

CARF ワーキングペーパー

CARF-J-012

倒産処理法制の機能と企業金融上の諸問題に関する再検討 —企業再生促進の観点からの考察—

東京大学大学院経済学研究科
柳川 範之
信州大学経済学部
広瀬 純夫
東京大学大学院経済学研究科博士課程
秋吉 史夫

2005年6月

❁ 現在、CARFは第一生命、日本生命、野村ホールディングス、みずほフィナンシャルグループ、三井住友銀行、三菱東京UFJ銀行、明治安田生命（五十音順）から財政的支援をいただいております。CARFワーキングペーパーはこの資金によって発行されています。

CARFワーキングペーパーの多くは
以下のサイトから無料で入手可能です。
http://www.carf.e.u-tokyo.ac.jp/workingpaper/index_j.cgi

このワーキングペーパーは、内部での討論に資するための未定稿の段階にある論文草稿です。著者の承諾無しに引用・複製することは差し控えて下さい。

Bankruptcy Law, Corporate Finance, and Corporate Revival Process in Japan

Noriyuki Yanagawa (University of Tokyo)

Sumio Hirose (Shinshu University)

Fumio Akiyoshi (Graduate School, University of Tokyo)

Abstract

This paper examines corporate revival processes in Japan. In recent years, corporate revival processes are drastically changing in Japan. For example, important bankruptcy laws have been revised and Industrial Revitalization Corporation was established. Moreover, many corporate revival funds are actively investing. This paper explains those new movements and examines how those new activities will change the Japanese economy.

倒産処理法制の機能と企業金融上の諸問題に関する再検討*

企業再生促進の観点からの考察

柳川 範之[†]・広瀬 純夫[‡]・秋吉 史夫[§]

要約

倒産処理法制は、2000年4月の民事再生法施行を皮切りとして、2004年第159回国会での破産法改正案成立に至る大がかりな制度改正が実施された。その背景には、日本経済が構造改革を迫られる中で、事業再生促進の観点から効率的な倒産処理法制の整備を求める声が高まってきたことが強く影響している。実際、制度改正前の和議法の時代に比べ、民事再生手続き等の法的手続きを利用して事業再生を試みるケースは、着実に増加している。勿論、倒産処理の現場で生じている変化は、単に法的手続きが増加したという点だけにはとどまらない。倒産処理に関連する法制度は、倒産処理手続きの過程で、債権者の権利を制約する様々な規定が設けられている。こうした規定の変更は、当然のことながら、倒産処理に携わる関係者のインセンティブを変化させるため、法的手続きに臨む姿勢も、制度改正前とは異なるものとなってくる。そして、法制度改革の影響は、法的手続きによる倒産処理以外にも及んでいる。制度改正によって、法的手続きを用いた際に期待される結果が変化すれば、法的整理と私的整理との選択に際しての決断も変わってくる。従って、法的手続きを経ない、私的整理の進め方も変化している可能性がある。本稿は、大きな変革を経験した倒産処理の現場の状況を把握するために、金融機関や事業再生ファンド、弁護士、会計士など、今日の倒産処理の実務の現場に従事する専門家へのヒアリングを実施し、倒産処理の現場で生じている問題について、可能な範囲で論点整理を行ったものである。

* 本稿の執筆に際しては、下記の方々より貴重なコメントならびに多大なご協力を頂いた。この場を借りて、深く感謝の意を表したい。ただし、本稿に残されている曖昧さや誤りは、筆者の責任に帰されるべきものである。

(50音順)

安藤信彦弁護士(上野・安藤法律事務所)、太田一郎野村総合研究所事業戦略コンサルティング部主任コンサルタント、加賀見一彰明海大学経済学部経済学科助教授、河崎祐子駿河台大学法学部専任講師、木下崇高崎経済大学経済学部助教授、木下信行コロンビア大学客員研究員、木村修新日本監査法人公認会計士、小宮靖毅明治学院大学法学部消費情報環境法学科助教授、穴戸善一成蹊大学法科大学院教授、松木伸男MKSパートナーズ代表取締役社長、松村敏弘東京大学社会科学研究所助教授、大和俊彦東京三菱銀行与信監査室主任調査役、山本和彦一橋大学大学院法学研究科教授

