



慶應義塾大学ビジネス・スクール

丸善株式会社

—メザニン・ファイナンスの活用と事業連鎖再構築—

1 丸善の創業

(1) 西欧文化花盛りの明治の風を受けて

梶井基次郎の「檸檬」。丸善といえば誰しも思い浮かべる詩情あふれた文芸作品である。現代の読者でさえ、その散文風の著作の中に、都会的で気品のある当時の丸善店舗を想像することができる。不安で鬱屈した時代、知性あふれる作家たちは丸善を愛した。黄金色に輝く爆弾に見立てられた檸檬が置かれたであろう京都店は閉店されている。しかし、知性と品位をたたえた丸善の店舗には、檸檬の似合う美術書の棚を今もたずねることができる。

明治2年(1869年)福沢諭吉門下生である早矢仕有的は丸善の前身である丸屋商社を開業した。早矢仕はもともと医師であったが、慶應義塾に入塾して福沢諭吉に学んだのち、洋書および医薬品や医療機器の輸入販売を手がける商社を創業した。

明治維新による開国直後、日本人は西欧列強国に脅威を感じながら、優れた海外の学術や文化、技術力への憧憬を抱いた時代であった。こうした時代、早矢仕は、翻訳書の発行、書店での販売、薬店を起業した。さらに開業後には、唐物(洋雑貨)店や洋服の仕立、指物(西洋家具製造販売)などの取扱を相次いで開始した。主な取扱商品は、書籍のほか、万年筆、鉛筆、タイプライターなどの高級文具、あるいは帽子、手袋、シャツといった縫製品、マッチやタバコの奢侈品、果てはバター、ソース、カレー粉、ビールなどの食品にまで及んでいる。

こうして、わが国に商品として西洋文化を紹介する「丸善」の礎が築かれたのである。

このケースは慶應義塾大学大学院経営管理研究科 許斐義信元教授の指導の下、宮部明彦(同研究科 M25 期卒業生)が作成した。なお、ケースに記載されている事実については経営の巧拙を示すものではない。

本ケースは慶應義塾大学ビジネス・スクールが出版するものであり、複製等についての問い合わせ先は慶應義塾大学ビジネス・スクール(〒223-8526 神奈川県横浜市港北区日吉4丁目1番1号、電話045-564-2444、e-mail: case@kbs.keio.ac.jp)。また、注文は<http://www.kbs.keio.ac.jp/>へ。慶應義塾大学ビジネス・スクールの許可を得ずに、いかなる部分の複製、検索システムへの取り込み、スプレッドシートでの利用、またいかなる方法(電子的、機械的、写真複写、録音・録画、その他種類を問わない)による伝送も、これを禁ずる。

Copyright© 許斐義信、宮部明彦(2012年10月作成)

(2) 自らの主は己、努めて己に恥じないために（丸屋商社之記）

同社には、わが国ではじめての企業の設立趣意書といわれる「丸屋商社之記」がある。そこには、まず、鎖国時代の一国だけのひとりよがりの自負驕慢を反省し、世界の形勢に向き合い、わが国も西洋諸国と競い合って進歩を遂げなければならない、と記されている。さらに、外国人は日本に貿易や商業の利権獲得を目的にくるのであって、この権益が海外勢に独占されることを日本人が黙って傍観すれば、挙句日本人は独立した地位を保つことが覚束なくなるとして、日本人がもっと貿易や商売を学び、事業を起こして運営することの重要な使命を掲げている。福沢の影響が色濃く顕れ、国を憂いて高い志を抱きながら、商売の素人であっても、様々な分野の得意な者同士が手を組んで助け合っ

5
10

たことにあたり、また、一時の成功があってもこれに奢ることなく、常に地道に事業を行えば成功できるはずである、との主張が示されている。

なお、丸屋商社之記には、福沢の「童蒙教草」の一章を追加しているので、参考として以下に抄写する。

【福沢諭吉「童蒙教草」より】

フランクリンはその遺した文章でこう言っている。すなわち、富を得る方法が平易であるのは都市へ行く道のようなものである。ただ二つの言葉をもって言い尽くせる。すなわち「労働」と「儉約」である。時間を浪費してはならない。金銭を浪費してはならない。この二つを巧みに使うべきである。「労働」と「儉約」を放棄して成功することはないが、この二つを守れば成功しないはずがない。少年がすでに働き、かつ儉約していれば、この他に富の蓄積を助成するのは、「綿密」と「正直」の二つである。

20

勉強はあたかも幸福を生み出す母のようなものである。天は万物を人に与えないで、働くことによって与えるものである。今日というまさにその日のうちに働くべきである。明日の支障は予測できない。あなたがもしも人の家来となってその主人よりも怠け者だと叱られたらこれに恥じて赤面しないことがあるか。今あなたは人の家来ではなく自分自身の主人である。自らその怠け心を咎め、自ら恥じて赤面しなければならない。

25

(出所：『丸善百年史（上巻）』P42-48『丸屋商社之記』コーポレートガバナンス室訳)

2 出版業界を取り巻く環境

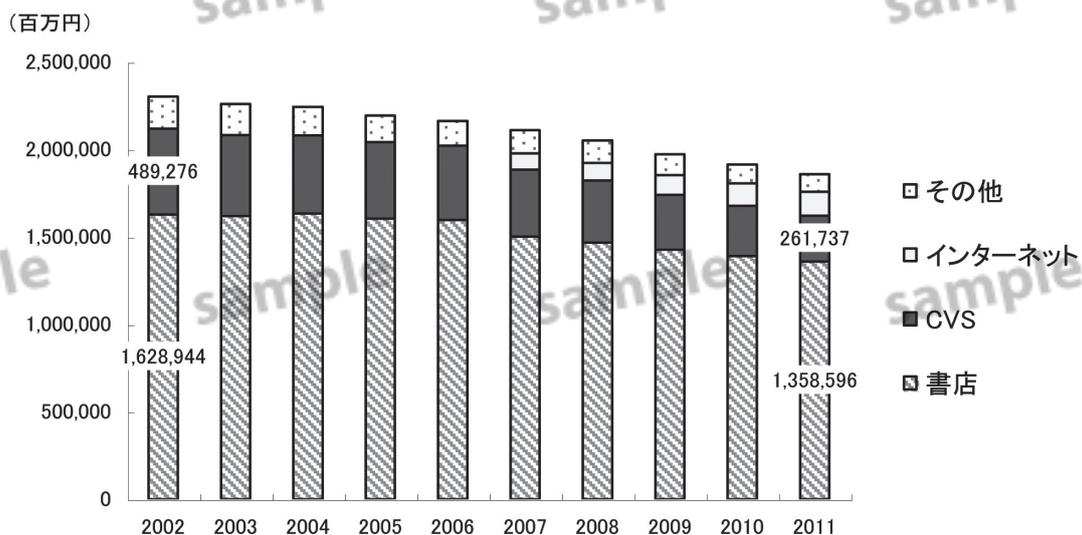
(1) 出版物流通の縮小

インターネットの普及により、電磁的手段で文字情報があふれる時代を迎え、紙媒体によらない情報の提供手段が身近になってきた。加えて書籍のインターネット通販や中古専門書店の台頭など販売チャネルの多様化も進行し、旧来の出版業界の流通網は変化の波に直面している。今後、電子書籍の拡大が進展すれば、出版物の流通はいっそう変貌を遂げる可能性が喧伝されている。

一方で、欧米諸国の出版書籍の売上高は、日本のように右肩下がりではなく、国際的にはインターネットや携帯電話の普及が書籍需要を低下させる、とは必ずしもいえないとする意見もある。また、国内では出版不況の原因として、活字離れの傾向もあげられるが真偽のほどは定かではない。

1990年代末には25,000億円を超える出版物販売額^[1]であったものが、2002年度には23,000億円となり、2011年度には18,500億円まで減少している。ここ10年間で金額にして約4,500億円、およそ20%の市場縮小がみられる。そのうち書店ルートだけでも2,700億円の販売額が減少しているのである。また、インターネット販売が台頭しているとはいえ、総販売額の低下を穴埋めするほどには至っていない。いずれにせよ国内書籍の販売高推移は停滞をつづけており、出版業界は長期的な不況に直面している。

【販売ルート別推定出版物販売額 10年間推移】



(出所：日販経営相談センター「2012 出版物販売額の実態」より筆者作成)

[1] 出版年間より

【販売ルート別推定出版物販売額10年間推移】

(単位：百万円)

年度	2002	2003	2004	2005	2006	2007 ^[2]	2008	2009	2010	2011
書店	1,628,944	1,619,201	1,633,084	1,603,619	1,596,433	1,501,878	1,467,849	1,426,829	1,391,016	1,358,596
CVS ^[3]	489,276	463,831	447,091	439,171	425,326	382,217	354,654	312,413	285,984	261,737
インターネット	-	-	-	-	-	93,200	101,200	113,400	128,500	137,100
駅売店	96,366	92,254	83,881	74,873	71,146	67,644	63,605	59,529	49,832	45,824
生協	50,500	50,000	48,969	47,500	42,231	42,000	41,600	40,768	39,773	38,000
スタンド	30,196	28,656	27,711	26,685	25,058	23,230	21,557	20,307	19,291	17,632
割販	7,000	5,900	3,200	2,934	2,442	-	-	-	-	-
合計	2,302,282	2,259,842	2,243,936	2,194,782	2,162,636	2,110,169	2,050,465	1,973,246	1,914,396	1,858,889

(出所：日販経営相談センター「2012 出版物販売額の実態」より筆者作成)

(2) 出版業界各社の状況

こうした業況下で、出版業界各社の多くが整理・統廃合を余儀なくされてきた。

たとえば、海外書籍・雑誌輸入販売の老舗で、洋書の輸入販売業界ではトップクラスの取次業者である日本洋書販売(株)は、2008年7月、負債総額65億円で自己破産している。同社は「News Week」、「Time」、「ハリーポッターシリーズ」などのメジャーな出版物の取扱をする企業であった。そのため、わが国の海外出版物全体の流通に大きなダメージを与える企業破綻であるとさえ言われた。

また、このとき同社グループ会社である洋販ブックサービスも、民事再生法の適用を同時に申請している(負債総額54億円)。この洋販ブックサービスは、2004年に経営破綻した青山ブックセンターを支援し、その後の運営を担っていた企業である。皮肉にも、支援企業が経営破綻してしまった青山ブックセンターは、再度、厳しい道を歩むことになった。そのほかにも、出版市場全体の縮小により数多くの歴史ある老舗企業も経営破綻や、出版事業からの撤退へと追い込まれている。

かたや業界に残り、出版事業を継続する企業においても厳しい経営が余儀なくされ、事業の整理や統合が繰り返されている。たとえば、徳間書店のように法人を新旧分離して旧社を清算し、新社に社名を残して出版事業を継承するなど、2000年以降、出版界は業界全体が縮小しながら再編を遂げている状況にある。

