

「視点」

Roland Berger
Strategy Consultants

Vol. 4

September 2001

business perspective from Roland Berger

選択とスピードが問われるリストラクチャリングの本質 (第1回)

(株)ローランド・ベルガー・アンド・パートナー・ジャパン アソシエイトパートナー 水留 浩一 シニアマネージャー 宮崎 真澄

技術革新、グローバル化、会計ビックバン、商法改正、メインバンク制の崩壊など、企業を取り巻く経営環境はますますその変化のスピードを加速している。企業価値が厳しく問い直されようとする中で、企業はその存在価値を見直す根本的改革が必要とされる。今後数回に渡り、ローランド・ベルガーの900件以上のリストラクチャリング実績を下に成長に向けたリストラクチャリングの本質とその正攻法を紹介する。

高まるリストラクチャリングの必然性

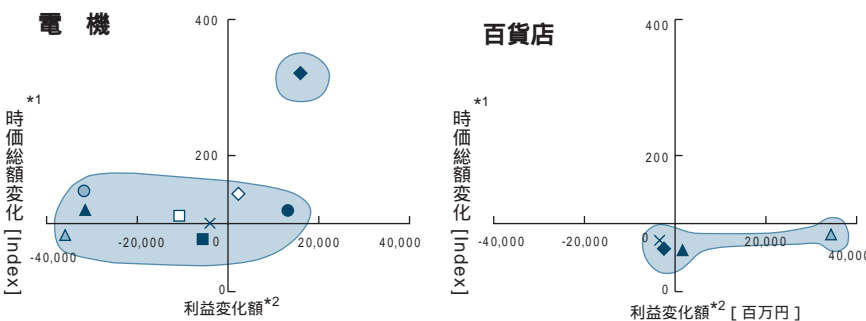
現在、日本企業は事業環境と経営環境という2重の環境変化に直面しており、多くの企業がこの変化に対応することが出来ず困難な状況へ追い込まれている。統計的には企業の倒産件数はバブル崩壊から現在に至るまでにほぼ倍數に増加している。

事業環境はバブル崩壊による長期の国内不況、過剰債務、アジアメーカーとの価格競争、米国から押し寄せるIT不況などで厳しさを増している上、10年前に比べるとその変化のスピードも加速している。このような中で、企業価値は構造不況業種という名称に代表されるように業種間で差が際立つようになってきている。さらに同一業種の中でも同じ利益を上げていても市場の評価では勝ち組、負け組に分かれるという二極化現象が顕在化している(図1)。

経営環境も10年前と比較して大きく変化を遂げた。会計ビックバンにより「連結会計制度の充実」、「キャッシュフロー計算書の作成」、「時価会計の導入」、「年金会計の導入」など新たな会計基準が加わり、より一層の財務体質の透明性を要求される。財務体質が健全な企業にとっては調達コスト低減への追い風となるが、そうでない企業にとってはグループ会社まで含めたオフバランス化した負債や損失にメスが入り、市場からの評価はますます厳しいものと

なる。メインバンク制が崩れつつある中、市場の厳しい評価に対して手を打たずに放置すると金融機関からも成長力を疑問視され、最悪の場合には金融支援などの資金調達の道を閉ざされ経営破綻に至る可能性を帯びている。さらに、企業間持ち株比率が低下しこれまでの「安定サイレント株主」主体の株主構成から機関投資家や外国投資家に代表される「物言う株主」が主体の株主構成に移行が始まっている。見かけ上の利益追求から企業価値の最大化を主軸にした経営にシフトしなければならない必然性がより高まるようとしているのである(図2)。一方で「株式交換・移転制度の導入」や「会社分割手続きの簡素化」など、1997年より始まった一連の商法改正は事業再編に伴う制度面の不備を徐々に解消する方向に向かっており企業が取りうる選択肢の幅は確実に広がってきている(図3)。更に、企業再生ファンドや不良債権の証券化・回収サービスなど社外の支援プレーヤーも揃いつつあり外的な支援も充実しようとしているのが現状である。こうした事業再編をより促す環境整備が進む中、国内の系列・グループ意識を維持したままの従来型の変革活動では苛烈な市場変動に事業構成やその規模を臨機応変に合わせることに閉塞感が出てきている。そして、多くの企業には買収・売却・提携といった資本や系列の枠を越えた事業再編まで含めた企業構造改

