

第3回東アジア倒産再建シンポジウム
～②企業価値評価～再建計画に関連して～
10月29日(土)13時45分～15時15分

<日本の事例について>

フロンティア・マネジメント株式会社
代表取締役 松岡 真宏

【日本の私的整理における企業価値評価の2つの論点】

企業再生のコンサルティング事業や M&A アドバイザリー事業を行うフロンティア・マネジメント株式会社で代表取締役を務めている松岡真宏(まつおかまさひろ)です。本日は、再建計画に関連した企業価値評価を行う上で実際に私が遭遇した事例を用いて、発生する問題点やその解決法・回避法などについて論じていきたいと考えています。

大きく分けて、本日は2つの論点をお話ししようと思っています。2つとも私的整理における企業価値評価の論点ですが、一つは今後増えてくるコングロマリット企業の再生計画における企業価値評価を行う上でのポイントについて、もう一つは上場企業の私的整理における新株式の設計について、です。それぞれの事例は、私共がフロンティア・マネジメント株式会社を設立する前に所属していた株式会社産業再生機構(2003年に日本政府が不良債権処理と産業再生を抜本的に行うことを目途として設立した時限会社)で担当したカネボウとダイエーです。

【第二次世界大戦後に多角化に邁進したカネボウ】

まずは、コングロマリット企業の企業価値評価という事例で、カネボウについてお話します。カネボウは紡績会社として1887年に設立され、1930年代までは日本の国内企業としては最大級の売上を誇る優良企業でした。第二次世界大戦で多くの工場を空襲で失ったカネボウは、その後再度急成長していく中で、もともとの繊維事業から他の事業へと多角化を推し進めていきました。具体的には、1961年に化粧品事業、1964年に食品事業、1966年に薬品事業へと進出を行い、1980年代には日本を代表するコングロマリット企業として再び隆盛を極めることとなったのです。

しかし、主力事業であった繊維事業は、1990年代からの中国を中心としたアジア各国からの追い上げを受けて業績が悪化し、立て直しが難しくなっていました。それを補うため、化粧品事業など他の事業で生まれた利益が繊維事業の不振の穴埋めにつき込まれることとなりましたが、結果として、こうした他事業からの補填では繊維事業が立ち直らないばかりか、化粧品事業など他の事業も自ら生み出したキャッシュを自らの事業に対して使った競争力強化策を取ることができず、会社全体として収益が悪化するという結果とな

りました。そして、2004年に産業再生機構へ支援を求めることとなったのです。産業再生機構にカネボウが支援を求めた際、カネボウはグループ全体として34社、従業員数は連結で約14,000人に膨れ上がっていました。グループ企業は、もともとの繊維事業や1960年代に進出した化粧品事業、食品事業、薬品事業だけでなく、椎茸販売事業やアイスクリームレストラン事業、人工皮革製造事業など、数多くの多角化事業を行っていました。このため、カネボウの再生過程においては、企業再生の教科書と同様に、本当に今後強みを発揮できるコア事業と、他の会社の下で再起を図ってもらうノンコア事業とに分類をする必要がありました。こうしたコングロマリット企業で、そのままの有り姿で再生するのではなく、ある程度のコア・ノンコア事業の分類を行って再生を行う際に、企業価値評価過程における困難性が生じてくる可能性があります。

【静態的アプローチと動態的アプローチ】

日本において再生企業の企業価値を評価する際、通常は2つのアプローチで行われ、それらは「静態的アプローチ」と「動態的アプローチ」と呼ばれています。

静態的アプローチとは、実態バランスシートの作成という手順で行われ、具体的には会計士が中心となってバランスシート上の各資産項目の資産性をチェックするなどして、企業価値の実態をあぶりだそうという考え方です。金融機関をはじめとして日本において伝統的に行われてきた考え方といってもよいと思われます。

一方の動態的アプローチとは、当該企業の今後生み出すキャッシュフローを年度毎に計算し、それぞれの年度で生み出されるキャッシュフローを、一定の割引率で現在価値に割り戻して企業価値を計算する方法です。ディスカунテッド・キャッシュ・フローという英語の頭文字をとってDCFアプローチとも呼ばれたりしており、日本でも1990年代後半になってから徐々に広まってきました。M&Aを行う事業会社や投資ファンドなどではこのDCFアプローチを使って企業価値を算出することが多いと言えます。