^[2] 2007年度より割販ルート廃止し、インターネットルートを新設。

^[3] CVS：コンビニエンスストアを経由した販売ルートのこと。

【出版関連業界の再編（1997-2005）】

年度	社名	概要
1997	徳間書店インターメディア(株)	徳間書店が吸収合併
1998	中央公論社	読売新聞社が買収 (翌年中央公論新社へ営業譲渡、旧社は平成出版へ社名変更)
1999	柳原書店、光琳社、京都書院	破産
	主婦の友社	角川書店へ販売業務委託(後解消)
	婦人画報社	アセット・フィリパッキ・ジャパンと合併
2000	平成出版(旧商号:中央公論社)	特別清算
	駸々堂出版、駸々堂、釣りの友社	破産
	(株)コミネコミュニケーションズ	和議
	(株)まるせき(旧商号:積文館書店)	特別清算
	(株)株式新聞社、(株)鶴屋	民事再生法
	日販	165億円の不良債権を公表(創業以来初の赤字)
	トップラン	出版事業から撤退
2001	ベネッセ	出版事業のうち育児・教育・辞典を残し、文芸・人文書・文庫の出版から撤退
	同文書院、昭文堂	民事再生法
	(株)スコラ	特別清算
	プレジデント社	小学館が買収
	鈴木書店	破産
2002	弘済出版社、交通新聞社	弘済出版社が交通新聞社を吸収合併(新社名交通新聞社)
2002	勁文社、同朋舎、社会思想社	民事再生手続きを経て清算、破産
	(株)柴田書店、(株)高山書店	民事再生法
	婦人生活社	破産
2003	株式会社新興書房	民事再生法
	日刊工業新聞社	産業活力再生特別措置法
	株式会社ティビーエス・ブリタニカ	阪急電鉄(現:阪急阪神HD)が買収(現:阪急コミュニケーションズ)
2004	アスキー・エンターブレイン (持株会社メディアリーヴス)	角川HDがメディアリーヴスに対するTOBで子会社化
	青山ブックセンター	民事再生法(日本洋書販売の子会社である洋販ブックサービスのもと事業再開)
	(株)ボード	民事再生法
	(株)じんのう、デル・プラド・ジャパン(株)	破産
	アルプス社	民事再生法(ヤフーの子会社化、のちヤフーが吸収合併解散)
2005	ソフトマジック	破産
	ジスグランデ(株)	民事再生法
	(株)徳間書店	新旧分離・旧法人は債務整理会社「(株)芝ホールディングス」に社名変更し2006年清算。新法人「(株)徳間書店」を設立し営業譲渡で出版事業継承。

(出所:「2010年出版・印刷業界倒産動向調査」帝国データバンク(2011)、および報道機関発表等をもとに筆者作成)

【出版関連業界の再編（2006-2012）】

年度	社名	概要
2006	日東書院	辰巳グループの傘下入り
	山と溪谷社	インプレスHDが買収
	(株) トキガネ書房	特別清算
	(株) アポロコミュニケーション	民事再生法
	アポロコミュニケーション、ほか関連2社	関連3社同時に民事再生法（2007年にぶんか社の子会社化）
2007	朝日ソノラマ	廃業・会社清算（朝日新聞社へ版權を譲渡）
	英知出版、(株) アーク、(株) 王様の本、エクスメディア、山海堂	破産
	東京法経学院出版	民事再生法
2008	新風舎	民事再生法（事業は文芸社へ譲渡）
	日本洋書販売	破産
	洋販ブックサービス（日本洋書販売の子会社）	民事再生法（青山ブックセンター・流水書房の事業をブックオフコーポレーションへ譲渡）
	草思社、高田印刷、(株) 西共、ワールド印刷、明林堂書店、歴史春秋出版、アスコム	民事再生法
	大阪書籍(株)	民事再生法（日本文教出版に教科書版權を譲渡）
	光印刷(株)、ワイズビジネス(株)	破産
	朝日新聞社	出版事業を分社化（社名(株)朝日新聞出版）
	メディアワークス、アスキー（角川HD傘下）	メディアワークスがアスキーを吸収合併（新社名：アスキー・メディアワークス）
2009	中経出版	角川グループHDの子会社化
	恒陽社印刷所、丸三書店、ゴマブックス、プレステック(株)	民事再生法
	三和実業、東陽印刷所、内外タイムス社、雄鶏社、一橋出版、社会保険新報社、エム・ピー・シー	破産
2010	鉄道ジャーナル社	成美堂出版の傘下入り
	石本紙工(株)、プリテック(株)、日本スポーツ出版社	破産
	理論社、CCRE	民事再生法
	一草舎	任意整理
	工業調査会	事業停止
2011	プレーン出版	破産
2012	(株) ソニー・マガジズ	(株) ミュージック・オン・ティーヴィと合併、新商号(株) エムオン・エンタテインメントの一部門化

（出所：「2010年出版・印刷業界倒産動向調査」帝国データバンク（2011）、および報道機関発表等をもとに筆者作成）

(3) 再販売価格維持制度の崩壊

出版物は「私的独占の禁止および公正取引の確保に関する法律（独占禁止法）」により再販売価格維持制度（再販制度）に該当する商品である。そのため、全国書店で定価販売が認められている。これは、文化や芸術の振興・普及を促進するために、書籍等の小売価格について例外的に再販価格を維持させることで、著者や出版元の経済的利益の確保を容認する制度である。

しかし、昨今は消費者側の利益保護を重視する傾向が強まり、再販制度の弾力的な運用がのぞまれる局面を迎えている。

(4) 委託販売制度下での返品率の高止まり

一般的な委託販売とは、依頼主が品物を販売業者に預けて代行販売する方法である。しかし、出版業界の委託販売制度はこれとは異なっている。書籍の場合、出版社や取次業者がそれぞれ物流の下流にある取次業者や小売店に対して、配本後の一定期間で売れなかったものは、あらかじめ返品を受け入れる取引条件をつけて販売される。つまり、配本はあくまでも売買取引とされる。そのため、会計上は書籍を卸した業者側の売上に計上され、本の受け入れ側には代金支払が要請される。一方で、売れ残った書籍は返本される条件が付帯されているため、当期の書籍売上を計上した業者側は、売上と同時に翌期に返品が予想される部分の利益に相当する金額を返品調整引当金として一定の必要経費として計上することができる。なお、この会計処理は、出版業界や医薬品の卸売業のように商習慣や約定で返品を条件に売買が行なわれる業種に限り認められている。

この委託販売制度は、書店に多くの出版物を置くことを促進できるため、出版社側にとっては、最終顧客へアクセスするルートを確保できるというメリットがある。一方、書店側にとっては、売れ残りを考慮せずに多数の本を自店に並べることができる制度でもある。日本国内の出版物のうちおよそ90%以上はこの委託販売制度で流通している現状にある。

書籍の需要が右肩上がりの時代、出版業界は委託販売制度に伴う独特の会計処理に後押しされて、本の流通量を増大させ、その市場を国内に広げて売上高を成長させてきた。しかし、昨今、出版物の需要が停滞し、その売上高が低迷していることに加えて、「返品率」が高止まりしていることが出版業界各社の収益に深刻なダメージを与える要因のひとつに数えられている。

ちなみに2009年の返品率は「書籍40.6%」「雑誌36.2%」（出版年間）となっており、2000年以降、大きな改善はみられないのが実情である。

年度	返品率
2000	39.4%
2001	39.1%
2002	37.7%
2003	38.8%
2004	36.7%
2005	38.7%

（出所：出版年間）

(5) 新刊増発の悪循環

出版業界の体質をめぐるもう1つの問題は、近年の新刊点数の増発があげられる。現在、1年間に
5 間におよそ8万点もの新刊が刊行されており、過去10年間で倍増したと言われている。本離れ、
活字離れといわれる昨今、出版物の需要自体が低迷していることからみれば、矛盾した状況で
ある。これには、いくつかの理由が考えられる。

ひとつは情報多様化が促進されるとともに、その流通速度が加速して、常に最新情報を更新
10 する社会的要請が高まっていることがあげられる。情報の陳腐化の速度が早まるなかで、足の
速い旬な情報を捉えて読者に提供するために、出版各社は次々に新刊を市場へ出し続ける必要
性が求められるようになったのである。

また、もうひとつ別の理由もある。それは出版社側の経営上の事情である。そもそも書籍需要
の低迷により、1点あたりの書籍の売上部数は低下している。そこで売上高を維持しなければなら
ない出版社は、多くの新刊点数を次々に発行して総売上高を確保するようになってきた。特に
15 老舗出版社が新刊を発行した場合、取次業者への新刊委託部数に対して、翌月に何割かの代金
が自動的に支払われる取り決めがある。この取り決めにより、たとえ本が売れなくとも新刊本
を取次業者へ配本さえすれば、出版社側は一定の資金が獲得できる。ここで問題となるのは新
刊増発そのものではなく、多発された新刊書が売れ残り、返品が増加することである。返品が
増えれば、結局出版社の損失が上昇する。すると出版社はこれを埋め合わせようとしてさらに
20 新刊を発行する。こうして出版社は資金繰りを確保するために委託販売を止めることができず、
新刊多発を繰り返すのである。これが出版業界の構造的な悪循環を生み出している。

全出版物の約7割（雑誌は9割）は取次業者を経由しているといわれており、その大半は書
店やCVSの書棚が最終的な売り場となる。しかし、書棚は既に埋め尽くされている。そこに次々
に多数の新刊が配本されてくる状況を想像してほしい。当然ながら棚に並べることのできる書
籍の点数には限界がある。結局、書店側は新刊受け入れスペースをつくるために、既に棚に並
25 んでいる本を返品することになる。場合によっては、店頭に並べられずにそのまま返品される
書籍も発生する。この悪循環が約4割に及ぶ高い返品率を生む背景となっているのである。

(6) 寡占取次業者の返品率改善策と集約的サプライチェーンマネジメント

30 返品率が高まれば出版業界関連企業の収益を圧迫する。そこで大手出版流通業者は様々な改
善策を実施している。

たとえば、日本出版販売株式会社（日販）は大規模書店を対象に返品率の改善目標を示した。

そしてこれを実現するために、「PARTNERS 契約」と称する制度を導入した。これは書店に対して販売目標を設定して、目標額を達成した場合は報奨金を出し、目標未達の場合は違約金を取るという制度である。同社は、出版社にも制度への参加を呼びかけ、書店へ報償金として支払う費用の負担なども求めていく方針を立てた。加えて同社は、出版社からの搬入と、書店への出荷を計画的に実行し、効率的な物流を実現するために、「王子流通センター」を構築して高度な FA の導入も行なっている。その結果、日販の 2011 年度（平成 23 年 4 月から平成 24 年 3 月 31 日）決算では、単体売上高 5,895 億 1800 万円で 14 年連続減収（対前年マイナス 125 億 700 万円。2.1%減）ながら、営業利益は 147 億 2400 万円（対前年 5.0%増）、経常利益は 41 億 3300 万円（対前年 8.4%増）、当期純利益 19 億 2500 万円（対前年 43.0%増）を記録した。実際は東日本大震災の被災書店に向けて計上した貸倒引当金が概ね全額回収されたために増益したものだが、この決算発表では、利益に貢献した返品率改善が大きく注目されている（返品率：雑誌 35.8%、書籍 33.5%）。なお関連会社である（株）MPD も取引先と「チャージ契約」と称する同様のインセンティブ・ペナルティ契約の締結をすすめ、委託販売制度の改革に臨んでいる。

また、日販に次ぐ取次高である株式会社トーハンは、書店からの返品率を 20%に抑えることを条件に書店が希望する配本量を保証する制度を全国 2000 店余りの書店に導入して返品率改善に取り組んでいる。あわせて、同社は世界最大規模の出版流通センター「トーハン桶川 SCM センター」を建設し、滞留なき効率的ロジスティクス実現の努力も重ねている。

