、協業の推進による統合効果の創出を目指した<sup>46)</sup>。

さらに、2010年4月には、「阪急交通社」と「阪急阪神エクスプレス」の2社に再編された。

第1に、阪急交通社が存続会社となり阪神航空を吸収合併した。厳密に言えば、阪神航空の個人旅行は「阪急交通社」に、業務渡航については「阪急交通社」の子会社となった「阪急阪神ビジネストラベル」が担当した。阪急交通社は「トラピックス」で中高年の顧客層をもち、阪神航空はヨーロッパの高額ツアーを得意としていた。この組織再編には、このような得意分野を維持しつつ、海外のホテルや航空券の仕入業務を共通化して価格交渉力を強化したり、顧客情報を一元管理してツアー開発に役立てるという意義があった。

第2に、海外に現地法人をもつ「阪急エクスプレス」と「阪神エアカーゴ」が合併して「阪急阪神エクスプレス」となった。合併のねらいは、重複する拠点を統合、現地法人を削減すること、間接部門についても重複するものを統合し、貨物事業をコストカットすることにあった<sup>47)</sup>。

## (5) ホテル事業

ホテル事業に関しては、2006年9月に「阪急ホテルマネジメント」が「ホテル阪神」の全株式を阪神電鉄から取得し完全子会社としていた。これにより、経営が一体化され、営業面、経費面における統合効果を追求できるようになった<sup>48)</sup>。

経理・購買業務の統合(2007.4)、老朽化や阪急のホテルが近くにあることから営業を終了した六甲オリエンタルホテル(2007.6)、神戸三田新阪急ホテルの経営・資産のオリッ

45) ホームページ「阪急阪神ホールディングスグループにおける旅行・国際輸送事業の再編について 2008年1月24日」

46) 阪急阪神ホールディングス Annual report 2008. p.28.

47) 日経産業新聞, 2009.3.31. p.20. 国際輸送事業の再編については、阪急阪神HD, 報道機関向けニュースリリース, 昭和21年8月4日参照。

48) 阪急ホテルマネジメント, ホテル阪神による報道機関各位向け発表「(株) 阪急ホテルマネジメント, (株) ホテル阪神, ホテル阪神レストラン・システムズ(株) 3社の合併, および(株) 阪急阪神ホテルズへの社名変更について」2008.2.15。

クス不動産が新設するホテル経営会社への譲渡（2008.4）など、「経営統合」や「選択と集中」が行われてきた<sup>49)</sup>。

ホテル阪神が立地する大阪・キタ地区は、阪急阪神HDグループにとっての最重要地盤であることから、さらなる統合効果をあげることをめざし、2008年4月をもって、この2社と「ホテル阪神」の完全子会社である「ホテル阪神レストラン・システムズ」も合併し、「阪急阪神ホテルズ」と社名変更した。これは、阪急阪神第一ホテルグループの一体的な運営と業務効率化を推進するためのものであった。換言すれば、この貴社が経営統括会社となり、ブランド力を維持・向上させるために、チェーン本部として運営委託ホテルに対するサービス機能の強化を図った<sup>50)</sup>。

図 4 ホテル再編 統合前  
[阪急阪神統合前]

