

# 事業再生を考える

## ～過去の事例から～

第二特別調査室 小野 伸一

### 1. はじめに

世界を震撼させた2008年の金融危機（リーマンショック）の影響は一段落したものの、経済の先行きには引き続き不透明感がある。我が国経済をみても、個々の企業の動向には依然としてバラツキがあるのが実情であり、経営が悪化したり、倒産したりする企業も後を絶たない。本年1月には日本航空が会社更生法の適用を申請したが（同時に企業再生支援機構が支援を決定）、負債総額は2兆3,200億円に達し、事業会社としては戦後最大の経営破綻となった。

企業が窮境に陥る「ストーリー」はさまざまであり、同じ事例は二つとないといえるが、他方で、窮境に至る過程には一定の共通点がみられるのも事実であり、ある程度の類型化も可能であるように思われる。そしてこれにより、窮境に陥らないための予防策や、事業再生の在り方などについての示唆も得られるのではないかと考えられる。

このような観点から、本稿では、2003年から07年まで活動した産業再生機構（以下「機構」）が支援した41の事例を踏まえつつ、企業が窮境に陥る要因にはどのようなものがあるか、予防策や対応策についてはどのように考えればよいか、事業再生はどのようにおこなわれるか、またおこなわれるべきか、企業価値はどのように向上させればよいのかなどについて考えてみたい。

また、具体的なケーススタディとして、カネボウとダイエーを取り上げ、機構の公表資料をはじめとする公開情報に基づき、再生のプロセスをフォローしてみたい<sup>1</sup>。

### 2. 企業が窮境に陥る要因と予防策・対応策

企業は生き物であり、なぜ企業が窮境に陥るのかという問いかけなど愚問であるという見方もあるかもしれない。しかし、人間の病気でも、治すためにはまず病因が特定されなければならないし、病気にならないためには（再発を防ぐためには）予防も必要である。そしてこれは、企業においても基本的に同様

<sup>1</sup> 機構の公表資料は、内閣府あるいは預金保険機構のホームページからアクセス可能である。

と考えられる。

機構の経験などを踏まえれば、一般に、企業が窮境に陥る要因としては、大きく7つ挙げることができるであろう。すなわち、①本業の過大投資、②新分野、新地域への投資の失敗、③事業多角化の失敗、④市場環境の変化への不適合、⑤マネジメントの失敗、⑥不動産投資、有価証券投資の失敗、⑦取引先、取引銀行、子会社の破綻である。以下、これらについて具体的に指摘することとしたい（図表1参照）。

なお、この7つの要因は、重複して破綻要因となることも多いであろう<sup>2</sup>。例えば日本航空の場合には、航空自由化などの市場環境変化への対応のまずさや改革の先送り（④）、コスト管理や労務管理などのマネジメントの失敗（⑤）、そしてこれらと相俟って設備（機材）や人員の過剰が発生したこと（①）などが破綻の主な要因になっていると考えられる。

第1の本業の過大投資は、製造業における過大な設備投資や、流通・サービ

図表1 企業が窮境に陥る主な要因

①本業の過大投資	: 市場動向にマッチしない（市場動向を読み誤った）過大投資による過剰供給力の発生
②新分野、新地域への投資の失敗	: 本業に関連した新事業分野や国内・海外の未進出地域への進出の失敗
③事業多角化の失敗	: (本業と並び立つような) 事業の柱の確立のための投資の失敗
④市場環境の変化への不適合	: 市場環境、ニーズの変化に対する認識が甘かったり、改革を先送りし変化に乗り遅れたりすることによる経営の失敗
⑤マネジメントの失敗	: 経営、業務、コスト、販売などの管理の失敗
⑥不動産投資、有価証券投資の失敗	: 本業以外の土地や株式などへの投資による損失の発生
⑦取引先、取引銀行、子会社の破綻	: 取引債権の不良資産化やメインバンクの破綻などによる経営悪化

(出所) 筆者作成

<sup>2</sup> 機構が支援した41件について、公表資料の記述から窮境に陥った主な要因をみると、①本業の過大投資17件、②新分野や新地域への投資の失敗5件、③事業多角化の失敗4件、④市場環境の変化への不適合6件、⑤マネジメントの失敗10件、⑥不動産投資、有価証券投資の失敗10件、⑦取引先、取引銀行、子会社の破綻5件であった。なお、この他にも、案件によって、代替的コア事業形成の遅れ、(小売業の)商品戦略の失敗、企業体質・企業風土の問題(受け身、硬直的、問題先送りの)などが要因として挙げられている。このうち企業体質・企業風土の問題は、④の市場環境の変化への不適合をはじめ、上述の要因を生ぜしめる因子ともいえるべきものになっており、実際には多くの要再生企業に共通してみられる問題であるといえる。

ス業における急速な店舗拡大・増床、旅館業における増築・新館の建設などによる客室数の急増などが挙げられる。もちろん最初から過大投資だとわかっていたら投資はおこなわれまいであろうが、予期せぬ経済情勢などの環境変化により、結果的に需要見通しに誤りが生じてしまうこともある。その典型は、1989年から90年にかけてのバブル崩壊や、2008年の金融危機の発生による経済環境の激変である。

ところで、景気の先行きを予測することはなかなか難しく、経営には試行錯誤がつきものでもある。そもそも経営の本質はリスクテイクにあるといってもよく、経営者として、リスクを賭す気概、チャレンジ精神を失わないことも大切なことである。したがって、先行きについての読みが甘かったからといって、それをことさらに責め立てるべきではないであろう。要は、失敗しないことではなく、大きな失敗（をしそうな状況）を早期に察知し、先手を打っていくことが重要である。

また、投資決定に際しては、他社に追随し、「〇〇社が投資するから自社もおこなう」というような受け身の姿勢で投資することは慎まなければならない。経営者は、常に自らの強み、弱み、市場動向などを客観的に分析し<sup>3</sup>、見極めながら、自己責任において意思決定をおこなうことが求められる。

第2の新分野や新地域への投資の失敗は、本業関連の新分野への進出（同種の製品を異なった方法で生産することを含む）の失敗や、新たな地域（国内、

<sup>3</sup> このような分析手法の一例として、アメリカのビジネススクールを中心に発達したSWOT分析がある。SWOTは、Strength（強み）、Weakness（弱み）、Opportunity（機会）、Threat（脅威）の頭文字をとったものであり、企業の外部環境に存在する機会と脅威についての影響評価と、企業内部の強みと弱みについての影響評価を踏まえ、望ましい企業戦略を策定しようとする手法である。例えば、以下のような分析がおこなわれる。

