

「法的整理」および「M&A」の適用企業再生状況について

—アンケート調査を中心として企業再生課題を検証—

柏原 清江

あらまし

近年、「企業再生」という言葉が、わが国において頻繁に耳にされるようになってきた。日本経済の長期不況が続くなかで個々の企業を過去のしがらみから脱却させ、再出発させることの重要性が理解されるようになり、政府や金融機関による本腰を入れた「企業再生」への取り組みが始まった。

筆者は、アンケート調査を中心として、「M&Aを対象とした企業」、「法的整理を適用した企業」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約7年間行ってきた。

アンケート調査を実施するなかで、一番多く耳にしたのは、「法的整理」に対しての心理的抵抗感、「企業再生」における経営者に対する不安感（経営能力）と優秀な人材確保に関してであった。

「企業再生」において、再生の早期実現を可能にするために、最適な手法は何か、アンケート調査報告から「M&Aを対象とした企業」および「法的整理を適用した企業」を中心とした比較研究を試みながら、「企業再生」の早期実現に向けての有効活用を検証する。

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んか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んて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。しかし、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出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思われる。

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った。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、新しい一歩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て来ているようである。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、まだ存在していると言える。

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「法的整理」などの企業再生について改めて検証したい。

約7年間のアンケート調査を基に「M&A」や「法的整理（再建型法的手続）」に関しての企業再生状況を検証することで、企業再生の早期実

現課題に取り組みたいと考えている。

2. 企業再生の手法

2.1 私的整理の再生の場合

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。

私的整理の成立の流れは、概ね以下の図1のとおりである。

このように、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BS¹やPL²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から、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³。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、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

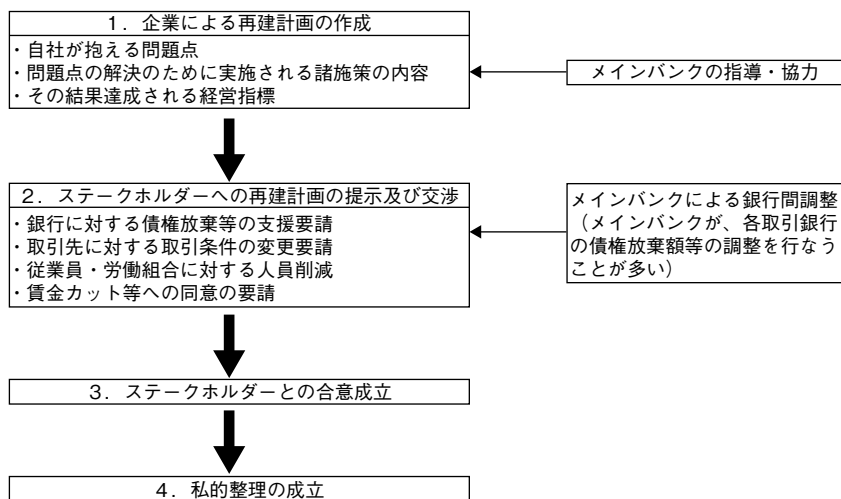


図1 私的整理成立の流れ

(出所：「O社私的整理概要」資料より自主作成。2007年7月。)

¹ BS=バランスシート 貸借対照表

² PL=プロフィットアンドロスステートメント 損益計算書

³ 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との駆け引きである。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力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。

定である。さらにわが国では、法的整理が「倒産」としてネガティブなイメージで捉えられ、法的整理になると事業が著しく毀損してしまうことから、私的整理で解決しようとするインセンティブが強く働くのが現状である。しかし、私的整理では債権回収の最大化を目指す金融機関等の債権者と債務者との間での調整のため、抜本的な再生計画案が策定されにくいという問題がある。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。このようなことから、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かった⁴。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る案件でも極端なメイン寄せは少なくなってきたようだ。

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、法的整理に移行する場合には事業価値の毀損が大きくなってしまふ現状では、私的整理において可能な限り調整が進むことが望ましいと考える。

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することができる。そのためには、私的整理を公平な第三者の下⁵で、厳格な要件に基づいて行われる必要がある。

2.2 法的整理の再生の場合

⁴ 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。

⁵ 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。

⁶ 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りません。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。