もちろん、静態的アプローチによる企業価値と動態的アプローチによる企業価値が同値であることが理想的であり、そうであれば私的整理におけるプロセスでの問題発生の可能性は大きく減ずることができます。しかし、実際は、両方のアプローチによる企業価値数値がぴったりと合うことが難しい例が少なくありません。

日本における企業再生、なかんずく私的整理のプロセスでは、これら2つのアプローチでそれぞれ企業価値を計算し、その企業価値が大きな方の数値を採用し、この企業価値と比べて過大となっている債務のカットを金融機関に要請していくことが一般的に行われています。たとえば、有利子負債が100億円の企業があったとし、静態的アプローチによる企業価値が60億円、動態的アプローチによる企業価値が50億円とすると、実務としては静態的アプローチによる60億円という企業価値を採用し、有利子負債100億円との差額である40億円が過大であるとして金融機関に金融支援(かならずしも40億円の債権放棄ということではありませんが)を要請していくこととなります。

繰り返しますが、静態的アプローチと動態的アプローチというそれぞれの方法で算出する企業価値は必ずしも一致しません。その乖離が小さければ大きな問題は発生しませんが、乖離が大きい場合は問題が少なくありません。例えば、静態的アプローチが動態的アプローチと比べてあまりにも大きい場合、静態的アプローチの企業価値をベースにした金融支援があったとしても、動態的アプローチで見た株式価値がマイナスとなってしまうため、動態的アプローチをベースとして行動するスポンサーからは、株式によるニューマネーの投入が難しくなり、結果として再生計画の実行がとん挫してしまうリスクがあります。

【積み上げ方式(Sum of the parts)による企業価値評価】

さて、ここで話をカネボウに戻しましょう。

カネボウのように多角化を行っている企業の企業価値評価は、どのように行うのが一般的なのでしょうか？もちろん、ノンコア事業の売却などがほとんどなくて、現状有姿のまままで企業再生を行うのであれば、いくらグループの連結対象会社が多かったとしても、連結でのバランスシートとキャッシュフロー予測を用いて、前述した静態的&動態的の2つのアプローチによって企業価値を評価すればよいということができます。

しかしながら、カネボウの場合、多角化は多岐にわたっており、しかも再生の過程で繊維事業など設備投資負担が大きな「BtoB」ビジネスは基本的には外部への売却を行い、カネボウというブランド価値の再興によって収益改善が図れる化粧品や食品など「BtoC」ビジネスをコアビジネスとして取り組んでいくという方針を決めていました。しかも、一言で食品といっても、収益力の高い商品(「Frisk」など)もあれば、全く利益を出していない飲料やカップ麺の事業もあり、食品の中でも、コアとノンコアの選別が必要となっていました。

こうした多角化した企業、言い換えればコングロマリット企業の企業価値評価は、細分化されたそれぞれの事業(parts)について企業価値評価を行い、それらを積み上げて合計することで(sum)、グループ連結全体の企業価値評価を行います。こうした評価手法を「積み上げ方式(Sum of the parts)」と呼びます。例えば、3つの事業を行っているコングロマリット企業があるとして、各事業の企業価値が、繊維事業10億円、化粧品事業20億円、食品事業5億円とすれば、当該コングロマリット企業の企業価値は35億円(10億円+20億円+5億円)となります。

こうしたコングロマリット企業が対象となる私的整理では、それぞれの事業の事業価値を静態的アプローチと動態的アプローチで計算して、それぞれを積み上げ方式で合計して全体の企業価値を計算するという複雑なプロセスを経る必要があります。

【20以上の事業に分けて価値評価】

カネボウの場合も、あまりにも多角化・細分化した事業を行っていたため、私の記憶では、連結のキャッシュフロー予想を20種類以上の事業毎に切り分け、それぞれの事業の

将来性や同業他社事例を勘案した永久成長率や割引率を使い、事業価値を算出しました。しかも、前述したように、静態的アプローチと動態的アプローチでそれぞれ算出する各事業の事業価値は一致しないことがほとんどであり、これが再生過程におけるノンコア事業の外部売却で予想外の問題を生み出すことになりました。例えば、化粧品事業は静態的アプローチであれば実態バランスシートの価値は 1,000 億円もありませんでしたが、動態的アプローチで計算したキャッシュフローから見た価値は 3,000 億円以上もありました。逆に、繊維事業は広大な土地を持っていたため、静態的アプローチから見た価値はそれなりに大きかったのですが、キャッシュフローは赤字見通しだったために動態的アプローチから見た価値は全くない状態だったのです。