書籍取次の圧倒的シェアを占める上記 2 社の流通実現の取り組みにより、2 社の返品率には一定の改善がみられる。しかし物流の中間にある巨大寡占取次業者が、規模の小さな多数の出版社と書店との間の物流をコントロールする構造に変わりはない。出版業界の川上と川下の中間に位置する巨大な取次業者の中小規模の出版社・書店に対する交渉力は極めて強く、そこで行なわれる取引には様々な課題が残されている。たとえば、巨大取次業者が委託販売下で目先の返品率改善を目指す余り、大規模店舗を構える書店の在庫が売れ筋に偏る一方で、町の零細書店にはベストセラーが入荷しづらくなり、いずれもバランスを欠いた配本から書店の品揃えが貧弱化することなどが懸念されている。

【出版取次業者の寡占状況】

出版社数 ^[4]	取次業者数 ^[5]	書店数 ^[6]
3,734	28	13,603

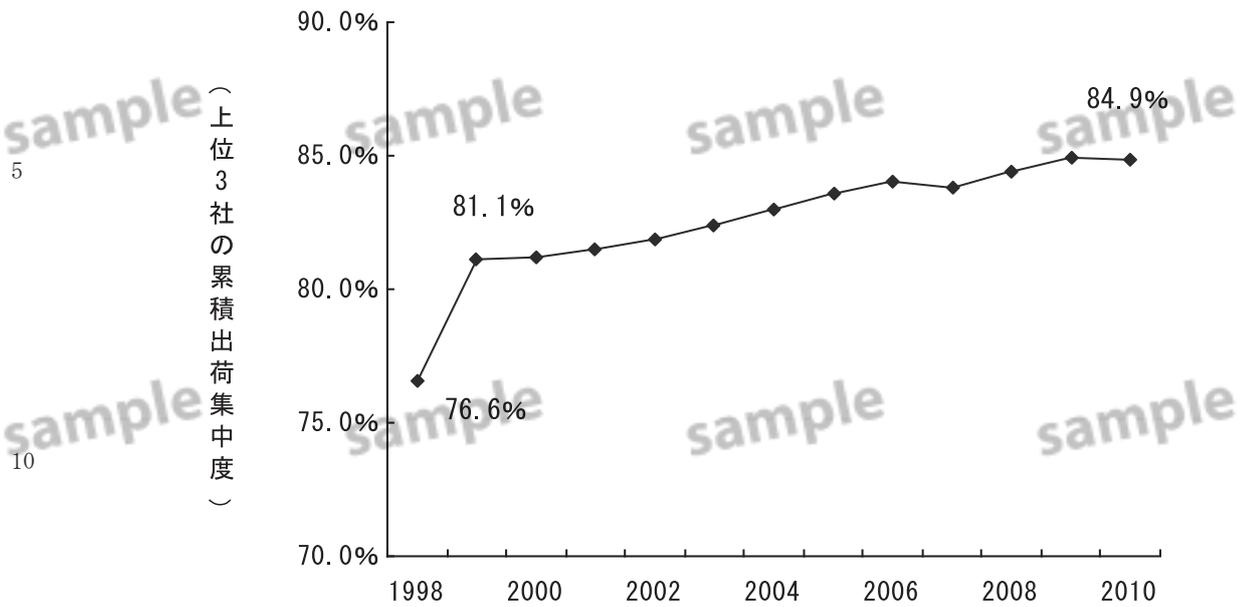
（出所：「2012 出版物の販売額の実態」等の資料をもとに筆者作成）

^[4] 日販経営相談センター「2012 出版物の販売額の実態」より 2011 年度企業数。

^[5] 2012 年 4 月 1 日付の日本出版取次協会会員社数。

^[6] 日販経営相談センター「2012 出版物の販売額の実態」より 2011 年 3 月 31 日付の書店店舗数。

【書籍・雑誌取次業の集中度】



(出所：公正取引委員会 出荷集中度調査より作成)

15

(7) 二次流通市場の拡大

20

従来、書籍は再販制度による定価販売維持と取次業者による寡占市場が形成されていた。しかし近年、新古書店やマンガ喫茶、レンタルコミックなどが急成長を遂げてきた。そこにはなかった新しい二次流通市場ができあがり、既存の取次業者を介在する流通市場への脅威となっている。

25

かつて売れ残った大量の新刊書は、出版社に返品されれば古紙として廃棄処分されていた。昨今の大量の返本が古紙とならずに二次流通市場に出回れば、従来の委託販売ルートでの新刊本の売れ行きを益々低下させてしまう可能性がある。既存の出版物流通の構造的な非効率な状況を呈してきているなかで、新しい流通のルートの拡大は既存流通への軋轢を生みながら、今後ますます出版業界への影響力を与えるものとなっていくであろう。

30

なお、二次流通市場において著作権者の権利を護る立場から国内では活発な議論がなされており、書籍の貸与権などをめぐる新たな権利ビジネスも生まれつつある。新古書店やマンガ喫茶、レンタルコミック事業者と、著作権者や出版社、書店、取次業者は、いまや激しく競合しながらも、将来の事業展開に向けた協力関係を結ぶ方法を探りだそうとしている。

3 丸善の経営危機

1. 丸善の事業

丸善は「教育・学術」「店舗」「出版」3つの事業を主軸とし、丸善（株）を中心に子会社、関連会社から構成される企業グループである。なお連結決算のセグメント会計区分は以下のとおりである。

【事業の内容】

2006年1月末現在

区分	主要な事業内容	丸善(株)の事業部 または連結会社名
書籍及び 文化雑貨事業部門	大学、官庁付置研究機関、企業資料室、公共図書館等への学術情報を中心にした書籍販売等	学術情報ナビゲーション事業部 Maruzen International Co.,Ltd. (株)けいはんなインフォザール
	主要都市店舗で書籍、文具、用品等の複合販売及び関連事業	店舗事業部 アパレル事業部 丸善ブックメイツ(株)、丸善メイツ(株) 丸善ソフィック(株)
	主にロードショップで書籍、文具、文化雑貨の販売及び、AV製品レンタル	(株)オルモ、(株)丸善トライコム
	学術専門書の出版	出版事業部
	出版企画、編集、制作の請負	丸善プラネット(株)
設備建築並びに 内装部門	大学等教育研究機関、国公立行政機関等の図書館、教室などの建築及び内装設備の設計施工	環境デザイン事業部
	書店・文具店などの店舗設備の設計施工	ショップ・システム・プロデュース事業部
	図書館設備什器及び店舗設備什器の製造・塗装・組立	(株)第一鋼鉄工業所
	店舗用建築物及び付属設備の建築並びに内装工事の企画、設計、施工、監理	(株)ビー・オー・エム
その他事業部門	不動産賃貸業ほか	不動産部 丸善システムサービス(株)

注：連結会計年度において、丸善ブックメイツは書籍文具系の営業店舗運営を丸善(株)へ移管。

丸善メイツ(株)は、保険代理店業より撤退。

(株)丸善トライコムは店舗の転貸以外の事業より撤退。

(出所：2005年度 丸善 有価証券報告書より筆者作成)

2005年度決算（2006年1月末）では各事業の概況は次のとおりであった。

① 教育・学術書籍及び文化雑貨事業部門

「学術情報ナビゲーション事業部」

5 大学図書館の予算抑制傾向が続く中、世界最大の学術出版社エルゼビア社の電子ジャーナルパッケージ商品を病院市場への独占販売契約を締結し、電子商品の受注が大幅に増加したものの、厳しい価格競争と外国為替変動の影響を受けた。その他、学術情報や洋書・和書のネットサービスへの注力受注は拡大しつつある。また、図書館のアウトソーシング事業では公共図書館の指定管理者の指定を受けた。大学の教育・研究支援のソリューション事業もサービス増加により受注を拡大した。

「店舗事業部」「アパレル事業部」

15 前期に丸の内 OAZO 内に開店した旗艦店「丸の内本店」は順調に推移したものの、依然厳しい商環境下で各店舗が苦戦した。そのため、アパレル店舗や子会社運営店舗の配置を見直し、「京都河原町店」「福岡ビル店」「大阪心斎橋店」「札幌南一条店」などの既存店を閉店、その他の店舗においても他社への譲渡、子会社運営店舗の親会社移管するなど、整理統廃合をすすめた。一方で、地域商圏の変化に対応して「大阪心斎橋そごう店」「関西国際空港南ゲート店・北ゲート店」「エキュート品川店」「アトレ大森店」「札幌アリオ店」など総計 1,000 坪の新規開店を行ないあらたな売り場面積を確保した。

20 また、あらたな販売チャネルとして携帯電話によるモバイルコマース分野で KDDI と提携し、「au Books」ブランドで書籍販売を開始したほか、NTT ドコモ、ボーダフォンに対応した「丸善インターネットショッピング（MIS）」携帯版も開設した。なお MIS は PC や携帯電話から一部店舗での在庫情報や店内棚位置を表示するとともに、MIS 経由で発注した書籍の店頭お渡しサービスも開始した。

25 「出版事業部」

創業当初より丸善は医薬系の出版に強みがあった。しかし昨今、理系系学生数の減少から教科書販売部数が減る厳しい市場環境にある。そうしたなかで、蔵版^[7]や発売書^[8]、ビデオ・DVD および既刊本販売に至るまで出版事業部全体として医療分野への展開に注力して、好調な業績を上げた。また、次期には既存コンテンツの電子化に着手し「理科年表オフィシャルサイト」「化学書資料館」の e-コンテンツ販売なども開始している。

^[7] 所蔵する版木・紙型で印刷した出版物のこと。

^[8] あたらしく版をおこして制作された出版物のこと。

② 設備建築並びに内装部門

「環境デザイン事業部」

大学の薬学部や医療技術系で「新增設・改組転換」活発な動を捉えたコンサルティング業務受託が拡大し、補助金申請支援の実績が増加した。その他図書館を中心とした学習支援の施設、ITシステムなどのトータルソリューションの提案実績をあげた。

5

「ショップ・システム・プロデュース事業部」

新刊書店での新業態提案やリニューアル、リサイクル市場でのリニューアルで大型物件の受注実績をあげた。加えてインターネットカフェ業界では大規模郊外型店舗のデザイン設計・施工を全国的に受注しモデルデザインを確立した。

10

2. 厳しい業績推移

丸善の売上高は出版不況の影響で長期間に亘り下降していた。

連結売上高は2001年度1,270億円から、2004年度1,100億円まで170億円減少（マイナス13%）し、丸善（株）単体売上高も同期間で166億円減少していた。

15

【主要経営指標の推移】

(連結)

(単位：百万円)

年度	2001	2002	2003	2004	2005
売上高	127,640	123,585	116,776	110,096	83,411
経常利益	633	2,542	2,400	1,595	△360
当期純利益	△7,155	435	△1,287	△2,477	△6,624
純資産額	3,687	3,019	4,308	1,856	5,261
総資産	106,005	98,780	85,790	76,664	54,834
自己資本比率	3.84	3.06	5.02	2.42	9.59
従業員数	2,046	1,838	1,476	1,045	995

20

(単体)

年度	2001	2002	2003	2004	2005
売上高	115,877	114,273	107,707	99,234	79,074
経常利益	814	2,050	2,633	1,737	25
当期純利益	△6,986	△2,611	△3,960	△3,575	△14,510
純資産額	19,446	15,732	14,341	10,781	6,299
総資産	95,645	114,000	103,244	95,274	75,067
自己資本比率	20.33	13.80	13.89	11.32	8.39
従業員数	1,572	1,481	1,164	919	902