⁷ 会社整理手続については、現在はほぼ適用状況の報告がないので、本稿では触れないこととする。

⁸ 近年、2000年民事再生法の制定、2003年会社更生法改正により法的整理の制度整備が進められてきた。しかしながら、依然として法的整理になれば事業価値が大きく毀損するという見方が大半である。したがって、米国の連邦倒産法チャプター 11のような、企業再生のために簡単に法的整理を活用するという状況には至っていない。この理由には、法的整理の制度上の問題もあるが、社会的なイメージの問題が強いといえる。

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⁶。

法的整理の手続としては、①民事再生手続、②会社更生手続、③会社整理手続がある⁷。

民事再生手続は、中小企業の倒産事件が急増してきたことを受けて、2000年4月に施行された制度である。民事再生法の施行以前にも、会社更生手続は存在したが、会社更生手続は大規模な株式会社向けの手続であり、中小企業の再生のための法的制度としては、和議しか存在しなかった。しかし、和議は使いにくく、実際にも件数は少なく、利用しても手続としての成功率も低かった（成功率が低いのでますます利用されなかった）。そこで、中小企業の再建を促進する制度として民事再生法が制定されたのである。

民事再生手続は、実際、中小企業の再建に多く利用されており、年間1,000件程度の申し立てが行われている。そのうち、手続の開始決定が出されるケースが90%以上、最終的に再生計画についての認可決定が出されるケースは70%程度であり、法的手続としての成功率はきわめて高いものとなっている。一方、会社更生手続は、主として、大規模な株式会社の再建手続に利用する制度として、1952年に制定された。申し立て件数は年間30件～40件程度で民事再生手続と比べて少ないが、著名な大型案件ではよく利用されている。より利用しやすい手続をめざして、2002年に50年ぶりといわれる会社更生法の改正が行われた（平成2003年4月1日施行）⁸。

民事再生手続や会社更生手続には、私的整理

とは異なる大きな特徴が3つある。

- ① 多数決によって再建計画を成立させることが可能であり、再建計画に反対する債権者を強制的に再建計画に従わせることができる点
- ② 多数決の結果を反対債権者にも強制できる以上、法律で再建計画成立に至るまでのルール（手続）が定められている点
- ③ ルールがある以上、ルールに従っているかを監督する機関（裁判所）がある点である。

法的整理に入った場合には、前述の通り再建計画に反対する債権者を多数決（法的多数決）で強制的に再建計画に従わせることができることから、以下のメリットがある。

- ① 大幅な債権カットや100%減資等の条項を盛り込んだ内容の再建計画を作成することができる。
- ② 債権者全員の同意を取り付ける必要がないため、再建計画成立までのスピードが早い。

そして、なぜ、法的多数決の賛成を得ることが可能となるかという点、①法定の可決要件が緩和されており、法的多数の賛成を得やすいこと、②債権者の判断基準がシンプルとなることの2点が挙げられる。

私的整理の場合には、一人でも反対する債権者がいる場合には、再建計画を成立させることができないことと比べ、法的整理の場合の再建計画成立のハードルが低いことが分かる。

債権者の判断（賛否）の基準についても、法的整理の場合には、再建計画が成立しないと即破産に移行するため、債権者は「破産になった場合と比べて有利か不利か」という極めてシンプルな基準で判断することになる。再建計画の内容が破産になった場合と比べて有利であれば債権者の賛成を得られやすい。

法的整理に入った場合には、私的整理に比べて前記のようなメリットがある。一方、以下のようなデメリットも存在する。

- ① 「倒産」というレッテルを貼られてしまうこと。（信用の悪化）
- ② 法的整理に入った場合には、「債権者平等の原則」が厳格に適用され、金融機関のみならず、原則として取引先も含む全ての債権をカットしなければならないいた

め、取引先から、法的整理に入る前よりも厳しい支払い条件での取引（支払いサイトの短縮、現金払い、保証金の積み立てを行わないと取引を継続してくれない等）を要請されたりすること。（資金面の悪化）

- ③ 法的整理に入った場合には、信用の悪化から、売上が激減することが多い。その一方、経費については、売上が減少しても毎期定額の費用がかかる固定費についてはただちに削減できないこと、法的整理の申し立てによって損失を被った取引先から、取引継続の条件として仕入代金を上乘せされたりすること等によって、変動費も増加することが多く、このことによって利益が減少すること。（PLの悪化）