いずれにせよ、カネボウの金融機関への債権放棄要請は、動態的アプローチについては積み上げ方式で計算した全体の企業価値を算出し、静態的アプローチで算出した実態バランスシート価値と比較し、合理的な水準での債権放棄を納得いただく格好となりました。困ったことが起こったのは、カネボウの再生過程で合理化を更に進めるために、もともと予定していた以上のノンコア資産の売却を加速した時でした。いわずもがなですが、企業再生の過程は、決められたルートを旅行するような予定調和だけでなく、時としては経営環境の変化に臨機応変に対応して企業戦略を変えていくことが求められることがあります。カネボウでは、不振の繊維事業の中でも天然繊維事業についてはできるだけ早く清算・売却することを想定していましたが、合成繊維事業については経営合理化の努力をしながらも良好な買い手があれば売却するという考え方だったため、当初の再生計画には 1～2 年以内での早期の外部への売却を想定していませんでした。

しかし、なかなか合成繊維事業の合理化が進展していない中、S 社という優良上場企業が合成繊維事業の買収を申し出てきました。合成繊維事業全体の買収というだけでなく、当該事業の社員も引き取るという非常に良い条件でした。また、カネボウとしても、想定よりも早く「BtoC」ビジネスに特化することができ、カネボウとしての再生のスピードも加速することができると判断しました。

しかし、問題は、合成繊維事業の静態的アプローチと動態的アプローチで事業価値に大きな乖離があったことでした。当然のことながら、S 社は合成繊維事業をビジネスとして買収するという意向なので、動態的アプローチで買収価格を計算していますが、カネボウのバランスシートには合成繊維事業の工場の価値が静態的アプローチで乗っていたのです。このため、S 社に合成繊維事業を売却する過程で、想定外の大きな特別損失が発生し、簿価上の株主資本が減価されることとなりました。

カネボウは当時上場していました。上記の特別損失による簿価上の株主資本への影響は、時価という観点や将来キャッシュフローという観点からはマイナス要素ではありませんので、株価は全くマイナスな反応はしませんでした。しかし、簿価上の株主資本が大きく毀損されたため、カネボウに対する金融機関の態度が大きく悪化する可能性が出てきてしまったのです。

その後、偶然にも他の経営戦略上の理由から、カネボウは新株発行による増資を行うこ

とが可能となったために、過少株主資本状態は解消されましたが、企業再生を担当していた人間としては、一瞬ヒヤリとしたことを覚えています。

中国や韓国の私的整理を担当される方にとって参考になるかどうかわかりませんが、日本は伝統的に静態的アプローチで企業価値を算出してきた歴史があり、日本の金融機関は現在でも静態的アプローチを一つの重要な手法と考えています。一方、企業再生の過程でM&Aなどの手法が日本でも1990年代以降一般的になってきており、動態的アプローチによる企業価値算出が広まってきています。しかも、コングロマリット企業の価値評価手法として、積み上げ方式(Sum of the parts)が使われるようになってきて、更に企業価値評価の複雑さが増大しています。

こうした環境下で、細分化された各事業の事業価値が静態的&動態的に見て、どのような状態になっているのか、また実際の企業再生のプロセスでどのようなノンコア事業売却がありうるのかということについて、大きな想像力を持って多面的なシミュレーションをしていくことが安定性の高い再建計画を作るために必要だと考えています。特に、不振事業ほど、静態的アプローチによる事業価値が動態的アプローチによる事業価値を大きく上回っている可能性が高く、不振事業の外部売却の際に障害となるリスクがあります。以上が、カネボウの事例紹介と、コングロマリット企業の企業価値評価における論点説明となります。

【急成長後に阪神大震災をきっかけに勢いが衰えていったダイエー】

次に、ダイエーの事例を用いて、上場企業の私的整理時における新株発行の論点についてお話したいと思います。

ダイエーの設立は1957年であり、第二次世界大戦後から日本経済が徐々に立ち上がりを見せる中で、最初は薬品小売業として神戸で産声をあげました。その後、1959~60年に衣料品、日用品、肉、青果、鮮魚の取り扱いを始めて、総合スーパーとしてチェーンストア展開を進めていきました。1972年には当時の日本の売上高一位だった三越という百貨店を追い抜き、ダイエーは日本一の売上を稼ぐ会社となり、1980年には売上高が日本の小売業で初めて1兆円を超えました。

