

効率化経営のすすめ

自己診断マップの活用による経営効率の改善

太田一郎



中神貴之



永田寛明



CONTENTS

- I 経営に対する意識の変遷
- II 企業の経営効率性に対する市場の評価
- III 解決策のケーススタディ
- IV 経営効率改善の自己診断マップと施策の方向性

要約

- 1 1990年代後半以降の社会環境を背景に重視されてきた「財務体質の強化」に対する企業の関心は薄らいでいるように見える。しかし実際には、多くの企業においてこの問題は、十分に解消されたとはいまだいい難い状況にある。
- 2 昨今の「モノいう株主」の出現など、市場環境は激変しており、「財務体質の強化」は株式市場での評価に直結し、企業の存続そのものにかかわる大きな課題といえる。
- 3 財務体質に問題がある企業に対する市場の評価は厳しく、ROA（総資本利益率）とPBR（株価純資産倍率）の相関性は高い。また、優良といわれる企業や外部圧力によって財務体質の強化を図る必要性がある企業と、そうでない企業との格差は広がっており、経営者には、財務体質の強化、経営効率化に対する高い意識が、改めて求められているといえる。
- 4 経営の効率化を図るための標準的な解決策はなく、各社の個別事情を考慮した最適な解決策を見つける必要がある。各社が自ら進むべき方向性を考えるうえでは、ROI（投資収益率）とWACC（加重平均資本コスト）を組み合わせた経営効率改善のための「自己診断マップ」の活用が有効である。
- 5 経営効率改善のための自己診断マップは、各種金融機関においても、顧客企業の個別事情、ポジショニングに応じた最適なサービスを提供するうえで有効なツールになりうる。

I 経営に対する意識の変遷

1 財務体質強化はもう過去の話か

まずは、企業における経営課題の変遷を示している表1をご覧ください。昨今の経営環境の変化（グローバル化の進展、ステークホルダー〈利害関係者〉の存在）を受けて、経営者の抱える課題は多岐にわたっているのが理解されよう。

これらは現在の経営の難しさを物語るものであり、従来までの売り上げ一辺倒の（P/L〈損益計算書〉重視）の経営スタイルからの脱皮であるとも解釈できる。

このなかで注目されるのは、「財務体質強化」に対する経営者の意識の変遷である。

2001年では経営課題の最優先になっている。これには1990年代の経済失速の後処理に伴う株式の持ち合い解消や、人員整理、連結会計・時価会計の導入が背景にあり、経営者はいや応なく対応せざるをえなかったといえる。しかし、2006年、2015年と推移するなかで、それまで高かった「財務体質強化」に関する認識は薄くなっている。

筆者らはこの状況を由々しき事態だと考えている。

財務体質に問題がある企業に対するさまざ

表1 企業の経営課題認識の変遷

			(単位：%)		
2001年の課題認識			2006年の課題認識		
順位	課題	回答率	順位	課題	回答率
1	財務体質強化（あるいは収益性向上）	43.0	1	収益性向上	56.3
2	ローコスト経営	29.0	2	売り上げ・シェア拡大	35.3
3	売上高（あるいはシェア向上）	28.0	3	人材強化（採用・育成・多様化）	35.0
4	スピード経営	28.0	4	新製品・新サービス・新事業開発	20.9
5	グローバル化対応	23.4	5	顧客満足向上	20.1
6	新事業・新商品	23.4	6	品質向上（サービス・商品）	19.5
7	グループ企業再編（または連結経営）	20.6	7	財務体質強化	18.2
8	ビジョン・事業戦略	19.6	8	コーポレート・ガバナンス強化(内部統制・リスクマネジメント含む)	15.0
9	CS（顧客満足）経営	18.7	9	現場の強化（安全、技能伝承など）	13.4
10	既存事業	13.1	10	技術力の強化	11.0
11	情報ネットワークの構築・活用	10.3	11	企業の社会的責任（CSR）（コンプライアンス・環境などを含む）	8.7
12	人事・処遇制度（システム）	7.5	12	ローコスト経営	8.7
13	環境・資源問題	6.5	13	株主価値向上	7.8
14	流通構造変化への対応	5.6	14	ブランド価値向上	7.0
15	企業理念・経営哲学	3.7	15	スピード経営	5.3
16	企業イメージ（コーポレート・ブランド）	3.7	16	事業再編（リストラ・M&Aなど）	5.1
17	企業間連携	3.7	17	グローバル化（グローバル経営）	5.0
18	研究開発活動	3.7	18	企業理念の徹底・見直し（ビジョン・ウェイ・バリューなど）	3.9
19	ホワイトカラーの生産性	2.8	19	その他	0.4
(N=107)			(N=842)		
2015年ごろの課題認識					
順位	課題	回答率	順位	課題	回答率
1	新製品・新サービス・新事業開発	11.2	1	収益性向上	9.3
2	収益性向上	9.3	2	グローバル化（グローバル経営）	8.7
3	グローバル化（グローバル経営）	8.7	3	人材強化（採用・育成・多様化）	8.1
4	人材強化（採用・育成・多様化）	8.1	4	株主価値向上	8.1
5	株主価値向上	8.1	5	ブランド価値向上	8.0
6	ブランド価値向上	8.0	6	顧客満足向上	7.8
7	顧客満足向上	7.8	7	企業の社会的責任（CSR）（コンプライアンス・環境などを含む）	6.5
8	企業の社会的責任（CSR）（コンプライアンス・環境などを含む）	6.5	8	売り上げ・シェア拡大	6.3
9	売り上げ・シェア拡大	6.3	9	企業理念の徹底・見直し（ビジョン・ウェイ・バリューなど）	5.3
10	企業理念の徹底・見直し（ビジョン・ウェイ・バリューなど）	5.3	10	事業再編（リストラ・M&Aなど）	5.3
11	事業再編（リストラ・M&Aなど）	5.3	11	技術力の強化	4.2
12	技術力の強化	4.2	12	コーポレート・ガバナンス強化(内部統制・リスクマネジメント含む)	1.8
13	コーポレート・ガバナンス強化(内部統制・リスクマネジメント含む)	1.8	13	品質向上（サービス・商品）	1.7
14	品質向上（サービス・商品）	1.7	14	スピード経営	1.7
15	スピード経営	1.7	15	現場の強化（安全、技能伝承など）	1.3
16	現場の強化（安全、技能伝承など）	1.3	16	ローコスト経営	1.1
17	ローコスト経営	1.1	17	財務体質強化	1.1
18	財務体質強化	1.1	18	その他	0.1
19	その他	0.1	19	その他	0.1
(N=842)					