[†] 東京大学大学院経済学研究科助教授

[‡] 信州大学経済学部講師

[§] 東京大学大学院経済学研究科博士課程

・イントロダクション

ここ数年、“事業再生”が、日本経済の重点課題の一つとして議論が重ねられてきた。バブル崩壊以降の長期にわたる景気低迷の中で、企業倒産が多発してきたことが、その背景の一つに挙げられる。金融機関が抱える不良債権問題の解決を検討する過程で、融資先企業の事業再生の必要性が強く認識されたことが、影響している側面もあるだろう。

しかし議論の根底には、日本経済自体が構造変革を迫られ、企業や産業といった枠を越えた資源の再配分を求められていることがある。経営不振に喘ぐ企業の中でも、収益性、成長性を見込める事業部門が無いわけではない。事業再生を通じて、他の不振部門から有望事業を切り離して発展させることは、経済の構造転換を促進し、マクロ経済のパフォーマンスを向上させていく上でも重要な問題である。

確かに、経済学の原則で考えれば、十分な収益をあげることができなくなった企業は、市場から退出すべきである。退出後に残された会社資産は、他の有望な事業を実施している企業へ再投資することで、社会的に資源の有効活用が図られる。

けれども、現実の経済社会は、それほど単純に、企業の参入・退出を実現できるわけではない。企業が複数の事業部門を抱える統合体であれば、会社全体としては赤字に喘ぎ、債務返済に窮していたとしても、その中には、高い収益性を有する事業部門があるかもしれない。たとえば、バブル期には、経営の多角化を積極的に進める企業が少なくなかった。ところが、この時に新規進出した事業部門の中には、十分な収益をあげることができず、会社全体の経営のマイナス要因となっているケースが散見される。ゴルフ場開発や海外リゾート投資等が、その典型であろう。新規事業の業績不振、さらに事業進出の際に調達した負債の返済負担は、会社全体の経営状態を著しく逼迫させることとなった。

しかし、業績が芳しくない企業の経営の中身を見ると、従来の本業部門は、立派に国際競争力を維持している場合もある。財務状況の悪化によって会社を潰して解体してしまうと、本来収益性のある本業部門までも喪失することとなる。長年、実績をあげてきた事業部門であれば、そのブランド・イメージも喪失するなど、貴重な無形資産をも失われることとなる。この場合、債権者との交渉によって、何らかの事業再生を実施して不採算部門を切り離し、存続価値のある本業部門だけを存続させるほうが、社会的に見ても効率的な場合もあると考えられる。

もちろん現実には、上記のように、再生の必要性が明白なケースばかりではない。しかし、ベンチャー企業の育成が、思うように進まないことを見ても明らかなように、新規に会社を設立して事業を始めることは、容易ではない。一方で、既存の企業が保有する資源を活用し、会社全体の事業構成を見直して収益性のあるビジネスモデルを構築できるのであれば、業績不振に喘ぐ企業のリストラクチャリングを促進することは、望ましいことと思われる。特に、今日の日本経済の現状を考えれば、事業再生という課題は、単に不況によって倒産が多発しているというレベルの問題ではなく、日本経済の構造変化に対する企業側

の調整の必要性という長期的要因も考慮に入れる必要がある。

ただし、事業内容の再構築に際しては、企業内部の雇用の問題など、関係当事者に様々な負担を強いるものである。特に、有名大企業での大規模な債権放棄を含む再建策の模索過程にみられるように、債権者との交渉は容易には合意を取り付けることができない。その中で、債権者間の合意形成を円滑化させる方策の一つとして、倒産処理法制を活用し、裁判所が関与する下での事業再生が注目されるようになった。そして、事業再生促進の観点から、倒産処理法制をより効率的なものへ変革することを求める声も高まってきた。こうした再建型倒産処理法制整備に対する社会的な要望の高まりを受け、1996年に法制審議会倒産法部会において、倒産法制の抜本改正作業が開始された。そして2000年4月には、まず民事再生法が一連の倒産処理法制改革の先頭を切る形で施行された。続いて2003年4月には、改正会社更生法施行、そして2004年の第159回国会では、倒産関連法の基本法である破産法の改正案が提出され、成立している。