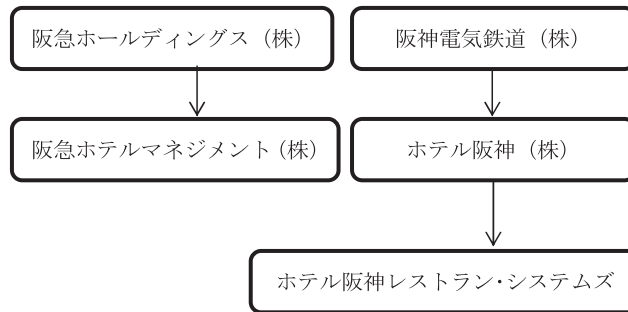
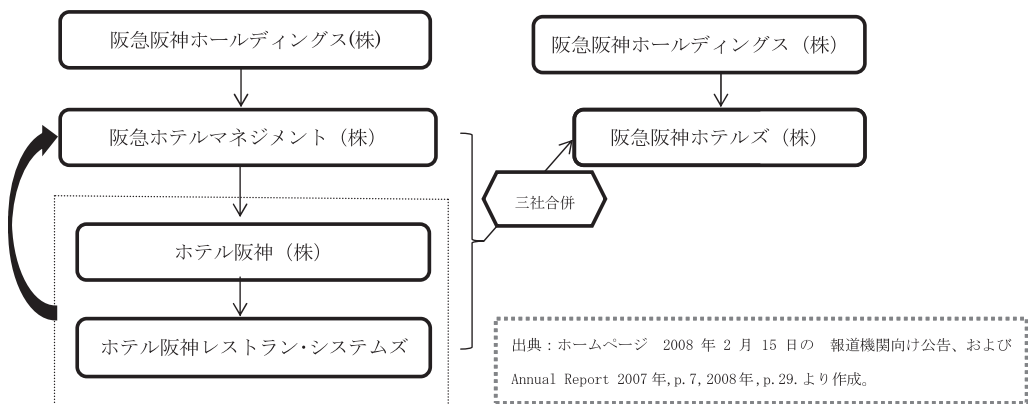


図 5 三社合併

[2006年10月1日]      →      [2008年4月1日]



49) Annual Report 2007. p.7. 2008. p.16.

50) Annual Report 2008. p.29. および阪急ホテルマネジメント, ホテル阪神による報道機関各位向け発表, 前掲書, 2008年2月15日。

## (6) 流通事業

流通事業の事業統合には、以下の3つのポイントがある。

### ① 阪急と阪神のコンビニエンス事業の統合

阪神電鉄の子会社「阪神ステーションネット」が「アンスリー」ブランドで展開してきたコンビニ事業の運營業務を、2008年4月より「阪急リテールズ」が受託し、「アズナス」ブランドのコンビニ事業と一体的な運営をすることになった。

### ② 駅売店事業を運営委託先より阪急リテールズへ集約

「阪急レールウェイサービス」に委託していた阪急沿線の駅売店の運營業務も「阪急リテールズ」に集約し、将来的にコンビニ事業との一体化を目指した。

### ③ 雑貨事業の統合と育成

家具・生活雑貨「ダブルデイ」を「阪急リテールズ」に吸収合併し、家具・インテリア雑貨と化粧品雑貨「カラーフィールド」を統合した<sup>51)</sup>。

## (7) 百貨店事業

阪急電鉄は、各事業会社と強い資本関係をもっていたが、百貨店事業については希薄な関係しかなかった。ちなみに阪急百貨店については、阪急HDの時も、阪急阪神HDになってからも、HDは、3%の株をもっているだけであった。他方、阪神百貨店は阪神電鉄の99.9%子会社であった。

阪急阪神HDの設立に際して、阪神電鉄およびその子会社である阪神百貨店はHD傘下に入った。次に、中間持株会社H<sub>2</sub>Oリテールリングを設立し、2007年10月に阪神百貨店、阪急百貨店をその傘下に配置した。これを機に、阪急阪神HDは百貨店グループとの連携を強化する方向へ動いたといえる。さらに、これらは2008年10月に阪急阪神百貨店となった。

---

<sup>51)</sup> 阪急阪神HD(株)、阪急電鉄(株)、阪神電気鉄道(株)、阪急リテールズ(株)、阪神ステーションネット(株)、による公告「阪急阪神ホールディングスグループにおけるコンビニエンスストア事業の統合について」2009年2月16日。



