

平成16年9月7日

再生機構DNAの継続と進化を確立するために

モルガンスタンレー証券主席エコノミスト
ロバート・フェルドマン

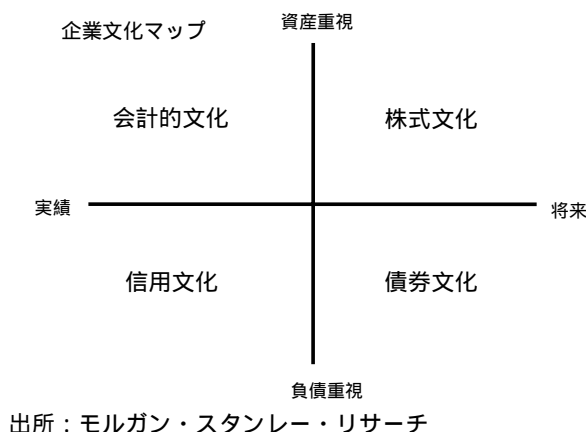
産業再生機構が成功であることは議論の余地がない。現時点の問題は、機構の買い上げ期間が終了してから、その遺伝子をどのように保存し、どのように進化させ、どのように生かすかである。本稿では、機構が各業界の「文化の違い」を原点に、カネボウの例を通して成功の根源を分析してから、同じ方法でどれだけ利用する余地があるかを検証して見る。再生機構がなくなっても金融監督、税制、情報開示、企業統治、など企業再生の「部品」が互いにかみあって動き続けられれば、日本経済が機構の行った「品種改良」を十分継続ができるだろう。

文化の違い

機構が必要になったことは、市場の失敗が原因だが、これを言い換えれば文化交流の失敗とも言える。

図表1に示した枠組みが有効である。IRCJと銀行はなぜこれまで再生案件に関してなかなか合意に達することができなかったのかという問題を考える際、それぞれのプレーヤーのインセンティブの構造で決まる企業文化の違いをこの図を基に解き明かすことができる。横軸の右側は企業の将来の価値を重視する傾向、左側は評価に関する過去のデータを重視する傾向を示す。縦軸は企業の資産価値を重視するのか、あるいは負債を重視するのかの違いを表す。各軸の位置で決まる4種類の組み合わせは異なる文化を示している。株式文化(IRCJの文化)は信用文化(銀行の文化)の対極にある。株式文化は資産価値と予想を重視するが、信用文化は負債と過去の実績を重視する。市場の失敗がなくとも、両者が価格について合意に達するのが難しいことが分かる。

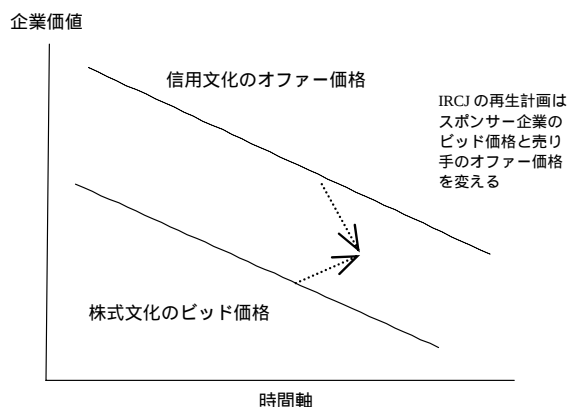
図表1
合意が難航する理由：企業文化の違い



図表 2 は、2 つめの理由を図解したもので、弱い企業が売却される場合の売り手が提示するオファー価格と買い手が提示するビッド価格の差を表している。リストラが行われていないため、時間の経過とともにこの企業の価値は低下していく。この価値の低下はオファー価格とビッド価格の両方に反映される。問題は両者の価格の差が決して縮まることがない点で、そのために取引が成立しない。

ここに IRCJ の出番がある。まず、第三者の立場から再生企業の価値を査定し、キャッシュフローの改善につながる確かな再建計画を策定する。そして債権者間の交渉の行き詰まりを打開し、貸し手に税制や債務者区分の面からのインセンティブを与える。こうして IRCJ の再生計画を通じて、オファー価格の低下が速まる一方、ビッド価格は上昇し始める。2 本の線が交差すると、民間のスポンサー企業を一方の当事者、再生企業およびその債権者をもう一方の当事者とする取引の成立が可能になる。スポンサー企業への売却後、IRCJ の役目は終わり、企業は再び民間の手に渡されることになる。