本稿では、これら事業再生に関わる制度面の変革を踏まえつつ、倒産処理・事業再生の現場で活躍する実務家へのヒアリングを通じて、今日の日本の倒産処理・事業再生が抱える問題点について整理を行ったものである。

・ 日本における倒産処理手続きの概観

民再法施行以降、法的手続きの利用は活発化

帝国データバンクの調査によれば、負債総額1000万円超の倒産件数は、2003年度中には15,790件に上っている。2001年度の20,052件をピークとして、2002年度の18,928件に続き、2年連続で件数は減少したものの、依然として高水準で推移している¹。(次頁表1参照)

[表1] 年度別の倒産推移(1996年度～2003年度)

¹ 帝国データバンクの調査による倒産には、破産や民事再生法などの法的手続きを行った企業だけでなく、銀行取引停止処分や内整理といった任意整理も含む。なお、2004年度については、同社調査による4月～11月までの倒産件数は9017件、負債総額は4,178,748百万円である。同社によれば、2004年11月までに、件数は23ヶ月連続で前年同月比減少である。

年 度	件数		負債	
		前年比(%)	(百万円)	前年比(%)
1966 昭和41年	6,492	16.1	416,882	5.8
1967 昭和42年	9,232	42.2	615,075	47.5
1968 昭和43年	9,455	2.4	697,734	13.4
1969 昭和44年	8,432	10.8	571,638	18.1
1970 昭和45年	10,001	18.6	771,415	34.9
1971 昭和46年	8,596	14.0	621,747	19.4
1972 昭和47年	6,926	19.4	470,606	24.3
1973 昭和48年	9,389	35.6	897,007	90.6
1974 昭和49年	11,736	25.0	1,687,914	88.2
1975 昭和50年	13,223	12.7	2,077,850	23.1
1976 昭和51年	16,603	25.6	2,409,381	16.0
1977 昭和52年	17,987	8.3	3,234,927	34.3
1978 昭和53年	15,409	14.3	2,044,519	36.8
1979 昭和54年	16,535	7.3	2,358,106	15.3
1980 昭和55年	18,212	10.1	2,862,302	21.4
1981 昭和56年	17,397	4.5	2,456,488	14.2
1982 昭和57年	17,351	0.3	2,354,162	4.2
1983 昭和58年	19,959	15.0	2,897,659	23.1
1984 昭和59年	20,363	2.0	3,451,155	19.1
1985 昭和60年	18,319	10.0	4,340,488	25.8
1986 昭和61年	16,886	7.8	3,503,026	19.3
1987 昭和62年	11,853	29.8	1,857,647	47.0
1988 昭和63年	9,415	20.6	1,879,421	1.2
1989 平成元年	6,653	29.3	1,146,337	39.0
1990 平成 2年	7,157	7.6	3,500,007	205.3
1991 平成 3年	11,767	64.4	7,773,783	122.1
1992 平成 4年	14,441	22.7	7,445,738	4.2
1993 平成 5年	14,019	2.9	6,650,228	10.7
1994 平成 6年	14,164	1.0	6,374,603	4.1
1995 平成 7年	15,006	5.9	8,417,043	32.0
1996 平成 8年	14,859	1.0	9,189,624	9.2
1997 平成 9年	17,439	17.4	15,120,314	64.5
1998 平成10年	17,497	0.3	15,182,023	0.4
1999 平成11年	16,887	3.5	11,261,099	25.8
2000 平成12年	18,926	12.1	25,981,206	130.7
2001 平成13年	20,052	5.9	16,140,896	37.9
2002 平成14年	18,928	5.6	13,309,993	17.5
2003 平成15年	15,790	16.6	10,687,839	19.7

出典：帝国データバンク全国企業倒産集計 2003 年度報

そして、2003 年度中に発生した 15,790 件の倒産のうち、法的手続きを経ない、いわゆる任意整理は 9,287 件と、58.8%を占める²。これらは、2 回目の不渡りを出して銀行取引停

