

企業再生とリアルオプション提携戦略 - 西友とウォルマートの包 括業務提携を素材として -

高森 寛* 青山学院大学

伊藤晴祥 青山学院大学

概要

わが国での2001年の法改正により、新株予約権の単独での発行が可能になり、オプション型の資本提携や買収ができるようになった。西友とウォルマートの包括的な業務および資本提携は、この法改正が可能にした新しいタイプの企業提携の最初のケースである。

産業界で、昨今、経営破たんの危機に瀕する企業が多い中、再生に成功した例も、日産自動車のケースをはじめとして、多く見られる。

この研究では、企業がもっている経営資源、収益性を建て直し、新たな事業展開への必要な資本をオプション型の業務・資本提携で調達し、活力ある企業価値創造へとチャレンジしている事例を分析し、企業再生戦略への意義を考察したい。

1 包括業務提携

両社が2002年3月14日に結んだ提携は業務提携と資本提携からなり、その内容は以下のとおりであった。

1. 業務提携

日本国内における成長戦略モデル構築に向けた相互協力（商品調達、IT戦略、販売手法、新店舗の共同開発）

ウォルマートによる西友の営業力アップと収益構造改革への協力

2. 資本提携

第三者割当増資、新株予約権の割当発行

また、新株予約権に関わる契約の内容は、以下のとおりである。

*この研究は、青山学院大学で行われている次の研究を紹介している。1) 日本システムインテグレーション協会におけるテーマ別研究：情報技術（IT）と金融技術（FT）の進展と新ビジネス・モデルの開拓（2003年度）2) 株式会社日立製作所システム開発研究所より青山学院大学が受けた研究委託：事業展開のオプションとその価値の評価（2003年度）

発行価額：無償

行使価格：270円（第2回、3回は2003年1月1日より、年率5%ずつ上方に修正）

1. 第1回新株予約権

- 行使期限2002年12月27日、192,800,000株 - その段階での出資比率は、33.4%となり、ウォルマートが筆頭株主となる。

2. 第2回新株予約権

- 行使期限2005年12月末日、232,100,000株 - その段階での出資比率は50.1%となり、西友はウォルマートの子会社となる。

3. 第3回新株予約権

- 行使期限2007年12月末日、471,400,000株 - その段階での出資比率は66.7%となる。

第1回予約権は、2002年12月27日に行使されており、192,800,000株の新株発行により、総額520億円の払い込みがなされた。ウォルマートの持ち株子会社ワイオミングが西友の筆頭株主になる。

第2回、第3回は、まだ、行使されておらず、行使されるかどうかは未定である。

2 異なる特性とニーズをもった企業間の提携

この研究では、以下に記述するような典型的な経営特徴をもつ二つの企業S社とW社間の提携の意義を考察する¹。

S社の特性:

1. 経営難に陥っており、経営を建て直すために、国内での資本調達が難しい。

2. これまで、経営効率の改善のための投資が十分になされておらず、図2に見られるように、営

¹必ずしも、S社は西友そのもの、W社はウォルマートそのものを意味していない。

業効率、生産効率面での競争力において劣っており、費用構造面での革新の必要に迫られている。

3. これまで、多角的に、本業以外の経営にも経営資源を分散していたために、極度の負債額とその利子負担が経営を悪くしている。
4. 生産性の悪い経営資産を切り離しスリム化する余地がある。また、本業の経営を革新し、新しい事業展開への余地がある。
5. 上に述べたように、経営革新、特に、費用構造面での革新の必要に迫られている。また、新しい事業展開への余地があるが、しかし、現在の経営状態では、国内では、新しい資本調達は難しい。

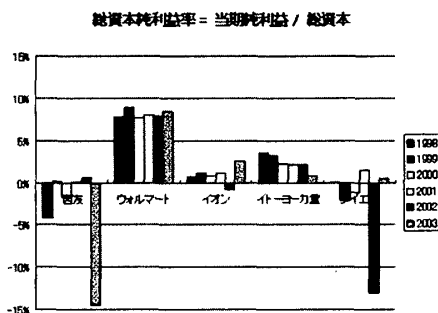


図 1: 小売業における総資本純利益率

以上に述べたようにS社の経営状態は、西友やダイエーの場合では、図1のように現れている。

W社の特性:

1. 自国内では、業界一の競争優位を確立しており、その経営インフラおよび技術ノウハウを活用してのグローバルな事業展開を狙っている。
2. 日本の市場に、試験的に進出したい。しかし、この国の市場特性に関して無知であり、同国の同業他社と比較して、情報格差が甚だしい。また、足がかりとなる販売網等のインフラの確保が必要である。
3. 資本は十分にある。それは、リスク資本として、投下できるのであるが、しかし、自国内での事業の高収益性を反映して、7%以上の期待投資収益率を要求する。(図1でのウォルマートの投下資本純利益率を参照されたい。)

3 企業間提携の戦略的意義

一般に、自己資本純利益率 ROE は、総資本事業利益率 ROA、負債利率 i_D との間に、

$$ROE = \left[ROA + (ROA - i_D) \frac{D}{E} \right] (1 - T) \quad (1)$$

の関係にある。ここで、D は負債、E は自己資本、 i_D は法人税率である。

経営難に陥っている多くの企業の特徴として、ROA が i_D を大きく上回っていた経営環境において、負債資本をテコにして、成長し、繁栄してきたため、自己資本依存への転換が遅れてきた²。大きな ROA の維持が難しい経営環境になると、急速に、ROE は低下し、また、負の EVA (経済附加価値) が、数年持続する事態に追い込まれる。投下資

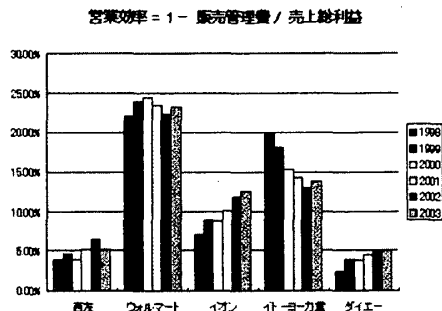


図 2: 小売業における営業効率比較

本 \times (投下資本利益率 - 資本コスト) で表わされる EVA は、企業の価値創造の姿を端的にあらわす尺度であり、企業再生への道は、図2にいられるような低い営業効率を革新し、生産性の低い事業資産をスリム化し、革新に必要な投資は、むしろ積極的に、推進することにある。単なるコスト削減の追求だけでは、経営はギリ貧から脱するのは難しい。経営革新のための新たな投資の特定と、そのための資本の調達为企业再生の鍵であるといえよう。

この研究では、S社の費用構造の革新が、どれだけ企業価値を高めるか、また、そのために必要な投資はいくらかを評価するモデルを定式化する。一方、ウォルマートが取得した新株予約権は、リアルオプションというよりは、むしろ、金融オプション、すなわち、株式を原資産とするコール・オプションであり、そのオプション価値を評価する。

²わが国の企業経営は、長らく、間接金融の資本構成で成長を維持してきた。しかし、スムーズに、自己資本を充実してきた企業もあるが、一方では、間接金融体質からの脱却が遅れてきた企業も多い