図6 百貨店事業の事業再編

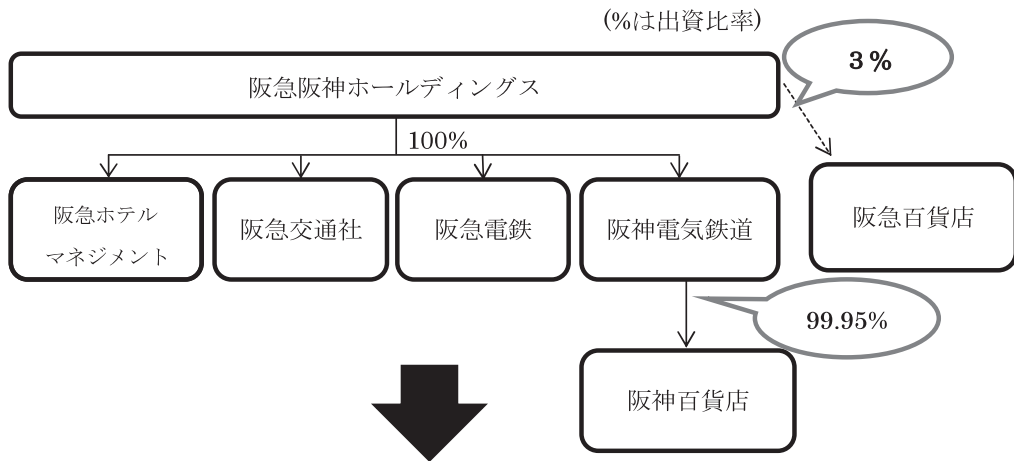
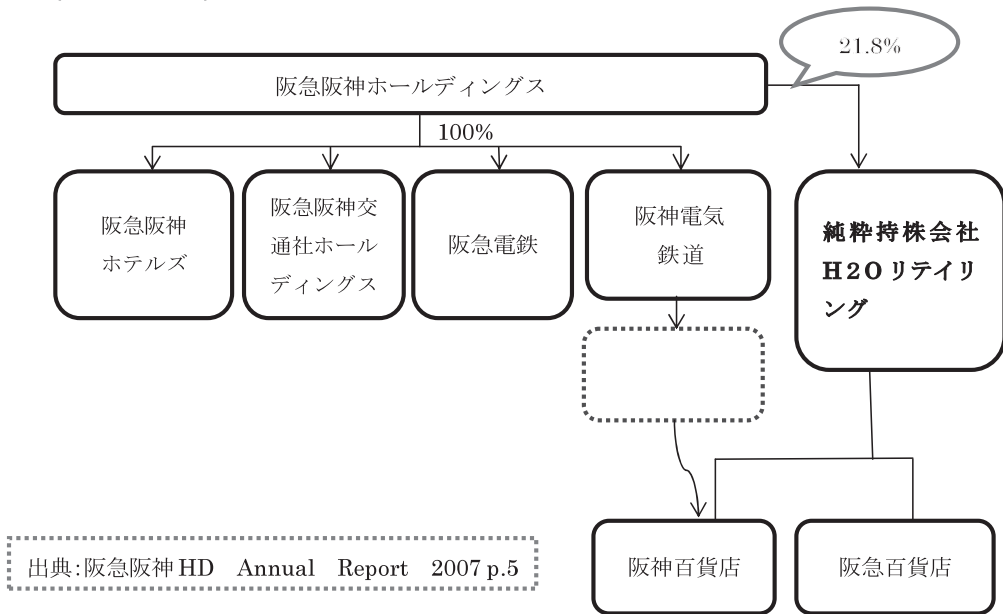


図7 H<sub>2</sub>O リテイリング設立後

[2007年10月]



## 6. 財務数値からみた、事業毎そして全体としての統合効果

以上のように阪急は多角化した事業間にはシナジーが生まれる可能性があるとし、リスク分散効果も期待している。阪急は阪神との統合による効果を期待して、統合と組織再編を行ってきたと考えられる。中期経営計画は達成されたのだろうか。現実には統合効果は

あったのだろうか。この問いに答えることは困難である。なぜならば、非財務的成果、長期的効果は簡単に測定できない。財務的成果に限定しても、業績は様々な要因による複合的結果であり、組織再編は繰り返し行われること、それらの効果が表れるまでにタイムラグもあるだろうからである。そもそも、業績測定値と業績評価値は異なる。たとえば利益が下がっていけば、単純にそれを悪とするのではなく、それが環境要因のせいであるならば、この程度の下落で済んだのはむしろ評価すべきであろう。会計数値には解釈の余地があることを考慮に入れた上で、筆者の得た知見を示すことにしたい。

