

## 企業再生の早期実現の確立

### ―再建型法的手続を適用した企業に対する調査から―

柏原 清江

#### あらまし

本稿での「企業再生」は、再建型法的手続を適用した企業を過去のしがらみから脱却させ、再出発させることを重点に早期再建を検証する。

筆者は、再建型法的手続の企業を中心に、適用した企業に買収監査（Due Diligence）を行い、管財人および経営者、従業員の事情聴取を行ってきたなかで、従業員が再生に対しての管財人並びに旧経営陣の経営統投に対する不安感が多くあった。一方では、経営者たちも後継者難の悩みを抱え、再生に対して、不安を募らせていた。また、経営者たちのなかでは「現状の再建型法的手続は、未だネガティブなイメージがあり、申し立てに躊躇してしまう。再建型法的手続による成功事例（企業再生）が少なく、どのようなスキームで再建できるのかを知りたい。むしろ、中途半端な再建をしなければならない状態では申し立てした意味がない。これでは、敗者復活（再生）ができるのか不安で、再建型法的手続の意味がわからない。」といった意見も多く耳にした。

本稿の目的は、以上の調査から再建型法的手続の倒産処理において「企業再生」に何が必要なのか。再建型法的手続の主旨である「企業再生」を有効にかつ早期実現できるように、人的・制度枠組みを提言する。

#### 1. はじめに

1980年代後半のバブル期には、日本企業に買収意欲はあったが、日本の経営者に「売却」という選択肢はなかった。経営者の考えは、「自分の創った企業を売却することなど従業員や取引先に対して後ろめたくて言えない。」また、「大企業は子会社や事業部門を売却するなど同胞を売るような気がしてできない。」という当時の日本のM&Aに対する考え方が多くあった。その当時のM&A市場は、米国を100%とするならば、10%にも満たない状況であった。

1990年代半ばにもなると、大企業も合理的な経営方針をとるような、ノン・コア事業の売却の検討をするまでになり、バブル崩壊後、資金繰りに窮して売却せざるをえない企業や倒産する企業が数多く、身の回りに売却する企業が少なからずでてきたことによって徐々に「売却」に対する抵抗感が薄れてきたようになってきた<sup>1</sup>。また、株式市場もそれを評価する動きになり、企業再生が早期に実現しやすくなってきた。

経営者が主導してM&Aを実現させることは、決して「後ろめたい」ことではない。むしろ、新しい一步を踏み出さなければ、企業の再生を試みることはできない。

わが国では「M&A」や「倒産」に対するネガティブな風潮があったが、むしろ「M&A」と「倒産」は別物という考えが定着し、M&Aという言葉の響きが米国型経営手法と捉えられ、M&Aに対する経営者の心理的抵抗が存在しないと思われる一方で、法的整理を申し立てることに関しての強い心理的抵抗は、まだ存在

<sup>1</sup> 現在では、日本経済新聞社によって定期的に実施されるアンケート結果を見てもM&Aを「有力な経営戦略」と回答する経営者が8割以上に達した。M&Aの印象を「身売り」とか「なじまない」との回答は1割を切っている状況である。

しているといえる状況である。

最近では、徐々に「M&A」や「倒産」に対して、企業を再生させる「手法」と理解されるようになり、「M&A」及び「再建型法的手続」などの企業再生について、約7年間のアンケート調査<sup>2</sup>を行い「M&A」や「再建型法的手続」に関しての企業再生状況を検証した。

実務経験やアンケート調査報告から再建型法的手続の倒産処理において「企業再生」に何が必要であるのか。再建型法的手続の主旨である「企業再生」を有効かつ早期実現できるように、人的・制度枠組みから提言したい。

## 2. 企業再生の手法

### 2.1 私的整理の再生

私的整理とは、特に定まった手続の形があるわけではない。債務者と債権者との話し合いにより、債権者の個別の合意を得ることによって行なわれる企業再生手法である。

私的整理は、各ステークホルダーに一定の譲歩を求めることにより、企業のBS<sup>3</sup>やPL<sup>4</sup>を改善し、コーポレートバリューを高め、全てのステークホルダーにとってのWin-Winの構造を実現しようとするものである。各ステークホルダーが譲歩せず、従来の権利を主張し、債権回収に走れば、当然企業は「破産」に追い込まれ、コーポレートバリューはスクラップバリューに転落してしまう。その結果、銀行も取引先も債権をほとんど回収できず、従業員はリストラされ株主の株式は紙切れと化してしまう。そのような各ステークホルダーにとって最悪の事態を回避するためにも、各ステークホルダーの合理的な譲歩が必要不可欠なのである。

私的整理においては、各ステークホルダーが譲歩するか否かは、あくまでも各ステークホルダーの任意の判断に委ねられている。企業が作成する再建計画が合理的なものでなければ、各ステークホルダーの協力は得られない。すなわち、①ステークホルダーが譲歩することによって企業の再生が可能であること。②各ステークホルダーの譲歩の内容が、他のステークホル

<sup>2</sup> 7年間のアンケート調査内容は、「M&A」並びに「法的整理」を適用した企業の再生状況において企業価値を再認識し、これを有効活用させるため、買収先企業の実態を分析し、最適な企業再生の手法を見つけることを第1の目的としている。第2の目的は、「法的整理」のリスクの把握をし、「法的整理」での企業再生の課題や「M&A」を適用した企業の再生課題を問いたい。以上の目的をもってビジネスデューデリジェンスを買収先企業で調査するなかで、直接に従業員・経営者に質問し、回答を得た報告をまとめた。また、倒産処理を専門とし、M&Aを手がけている企業再生プレイヤーに直接質問を行い、早期企業再生の実現に向けての課題や手法を調査した結果が以下のとおりである。

**調査の目的：**企業再生に対するイメージや再建に関する意識・問題点を調査し、早期企業再生の方向に向けた政策提言の参考とする。

**調査の仮説：**①「M&A」並びに「法的整理」を適用した企業の再生状況において企業価値を再認識し、これを有効活用させるため、買収先企業の実態を分析し、最適な企業再生の手法を検証する。

②「法的整理」のリスクの把握をし、「法的整理」での企業再生の課題や「M&A」を適用した企業の再生課題を検証する。

**調査項目：**①「M&A」および「法的整理」によるイメージについて、②「M&A」および「法的整理」による再生について、③「企業再生」中の企業の状況について

**調査対象：**①再建型法的手続を適用した企業65社の従業員・経営者（内訳：民事再生法適用企業51社、会社更生法適用企業14社）従業員135名、経営者130名、②企業再生プレイヤー 33名（邦人企業を中心）、③M&A手法を利用した企業（＝法的整理を適用しなかった企業）35社の従業員 55名、経営者 40名、④企業再生プレイヤー 30名（外資系ファンド企業を中心）

**調査時期：**①2000年6月～2007年7月 7年間

**調査方法：**①再建型法的手続を適用した65社の企業に訪問し、デューデリジェンスを行なうなかで、従業員・経営者の質問時間で調査を行った。②企業再生プレイヤーは、企業再生コンサルタント、企業再生専門の弁護士、M&A専門の金融機関のプレイヤーに直接質問事項を配布及び口頭質問を行った（外資系企業も含む）。