² 帝国データバンクの調査による任意整理の対象は、銀行取引停止処分や内整理である。この中には、債権者と債務者の間で再建に関する合意が成立した私的整理に関する数字は含まれない。倒産処理の一つとしてこうした再建型の私的整理を考慮に入れれば、法的手続きを経ない倒産処理は、さらに大きな比率を占めることとなる。

止処分を受けたものや、経営者側が倒産を認めて内整理を行ったものなど、法的手続きを経ずに処理が行われたケースである。また、法的手続きを見ると、破産が 5,350 件、特別清算が 258 件と、この 2 つの清算目的型処理が倒産全体の 35.5%を占めている。特に破産手続きについては、民事再生法が施行となった 2000 年度以降、一貫して件数が増加し続けている。

[表 2] 倒産の態様別件数推移

	94年度	95年度	96年度	97年度	98年度	99年度	2000年度	2001年度	2002年度	2003年度
更生法	13	17	16	27	50	45	15	67	22	66
商法整理	25	31	22	11	18	8	0	2	6	0
民事再生法							754	992	902	829
和議	160	161	179	254	271	172	3			
破産	1,493	1,605	1,775	2,164	2,527	2,317	3,203	4,484	5,297	5,350
特別清算	48	64	65	93	135	275	272	255	315	258
任意整理	12,425	13,128	12,802	14,890	14,496	14,070	14,679	14,252	12,386	9,287
合計	14,164	15,006	14,859	17,439	17,497	16,887	18,926	20,052	18,928	15,790

出典：帝国データバンク全国企業倒産集計 2003 年度報

[表 3] 態様別前年度比推移

	94年度	95年度	96年度	97年度	98年度	99年度	2000年度	2001年度	2002年度	2003年度
更生法	62.9	30.8	5.9	68.8	85.2	10.0	66.7	346.7	67.2	200.0
商法整理	0.0	24.0	29.0	50.0	63.6	55.6	-	-	200.0	100.0
民事再生法								31.6	9.1	8.1
和議	40.3	0.6	11.2	41.9	6.7	36.5	98.3			
破産	7.2	7.5	10.6	21.9	16.8	8.3	38.2	40.0	18.1	1.0
特別清算	118.2	33.3	1.6	43.1	45.2	103.7	1.1	6.3	23.5	18.1
任意整理	1.2	5.7	2.5	16.3	2.6	2.9	4.3	2.9	13.1	25.0

出典：帝国データバンク全国企業倒産集計 2003 年度報

再建を念頭に置いた法的手続きによる倒産処理は、たとえば民事再生法は 2003 年度中に 829 件で、倒産処理全体のわずか 5.3%に過ぎない。これに、会社更生法の 66 件を加えても、再建型の法的手続きは、2003 年度中に、わずか 5.7%である。

しかし、民事再生法施行以前の状況と比較すれば、再建型の法的手続きの活用が、多少なりとも活発化してきていることがわかる。同様の帝国データバンクの調査によれば、1996 年 4 月～2000 年 3 月までの 4 年間の倒産件数は 66,682 件である。このうち、再建型法的手続きは、会社更生法が 138 件、商法整理が 59 件、和議が 876 件で、全体の 1.6%を占めるに過ぎない。一方で、同じ 4 年間として、民事再生法施行以降 2000 年 4 月から 2004 年 3 月までを見ると、倒産件数は全体で 73,696 件に上る。そして再建型法的手続きは、民事再生法が 3,477 件、会社更生法が 170 件、商法整理が 8 件で 5%を占めている。和議法を廃止して制定された民事再生法は、法的手続きによる再建促進に、ある程度の効果を発揮しているものと思われる。