図表 2
IRCJ は企業再生を取り巻く環境をどう変えるのか



出所：モルガン・スタンレー・リサーチ

カネボウの例

機構の実際のやり方に関する投資家が納得できた案件はカネボウである。その経過を見ると興味深いことが沢山ある。

何ヵ月もの間、IRCJ は手掛ける案件が少ないいうえに小粒ばかりというマスコミの非難を浴びた。こうした批判は十分な知識の裏付けのない不当なものというのが私の意見であった(2004 年 3 月 26 日「産業再生機構：日本に関する楽観論のもう 1 つの理由」を参照)。カネボウ再建を見れば、こうした批判の声が再びあがることはないはずである。

極めて高い収益力を持った化粧品部門の分離が決まった後、IRCJ に残されたのはカネボウのほかの部門をどうするのかという問題であった。化粧品以外の部門の資産査定を迅速かつ正確に実施し、中核事業として残す部門と売却あるいは清算する部門の選別を急ぐ必要があった。さらに、債権放棄に関する銀行との話し合いや各事業それぞれのスポンサー候補との交渉も待ち構えていた。こうした一連の作業の結果は IRCJ の優れた手腕を示すものとなった。

第1に、IRCJは事業としての見込みやシナジーの観点からカネボウの各事業を次のように分類した。第1分類は今後の中核事業、第2分類は中核事業ではないが事業として成り立つもの、第3分類は事業として成り立つのかどうか疑問が残り、シナジーもほとんど見込めないもの、第4分類は事業として成り立つ見込みがなく、シナジーも期待できないもの、である。

第2に、意思決定の迅速化を図るために、新会社の組織は大幅にスリム化された。構造改革の指揮を取る責任者(CRO)を置き、それには外部から登用した人材にあたらせる。旧経営陣はすでに退任しており、退職金は支払われなかった。

第3に、同社の債権者に対して総額995億円の債権放棄を要請した。また、99.7%の減資を実施する。そのうえで、IRCJが200億円、メイン銀行が300億円の増資をそれぞれ引き受ける。

第4に、今回の再建計画の実施により、キャッシュフローに対する有利子負債の比率は10倍以下に低下する。

市場以上に市場主義

これらの再建案をまとめたことでIRCJは市場の失敗を効果的に是正できることを示した。これまで民間部門はカネボウに対して十分に厳格な企業統治を実行させることができなかった。ところが、IRCJは債権者間の調整を図り、リストラ専門家を同社の再建に関与させることで、市場が出来なかったことを成し遂げた。皮肉にも、市場より政府系機関のほうが市場原理に則った再建計画を実行する力があつたわけだが、これは紛れもない事実である。

再建案の成否を判断するポイントはすべてクリアされた。すなわち、IRCJ外部の専門家の助けを得て、カネボウの資産は厳密に査定された、過去のリストラと称する計画はすべての事業が横並びであることが多かったが、今回はそれぞれの事業について個々の市場の伸びやシェアの予測に基づいた経営計画がまとめられた、経営陣(引責辞任)、株主(99.7%の減資)、銀行(債権放棄)のそれぞれに対して過去の経営の失敗の責任を問う措置が取られた。責任の所在が不問にされたままなのが会計の不備である。会計の不備が明るみに出て、(必要ならば)法廷で責任が追求されれば、カネボウ再建案の結果は投資家にとっていっそう心強いものとなろう。カネボウ再建に関してIRCJには日程を含めて明確な出口戦略がすでにある。売却される可能性のある部門の受け皿となるスポンサー候補がすでにIRCJに接触している。そもそも、IRCJは債権買い取りから3年以内に買い取った債権を売却することが法で定められている。

政治的な介入(選挙区にカネボウの工場がある地方政治家など)はすべて失敗した。

IRCJの解散後は何が残るのか？

カネボウ再建はIRCJにとって大きな成功例になりそうだが、IRCJが解散された後はどうなるのかという疑問が残る。IRCJが債権を買い取る期間は2年と法で定められており、そのうちの15ヶ月はすでに過ぎた。再建に伴う取引に関連する事務処理を考えると、実質的に残された期間は6ヶ月に過ぎない。その後は何が残るのであろうか。

IRCJは多くのものを残そう。IRCJは日本におけるリストラに関する数々の重要な基準を確立した。第1に、IRCJの職員は一流の専門家ばかりで、様々な立場からリストラにかかわる人々に信頼が得られる徹底したリストラ計画のあり方を示した。第2に、これらの基準は、金融庁が銀行や民間の監査法人によ