注1) M&A：企業合併・買収

2) 2001年、2006年は上位3項目、2015年ごろは上位1項目を回答

出所) 日本能率協会「2006年度（第28回）当面する企業経営課題に関する調査」「企業の革新課題に関するアンケート（2001年2月実施）」より作成

まなファンドによる企業買収が注目され、企業価値についての議論が盛んに行われたことは記憶に新しい。

しかし、実際の具体的対策は、「ポイズンピル（既存株主に新株予約権を交付する、敵対的買収に対する予防・防衛策の一つ）」など、テクニカルな手法の是非に関する議論が多く、王道ともいえる財務体質の強化の必要性が語られることは少なかったと筆者らは認識している。

こういった企業買収のリスクにさらされている環境にある今こそ、財務体質を抜本的に改革することが求められているのではないだろうか。

2 ROA、ROIからわかること

企業の財務体質強化の必要性を、ROA（総資本利益率）、ROI（投資収益率）を用いて分析してみる。

図1に企業規模別のROA、ROIの推移を示す。1997年から2000年にかけては企業規模に関係なく同じ傾向を示しているが、2001年をターニングポイント（転換点）にして、その後、大企業と中堅・中小企業とでは異なった傾向を示している。

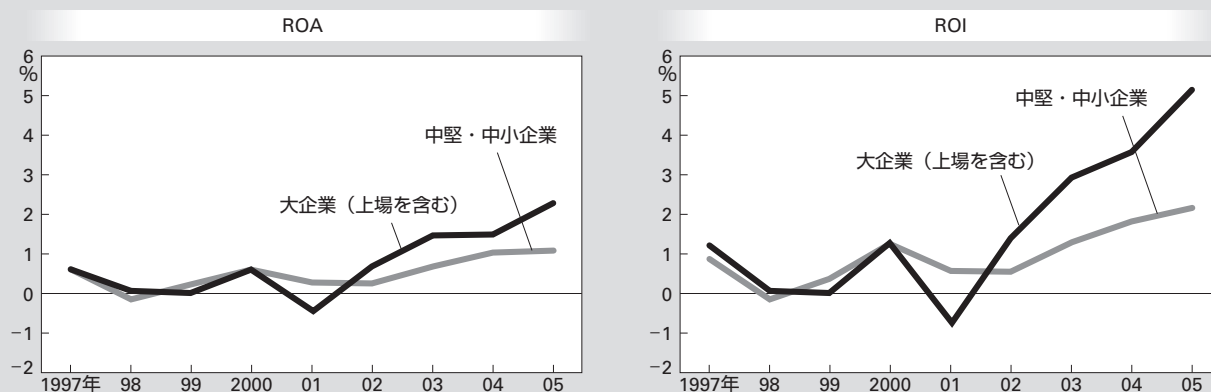
2001年とは、日本経済が大きく低迷し、大企業を中心に、過度に膨らんだ資産の清算のため多額の特別損失を計上した年である。こうして負の遺産を吐き出した結果、大企業のROAは、それ以降V字回復を遂げた。一方で、企業体力が相対的に弱い中堅・中小企業は、特別損失を計上することができないままにソフトランディング（荒療治をせずに沈静化させること）を余儀なくされ、その後の回復が大企業よりも進んでいないといえる。

図1でさらに注目したいのは、大企業と中堅・中小企業間のROA、ROIそれぞれのギャップ（差）である。年を追うごとにそのギャップが拡大していることがわかる。

その要因に、投下資本効率性の差が考えられる。投下資本とは「株主資本+有利子負債」で、事業投資に必要な、企業としての資金調達活動が導く結果金額である。投下資本の効率性は、資金調達がいかに効率的に実施しているかにかかっている。投下資本効率性が低い場合は、具体的には、投資計画どおりの収益性を確保していないか、あるいは資金調達が過分に行っているかなどが想定される。

さらにいえば、自己資本以外の資金調達

図1 企業規模別ROA（総資本利益率）、ROI（投資収益率）の推移



出所) 財務省「法人企業統計年報」ならびに東京証券取引所資料より作成

(間接金融調達)において非効率性、過剰性が存在することも考えられる。

企業規模による金利水準のギャップはほぼないと考えられるため、金利負担の面で企業規模間の格差は存在しない。にもかかわらず、結果としてROI格差が拡大しているのは、中堅・中小企業には過剰な間接金融調達が存在し、それに対する金利支払い額が利益を圧迫しているからと考えられる。

一方、資金調達の面でも投下資本の効率性に差が生じている。最近では資金調達手段として証券化や流動化が浸透しつつあり、日本でも資金調達手段の多様化が進みつつあるといえる。しかし、実際に採用しているのは大企業などごく一部であり、中堅・中小企業にまで十分に浸透しているとはいえない(大企業と中堅・中小企業間で情報格差が生じており、中堅以下の企業で十分な検討がなされていない)。これは中堅・中小企業とのつながりが深い金融機関、特に地方銀行では、大手銀行と比べてストラクチャード・ファイナンス(債権流動化)を組成し、企業を支援できる体制が十分に構築できていないという背景があることも原因の一つと考えられる。

以上により、企業自らによる経営(投資)効率改善に向けた資金調達のあり方の見直しに加えて、提供側である金融機関(特に地方銀行)の提供機能の充実化が必要だといえるのではないかな。

3 資金提供側の金融機関の実態

では、資金提供側である金融機関(特に銀行)自体の経営の実態はどうなっているのだろうか。

グローバル環境下での競争をいち早く強い

られた製造業では、それまでのビジネスモデルからの急速な転換を図る必要性があり、それに伴い企業体質そのものの改革を進めてきている。

一方で、金融機関は相対的に、外部からの企業体質の改善を迫られる環境になく、そのことが人材も含めたマネジメント改革を遅らせ、従来の融資中心のビジネスからソリューションビジネス(M&A業務などの手数料ビジネス)への展開が思いのほか進んでいない状況を生み出している。その結果、顧客である各企業の財務体質強化に少なからず悪影響を及ぼしたといえる。