図1 二極化する企業価値

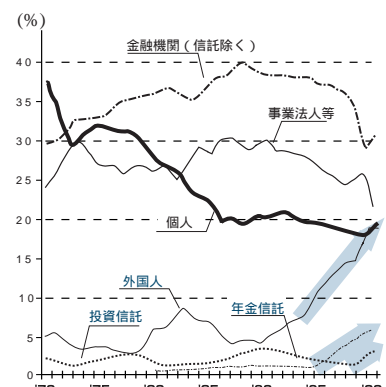


*1: 時価総額変化 Indexは、1995年3月末決算時のをIndex100としたときの2001年8月の値

*2: 利益変化率は1995年3月末決算時から2001年3月末決算時までの純利益変化額

Sauce: 日経流通新聞 2001/6/28

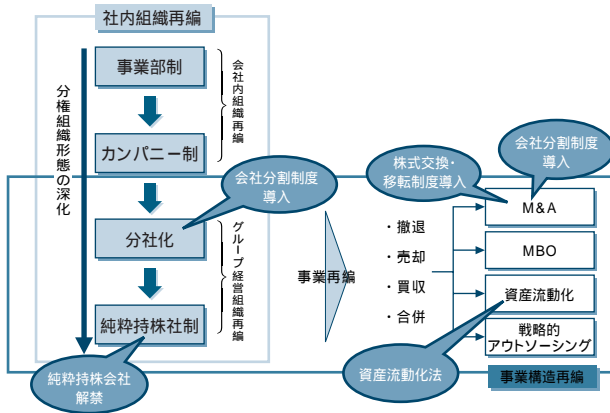
図2 投資部門別株式保有比率推移



出典: 全国証券取引所協議会 株式分布状況調査(平成12年)

「視点」

図3 リストラクチャリングをバックアップする改正商法



革 = リストラクチャリングを検討することが今求められているのである。

リストラクチャリングの本質

この激変する環境変化に対応すべく多数の企業が改革を推進しようとしているが、全ての企業がその結果を享受している訳ではない。ローランド・ベルガーでは、リストラクチャリングの成功を阻むものとして、そもそもリストラクチャリングの本質のとらえ方に誤解があるのではないかと考えている。これは「リストラクチャリング」と「リストラ」は大きく異なるという点である。和製英語として定着したリストラは従業員の削減を主体としたダウンサイジングを通常意味する。しかし、リストラクチャリングは企業価値の最大化のための最適な企業構造改革を行うことで、本来は成長戦略が主体であってダウンサイジングは副次的な側面のものとして捉えるべきである。

資本市場では企業価値は理論的には将来に渡るフリーキャッシュフローの総和を資本コスト(WACC)で割り引き現在価値(NPV)として算出された数値が基本とされている(図4)。企業保有する各事業の集合体と見れば、各事業はフリーキャッシュフローの最大化且つ早期創出化と資本コストの低減を目指すことが求められている。極端な言い方をすれば、各事業は事業活動からキャッシュを創出する事によって、成長に向けた再投資と配当の規模を極大化する事、そのタイミングを早期化する事、そして事業に伴うリスクをどれだけ低減できるかで評価されることになる。

図4 企業価値を決めるもの

フリーキャッシュフローの現在価値の総和(NPV:Net Present Value)

$$= FCF_0 + \frac{FCF_1}{(1+WACC)} + \frac{FCF_2}{(1+WACC)^2} + \dots + \frac{FCF_n}{(1+WACC)^n} = \sum_{n=0}^n \frac{FCF_n}{(1+WACC)^n}$$