25

30

* 2005年度は決算期変更のため10ヶ月決算である。

(出所：2005年度 丸善 有価証券報告書より筆者作成)

2004年度の経営成績の内訳としては、まず設備建築並びに内装部門において、薬学部新設の大型案件を順調に受注した結果、当該セグメントでは増収となった。しかし、コンピュータ事業部門では、丸善システムインテグレーション（株）を連結子会社から除外したため売上高が大きく減少している。また、主力の学術書売り上げが国立大の独立行政法人化による買い控えの煽りを受けて伸び悩み、同年の当期純利益の赤字は24億円、2期連続の赤字となっていた。丸善・丸の内本店のオープンによる一定の増収効果もあったものの売上高は対前年比94%にとどまっている。

こうした厳しい業績に対応するため、同社は保有する有価証券や店舗不動産など固定資産の売却をすすめて換金化しながら総資産を減少させてきた。しかし、書店店頭での売上高を維持するには、より広い売り場面積を確保することが不可欠である。まして、昨今は全国書店の売り場面積は拡大する傾向が顕著である。もし、丸善が売り場面積の縮小をつづければ、店舗事業は益々苦境に陥るであろう。そのため店舗不動産を処分する際には、それに代わる効率的な商業地域にあらたな売り場面積を確保することが最大の課題となる。同社は、従来店舗の閉店とあわせて、積極的にあらたな出店計画を立て、これを遂行していた。

【事業セグメントの情報①】

(単位：百万円)

事業セグメント	科目	2003年度	2004年度	2期間比較
		2003/03/01- 2004/03/31	2004/04/01- 2005/03/31	対前年比
書籍及び文化雑貨事業部門	売上高	91,482	89,210	98%
	営業利益	4,139	3,152	76%
設備建築並びに内装部門	売上高	14,520	16,360	113%
	営業利益	828	1,310	158%
コンピュータ事業部門	売上高	9,995	4,607	46%
	営業利益	668	179	27%
その他事業部門	売上高	3,513	2,798	80%
	営業利益	57	△ 301	-528%
計	売上高	119,511	112,977	95%
	営業利益	5,693	4,340	76%
セグメント間内部取引等にかかる 消去	売上高	(2,735)	(2,880)	-
	営業利益	(2,354)	(1,820)	-
連結	売上高	116,776	110,096	94%
	営業利益	3,339	2,520	75%

(出所：2004年度 丸善「有価証券報告書の訂正報告書」より筆者作成)

また、同社は、店舗統廃合や子会社業務の本体移管など、組織のリストラクチャリングにも着手した。それに伴って希望退職制度を実施し、従業員数の縮減を断行した。そして正社員減少については臨時雇用者で補填する体制をおしすすめている。

【従業員の状況】

(2006年1月31日現在)

従業員数(人)	平均年齢(歳)	平均勤続年数(年)	平均年間給与(円)
902 (1,630)	40.7	17.3	5,434,155

*従業員数()内は年間平均臨時雇用者数。

(出所:2005年度 丸善 有価証券報告書より筆者作成)

2005年度にも引き続き非効率な店舗の閉鎖、不動産の売却、関係会社を含めた組織の統廃合や雇用の見直し、立地条件を見直した新店舗展開、積極的な店舗大型化などのリストラクチャリングを断行した。特に同年度は、古い商業地域の店舗を閉鎖するかわりに、あたらしい大型集合商業施設へ出店して売り場面積を維持することに加え、人の流れの多い駅や空港などの交通機関ターミナル内に相次いで比較的中・小型の新規出店も行ない、効率的な店舗の稼働も企てている。

また、出版事業においては、医薬など得意な専門分野に特化した出版物に傾注する他、大学図書館のデジタル化支援など 学術・教育分野のサービスの高度化と拡充を行なった。丸善は商品やサービスの差別化を図ることで独自の事業領域の足場固めを志向したのである。こうして2005年度には基幹事業の経営改善を図ることで業績の向上に取り組んだのである。

【事業セグメントの情報②】

(単位:百万円)

事業セグメント	科目	2004年度		2005年度		2期間比較
		2004/04/01- 2005/03/31	月平均	2005/04/01- 2006/01/31	月平均	対前年比 (月平均)
書籍及び文化雑貨事業部門	売上高	89,210	7,434	73,127	6,094	82%
	営業利益	3,152	263	1,285	107	41%
設備建築並びに内装部門	売上高	16,360	1,363	10,154	846	62%
	営業利益	1,310	109	657	55	50%
コンピュータ事業部門	売上高	4,607	384	-	-	事業部門譲渡
	営業利益	179	15	-	-	
その他事業部門	売上高	2,798	233	1,448	121	52%
	営業利益	△301	△25	△191	△16	63%
計	売上高	112,977	9,415	84,730	7,061	75%
	営業利益	4,340	362	1,751	146	40%
セグメント間内部取引等にかかる 消去	売上高	(2,880)	(240)	(1,319)	(110)	-
	営業利益	(1,820)	(152)	(1,297)	(108)	-
連結	売上高	110,096	9,175	83,411	6,951	76%
	営業利益	2,520	210	454	38	18%

*コンピュータ事業部門は、2004年度9月末に連結子会社から持分法適用会社「京セラ丸善システムインテグレーション(株)」へ譲渡。

(出所:2005年度 丸善 有価証券報告書より筆者作成)

しかし、結果的に2005年度の連結売上高は834億円まで低下し、ついに経常赤字(36,000万円)に転落、当期純損失66億円となった。なお、同社はこのとき決算期を変更しており2005年度決算は10ヶ月間で行なっている。そこで容易に期間比較をするため、売上高を1ヶ月平均に換算した結果が下表である。これによれば2004年度の月平均売上高は917,500万円であったものが、2005年度には695,100万円まで落ち込み、対前年比76%となっていることがわかる。同様に営業利益を比較すると対前年18%であり、本業でおよそ82%の大幅減益になっている。厳しい環境から全ての事業セグメントが前年の売上高を下回っており、資産売却や組織の整理により、事業規模が縮小するなかで売上高を大きく落とした結果、収益性を悪化させてしまったのである。基幹事業部門の建て直しには、もはや予断を許さない危機的状況に追い込まれていた。

3. 迫る転換社債の償還期限

こうしたなか、同社では巨額の有利子負債の削減が深刻な課題として浮上した。

最も大きな問題は、株式に転換されていない転換社債約122億円が2005年9月30日に償還期限を迎えることである。もしもあらたな資金調達ができず、単年度で100億円を超過する規模のキャッシュアウトを余儀なくされた場合、財務面から同社経営が深刻な致命傷をこうむることは明らかであった。

この資金を調達するためにいくつかの方法が考えられる。まず、社債の発行である。しかし業績不振の同社があらたに社債を発行することは難しかった。次に、考えられるのは銀行融資である。銀行から長期融資を受けて償還原資に充当できればいいのだが、同社では平成16年に締結したシンジケーションローン方式タームローン契約^[9]により、既に巨額の長期借入れを実行済みであった。この契約に基づき、2004年期末時点の長期借入金残高が約150億円(うち1年以内に返済予定分20億円)を超過しており、業績不良の同社にこれ以上長期信用供与を行なうことは銀行にとってハードルの高いものであったことが想像に難くない。別途、丸善には約100億円のコミットライン契約^[10]も存在したものの、原則的に短期運転資金などの一時的な資金需要のバックアップラインの与信であるため、この融資枠を使い切ることは通常選択しうる穏当な対応策とはいえなかった。

こうした場合、かつての日本の金融慣行が現在も有効であれば、メインバンクを筆頭とした銀行が同社の救済に乗り出し、比較的速やかに新規融資や長期貸付金の借り換えに応じることが期待できたかもしれない。しかし、もはや国内商業銀行は自己資本規制などの制約もあり、安

^[9] みずほ銀行をアレンジャー、三井住友銀行ジョイントアレンジャーとして計4行の金融機関と契約。

^[10] みずほ銀行と三井住友銀行をアレンジャーとした計5行の金融機関と契約。

易に長期の信用供与ができる状況にはない。また丸善では借入金の担保となる不動産についても、店舗網の見直しと資金調達のために既に主要な物件の売却をすすめてきた。残された店舗も、かつての一等商業地域に立地しているとはいえ、昨今の厳しい商環境から、その評価額も以前に較べれば大きく見劣りしている状況にあった。

こうしたことから、業績不振の丸善において何らかの抜本的な財務改善が期待できない限り、みずほ銀行や三井住友銀行などの取引銀行が従前の間接金融によって長期資金の提供を行なうことが困難な状態に直面していたものと考えられる。いずれにせよ、丸善はあらたな資金調達を伴う抜本的なターンアラウンドに取り組むことが避けられない局面を迎えていたのである。そして最後に同社に残された資金調達の方法は増資であった。

4 メザニン・ファイナンスによる事業再生

(1) 有利子固定負債の圧縮

2005年8月、同社は大和証券 SMBC プリンシパル・インベストメンツ^[11]（以下大和P I）をあらたなスポンサーとして資本導入を図った。

具体的には、丸善が種類株式（優先株式）を発行して、総額100億620万円の第三者割当増資を行ない、これを大和PIが全額引き受けることで資金調達を実現している。なお、丸善はこの増資を行なった直後に、既存の長期借入金150億円を全額返済すると同時に、あらためて財務制限条項を設定したシンジケートローン契約を銀行団と結び直して、250億円を調達している。そして、ここで得た資金によって転換社債の償還を行なったうえで、構造改革費用などの事業運営のファイナンスを完遂しているのである。

^[11] 現在、大和PIパートナーズ。

【有利子固定負債の削減（2005 年度実施）】

（単位：百万円）

Cash flow	項目	日付	内訳	金額
5 in flow	増資	2005/8/4	種類株式（優先株式）発行総額	10,006
	借入 ^[12]	2005/9/26	短期借入金	17,500
			長期借入金（1年以内返済予定）	1,513
			長期借入金	6,000
合計	2005/9/26	-	35,019	
10 out flow	借入返済 ^[13]	2005/9/26	長期借入金（1年以内返済予定）返済額	2,036
			長期借入金 返済額	13,027
	社債償還	2005/9/30	転換社債償還額	12,230
	合計	2005/9/30	-	27,293
キャッシュの出納差額				7,726

（出所：2005 年度 丸善 有価証券報告書に記載の情報をもとに筆者作成）

ここに至って丸善は、大和 PI をステークホルダーに加え、優先株式によるメザニンでニュー・マネーを調達したことで、有利子固定負債の大幅圧縮に成功した。

次表は 2005 年度の同社の「社債明細票」および「借入金等明細票」である。そこに示されているとおり、同社は転換社債の償還に伴い 2005 年度 9 月に約 122 億円の資金を払い出し、社債の当期末残高を消去している。

【社債明細票 2005 年度】

会社名	銘柄	発行年月日	前期末残高 (単位：100万円)	当期末残高 (単位：100万円)	利率 (%)	償還期限
丸善株	第 3 回無担保 転換社債	1996/9/30	12,230	-	0.950	2005/9/30

（出所：2005 年度 丸善 有価証券報告書「連結付属明細票」より筆者作成）

また、借入金明細票をみると、前期末残高が、総額約 150 億円あまり計上されていた長期借入金について、当期末にはおよそ半額の 75 億円まで圧縮されていることがわかる。これは、丸善が優先株式で調達した資金をベースに、既存の長期借入金を一括返済したうえで、2004 年に締結したシンジケーションローン方式タームローン契約を解約すると同時に、あらたにシンジケートローン契約を締結して、そこで調達した資金総額 250 億円の一部を使って、122 億円の社債償還と事業運営資金を確保した結果が表れているものである。