**回収結果：**100%の回答率（従業員・経営者・企業再生プレイヤー）

**調査結果：**再生の関する意識調査 ①企業再生を適用した企業再生状況 1位＝再建には優秀な人材が必要である。79%、2位＝再建型法的手続を再建がえきる。62%。②経営者による法的整理を適用する意識調査 1位＝法的整理は再生手段である。82%、2位＝法的整理の特徴を理解している81%。③M&A手法による企業再生状況 1位＝抵抗勢力（従業員）が存在し、部内体制強化が図れない。98%。2位＝優秀な従業員が退職し、再生を遅らせている。90%。④経営者による再生比較（法的整理、M&A）調査 1位＝法的整理適用企業の経営者は、従業員及び経営者の再生意識の統一を図るのに都合が良い。95%、2位＝部内体制及び再生意識の統一が図り易い、また企業文化を全面的に変える必要がない。78%。3位＝M&Aは、買収先企業の体制を押し付けられる。98%。2位＝企業文化の相違があり、意識統一するのに時間がかかる。89%。

<sup>3</sup> BS＝バランスシート 貸借対照表

<sup>4</sup> PL＝プロフィットアンドロスステートメント 損益計算書

ダーと比較して、公平かつ合理的であること。  
③各ステークホルダーを納得させるだけの再建計画を作成できること<sup>5</sup>。以上の3項目が私的整理を成功に導くための必須条件である。また、私的整理は、①「倒産」というレッテルが貼られないこと、②取引先（債務）を切り捨てることがないこと等により、取引先等の信用が毀損しないためにもコーポレートバリューの維持が図れることが最大のメリットとして挙げられ、再建型法的手続と比較して事業継続が容易になる。一方私的整理では、メリットよりデメリットの方が多く、財産の保全や担保権に対する制約など可能な手段を持たないことから債権者に対する透明性や公正性という点で非常に不安定である。また、債権放棄をめぐる金融機関調整では、メイン寄せが働き、債権放棄に関して関係者全員の同意を得るのは容易ではないという問題もある<sup>6</sup>。そのためには、私的整理を公平な第三者の下<sup>7</sup>で、厳格な要件に基づいて行われる

必要がある。しかし、私的整理により企業再建がスピーディに行われ、その結果DES<sup>8</sup>による回収を含めサービサーが再建型法的手続に比べて多くなれば、債権者の経済合理性は高まるのではないだろうかと。

## 2.2 法的整理(再建型法的手続)の再生

法的整理とは、法律の定めるところにより、裁判所の監督の下に債権者の多数の同意によって再建計画を策定し、その計画に従って強力に再建を推進する手続である<sup>9</sup>。

企業の再建型手続の法的整理（会社更生法・民事再生法）により再建を目指す場合、M&Aの手法が用いられる。M&A<sup>10</sup>とは、株式取得、減資増資、営業譲渡、合併等の手法を用いて、企業の支配権を移転・取得することである。

法的整理の最大のデメリットは、申し立てを

<sup>5</sup> ステークホルダーの協力や譲歩が必要になってくる最初の問題は、再建計画案を策定する段階でのメインバンクと経営者の間の駆け引きである。特にオーナー企業の場合、「会社を手放したくない」という気持ちが強くあり、メインバンクと改革の方針が大きく食い違うことがある。なんとか企業に影響を残したいと考える経営者と抜本的な改革を行ないたいメインバンクとの間においては、お互いの妥協点が探られることになる。この場合、仮に経営者が譲歩しなければ法的整理になるが、ぎりぎりの駆け引きの中で最終的に経営者側、オーナー側が譲歩し、メインバンクも了解する合理的な再建計画が作成され、企業再生への道をたどることになる。したがって、経営者側の企業再生に対する経営能力を問われることがキープポイントでもある。

<sup>6</sup> 私的整理にあらかじめルールを設け、私的整理を円滑・公平におこなえるようにと私的整理ガイドラインが策定・公表されたが、中身については、実務的な運用においては上記の問題点を十分に解消するものではない。私的整理ガイドラインは、銀行等の自発的遵守を求められる紳士協定であり、法的拘束力はない。金融機関等の債権者、企業である債務者並びにその他の利害関係人によって、自発的に尊重され遵守されることが期待されている。最近では、変化が見られ、私的整理ガイドラインで取り上げた案件でも極端なメイン寄せは少なくなってきたようである。過剰債務整理に対しては、私的整理が試みられ、それで調整がつかない時、私的整理から法的整理への連続性の確保があれば、私的整理段階で合意するインセンティブが働く可能性があり、そうすれば、法的整理移行に伴う事業価値の毀損も回避できると考える。

<sup>7</sup> ここで言う厳格な第三者とは、ステークホルダー（利害関係者）ではなく、ターンアラウンド・マネジャーと証される（企業再生請負人）再生のプロに仲介を依頼することである。

<sup>8</sup> Debt Equity Swap（デットエクイティスワップ）は財務改善の手法の一つで、負債と資本との交換である。貸し手の立場からは、債権を元手にした出資を意味する。具体的には、例えばある会社の社長が自社に対して3000万円を貸し付けていたとすると、DESでは会社がこの3000万円を社長に返す。しかし実際には会社には返すお金がないので、社長は返してもらった（ことになっている）3000万円を会社に増資する。この操作により、実際のお金は一切動いていないが、会社としては返済義務のある借金が減り、返済の必要のない資本が増えることになる。バランスシート上も、自己資本比率が改善する。この手法は企業規模に関わらず広く用いられており、例えば産業再生機構などの再生案件でも頻繁に見られ、銀行が債権を放棄する代わりにDESをおこなうなどしている。しかしながら、安易なDESを抑制するため、2006年5月から施行された新会社法では、債権の「時価」（資産の価額）に応じたDESしか認めないこととされているため注意が必要である。

<sup>9</sup> 法的整理の手続開始の申し立てがあると、手続の開始決定があるまで債権者は弁済を受けたり強制執行をすることが禁止されることがあり、担保権者は、担保権の執行を禁止されることがある。手続の開始が決定されると債権者や担保権者は、法的整理の手続と無関係に自由に権利を行使できなくなる。例えば、債権者からの取立て騒ぎになるケースでは、そのような債権者の行為を抑えるための手段（保全）が必要で、法的整理でなければならぬ。また、不動産に設定された担保権（抵当権・根抵当権）に対し、一定の制約をかけられるのも法制的整理しか果たせない。その他、債権者に対する透明性や公正性という点に関しても、裁判所や管財人の監督・管理のある法的整理に分けがあり、それゆえに債権者からの感情的な責めや実益のない異議を排除できるのである。

<sup>10</sup> Mergers（合併）& Acquisition（買収）は、株式や事業部門など、会社の財産権を取得する行為を意味する。アメリカでは、一方の会社が消滅する合併（吸収合併）をMerger、双方が消滅し新会社を設立する合併（新設合併）をConsolidationというように区別して使われる。

した企業の「信用」を失墜してしまうことである。取引先からは、売掛金等の支払いを棚上げされ、最終的には大幅なカットされてしまうのに加え、申し立て企業が再建に失敗した場合、多大な損失を被る恐れがあり、取引中止が行われ、従来通りの事業が出来ず、売上が減少していく。

そのため、買収する側の企業の「資本金」と「信用」により、申し立て企業の信用を補い、取引先等の取引を円滑に維持・継続し、事業価値を維持するための手段としてM&Aの手法が多く導入し、活用されているのが現状である。

再建を目指す企業にとっての最大のメリットは、①買収する側の企業の信用力（取引先との継続・維持）、②買収する側の企業の資本金（事業の運転資金他）、③債権者に対し、カットした後の債権を早期に支払うことが可能である。また、債権者に対しても安心して取引が継続でき、早期にカット後の債権が確実に支払われることは、メリットでもある。