もちろんこれらの課題は企業自身によるところが大きく、企業自らが主体的に解決すべきことは自明である。

しかし一方で、企業の財務体質強化、ひいては日本経済のさらなる発展に対する金融機関の責任は依然重く、金融機関も各企業と同様に、抜本的な企業改革を進めることが求められている。

II 企業の経営効率性に対する市場の評価

1 ROAとPBRの相関性

企業規模によってROA、ROIにギャップが生じていることはすでに述べたが、大企業のなかでもギャップは存在しており、特に上場企業においては、ROAが低いことが経営そのものを脅かす事態になることも懸念される。

ROAが低い企業の多くは、そもそも資産・投資効率性に目をつぶり、従来のP/L重視の経営スタイルを継続している会社(老舗企業

など）や、経営不振・再建中による企業体力不足から抜本的リストラを断行できない企業であると想定される。これらの企業に対する市場の評価（株価）は厳しい。図2は、企業のROAの高低が、株価指標の一つであるPBR（株価純資産倍率）格差として市場での評価に直結することを表している。

2 財務ツリー分析

優良企業、経営不振・再建中企業、TOB（株式公開買い付け）対象企業を財務ツリーに当てはめてみると、3つの企業群の特徴がさらに明確となる（図3、4）。優良企業、経営不振・再建中企業、TOB対象企業間の差はすべてにおいて明確であるが、特に「営業利益／売上高」および「売上原価／売上高」のツリーを見ると、2006年度にはその差が顕著になっている。これは資産サイドでの指標にも現れており、2000年前後のリストラ

を経て攻めの経営スタイルに入った優良企業が、新規設備投資や製造工程改善などでさらにコスト低減を図り続け、より強い企業体質に向かっていることが考えられる。

資産サイドの指標においても基本的には同じ傾向が読み取れる。特に顕著なのが「売上高／固定資産」（図4右列の中段）である。ここで経営不振・再建中の企業が優良企業と同様な値を示しているのは、外部から資産効率の改善を突きつけられたことによりリストラが進んだ結果であり、その圧力が、いまだ経営効率に反映されていないTOB対象企業との差を生んだといえる。

損益、資産の両サイドから見ても明らかのように、経営効率の改善が経営スタイルとして定着している企業（強制的にそうせざるをえなかった経営不振・再建中の企業も含めて）と、そうでない企業との差が明確に数字となって現れている。