このように、法的整理には法律によって再生の機会が確保されているという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、なお法律が予定していない、あるいはカバーしきれない部分で影響が生じ、そのことによるダメージで再生そのものが立ち行かなくなることがある。ここに、法的整理の手続の限界と、もう1つの選択肢である私的整理が存在する理由がある。

私的整理か法的整理かの何れかを選択するには、その企業の経営状況を正確に判断し、再生可能な手法を選択するしかないといえる。以上のことから、私的整理と法的整理を比べると、法的整理の手続が早期企業再生を実現できると考える。

2.3 M&Aでの再生の場合

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。

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にはいくつもの手法があるが、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)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)。

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)。

2.3.1 救済型M&A

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⁹。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¹⁰。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¹¹。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¹²。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るようになってきたのである。

2.3.2 シナジー型M&A

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¹³。

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

⁹ このようなグループ経営においては、コアとなる企業が一つあり、そこから、資本関係を中心に、グループ全体で一つの企業として活動していた。その結果グループ全体の信用度がそのままグループ中核企業への信用と結びつく構図ができていた。つまり、グループ内の企業が傾けば、そのグループ全体のイメージが損なわれ、ひいてはグループ中核企業の信用に傷がつき、また逆に中核企業が傾けばグループ全体の信用が損なわれ、グループ内の個々の企業にも傷がつく関係だった。したがって、グループの中核企業は、不振に陥ったグループ内の企業を救済することでグループ内の信用を維持し、ひいては自社の信用も維持しようとしたのである。

¹⁰ 会社の新株発行に際し、新しく株主となるものは、新株の価格(発行価額という)を会社に払い込む必要があるので、会社としては新株の発行価額を得ることができる。

¹¹ 合併後のM&A手続きでは、多くの場合株主総会の決議が必要となるのに対し、新株発行は原則として取締役会の決議で足り、債権者保護手続や営業譲渡の際に必要なってくる債権者の個別の同意なども必要なく、他のM&A手法と比べ、手続が簡単である。

¹² 新株発行手続を経て、新たに株主になってものは、その会社の利益分配を配当して受ける権利を有すると共に、株主総会において議決権を有することができる。また、取締役・監査役などの選任・解任に関する事項や会社の基本的事項の決定に関与することができる。したがって、増資に応じて会社に資金を入れる場合、その会社の支配権を握り、経営に大きく介入することができるのである。

¹³ 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。

値も高め、注入した資金を実質的に回収するものが現在のM&Aの主流となってきた。

2.3.3 投資型M&A

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、買収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言える。

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。そこで以上の点を実証的に検証するために、以下の調査を実施した。

3. 法的整理を適用した企業および法的整理を適用しない企業に対する意識調査

3.1 D.D調査の概要

本研究のビジネスデューデリジェンスは、「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。

1) 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。

2) 調査の仮設

- i) 「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。
- ii) 「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。

3) 調査項目

- i) 「M&A」および「法的整理」によるイメージについて
- ii) 「M&A」および「法的整理」による再生について
- iii) 「企業再生」中の企業の状況について

4) 調査対象

- i) 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
- ii) 企業再生プレイヤー 33名(邦人企業を中心)
- iii) M&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
- v) 企業再生プレイヤー¹⁴ 30名(外資系ファ

¹⁴ 企業再生プレイヤーとは、「M&A」・「法的整理」を専門的に扱い企業の再生に携わっている人を言う。

ンド企業を中心に)

5) 調査時期

i) 2000年6月～2007年6月 7年間

6) 調査方法

i) 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。

ii) 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）。

7) 回収結果

100%の回答率（従業員・経営者・企業再生プレイヤー）

3.1.1 従業員の意識調査 I —民事再生法・会社更生法適用—

<調査所見>

質問1：今まで再建型法的手続を適用した企業

の雰囲気はどうですか。

従業員は、会社が再建型法的手続を申し立てたことにより、倒産法の認識をしたとの回答が多く、そのうえで、61%の従業員は、「適用したのは妥当ではない」ことが明らかになった。その理由としては、質問7の再建型法的手続のネガティブなイメージが根強く関係していると思われる。