総合スーパーという主力事業に加えて、小売業としての他のビジネスも含め、周辺事業への展開で大成功していったのもダイエーの特徴でした。1964年には日本初の大型ショッピングモールを出店し、69年には靴専門店、紳士服専門店、70年にはハンバーガーショップやステーキレストランの展開をスタートさせています。また、75年にはコンビニエンスストア「ローソン」の設立、ならびに78年にはカードビジネスとして「OMCカード」を発足させています。80年代に入ると、82年にはハワイのアラモアナショッピングセンターを買収し、87年にはリッカーの再建を引き受け、88年には野球球団の南海ホークスを買収するなど、世間の耳目を集める格好でグループ全体の成長を謳歌していました。

転機が来たのは1995年の阪神大震災でした。発祥の神戸を中心に多くの店舗が被災し、収益悪化を防ぐための大幅な人身削減が結果として店舗での販売力を低下させ、更に

業績を押し下げるといふ不運に見舞われました。その後、前述の積極的な出店やグループ拡大について有利子負債を梃子にして行ってきたダイエーは、業績悪化に伴うキャッシュフローの低迷を補うために、ローソンの売却など子会社や保有資産の外部売却によるリストラチャリングに迫られることとなりました。自らの保有資産売却で有利子負債の圧縮が難しく、しかも業績自体も低迷を続けたダイエーは、2004年に産業再生機構に支援を求めることとなったのです。産業再生機構の支援を求めた時のダイエーは、従業員数が連結で約75,000人、グループ会社は100社を超える状態となっていました。

【上場を維持しながらの私的整理】

前述のカネボウもそうですが、ダイエーも東京証券取引所一部に上場している会社でした。カネボウはその後の粉飾決算問題で上場廃止となりましたが、ダイエーは現在でも上場しており、上場を維持しながらの私的整理プロセスという難題に取り組むこととなりました。

上場している企業の私的整理については、一般的に、抜本的な資産売却や組織再編などを行う際に一般投資家を含めた株主総会の承認を得ながら進めなくてはならないことや、重要事項について証券取引所への開示義務があることなど、金融支援後の実際の業績改善のプロセスにおける手続きの煩雑さが指摘されています。しかし、本日のこの時間は企業価値評価についてですので、手続きの煩雑さ以外の側面から問題点を指摘しておきたいと思います。それは、業績が悪化している企業実態と乖離していて値段がついている上場株式が、スポンサーによる新株発行を伴うニューマネー注入を困難にしていることです。産業再生機構に支援を要請した企業はもとより、私的整理プロセスを通じて金融支援が必要な企業は、有利子負債が企業価値を上回って過多となっており、株式価値が金融理論上はマイナスとなっています(金融理論では、株式価値＝企業価値－有利子負債という恒等式が成り立つため)。しかし、そうした企業でも、上場している場合に株価が0円になったり、マイナスになったりすることはありません。これはなぜでしょうか？

情報の非対称性はその要因だという指摘があります。私的整理のプロセスを行うアドバイザーや資金注入を予定しているスポンサー候補は事前に十分な資産査定を行うため、対象企業が通常に行っている証券取引所や一般投資家に対する情報開示よりも、多くの情報を保有しているということが出来ます。このため、アドバイザーやスポンサーと一般投資家との情報格差が大きく、多くの一般投資家は当該企業が債務超過に陥って株式価値がマイナスになっていることを知らないため、結果として上場している株式の値段が形成されているという考え方です。

こうした考え方には一定の合理性があります。しかし、カネボウやダイエーの場合、長年にわたる業績不振が伝えられていて、法的整理となる可能性が一定程度あった企業と言えます。あるいは、日本航空の場合、2009年年末に一部メディアでは会社更生法の適用と連日のように報道されていましたが、それでも株価が数十円の値段で推移していました。実際に2010年年初に日本航空は会社更生法が適用され、上場株式は無価値となってしま

いました。このような例では、情報の非対称性だけでは説明できない株価形成があると思われれます。

【オプション価値が上場不振企業の株価形成に影響を与えている】

実は、業績不振の企業、なかんずく業績不振の大企業の株価は、キャッシュフローの割引現在価値という金融理論上の価値だけではなく、「オプション価値」に大きく影響されていると考えられます。