[表 4] 件数・負債総額の推移

月	2000年度		2001年度		2002年度		2003年度		
	件数	負債総額 (百万円)	件数	負債総額 (百万円)	件数	負債総額 (百万円)	件数	負債総額 (百万円)	
4	55 <11>	548,845	81 <0>	400,845	108 <5>	399,150	66 <5>	382,577	
5	40 <4>	92,203	62 <3>	241,700	71 <3>	290,206	71 <2>	267,315	
6	51 <7>	702,595	57 <7>	180,181	58 <5>	302,070	74 <3>	348,290	
7	88 <3>	2,922,800	84 <3>	294,548	83 <5>	625,559	76 <3>	197,029	
8	72 <2>	355,080	81 <0>	206,008	62 <4>	258,236	83 <4>	558,018	
9	54 <5>	191,570	108 <4>	2,555,167	70 <3>	216,812	83 <3>	252,761	
10	72 <4>	247,231	107 <4>	397,383	79 <2>	989,545	63 <5>	445,469	
11	66 <5>	148,494	95 <1>	274,958	70 <1>	326,970	52 <1>	144,246	
12	52 <6>	176,418	73 <0>	969,303	72 <3>	258,060	57 <3>	195,134	
1	77 <1>	615,392	90 <3>	346,672	77 <9>	402,815	66 <3>	224,554	
2	60 <0>	206,646	78 <0>	242,635	76 <4>	920,042	80 <2>	500,200	
3	67 <2>	446,557	76 <2>	211,434	76 <2>	567,205	58 <1>	380,119	
小計	754 <50>	6,653,831	992 <27>	6,320,834	902 <46>	5,556,670	829 <35>	3,895,712	
合計	804		1,019		948		864		
							総合計	3,477 <158> 3,635	22,427,047

<>はすでに倒産していたものから民事再生法への移行件数

出典：帝国データバンク全国企業倒産集計 2003 年度報

法的手続きを通じた再建を利用し辛かった従来の日本の制度

上記の数字からも明らかなように、従来の日本の制度では、企業倒産処理の大部分は、法廷外での私的整理の下で行われ、法的手続きを経て企業再建を図ることは稀なケースだった。大企業向けには会社更生法、中小企業向けには和議法といった再建を目的とする法律が用意されていたにもかかわらず、なぜ日本では、法的手続きによる企業再建が積極的に行われなかったのだろうか。

民事再生法が導入される前の日本での再建型の法的手続きとしては、1952年に米国の法制の影響を強く受けて導入された会社更生法がよく知られている。会社更生法は主に大企業の再建を念頭においたもので、対象は株式会社に限定され、担保権の行使を制限して事業継続に不可欠な会社資産喪失を抑止するなど、企業再建を強く意識した条項が盛り込まれていた。しかし、再建実現のために、債権者の権利を制約する強い保護を債務者に与えることから、逆に悪用を防止するため、受付処理ルールが非常に厳格に扱われていた。雇用の維持や、連鎖倒産の悪影響等を考慮して、社会的に広く再建の必要性が認められるような大型案件でなければ、裁判所が申立を受理しない傾向にあったと言われていた³。さら

³ パッカー・ライザー(1992)は、こうした日本のかつての制度の特徴について、「日本の破産処理の多くは、裁判所の手続きに因らずに進められる傾向がある。 - 中略 - これは債務者が裁判手続きによる保護的な措置を悪用することを厳しく制約しようとする合理制度の側面を持っている」と指摘している。

に、経営陣の退陣を必須とするなど、経営者側に厳しい側面もあったため、経営者側も更生法手続きの申立を躊躇する傾向もあり、積極的に利用されることは無かった。

また、中小企業向けの企業再建には和議法が用意されていた。しかし、手続き開始原因として、支払不能や債務超過など破産手続きと同じ要件を示す必要があったため、開始原因を満たす時には既に相当内容が悪化しているなど、手続き開始の遅れによって再建が困難となっていた。いわば、相当業況が悪化し、どうにもならなくなったところで初めて申立が可能となるために手続き開始が遅れてしまい、その間に資産劣化や人材流出が進んで、事実上、再建が困難になることが多く、再建型手続きとして機能し辛い面があった。また、担保権実行を制限する方法が無く、事業に不可欠な資産に担保権が設定されていると手続きの遂行が困難になるなど、円滑な企業再建のための制度としては問題のあるものだった⁴。