質問2：再建型法的手続の特徴等を知っていますか。

従業員は、「倒産」という意味はマスコミや報道などによって理解しているが、再建型法的手続（民事再生法・会社更生法）についての特徴などは、47%以上が認識していなかった。が一方では、40%近くの従業員が新聞記事や雑誌等で企業再建を目的とした倒産法であると認識していることがわかった。

質問3：会社が再建型法的手続を適用して再建出来ると思いますか。

60%以上の従業員は、現状の会社再建（再生）が可能であると考えている。なぜならば、「再建」しなければ職を失い生活に窮地に追い込まれるからである。また、「再建できるかわからない」

表1 会社再建に関する調査（回答数：135名 調査方法：口頭質問 期間：2000年～2007年。）

No	質問事項	回答	回答数	回答	回答数	回答	回答数
1	会社が再建型法的手続を適用したのは妥当だと思いますか。	はい	31 (20%)	いいえ	80 (61.5%)	わからない	24 (18.5%)
2	再建型法的手続の特徴等を知っていますか。	はい	51 (38%)	いいえ	64 (47.2%)	わからない	20 (14.8%)
3	会社が再建型法的手続を適用して再建出来ると思いますか。	はい	83 (61.5%)	いいえ	11 (8.1%)	わからない	41 (30.4%)
4	再建（M&A）には不安がありますか。	はい	70 (52%)	いいえ	46 (34.9%)	わからない	19 (13.1%)
5	現在、会社の雰囲気は良いですか。	はい	52 (38.6%)	いいえ	78 (60.7%)	わからない	1 (0.7%)
6	今、会社の再建（再生）には何が必要だと思いますか。	優秀な人材	107 (79.3%)	豊富な資金力	28 (20.7%)	わからない	0 (0%)
7	再建型法的手続のイメージはどのように思いますか。	社会的に恥ずかしい	88 (65%)	再建出来る倒産法	25 (18%)	わからない	23 (17%)

と回答した30%の従業員の理由は、現在の経営者の続投や管財人等（経営陣）の経営資質に不満があり、再建できるのか不安であるようだ。

質問4：再建（M&A）には不安がありますか。
「M&A」再建による不安は、52%以上の従業員が抱えており、その不安とは特に雇用継続（リストラ）問題が一番多く、さらに「再建型法的手続＝破産」という「悪＝社会的制裁を受ける」のネガティブなイメージが根底にあり、早期手続を終結して、この状態から（質問5の社内が良好でない状態）早く脱却したいと思っているようである。

質問5：現在、会社の雰囲気は良いですか。
社内環境は、60%以上の従業員が、再建型法的手続を申し立てた以前も現在も良好な雰囲気ではないようである。また、従業員は常に再建に不安があり、前向きな姿勢で業務を遂行していないようである。さらに、管財人が就任している会社では、管財人に対して経営者としての資質に不満・不安が多いことが明らかになった。
質問6：今、会社の再建（再生）には何が必要だと思えますか。
再建型法的手続を申し立てた債務者会社の社内士気は低く（質問5の回答を含め）、優秀な人

材はすでに退職した状態で前向きな雰囲気ではないようである。また、企業再生に必要な経営者の人材（優秀で強力なリーダーシップを取れる人材）を強く求めていることがわかった。

質問7：再建型法的手続のイメージはどのように思えますか。

従業員の半数以上が、再建型法的手続のイメージは、再建（再生）を前向きに捉える倒産法ではなく、「破産＝倒産」というネガティブなイメージが根底にあることが明らかで、改めて再確認ができた。

3.1.2 経営者の意識調査Ⅱ—民事再生法・会社更生法適用—

<調査所見>

質問1：再建型法的手続を適用したのは妥当だと思えますか。

経営者は、「倒産法」適用することが最良の経営判断であることを信じ、再建型法的手続の申し立てを行っている以上、申し立ての妥当性を問うのに対して「はい」と回答する経営者が多いのは、当然であった。（経営者自身の経営指