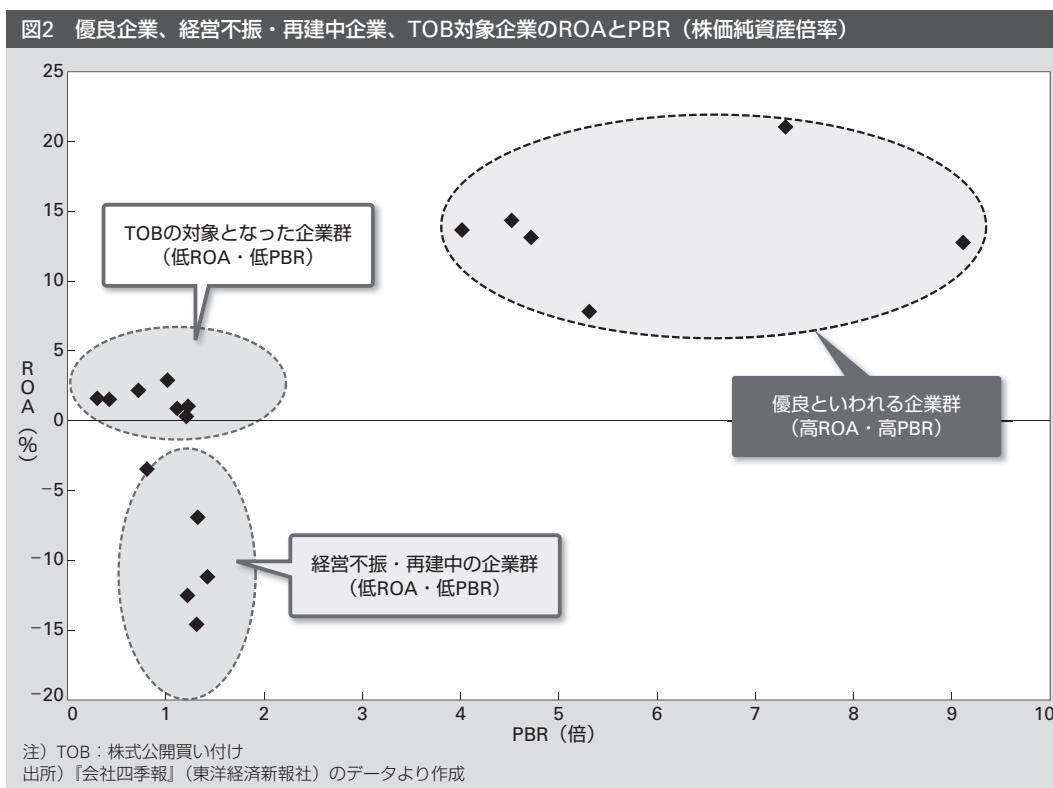


図3 損益サイドからの財務ツリー分析

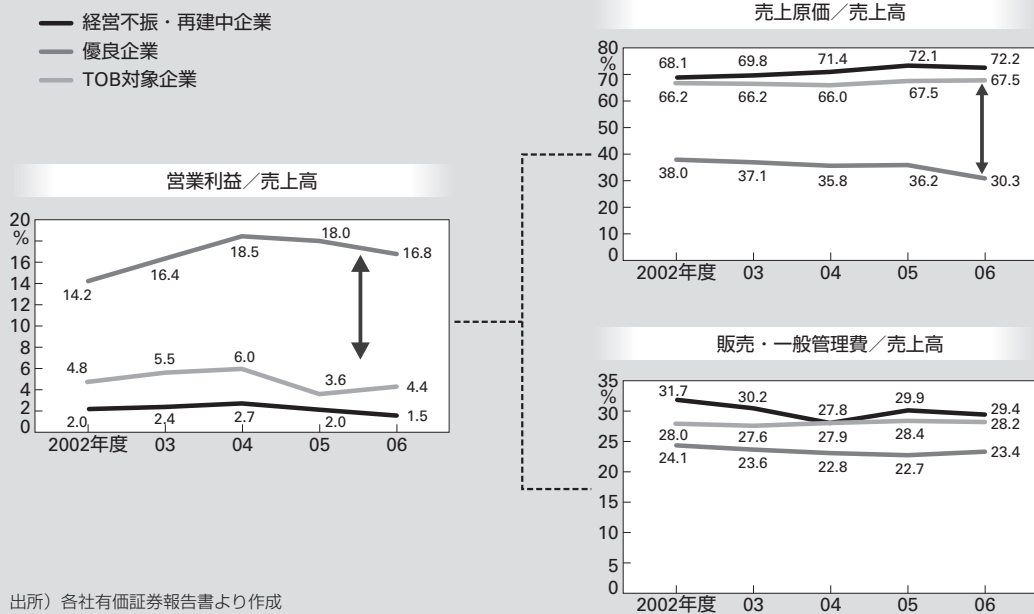
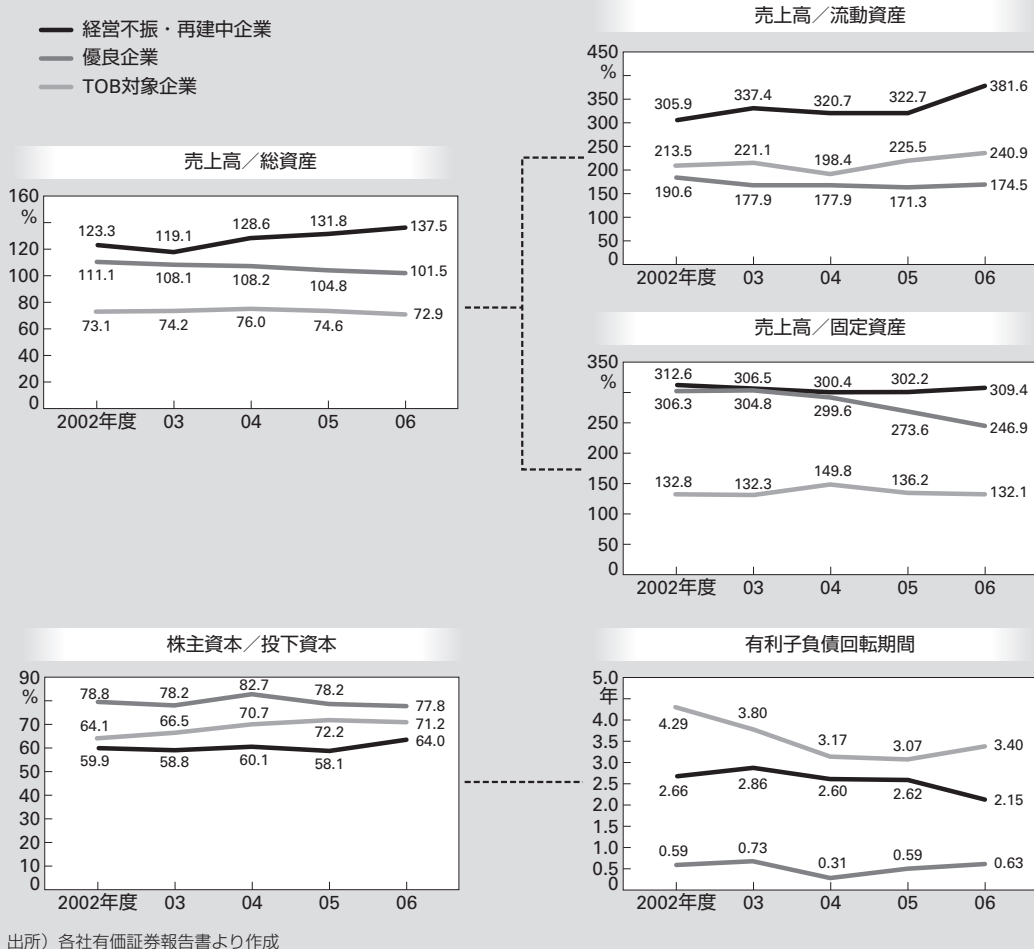


図4 資産サイドからの財務ツリー分析



Ⅲ 解決策のケーススタディ

資産効率やROA重視の経営スタイルの差が結果として、株価については株式時価総額にも影響していることを前章までに述べてきたが、本章では、「B/S（貸借対照表）マネジメント」により新たな資金調達の効率化、および有利子負債の圧縮を実施し、ROA向上を実現した自動車部品メーカー2社の具体的な事例を見ることで、その有効性を示す。

自動車部品業界は、完成車メーカーからの

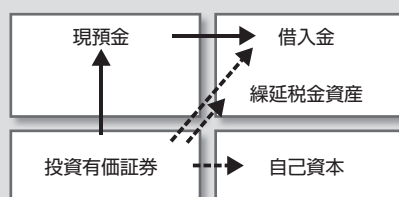
永続的な価格ダウン圧力を受ける一方で、継続的な設備投資を必要としており、厳しい環境下での収益の維持・拡大、および資産の有効活用が特に求められる業界といえる。また昨今では、自動車部品業界においてもファンドによる買収事例が散見され、一方で業界再編が進むことも予想されており、今後、株式市場における評価が将来を大きく左右する業界といえる。

このような環境のもと、事例として挙げる2社は、B/Sを中心とした財務体質の強化を

図5 プレス工業に関する各種指標

A プレス工業の科目別資産の推移				
		(単位：100万円)		
資産分類	費目	2001年3月期	2006年3月期	06年3月期／01年3月期
流動資産	現預金	10,762	4,048	0.38倍
	売り上げ債権	14,866	26,946	1.81倍
	棚卸資産	5,968	6,826	1.14倍
	その他流動資産	1,573	1,726	1.10倍
固定資産	土地	31,009	30,586	0.99倍
	設備などその他固定資産	25,800	19,408	0.75倍
	建設仮勘定	2,996	1,152	0.38倍
	投資有価証券	13,111	4,116	0.31倍
	その他投資関連資産	1,826	2,552	1.40倍
資産合計		107,911	97,865	0.91倍