^[12] 300 億円を借入枠とするシンジケートローン契約（財務制限条項付）を締結して 250 億円の借り入れを実行。

^[13] 2004 年に締結したシンジケーションローン方式タームローン契約を解約。2004 年度末借入金残高 150 億円。

【借入金等明細票（2005年度）】

区分	前期末残高 (単位：百万円)	当期末残高 (単位：百万円)	平均利率 (%)	返済期限
短期借入金	21,107	17,500	0.839	-
1年以内に返済予定の長期借入金	2,036	1,513	1.302	-
長期借入金	13,027	6,000	1.300	2007/2/1-
合計	36,170	25,013	-	-

(出所：2005年度 丸善 有価証券報告書「連結付属明細票」より筆者作成)

【長期借入金の5年以内の実質返済予定額】

(単位：百万円)

	1年超2年以内	2年超3年以内	3年超4年以内	4年超5年以内
長期借入金	1,500	1,500	1,500	1,500

*1年以内に返済予定の長期借入金を除く

(出所：2005年度 丸善 有価証券報告書「連結付属明細票」より筆者作成)

【長期借入金】

(単位：百万円)

借入先	金額	
	残高	うち1年以内返済予定額
㈱三井住友銀行	3,000	600
㈱みずほ銀行	3,000	600
㈱三菱東京UFJ銀行	1,500	300
合計	7,500	1,500

(出所：2005年度丸善㈱単独財務諸表より筆者作成)

なお、2005年度当期末の長期借入金残高60億円については、表「長期借入金の5年以内の実質返済予定額」にあるとおり、次年度（2006年度）以降、毎年15億円ずつ分割して返済することが予定されている。これはシンジケートローン契約の財務制限条項のひとつと考えられる。この貸付金が確実に返済されるようにするために、銀行側から厳しい条件が付帯されて実行されたファイナンスであることが垣間見える。前述のとおり銀行団から提供されたシンジケートローン契約には財務制限条項が付帯されており、単なるシニアローンとは異なるものである。ちなみに財務制限条項とは、金融機関が融資を行なう際、債務者の財務内容が著しく悪化するのを防いで債権の安全性を確保するために、債務者の財政状態や経営成績があらかじめ約定した条件に該当した場合、債務者は借入金について期限の利益を失い、直ちに一括返済の義務を負うものとする融資契約上の条項である。一般的には、純資産維持条項や利益維持条項などがある。この財務制限条項は、後述する優先株式に付帯されたコベナントの強制償還と同様の効果を有した融資のコベナントである。つまり、このシンジケートローン契約と優先株式は形態が異なる

るものの、丸善は実質的には非常に類似した条件で各金融機関からファイナンスされた、とみることができる。

いずれにせよ、丸善はB/S上の有利子固定負債を大幅に削減することに成功している。その結果、2004年度末連結決算では同社の純資産額は18億円まで落ち込んでいたが、2005年度末には52億6,100万円（約34億円増加）となり、大きくB/Sが改善されている。

(2) メザニン・ファイナンスの活用^[14]

大和PIは、普通株式ではなく、丸善の発行する種類株式（優先株式）の第三者割当増資を引き受けて支援を行なっている。優先株式は、その特徴からエクイティ（equity）とデット（debt）の中間に位置するメザニン（mezzanine）に位置づけられるものである。ここでは、丸善が発行した優先株式の概要を示しながらメザニン・ファイナンスの活用効果を論ずる。

① 優先株式による増資

普通株式による増資を行った場合、既存株主権の希薄化によりあらたな株主と既存株主との利益相反が顕在化する。一方、優先株式は普通株式に先立って配当を受ける権利があるものの、議決権がない。そのため、優先株式を発行して増資しても普通株式の議決権は希薄化しない。

丸善では、優先株式による増資を行なうことで既存株主の権利を希薄化させることなく資本を増強させている。上場企業であり、通常の営業活動を行ないながらターンアラウンドに取り組む同社は、既存株主の権利の毀損を最小限に留めるよう十分に配慮する必要性が高かった。議決権をもった普通株主の協力が得られなければ再建計画の実行に支障を生じてしまうかもしれないからである。

丸善は優先株式で増資を行なったことにより、こうした障害を極力回避しつつ資本の挺入れをすることができた。後段で詳しく述べるが、これはメザニン・ファイナンス活用のひとつの効果である。

【優先株式の発行状況】

種類	発行数（株）	1株発行価格 （単位：円）	株式金額 （単位：百万円）
A種	11,120	135,000	1,501
B種	11,120	135,000	1,501
C種	11,120	135,000	1,501
D種	11,120	135,000	1,501
E種	7,410	135,000	1,000
F種	7,410	135,000	1,000
G種	7,410	135,000	1,000
H種	7,410	135,000	1,000
計	74,120	-	10,006

（出所：2005年度 丸善 有価証券報告書より筆者作成）

^[14] メザニン・ファイナンスについては、2012、許斐義信編著・ターンアラウンド研究会著「ケースブック 事業再生」中央経済社に詳しい。

② 優先株式のコベナンツ

丸善の発行した優先株式は、A～H種まで種類を分割して、それぞれに対して詳細なコベナンツが付帯されている。これをまとめたものが次表である。

優先配当金が設定されていることと、議決権がない（A～D種）、という点については一般的な優先株式と同じだが、その他のコベナンツは異例といえる詳細な内容が設定されており、丸善にとっては厳しい条件となっている。

【優先株式共通のコベナンツ】

項目	内容	
優先配当金	普通株主に先立ち配当金を支払う。	
優先配当金の額	対象となる営業年度	優先配当年率
	2005年度	0%
	2006年度	0%
	2007年度	TIBOR+3.00%
	2008年度	TIBOR+3.50%
	2009年度	TIBOR+4.00%
	2010年度	TIBOR+4.50%
	2011年度-2015年度 2016年度以降（2019年度まで）	TIBOR+7.50% TIBOR+10.00%
累積条項	未払優先配当金を翌年度以降に累積する。	
非参加条項	優先株主に優先配当金を越えて配当しない。	
残余財産の分配	社の残余財産分配は普通株主に先立って支払う。	
買入消却	社は株主配当すべき利益で優先株式を買入消却できる。	
普通株式への一斉転換	2020年1月末に普通株式に一斉転換される。	

（出所：2005年度 丸善 有価証券報告書より筆者作成）

【優先株式の種別に設定されたコベナンツ】

種類	内容			
	償還請求権の発効	強制償還の発効	転換予約権の発効	議決権の発効
A種	2007年の株主総会以降	2010年の株主総会以降	2006年9月	①株主総会で優先配当決議されない場合、決議までの間。 ②償還に応じられない場合。 ③営業利益が15億円未満の場合、15億円以上となるまでの間。
B種	2008年の株主総会以降	2010年の株主総会以降	2007年9月	
C種	2009年の株主総会以降	2010年の株主総会以降	2008年9月	
D種	2010年の株主総会以降	2010年の株主総会以降	2009年9月	
E種	-	2007年の株主総会以降	2007年9月	議決権あり
F種	-	2008年の株主総会以降	2008年9月	
G種	-	2009年の株主総会以降	2009年9月	
H種	-	2010年の株主総会以降	2010年9月	

（出所：2005年度 丸善 有価証券報告書より筆者作成）

まず、優先配当の額をみると、2007年度分から開始し、経過期間に応じてTIBOR + 3%～10%まで段階的に上昇するテイルヘビーな高い配当率が設定されている。そして、その配当が実行されなかった場合には、累積条項で次年度以降に優先的に配当を得られることを担保したうえで、もともと議決権が無かったA～D種について、配当が実現するまでの間は議決権が行使できる約定がなされている。さらに、当該種類の株式については、営業利益15億円が確保できない場合も同様に議決権が行使できることとされている。つまり、配当が確保できなかつたり、想定の実業収益が確保できなかつたりした場合には、優先株式に議決権が生じて経営に与するポジションを強められる仕組みになっているのである。

さらに、A～D種には2007年度以降、順次償還請求権が発効する設定がなされている。そのため当該期間を過ぎれば、優先株主はいつでも一括して出資額の回収を求めることが可能とされている。そしてこの償還に応じられない場合にも、配当確保や利益維持が充たされない場合と同様に議決権が発効するものと定められている。

また、E～H種については元々議決権が設定されているため、配当有無に係わらず優先株主が経営に対して立ち入ったモニタリングを効かせることができる。加えてこの種類の優先株式には2007年度以降から順次、無条件で強制償還ができるオプションが付帯されているため、優先株主はいつでも資金の引き上げが可能となっている。

【優先配当金額の試算】

(単位：百万円)

対象となる営業年度	TIBOR=0.5%と仮定したときの 優先配当率	TIBOR=0.5%と仮定したときの 各年度の優先配当支払額
2005年度	0.00%	0
2006年度	0.00%	0
2007年度	3.50%	350
2008年度	4.00%	400
2009年度	4.50%	450
2010年度	5.00%	500
2011年度-2015年度	8.00%	4,002
2016年度以降(2019年度まで)	10.50%	5,253
全期間の支払総額		10,957

(出所：2005年度 丸善 有価証券報告書に記載をもとに筆者試算)

仮に、全期間のTIBORを0.50%として丸善に設定された優先配当金の額を試算してみると、普通株への一斉転換までの15年間で支払総額は100億円を超え、大和PIの優先株式出資額とほぼ同額になる。

このように、期間経過に伴い段階的に増額する高水準の優先配当は、5年間で75億円の返済を要する銀行団のシンジケートローンと重なり、丸善にとってハードルの高いものであった。丸善に課せられた資金の返済圧力の強さから想像すると、おそらく同社は優先株式を一刻も早く買入消却するか、それが無理なら、いち早く普通株式に転換されることを計画したのである。(実際、後日、この優先株式はDNPとの資本提携により、早期消却され普通株式に入れ替えされている。)

一方で、資金を提供した大和PIサイドからみると、この詳細なコベナンツは、一般的なメザニン・ファイナンスで説明されるように、普通株式に較べて投資のリスクをカバーしただけの効果に留まるものではなかった。このメザニン・ファイナンスに付帯されたコベナンツの内容は、投資リスク抑制の範囲を超え、丸善の経営の意思決定に大きな影響を与え、ものいわずして、実質的なガバナンスを行使しているに等しいといえるほど支配的な拘束力を生む性格であったと推定することができる。

そして、このメザニン導入により、有利子固定債務を圧縮して同社の経営破綻を回避して、事業を建て直すための時間的猶予を設けた大和PIは、次に同社の事業連鎖を強固に補完できる、あらたなステークホルダーへの橋渡しの役割を担うことになる。

③ 資本金の金額減資による既存株主負担

丸善は、2004年度および2005年度決算時、優先株式発行を前提に資本金の減額を発表している。このとき行なわれた減資は「金額」のみであり「株数」は変更していない。

【資本金と発行株式数の推移】

年度	2001	2002	2003	2004	2005	2006
資本金（百万円）	12,173	12,173	12,827	12,827	5,503	2,000
発行済株式総数（千株）	102,162	102,162	108,162	108,162	108,236	108,236

(出所：各年度 丸善 有価証券報告書より筆者作成)

具体的には、まず2004年度末の資本金128億円を2005年度には55億円に減額した。さらに翌年度にも35億円の減資をおこなった結果、最終的には2006年度末の資本金は20億円となった。ちなみに2005年3月決算（2004年度末）発表の同社純資産は約18億円であった。またこの資本政策を発表した2006年1月内の最低株価は199円であった^[15]。