表2 会社再建に関する調査（回答数：135名 調査方法：口頭質問 期間：2000年～2007年。）

No	質問事項	回答	回答数	回答	回答数	回答	回答数
1	再建型法的手続を適用したのは妥当だと思えますか。	はい	102 (78.5%)	いいえ	22 (17%)	わからない	6 (4.5%)
2	再建型法的手続の特徴等を理解していますか。	はい	130 (100%)	いいえ	0 (0%)	わからない	0 (0%)
3	再建型法的手続を申請するにあたり誰かにアドバイスを依頼しましたか。また、再建に関する依頼をしましたか。	はい (弁護士 /コンサル 系会社)	130 (100%)	いいえ	0 (0%)	その他	0 (0%)
4	今、会社の再建（再生）には、何が必要だと思えますか。	優秀な 人材	31 (23.8%)	豊富な 資金力	99 (76.2%)	わからない	0 (0%)
5	再建（M&A）には不安がありますか。	はい	42 (32.3%)	いいえ	62 (47.7%)	わからない	26 (20%)
6	再建型法的手続のイメージはどのように思えますか。	社会的に 恥ずかしい	67 (51.5%)	再建出来 る倒産法	63 (48.5%)	わからない	0 (0%)

針が問われることになる)

質問2：再建型法的手続の特徴等を理解していますか。

質問3：再建型法的手続を申請するにあたり誰かにアドバイスを依頼しましたか。また、再建に関する依頼をしましたか。

経営者は、経営が行き詰まった段階で弁護士、企業再生アドバイザー等に相談し、再建型法的手続の申し立てを行っている。この時点で再建型法的手続の知識を取得し、企業再生プレイヤーによって再建のスキームまでアドバイスを受けるようである。また、申し立て段階で企業再生プレイヤーが会社再建を実現出来ることを前提として、スポンサー探しが始まり、水面下でスポンサー探しを行っているのが明らかになった。

質問4：今、会社の再建（再生）には、何が重要だと思いますか。

経営者は会社再生を早期に実現したく、「豊富な資金」を望んでいるようであるが、同時に優秀な人材をも望んでおり、両者のバランスの取れた方法を模索しているようである。現実問題としては、財務面（キャッシュフロー）での立て直しが先行し、優秀な人材の登用などは後回しになっているのが実態である。そのため、早期企業再生が遅れがちになっている。

質問5：再建（M&A）には不安がありますか。

再建が実現（再建型法的手続の終結）するまでは不安があるが、申し立て段階で再建スキームをスポンサー側と調整をしているので不安はあまりないことがわかった。また、会社更生法による裁判所の管財人の選任基準や経営資質に疑問があるとの回答が多かった。

質問6：再建型法的手続のイメージはどのように思いますか。

最近、経営者は、再建型法的手続を企業再生の手段としての捕らえているようではあるが、半数以上経営者は、やはり申し立てを行った後、社会的な制裁（マスコミ報道など）を受けたことにより、倒産法のネガティブなイメージはまだまだ存在している結果が明らかになった。また、経営者が「敗者復活」を成し遂げられる再建型法的手続（民事再生法）は、社会的にほど遠いといえる回答が多かった。経営者自身、セカンドチャンス場として経営活動を続けることは、社会的に許しがたいことであるようだ。

3.1.3 企業再生プレイヤーの意識調査Ⅲ —再建型法的手続適用企業の再生経験者—

表3 会社再建に関する調査（回答数：33名 調査方法：配布及び口頭質問 期間：2000年～2007年。）

No	質問事項	回答	回答数	回答	回答数	回答	回答数
1	今まで再建型法的手続を適用した企業の雰囲気はどうか。	良い	3 (10%)	悪い	30 (90%)	わからない	0 (0%)
2	再建型法的手続の法制度には何が重要と思いますか。	法改正が必要	25 (75.8%)	現行法でよい	5 (15.2%)	わからない	3 (9%)
3	今、会社の再建（再生）には、何が重要だと思いますか。	優秀な人材	17 (52%)	豊富な資金力	16 (48%)	わからない	0 (0%)
4	再建（M&A）のプレイヤーには何が重要ですか。	財務知識	10 (30.3%)	経営知識	10 (30.3%)	法務知識	13 (39.4%)
5	企業再生請負人を依頼もしくは派遣したことがありますか。	はい	10 (30.3%)	いいえ	18 (54.5%)	これから	5 (15.2%)
6	再建型法的手続のイメージはどのように思いますか。	社会的に恥ずかしい	2 (6.1%)	再建出来る倒産法	28 (93.9%)	わからない	0 (0%)