買収する側の企業（スポンサー）にとっても、①過剰債務がカットされ財務内容が改善される。②価値のある事業を営んでいる企業を安い値段で買収することができる。

このように、再建を目指す申し立て企業だけではなく、債権者や買収側企業にとってもメリットが多くある。

民事再生法は、簡易かつスピード化された手続ではあるが債務主導で行われる手続であることから、①株主や経営陣の間で意見が厳しく対立している等、②債務者の内部に対立があり再建方針が固まっていない場合や、③債権者申し立ての事件で、債権者と債務者が激しく対立している場合には、手続は円滑に進まないのが実状である。また、④担保権者を制約することができないことから、事業継続に必要な物件に担保権が設定されており担保権者が強硬に対立的な姿勢をとっている場合にも、やはり手続を円滑に進めることは出来ず、このような場合は、一般的には民事再生手続には向かないとされている<sup>11</sup>。

逆に、会社更生手続は、時間がかかる手続ではあるが、①内部対立がある場合、②債権者申し立ての場合、③事業継続に必要な資産に多額・多数の担保権が設定されており、担保権者との個別の弁済金額、弁済方法について交渉が難航することが予想されるような場合には、会社更生手続が向いているということになる。

会社更生手続は、今般の改正により、手続開始要件の緩和、更生計画認可前の営業譲渡の制度化・更生計画案の提出の迅速化・更生計画の可決要件の緩和等、民事再生手続の利点を多く取り込むこととなったため、特に上記①～③のケースの場合は、会社更生手続がより利用しやすくなるといえる。

以上の再建型法的手続の特徴から法的整理には法律によって再生のチャンスが確保されているという最大のメリットがある反面、現在でもその公開性と全債権者が当事者になってしまうことから、法律ではカバーしきれない部分があり、そのことによるダメージで再生そのものが立ち行かなることがある。ここに、法的整理の手続の限界がある。

しかしながら、早期の企業再生には法的整理は欠かせない手続であることは間違いないのである。

## 2.2.1 民事再生手続のM&A<sup>12</sup>

民事再生手続の申し立てをしたからといって、事業再生できとは限らない。スポンサーの資金面のバックアップにより、早期再生が順調に進みM&Aを可能にする。M&Aは、原則として会社法上の手続が必要である。民事再生手続は、会社更生手続とは異なり、株主の権利をカットし、企業の支配権や経営権を移転することは無い。ただし、民事再生手続の場合でも、M&Aを活用するメリットがあるため、M&Aを導入しやすいように2つの手続が用意されている<sup>13</sup>。

民事再生手続の場合、再生計画の中で減資を

<sup>11</sup> 座談会 園尾隆司編「東京地裁における民事再生手続事件の実情—平成14年8月末までの実情—」NBL, 746号, 社団法人商事法務研究会, 2003年, 8ページ。

<sup>12</sup> Mergers (合併) & Acquisition (買収) は、株式や事業部門など、会社の財産権を取得する行為を意味する。アメリカでは、一方の会社が消滅する合併（吸収合併）をMerger、双方が消滅し新会社を設立する合併（新設合併）をConsolidationというように区別して使われる。

<sup>13</sup> ①減資・・・裁判所の許可を得た上で再建計画案に定めることによって、減資を行うことができる。会社法上の手続である株主総会決議、債権者保護手続は不要である。

②事業譲渡・・・裁判所の許可により、事業譲渡を行うことが出来る。会社法上の手続である株主総会決議は不要である。

することはできるが、増資は通常どおり会社法上の手続（取締役会決議や株主総会決議）を行う必要がある<sup>14</sup>。

民事再生手続は、会社更生手続とは異なり、申し立てまたは開始決定後も原則として従来の経営陣が経営を行うことから、経営陣の交代によって事業が混乱・停滞することはない。また、民事再生手続は、会社更生手続と比べて手続の進行も早く、それゆえに、民事再生手続は、資産価値の劣化をできる限り進行させず、迅速かつ円滑にM&A（特に事業譲渡）を実行するのに適した再建型法的手続である。

## 2.2.2 会社更生手続のM&A

会社更生手続では、①その対象範囲は限定され、裁判所の監督下に置かれつつも、②経営陣の刷新により事業の再生を図り、③多数のステークホルダーの利害を調整しつつ、④ダイナミックな組織変更を可能とする強力な法制度を持つ事業再建制度といえる。また、担保権の実行を禁止してまで、企業を再建させようという強力な手続でもある。管財人（保管理人）が、裁判所から選任され、従来の経営陣に代わって、更生会社の再建を進めていくことになる。管財人は更生計画のなかで減増資等を定めることによって、取締役会、株主総会の決議を経ることなく、減資、増資または合併等を実行することができるのである<sup>15</sup>。これに基づき更生会社において、更生計画により100%の無償減資とスポンサーや取引先等に対する第三者割当増資<sup>16</sup>が行なわれ、資本の再編成がされている<sup>17</sup>。このように、更生会社の株式取得による買収（100%子会社）は容易になってきている。減増資には、①事業譲渡と異なり、スポンサーが引き継ぐ資産・負債・契約関係の選択や、資産等を個別に移転させる手続は必要がなく、手続が

簡単である。②株主は出資金以上の資金を負担する必要はないため、スポンサーのリスクが限定される。

最近では、さらにリスクを限定するためにスポンサー会社や新会社に事業譲渡する手法が多く取られようになってきている。更生計画の中で、あるいは更生計画外で、裁判所の許可を得て管財人が事業譲渡<sup>18</sup>を実行することも可能である。このため近年、大型更生事件については、外資系企業、投資銀行、ファンド、日本企業などが更生会社の買収が盛んになってきている。

会社更生手続は、手続の進行<sup>19</sup>が遅く、このため減増資や事業譲渡などのM&Aの導入が遅くなり、結果として資産の劣化を招くことがあるが、そのため、更生計画に頼らず、早期事業譲渡の手法が取られている。このように、様々な資本・組織の再構成を円滑に行うことが可能であることから、M&A（特に合併）を行うのに適した手続となっている。

会社更生手続は、申し立てと同時に経営陣が退陣して保管理人が選任されることから、これによって事業が一時的に混乱する可能性があるが、スポンサー側からは、早期再生を可能にする手続でもある。一方、会社更生手続は、極めて厳格な手続であり、更生計画の認可までに比較的時間を要する。それゆえに、M&Aの実行までに更生会社の資産価値は劣化してしまう可能性がある。会社更生手続においてM&Aを行う場合には、それらの点を注意する必要がある。

## 2.3 M&Aの再生

会社がいったん陥った窮状から脱出し、再生するためには、過去の債務を処理し、事業の収益性を高めなくてはならない。

<sup>14</sup> 例えば、エア・ドゥの民事再生手続では、再生計画で100%減資されたが、増資は取締役会決議を行った上で、日本政策投資銀行と全日空等が出資して設立した企業再生ファンド等へ第三者割当増資された。

<sup>15</sup> 菅原雄二「再建型倒産処理実務の運用の現状と課題」『債権管理』No.91, 社団法人金融財政事情研究会2001年, 5月, 106-107ページ。

<sup>16</sup> 増資とは、会社の資本額を増加させること。第三者割当増資とは、現在の全ての株主ではなく、特定の第三者に対して新株を割当て増資すること。

<sup>17</sup> 例えば、マイカルの会社更生手続では、更生計画で100%減資され、イオンに第三者割当増資することになっている。（マイカルの更生計画では、マイカルがグループ会社8社を吸収合併することも定められている）

<sup>18</sup> 例えば、1998年に会社更生手続を申し立てた日本リースの場合、リース部門について外資系のGEキャピタルに対し裁判所の許可を得て事業譲渡を行った。