### (1) 阪急阪神 HD の業績（連結）

阪急と阪神は、2006年10月に経営統合したので、それ以降の業績について、2012年阪急阪神HDのホームページの中期経営計画より、統合後の阪急阪神HDの財務数値の一部を抜粋すれば以下のとおりである。

表 1 阪急阪神 HD の業績 中期経営計画 より抜粋

	2007年度 実績 <sup>※1</sup>	2008年度 実績	2009年度 実績	2010年度 実績	2011年度 実績	2012年度 計画	2015年度 計画
連結営業利益	907	778	701	647	738	780	830
連結EBITDA	1,452 <sup>※2</sup> <1,432>	1,353	1,332	1,271	1,335	1,370	1,420
統合効果 <sup>※3</sup>	22	46	71	79	88	97	-
連結有利子負債/ EBITDA 倍率	8.8倍	9.4倍	9.6倍	9.8倍	8.9倍	8.5倍	7.0倍
連結有利子負債	12,711	12,756	12,826	12,517	11,836	11,600	10,000
連結D/Eレシオ	2.7倍	2.8倍	2.7倍	2.6倍	2.3倍	2.2倍	1.6倍
連結ROE	0.10%	4.40%	2.30%	3.80%	7.90%	6.00%	6.50%

※1 百貨店事業（株）阪神百貨店（現（株）阪急阪神百貨店）及びその子会社4社、以下「阪神百貨店グループ」という）は2007年度上半期まで連結子会社

※2 < >内は百貨店事業（阪神百貨店グループ）を除いた値

※3 EBITDA ベースで算出

\* EBITDA = 営業利益 + 減価償却費 + 阪急・阪神の経営統合に伴うのれん償却額

\* D/Eレシオ = 有利子負債 / 自己資本

\* 億円単位の記載金額は億円未満を四捨五入して表示（以下同様）

<http://holdings.hankyu-hanshin.co.jp/ir/management/plan.html> 2012.9.14.

表1によれば、

- ① 連結ROEは2009年度に減少したものの、その後は増加傾向にある。
- ② 連結ROEは2009年度に落ち込み、その後増加しているのに、EBITDAはあまり変化していない。
- ③ 連結有利子負債／EBITDAは少しずつ増加してゆき、2011年度から少しずつ減少し

つつある。これは、大規模なプロジェクトによりキャッシュを創出し、設備投資総額を減価償却費程度に抑制することで、有利子負債総額を圧縮し、財務体質を改善しているとみることができよう<sup>52)</sup>。

④ 連結D/Eレシオは、2009年度に若干増加したものの、後は少しずつ減少している。

Annual Report 2012によれば、

⑤ 減少し続けていた営業収益、営業利益は、2011/3から2012/3にかけて、それぞれ、1.7%、14.0%、上昇している<sup>53)</sup>。

以上、連結でみたところでは、改善している業績数値がみられるものの、それが統合による成果であるかどうかは確認できない。そこで、次にセグメント別にみてもみる。

## (2) 事業構成と規模

Annual report 2007によれば、都市交通、不動産、流通は、「より安心で快適な社会・生活基盤、サービスの提供」をめざし、「沿線価値の向上・梅田エリアの活性化」により競争力を向上させようとしていた。他方、エンタテインメント・コミュニケーション、旅行、国際輸送、ホテルについては、「夢と感動を与えるサービス・コンテンツの創造と拡大」をめざしている。「阪急・阪神ブランドの強化」、すなわち「ブランド価値の向上」が沿線イメージを良くするとして推奨されていた。