<調査所見>

質問1：今まで再建型法的手続を適用した企業の雰囲気はどうか。

現場（会社）で、第三者の立場としてD.Dを行なう中で、社内の士気が低下しているのは当然である。（ガバナンス体制が崩壊している企業が破綻を起こしている）

質問2：再建型法的手続の法制度には何が必要だと思いますか。

企業再生を早期に行なうには「法改正が必要である」という回答（手続期間や担保権について）が多く、社会環境にあった改正を常時行なうべきであるとする意見がほとんどであった。

質問3：今、会社の再建（再生）には、何が重要だと思いますか。

「豊富な資金力」（財政面）は、当然企業再生を行なう手段としては第一優先であるが、その担い手となる優秀な人材も必要であるのも事実である。この両者のバランスが重要であることが明らかになった。

質問4：再建（M&A）のプレイヤーには何が重要ですか。

企業再生プレイヤーは、金融機関出身者が多く、財務・財政面や法務知識は兼ね備えているようである。しかし、経営資質（リーダーシップ）を兼ね備えている人材は存在しないようである。特に早期再生を実現するには、経営資質を持つ人材が非常に必要である意見が多かった。

質問5：企業再生請負人を依頼もしくは派遣し

たことがありますか。

M&Aでは、買収側企業から従業員を数名、買収先企業に派遣しているパターンがほとんどである。外部人材の登用やターンアラウンド・マネジャー（企業再生請負人）団体から派遣を行なうのは、大企業に限られていることが分かった。買収先企業の文化を買収側企業の文化に変革することは、非常に困難である。そこで、外部人材の登用が一気に社風を変えてしまうことがあることが明らかになった。また、ターンアラウンド・マネジャー組織団体の実態や活動が不透明であることも分かった。

問6：再建型法的手続のイメージはどのように思いますか。

企業再生プレイヤーは、私的整理よりも法的整理の再建型法的手続で企業再生を行なう手段としては、M&Aがしやすいとの意見がほとんどであった。

3.2 従業員の意識調査Ⅳ—M&A対象企業 —35社—

<調査所見>

質問1：会社がM&Aを行使したのは妥当だと思いますか。

従業員は、職を無くすよりは生き残るための手段としては、M&Aを受け入れなければならないので仕方が無いが、新社風にはなかなか馴染め

表4 会社再建に関する調査（回答数：55名 調査方法：口頭質問 期間：2000年～2007年。）

No	質問事項	回答	回答数	回答	回答数	回答	回答数
1	会社がM&Aを行使したのは妥当だと思いますか。	はい	20 (36%)	いいえ	20 (36%)	わからない	15 (26%)
2	M&Aには不安がありますか。	はい	25 (46%)	いいえ	20 (36%)	わからない	10 (18%)
3	現在、会社の雰囲気は良好ですか。	はい	25 (46%)	いいえ	30 (54%)	わからない	0 (0%)
4	今、会社再生には何が重要だと思いますか。	優秀な人材	30 (54%)	豊富な資金力	25 (46%)	わからない	0 (0%)
5	M&Aのイメージはどのように思いますか。	身売りされた	10 (18%)	生き残り手段	45 (82%)	わからない	0 (0%)

ないのが本音である。

質問2：M&Aには不安がありますか。

従業員は、この先リストラをされるのではないかと。また、M&Aを行使され売られるのではないかと不安があるようだ。

質問3：現在、会社の雰囲気は良好ですか。

なかなか従業員は、新しい社風に馴染めず、経営主導権が買い手側にあるので、全ての社内体制が変化し、付いていけないため退職者が多いようだ。

質問4：今、会社再生には何が必要だと思いますか。

買い手側からターンアラウンド・マネジャーが数名、送り込まれているが、それに相当するような本来のターンアラウンド・マネジャーではない意見が多く、送り込まれてくる経営資質に問題ならびに人選に納得していないようである。

質問5：M&Aのイメージはどのように思いますか。

従業員のほとんどが、企業の生き残り手段としてM&Aを捉えているようであるが、身売りされたことに対する抵抗感は、拭い去れないようである。

3.2.1 経営者の意識調査V—M&A対象企業 —35社—

＜調査所見＞

質問1：会社がM&Aを行使したのは妥当だと思いますか。

経営者は、企業存続を最優先とする考えのうえでのM&Aの手法を受け入れたケースがほとんどであった。なかには、将来経営が行き詰まり、法的整理を適用しなくてはならないケースを避けるための意見も同様に多かった。