この減資は2つの目的で実施されたものである。目的のひとつは2005年度までの繰越損失を減資によって補填するためであった^[16]。そしてもうひとつの理由は、優先株式の将来の償還に

^[15] 2005年度有価証券報告書「最近6箇月間の月別最高・最低株価」より

^[16] 2004年度有価証券報告書（重要な後発事象）より

備えて資本の機動性を確保する（減資額をその他資本剰余金に振り向け、支払資金を確保する）ためである。^[17]

つまり、大和PIがあらたに優先株式で投資を実行するタイミングで、2005年度までの繰越欠損に対して、既存の普通株主に負担を求める形で資本金額の減資による損失補填を行ったのである。なお、この際、丸善は資本金の金額のみ減少させ普通株数は減少していない。加えて、大和PIは、優先株式への出資によって基本的に、ほとんど議決権のないポジションをとっている。そのため既存株主の議決権は希薄化しなかった。つまり、増資後も外形的には、既存株主は同社のガバナンスへ従前どおり関与する権利を保持できるものの、過去の累損については、既存株主の負担で一掃させたのである。

10

④ メザニン活用の効果

一般的なM&Aでは、経営危機に瀕した企業の再建にあたり、普通株式を発行して、あらたなスポンサーにこれを提供して議決権を付与すると同時に、既存株式の減資を強行することがある。

15

【株式所有者別状況】

区分	普通株			優先株		
	株主数 (人)	所有株式数(株)	所有株式数 の割合(%)	株主数 (人)	所有株式数(株)	所有株式数 の割合(%)
金融機関	43	33,218,000	30.9%	-	-	-
証券会社	52	5,400,000	5.0%	-	-	-
その他の法人	202	10,969,000	10.2%	1	74,120	100.0%
外国法人等	個人以外	36	2,988,000	2.8%	-	-
	個人	4	20,000	0.0%	-	-
個人、その他	11,384	54,820,000	51.0%	-	-	-
計	11,721	107,415,000	100.0%	1	74,120	100.0%
単元未満株式の状況	-	747,360	-	-	-	-
発行済株式総数	-	108,162,360	-	-	74,120	-

20

25

(出所：2005年度 丸善 有価証券報告書より筆者作成)

30

^[17] 2005年度有価証券報告書（重要な後発事象）より

【大株主の状況】

区分	議決権	氏名又は名称	所有株式数(株)	発行済み株式数に対する割合
普通株式	議決権あり	(株) トーハン	5,213,000	4.82%
		(株) 三井住友銀行	5,017,000	4.64%
		(株) みずほ銀行	5,015,000	4.64%
		日本証券金融(株)	3,404,000	3.15%
		丸善取引先持株会	2,398,000	2.22%
		明治安田生命(相)	2,379,000	2.20%
		三井生命(相)	2,002,000	1.85%
		日本生命(相)	1,826,000	1.69%
		日本トラスティサービス信託銀行(株)	1,762,000	1.63%
		丸善厚生会	1,671,000	1.55%
				大株主計
		普通株式総数	108,162,360	100.00%
優先株式	議決権なし	大和PI(株)	44,480	60.0%
	議決権あり	大和PI(株)	29,640	40.0%
			優先株式総数	74,120

*普通株式の単位(千株)未満の不詳部分は切り捨てて掲載。

(出所:2005年度 丸善 有価証券報告書より筆者作成)

こうした増減資では、新旧株主間で利害対立が生じるため、あらたなステークホルダーに対する既存株主の態度は心理的に硬化しやすい。株主数が多い上場企業であれば、既存株主の権利に対するネガティブな変更を伴う経営判断に対して理解を求めることは一層困難を極める。しかし、事業の再生は、株主をはじめ、多くの既存ステークホルダーの協力なくして実現しない。もし、あらたな出資者が既存株主の権利への十分な配慮なく、一方的に責任を求めるような印象を与えれば、既存のステークホルダーは疑心暗鬼に陥り、その態度は慎重に傾くであろう。その結果、再生計画への協力は非常に得にくくなってしまふ。最悪の場合には、あからさまな利害対立を招いて既存ステークホルダーの抵抗が障害となって再生計画自体が頓挫することさえありうる。^[18]

前述のとおり、丸善はエクイティでなく、メザニンによってファイナンスされている。そのため、2005年の増資後も既存株主の議決権は希薄化されることなく引き続き残された。既存株主の議決権を奪わなかったことは、言い換えれば、その意見を表明することのできる機会と地

^[18] なお100%減資により既存株主を完全に排除することもありうる。しかし、株主責任を顕在化させる100%減資には、決議要件の厳しい株主総会の特別決議が必要である。会社更生手続きであればその決議要件は緩和されるが、法的な破綻手続きによらない企業再生の場合、株主総会で100%減資の特別決議することのハードルが高く、ターンアラウンドの初期段階から既存株主の完全な排除を前提とした再生計画を表明することは難しい。

sample

sample

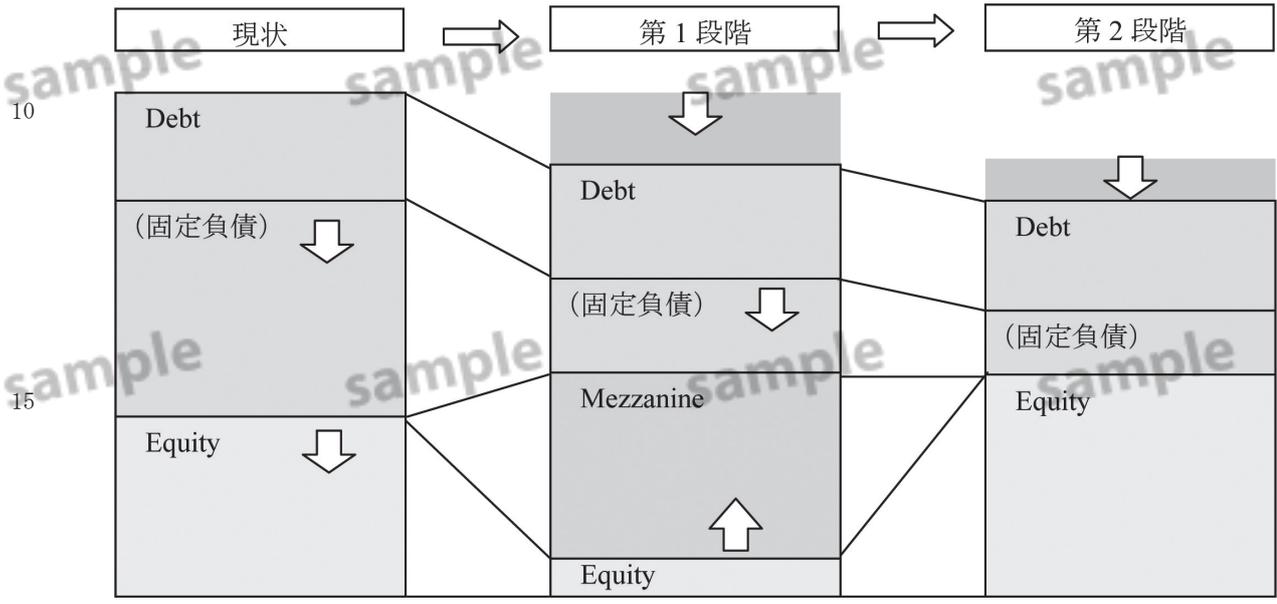
sample

sample

sample

位を引き続き保証した、ということである。つまり、メザニン・ファイナンスを実施した結果、新旧株主がそれぞれの立場で相互に議論を行える状況が作りだされたのである。その結果、あたらしいスポンサーである大和PI と従来のステークホルダーは、増資後も、共同歩調を保つうえで適格なポジションを確保して、それぞれ経営に関する意思決定に参画し、お互いの話し合いにより協力しあって丸善の経営再建に向き合っていくことになる。

【B/S 負債・資本部：メザニン導入移行モデル】



(筆者作成)

sample

sample

sample

sample

sample

そもそも大和PIには、丸善の出版や書店といった現業を経営する意思もノウハウも無い。同社の財務構造を立て直したうえで、中・長期的な展望に立って効果的に事業を継承できる、あらたなスポンサーへ丸善を橋渡しするのが大和PIの立場である。従って、大和PIが自社債権を保全するために必要な財務状態を維持する要請を超えてまで、事業運営に積極的に乗り出して、不用意に事業に介入するリスクを犯す必然性はまったく無かった。むしろ、増資した最初の段階から丸善に対する議決権をむやみに高めてしまうと、既存株主との間の緊張感が高まり、無益な軋轢が生じやすい。大和PIにとっては、「既存のステークホルダーの権利をできるだけ侵すことのないように配慮した協調的な立場から、丸善の事業が再生軌道へ向かうようにサポートしている」というシグナルを外部に発信することの方が、同社の経営に直接介入するよりも、ずっと大きなメリットがあった。

つまり、メザニンで一連の資本政策を実施したことは、他のステークホルダーに対して、大和PIが丸善をサポートするポジションが協調的であることを明確に示すうえで重要なシグナル

の役割を果たした、と捉えることができる。この点において、メザニンによる資本導入は賢明な選択であった。エクイティによる M&A のファイナンスに比較して、メザニン・ファイナンスは既存のステークホルダーとの不協和音を抑制し、スムーズな連携を生み出すうえで有効なファイナンス手法として機能する側面があることがここに示されている。

こうして丸善は再建の第一段階として、大和 PI の優先株式を梃子に、増資額に加えて銀行からの財務制限条項付融資と保有資産の売却等で調達した資金を使って、有利子固定負債を大幅に圧縮して B/S のリストラクチャを行ないながら、直面する資金難を回避した。そのうえで、第二段階として、既存のステークホルダー同士がそれぞれの立場を保持しながら対話を重ね、協調して同社事業を継承できるあらたなスポンサーへのスムーズな事業の橋渡しへと繋げていったのである。

(3) 丸善再生の代替案

2005 年、丸善は大和 PI や三井住友銀行などの銀行団支援により有利子固定負債を大幅に削減して財務改善を図った。しかし、同年に行われたのはあくまでも財務のリストラクチャリングであり、それだけで事業の再生が完結したわけではない。また、各金融機関によって行われたファイナンスには厳しいコベナンツが付帯されており、その制約からいち早く離脱することが同社の次なる課題であった。丸善は財務上の制約からの解放と、事業再生への堅固な足掛かりをつかむ、という 2 つの目的を達成するために、あらたなスポンサーを求める必要性に迫られていた。

優先株式で支援した大和 PI も、いつまでも同社へのメザニン・ファイナンスをつづけることを望むものではなく、いち早く同社の保有資産や事業などの経営資源に興味を持つ様々な事業会社に、丸善を譲渡する橋渡しを計画していた。当然、丸善の主な経営資源を多角的に見渡して、それらを活用して再生をする方策として、様々な代替案が考えられたはずである。

たとえば、全国の主要な中核都市の商業地域にある店舗網に着眼すれば、書店以外の小売業や流通業などのサービス業が丸善の買収に興味を示したかもしれない。あるいは丸善のブランドに注目した雑貨や文具の製造・卸売業者が触手をのばしたかもしれない。当然、競合する業界他社、たとえば積極的に店舗網を拡充したい新古書販売業者も存在したであろう。場合によっては、事業資産をばらばらに分割して、それぞれ複数の企業に譲渡することも視野に検討されていたかもしれない。