	好影響 <u>Strength (強み)</u>	悪影響 <u>Weakness (弱み)</u>
内部要因	(例) 知名度が高い、人材が豊富である、技術力が高い、デザイン力に優れる、マーケットシェアが高い、…	(例) 開発力が弱い（マーケットイン型でない、プロダクトアウト型である、etc.）、非効率である、老朽化している、営業が弱い、財務体質が脆弱である、…
外部要因	(例) 強い競争相手が存在しない、マーケットが成長している、業界が成長している、人口が増加している、地域が発展している、…	(例) 強い競争相手が存在する、競争相手が成長している、マーケットが縮小している、人口が減少している、地域が衰退している、…

海外)への進出の失敗などが挙げられる。一般論としては、企業内の経営・人材資源の有効活用や新たなキャッシュフローの獲得による企業の成長などのために、このような投資にチャレンジする必要性は不可避免的に発生するのであるが、その際には、本業のみならず進出しようとする事業分野や地域の諸事情を十分調査・分析することにより(場合によっては「外部の目」を活用することも必要であろう)、リスクの軽減、あるいはリスクに対するリターンの増大を図ることが求められる<sup>4</sup>。

第3の事業多角化の失敗は、例えば本業以外に、本業に匹敵するような収益の柱を打ち立てようとして多大な投資をおこない、失敗してしまうようなケースである。このような投資は、本業の関連分野の場合もあるし、非関連分野の場合もある。後述するダイエーとカネボウも、事業多角化の失敗が破綻の要因となった例である。

事業多角化という戦略は、市場の成熟などにより本業の成長性があまり見込めない一方で、経営・人材資源の有効活用(未利用資源の有効活用)をはかりたい場合や、企業リスクを軽減し、安定的な成長を実現したい場合などにとられる経営戦略として、また外部環境の変化に対する企業の適応力の向上をはかる戦略として、基本的に有用なものであることは間違いない<sup>5</sup>。他方、多角化が実際に企業価値の向上や成長をもたらすものとなるためには、多角化とリスクの関係についての的確に判断し、見通しを立てておくことも求められる。例えば、企業が多角化により複数の事業部門を有する場合には、ポートフォリオ選択の一般論からいえば、各々の事業の独立性が高い方がリスクは軽減されることとなるが、このような多角化は、仮に事業部門間のシナジーが十分に発揮されない場合には、逆にリスクを高めてしまう恐れがある(ダイエーやカネボウのケース)。やはり、経営者として、自社の経営・人材資源の現状を的確に把握し、トータルとしての企業のあり得べき青写真をしっかりと描きつつ多角化に取り組むことが大切であるように思われる。

第4の市場環境の変化への不適合は、環境の大きな変化に気付かなかつたり、

---

<sup>4</sup> 企業(株式会社)の本質は、リスクへのチャレンジによる成長、富の増大にあるといえるから、リスクをなくすことは本来的に不可能であるが、例えばあらかじめ企業として許容できるリスクの上限を定め、このようなリスクに対してリターンを最大にすることが期待されるような投資をおこなうという考え方は、企業の基本的な意思決定手法として一定の合理性を有すると考えられる。

<sup>5</sup> 多角化の理論については、例えばエディス・ペンローズ『企業成長の理論』第7章参照。

気付いても甘く見て対応しなかったり、改革を先送りして新しい潮流に乗り遅れたりすることによって引き起こされる。例えば、公共事業に依存する事業者が、公共事業の削減によるダメージから立ち直れなかったり、エージェント経由の団体客に依存する旅館が、(個人旅行客の取り込み努力を怠り) 団体客の減少により破綻したり、地方のバス事業者が、路線バスの市場が縮小する中で、観光バスなどの新分野開拓の努力を怠り、窮境に陥ったりするケースなどである。ダイエーやカネボウの場合にも、(機構の公表資料では直接的な要因とはされていないが) 背景に市場環境の変化への不適合があったといつてよいであろう。

このような市場環境の変化について、もし、これを如何ともしがたい与件の変化であり、自らの責めに帰すべきものではないと考える経営者がいるとすれば、それは企業経営の本質を理解していないに等しいのであり、経営者の適性に欠けるといわざるを得ないであろう。企業が生き物であるのと同様、市場もまた生き物なのであり、時間と空間の広がりの中で不断にその形を変えていく。そしてこのような変化に適応し、環境に働き掛け、あり得べき需要を顕在化し、市場を創造していくのが生きた企業の当然の姿である。経営者は過去の成功体験にとらわれず、また朝令暮改を恐れず、不断にPDCA(プラン・ドウ・チェック・アクト)サイクルを回しつつ、苦楽を共にする友人(配偶者?)と付き合う位の気持ちでインタラクティブに市場と関わっていくことが求められる。

第5のマネジメントの失敗は、どのような会社組織でも多かれ少なかれ生じうる失敗であり、ある意味、会社がある限りこのような失敗はなくならないといつてもよい。失敗の種は、経営管理(例えば専門性の欠如、牽制機能の効かない経営組織)、業務管理(例えば非効率な事業運営)、コスト管理(例えば生産コストの固定比率の高さ、借入資金の金利コストの高さ)、販売管理(例えば航空チケットの予約販売や旅館の部屋予約の管理のまずさ)、グループ会社管理(例えばガバナンスの欠如)などさまざまであるが<sup>6</sup>、大切なことは、ミス(要改善点)を小さなミスのうちに改善し、大きな失敗にしないことであろう。

そしてこのためには、まず問題点に気付くこと、気付いたら虚心坦懐に、そして臆することなく改善・修正することが必要である(「知らんぷり」、「知ったかぶり」は禁物である)。これは決して特別なことではなく、ごく当たり前のことのように思われるかもしれないが、機構に支援を仰ぐこととなった企業の多

<sup>6</sup> ここでいうマネジメントの失敗は、(上述の第1～4のような)経営戦略上の失敗ではなく、具体的な管理や組織運営のレベルでの失敗を指している。

くは、これができていなかった。現場から経営者まで、改めて「当たり前のことを当たり前におこなう」ことの重要性を再認識し、時には「外部の目」も活用しつつ、日々、実践を積み重ねなければならない。

第6の不動産投資、有価証券投資の失敗は、必ずしも本業が痛んでいるわけではなくても（痛んでいる場合もある）、土地・建物などの不動産投資や、株式などの有価証券投資で失敗し、会社が窮境に陥ってしまうようなケースである。株の信用取引や、ゴルフの会員権、美術品などを対象とする投資に失敗したり、流通業・飲食業が不動産の自社保有方式で店舗展開したところ、不動産価格の下落により含み損を抱えてしまったりする場合もある（後者の例はダイエー）。企業は本業（コア事業）こそ勝負の舞台なのであり、このことを肝に銘じて「サイドビジネス」は慎むとともに、本業においても余りバランスシートが重くならないような、すなわち資産効率が悪くならないような経営を心掛けることが必要と考えられる。