<sup>19</sup> 会社更生手続の申し立てから更生計画の策定・成立まで通常1年以上の期間を要する。日本リースがそのケースである。

過去の債務を処理するためには資金が必要である。事業の収益力を高めることを目的として事業を再構築するためには、収益性の低い事業を切り離したり、あるいは、シナジー効果のある相手先と結びついたりすることが必要である。

そこで採られるのが、M&Aという手法である。M&Aは、現在では企業再生の手法として広く利用されている。M&Aとは、Mergers (合併) & Acquisition (買収) の略であり、簡単に言えば、会社を売買したり、くっつけたり切り離したりする方法である。M&Aにはいくつかの手法があるが、会社の経営者の立場からみて最も魅力的なのは、自ら出血をすることなく（自分の身を切り売りすることなく）資金を得られる新株発行型のM&A手法（救済型M&A<sup>20</sup>）と単に資金だけを注入するのではなく、経営にも直接関与し業績を回復させてグループ全体の価値を高め、会社の事業とのシナジーを追求する形のM&Aも増加してきた（シナジー型M&A<sup>21</sup>）。新たな資金だけを注入するのではなく、会社の経営にも関与し、自社との直接的なシナジー効果を発揮することでその会社の事業を再生し、企業価値を高めることでグループ全体の価値も高め、注入した資金を実質的に回収するのが現在

のM&Aの主流となってきている。

さらに、現在では、再生ファンドによる投資で短期間のうちに経営を立て直し、企業価値を高め、新規に公開をしたり、他の企業に売却して、投資した資金を早期に回収する方法も多く採られるようになってきた（投資型M&A<sup>22</sup>）。

以上の企業再生手法において「法的整理」や「M&A」の検討から、私的整理と法的整理にはそれぞれ得失があることやM&Aにも諸類型があることがわかった。

### 3. 企業再生の方向性と確立

#### 3.1 企業の再生要件と目的

破綻した企業では一般に株主権限が消滅し債権者へその権限に移行するが、債務超過という言葉で表現されるように、多くに場合、破綻企業の資産ではその債権は回収できない事態に陥っている。したがって、債権者は保有債権を如何にして多く、しかも迅速に回収できるかに関心が集まるのは当然である。しかしながら、一方で債権者の姿勢が破綻企業の再生可能性を決することにもなる。つまり、破綻した企業が

<sup>20</sup> 戦後、三井グループ、三菱グループなどの銀行を中心とした大企業集団やトヨタグループなど資本の持ち合いを中心とするグループ経営が広く行なわれてきた。グループ企業を救済する具体的な手法としては、中核企業がグループ企業に対して保有している債権の一部を放棄し、株式を取得することにより新たに資金を注入する手法が多く採られた。

新株発行の最大の魅力は、①新しく資金を得ることができること。②合併等、後に説明する他のM&A手法に比べて手続が簡易であり機動的である<sup>20</sup>。という点である。具体的に会社が新株発行する方法としては、①証券会社を通じて株主を公募する方法（一般募集）、②現在の株主に対して平等に株式を割り当てる方法（株主割当）、③特定の者に株式を割り当てる方法（第三者割当）がある。企業再生の場面においては、新たに資金を注入し、株主となるのが通常であるため、③の第三者割当の方法を採る場合がほとんどである。グループ企業の救済の場面においては、強引な改革や事業の切り離しを行なって経営を立て直そうとするようなケースはあまり見られなかった。ところが最近では、グループ企業であっても、その経営に直接介入し、立て直すことでリターンを得るなど、具体的なアクションをとることが求められようになってきたのである。

<sup>21</sup> 中核企業がグループ企業に対して、新たな資金を注入するが口を出さないというケースは減少している。すなわち、新たな資金を注入する以上、経営陣に人材を送り込み、リストラクチャリングなど具体的なアクションがとられることが増えてきた。日産のケースがシナジー型M&Aといえる。資金を注入し、経営陣を送り込み大胆なリストラを行い短期間で業績が向上した。日産は、当時6,844億円という連結赤字で過去最大の赤字額であったことから日産は極めて厳しい状況に置かれていた。このような状況のなか、外国企業と資本提携することで、生き残りを図り、ルノーと提携することになった。資本提携の形態として第三者割当増資により、ルノーから資金の注入を受け、債務弁済の原資に充てBSを改善するとともに、さらには、事業面でもルノーと提携することで世界規模でのシナジー効果を発揮し、本業の立て直しを図る方法を選択した。

<sup>22</sup> 新たな資金を注入し、会社の支配権を取得し、会社の業績を向上させ、自社とのシナジー効果を得ることでその会社の事業を再生し、資金を回収する類型の他に、もっとも手早く、短期間で資金を回収する手法が増加してきた。そのような短期間でかつ直接的に資金を回収する手法をとるものの代表的な例として再生ファンドがある。

再生ファンドが他の金融機関・機関投資家と大きく異なる点は、すでに一定の実績のある事業を行なっている企業に対する投資だから、多くの場合、何が問題点でありなぜ経営が悪化したのか原因をしっかりと把握している。つまり、その問題さえクリアできれば、投資対象を再生させ、投資を回収できる、ミドルリスク・ミドルリターン型の投資と言える。

再生ファンドは、企業を買収してその価値を高め、買収した金額よりも高値で売却し、その利ざやを稼ぐために資金を集めたものであり、事業シナジーを追求したり、中・長期的な事業の成功を目的としたものではない。したがって、企業を立て直し、買取価格よりも高値で売却し、かつそれを短期間で行なわれて初めて当初の目的を達成したといえる。

再生できるか否かは、その企業の事業性とステークホルダーの政策との微妙なバランスの上で決まってくると思われる。

### (1) 再生手法の目的

企業再生活動は、経営危機・破綻に陥ってから再び健全な経営状態に戻るまでにいくつかの段階を経るが、大別すれば、3つの目的に集約される。すなわち①財務状態の改善、②事業体質の改善、③成長力の回復、の三段階である。通常は①と②が先行して着手され、危機的状況からひとまず脱し経営が安定化されてきた段階で③へと活動ステージが遷移する。そして各目的それぞれに必要な具体的な施策は異なり、状況を見ながらそれらをタイムリーに選択・実行してゆくことが肝要である。この中で、事業・組織の再編成は、再生活動の各段階を問わず検討・実施されるものである。例えば、最初にMBOを用いて経営陣に事業売却し再生が供給される場合や、財務状態がある程度改善した段階で会社分割をするケース、あるいは事業の回復が見えてきた段階で他社との合併を検討する、といった具合である。また、経営手法や財務技術は日々進歩するものであり、したがって上表に挙げたような再生手法は代表例であって決して網羅的なものではない。ただし今後どのような新しい手法や技術が開発・提案されたとしても、大きな考え方としてはこれらの三つの再生活動のいずれかに位置付けられるものとなる。

### (2) 債権回収重視から再生支援重視へ

債権者は回収可能金額を精緻に計算したい場合、貸借対照表を分析するだけでなく、清算バランスシートを作成することもある。債権回収が度を過ぎれば、再生できる企業ですら再生の芽を摘まれることにもなるから、債権者にとっては、債権の回収が大きな目標になるとはいっても、債権回収に執着するのではなく、その後の再建がうまくいき企業が再生し、当該企業と債権者の関係が継続し長期的に回収出来る状態も視野に入れておくことも重要である。過大投資や多角化投資に失敗したものの本業はうまく経営されており、その新たな投資に関わる資金調達方法に問題があるなど、主に財政状態に問題が集約される場合には、債務免除、減資に