これらはすべて想像の域を出ない。あくまでも架空の代替案である。しかし、丸善の過去の業績を振り返ったとき、引き続き独立した経営権を保持して従来事業を継続することが簡単ではないことは明らかであった。従って、これら架空の代替案を誰も考えなかった、という方が

むしろ不自然である。

一方で、明治以降、わが国に西欧から学術や文化を紹介し、国民生活に西欧文明を取り入れ、その普及と発展の代表的な役割を担った老舗丸善には、独自の経営哲学に基づく根強い企業文化が存在していた。そのため、M&A 実施時点の買収価格だけが優先されて、丸善の文化にはそぐ
5 わない企業が同社を高値で競り落とすような形でスポンサーとなった場合、従業員を中心としたステークホルダーの抵抗にあい、結果的に再建が座礁するのではないか、ということも十分に危惧されたかもしれない。

丸善のどこに支援する価値を見出すのか、それは、スポンサーとなる企業によって大きく異なる。店舗の立地条件や企業の知名度だけを取得目的とする企業であれば、既存のステークホルダーとの関係を遮断することになっても、一向に構わないかもしれない。しかし、丸善の事業体
10 が有する過去の歴史や取引先、従業員など、一連の有機的な結びつきを存続させ、シナジーを活かしながら事業を継承して再生を企図するのであれば、現時点で最高値をつけたスポンサーであれば誰でもよい、とはいえなくなってくる。

5 もう一度、丸善になる

(1) 第二の創業

丸善は 2006 年度に計画通り減資を行ないつつ、E 種優先株式全額の買入消去を実行した。さら
20 らに翌 2007 年 8 月、丸善は大日本印刷株式会社（以下 DNP）と業務・資本提携契約を締結した。そして、この資本提携に基づき、2008 年 5 月に同社は DNP を引受人とする普通株式を発行して第三者割当増資を行った（1 株 112 円 29, 241, 000 株）。この増資で調達した資金を原資として丸善は F・G・H 種優先株式（327, 500 万円）の自社株買入消去を実施した。こうして丸善は順次
25 優先株式の消却をすすめ、いち早くその配当金の支払負担軽減に努めた。

また、この年に増資した結果、2005 年に 20 億円に減資された資本金は 2008 年度決算時には約 58 億円に増額され、2004 年度決算時の資本金額まで回復した。丸善の B/S の負債・資本の部の動きとしては、増資によって優先株式が消却された結果、メザニンが減額され、それに代わってエクイティが増額されることになる。（図「B/S 負債・資本の部：メザニン導入移行モデル」
30 第二段階を参照）

一方で、この年に普通株式増資を引き受けた DNP は、その後も丸善の株式取得をすすめ、普通株式 68, 271, 000 株、および A・B・C・D 種優先株式 44, 480 株すべてを取得した。（2009 年 9 月

DNP「大日本印刷株式会社、丸善株式会社、ジュンク堂書店の三社による業務提携に関するお知らせ」の、業務提携の相手先の概要より上場会社との当該会社との間の関係のうち、「資本関係」の記載)。そして、最終的にDNPが丸善の議決権の過半数以上(51.26%)を保有するに至っている(2009年9月DNP「丸善株式会社と株式会社図書流通センターとの共同持株会社設立(株式移転)による経営統合に関するお知らせ」の、DNPによる丸善持株比率の記載)。

なお、丸善はDNPとの業務・資本提携を行なうと同時に、2008年3月に「新中期事業計画200「もう一度、丸善になる」」を公表した。丸善の掲げた「もう一度、丸善になる」の骨子は以下のとおりである。

【丸善 経営理念体系】^[19]

1. 価値観 : 「知に生き、人間を信じる」
2. ミッション : 「知を燈す丸善」
3. ビジョン : 「もう一度、丸善になる」
4. 行動規範
 - ① 本質、本筋、本物を読み。知性は姿に現れる。
 - ② 現場、現実、現物に迫れ。お客様は目の前にいる。
 - ③ 感謝と笑顔を忘れない。どれだけ人を思いやれるか。
 - ④ 挑戦者たれ。人のために拓くべき未来がある。
 - ⑤ あたり前の作法を全力で行え。気品が人をつくる。
 - ⑥ 正直に。透明に。自信を持って清潔に生きる。
 - ⑦ 強き精神でやり切れ。誇りある自分を築く。

(出所：2008年丸善 中期事業計画200「もう一度、丸善になる」)

この内容から明らかなおとおり、同社は、明治創業以降、脈々と継承されてきた経営理念を現代に再定義し、「原点回帰」による事業再生を打ち出したのである。そして、この丸善の基本理念は、DNPの掲げる「知の文化の可能性を社会に広げるソリューション」^[20]を担う、という全社戦略の枠組みに強く共鳴するものであった。以降、丸善はDNPグループ傘下の一員として、未来に向かって様々な事業分野でシナジーを生み出す要素を多分に期待されたフラッグシップの事業体として存立するポジションを獲得している。

また、このとき、同社は以下の経営方針も発表している。

^[19] 2008年3月21日「新中期事業計画に関するお知らせ」

^[20] DNPグループCSR報告書2012等より

【丸善 経営方針】

- (1) 経営理念主導の経営
- (2) 「従業員」第一主義
- (3) 知的マネジメントの導入
- (4) 徹底した現場主義
- (5) 正直で透明な企業運営

(出所：2008年丸善 中期事業計画 200「もう一度、丸善になる」)

この経営方針にあるように、同社は、Value drivenタイプの組織運営を強く打ち出している。
10 この方針の礎となる同社の基本戦略は、Resource Based Viewで構築された色彩が強いものといえる。丸善は、あくまでも従来から歩んできた出版・書籍販売分野を事業ドメインに設定しつづけ、その強化・発展に自社の存立意義を見出す道を選択したのである。

なかでも、昨今、数多くの企業が「顧客」第一主義を謳うなか、丸善は「従業員」第一主義を掲げている。ここに、人材こそ丸善が他社とは違う存在価値を社会に示す重要な資本に他ならない、という強い意志が感じられる。丸善は社会に向けて「知」の発信を担う企業として存立することを目指す以上、商品開発はじめ顧客や取引先と間接・直接のあらゆる接点において、
15 個々の社員自身による「知」の発信活動が最も重要となる。従業員が顧客視点に立つことは当然ながら、そのうえで商品やサービス特性を熟知して「さすが丸善」と賞賛されるサービスが創造できるクオリティの高い従業員をこれからもつくり出し、これを擁することを企業の経営方針としているのである。学術・情報書籍出版という分野を事業ドメインにする以上、志と意識の高い従業員を擁することは、事業の本質において必然ともいえるであろう。

なお、ここで銘記しておかなければならないのは、この計画発表の時点で、既にDNPによる資本提携が実現され、そのグループ企業の一翼を担うポジションを確保していた、ということである。1企業単独の力で丸善が実現できることは限られている。丸善に限らず、業績不振の企業が、
25 いくら志の高いビジョンを掲げて、新しい経営方針を立て直したところで、それを実行する確固たる基盤となるポジションを確保できないう限り、独力でその事業を成功させることは難しい。2008年に丸善はDNPの助力を得て業務連携と資本支援という、2つの側面から後ろ盾を固めていた。だからこそ、DNPの戦略と丸善の経営理念が同軌する限りにおいて、丸善は迷わず自社のリソースの強化を方針として掲げ、これに全力を傾注することが可能となったのである。

30 事業の目標を共有するパートナーとして望ましい企業のひとつであるDNPが丸善の最大のスポンサーとなったことにより、丸善はその無形の事業資源を損なうことなく、未来に向けた事業再生の第一歩を踏み出したのである。もしも出版事業とはかけ離れた他業界の企業に買収され

ていたとすれば、あたりまえのことだが、丸善の経営理念はおおきな変更を余儀なくされ、経営方針も全く異なったものとなっていたであろう。しかし、丸善はそうした主要事業内容の転換が生じるような迷路に入り込むことはなかった。

前述のとおり、メザニンでファイナンスされていた丸善は、既存のステークホルダーは誰も排除されずに事業再生をすすめていた。丸善は、メザニンの出し手である大和PI だけの計画や意思決定ではなく、主要株主兼債権者である三井住友銀行やその他銀行団、主要株主かつ取引先でもあるトーハン、そして現経営者や従業員など、多くのステークホルダー間で、それぞれの利害得失の調整を図りながら、ともに足並みを揃えて、まずは財務問題のハードルを越えた。そして、その後も同じステークホルダーたちが引き続き一定期間、同社に関与をつづけ、事業再生の検討と実行がすすめられた。このことが、丸善の従来事業を強化・継続するための道を模索する推進力となっていた。

その結果、出版・書店・図書サービス事業のスポンサー兼事業パートナーとして最も適合するDNP との提携を実現させたのである。DNP は、ファイナンスしている金融機関のみならず、丸善の取引先や従業員など、事業に直接係わる既存ステークホルダーにとって、他業界の企業よりも抵抗感が少なく、なじみやすい支援者であった。丸善は、DNP グループの事業連鎖に密接につながったからこそ、「もう一度、丸善になる」というビジョンがリアリティを有するものとして従業員の心に訴えかける前提ができたのである。そしてはじめて、経営理念とそれに裏打ちされた経営方針が事業にとって重要な意義ある考え方として強く意識され、実ある事業再生を後押ししてゆくのである。

(2) 「新生丸善」牽引者の横顔（小城武彦）

2007年4月、丸善の新たな代表取締役役に小城武彦が就任した。同年8月のDNP との提携と翌2008年3月の新中期事業計画「もう一度、丸善になる」は、小城氏が社長に就任した新体制の下で発表されたものである。

丸善の再生を牽引するこの新しいリーダーは、かつて官僚の職を辞して、ベンチャー企業に転職した異色の経歴を持つ再生請負人であった。

① ターンアラウンドマネージャーの経歴

小城氏は、1984年に通産省（現経済産業省）に入省し、ベンチャーの起業支援を担う官僚であった。このとき、同氏は厳しい市場競争にさらされた民間ベンチャー企業を、リスクとは無縁の官僚の立場で支援することに疑問を感じたという。それがきっかけとなって、やがて彼は官僚

の職を辞している。そして、カルチュア・コンビニエンス・クラブ（株）^[21] に一契約社員として入社した。このとき 35 歳の小城氏は、他の社員たちとともに現場の仕事に携わっている。管理職ではなく、現場に身を置くことで、一から自分の体で商売をおぼえていったという。そして、この現場経験を経て、後に氏は同社で経営にも携わっている。

5 その後の 2004 年、今度は産業再生機構へ身を投じ、カネボウ（現クラシア）の社長として同社の再生に尽力した。

この経歴を買われ、2007 年に丸善の代表取締役役に選任され、同社の事業再生に着手することになったのである。

10 ② 人へのこだわりと企業のミッション

小城氏は、武藤真祐氏^[22] との 2010 年の対談のなかで、次のように述べている。

「日本の資源は人材しかありません。その人材のポテンシャルを最大限に発揮することのできる社会にすることが私のテーマです。日本の大企業では、社員が内向きになりがちです。ルース・ベネディクトは『菊と刀』で、日本は恥の文化、西欧は罪の文化と述べています。根強くある恥の文化の副作用が内向きとして現れるのですが、日本のいいところを残しながら外向きにしたいというのが願望です。」