このように、法的手続きを通じた再建を利用し辛い制度のたてかたになっていた結果、法的手続きによる倒産処理は、専ら清算型手続きとなっていた。実体経済的に見れば、事実上、借入先の銀行と合意できれば、私的整理で再建、合意できなければ、法的手続きによる破産、あるいは私的清算という状況だった⁵。

では、なぜ、再建型法的手続きの申立に高いハードルを設けるような制度もしくは制度運用を採ってきたのだろうか。この背景には、債務不履行を経営の不手際と考え、安易な再建型手続きを許さないことで、債務不履行に陥らないように経営努力を促すという、経営への規律付けという考え方があったものと思われる。

「従来のわが国の制度や慣行をみると、モラルハザードの増大を防止するという観点や、裁判所が関与する場合には実体的正義を確保するという観点が重視されていたとみられ

4. 和議法は、経営者側だけでなく、債権者の立場から見ても問題が多い制度だったと言われている。山本(2003)は、 弁済禁止等の保全処分を得て債権者の追求を免れながら、資産等の処分・隠匿を図り、その後に和議申立を取り下げるといった保全処分の濫用が見られたこと、 債務者の事業運営に不適切な点があっても、それを是正する手段がなかったこと、 経営者や株主の責任を追求する手段が不十分であったこと、 和議条件の履行を監督する者がいないなど、その履行を確保する措置が不十分であったため、履行されない場合が多いなどの問題点を指摘している。

5. Helwege and Packer(2003)は、日本での企業再建の場面で、銀行が重要な役割を果たしている点に着目して実証分析を行っている。具体的には、東京商工リサーチがまとめた『中小企業経営指標』に掲載されている 1988 年 6 月～1997 年 5 月までに倒産した中堅・中小企業 172 社をサンプルとし、選択された倒産処理が清算（銀行取引停止処分も含む）か、それとも法的手続きによる再建かについてロジット分析を実施した。そして、企業系列に属して親密な取引銀行があるケースほど清算処理が行われている傾向にあるとの結果を得ている。彼らはこの点について言及し、（少なくとも民事再生法が施行される 2000 年より前には、）親密な取引先銀行がある企業の場合、再建余地があれば再建処理は水面下で銀行との間での私的整理によって進められる一方、表立った倒産処理が行われる企業は、銀行が既に再建不能と判断し、清算手続き以外に選択肢が無いケースだと主張している。つまり、私的整理による再建はデータとして表面化してこないため、彼らの分析の対象サンプルには含まれず、再建が困難な案件だけが清算処理として表面化してサンプルに含まれたため、親密銀行がある企業ほど、清算処理に入る傾向にあるとの結果となったと解釈を示している。

る」(木下(2002))。たとえば高木(2003)は、民事再生法の前身である和議法があまり活用されてこなかった背景は、単に制度設計上の問題が利用を難しくしていただけではなく、「和議の濫用」をおそれた裁判所が窓口を狭めて、和議手続きの利用を事実上拒否するに近い頑なな運用をしていたためである。」としている。

債務不履行発生後の効率的な対応

負債契約は、経営の健全性を維持する上で重要な規律付け効果を担っている。債務不履行時には、経営者は経営権を失う恐れがあるなど、債務者に対する厳しい取扱いが待ち受けているために、経営者は適切な経営努力を払うこととなる。ところが、実際に債務不履行が生じる恐れがある状況に至った時には、こうした経営者に対する厳しい扱いが、悪い影響を及ぼす恐れがある。現実の世界では、債務不履行は、業績が悪化して即座に生じるわけではない。経営者は、当座の債務不履行を回避するための幾つかの手法を持っている。研究開発費など、当座の利益を生み出さない部門の経費削減に始まり、在庫商品の赤字覚悟の値引き販売や、会社の重要資産の売却によって当面の資金繰りをつけようとする。さらには、不法な金融業者からの借入にまで走ったり、起死回生を目指して、一か八かのリスクの高い業務に手を出したりするかもしれない。