B 保有資産処理によるスリム化



C 短長期債務の推移

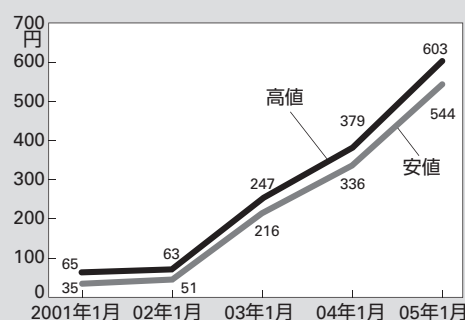
(単位：100万円)			
費目	2001年3月期	2006年3月期	06年3月期／01年3月期
買り入れ債務	11,982	22,089	1.84倍
短期借入金	30,451	12,833	0.42倍
長期借入金	19,777	7,344	0.37倍
現預金	10,762	4,048	0.38倍

D ROA推移

企業名	ROA		ROAの推移
	2001年3月期	2006年3月期	06年3月期→01年3月期
太平洋工業	2.9	4.1	1.2
フタバ産業	6.9	6.1	-0.8
ユタカ技研	9.7	10.9	1.2
ユニプレス	2.9	5.9	3
プレス工業	1.6	9.3	7.7
ヨロズ	1.9	5.2	3.3
東プレ	8	9.2	1.2
丸順	5.7	3.4	-2.3

注) ROAは利益（営業利益）÷総資産で算出
出所) 各社有価証券報告書より作成

E プレス工業の株価推移



図ること、結果として株式市場で高い評価を得た成功例である。

1 プレス工業の事例

プレス工業は、自動車メーカー向けにシャシーフレームやサスペンションなどを製造・販売している企業である。

同社は、2000年3月期に4期連続の赤字で37億円の損失を計上した。2001年には不採算だった自動車販売・組み立て事業から撤退し、工場閉鎖と子会社整理を実施、2002年には従業員の7%に当たる124人の希望退職者を出している。

プレス工業の資産圧縮は、不採算事業からの撤退による有形固定資産の削減も寄与しているが、特に目立つのは、投資有価証券、金融機関などとの持ち合い株式の売却といった保有資産処理を徹底的に行ったことである(図5A)。これにより、2001年3月末で131億円保有していた投資有価証券残高は、2006年3月末には41億円と大幅な削減に成功している。なかでも特筆すべきは、2001年3月末において7行で117億円相当を保有していた銀行株を、2006年3月期には1行のみ600万円と、劇的に削減させた点である。

プレス工業は、持ち合い株式解消など投資有価証券の売却で得たフリーキャッシュフローを有利子負債の削減に充当し、資産スリム化によるROA向上を果たしている。

続いて2001年3月期から2006年3月期で短期借入金176億円、長期借入金124億円を削減すると同時に、本社と子会社の資金を効率的に一元管理することにより、現預金についても67億円削減し(図5C)、資産スリム化を実現した(図5B)。

上記の資産スリム化の効果により、プレス工業のROAは、2001年3月末から2006年3月末の間に7.7ポイントの大幅な向上を示している(図5D)。これは自動車部品業界の競合他社のROAと比べても高水準の数値である。

ROAの大幅な改善に伴い、株価も右肩上がりの上昇を続けている。2001年1月には危険水域の1株50円を切り、安値で35円にまで下落した株価は、2005年1月には603円と、2002年1月比で10倍弱の大幅上昇となった。

2 フタバ産業の事例

次に、取引上つながりのある企業を巻き込み、海外子会社への出資分を抑制することで、資産を必要以上に増加させることなく海外展開による売り上げ、利益を増加させたフタバ産業の事例を紹介する。

フタバ産業はトヨタ自動車向けの部品売り上げが7割近くを占め、トヨタグループとのかかわりが非常に深い企業である。トヨタ自動車の中国進出に伴い、同社も2002年、中国の天津に部品供給会社、天津双協機械工業有限公司を設立した(図6)。その際、100%独資とするのではなく、トヨタグループの豊田

図6 フタバ産業に関する各種指標

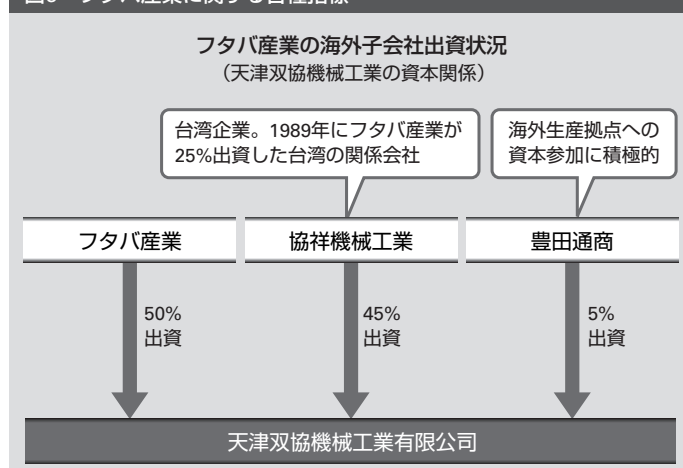
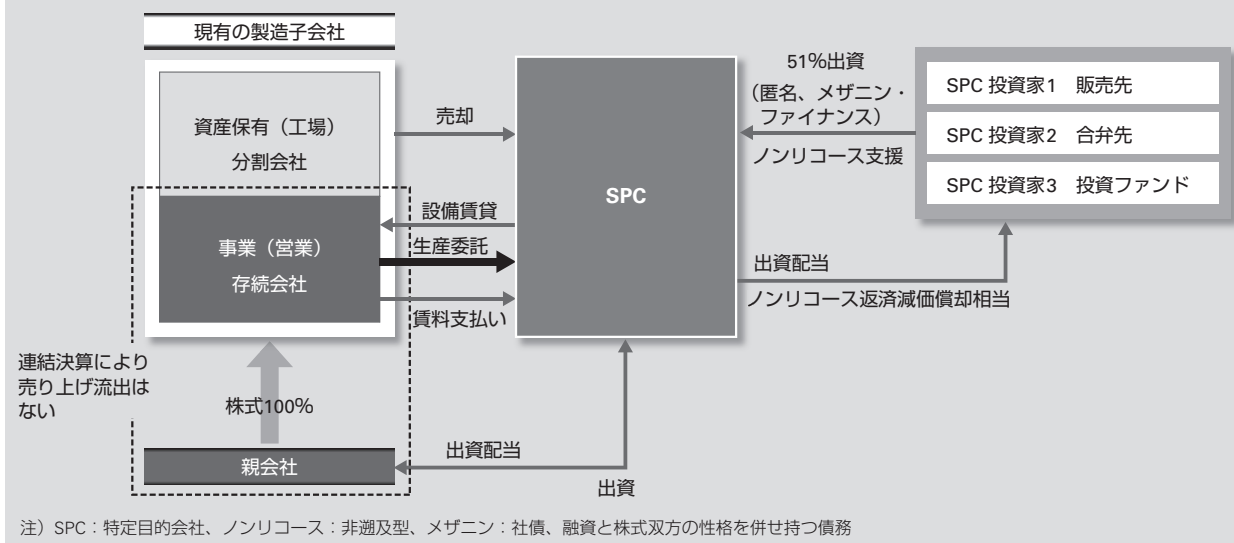