「日本の古い社会が元気になる『鍵』を見出したいという思いです。人材がもう一度活性度をあげ、企業としても結果としてよくなっていくための『鍵』です。いまある経営学はコンセプトが欧米産で、日本に合うとは考えていません。恥の文化が根底にある組織をマネジメントするときの『鍵』をみつけることで、日本人の能力を活性化させ、生きがいを思い出してもらい、結果として日本が発展してくことを願っています。」

25 「企業経営の目的は、企業のミッションの達成にあります。丸善は『知を燈す丸善』というミッションを達成するために存在しています。お金儲けはその手段に過ぎません。しかし、利益がなければ継続的にミッションを達成することは難しいでしょう。今年 142 年となる丸善は、3 回の戦争と関東大震災を通過してきていますが、蓄えがあったからこそ乗り越えることができました。万一のときのための利益であり、利益は目的ではありません。社会に貢献するためのミッ

30 ^[21] レンタルソフト事業の TSUTAYA グループ持株会社。

^[22] 医) 鉄祐会祐ホームクリニック理事長、一般社団法人高齢先進国モデル構想会議理事長。東大病院、三井記念病院で救急医療等に従事。宮内庁で侍医も務める。その後、マッキンゼー・アンド・カンパニー勤務の後現職。経産省地域新成長産業創出促進事業ソーシャルビジネス推進研究会委員等歴任。

ションには、公共性が内包されていると考えます。CSR 活動が巷間言われますが、企業がなすべき社会的貢献活動は、まずは、本業を通して行なうべきだというのが私の考えです。」

(出所：武藤真祐の対談：高齢先進国モデル構想会議ホーム：http://www.you-homeclinic.or.jp/Dr_muto/)

【小城武彦氏 略歴】

	経歴
1984	東京大学法学部卒 通産省入省
1991	プリンストン大学ウッドローウィルソン大学院卒(国際関係論)
1997	カルチュア・コンビニエンス・クラブ(株)入社、(株)ディレクTV出向
1999	カルチュア・コンビニエンス・クラブ(株)取締役就任
2000	(株)TUTAYAオンライン 代表取締役就任
2002	カルチュア・コンビニエンス・クラブ(株)代表取締役就任
2004	(株)産業再生機構(マネージングディレクター) (株)カネボウ化粧品社外取締役、カネボウ(株)代表執行役社長
2006	(株)カネボウ化粧品社外取締役、カネボウ(株)代表執行役社長退任 (株)産業再生機構 退社
2007	丸善(株)代表取締役
2010	丸善CHIグループ(株) ^[23] 代表取締役 (株)トゥ・ディファクト ^[24] 代表取締役

(出所：各種報道機関、その他開示資料等より作成)

6 あらたなる船出

(1) 大日本印刷の出版事業統合戦略のフラッグシップ丸善

丸善はDNPの資本傘下入りした。そしてDNPの出版事業統合戦略に基づき、(株)図書館流通センター(TRC)とともに持株会社(現丸善CHIホールディングス株式会社：以下丸善CHI)を設立して経営統合した。

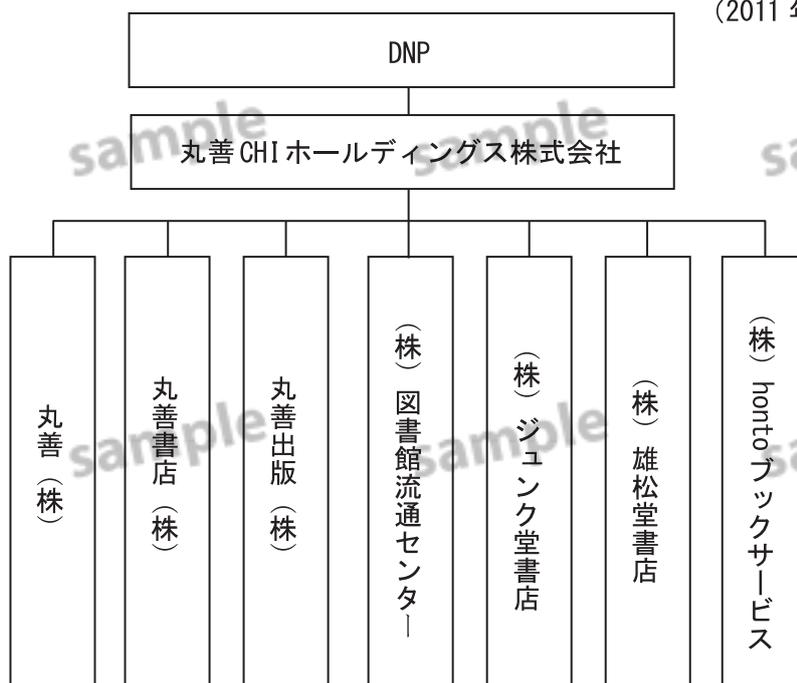
さらにDNPは丸善CHIを使って雄松堂書店、ジュンク堂書店を傘下に収めた。そして、オンラインで電子書籍の配信を提供する(株)hontoブックサービスも加わった結果、丸善CHIは国内最大の書籍コンテンツ販売グループとなった。なお、丸善CHIの事業を編成する過程で、旧丸善は、事業分野別に複数の法人に分割されている。また、被持株会社の丸善やTRC、ジュンク堂、雄松書店には約24の子会社が連なっている。

^[23] DNPグループ傘下の丸善、TRC、ジュンク堂、雄松堂書店の持株会社。

^[24] DNPグループ傘下でNTTドコモ、丸善CHIグループ共同出資会社。各社提携により、リアル書店、オンライン書店、電子書店のチャンネルを連携した「ハイブリッド型書店(株)hontoブックサービス」を展開。

【丸善の企業グループ体系】

(2011年6月現在)



(出所：CHIグループ, H23年1期決算資料と丸善CHI, H24有価証券報告書より筆者作成)

なお、DNPは、グループに加えた各社の事業運営に対して強く関与するスタイルはとっていない。資本提携しているものの、大卒の事業戦略を共有して、個別の事業運営については各社の自由な発想と独自性を伸ばすようなガバナンスを行っている。各社の独立を尊重することで、事業展開におけるグループ・シナジーを高めるための企業連携を目指しているのである。

そして、丸善CHIにより、印刷・出版業界を超えたあたらしい時代の「知の文化」の可能性を広げるソリューションを構築する、という発想の下で、各社のノウハウを融合させた「ハイブリッド型書店」など新規事業や情報・書籍サービスが生まれている。

ここに新生丸善は、DNPグループのフラッグシップとして船出したのである。

ちなみに、大和PIからDNP保有となった丸善A・B・C・D種優先株式44,480株は、2010年度中にすべて普通株式に転換された。^[25]

よって2011年度の優先株式は“ゼロ”となっている。

^[25] 2010年度CHIグループ株式会社（現丸善CHIグループホールディングス株式会社）有価証券報告書

【丸善 CHI 大株主の状況】

区分	議決権	氏名又は名称	所有株式数(株)	発行済み株式数に対する割合
普通株式	議決権あり	大日本印刷(株)	49,028,000	52.97%
		工藤恭孝	6,783,000	7.33%
		(株)講談社	4,028,000	4.35%
		(株)トーハン	3,694,000	3.99%
		丸善CHIホールディングス従業員持株会	2,971,000	3.21%
		(有)宝生堂	2,896,000	3.13%
		石井昭	2,761,000	2.98%
		(株)小学館	2,203,000	2.38%
		新田満夫	1,950,000	2.11%
		川村裕二	1,088,000	1.18%
		大株主計	77,402,000	83.63%
	普通株式総数	92,554,085	100.00%	
優先株式	議決権なし	大日本印刷(株)	0	0.00%
		優先株式総数	0	0.00%

* 普通株式の千株未満の不詳部分は切り捨てて掲載。

(出所：2011年度 丸善 CHI ホールディングス 有価証券報告書より筆者作成)

7 企業の枠を超えた事業連鎖 (value system) の再構築

(1) 知識分業と自生的秩序

丸善は、DNP グループ傘下入りして関連業界との連携を強化されたことにより、その事業を再生軌道へと向かわせた。ここでは、個々の企業体に蓄積された独自の「知的資源」が、他社との事業連鎖の中でシナジーを生み出し、個社事業のブラッシュアップが志向されている。複数社の事業が連携した結果、そこから生み出される価値が、単純合計を超過することがその目的だ。1 + 1 は 2 ではなく、3 にも 4 にも増殖する可能性を追求すること、それが丸善の事業再生でもっとも重視されるものだといえよう。

なお、この一連の考え方を許斐義信ターンアラウンド研究会は“value system creation”と定義して詳しく論じている(2012、許斐ターンアラウンド研究会、「ケースブック 事業再生」、中央経済社)。

(2) 事業を支えるメザニン・ファイナンス

間接金融主体の我が国において、米英型のエクイティ・ファイナンスは事業再生になじまない側面も多い。丸善のケースでは、メザニンがシニアローンやモーゲージとエクイティ・ファイナンスの挟撃を縫う形で事業再生のファイナンスとして活用されている。そこで示されたメザニンの効果に着目するとき、日本の企業再生における金融支援の今後有効な手立てとして、高い利用価値がある。なお、この点についても、許斐義信ターンアラウンド研究会は論じている(2012、許斐ターンアラウンド研究会、「ケースブック事業再生」、中央経済社)。

【2011年度 書店売上高ランキング】

順位	企業名	売上高(百万円)	前年売上高	伸び率(%)	店舗数
1	紀伊國屋書店	109,806	112,999	▲ 2.9	64
2	ジュンク堂書店	51,135	47,799	7.0	50
3	有隣堂	50,637	54,182	▲ 6.5	45
4	未来屋書店	48,014	47,022	2.1	222
5	ウレッジヴァンガードコーポレーション	37,276	34,994	6.5	365
6	フタバ書店	37,072	38,495	▲ 3.8	65
7	文教堂	35,524	39,812	▲ 0.8	184
8	トップカルチャー(蔦屋書店、峰弥書店、TSUTAYA)	32,404	30,113	7.6	72
9	宮脇書店	28,600	28,300	1.0	275
10	丸善書店	28,117	-	-	34
11	三洋堂ホールディングス	27,629	27,982	▲ 1.3	86
12	三省堂書店	27,552	28,268	▲ 2.5	35
13	リブロ	23,472	25,226	▲ 5.2	88
14	カルチェ・イケダ	22,996	23,250	▲ 1.1	95
15	ブックファースト	22,671	22,671	0.0	41
16	いまじん白揚	21,842	-	-	16
17	虎の穴	18,880	18,200	3.6	20
18	精文館書店	18,704	18,213	2.6	48
19	ニューコ・ワン	18,029	17,676	2.0	35
20	八重洲ブックセンター	16,900	16,900	0.0	12

*ニッテン調べ

*丸善書店は2010年が変則決算のため前年値なし

*ブックオフコーポレーションはランキングから除外

(出所：日販 経営相談センター「2012 出版物販売額の実態」)

〈参考文献〉

許斐義信 ターンアラウンド研究会「ケースブック事業再生」中央経済社、2012

許斐義信 慶応ビジネススクール・ターンアラウンド研究会「ケースブック企業再生」中央経済社、2005

5

〈参考資料〉

丸善株式会社およびCHI グループ株式会社、有価証券報告書およびプレス発表資料等、2000～2011年度

10

大日本印刷株式会社、プレス発表資料等、2008～2011

15

20

25

30

sample

不 許 複 製

慶應義塾大学ビジネス・スクール