よる累積損失の解消などの会計的手法で一気に財政状態を改善することもある。その意味で、経営危機に陥った企業が再生できるか否かは、債権者の方針にも係ってくる。

### (3) 再生戦略の多様性

企業再生の可能性は本業の競争力とその回復可能な時間とで評価される時代は終わろうとしている。懐が深い債権者も多くはなくなった昨今、それに替わって新たな企業再生の方向が見えてきている。

#### ① 新たな株主としての再生ファンド

昨今では再生ファンドの成長が著しい。債権者から債権を肩代わりし、あわせて増資を引き受けるなど、抜本的に財務構造を変革させるケースもでてきている。また債権を放棄するだけでなく優先株などの種類株式に転換し資本充実を図る場合もあるが、この場合、債権者と資本家との二つの異なった立場をうまくマネジメントすることも重要になっている。破綻企業の資本を握って当該企業の再生を果たした場合、再上場やM&Aなど、いわゆる多様な出口があるため、企業再生時点では、回収可能金額は株主資本の増加が期待できる。また、債権者といえども単に債権回収にのみ興味を抱くのではなく、企業再生への関心が高まることにもなる。

再生ファンドを含む新たなリスクリカーの登場は、債権回収が主たる目的になっている倒産企業のマネジメントを、一気に再生へ向かわせる転換点でもある。

#### ② ターンアラウンド・マネージャーの活躍

企業破綻原因はさまざまであるから、破綻企業の中には事業そのものの再活性化に叡智を結集しなければ再生できないケースもある。通常、事業再生には時間が掛かるが、それが出来る人材は、財務構造の改革や不採算事業を売却するだけでなく、事業そのものに精通しているターンアラウンド・マネージャーである。ターンアラウンド・マネージャーは一般に同業者あるいは当該業界に精通した候補者の中から選ばれることになるが、倒産法の適用で清算するはずの企業が生き返れば、再び供給過剰や競争過多、内部的抗争などの問

題が再燃することが危惧される業界では、事業管財人の選任すら同業の抵抗に合うことにもなる。したがって、財務的経営構造の改革だけではなく、事業そのものを再生せなければならない企業の場合、真の経営力（リーダーシップ）のあるターンアラウンド・マネージャーが存在しているか否かが企業再生を左右すると言っても過言ではない。

### ③ M&Aや組織再編成による企業再生

最近の企業再生で特筆すべき変化は、企業再生戦略に関する変化である。従来は余剰な部分を削除するとか、競争可能な事業に集約しその縮小した事業の生み出すキャッシュフローで負担可能な範囲に負債総額を縮小させ財務バランスを回復することなどが主要な企業再生の戦略と考えられてきた。しかし、昨今はM&Aで企業全体あるいは企業の各事業を他社に売却して早期に再生を終了することが盛んになってきている。

企業が破綻したからといって法人格が消滅したわけではない。企業再生の最大の山場は雇用契約である。仮に労働組合があっても一般には破綻企業の場合、雇用継続に難があるのが通例であるから、特別清算と営業権譲渡とを組み合わせ、新会社へ事業を移すことによって既存の各種契約を解約する手法もある。

破綻企業が倒産法の適用を申請したとしても、別人格である子会社の株式が運良く質権設定から逃れていれば、子会社売却で破綻した親会社の財政状態を大幅に改善できるケースもある。

子会社の処理だけではなく破綻する前に企業合併を断行したり、不採算部門を売却することで経営危機を免れることがある。また、破綻後であっても第三者が破綻企業を買収したり、会社分割によって幾つかの企業へ売却することで再生することがある。新たな企業再生には、高度な経営戦略を駆使した経営手法が、その重要性を増してくるのである。

## 4. 企業再生の制度的枠組み

### 4.1 制度的枠組みについて

最初に日本における倒産手続の種類を概観したい。一つ目の枠組みとして考えられるのは、債務者と債権者といった当事者間での任意の合意に基づく私的整理と、法的な枠組みを活用する法的整理によるものである。もう一つの枠組みとしては、その企業・法人格を清算するのか、あるいは再建を図るのかといったものである。こうした倒産手続の中で、企業ないしは事業を再生させるためには、最適な手法を選択して活用しなければならない。また、現在ではプレパッケージ型という私的整理と法的整理の良い面を活用した複合的な手法や特別措置法の活用も選択肢として検討に値すると思われる。

このように、再生手法の制度的枠組みは、迅速な再生を進める上で不可欠であり、現在はその基盤が整ってきたといえる。以下では、各手法の特徴や差異を検討し、どのような状況下において、何を目的とした場合に、どの手法を用いるべきかを検討しなければならない。

#### (1) 私的整理と法的整理

企業の再生にあたり、現状を認識した上で最初に考えるべき選択は、一つ目の枠組みである私的整理によるものとするか、法的整理によるものとするか、である。

私的整理は、当事者間による柔軟な方法であるのに対して、法的整理には、会社更生法と民事再生法と会社法上の会社整理が存在し、裁判所による仲介など厳格な法的手段を必要とする。法的な枠組みを必要とする理由は、企業再生における最も重要な問題が、利害関係者間の調整なのである。

現在のところ、法的整理の多くが会社更生法と民事再生法によるものであり、その申請会社数は年々増加してきている。これまで日本企業の再生の多くは、私的整理によるものであった。経営危機に陥った場合、メインバンクが人材や資金の投入を行い、再生を担ってきたのである。しかしながら、金融機関の体力の低下と経営不振企業の増加により、従来の枠組みでは、再生が必ずしも上手くいかず単なる延命措置にすぎないという批判や、大企業など一部に限られる不透明な債権放棄が批判的となってきた。

こうしたなかで、産業界と金融界が一緒になって作成されたのが、私的整理のガイドライ



ンである。しかし、債権者間における負担比率をめぐる対立問題や、産業界においても競争上、安易な債権放棄を認めるわけにいかず、結果的に厳しい要件のガイドラインとなった。法的拘束力を持たないガイドラインが活用されるケースは少なく、形骸化が懸念されて現在では柔軟な運用方針に変更されてきている。

## (2) 再建型と清算型

再建型とは、企業あるいは事業の再生を目的とした手法であり、企業再生といった場合には、再建型の手法を指すことが多い。再建型の法的整理の代表例として、民事再生法と会社更生法が挙げられ、この二法の活用は盛んである。これまで、売上や総資産といった企業の規模によって再生の手法が考えられており、大企業は会社更生法、中小企業は民事再生法といった区分けがなされてきた。しかしながら、本来は再生法の特徴と再生をしようとする企業を取り巻く状況との整合性によって決めるべきものであると考える。

特に、債務者である企業の経営者がその地位に留まろうとした場合や、再建のスピードを重視する場合には、民事再生法を選択しがちである。しかし、担保権者の理解が得られずに再生計画が頓挫するケースが珍しくない。民事再生法では担保権者を拘束することが難しく、また原則として経営者はその地位を継続することができ、100%減資が実施されないケースもあり、株主責任について曖昧な部分を残している。

清算型の再生手法というのも存在する。採算型は、既存法人格の消滅を伴うために、再生と結びつかないと考えられるかもしれないが、清算型による再生も可能なのである。債権者との関係がこじれている場合には、債権者の同意が得られにくく、民事再生法や会社更生法による申請を行ったとしても、計画認可までの時間を要する場合、その間の事業価値の劣化は避けられない。こうした場合には、債権者の同意が不要な破産法を活用することにより、法人格の消