フリーキャッシュフローの現在価値の総和

資本コスト(WACC:Weighted Average Cost of Capital)

$$= \frac{\text{負債}}{\text{負債} + \text{株主資本}} \times \text{負債コスト} \times (1 - \text{実効税率}) + \frac{\text{株主資本}}{\text{負債} + \text{株主資本}} \times \text{株主資本コスト}$$

フリーキャッシュフロー(FCF:Free Cash Flow)

$$= 100\% \text{株主資本で資金を賄った場合のキャッシュフロー}$$

$$= \text{無借金だと仮定した場合のキャッシュフロー}$$

$$= \text{営業利益} \times (1 - \text{税率}) + \text{減価償却費} - \text{投資} \pm \text{運転資本の変化}$$

そのため、企業構造改革で企業価値の最大化を目指すリストラクチャリングには2つの本質がある。ひとつ目の本質はFCFの最大化が期待できる成長分野への活動の「選択」と経営資源の「集中化」である。選択した分野に集中投資をかける以上、その原資の創出と選択しなかった分野への対処も必要になる。前者の「集中化」が成長戦略の実行であり、後者の部分が一般に語られる「リストラ」の意味に近いダウンサイジングの実行である。ダウンサイジングは多くの場合、キャッシュの流出をくい止めるという止血的な側面が強い。特に急激に事業環境が変化するIT産業などにおいてはしばしば緊急的にこうしたダウンサイジングが行われている。しかしながらダウンサイジングの本来の目的は、負の遺産を整理し企業の無駄な部分を削ぎ落とすことで、次なる成長分野の投資原資を生み出すことにある。企業の目指すところは企業価値の増大化であり、成長戦略なくしてこの目的が達成されることはない。このダウンサイジングと成長戦略の両面あって初めてリストラクチャリングと呼べるのである。

リストラクチャリングの二つ目の本質は「スピード」である。FCFを早期化し、かつ事業リスクを低減させるためには、リストラクチャリングの2つの側面、ダウンサイジングと成長戦略のどちらも早期に実現させることが必要となる。FCFの早期化は無論のこと、事業リスクを低減させるためにも、事業環境など外的変動要因も含めて計画したシナリオに狂いが生じないうちに現実のものとするスピード感が要求されているのである。

また、企業を構成するのは最終的には人であり、人は夢無き事業や企業に対して心血を注ぐ事はできない。長引くダウンサイジングは組織を疲弊させ、競争力を消耗するだけである。止血作業を確実に且つ極力短期間で仕上げ、そこで働く従業員や取引先、株主や債権者の信用を得、資本市場の目を将来の成長に向けさせることがリストラクチャリングのゴールとなる。

リストラクチャリングを構成する3つの要素

基本的にリストラクチャリング計画は「財務」「業務」「戦略」の3つの要素で構成される。「財務」要素では、債務、資産を圧縮し、生み出されるキャッシュフローが成長を促す投資活動に健全かつ効率的に活用されていく事が重要である。「業務」要素では基本的な企業の競争力としてのコスト体質と業務品質を鍛え上げる事が必要とされている。そして、「戦略」要素が成長への道しるべとして、一連の活動を成長過程に転換していくのである。

「財務」：ダウンサイジングの視点で流動性とエクイティの健全化し、成長戦略的視点でさらにキャッシュフローを効率的に活用することを目指すものである。具体的には金融機関とその妥当性を協議しながら、銀行借り入れや保有資産のリースバック、追加担保や債務保証、増資などで流動性を確保し、デッド・エクイティ・スワップ(債権・株式交換)

などで実質債務超過の状態からバランスシートを健全化し、さらに強固な財務体質への転換を図る。

「業務」：徹底的な効率化と業務品質の向上によって、収益性とキャッシュフローを改善することを目指す。コストカット、在庫圧縮、組織の簡素化、コミュニケーションフローの短縮化などで筋肉質な業務と組織を作り上げる。また、企業価値増大する顧客への提供価値をさらに向上させるために、業務品質により一層の磨きをかける。