第7の取引先、取引銀行、子会社の破綻は、取引先や子会社の破綻が引き金となって多大な債務を抱えることになったり、（旧長銀や日債銀、足利銀行など）メインバンクの破綻の影響で融資条件が悪化し、窮境に陥ったりするようなケースである。仮にメインバンクが破綻しても、健全な企業であれば何とか凌ぐことができるかもしれないが、もともと業績不振で、メインバンクの支援で何とか「生きながらえている」ような企業の場合には、メインバンクの破綻は致命傷となってしまふ。足利銀行の破綻を契機として機構に支援を仰ぐこととなった栃木県の温泉旅館の場合もそうであり、過大投資や市場環境の変化への不適合などを背景に厳しい状況に置かれていたところに、同行の破綻が追い打ちをかけることとなった。

### 3. 事業再生のケーススタディ：ダイエーとカネボウ

これまでも折りに触れて言及してきたが、ここで、上述の要因が当てはまる事業再生の例としてダイエーとカネボウをとりあげ、機構の支援プロセスを中心にケーススタディをしてみたい。いずれの案件も、つきつめれば、過去の成功体験などを背景とする問題の先送り体質、経営者の先見的なリーダーシップの欠如、柔軟性に欠ける組織構造などが事態の深刻化を招来しており、機構に対して支援の打診がおこなわれた段階で、すでに事実上、大幅な債務超過に陥っていた。なお、筆者は2004年から07年まで機構に在籍し、これらの再生に

関与する立場にあったが、以下の記述は公表資料その他の公開情報（会見等を含む）に基づくものである。また、意見にわたる部分は筆者の私見であることをお断りしておきたい。

### 3-1. ダイエー

#### (1) 支援に至る経緯

ダイエーは1957年、「主婦の店ダイエー」としてスタートし、総合スーパー（ジェネラル・マーチャンダイジング・ストア；GMS）の雄として、高度経済成長の波に乗って規模を拡大させた。その後、90年代後半に入り、バブル崩壊後の経済停滞の中で、GMSの売り上げは、ダイエーのみならずイオン、イトーヨーカドーなどを含め総じて低迷したが、一方で各社は売場面積の拡大に走り、増床競争が生じることとなった。このような中でダイエーは、不動産の自社保有方式での大量出店や店舗の全国展開を続けたため、バブル崩壊後の地価下落により含み損が拡大し、低収益の店舗も増加した。また、ホテルや不動産事業などへの多角化・拡大路線をとったことが結果的に不良債権の増大をもたらすこととなった。さらに、仕入先との不適切なリベート取引や全国一括の商品供給を続けたことが、消費者ニーズとの乖離や非売れ筋商品の供給継続をもたらし、消費者離れが加速することとなった。

このような状況の中、メインバンク（旧UFJ、みずほ、三井住友）は、2000年及び2002年に財務リストラを含む金融支援をおこなったが、抜本的なものとはいいがたく、結果的に経営不振が深刻化し、実態バランスでみて大幅な債務超過に陥ることとなった。正社員2万人（単体1万人）、パート5万人、仕入先7,000社といわれたダイエーが倒産すれば影響が甚大であることから、2004年10月、機構に対して事業者とメインバンクの両者から支援要請がおこなわれた。これを受けて機構はデューデリジェンス（事業や財務の実態調査）を開始し、同年12月に支援決定がなされた。

#### (2) ビジネスモデルの構築

事業再生のビジネスモデルの基本的方向性としては、小売業をコア事業とし、ノンコア事業・資産については整理・売却することとされた。100以上あった子会社も半減を目途に整理されることとなり、プロ野球球団の福岡ダイエーホークス、外食のフォルクス、神戸らんぷ亭、百貨店の十字屋なども対象となっ

た。リクルート株式などの保有有価証券も売却された<sup>7</sup>。

本業たる小売業は、全国展開の旗をおろし、不採算店舗については撤退・売却を進めることとされ、全体の約2割にあたる53店舗が対象となった。また、食品部門の強化が図られるとともに、食品に比べて収益性が劣っていた衣料品や日用品については外部テナントの活用も検討することとされた。さらに、新規出店は食品スーパー（SM）を柱とし、GMSについては控えることとされた（図表2参照）。

**図表2 ダイエーのビジネス再生**

- |   |
|---|
| <ul style="list-style-type: none"><li>・コア事業（小売業）に集中。全国展開とりやめ。不採算店舗からの撤退・売却</li><li>・GMSは自前売場縮小、外部テナント活用により収益性向上。大規模改装実施。SM（食品スーパー）は新業態を含め出店実施</li><li>・ノンコア事業・資産の整理・売却（福岡ダイエーホークスを含む）。子会社半減</li><li>・不適切な取引の是正（リベートなど）</li><li>・組織改革（商品統括廃止など）</li><li>・ローコスト化（入札実施、スペック統一など）</li></ul> |
|---|

（出所）公表資料より作成

不採算店舗からの撤退については、地域経済に悪影響を与えるということで、対象となった自治体や地方経済団体などから反対が相次いだ。ダイエー本体の再生を実現する観点から、不退転の決意で実行された。ちなみに筆者は当時、北海道から九州・沖縄まで、数多くの自治体などからの陳情を受け、その都度、ダイエー本体が倒れた場合の連鎖倒産や失業の発生など日本経済全体が被るダメージの大きさを説明し、理解を求めたが、地域の利益を重視する自治体の主張とはすれちがいになりがちであった。結果的に機構は地方から恨まれる存在になったかもしれないが、これはダイエー本体の再生のためには避けて通れない道であった。店舗撤退は時間的にも約半年という短期間のうちにおこなわれたが、このような所業は、機構がいわば悪役（？）となっておこなう以外には不可能だったのではないかと思われる。

### （3）金融支援の実施

以上のようなビジネスモデルをベースに、DCF（ディスカунティッド・

<sup>7</sup> ダイエーの事業・資産売却は、機構の支援決定以前にも、2000年代に入って、ローソン、プランタン銀座、福岡ドーム、シーホークホテル&リゾート（現ヒルトン福岡シーホーク）の株式売却などがおこなわれている（順に01年、02年、04年、04年）。



キャッシュフロー)法などで計算したダイエーの企業価値は、約6,500億円であった。これに基づき、約1兆500億円あった有利子負債について、(企業価値を超える額にほぼ相当する)4,050億円の債権放棄をおこなうこととされた。機構はこれを踏まえて金融機関と交渉をおこない、プロラタ(均等な債権放棄割合)による債権放棄について全行の同意を取り付け、機構への売却を希望する金融機関から債権を買い取った。