Annual Report 2007と2011から、事業間の売上高、営業利益などを比較してみると、以下のことに気づく。

表2 2007年の各事業の業績

2007年	(単位は百万円)								
	1.都市交通	2.不動産	3.エンタテインメント・コミュニケーション	4.流通	5.旅行・国際輸送	6.ホテル	7.その他	調整額	連結
売上高：									
外部顧客に対する営業収益	¥179,429	¥151,839	¥69,873	¥153,505	¥88,016	¥65,336	¥35,379	¥—	¥743,377
セグメント間の内部営業収益	2,426	24,498	5,860	2,397	241	94	8,700	△44,216	
	181,855	176,337	75,733	155,902	88,257	65,430	44,079	△44,216	743,377
売上原価及び営業費用	148,661	140,061	70,495	151,237	84,008	64,093	44,096	△46,277	656,374
営業利益（損失）	¥33,194	¥36,276	¥5,238	¥4,665	¥4,249	¥1,337	△17	¥2,061	¥87,003

出所：Annual Report 2007. p.67.

<sup>52)</sup> Annual Report 2012. p.9.

<sup>53)</sup> Annual Report 2012. p.10.

エンタテインメント・コミュニケーション事業にはスポーツ事業、宝塚歌劇事業、広告代理店業及び出版業が含まれます。流通事業には百貨店事業、小売業及び飲食業が含まれます。その他の事業には建設業、消費者金融業、情報処理、人事・経理代行業が含まれます。

図8 各事業の売上高（営業収益）（2007）

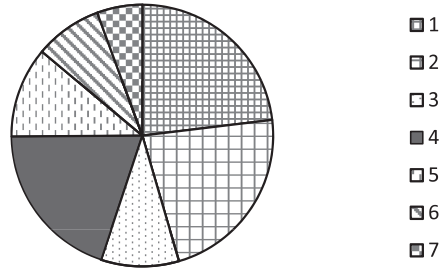


表3 2011年の各事業の業績  
2011年

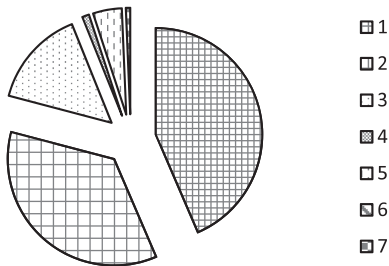
売上高：	1. 都市交通	2. 不動産	3. エンタテインメント・コミュニケーション	4. 流通	5. 旅行・国際輸送	6. ホテル	7. その他	調整額	連結
外部顧客に対する営業収益	¥188,002	¥135,011	¥94,727	¥53,326	¥67,565	¥64,613	¥35,094	¥429	¥638,770
セグメント間の内部営業収益	4,945	17,718	8,679	682	145	606	8,815	△ 41,593	—
または振替高 合計	192,947	152,729	103,406	54,008	67,710	65,219	43,909	△ 41,164	638,770
営業利益（損失）	29,378	23,996	9,994	713	2,952	△ 639	450	△ 2,103	64,743

（単位は百万円）

セグメント資産 742,889 1,045,557 140,730 18,563 80,808 92,469 48,815 144,835 2,314,669

出所：Annual Report 2011. p.95.を修正

図9 各事業の営業利益（2011）



出所：Annual Report 2011, p.95.  
のデータをグラフ化

表4 各事業の売上、利益の順位

2007	売上	1, 2, 4, 5, 3, 6, 7
	利益	2, 1, 3, 4, 5, 6, 7
2011	売上	1, 2, 3, 5, 6, 4, 7
	利益	1, 2, 3, 5, 4, 7, 6
	資産	2, 1, 3, 6, 5, 7, 4

① 7つのコア事業のうち売上高では、2007年度では、3位だった4. 流通の売上高が、2011年度には2007年度の約1/3に落ち6位となり、3. エンタテインメント・コミュニケーションが3位へと躍進している。

② 有利子負債の処理や固定資産の減価償却方法が9割償却から全額償却に変わったことから、費用の増加が懸念されるにもかかわらず、営業利益でみると、1. 都市交通、2. 不動産とも、ほとんど変わっていない。3. エンタテインメント・コミュニケーション事業は、1. 2. と比べ金額的には一桁小さいものの、2007年度に比べ2011年度には約2倍になっている。6. ホテルは、損失が増加している。