「戦略」：長期に渡る競争力保持・強化を目指して、市場におけるポジションを改善し、成長サイクルに企業を載せるためのシナリオ作成とその実行となる。

この3つの要素は相互関係で結ばれている。たとえば、向かうべき方向性を示す戦略と自社の強みとなるオペレーションには整合性が必要であり、方向性の見えない中でのコストカットや資産売却は将来の成長を阻害しうる。したがって、この3つの要素はどれか1つでいいというものではなく、全ての要素が揃って中長期的な企業の成長をもたらすものなのである。

リストラクチャリングを実行するタイミング

経営破綻に陥った企業に共通することは企業の危機状況の把握が遅過ぎたことにある。経営危機はある日突然到来する訳ではなく一定の時間をかけて進行するものであり、日々その兆候を捕捉しスピーディに対応することが環境変化の激しい時代には要求される。多くの事例を見る中から、経営危機の兆候は、戦略上の危機、収益上の危機、資金繰り上の危機という3つのステージに分類できると考えられる（図5）。

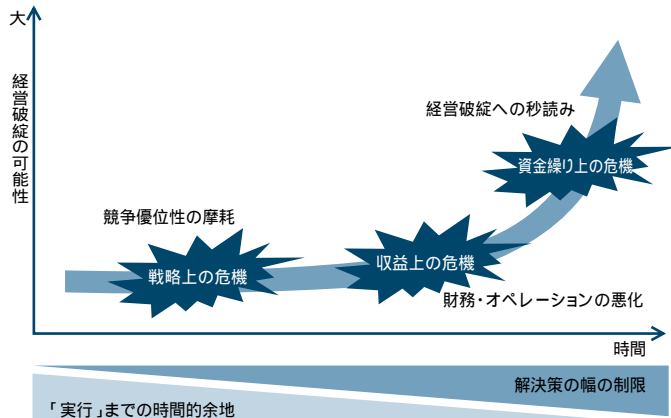
戦略上の危機～競争優位性の摩耗：競争優位性が徐々に失われて、売上が伸び悩み、シェアの低下や縦割り組織による意思決定上の弊害なども見えてくるが、キャッシュフローはポジティブであり、戦略優位性弱体の警告サインを自覚するのはかなり難しい。

収益上の危機～財務・オペレーション悪化の顕現：業績の悪化が顕現するこの段階では、収益が落ち込み企業価値が低下する。それに伴い、企業と経営陣の信用力が著しく下がり、銀行や投資家、取引先といったステークホルダーの監視が厳しくなる。銀行などのステークホルダーによる支援が限られ、成長に向けた投資、開発資金が思うように捻出できなくなる。

資金繰り上の危機～経営破綻への秒読み：もはやバランスシートは相当傷み、自力で危機から脱出することは不可能。経営者のエネルギーもサバイバルのための施策で消耗する。債権者や株主を交えた再建計画構築が唯一の再建への道となり、それがかなわなければ倒産となる。

収益上の危機および資金繰り上の危機に至って初めてキャッシュフロー改善や実質債務超過の状態を脱出するために「リストラ」（＝ダウンサイジング）を実行する企業が多い。本来、リストラクチャリングは戦略上の危機を認識

図5 危機のステージ



した段階で着手するのが望ましく、企業再生ができるか否かはリストラクチャリングにいつ着手するか大きく左右される。危機のステージのいずれに現在の企業が位置するかによって、解決策の幅の制限と実行までの時間的余地が決まる。すなわち、資金繰り上の危機では財務の健全化と業務の効率化が成長戦略や業務の高品質化よりも優先され、戦略上の危機では財務、業務、戦略の3つの要素を統合した継続的成長を目指すリストラクチャリングを実施できる。