また、資本金については、1,195億円のうち1,190億円の減資がおこなわれるとともに、普通株式10株が一株に併合され、一単元株式数が500株から50株に引き下げられた。資本金5億円を残すこととされたのは、旧商法特例法上の大会社としての位置付けを変えないためである。加えて、メインバンクが保有していた、過去の支援にもとづく優先株式については、2,320億円のうち1,920億円が償却され、残る400億円分については、普通株に転換後、他の普通株と同様に10:1で株式併合された。

さらに、従来、抑制されていた大規模改装や情報システムなどの新規投資のために約1,100億円の出資をおこなうこととされ、機構が500億円(D E S(デット・エクイティ・スワップ)400億円、ニューマネー100億円)、スポンサー(後述)が600億円を負担した。議決権については、機構、スポンサー、一般株主が3分の1(33%)ずつ保有することとされた。なお、機構が出資をおこなうことについては、その必要性を疑問視し、スポンサーに委ねるべきではないかという声も当時聞かれたところであるが、機構の重要な任務とされていた、全体の2割に及ぶ店舗撤退やノンコア事業の売却などの「力仕事」を迅速かつ公正におこなうためには、一定程度の議決権を持つことは不可欠であったと考えられる。

#### (4) ビジネス再生の実現

ビジネス面の再生について補足すると、不適切なリベートや親子会社間の取引などが見直されるとともに、「中央集権的」といわれた本部の商品統括を廃止したり、間接部門をスリム化するなどの組織改革がおこなわれた。調達面での入札方式の採用やスペック統一などによるローコスト化の取組もおこなわれた。また、GMSについては、収益性に問題のある衣料品や日用品は自前売場を縮小し、積極的に外部テナントを招聘することとされた。SMについては、首都圏、近畿圏を中心に新規出店をおこなうこととされ、コンビニの利便性(惣菜など)と食品スーパーの品揃えの融合をめざす新業態である「フーディアム」(三軒茶屋)などもオープンした(図表2参照)。

なお、一般に再生は「はじめが肝心」であり、特に最初の四半期（3か月）位のスタートダッシュが重要とされている。そこでダイエーでは、機構の支援決定後、05年初から再生実行のための「DASH80」プロジェクトが立ち上げられ、問題意識を共有する従業員と機構の支援チームとの徹底的なディスカッションや、各店の店長からのヒアリングがおこなわれるなど、参加意識を高めて再生計画を実行していく環境づくりが進められていった。

スポンサー（支援事業者）については、民間企業の力を活用する観点から早期に選定することとされ、支援決定に至る最終段階で手続きが開始された。そして段階的な入札の手続きを経て、2005年3月に、丸紅とアドバンテッジ・パートナーズのグループに決定された。選定にあたっては、公表資料によれば、確固としたガバナンスが構築できるかどうか、ダイエーのブランド力向上に役立つかどうか、相互補完性やシナジー効果の発揮が期待できるかどうか、そしてダイエーという事業者の主体性を尊重できるかどうかなどが重視されている。同5月には、林文子会長（CEO）、樋口泰行社長（COO）が正式に就任し、経営体制が確立された。これにより日々の営業面は林会長、樋口社長を中心に推進されることとなり、現場とのコミュニケーションや顧客志向に配慮した経営がおこなわれた。

#### （5）機構のEXIT（支援終了）

機構は、ダイエーに派遣された支援チームが不採算店舗撤退やノンコア事業売却など「負の遺産」の処理を中心に支援をおこなうとともに、CEO、COO、産業再生委員長をはじめ幹部が頻繁にモニタリングをおこない、方向性の確認、指示がおこなわれた。その後、支援開始から約1年半たった2006年7月、民間ベースの経営に移行するメドが立ったこともあり、機構はスポンサーである丸紅に対して保有株式を譲渡し、株式についてEXIT、樋口社長も同年10月に退任した。さらに同年11月には保有債権もリファイナンスされ、機構は完全にEXITすることとなった<sup>8</sup>。

当時、機構のEXITは時期尚早ではないかという見方もあったが、機構の役割は医療でいえば難しい外科手術の実施であり、手術が無事終了し、一定の入院期間を経て退院できる状況になれば、その時点で支援を終了することがコスト的にみても望ましいことである。ダイエーについていえば、銀行間調整と債権放棄、不採算店舗撤退やノンコア事業売却などの「負の遺産」の処理、食

<sup>8</sup> 機構のEXIT後、2007年、丸紅の保有するダイエー株式の一部（15%）がイオンに譲渡され、ダイエー、丸紅、イオンの3社で資本・業務提携がおこなわれることとなった。

品をコアとする小売ビジネスモデルの骨格の構築などがほぼ終了し、自律的なPDC Aサイクルも回りはじめ、利益トレンドは大底を打って単体での黒字が実現できるところまで来たことから、その後の戦略的な経営判断は民間スポンサー・経営陣に委ねることが望ましいと判断され、機構としてEXITすることとされたものである。なお、一般論として、機構は厳格なデューデリジェンスをふまえ、支援開始時点で実態バランス上の債務超過を解消する抜本的な再生手法をとっていたことから、(債務超過が一定期間残存するような再生手法とは異なり) 支援期間をあまり長く取る必要はなかったということもあったように思われる。

機構のダイエー株式売却価格は、丸紅から公表されたように、一株1,050円であった。これは当時の市場価格(2,000円前後)よりは低かったが、機構が保有していた株式は普通株式ではなく、議決権付後配株という種類株式であったことから、その流動性や劣後性に由来するディスカウントを勘案したうえで、交渉により決められたものである。機構が出資した際の引受価格は一株752円であったから、これと比べれば株価は約40%上昇していることになる。これは、機構やスポンサー、金融機関の支援、送り込まれた経営者の経営努力、そして社員の再生に向けた取り組みなどによる企業価値(株式価値)の増大分にほぼ相当すると考えることもできるであろう<sup>9</sup>。

## 3-2. カネボウ

### (1) 支援に至る経緯

1887年(明治20年)創業の名門企業、カネボウは、もともと東京綿商社としてスタート、1889年には鐘淵紡績へと社名変更され、当時の基幹産業であった紡績業の雄として成長していった。その後、綿糸から綿布へ、そして綿以外の素材や合繊へと間口を広げる一方、日用品、化粧品、食品、住宅・不動産部門にも進出し、5部門を擁する「ペンタゴン経営」といわれるまでになった。

しかし、このような多角化・拡大路線、そしてこれに伴うオーバーボローウイングは、経済全体のパイが拡大している時期には大きな問題とはならなかったものの、バブル崩壊後の低成長経済下ではさまざまなひずみとなって露呈し、組織の非効率性や内向きの経営姿勢、ガバナンスの欠如なども顕在化することとなった。1990年代以降、再建策もとられてきたが、労使協調をベースとした「小出し」の改革には限界があり、繊維部門の赤字を化粧品部門の黒字で補う