る債権区分の査定の精度を調べる際に使われている。また、企業統治の実務上の指針にもなりつつある。第 3 に、IRCJ は、経営に失敗した経営陣は退かなければならないという原則を改めて確立した。第 4 に、IRCJ は、企業の再生には効果的な経営資源の配分が不可欠という原則を再確認した。第 5 に、これが恐らく最も重要な点だが、経営難にある企業に真剣かつ大胆なリストラ策で臨む IRCJ に対して国民は敬意を払い、支持する姿勢を示した。国民は経営に失敗した企業に冷ややかで、その従業員に対してすらほとんど同情の念を示していない。こうした現象は日本が生活水準を維持するためには資本の有効活用が欠かせないという認識が広がった結果とみられる。もはや「痛み分け」に応じる有権者ではなくなった。

IRCJ がカネボウ再建で巧みな手腕を披露したことは、企業経営者にも大きな影響を与えるものとみられる。IRCJ の残した功績が明らかになった今、日本中の企業が新しい規則を知るところとなった。そして、この規則に従えば、やるべきことはたくさんある。例えば、財務省法人企業統計調査によれば、2004 年 3 月期の全企業の総資産営業利益率は 1975～90 年度の 5%以上に比べて 3.4%にとどまった。新しい規則がより明確になった今、過去の収益率の回復を企業経営者に促すインセンティブはいっそう強まることになる。

次のステップ

カネボウ以外の成功例がもちろんあったし、これからもあろう。しかし、2005 年 3 月以降、機構の買い上げ期間が終わる。その後の再生計画は、本来の民間部門に戻る。企業再生はかなりのところまで M & A のことであると著者が理解しているが、そうであるとすれば、M & A の将来を検討する必要がある。M & A の将来は、決して暗くないし、M & A がもたらす資本配分および資本効率の改善が日本経済の成長基盤を強くするであろう。

M & A の将来は、著者が開発した「資本余力」概念で予想できる。資本余力とは、企業(あるいは産業)が目標の利益率を達成するためにバランスシートを圧縮した後に残る資本金の額である。これは、企業あるいは産業で必要とされるバランスシート調整の規模を探るための重要な尺度であり、どのような分野でどの程度の規模の M&A が必要であるかを議論する際の手掛かりを与えてくれる。調整の余地が大きいのはどの業種か。M&A を行えるだけの資金を持つ企業はどれか。非大企業より大企業のほうが M&A 候補となる可能性が高いのか。これらは投資家に与えられた問題の一部である。

資本余力：定義

計算方法は必然的にある程度機械的なものとなる。この場合は当期の経常利益を基に目標とする総資産利益率を 4%とし、これを達成するための適正な資産の額を求め、資産の実際の額と適正な額の差の半分を株主資本から引く(残り半分については株主資本と併せて流動資産および負債を削減して圧縮するものとする)。こうしてバランスシートを圧縮した後に残る資本金の額が企業(あるいは産業)の資本余力である。

計算式は次のようになる。 $C = K - 0.5(A - A^*)$ 。C は資本余力、A は実際の資産の額、 A^* は資産の適正額である。資産の適正額の計算式は、 $A^* = P/r^*$ 。P は当期の利益、 r^* は目標利益率である。0.5 という数値は、過剰資産の半分に相当する額の株主資本を圧縮すると想定しているところからきている。

財務省法人企業統計調査の「全産業」の 2003 年度の経常利益は 40 兆円であった。総資産利益率の目標を 4%とすると、資産の適正額はちょうど 1,000 兆円となる。実際の資産の額は 1,211 兆円であったため、211 兆円圧縮する必要がある。このうちの半分の額を、353 兆円にのぼる株主資本から引くと、247 兆円の株主資本が残る。この 247 兆円が資本余力である(なお、資本余力が近年で最も少なかったのは 2002 年第 2 四半期の 87 兆円)。

図表 3
資本余力(兆円)

		底 2Q 02	直近 1Q 04	差
ネット	合計	87	248	161
	大企業	82	176	94
	非大企業	5	72	67
強い業種	合計	162	268	106
	大企業	114	181	67
	非大企業	48	87	39
弱い業種	合計	-76	-20	56
	大企業	-32	-4	28
	非大企業	-43	-16	28