オプション価値という考え方の説明は以下の通りです。

業績不振の企業であっても、その企業が法的整理になった場合に社会や取引先への影響が甚大なため、簡単に法的整理に移行することができない企業群が一定程度存在するといえることが言えます。こうした企業群は、他社からの買収や金融機関からの金融支援を受けることによって株主の経済的価値が副次的に救済される可能性があるため、業績不振で上場している大企業については「買収者や債権者による救済で既存株主が大幅なメリットを受ける可能性がある」との思惑が働きやすくなると言えます。

業績不振企業の株式価格は、「当該不振企業が救済された際にメリットを受ける」というオプション(権利)価値であり、結果として上場している不振企業の株価は、このオプション価値を織り込んで高止まりすることとなっています。こうした問題について、私自身、米国のスタンフォード大学のアジア太平洋研究所で議論した経験がありますが、彼らも同様の現象を米国で観察できると考えています。

私自身が産業再生機構で担当したダイエーとカネボウは、どちらも上場会社であり、上場を維持したままで私的整理プロセスを進めることとなりました。両社ともに、資産査定を行ったところ、静態的&動態的アプローチ両方を見て債務超過であり、理論上の株式価値はマイナスでした。しかしながら、上場していた両社の株式は一株当たり 100 円以上の値段での推移となっていました。

企業再生の過程では、株式でのニューマネーに伴うガバナンスの変更が必要な例が少なくありません。金融理論上で見て資産査定後に株式価値がマイナスだと考えられる企業の株価が証券取引所において 100 円で取引されていた場合、スポンサーとして事業会社や投資ファンドは「100 円という株価が異常であり、実態を反映していない。だから、新株については一株 10 円で発行する」という理屈でニューマネーを投入することはできるでしょうか？これは日本では大きな税務リスクを負うこととなります。

【税務リスクとどのように折り合いをつけるか】

日本では、上場して取引されている企業については、「取引されている価格が時価である」という考え方がなされるため、100 円で取引されている企業の株式について 10 円で新たに株式を発行しようとする、「有利な条件での発行」という意味での「有利発行問題」が発生します。具体的には、スポンサーである事業会社や投資ファンドが、取引されている価格よりも大幅に低い価格で新株式を発行してニューマネーを投じると、時価と新株価格

との差額が利益と見なされ、その利益に対して課税されるリスクがあります。

多くの企業再生では、ニューマネーと新たなガバナンスはセットで必須です。しかしながら、新たな資金投入者であるスポンサーにとって、経済合理性がないような高い株価での新規投資は無理であり、一方でスポンサーが考える適正な値段で新株式を発行しようとするると税務リスクがあるというのでは、企業再生にリスクマネーが入りにくくなってしまいます。上場している不振企業の株価が前述した「オプション価値」を反映して高止まりすることで、結果としてスポンサーによる新たな資金の注入やガバナンスの変更を遅らせ、ひいては当該企業の業績が更に悪化するというマイナスのスパイラルが日本や米国では散見されています。

ダイエーの例では、日本で発行が許可されている種類株式を導入することで、この有利発行問題を回避する手法を採用しました。産業再生機構としては、ダイエーのマネジメントを変革して新たなガバナンスを構築するためには、過半数の議決権を獲得することが重要と考えていました。一方で、当時のダイエーの上場株式の価格は、キャッシュフローの価値から見て高すぎると考えていました。このため、「議決権はあるものの、譲渡制限があって、配当や残余財産分配が普通株に劣後している」という設計での種類株式をダイエーに発行してもらい、その株式によって新規資金を投入することにしました。

この種類株式は、普通株式と比較して、譲渡制限による流動性リスク(数十%程度)があり、配当や残余財産分配が劣後しているという理由で、当時の取引されている普通株式の価格より半分以下の価格での発行となりました。これは、産業再生機構という政府の設立した組織だったから可能だった解決方法なのか、それとも通常の民間の投資でも可能な解決方法なのか、私は現時点では判断できません。

いずれにせよ、新たに資金を投じるスポンサーにとって、企業のキャッシュフロー価値から遊離して高止まりしている上場株式の株価は、資金投入の際の大きな問題となっていることは、ダイエーの事例で皆さんにもご理解いただけたのではないかと思います。また、リスクマネーを業績不振企業に投入する際に、その柔軟性を改善することが企業再生というマーケットをより活性化するために不可欠だと考えており、こういう面からの法律や税務の整備が今後必要になってくるとおられます。

以上で私からの日本における企業価値評価の問題点のプレゼンテーションを終了します。これら日本の例が、中国や韓国の企業再生を担当される方々へのヒントに少しでもなったのであれば、大変うれしく思います。ありがとうございました。

以上