経営者が債務不履行を恐れるあまり、こうした当座しのぎの資金繰り策を続けていると、企業価値が一層低下することになってしまう。業績が悪化した時点で、迅速に倒産手続に入っていれば、清算にしる、再建にしる、債権者側も損失額を最小限にとどめることができたものが、経営者の必死の資金繰り努力の結果、業務内容がさらに悪化してしまうと、再建可能だったものまでが再建不能に陥るなど、回収可能額も著しく低下してしまう。経営者への規律付けの意味で設けた厳しい規定が、実際に債務不履行が生じかねない状況に至った時には、債権者にとっても不利に働く恐れがある。つまり、事後的に債務不履行に近い状態が生じれば、経営者が即座にその事実を債権者側に明かして、倒産手続や私的整理など何らかの対応を早急にとることが望ましい⁶。

早期の倒産手続申立を促すためには、「事実上倒産状態にある」という情報を保有している経営者側に、情報を開示することへの何らかのインセンティブを与えなければならない。たとえば、既存経営者が経営を続けること自体に強い非金銭的便益を得られるのであれば、倒産手続を経た後も、経営者として残ることができる余地を与えることで、倒産手続に入ることに前向きな姿勢をとるようになる可能性がある⁷。一方で、倒産に至っても経営

⁶ 一方で、「早期着手の手続きが整備されれば、より早い段階で資金繰り破綻が生ずる面もある。これは、債権者の多くは、手続き開始以前に資金を回収することで、債権額の減額を逃れようとするからである」(木下(2002))との見方もある。

⁷ 倒産手続に入った後にも、既存経営者が経営を続ける倒産処理はDIP(Debtor in Possession)型手続きと呼ばれ、米国の再建型倒産手続きであるChapter 11で採用されている。日本でも、民事再生法で、この手続きが取り入れられた。DIP型導入の主たる理由の一

を続けることができる可能性を与えることは、負債契約の規律付け効果を損なう恐れがある⁸。したがって、倒産手続きのデザインは、平常時の規律付け効果と、業績悪化時の早期倒産手続申立促進という二つの効果のトレード・オフを考慮する必要がある⁹。

たとえば、経営者による倒産手続き回避を抑止する方策の一つとして、米国での倒産処理手続きでは、absolute priority rule（絶対優先の原則）からの逸脱が容認される(absolute priority rule violation（優先権の侵害）：以下APv)ケースが、数多く見られる。absolute

つには、民事再生法が主に中小企業の再建を強く意識した法律であることがあげられる。多くの中小企業では、経営者個人が持つ個人的能力としての技術力や人脈、営業力が事業継続のために不可欠な経営資源であり、既存経営者抜きにした再建計画の立案は事実上、困難だと指摘がある。このため、既存経営陣が残ることができる再建手続きの必要性が求められていた。

⁸ Povel(1999)は、経営者への規律付け機能と、債務不履行発生時の効率的な再建とのトレード・オフについて、理論的な分析を行い、さまざまなパラメータに応じて、相応しい法制度が異なってくると言及している。たとえば、社会的に見て、不振企業を再建することに大きな意義がある局面であれば、規律付け効果を多少犠牲にしても再建を促進する法制度が望ましい。一方、事業を継続することへの経営者の私的利益が非常に高い場合、債務不履行時には厳しいペナルティを課す制度の方が適切な経営努力を促すために効率的だと主張している。

⁹ 倒産処理法制のデザインを考える場合、もう一つの主要な課題として、倒産処理手続きの中での円滑な債権者間の合意形成がある。ほとんどの場合、倒産企業の債権者の数は複数であり、債権者間で利害関係が一致するとは限らない。たとえば、担保付債権者は、担保権を行使して自らの債権回収を図る方が最適である場合を考えてみる。そして、当該企業は事業継続価値の方が清算価値よりも高く、債権者全体で考えれば再建して返済を受けた方が、清算するよりも多くの回収を期待できるものと仮定する。この時、無担保債権者にとっては再建が望ましいが、担保権者が自らの回収のために担保権を行使し、重要な会社資産を売却してしまうと、事業継続ができなくなる恐れがある。このような債権者間の利害の不一致によって交渉が長期化すると、その間に取引先に取引を打ち切られたり商圏を失ったりする他、人材が流出するなど、再建が困難になってしまう恐れがある。倒産処理法制では、こうした問題を重視して、個々の債権者による権利行使を制約している部分がある。Povel(1999)によれば、逆に、債権者が一人しかいない場合、米国の裁判所ではChapter 11の申立を受け付けられない傾向にあるという。