出所：財務省法人企業統計調査、モルガン・スタンレー・リサーチ

資本余力の中身

資本余力を産業の特徴ごとに分解してみると興味深い。最も重要なのは規模、強さ、セクターである。法人企業統計の数値を大企業(資本金 10 億円以上)と非大企業に分けてみる。図表 3 から分かる通り、大企業は資本余力の大部分を占める。実際、資本余力の底であった 2002 年第 2 四半期には、非大企業の純資本余力はわずか 5 兆円であった。これが 2004 年第 1 四半期には 72 兆円にまで増加した。底となった 2002 年第 2 四半期以降の純資本余力の改善幅の内訳は、大企業が約 60%、非大企業が約 40%となっている。

しかし純資本余力とは、強い産業(資本余力がプラスの産業)と弱い産業(資本余力がマイナスの産業)の資本余力の差である。純資本余力の著しい改善は、強い産業の資本余力が高まると同時に弱い産業の資本不足が縮小した結果である。これは、著者が先に行ったバランスシート分析から得られた、強い者はさらに強く、弱い者も強くなっているという結論に通じる。強い産業は資本余力の改善幅の約 3 分の 2 を占め、弱い産業が約 3 分の 1 を占めていることをデータは示している。

産業別結果

各産業の資本余力を計算すれば、それぞれの資本余力の強弱が分かり、M&A の機会が隠れているかもしれない産業を見分けることができる。多くのセクターが底の時期から現在までの間に資本不足から資本超過に転じた。大企業の場合、底の時期には 13 業種が資本不足であったが、2004 年第 1 四半期にはわずか 6 業種に減った。非大企業は底では 16 業種が資本不足であったが、うち 12 業種が資本超過に転じた。(残念なことに、個人サービスは超過から不足に転じた唯一のセクターとなった。)

図表 4

規模および産業別の資本充実度の変化

	大企業			非大企業		
	資本充実度			資本充実度		
	底 2Q 02	直近 1Q 04	差 2Q 02	底 2Q 02	直近 1Q 04	差 2Q 02
農業	0.1	0.1	0.0	-0.8	-1.5	-0.7
鉱業	4.0	4.1	0.1	0.2	0.2	0.0
建設業	-3.6	1.9	5.4	-6.6	0.2	6.8
食料品	9.2	11.7	2.5	6.8	2.4	-4.4
繊維工業	0.2	0.1	-0.1	0.5	-0.2	-0.7
衣服・その他の繊維製品	0.6	0.8	0.2	-0.7	-0.8	-0.1
木材・木製品	0.0	0.1	0.1	0.0	0.4	0.4
パルプ・紙・紙加工製品	0.2	1.2	1.0	0.4	1.2	0.8
出版・印刷	2.2	2.7	0.5	1.9	3.6	1.6
化学	27.4	30.4	3.0	5.7	5.5	-0.2
石油製品・石炭製品	-1.6	-0.5	1.1	0.1	0.2	0.1
窯業・土石製品	0.4	1.9	1.5	1.3	1.3	0.1
鉄鋼	-2.9	3.9	6.9	-0.6	1.2	1.9
非鉄金属	-1.2	-0.4	0.8	-0.1	0.8	0.9
金属製品	0.9	1.7	0.9	-0.1	0.9	0.9
一般機械	2.6	7.3	4.7	-1.0	4.8	5.8
電気機械	-9.5	16.0	25.6	-1.9	4.9	6.8
輸送用機械器具	25.0	31.9	6.9	1.3	3.2	1.9
精密機械器具	3.2	7.7	4.5	-0.1	1.9	1.9
船舶製造・修理	-0.5	-1.0	-0.5	-0.7	0.1	0.8
その他の製造業	8.4	10.3	1.9	1.1	6.9	5.9
卸売	-1.7	0.5	2.2	-1.2	11.8	13.0
小売	11.4	12.8	1.3	6.5	4.6	-1.9
不動産業	-7.0	-1.3	5.7	-12.3	-9.1	3.2
陸運	-2.7	-0.7	2.0	-0.8	3.7	4.5
水運	0.3	2.2	1.8	-0.6	0.6	1.2
通信業	10.4	18.9	8.5	0.7	1.5	0.8
電気業	-0.4	0.7	1.1	0.0	0.0	-0.1
ガス・水道業	1.7	2.4	0.7	0.2	0.3	0.1
事業所サービス	-0.4	2.4	2.8	10.7	11.0	0.3
旅館・その他の宿泊所	-0.7	-0.5	0.2	-4.3	-2.7	1.6
個人サービス	0.1	0.2	0.1	0.5	-0.6	-1.1
映画・娯楽	-0.1	0.6	0.7	-11.7	-0.8	10.9
放送	2.0	1.4	-0.6	1.0	1.4	0.4
その他のサービス	3.5	4.5	1.1	9.4	12.8	3.3