滅と営業譲渡を受け皿会社に行くことで再生が可能となる<sup>23</sup>。

## (3) プレパッケージ型

最近では、私的整理と法的整理の両者のメリットを活かしたプレパッケージ型の再生が増加しつつある。プレパッケージ型とは、あらかじめ主要な債権者やスポンサーとの間で債務整理案を合意した上で、法的整理に移行して再生計画をまとめるという手法である。いわば、ハイブリッド型の再生手法といえるであろう。

私的整理では、多数の利害関係者が存在する中で、特定の関係者に負担が集中しがちであるため、フリー・ライダー問題が生じやすく、合意形成が難しいのが実態である。また、債権者中心の計画では、債権回収や負債削減に重きが置かれ、思い切った事業転換などが行い難いことなどが私的整理の限界である。

法的整理においても、上場廃止を伴うことや債権者全てに痛みを伴うことや、債権者区分の引き下げといったことが申請を躊躇させるものであろう。更に、法的整理の持つネガティブなイメージも法的整理の申請を妨げるものである。

しかしながら、プレパッケージ型の再生では、主要な債権者との事前合意を経て法的整理の枠組みを活用することで、多数決原理に基づく法的な強制力を持ちつつも迅速な再生が可能となるのである。更に、法的申請後のつなぎ融資も事前に検討することで、混乱を招くことなく事業を継続できるため、事業資産の劣化を食い止める点で優れた手法ということができよう。このようにプレパッケージ型のメリットも大きい。適切な情報開示など他の再生手法に比して手続の透明性を求められる点は認識が必要である<sup>24</sup>。

以上を見てきたように、企業再生の手法は徐々に整いつつある。私的整理と法的整理を区別して考えるのではなくプレパッケージ型や産業活力再生法も含めた複合的な手法も含めて最

<sup>23</sup> こうした事例として、ベンカンが挙げられる。配管部品大手の同社は急激な事業拡大で資金繰りが悪化し、経営破綻に追い込まれた。2001年9月3日に民事再生法を申請するが、債権者や取引先の支援が得られず、事業継続の目処が立たなかったため、3週間後は自主再建を断念し破産手続に移行した。その後、3事業に分割してファンドや同業他社に営業譲渡を迅速に行った結果、社員の雇用や取引先との関係継続も可能となり、事業が再生された事例と言える。

<sup>24</sup> 福助の再生では、企業再生ファンドがプレパッケージ型を活用した事例が見られる。MKSパートナーズは、スポンサーとして福助の再生計画を策定し、予め主要な債権者との合意を得た後に、民事再生法を使って優良事業資産を受け皿となる会社に営業譲渡した。これにより、取引先との継続的取引や従業員の受入を通じて事業の継続が円滑に行われた。

適な再生手法を選択する必要がある。

## 5. 企業再生の人的枠組み

### 5.1 人的枠組みについて

倒産法・会社法の改正があったが、法制度は整備されたものの、人的枠組みの制度が以前改善されていない状況であることから、企業再生の早期着手や迅速的な再生を遅らせている原因であると考えられる。

米国では早いタイミングで企業再生への着手が行われており、積極的に外部の専門家を活用した企業再生が行われている<sup>25</sup>。すなわち、金融債権者は財務制限条項に基づき赤字決算等の業績が悪化した段階で、債務者企業に対して経営の改善を勧告する。勧告に従わないとデフォルト宣言を受け融資が回収されることから、これを避けるために、債務者企業の取締役会は現行の執行役員を更迭して、事業再建のプロであるターンアラウンド・マネージャー（turnaround manager）をCEO（Chief Executive Officer：最高経営責任者）やCFO（Chief Financial Officer）といった執行役員として選任する<sup>26</sup>。また、近時はCRO（Chief Restructuring Officer：最高再建責任者）という役職も定着している。米国においては各地に大小のターンアラウンド・ファーム（企業再建を業務とする企業）が存在しており<sup>27</sup>、ここから派遣されたターンアラウンド・マネージャーが執行役員に選任されると、大企業を対象とする場合には、20名程度の補助者とともにチームを組んで事業再建に着手し、1～2年で企業の収益力を回復させて健全な企業にして退任すると言われている<sup>28</sup>。新たな執行役員は、

フィナンシャル・アドバイザーなどの中立的な専門家を雇い、M&Aや過剰債務についてはDESの活用や社債化等の再建策が検討される。

こうした金融債権者が主導する場合のほか、同様の手法でプライベート・エクイティー・ファンド<sup>29</sup>などが株主として企業再生に寄与している。具体的には、過剰債務に苦しむ企業をターゲットとする企業再生ファンドの場合、対象企業の株式を取得し、経営者や専門性を持つ人材を送り込み、経営の建て直しを図った上で、会社の売却や株式の公開をすることにより投資の回収を行っている。

米国では、1980年代から企業再生がビジネスとして成立しており、様々な専門家の団体として、ターンアラウンド・マネジメント・アソシエーション（Turnaround Management Association）が設立され、現在では約5,000人近くの加入者がいるよう<sup>30</sup>に、非常に厚い人材の層が形成されている。

2003年10月に政府から公表された「改革加速のための総合対応策」では、「平成16年度には主要行の不良債権比率を現状の半分程度に低下させ、問題の正常化を図る」<sup>31</sup>としており、今後、不良債権処理が加速する中で多くの企業再建が行われる。このため、主要な銀行においては、貸出先を対象に不良債権化を防ぐアドバイスや要注意先に対する事業再構築の支援のために、専門の部署を立ち上げ、取り組みが見られている<sup>32</sup>。

こうした再生支援の動きが加速する中、企業再生の実行を担うフィナンシャル・アドバイザーについては、日本においても数年前から、外資系や国内系の投資銀行等がフィナンシャル・アドバイザーとして活動しつつあり、M&Aを行う場合の計画立案やスポンサー探しの場合等で活躍している<sup>33</sup>が、今後の案件増加に対応

<sup>25</sup> 「日経経済教室 田作朋雄」日本経済新聞、2002年10月28日、3ページ。

<sup>26</sup> それまでの経営陣が辞意を表明し、ターンアラウンド・マネージャーの選任を求めることもある。

<sup>27</sup> 大手としてはゾリフォ・クーバーやアリックス・パートナーズ等があり、それぞれ120～130名の人員を擁し、常時20～30の案件を処理している。

<sup>28</sup> ターンアラウンド・マネージャーについて詳述した文献として、高木新二郎『企業再生の基礎知識』岩本書店、2003年、101～110ページ。

<sup>29</sup> 市場に公開されていない株式を対象に投資を行うファンド（基金）。

<sup>30</sup> TMAのホームページ <http://www.turnaround.jp> 参照。

<sup>31</sup> 「改革加速のための総合対応策」の「Ⅰ. 金融・産業の再生」、「1. 不良債権処理の加速策」参照。 <http://www.kantei.go.jp>

<sup>32</sup> 4大金融グループは、もちろんのこと、地域金融機関においても同様である。

<sup>33</sup> 2000年5月に会社更生適用を申し立てた信販会社ライフの手続では、スポンサー候補が多数名乗りを上げたため、候補先との交渉を行うアドバイザーにベアー・スターンズ・アンド・カンパニーを選定した。また、クレジット・ローン等小口債券を流動化することによって約2,700億円を調達しているが、そのアレンジャーとしてモルガンスタンレー証券会社が関与している。