<sup>9</sup> 厳密に言えば、経済環境の変化などの外的要因によって生ずる株価の変動分などを差し引く必要がある。

という構造的な問題にも手がつけられなかった。そして、2000年代初頭には深刻な状況に陥ることとなった。

2004年に入って、メインバンク（三井住友）から相談を受けた機構は、メインバンク及び事業者の意向を踏まえ、当初、化粧品部門のみについて支援することを念頭に、デューデリジェンスに着手した。しかし、より窮境度が高いと思われるその他部門を支援しなくてよいかどうか議論となり、協議の結果、最終的に全部門を支援対象とすることとされた。

## （２）化粧品事業の再生

化粧品部門については、事業価値の毀損を防ぎ、再生の確実性を高めるため、他部門から切り離して（すなわち化粧品部門からの利益の流出を遮断し）、できるだけ早期に支援を開始するのが望ましいと判断された。そこで2004年3月、まず化粧品を中心とする機構の支援決定がなされ、同年5月には事業譲渡（旧営業譲渡）方式により化粧品の切り離しが終了した。経営陣も余語邦彦会長（CEO）、知識憲治社長（COO）の新体制でスタートした。

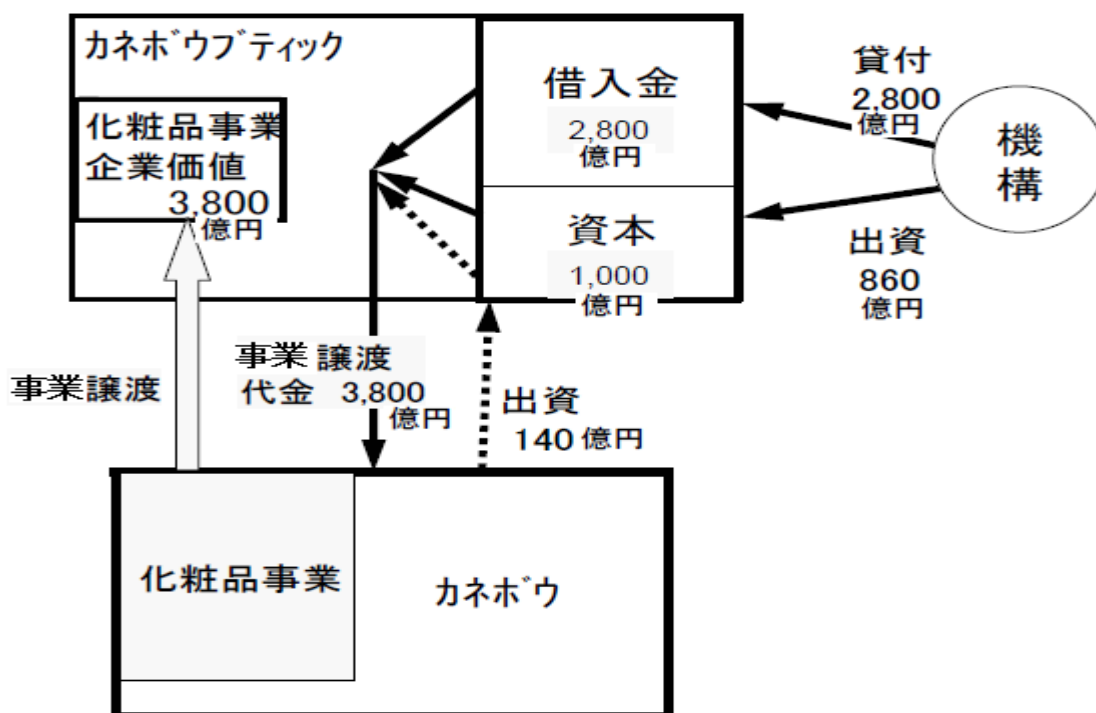
なお、化粧品の事業譲渡は、カネボウ本体から子会社のカネボウブティック株式会社への譲渡の形でおこなわれ、カネボウブティック株式会社が商号変更により株式会社カネボウ化粧品となった。事業譲渡により事業を切り出す場合には、受け皿会社としては既存会社を使うことが一般的であり、カネボウブティック株式会社もこのような受け皿会社として使われた。

化粧品の企業価値（事業価値）は、DCF法などによる計算の結果、3,800億円と算定され、これが事業譲渡の対価としてカネボウ化粧品側からカネボウ本体に支払われた。自己資本は1,000億円とされ、機構が860億円、カネボウ本体が140億円を出資、これにより機構は86%の議決権をもつこととなった。また、差額の2,800億円（3,800億円－1,000億円）は機構から融資された（図表3参照）。

事業の再生にあたっては、人的資源として貴重でありカネボウ化粧品の企業価値の大きな源泉であった約8,000人（当時）のビューティーカウンセラーのモチベーションを維持し、高めることに最大限配慮された。また、営業戦略・組織のエリア別から流通別（専門店、ストア、ドラッグなど）への組み直しや、60以上のブランドの半数以下への統廃合などがおこなわれた。これにより、業績は順調な推移をたどり、企業価値も向上していった。

なお、カネボウ化粧品では、再生途上の2004年12月に、借入金2,800億円のうち1,500億円についてD E Sがおこなわれ、借入額を減少させるとともに、拡充された資本をもとに、営業権（のれん）2,180億円の一括償却がおこなわれた。これは、機構がE X I Tする際の選択肢を拡大することを目的とするものであった。すなわち、機構の円滑なE X I Tのためには、負債水準の適正化を図るとともに、営業権を毎年償却していくことにより発生する継続的な経常損失を回避する必要があるがあった。実際、これらの措置により、民間金融機関のリファイナンスが可能な水準へと負債が削減され、経常利益の確保も可能となった。

図表3 化粧品部門事業譲渡スキーム（資金の流れ）



(出所) 公表資料を一部修正

### (3) 本体事業の再生

化粧品以外のカネボウ本体については、2004年3月からデューデリジェンスが開始された。事業内容が多岐にわたり、海外拠点もあったことから難航したが、鋭意実施された結果、2004年3月期で3,553億円の債務超過に陥っていることが判明した。この背景に「戦略なき多角化」があることは明らかであったことから、選択と集中に基づく再生計画を策定することとされ、同年5月に支

援決定がなされた。基本的な方向性としては、事業の収益性と戦略性の観点から、①ホームプロダクツ、②医薬品、③食品の3事業をコア事業とするBtoC（Business to Consumer、個人消費者対象ビジネス）の消費財メーカーとして再生することがもつとも企業価値を高めるものと判断された。そして、繊維やその他BtoB（Business to Business、対企業ビジネス）部門などについては、ノンコア事業として売却を含め検討することとされた。