出所：財務省法人企業統計調査、モルガン・スタンレー・リサーチ

M&A の機会がどこにあるかを探るもう 1 つのヒントは、今後さらに必要な資本金の圧縮額を産業別に調べることで得られる(図表 4)。M&A の可能性が大きい産業を特定するためには、まず、バランスシート調整により資本金が大幅に圧縮される産業を見つけ出す。例えば、建設業の大企業は現在、8 兆 5,000 億円の株主資本を持つ。しかし、資本余力はわずか 1 兆 9,000 億円(= バランスシート調整後に残るとみられる資本金の額)である。したがって、6 兆 6,000 億円の資本圧縮余地がある。同じ建設業の非大企業の場合、公表資本金は 17 兆 9,000 億円にのぼるが、資本余力は辛うじてプラスである。バランスシート調整が完了すると、資本金は 17 兆 7,000 億円圧縮される計算である。建設業では M&A の機が熟しているように見える。図表 4 で「規模」指標の欄に * 印が付いているのは資本金の圧縮額が 1 兆円を超す産業である。

図表 5

資本余力とさらに必要な資本圧縮額(兆円)

	大企業				非大企業				大が 小を 吸収
	資本金	資本余力	資本	規模	資本金	資本余力	資本	規模	
	1Q 04	1Q 04	圧縮額		1Q 04	1Q 04	圧縮額		
農業	0.1	0.1	0.0		0.1	-1.5	1.6	*	
鉱業	1.3	4.1	0.0		0.7	0.2	0.5		*
建設業	8.5	1.9	6.6	*	17.9	0.2	17.7	*	
食料品	9.3	11.7	0.0		4.5	2.4	2.1	*	*
繊維工業	0.8	0.1	0.6		1.3	-0.2	1.4	*	
衣服・その他の繊維製品	0.7	0.8	0.0		1.0	-0.8	1.8	*	
木材・木製品	0.2	0.1	0.0		0.7	0.4	0.3		
パルプ・紙・紙加工製品	1.9	1.2	0.6		1.2	1.2	0.0		
出版・印刷	2.7	2.7	0.0		5.2	3.6	1.6	*	*
化学	19.8	30.4	0.0		5.8	5.5	0.3		*
石油製品・石炭製品	1.7	-0.5	2.2	*	0.2	0.2	0.0		
窯業・土石製品	2.8	1.9	0.9		2.3	1.3	1.0	*	*
鉄鋼	4.4	3.9	0.4		1.7	1.2	0.5		*
非鉄金属	2.8	-0.4	3.2	*	0.9	0.8	0.1		
金属製品	2.4	1.7	0.7		3.9	0.9	3.0	*	
一般機械	9.1	7.3	1.8	*	4.4	4.8	0.0		
電気機械	24.0	16.0	8.0	*	4.6	4.9	0.0		
輸送用機械器具	19.8	31.9	0.0		2.9	3.2	0.0		
精密機械器具	3.9	7.7	0.0		1.1	1.9	0.0		
船舶製造・修理	0.5	-1.0	1.5	*	0.4	0.1	0.3		
その他の製造業	8.1	10.3	0.0		5.3	6.9	0.0		
卸売	13.4	0.5	12.8	*	25.5	11.8	13.7	*	
小売	10.8	12.8	0.0		13.3	4.6	8.6	*	*
不動産業	6.0	-1.3	7.3	*	8.5	-9.1	17.6	*	
陸運	8.5	-0.7	9.2	*	4.0	3.7	0.3		
水運	0.7	2.2	0.0		0.4	0.6	0.0		
通信業	12.6	18.9	0.0		2.3	1.5	0.8		*
電気業	8.6	0.7	7.9	*	0.0	0.0	0.0		
ガス・水道業	1.4	2.4	0.0		0.3	0.3	0.0		
事業所サービス	7.1	2.4	4.7	*	11.0	11.0	0.0		
旅館・その他の宿泊所	0.5	-0.5	1.0	*	-0.6	-2.7	2.1	*	
個人サービス	0.2	0.2	0.0		2.1	-0.6	2.8	*	
映画・娯楽	1.4	0.6	0.8		4.8	-0.8	5.6	*	
放送	2.4	1.4	1.0	*	1.2	1.4	0.0		
その他のサービス	9.0	4.5	4.5	*	7.2	12.8	0.0		