流通事業は、2007年度から2011年度にかけ、営業収益は1535→663→675→629→540億円

と推移し、営業利益は、46→13→14→4→7億円と推移している<sup>54)</sup>。

2007年度から2008年度にかけての減少は、阪神ステーションネットの部分を、2008年度に都市交通コアへ移管したせいかもしれない。

エンタテインメント・コミュニケーション事業については、「タイガース・甲子園」「タカラズカ」ブランドによる収益と、コミュニケーションメディアの事業による収益がある。前者はわずかながら減少し、後者の減少もケーブルテレビ事業におけるアナログ放送の終了に伴う電波障害対策工事の減少のせいであるとされる。2007年度から2008年度にかけて、営業収益757→994億円、営業利益52→108億円と増加している。2008年度以降、売上、利益とも、ほぼ横ばいである。

Annual Report 2011によれば、この事業は、プロ野球興業と宝塚歌劇およびそれらの関連事業、コミュニケーション事業（広告、出版、ケーブルテレビ、音楽、情報通信）、レジャー（六甲山等）からなる<sup>55)</sup>。このうち甲子園球場については、2007年度からリニューアルしたという。

ホテル事業の業績の悪化は、一つには、2008年秋のリーマンショックに始まる経済状況の悪化に伴う訪日ビジネス客の減少、2009年の新型インフルエンザの流行によるレジャー客の減少による市場規模の縮小に起因する。2010年度の市場規模は2007年度比で約1割減少したという<sup>56)</sup>。これに対し、直営ホテルである大阪新阪急ホテル、ホテル阪急インターナショナルのリニューアルによる競争力強化、「レム」ブランドのホテルの新規出店、コスト削減などの努力により増収し、2010年度より次第に損失は改善する兆しがある。

③ 売上高利益率では、2011年度で1.が15.6%、2.が17.8%、3.が10.6%で、6.はマイナス、他は一桁、である。3.がわずかに改善した以外は、他の事業はすべて2007年度よりもわずかに悪化している。だが、リーマンショック以降の経済状況のことを考慮に入れると、この程度で持ちこたえられたことを評価することもできる。また、不動産業についていえば、マンション分譲数の増加や2011年度の「梅田阪急ビル」のオフィスタワー、および阪急梅田本店のグランドオープンが増収増益に寄与することが見込まれている<sup>57)</sup>。

④ 資産規模では、1. 2.が圧倒的に大きいだが、2011年度の営業利益／資産を計算すれば、1: 4.0%、2: 2.3%、3: 7.1%、4: 3.8%、5: 3.6%、6: 損失、7: 0.9%であり、投資効率では、3.エンタテインメント・コミュニケーションが最大である。3は、今後期待できる分野かもしれない。

<sup>54)</sup> 阪急阪神HD Annual Report 2011. p.50.

<sup>55)</sup> Annual Report 2012. pp.48-50.

<sup>56)</sup> Annual Report 2012. p.54.

<sup>57)</sup> Annual Report 2012. pp.23-25. Annual Report 2012の数値は、表1とずれがある。たとえば、前者で2008年度3期実績の数値が表1の2007年度実績となっている。

表 5 阪急ホールディングス 2005 年度 事業の種類別セグメント情報

平成17年4月1日～平成18年3月31日（単位：百万円）

	都市交通	不動産	旅行・ 国際輸送	ホテル	エンタテインメント・ コミュニケーション	リテール	その他	計
I 営業収益及び営業損益								
営業収益	154,008	111,802	67,285	53,861	40,088	61,960	21,743	510,750
営業費	123,410	90,197	64,817	53,421	35,954	59,519	21,253	448,574
営業利益	30,598	21,604	2,467	440	4,134	2,440	490	62,176
II 資産、減価償却費、減損 損失及び資本的支出								
資産	584,178	606,048	86,294	71,358	62,274	17,036	168,976	1,596,166
減価償却費	17,445	6,387	936	1,944	1,386	907	741	29,749
減損損失	1,407	1,938	-	1,744	-	-	1,897	6,987
資本的支出	14,070	13,573	1,236	19,843	653	1,022	313	50,715