図7 工場のオフバランス化スキーム例



通商、およびフタバ産業が25%出資する台湾の関係会社、協祥機械工業からの出資も得、フタバ産業本体の投資額を50%に抑えた。投資金額を抑制すると同時に、B/S上の投資勘定も増加せず、連結売り上げ、利益を増加させ、ROAの向上を実現している。

3 B/Sマネジメントスキーム例

多くの出資者を巻き込んだこのフタバ産業のオフバランス化（B/Sから資産の一部を消し去ること）事例は、会社分割・SPC（特定目的会社）設立などのさまざまな応用が考えられるスキーム（枠組み）であり、製造設備などの資産保有負担の大きい製造子会社を多く持つメーカーにとっては、劇的なオフバランス効果となる可能性を有している。

その応用例には、工場設備のオフバランス化の仮説スキームとして、図7のような工場の製造・販売の上下分離方式が考えられる。

現有の製造子会社を事業存続（営業）会社と資産保有（工場）会社として上下分離を行

い、資産保有（工場）会社をSPCへ売却、このSPCに取引先や合併先、ファンドなどからの出資を募る。この出資により自社の出資分は下げられる（下げた分はオフバランスとなる）。分離した事業存続（営業）会社（販社機能所有）を継続して子会社として保有することにより、収益については連結決算での取り込みが可能となる。

個社の事情や出資者などのさまざまな条件や制約を考慮したうえでの多少のスキーム変更は考えられるものの、上記のようなフタバ産業のスキームの応用は、製造会社にとって、資産スリム化、ROA改善、PBR向上の推進に非常に大きなインパクトを与えることが可能となる。

IV 経営効率改善の自己診断マップと施策の方向性

1 自己診断マップの概要

第Ⅲ章ではB/Sに注目し、経営効率化を進

本章では、投下資本に対するリターンの指標であるROI、資金調達力を表す指標であるWACC（加重平均資本コスト）^{注1}の2軸で形成される「自己診断マップ」（図8）をベースに、各企業がどのようなポジションにあるのか、そのポジションに応じて打つべき施策とは何かを考えてみる。このマップを用いることにより、業界のなかで自社はどのゾーンに属するのか、今後どのような施策が必要なのかという自己診断が可能となる。

これにさらに、所属する業界のROI、WACC平均値を設定することで、大きく6つのゾーンに分けることができる。

このゾーンに属する企業は、投資効率・資金調達力ともに優れている。事業部門の選択と集中が明確化され、コア事業への集中投資およびノンコア事業からの撤退により、スリム化された資産・負債、強固な財務体質からの資金調達力をもとに収益事業に効率的に資金を注ぎ込み、さらなる収益性強化を推進している企業が属する。

このゾーンに属する多くの企業は、自助努力によるリストラの推進やスポンサーからの資本注入の受け入れなどにより、B/Sの改善を進めた結果、WACCは低いが、事業収益力は回復途上にあるといえる。今後、本業からの収益力回復により①優良企業ゾーンに進むか、あるいは収益力回復を果たせず再び財

ROI (高)

WACC平均以下

WACC平均以上

ROI平均以上

ROI平均以下

$\text{ROI}(\text{平均}) - \text{WACC}(\text{平均})$

0%

ROI-WACC > ROI(平均)-WACC(平均)

ROI-WACC < ROI(平均)-WACC(平均)

ROI=WACC

①優良企業ゾーン
事業力○
調達力○

②P/L改善ゾーン
事業力×
調達力○

③事業ポートフォリオ改善ゾーン
事業力×
調達力○

④B/S改善ゾーン
事業力○
調達力×

⑤資本政策改善ゾーン
事業力○
調達力×

⑥抜本的改善ゾーン
事業力×
調達力×

ROI > WACC

ROI < WACC

WACC (高)

注) B/S : バランスシート (貸借対照表)、P/L : 損益計算書、WACC : 加重平均資本コスト

務体質を悪化させ④B/S改善ゾーンに進み、市場からの退場、もしくは業界の勝ち組と呼ばれる企業からの買収対象候補となりうる企業が多く含まれる。

③事業ポートフォリオ改善ゾーン

このゾーンに属する企業は、②P/L改善ゾーン同様に、B/Sの改善は進んでいるが、低WACCで調達した資金を、事業に投資した結果より減少させている事業ポートフォリオ構造にあり、現状のままでは事業に資金を投資するのではなく、定期預金・国債などで運用した方が高リターンを生み出す経営状況にある。コア、ノンコア事業の選択と集中を早急に決断し、既存事業の収益性チェック、低収益事業からの撤退が急務である。

④B/S改善ゾーン

このゾーンに属する企業は、本業の収益力は高くROIも高水準だが、WACC値は高く、資金の調達および効率性に課題を抱えている状態にある。ここには、①豊富な自己資本と有利子負債を超える現預金を持つキャッシュリッチ企業、②積極的なM&A（企業合併・買収）で成長途上の企業、③M&Aにより事業収益力は向上したものの、やや肥大化した資産・負債の圧縮が進んでいない企業——などが含まれる。

このゾーンに属した場合、豊富な現預金を活用したコア事業への集中投資による収益力向上と有利子負債の圧縮とともに、既存事業やM&A先の資産効率化を進め、①優良企業ゾーンへの移行を進めていく必要がある。

⑤資本政策改善ゾーン

このゾーンに属する企業は、④B/S改善ゾーンと同様に業界平均以上のROIで事業収益力は高いが、それを上回る高WACC、すな

わち高調達コスト状況にある。有利子負債を上回る現預金を保有し、自己資本比率も高いことから、負債コストに比べ、高い資本コストが高WACCの原因、つまり肥大した自己資本の解消が必要な状況にある。