出所：財務省法人企業統計調査、モルガン・スタンレー・リサーチ

M&A の機会を探るための手掛かりはもう 1 つある。「大が小を吸収」指標である。この指標は、同一産業の中で大企業の資本余力と非大企業の資本圧縮額を比較したものである。このような比較を行う理由は簡単である。同じセクターのなかで大企業は資本基盤がしっかりしているが、非大企業はそうでない場合、そのセクターは再編の可能性がより高い。図表 5 をみると、大企業の資本余力が非大企業の資本圧縮額を上回るセクターは 8 種ある。

「規模」と「大が小を吸収」の各指標の欄に * 印が付いているセクターは 4 つある。食料品、印刷、窯業(極めて広義の業種)、小売りである。

これらの指標が意味するのは、M&A の可能性のある産業のごく一部である。実際、ここでは幾つかのタイプの M&A は完全に見落とされているかもしれない。例えば、強い産業における強い企業と弱い企業

の M&A(最近の医薬品業界における合併が思い浮かぶ)、あるいは弱い産業における強い企業と弱い企業の M&A(最近発表された銀行の合併案など)である。さらに、業界の垣根を越えた M&A もありうる。資本基盤が強固な企業が別の産業の弱い企業を買収して、それまで関係のなかった分野に進出する場合である。珍しいケースだが、強い非大企業が弱い大企業を買収する可能性もある。

ここで説明した指標によって選び出された産業ばかりに目を向けることは避けたい。規模や業種に関係なく、大幅な資本超過にある日本企業は多い。逆に大幅な資本不足にある企業も規模や業種に関係なく存在する。M&A が活発化するにつれ、異種企業の交配を通じて活力にあふれた企業が日本で数多く生まれてくるものと私は期待している。

企業再生は民間だけではない

M & A は大抵民間だけのことであり、実際はそうではない。民営化も企業再生のひとつである。郵政民営化は、日本の企業再生のなか、最大の例になれるかもしれない。

現段階では、政府は最終的な民営化の姿として、郵便、郵便貯金、簡易保険、郵便局の窓口ネットワークの 4 つの機能に独立させることを基本構想にしている。民営化後の郵貯は銀行法、簡保は保険業法の監督下に置かれ、民間企業と同じ規制が適用される。もっとも意外だったのが、現在の郵政公社職員を民営化後に非公務員化するという方針が盛り込まれたことである。

自民党の反改革派議員は、このような踏み込んだ計画に対して反対の声を上げているが、それに追随する動きはあまり見られない。まず、彼らには代替案がない。次に、自民党旧橋本派(平成研究会、特定郵便局長会が支持団体)は、献金スキャンダルでリーダー不在の状況にある。また、先の参院選で民主党が躍進したことで、他の左派勢力は票を落としたものの、自民党にとって代わる政権政党としての民主党の存在感が増したことも影響している。自民党が郵政問題で自らの総裁を支持できないことになれば、次の総選挙で敗北することも十分考えられるからだ。以上のことから、郵政民営化を阻む反改革派の力には限界があるものと思われる。

郵政民営化を機に M&A が活発化し、株価上昇をもたらそう

大方の思いこみとは異なり、郵政民営化は株式市場にとって極めて有望とみられる。民営化により、郵政事業全般の効率アップが見込まれる。特に、本来であれば存続が難しい企業への誤った資金の流れが是正される点を指摘したい(報道によると、再建中の大手小売企業を IRCJ の管理下へ置くことについて、ある政府系金融機関が反対している。郵政の資金の流れにより、経済的意志決定が大きく歪められていることを示す証左といえる)。

特に期待がもてるのが、経済財政諮問会議が 4 月に発表した報告書において、郵政システムの一部売却も可能だとする見解を示していることである。4 月 26 日付の「郵政民営化に関する論点整理」のなかで、経済財政諮問会議は「提携、買収なども含め民間企業の経営資源やノウハウを積極的に取り込むことなどを通じ、収益力のあるビジネスモデルを構築すべきではないか」と訴えている。簡単に言うと、経済財政諮問会議は IRCJ の手法に極めて近い形で、郵政民営化を推進しようとしているのである。

郵政民営化が今後、国内産業界の一大再生計画へと発展する過程で、民間部門の M&A の機会拡大が見込まれる。これは民間部門内だけにはとどまらず、民間企業と公的機関の間でも起こり得ることである。この結果、企業収益が増加、リスクプレミアムが低下し、株価上昇が期待される。