リストラクチャリングの成功を阻む3つの関門

リストラクチャリングには、「止血」、「描く」、「進む」という3つの関門が存在する。

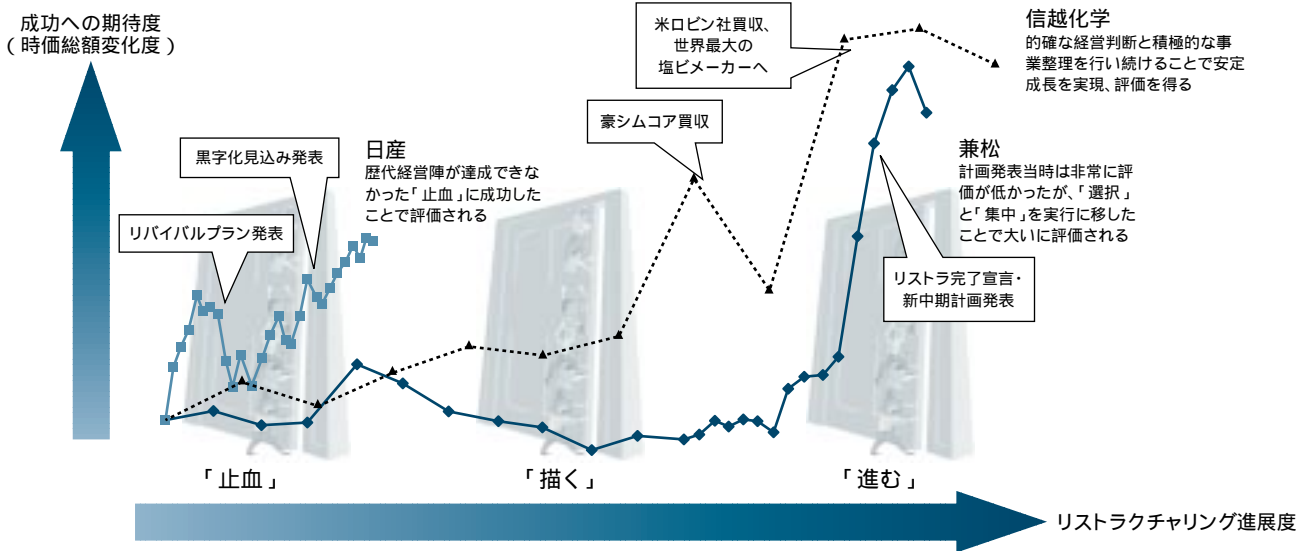
第1の関門「止血」：資金繰り上の危機と収益上の危機にある企業が、読んで字のごとく出血を止める、すなわち企業存続をかけてキャッシュフローの流動性を確保し、実質的債務超過の状態から脱出することを意味する。多くの企業がその対応の遅れや不適切な行動によってこの“生存”という目的が果たせず経営破綻に陥っている。

第2の関門「描く」：成長の要となる企業の将来を描く関門である。止血の関門をクリアした企業も含め、戦略上の危機にある企業が立ち向かう関門になる。ここでは戦略の共有化やその具体性、現実性が大きな壁となり実行段階へと進めないケースが多い。成長への道筋をつけなければ、企業のライフサイクルはいずれ成熟から衰退へと向かう形にならざるを得ない。

第3の関門「進む」：企業の成長をかけて、描いた成長シナリオを実行する関門である。最初の改革の歯車を回すことから息の長い改革活動として継続できた企業だけがエクセレントカンパニーになれる。しかし、多くの企業が従業員に代表されるステークホルダーを巻き込む事ができず、改革を始動できなかつたり始動はしても途中で失速させその効果を得る事ができていない。

構造改革に挑みながら経営破綻に至った企業はこの「3つの関門」のいずれかを越えられず、逆に一度は危機的状況に陥っても関門をクリアした企業はその段階で市場から評価されている。図6は3つの関門をクリアした企業の例である（図6）。日産はここ数年ライバルのトヨタに大き