具体的には、豊富なキャッシュを使った自社株買いにより自己資本を減少させると同時に、株価上昇、買収防衛策にもなるソリューションが最適である。

⑥抜本的改善ゾーン

このゾーンに属する企業は、資金調達力および事業収益力ともに業界内で低位にあり、リストラなどによる財務体質改善と本業収益力改善が急務といえる。②P/L改善ゾーンや③事業ポートフォリオ改善ゾーン同様に、勝ち組企業からの買収対象となり、リストラの過程で事業部門の切り売りなどが進行する可能性が非常に高い状況である。

このゾーンに属していると、本業収益力の急速な改善は難しいが、不稼働資産などの廃棄・売却やオフバランス化による資産圧縮、ならびに資金調達効率化は即時に打てる施策である。そうして早急に財務体質を改善し、②P/L改善ゾーンや③事業ポートフォリオ改善ゾーンに移行できなければ、市場からの退場が目前に迫っている状況にある。

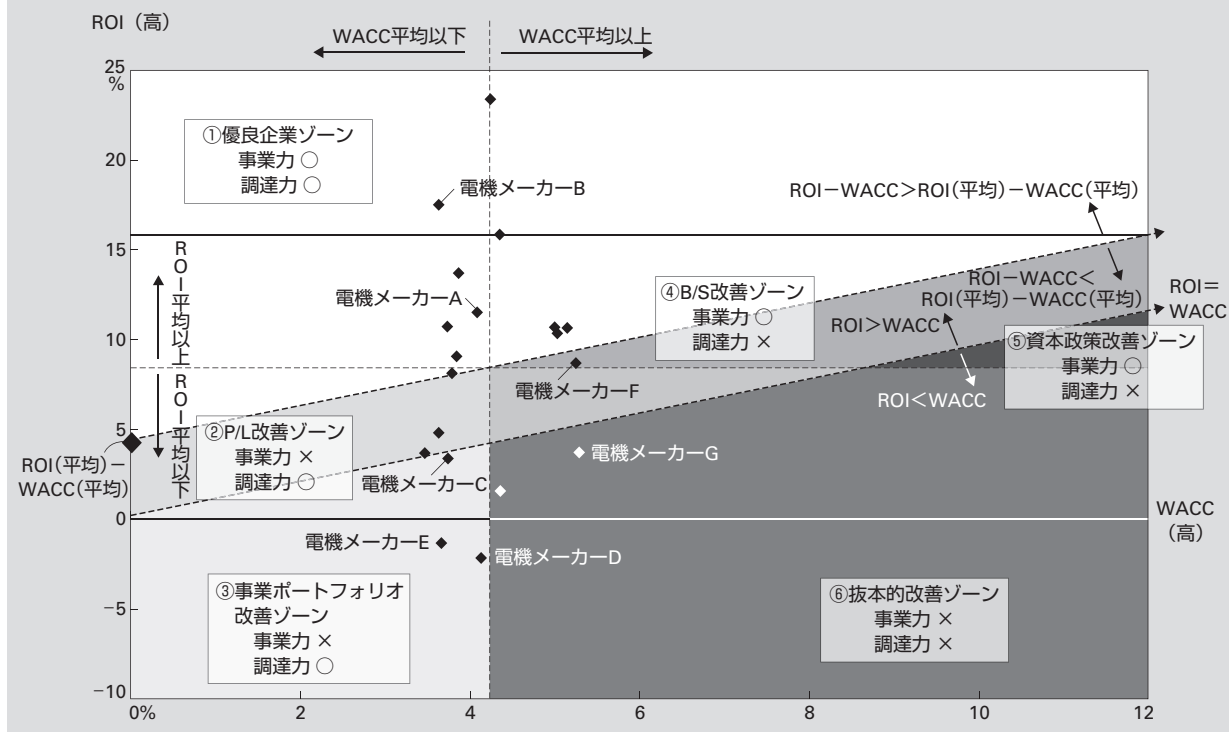
2 活用事例——電機業界

次に電機業界、流通（百貨店）業界における活用例を示すことで、自己診断マップの有効性を示す。

図9は、再編などの動きが活発な電機業界にこのマップを当てはめてみたものである。

①優良企業ゾーンには総合電機のスタイルを脱却し、コア事業に投下資本の集中を積極的

図9 自己診断マップ活用事例——電機業界



に進め収益を向上させた企業が入る。

注目すべき企業として電機メーカーAは、54億ドルの巨額投資をした米国の重電メーカー買収が象徴するように、原子力事業などコア事業への集中投資と同時に、成長の見込めない事業からの撤退を断行している。また電機メーカーBは、同社の「顔」ともいえたカメラ、写真フィルム事業から撤退し、複写機、液晶フィルムなど情報機器への投資を集中させた結果、高い収益力と強い財務体質となった。

②P/L改善ゾーンには、競争激化により価格下落の続くデジタル家電事業の不振にあえぐ企業や、コア事業を絞れず総合電機からの脱却に遅れ、コア事業の回復とノンコア事業からの撤退が急務の課題となっている企業が入り、再編が進行中である本業界において、

TOB対象や事業切り売りにより解体されるリスクを有した企業が散見される。

③事業ポートフォリオ改善ゾーンには、主要事業が市場での競争力を失い、それが企業全体の収益性悪化に直結している企業が入る。電機メーカーCはプラズマディスプレイ事業、電機メーカーDはAV（音楽・映像）事業、電機メーカーEは通信事業の競争力低下が、大きな経営不振へとつながっている。

このゾーンの企業は、事業の抜本的な集中と選択を伴う収益性改善が推進できない場合は、スポンサーによる救済やアライアンス（提携）先選定により生き残りを模索するか、あるいは財務体質の悪化により高WACCとなり、⑥抜本的改善ゾーンへ進み市場からの退場となるリスクを有している。

④B/S改善ゾーンにある電機メーカーF

は、有利子負債を超える現預金を保有する、いわゆる実質無借金経営であり、高い自己資本比率の結果、高WACCとなっている。このゾーンの企業は、豊富な現金を用いた自社株買いにより、高株価や買収防衛を実施することができる。

⑥抜本改善ゾーンには、収益の浮き沈みが激しい半導体事業や、大型コンピュータから一般消費者向けのパソコンまで、さまざまな事業部門を有し、事業の選択と集中を断行できず、本業の収益力低下も相まって財務体質も悪化させ、経営再建中の電機メーカーGなどが属している。