具体的には、本体事業は、事業性があり戦略性も高い第1分類（コア3事業、一部ファッション事業）、事業性はあるが戦略性が劣る第2分類（合成繊維など）、事業性に疑問があるが戦略性のある第3分類（一部食品・ファッション事業など）、事業性、戦略性ともに劣る第4分類（天然繊維、新素材など）に分類された（図表4参照）。そして、基本的に第1分類をコア事業として再生する一方、第4分類については速やかに撤退し、第2、3分類についても撤退の是非について検討することとされた。ただし、ファッション事業については、第1分類であったものの、最終的に売却されることとなった。

なお、企業価値の算出にあたっては、利益の出ている事業部門（第1、2分類）についてはDCF法により、利益の出ない事業部門（第3、4分類）については清算バランス、すなわち事業体としての評価ではなく、資産として個々に売却されるとした場合の評価により計算された。数値は非公表となっている。

本体部門には有利子負債が5,556億円あり、これは適正水準を大幅に超過していた。そこで、化粧品の実業譲渡代金収入（3,800億円）なども考慮に入れ、

図表4 カネボウの選択と集中の考え方

	コア事業（戦略性あり）	ノンコア事業（戦略性に疑問）
事業性あり	<b>第1分類</b> ・ホームプロダクツ ・医薬品 ・食品事業の一部（菓子、粉末等） ・ファッション事業の一部（ブランドもの～フィラ、ランバン）	<b>第2分類</b> ・合成繊維（ナイロン、ポリエステル等） ・新素材（産業画像検査装置） ・紙パック飲料 ・ストッキング ・病院 ・椎茸事業
事業性に疑問	<b>第3分類</b> ・食品事業の一部（冷菓） ・ファッション事業の一部（肌着等） ・物流	<b>第4分類</b> ・食品事業の一部（麺、飲料） ・天然繊維 ・合成繊維事業の一部（第2分類以外のもの） ・新素材（第2分類以外のもの） ・その他のノンコア事業

（出所）公表資料より作成

995 億円の債権放棄と 400 億円の D E S（三井住友 300 億円、機構 100 億円）がおこなわれた。機構は、ニューマネー 100 億円とあわせて 200 億円を出資することとされ、議決権の過半（51%）を確保することとされた。取得価格は 1 株 380 円であった。これは基本的に当時の株式価値を踏まえたものであると考えられる。

また、資本金（313 億円）については 99.7%の減資がおこなわれるとともに、10 株を 1 株に併合する株式併合がおこなわれた。機構の取得価格（380 円）も併合後のものである。なお、当時の株価は併合後換算で 1,000 円前後であったが、これは化粧品部門を分離する前のカネボウをベースとするものであり、機構の取得価格である 380 円と比較することは必ずしも適当ではないように思われる（比較のベースが異なるため）。また、しばしば市場で生じがちな、株価と本来の株式価値の不一致（乖離）が、本件についても生じていたものと考えられる。

債権放棄については、機構と金融機関（非メインバンク）の交渉は困難なものであったが、2004 年 7 月、原則どおりプロラタによる負担で決着した。ただし、メインバンクは優先株の償却や D E S などあわせておこなっており、これらも実質的な負担となった。

その後、同年 11 月には、小城武彦新社長が就任し、中嶋章義社長は会長に就任、新体制が発足した。機構の支援チームも引き続き多くの「力仕事」に携わった。

事業の再生面では、スタートダッシュが重視され、機構の支援開始時に、部門横断的なプロジェクトチーム「TOPPA100」を結成して取り組むこととされた。進取の気性に乏しいと批判のあった従業員の意識改革が訴えられ、顧客志向が徹底されるとともに、「ナイーブ」（ホームプロダクツ）や「フリスク」（食品）などブランド価値のある主力商品の強化がはかられた。

また、カネボウ本体については、ノンコア事業の売却の成否が再生全体の鍵を握るものであったことから、機構としてもこれに重点的に取り組み、繊維（綿・合繊）事業の染色大手セーレンへの売却をはじめ、多くの事業で M & A が成立することとなった。特に、第 4 分類については、その多くで買い手が見つからず清算されるのではないかとの予想もあったが、実際にはほぼすべての事業で M & A が実現した（図表 5 参照）。これは雇用維持の観点からみても大きな意味をもったと考えられる。

図表5 カネボウの事業売却 (M & A) (2005 年度末時点)

	ホームプロダクツ	薬品	食品	繊維	ファッション	その他
第一分類	全事業継続	全事業継続	フリスク → <u>継続</u> 菓子 → <u>継続</u> 粉末 → <u>継続</u>	なし	フィラ →伊藤忠 (デザト) ランバン カネボウ・サ ンティエム →ライカ、 デザト	なし
第二分類	なし	なし	紙パック飲料 (株)エルビ- (埼玉) (チルド飲料) →アサヒビール (株)エルビ- (名古屋) (清涼飲料水、乳酸菌飲料) →アサヒビール、CBC 椎茸 カネボウアクリテック →和歌山県シタケ企業組合	合繊 (北陸) カネボウ合繊→ セレン (KB セレン)	ストッキング カネボウストッキング→福助	新素材 (検査装置) カネボウビジョンシステム→第一実業  病院 → <u>継続</u>
第三分類	なし	なし	冷蔵 (アイスクリム) → <u>継続</u> 冷蔵小売 カネボウレインボ-ハット →クッチーナ	なし	インナー →キットブル 小売 ショップ スエント ショップ ス →S. S ホール ディングス	物流 → <u>継続</u> (カネボウ化粧品に譲渡)  カネボウ物流→KC ロジスティクス (カネボウ化粧品子会社)
第四分類	なし	なし	麺 (ノンフライカップ麺) →加ト吉  飲料 (缶入り) → <u>精算</u>	天然繊維 (国内、海外) カネボウ繊維大垣工場 (羊毛) →三甲 同長浜工場 (綿、シルク) →セレン (KB セレン)  合繊 (防府工場、海外) カネボウ合繊防府工場 (ナイロン 4 品目) →セレン (KB セレン)  注) 海外については、中国 (11 社)、インドネシア (2 社)、ブラジル (3 社) の株式・出資持分の譲渡が 2005 年度でほぼ終了	なし	新素材 PSA 電池: →昭栄エレクトロニクス テキストグラス (ガラス繊維、カーボン繊維): →日東紡績 ベルバル (フェノール樹脂): →エア・ウォーター ベルエ-ス (人工皮革): →倉元製作所、帝人ファイバー 布製ファスナー: カネボウベルタッチ→伸和 ラクトロン (生分解性繊維): カネボウ合繊→東レ 建材: カネボウ化成→岩尾 化成品: カネボウ化成、室町化学→富士ケル商事 医用材料: →睦化学工業 繊維委託加工: カネボウハイコストビル→あつみファッション 半導体検査: カネボウ菊池電子→MBO (同経営陣に譲渡) 電子関連事業: →シキハitek A-PET シート・機能性樹脂: カネボウ合繊→三菱化学 ポリエステル樹脂: 越前ホ-リマー→三菱化学 高分子防府 PET 樹脂: カネボウ合繊→大和製罐 ヘルスケア、エコー、ニューメテ-イア: カネボウ合繊→帝人ファイバー、田島商店 情報システム: プレイニ-ワークス→電通 <u>その他</u> カネボウ不動産、カネボウホリデー: →インタープラットフォーム カネボウ物流 (保険事業): →是則運輸倉庫