また、近年アジア全般で事業再構築案件が多く、各アドバイザーにおいても注目される業務となってきたことから、ス

可能なだけの厚い人材層が形成されているわけではなく、企業再生のためのアドバイザーを早急に育成する必要がある<sup>34</sup>。

法的制度面では、再建型法的手続を申し立てた債務者会社に法律管財人・監督委員（弁護士）、事業管財人（経営者）の派遣を行う際に、役割（法律部門・経営部門）を明確にし、債務者会社の経営状況を把握して外部人材を派遣する枠組みを提言したい。なぜならば、更生管財人や再生手続における申し立て代理人に就任する弁護士は、経営活動のリーガル・チェックを日常業務としていることから特定の経済活動の合理性をチェックする知識、経験が備わっているわけではない。また、アンケート調査からも裁判所から選任される管財人の経営者としての資質に疑問があるとの意見が多く、企業の再建の妨げになっていることが明らかになった。このようなことから、裁判所は、手続終結後再建を果たした企業などで取締役等や就任している弁護士（管財人）の監視・チェック体制機能を設置することが望ましいといえる。また、申し立て企業には、ターンアラウンド・マネージャーを送り込む枠組みを構築するべきであると考え。外部人材を積極的に活用することで、過去のしがらみから決別した大胆な取り組みを実行することにより、企業再建を成功に導き易いのである。経営危機時には、円滑に外部人材の活用が進むこととなれば、迅速な企業再建のみならず、経営の規律を高め、早期企業再建への取り組みにも資することになる。こうした終身雇用制と整合的な人材活用の慣行が根付くことが、新たな企業再建の枠組みを構築する重要な要素となる<sup>35</sup>。

企業再生ビジネスの活性化を背景に、企業再生の実務を担う人材を必要とする企業と企業再生専門家を養成することを目的として、民間主導<sup>36</sup>を確立し、早期に裁判所から派遣される人材登用の仕組みを構築しなければならないと考

える。

## 6. 企業再生の課題

### （1）経営権をめぐる権力闘争

再生手法の選択を行うときには、企業のガバナンスをめぐる特有のメカニズムが働く。なぜならば、企業が経営危機に陥った場合、その原因や経緯はどうであれ、最も顕著かつ特有な問題は、経営権をめぐるパワーゲームが生じるからである。それは、株主と債権者と経営者のそれぞれの利益相反が顕在化するために生じる権力闘争である。こうした三者の対立が、再生手法の選択をめぐる対立を引き起こす可能性があるため、ガバナンスをめぐる葛藤が生じるのである。更には、株主間での対立として大株主対少数株主、債権者間でのメインバンク対非メインや担保保全債権者対無担保債権者、経営陣の内部においても利害が異なるために複雑な対立問題を生じさせるのである。

経営の危機が伝わると、普段はモノ言わぬ株主、あるいは企業が顧客として接する取引銀行などが、突如として経営者に対して厳しい要求を突きつけてくるのである。また、情報の開示や再生の道筋を示す計画案の提出などを要求してくるのである。それまでの暗黙の信頼関係は、危機の到来を機に突如として崩れ、その代償は企業にとって大きなものとなる。

株主は、企業の所有者として、また経営の委託者として経営陣に対して説明と経営責任を求める。経営者の交代や戦略の見直しを図り、株主価値の最大化、端的には株価にプラスの作用をする施策を要求する。なぜならば、株主が有限責任である限り、リスクを取ってでも再生を願うことが株主にとって合理的な行動となるからである。

他方で、債権者は債権の保全と回収を要求す

トラクチャーの合理性、斬新性、着実に実行がなされていること、公平な再建計画となっていること等を評価基準に、2002年度からRestructuringに関する賞を創設している。2002年度のRestructuring Deal of the Yearとして、メリルリンチ日本証券がスポンサーとの暖簾交渉、債権者交渉、統合ストラクチャーの策定、海外を中心とする再保険債権者に対するグローバルテnderオフアー等、全般的なアドバイザーを務めた大蔵火災の案件（2002年11月更生特例法申立て）が内定している。

<sup>34</sup> 倒産処理を担当する専門弁護士によるノウハウや情報交換を目的として、2002年11月、「全国倒産処理弁護士ネットワーク」が設立されている。

<sup>35</sup> 事業再生がビジネスとして定着していくためには、適正な報酬が支払われることも必要である。事業再生を成し遂げた場合の経済的価値を十分に評価した報酬が支払われることが求められる

<sup>36</sup> 事業再生実務協会」<http://www.turnaround.jp> 参照。経済産業省、中小企業庁、日本商工会議所、東京商工会議所等の支援を得て、事業再生の実務に携わる実務家のネットワークの形成、経営者へ普及啓発の活動等を行っていく。

る。特に取引金融機関は、追加融資の停止や追加担保の要求や金利の上昇などで既得債権の保全に走ることが合理的な行動となる。さらには、遊休資産の売却のみならず、人員の削減や事業の撤退・縮小といったリストラクチャリングを行い、費用の最小化と現金化を促すことで早期の債権回収を行いたいと考えるのである。誰も最後のトリガーは引きたくないが、自らの損失を最小化する行動に取らざるを得ないという難しい選択に迫られる。また、取引先である債権者は取引の継続の条件として既存債権の一括支払いや、新規取引に対しては現金決済を求めたり、場合によっては商品の出荷停止や引き上げなども検討する。

ここでは、株主と債権者の利害対立が明らかとなり、その間に経営者が存在することとなるのである。従業員や労働組合からの突き上げも加わり、経営者にとっては、まさに内憂外患の状態となる。

経営者にとっても、自身の保身や事業への過信、創業者としての思いや過去の経営者への責任転嫁など、さまざまな思惑を有していることや、従業員重視といった企業文化や伝統のために経営権を譲りたくないと考える。

このように、経営危機に陥ったときのステークホルダーは、通常とは異なる顔がむき出される。そうした状態は、企業再生の現場において直面する権力闘争そのものである。

## (2) ガバナンス問題と再生手法

経営危機に陥った企業のステークホルダー間における利益相反と対立の問題は、再生の手法によってそれぞれの利益が異なるために、手法選択の問題を一層難しくする。また、情報の非対称性の問題も選択を複雑化させる要因である。

一般的に、企業が経営危機に陥った場合、企業の経営権は株主による経営者への委託から、債権者に移行する。本来、経営者の交代は株主総会により決裁されるものであるが、実質的に債権者の監督下に置かれることにより、経営権の移行を伴うのである。つまり、多額の有利子負債を抱えた企業にとっては、借入元本の返済能力を失った時点で、それまでの貸出経緯はどうであれ、メインバンクとなる金融機関や大口債権者がその企業の生殺与奪を握るのである。

このタイミングは、経営者の意思にも依存するが、業績のタイムラグや会計データの信憑性といった問題が障害となり、必ずしも適切に行われないのである。もちろん、経営権を巡る闘争を内包しているため、容易な移行はそもそも難しいのかもしれない。したがって、そうした調整を促すために、再生にあたり制度的な調整が必要になってくるのである。

しかしながら、先に見たようにこれまでの日本に企業再生において法的手段をとることのイメージが悪く、まずは私的整理の道を探る場合が多いと言えよう。私的整理と法的整理の比較は、既に見たように、合意に至るプロセスと債権者との関係、更には外部評価が異なることであった。

私的整理による再生では、経営者にとっては自立再生への道が開かれることや社会的信用を維持することが出来るなどといった誘因が働きやすい。債権者にとっても、法的枠組みの活用では、強制力を持った再生が可能だが、大幅な債権カットを強いられる可能性が高いため、私的整理による合意が可能であれば推進したい誘因が働く。私的整理は、法的コストを低下させ、交渉に要する時間やコストを節減するかもしれない。