出典 平成18年3月期 決算短信(連結)p.21より抜粋

表 6 阪急阪神 HD 2012 年

	都市交通	不動産	エンタテインメント・ コミュニケーション	旅行・ 国際輸送	ホテル	流通	その他	計
I 営業収益及び営業損益								
営業収益	192,718	176,114	102,313	67,571	64,090	53,853	31,334	687,997
セグメント利益又は 損失(△)	32,342	29,133	10,141	3,171	△ 269	1,333	761	76,613
II 資産、減価償却費								
資産	738,681	1,008,850	140,578	100,497	88,144	17,870	37,866	2,132,489
減価償却費	28,018	16,768	7,524	1,477	2,526	821	362	57,499

出典 Annual Report 2012. p.103.

次に、統合前の2005年度 阪急HDの財務数値（表5）と2012年度 阪急阪神HDの財務数値（表6）をみてみよう。

⑤ 表5、表6より、 $ROA = \text{営業利益} / \text{資産}$  を計算すると、都市交通、不動産、エンタテインメント、リテール（流通）のROAは、それぞれ、5.2%、3.6%、6.6%、14.3%（表5）、4.3%、2.9%、7.2%、7.5%（表6）であり、エンタテインメント・コミュニケーション以外はいずれも統合後下がっているという点では組織再編の成果は読み取れない。しかし、後者2つについては、前者2つの主要事業よりもROAの値が大きい点では健闘しているといえる。特に、エンタテインメント・コミュニケーションについては、営業利益でみて、全社利益に対し13%もの貢献をしている。

⑥ 表6の数値でみれば、ROAを資産回転率と売上高営業利益率に分解すれば、都市交通、不動産、流通の（資産回転率、売上高営業利益率）は、それぞれ、都市交通（0.26,0.17）、不動産（0.17,0.17）、流通（3.01,0.02）である。ここから、都市交通や不動産は資産回転率が低く売上高利益率が高いが、流通は売上高利益率が低い分、資産回転率を高めること



でROAをあげるとい事業の特性が読み取れる。この3.01という資産回転率は、前に述べたような鉄道業や不動産業とのシナジー効果によるものかもしれない。

## 7. 結び

筆者の持株会社の研究の出発点は、純粹持株会社制をとって失敗する企業が少なくないのにもかかわらず、純粹持株会社制を採用する企業が存在する理由を明らかにすることであった。

純粹持株会社が設立される理由としては、たとえばグループ全体の戦略本社の設立、事業の抜本的な再編成、事業への参入と事業からの撤退がやりやすいこと等がある<sup>58)</sup>。その他にも単純に並列的に並べられない様々な理由があることは、いくつかの論文で公表してきた<sup>59)</sup>。

純粹持株会社制をとるメリットがあると考えられる企業は、多角化戦略をとっている企業であろう。事業形態が違いすぎる場合、独立した企業として自律性をもたせることが意思決定上効率的であり、独立的業績測定により「もたれあい」を抑制できる可能性が高くなる。阪急阪神HDが純粹持株会社制をとったのも、コア事業それぞれが自立することを促すことが一つの理由であった。したがって、本事例は、このような仮説を裏付ける一つの証拠となる。本稿では、企業が公表した一次資料や新聞記事、専門雑誌記事を参考にして、具体的な事例で組織再編の実態を紹介し検討した。さて、本稿で明らかにしたことを最後に簡単にまとめておきたい。

第1に、阪急と阪神の統合による「脅威」と「チャンス」について考察した。繰り返しになるので、これ以上述べないが、これらは、阪急と阪神が統合した「消極的理由」と「積極的理由」であったとも考えられよう。

第2に、阪急と阪神が統合するに至った直接的理由の一つとして、村上ファンドによる株の買い占めと乗っ取りの脅威から救済を求めた阪神を阪急が救済したという説が有力であろう。しかし、全面的にこれに賛同できないとする見解を示した。

第3に、「合併代替」と「組織再編」の具体的内容を阪急阪神の事例で明らかにした。HD制は、統合と組織再編に際して便利なので選択された可能性がある。HD制をとる理由の中でも重要なのは、「合併代替」と「組織再編」<sup>60)</sup>である。

<sup>58)</sup> 下谷 (2009) 前掲書. p.153.