(出所) 筆者作成



#### (4) 上場廃止とEXIT方針の変更

他方、100年を超える歴史と伝統を有し、積年の「オリ」もたまっていたカネボウの再生は、決して一筋縄ではいかなかった。象徴的な出来事としては、過去の粉飾決算の発覚とこれに伴う上場廃止が挙げられる。これにより機構は再生プロセスの修正を余儀なくされることとなった。

粉飾決算は、2004年4月にカネボウに設置された経営浄化調査委員会の調査報告（同年10月）において明らかにされた。これを受けて2005年4月、過去の決算訂正（各年度の損失の確定）がおこなわれたが、これが投資家に与える影響の重大性が問題とされた。

機構は、支援に際して厳格なデューデリジェンスをおこない、債務超過を含む財務状況について正確に把握し、この処理を2004年3月期決算にすべて反映させたうえで同年5月に支援決定をおこなっていた。したがって、過去の財務問題は処理済みであり、現在は過去とは遮断されているとの認識を有していた。すなわち、2005年4月の決算訂正は、過去の全体としての損失額（処理済）を、具体的に過去の各年度へ配賦するという性格のものであり、いわば「済んだ話の内部処理」ととどまるものであるから、その後の企業実体に影響を与えるものではなく、機構の支援後は、カネボウは財務的に浄化され、経営体制も刷新され、新しい事業体に生まれ変わっているとの認識であった。

しかしながら、過去の粉飾決算ではあっても、市場や投資家に与える影響が重大であるとの判断から、2005年5月に上場廃止が決定され、6月に廃止されることとなった。株価の最終値は360円、直前1か月間の平均は329円であった。

なお、2005年4月以降、カネボウの上場廃止についての（憶測に基づく可能性のある）報道がなされたこともあり、それまで1,500円前後で推移していたカネボウの株価は急速に低下していくこととなった。1,500円という水準自体、株式価値を反映したものだったかどうかについてはさまざまな評価があり得るところであるが、他方でこの時期に株式価値が低下するような事実があったとは考えにくく、むしろ着実な再生により向上しつつあったように思われる。

いずれにせよ機構としては、上場廃止により、保有するカネボウ本体の株式を市場で売却することによりEXITするという選択肢を失い、M&A的な手法でのEXITを選択せざるを得ない状況に直面することとなった<sup>10</sup>。あわせ

<sup>10</sup> カネボウ本体を再上場させることによるEXITについては、機構が（設置法上）5年間の時限的な組織とされていたこともあり、時間的な難しさがあった。

てカネボウ本体には、上場廃止による信用毀損のおそれもあった。そこで、カネボウ本体とカネボウ化粧品を、同スポンサー（グループ）に対して同時に譲渡することによりE X I Tする方向へと基本方針が変更されることとなった。

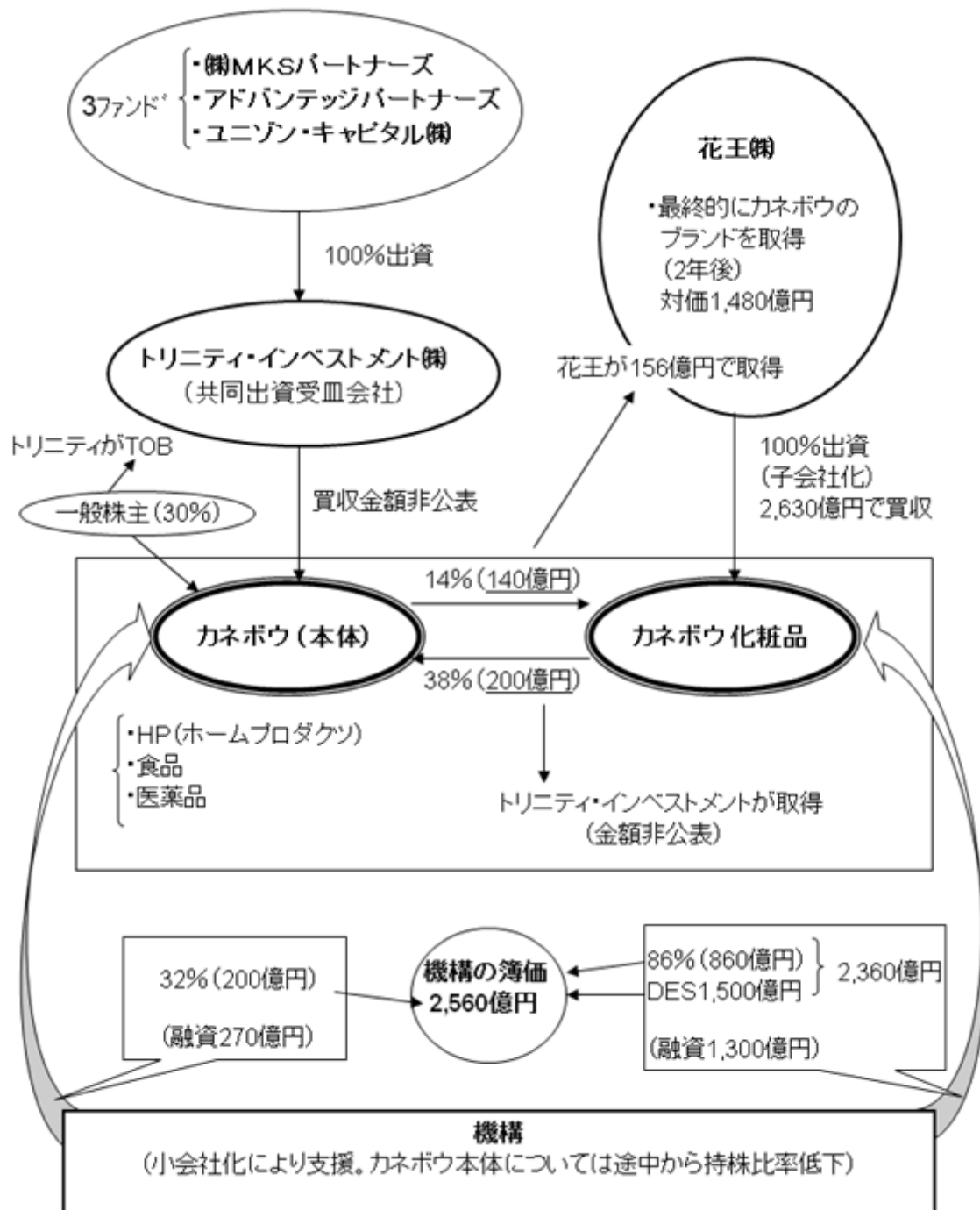
なお、カネボウ本体の上場廃止を前提とすれば、カネボウ本体と化粧品を別々にE X I Tすることは、カネボウというブランドのブランド・コントロールの観点からみても難しいことだったように思われる。カネボウというブランドを2つの企業が使用することについては、どうしても境界の不明さに起因する難しさがあったからである（化粧品でも比較的低廉なものは、カネボウ化粧品ではなくカネボウ本体の方で生産されていた。例えば「和漢花」など）。