株主にとって法的枠組みを活用した場合には、株主としての権利を失うことに繋がる可能性が非常に高い。私的整理の下では、減資を行う場合においても、名目的な無償減資であり、100%減資となるケースは稀であることから、実質的な株主としての権利は、減資の前後では変わらないのである。こうして見ると、株主にとっては私的整理による再生が望ましいことは明白である。また、関係者の思惑が私的整理に向きやすいことと、企業を再生させることとは必ずしも一致していないのが現実である。この点を踏まえて、再生のゴールを設定しなければ、誤った再生手法を選ぶこととなる恐れがある。

しかしながら、私的整理だから合意が得やすいという問題でもない。債権者間の損失負担をめぐる交渉は、私的整理による再生のコストや時間を増加させる恐れがある。「メイン寄せ」と呼ばれるメインバンクの負担増加は、厳しい経営環境の中ではメインバンクとしても通用しなくなっているのである。

更に、私的整理による再建計画は、債権者に

としての債権回収計画であり、中長期的な企業の競争力の回復といった視点を欠く恐れがある。費用の削減などを通じたりストラクチャリングによって、短期的に効果の上がる施策による縮小均衡となる恐れもあるからだ。私的整理による再建策が企業の延命策であると批判されるのは、こうした理由に基づくものである。

このように、経営危機に陥った企業のステークホルダー間における対立は、企業のガバナンス構造を揺るがす問題となり、再生手法の選択に大きな影響を及ぼすのである。

再生の手法選択にあたり、各手法のメリット・デメリットを理解するとともに、再生にあたり何を重視するのか（固有の事業の生き残りや従業員の雇用など）を明確にする必要がある。その上で、対立する株主と債権者の間のメカニズムを理解した上で、再生手法<sup>37</sup>を選択しなければならない。

それぞれの立場によって、会社更生法と民事再生法の異なる意味を整理したい。

企業再生における制度面や手法の理解に留まらず、企業の経営権をめぐるダイナミックな動きも理解しなければならないであろう。しかしながら、再生手法の選択における正解を求めることは非常に難しい。本来、企業の経営危機が訪れる前には、さまざまな制約条件の下で、限られた時間で合意に至らなければ企業の再生は成功しない。上記に見た制度面での手法とステークホルダーの動態を理解した上で、粘り強い交渉を行い、ステークホルダーの理解と支援を得ることで、再生の道筋が見えるのではないだろうか。

従業員の再生意識が強く、買収先企業からも早期に部内体制を整えることが容易であるとの意見が多い。このようなことから企業再生を早期に実現することが可能であることが実証されつつある。

企業再生には、前経営者の続投や新経営者の改革が重要な役割を果たしていることが明らかであり、企業再生の重要課題は、①法的整理の適用に対する経営者のイメージ、②優秀な人材の確保（ターンアラウンド・マネージャー）、以上の2点が今後の企業再生を左右するものであると考える。

経営者は、「法的整理（再建型法的手続）」に対して、再建型のM&Aによる企業再生を前提とした法律であることは認識しているが、「法的整理」に対する心理的抵抗が強いことから申し立てを躊躇していることがわかる。

企業再生を実現した企業の成功例から事業を譲渡・譲り受けした経営者には、優れた決断力を有していたケースがほとんどである。すなわち、優秀な経営者や従業員を確保することで早期再生を実現することは可能となるのである。

企業再生の成功と失敗の分岐点は、経営者が企業の事業内容・企業文化などを慎重に見極め、適性な判断で、企業再生において抵抗勢力となる部分は、冷静に排除していかななくてはならないと考える。

これからの企業再生は、調査結果を踏まえた要素を取り入れ「法的整理（再建型法的手続）」実践的かつ戦略的にどのような手段において有効活用すべきなのか、企業再生の実現の方向性を確立する。

## 7. おわりに

本研究の企業再生調査結果から、「法的整理を適用した企業」、「M&Aを適用した企業」とでは、「法的整理を適用した企業」の方が、現

## 参考文献

1. 事業再生研究会機構編『事業再生の担い手と手法』商事法務、2003年。
2. スチュアート・スラッター、デービット・ロベット「ター

<sup>37</sup> ダイエーのケースでは、なぜ法的整理ではなく私的整理であったのか。金融支援は主力3行による債務免除と減資とデット・エクイティ・スワップの組み合わせであった。普通株式の減資は無償減資であったために、実質的な株主責任を問うことにはなっていない。金融機関主導による再生プロセスを検討することで、株主と債権者、さらには経営者を含む3者による企業の経営権をめぐる闘争を垣間見ることが出来るであろう。続いて、マイカルの事例では、再生手法を途中で切り替えている。これは、利害関係者の理解が得られないために、より拘束性の強い会社更生法へと移行せざるを得なかったのである。マイカルとダイエーの2つの事例を通じて、再生手法の選択問題とガバナンス問題に焦点を当てると、なぜマイカルは当初予定していた会社更生法による再建を拒否して民事再生法による申し立てを行ったのか。更には、なぜ再び会社更生法に切り替えざるを得なかったのか。そこには、経営陣の対立と債権者の動態と法制度の特徴が重要であったと考えられる。

- ンアラウンド・マネジメント』ダイヤモンド社、2003年。
3. 高木新二郎『企業再生の基礎知識』岩波書店、2003年。
  4. 高木新二郎『アメリカ連邦倒産法』社団法人商事法務研究会、1996年。
  5. 田作朋雄『民事再生法』東洋経済新報社、2000年。
  6. 田作朋雄『事業再生』角川書店、2002年。
  7. 中村裕昭著『ターンアラウンド・スペシャリスト』社団法人金融財政事情研究会、2003年。
  8. 藤原総一郎『企業再生』日本経済新聞社、2003年。
  9. 藤原総一郎編著『企業再生の法務』社団法人金融財政事情研究会、2004年。
  10. 松田純一『会社更生法改正』日本実業出版、2003年。
  11. 安田隆二『企業再生マネジメント』東洋経済新報社、2003年。
  12. 日本弁護士連合会・倒産法制検討委員会編『新破産法』(株)商事法務、2004年。
  13. 東京弁護士会金融取引法部編『事業再生と法的整理上・下』社団法人金融財政事業研究会、2006年。
  2. 事業再生研究会機構編『プレパッケージ型事業再生』社団法人商事法務研究会、2004年3月。
  3. 菅原雄二「再建型倒産処理実務の運用の現状と課題」『債権管理』91号、社団法人金融財政事情研究会、2001年5月。
  4. 藤田浩著『M&Aドキュメント事業売却』社団法人商事法務研究会、2004年3月。
  5. 水元宏典・柳川範之・田昨朋雄編著「産業再生と倒産法」『ジュリスト』No.1265 有斐閣、2004年4月。
  6. 社団法人金融財政事業研究会「M&A・事業再生－コーポレートガバナンス」『事業再生と債権管理』110号、ぎんざい、2005年10月。
  7. 社団法人金融財政事業研究会「破産・再生実務の現状と課題」『事業再生と債権管理』111号、ぎんざい、2006年1月。

#### \* その他

#### \* 雑誌論文

1. 商事法務研究会編『再生・再編事例集3 事業再生の決断－再生の現場と志－情熱の結晶』社団法人商事法務研究会、2004年2月。
1. 帝国データバンク「TEIKOKU NEWS」関西版3月号 帝国データバンク、2006年3月号。
2. 「企業再生請負人（ターンアラウンドマネジャー）」掲載記事 日本経済新聞、2004年3月28日、6ページ。
3. 「企業再生請負人」掲載記事 京都新聞、2004年2月3日、4ページ。