<sup>59)</sup> 浅田孝幸, 塘 誠, 頼 誠「純粹持株会社におけるマネジメント・コントロールの現状と課題」会計, 9月号, 2008年。頼 誠「純粹持株会社の実態と課題」商大論集, 第61巻第1号, 2009年。

<sup>60)</sup> 組織再編といっても、グループ内だけ、あるいはグループ外も含めた組織再編があり、分社あるいは消滅する事業もある。

阪急と阪神の統合も、まずは「合併代替」のためであった。別会社が統合するには、双方の合意がないとうまくいかない。そこで、とりあえず持株会社の下に独立法人をぶら下げる「合併代替」の形をとることで、調整の時間を稼いだと推測される。

当初は統合するためにHD制を採用したと考えられるが、その後もHD制を継続しているということは、本稿で述べたような「組織再編」を繰り返すために、HD制が好都合であったということであろう。

事業により、阪急百貨店、阪神百貨店の場合のように、それぞれの特徴を残して「棲み分け」するために完全に合併しない（合併代替）事業もあれば、流通、旅行・国際輸送事業のような大幅な「組織再編」「選択と集中」を進めた事業もある。本稿では、組織再編の実態と理由について具体的に明らかにした。

第4に、第3の点と関連するが、多角化戦略をとりながら事業間のシナジー効果がある可能性について論じた。ここでいうシナジーは、企業内、あるいは企業グループ内での事業間のシナジーと、阪急と阪神の間でのシナジー効果を指す。たとえば、鉄道業と不動産業と百貨店事業の間にはシナジーが期待された。また、コスト削減のためか各事業の共通サービスを集中したり、PM/BM事業のように子会社群を業種別に集約・再編した。シナジー効果が期待されるということは、本稿でとりあげた阪急阪神HDは、完全な無関連多角化ではないことを物語っている。

第5に、財務数値からみたHD制の有効性についてである。本研究の大きなねらいは、HD制を採用する企業が存在する理由を確認することであった。しかし、HD制の効果を業績数値により裏付けることは難しい。経済状況なども含めて、業績はさまざまな要因の複合的効果だからであり、その効果が現れるのに時間もかかるからである。残念ながら、財務数値の結果から、HD化が成功であったかを厳密に確認することはできなかった。だが、本企業がHD制を継続しているということは、デメリット以上のメリットがあると考えられているからであろう。そして、現段階では明確な財務的成果としては確認できなかったものの、事業によりHD制の成果があがっている可能性はあり、今後その効果が出てきそうな予兆は見受けられる。その確認については今後の研究課題としたい。

第6に、阪急阪神の統合は、村上ファンドによる行動が一つのきっかけになったとはいえ、決して無駄ではなかったと考える。関西の経済発展に何らかの貢献があると期待するだけではない。株主重視のコーポレートガバナンスに企業の目を向けさせる結果となったという意味でも、意義があったのかもしれない。

(付記) 本稿は、当初、阪急阪神HD企画部へのヒアリングを元にして、2012年12月に脱稿したものであるが、特に4、5節については、ヒアリングの内容を掲載することを拒否されたため、公開資料による内容しか含まれていない。なお、本稿には個人的見解が含まれており、本稿の記述における誤謬は筆者の責任である。

本稿は、①科学研究費補助金（基盤研究（C））（一般）（2011-2014）「21世紀型企業組織と戦略実行のための管理会計システムの研究」代表者 頼 誠、共同研究者 浅田孝幸、塘 誠）および、②メルコ学術振興財団による研究助成 2012年度「日本型グローバル企業のマネジメント・コントロール・システム—日本の商社の戦略的進化をもとにして—」代表者 浅田孝幸、共同研究者 頼 誠、塘 誠による研究の一部である。