他方、カネボウ本体にとっては、機構が2社同時のE X I Tを目指すということは、公的支援終了のタイミングが前倒しになることを意味していた（それまではカネボウ本体のE X I Tのタイミングは必ずしも具体化していたわけではなかった）。このため、カネボウ本体のリストラや事業売却を急ぐこととされたが、そのための資金は必ずしも十分にある状況ではなかった。そこで、カネボウ本体について、カネボウ化粧品を引き受け先とする増資（200億円）がおこなわれることとなり、2005年7月に実行された（一株320円）。これにより、カネボウ本体に対する機構の議決権は51%から32%に低下することとなった。

その後、スポンサー選定手続きが開始され、段階的な入札がおこなわれた結果、花王と国内3ファンド（アドバンテッジ・パートナーズ、MK Sパートナーズ、ユニゾン・キャピタル）に決定、2005年12月に公表された。債権についても同時に額面で譲渡され、機構は完全にE X I Tすることとなった（図表6参照）。

花王の公表資料によれば、花王はカネボウ化粧品の株式（簿価2,500億円）を2,786億円（機構保有分2,630億円、カネボウ本体保有分156億円）で買収し、100%子会社化した。また、3ファンドが共同で100%出資した受皿会社のトリニティ・インベストメント（株）が、カネボウ本体の株式を機構及びカネボウ化粧品から取得（価格は非公表）するとともに、一株162円でTOBをおこない、一般株主から株式を取得した。機構としては、本件E X I Tから全体として利益をあげており、トータルでみたカネボウの企業価値（株式価値）の向上が実現している。

図表6 機構のEXITとスポンサーの支援



(出所) 筆者作成

なお、カネボウのブランドは、最終的に花王が1,480億円で取得し、2年後から独占使用することとされた。カネボウ本体の社名とブランド名は、2007年

7月、「クラシエ (Kracie) 」に変更された<sup>11</sup>。

#### 4. おわりに

事業再生というストーリーには、単なる事業体の再生にとどまらない、人の再生、個の再生という側面がある。本稿では、個々人（固有名詞）のレベルの具体的な記述は控えられているが、事業再生は、実際には、経営者、従業員、支援者などさまざまな生身の人間、利害関係者同士のぶつかり合い、力相撲の中で、自己変革、自己再生を伴いながら成し遂げられていくものであることを指摘しておきたい。

そしてもう一つ忘れてはならないのは、事業再生は、個の再生であるとともに、人的空間、いわば「コミュニティ」の再生でもあるということである。多くの要再生企業にみられる、積極性や柔軟性に欠ける企業体質・企業風土を改め、オープンで風通しのよい、活力を生み人を育てる土壌となるようなコミュニティを創造していくことが求められる。

そしてこのようなコミュニティ（組織）は、公式なもののみならず、非公式なものも重要と考えられる。アメリカの企業経営者であり経営学者であったバーナードは、古典的著作『経営者の役割』（原題；The functions of the Executive）の中で、組織におけるエグゼクティブは、「公式組織」（公式なコミュニケーション・システム、公式な情報伝達体系）のみならず、「非公式組織」（非公式なコミュニケーション・システム、非公式な情報伝達体系）の機能にも配慮すべきことを指摘しているが<sup>12</sup>、これは、事業再生の局面においてもそのまま当てはまることであるように思われる。特に、スポンサーの支援のもと、組織再編を伴いつつ再生が進められていくM&A型再生の場合には、M&Aの当事者である再生事業者とスポンサーの間で、（再編された）公式組織はもちろん、非公式組織の次元でもさまざまな意思疎通が図られ、一体感が醸成されていくことが必要と考えられる。

なお、一般にコミュニティや非公式組織の重要性を指摘すると、個の尊重・自立とは相容れない、集団主義的な主張であるかのように受け止める向きもあるが、これは単純に過ぎる理解といわざるを得ないであろう。人間は、個人的、プライベートな存在であるとともに、（組織に属していれば）非個人的、パブリックな構成員ともなっている存在である。組織のエグゼクティブはこの両面を

<sup>11</sup> その後、2009年、3ファンドが保有するクラシエ株式の60%がヘアカラー国内最大手のホーユーに譲渡された。ホーユーは残り40%についても3年以内を取得する方針である旨表明している。

<sup>12</sup> C. I. バーナード『経営者の役割』第9章参照。

視野に入れ、個の尊重・自立をもたらすようなコミュニティ機能の重要性に留意しつつ、個々人のモチベーションを高め、貢献を引き出し、組織のパフォーマンスを向上させていくことが求められるのである。

【参考文献】

Chester I. Barnard, “*The functions of the Executive*”, (C. I. バーナード『経  
者の役割』(新訳)山本安次郎他訳、ダイヤモンド社、1968年)

Henry Mintzberg, Bruce Ahlstrand, Joseph Lampel, “*Strategy Safari : A Guided Tour  
Through the Wilds of Strategic Management*”, (ヘンリー・ミンツバーグ、ブル  
ース・アルストランド、ジョセフ・ランペル『戦略サファリ』齋藤嘉則監訳、東洋  
経済新報社、1999年)

Edith Penrose, “*The Theory of the Growth of the Firm*”, Third Edition, (エデ  
イス・ペンローズ『企業成長の理論』第3版、日高千景訳、ダイヤモンド社、2010  
年)

翁百合『金融危機とプルーデンス政策』、日本経済新聞出版社、2010年

小野伸一「産業再生機構の活動を振り返って」『E S P』No. 422、2007年6月

———「企業のライフサイクルと株式価値、企業価値、経済成長」『立法と調査』第  
298号、2009年11月

———「我が国M&Aの現状と課題」『経済のプリズム』第76号、2010年2月

富山和彦『カイシャ維新』、朝日新聞出版、2010年

(内線 3161)