質問2：M&Aには不安がありますか。

経営者は、企業存続の考えのもとでM&Aを適用したので、不安は無い。また、企業再生コンサルタントと綿密に再生計画（リストラ等を含む）を立案しているため不安は無いが、社名が変わっていくことに寂しさが残るという考えがあった。

質問3：現在、会社の雰囲気は良好ですか。

買収先の経営陣と事業内容についての考え方に相違はあるが、「新しく会社を再生しよう」という気持ちは同じであるとの意見が多かった。従業員達が新しい社風に馴染めず、全ての社内体制が変化し、就いていけないため優秀な人材を喪失しないよう努力をしているとの意見もあった。

質問4：今、会社再生には何が必要だと思いますか。

新生会社としての管理部門および営業部門に強力なリーダーシップを指揮できる人材が必要であり、優秀な社員を確保して行きたいと考えているようだ。

表5 会社再建に関する調査（回答数：40名 調査方法：口頭質問 期間：2000年～2007年。）

No	質問事項	回答	回答数	回答	回答数	回答	回答数
1	会社がM&Aを行使したのは妥当だと思いますか。	はい	40 (100%)	いいえ	0 (0%)	わからない	0 (0%)
2	M&Aには不安がありますか。	はい	30 (75%)	いいえ	5 (12.5%)	わからない	5 (12.5%)
3	現在、会社の雰囲気は良好ですか。	はい	10 (25%)	いいえ	30 (75%)	わからない	0 (0%)
4	今、会社再生には何が必要だと思いますか。	優秀な人材	40 (100%)	豊富な資金力	0 (0%)	わからない	0 (0%)
5	M&Aのイメージはどのように思いますか。	身売りされた	0 (0%)	生き残り手段	40 (100%)	わからない	0 (0%)

質問5：M&Aのイメージはどのように思いますか。

会社の生き残りの手段としてM&Aを捉え、今後もM&Aは活用されるとの考えがほとんどであった。

3.3 外資系ファンドの企業再生プレイヤーの意識調査Ⅵ -30名-

<調査所見>

質問1：会社がM&Aを行使した企業の抵抗はありましたか。

法的整理を適用した企業には、M&Aの抵抗はほぼ無く、むしろ後継者不足などの理由からM&Aを行使する企業については、抵抗勢力が強く再生が早期に行なわれない傾向がある。

質問2：M&Aには不安がありますか。

従業員は、この先リストラをされるのではないかと。また、M&Aを行使され売られるのではないかと不安があるようだ。

質問3：現在、会社の雰囲気は良好ですか。

なかなか従業員は、新しい社風に馴染めず、経営主導権が買い手側にあるので、全ての社内体制が変化し、優秀な人材が退職しているようだ。

質問4：今、会社再生には何が必要だと思いますか。

買い手側からターンアラウンド・マネジャーが数名、送り込まれているが、それに相当するよ

うな本来のターンアラウンド・マネジャーではない意見が多く、送り込まれてくる経営資質に問題ならびに人選に納得していないようである。

質問5：企業再生請負人を依頼もしくは派遣したことがありますか。

企業の売買業務およびコンサル業務を主としており、M&Aを適用した企業に人材を送り込むことは基本的には無い。買い手側の企業には、ターンアラウンド・マネジャーを紹介することは、コンサル業務の一環として行なっている。

質問6：M&Aのイメージはどのように思いますか。

プレイヤーには、米国と日本では、企業経営に関する慣習が異なり、考え方も違うが企業再生ビジネスの手段と捉えていることは、米国も日本も同様であることが分かった。

3.4 調査結果のまとめ

1. 法的整理を適用した企業の再建状況

法的整理を適用した企業のうち87%以上の企業が再建を果たしており、再建型法的手続が使い易く「再建」には便利な倒産法であることが位置付けられる。最近の企業再生には、併用する形のものが増えてきている。民事再生法にはプレパッケージの枠組みに第三者割当増資や事業譲渡を規定している点が重要である。