3 活用事例——流通（百貨店）業界

次に、合併や経営統合などの規模拡大を志向した再編が進行中の流通（百貨店）業界について見てみる（図10）。

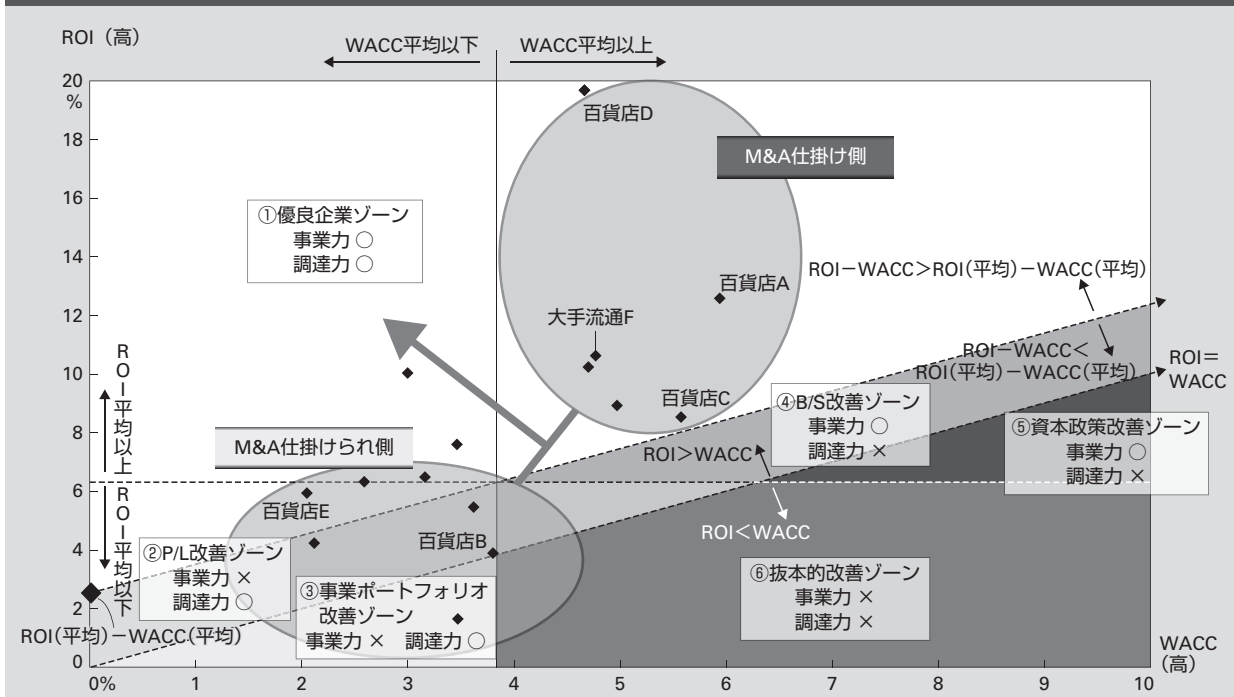
まず、2008年4月に経営統合することで合意した百貨店Aと百貨店Bについては、持ち

株会社の株式交換比率が「（百貨店A）1：（百貨店B）0.34」となった点からも明らかに、百貨店Aによる業績不振の百貨店Bの救済といった様相が現れている。さらに、業界平均よりも高いWACC値、すなわち資金調達力で劣る百貨店Aが、低WACC値であり資金調達力の高い百貨店Bと統合することにより、百貨店Aが資金調達力の改善をねらったという見方もできる。

今回のこの統合劇の裏では、百貨店Aと同じ①優良企業ゾーンに属する百貨店Cも百貨店Bとの統合に触手を伸ばしていたとされているが、百貨店Cのポジションについても高WACC・高ROIと、百貨店Aに近い状況にあり、資金調達力の面からも、経営統合先として、百貨店Bは格好のターゲットであったといえる。

このマッチング形式は、先んじて経営統合を果たした百貨店Dと百貨店Eの場合においても、高WACC・高ROIの百貨店Dが主体と

図10 自己診断マップ活用事例——流通（百貨店）業界



なって新会社を設立したことからも、今後の百貨店再編の方向性の示唆となる。図10の中央上のゾーンに属する高WACC・高ROIの「M&A仕掛け側企業」が、左下の低WACC・低ROIの「M&A仕掛けられ側企業」をターゲットに再編が進行していくというシナリオである。

特に業界再編が進行するなかで、現状は単独路線を貫いている百貨店Cを核として、すでに経営統合などを進行させている百貨店A、D、大手流通Fらが仕掛け側となり、大手百貨店や地方の中小百貨店をターゲットとした、中央上ゾーンから左下ゾーン方向への業界再編が進行していくのではないだろうか。

以上、今回提案する自己診断マップの概要と活用事例を紹介した。

本稿においてはB/Sを中心とした財務体質改善の必要性を述べてきた。当然のことながらB/SとP/Lはいわば車の両輪であり、それぞれ単独で改善できる性質のものではないが、本マップを活用することで、各企業は自らが所属する業界におけるポジションに応じて、優先的に解決すべき課題と施策の検討を図っていただければ幸いである。

またこの自己診断マップは、事業会社での活用だけでなく、これらの事業会社を顧客とする銀行などの金融機関が活用すること

で、顧客企業に最適な金融サービスを提供する手助けにもなると期待される。

注

- 1 WACC (Weighted Average Cost of Capital) : 加重平均資本コスト。資本コストの代表的な計算方法であり、負債に必要なコストと株式調達に必要なコストを加重平均したもの。計算式は以下のとおりである。

$$WACC = D / (D+E) \times rD \times (1 - \text{税率}) + E / (D+E) \times rE$$

D : 有利子負債総額

E : 時価総額 (または株主資本)

rD : 負債コスト

rE : 株主資本コスト

著者

太田一郎 (おおたいちろう)

事業戦略コンサルティング二部グループマネージャー、上級コンサルタント

専門は企業再生、M&Aアドバイザー、金融機関の経営戦略など

中神貴之 (なかがみとかゆき)

事業戦略コンサルティング二部主任コンサルタント

専門は企業再生、M&A戦略立案、製造業の事業戦略立案など

永田寛明 (ながたひろあき)

事業戦略コンサルティング二部コンサルタント

専門は企業再生、M&A戦略立案、企業価値評価など