図6 3つの関門を越えた企業は成功への期待度も高い



く水をあけられ瀕死の状態にあったが、ゴーン社長の就任以来ようやく止血に成功し、第1の関門を突破できた好例である。市場は日産の第1の関門突破を大きく評価しているが、さらにその評価を伸ばしていくのかは今後の日産の取り組みにかかっている。商社の兼松は経営破綻直前まで追い込まれ、壮絶な「止血」策を発表した。その内容が前例のない大規模なものであったため、止血策発表当時、市場は実行不可能と見ていた。しかし、見事に「選択と集中」を実行に移し、一気に成長への期待度を高めた例である。市場より継続的に高い期待（評価）を受けている信越化学は止血の関門とは無縁だが、「リストラクチャリング」を継続的に実践し、世界最大の塩ビメーカーとして競争優位性を築いている。このようにリストラクチャリングを行う事によって結果として多くのステークホルダーに利益をもたらす事が可能な事は実証されているのである。

リストラクチャリングの実行能力は経営力である

リストラクチャリングは一過性という誤解がある。事業環境が変化する以上、その変化に合わせていかに柔軟に対応していくかが21世紀を生き抜き成長を目指す企業には求められている。よりスピーディに経営の舵を切るためには、硬直的な事業ポートフォリオや組織、価値観を改め、常に変化の兆しをより早く察知し自発的に改革を推進していく企業風土を作り上げる必要がある。その事こそが経営力といっても過言ではない。

次号より数回に分け、なぜ前述の3つの関門がリストラクチャリングの成功を阻むのかその真因と正攻法を明らかにしていく予定である。次号では第1の関門「止血」に潜むリストラクチャリングの阻害要因とその正攻法について紹介する。

執筆者・発行人プロフィールと“ひとりごと”



アンシエイトパートナー
水留 浩一 Koichi Mizutome
koichi_mizutome@jp.rolandberger.com
東京大学で天文学を専攻。卒業後、大手広告代理店に就職。当時話題の広告キャンペーンを手がける。米系コンサルティングファームを経て、多くの企業のコンサルティングを手がけながら、欧州系戦略ファーム、ローランドベルガーの日本での立ち上げ、事業拡大を担当。Kellogg経営大学院 Executive MBA、最近のテーマは「ブランドマネジメント」、「リストラクチャリング」



シニアマネージャー
宮崎 真澄 Masumi Miyazaki
masumi_miyazaki@jp.rolandberger.com
大手欧州製薬メーカーにてマーケットリサーチを担当した後、プライス・ウォーターハウス・コンサルティングにて、リサーチアナリスト、コンサルタントとしての経験を積む。クーパース・アンド・ライブランド、アーサー・D・リトルのマネージャーを経た後、e-businessのベンチャー企業で事業開発責任者として数多くの新規事業を立ち上げる。流通、サービス、消費財、通信、金融を中心にリストラクチャリング、業務改革等で豊富な経験を持つ。

本文にもありますが今回から「企業構造改革 = リストラクチャリング」をテーマに数回展開しています。マクロ面の構造改革が大きく叫ばれていますが真に日本の競争力を向上し、景気を回復へと向けていくためにはミクロ面 = 企業レベルの構造改革が必要条件である事は明白です。リストラクチャリングという考え方は決して経営破綻に瀕している企業に適用されるだけではなく、これまでのスキームでは成長戦略を描く事のできない業界や企業レベルに適用していく事が重要です。ローランドベルガーがこれまで培って来ましたが少しもお役に立てればと思います。愛娘の悠理は順調に育ち、意味不明の言葉を発しながら家中を駆け回りありとあらゆる物をひっくり返しています。この思いつきの良さは学ぶべきかも知れません。しかし、この意志の強さ（わがまま）具合には先が思いやられます。誰に似たのでしょうか。。（水留）