表6 会社再建に関する調査（回答数：30名 調査方法：配布及び口頭質問 期間：2006年～2007年。）

No	質問事項	回答	回答数	回答	回答数	回答	回答数
1	今までM&Aを行使した企業の抵抗はありましたか。	ある	20 (90%)	ない	10 (10%)	わからない	0 (0%)
2	日本と外国のM&Aの違いはありますか。	ある	20 (90%)	ない	10 (10%)	わからない	0 (0%)
3	今、会社再生には、何が重要だと思いますか。	優秀な人材	20 (90%)	豊富な資金力	10 (10%)	わからない	0 (0%)
4	再生(M&A)のプレイヤーには何が必要ですか。	財務知識	8 (26%)	経営知識	15 (50%)	法務知識	7 (24%)
5	企業再生請負人を依頼もしくは派遣したことがありますか。	はい	0 (0%)	いいえ	30 (100%)	これから	0 (0%)
6	M&Aのイメージはどのように思いますか。	売買手法	0 (0%)	再生手法	30 (100%)	わからない	0 (0%)

すなわち、最初から再生型のM&Aによる企業再生を前提とした法律であることが明らかになった。

2. 経営者による法的整理を適用する意識状況

この調査で経営者の多くが、経営に行き詰まり仕方なく再建型法的手続を申し立てざるを得なかったケースが目立っていた。法的整理に対するネガティブなイメージが適用しづらくさせていることが明確になった。また、最近の企業再生の動向は、再建型法的手続を申し立てする企業が減少してきている。(この傾向は、景気が上向いたわけではない)「倒産」=「悪」のネガティブなイメージが影響を及ぼし、法的整理の適用を行なうよりM&A手法を適用する企業が多くなったからである。法的整理のイメージを払拭するには、まだまだ時間が掛かることが明らかになった。

3. M&A手法による企業再生状況

M&A手法による企業再生は、前経営者の影響が強い従業員達がほとんどで早期再生には繋がらないケースがある。また、再生計画の基本契約のなかで、前経営者が一部残る場合は、事業の縮小やリストラの行使がしづらいことがわかった。

また、買収先企業が買収企業先に企業価値を高めることを早期に要請する傾向が多く、買収先企業の社風や社内体制を同一水準にさせることを目的としている。

アンケート調査を約7年間行ってきたなかで、買収された企業の90%は、社名変更をしており、また51%がM&A手法によって企業が売却されていたことが明らかとなった。

4. 経営者によるM&A手法による意識状況

M&A手法による企業再生は、社会的イメージが好ましく、受け入れやすい手法である。また、将来的に企業継承に値する後継者(経営者)も存在せず、企業存続が危ぶまれる場合には、経営者にとってM&A手法は最適な企業存続の手段の一つであることが明らかになった。

5. 全調査対象の共通点について

この調査で従業員、経営者、企業再生のプレイヤー達の声で多かったのは、制度的な枠組みはもちろんのこと早期企業再生には優秀な経営者主導者の人材が必要であり、ターンアラウンド・マネジャーの外部人材の登用などが早期再生を実現するための重要課題であることが明ら

かになった。

また、法的整理については、根強く経営者や従業員に対してネガティブなイメージをもたらしているという結果が継続している。

6. 早期再生の比較について

「M&A」と「法的整理」での企業再生のスピード性や企業価値の実現性においては、従業員や企業再生プレイヤーの調査から「法的整理」を適用した企業の方が、一から出直しをする意味でも、統合する企業間でのカルチャーの衝突が少なく、M&A導入後の事業・企業の融合が比較的円滑に進められ企業再生を早期実現しやすいことが明らかであった。

また、前経営者および新経営者の両者に対する経営能力に対して不安が強くある。

企業再生においては、当該企業の事業内容や企業文化の特徴を見極めたうえで、前経営者と新経営者の使い方を考えることが重要であることが明らかになった。

4. おわりに

本研究を調査するなかで、企業再生の現場状況から「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」の方が企業再生を早期に実現を果たせ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となってきた。

アンケート調査の結果から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・マネジャー)、この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適用を躊躇していることがわかる。また、企業再生を実現するには、「法的整理」に対するネガティブなイメージ意識を払拭し、企業再生の成功例を制度面からも提唱しなければならない。

企業再生を実現した企業の成功例から事業を譲渡・譲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、そして適性な判断で、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。

今回のアンケート調査の結果を踏まえて「法的整理（再建型法的手続）」を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が、今後の課題であり企業再生の実現の方向性を検証していきたい。