日本でも、一連の倒産処理法制の改正の中で、手続きの迅速化が重要課題の一つとされた。制度改正前には裁判所での手続き自体に時間を要していたことが問題視されていたことを受け、現在、東京地裁の運用では、民事再生法の申立から手続き開始まで2週間程度、再生計画認可まで6ヶ月程度で処理がなされているようである。帝国データバンクの全国企業倒産集計2003年5月報によれば、2000年4月以降の3年間で民事再生法の申立を行った2771件のうち、再生計画の認可を受けた1551件の場合、「申請」～「開始決定」までの平均が32.6日、「開始決定」～「認可」までが平均215.2日で、従来に比べ、格段に処理スピードが向上している。また、Xu(2003)は、再建計画認可までに要する期間について、民事再生法と会社更生法の比較を行い、民事再生法が早期の手続き完了を意識した制度となっていることを、実証分析によって明らかにしている。

なお、倒産時の効率的な交渉の在り方についての理論的分析としては、Bebchuk(1988)、Aghion, Hart and Moore(1992)が代表的である。ただし、これら理論分析による提言は、必ずしも現実の制度には採用されていない。その点については、後に章(2)で触れることとする。

priority ruleが厳密に適用されると、負債の返済が優先されるために、倒産企業が債務超過状態である状況においては、100%減資という形で株主の権利を失わせることとなる¹⁰。逆にabsolute priority ruleから逸脱(APv)すれば、倒産処理において債権者への返済が全債権額の一部にとどまるにもかかわらず、株主に残余請求権の余地を認めることになる¹¹。

absolute priority ruleが厳格に適用される場合、債務超過企業の株主は倒産手続きによって企業価値に対する全ての請求権を失ってしまうので、倒産手続きに入ることを回避し、そのまま経営を続けて何とか挽回しようとするインセンティブが強く働くことになる。そのため、成蹊大学法科大学院教授の宍戸善一教授は以下のように指摘する¹²。「APvを認めることによって、倒産手続き開始後においても株主に企業価値の取り分を認めることは、企業の再建が成功した場合の利益に対する期待を株主に生じさせるため、倒産手続きに入ることを回避しようとするインセンティブを弱める効果がある。それゆえ、APvは、株主＝経営者のモラル・ハザードを助長する側面とともに、財務危機に陥った企業が、起死回生を目指して過度なリスク・テイキングを行うといった行動を抑制する側面をも有する¹³」。

規律付け重視から再建重視へと移行した日本の倒産処理制度

今回の日本の倒産処理法制改革は、平常時の規律付け効果と、業績悪化時の早期申立促進という二つの効果のトレード・オフという観点からすれば、早期申立促進など企業再建を重視する方向へ、やや重心を移したものと考えることができる。

¹⁰ 日本会社更生法では、昭和40年代以降100%減資の実務が実現しており、少なくとも株主と債権者との間に関しては、absolute priority ruleが貫徹されている。

¹¹ Chapter11では、通常の合意に基づく再建手続きにおいてabsolute priority ruleからの逸脱を認めている。ただし、再建計画に関する合意が行き詰まった場合に行われるcram downの手続きでは、absolute priority ruleが厳格に適用される。高木((1996) pp389-390)は、「新法(1978年に施行された、米国の連邦倒産法)施行後の早い時期から(中略)クラム・ダウンの規定を活用すれば、劣位の組には何も残らないのに、妥協してある程度の取り分を認めること(give up)にして、その組の受諾を獲得し手続きの円滑な進行を図る実務が行われることが予想されており、実際にもそのような運用が一般的となった。」と述べている。

¹² これについての宍戸教授の主張の詳細については、宍戸(2003b)『成蹊法学』57号98頁を参照のこと。

¹³ 米国の先行研究は、APvがもたらす申立タイミングの早期化などの効果を評価するものも多いが、一方でマイナスの効果に言及しているものもある。たとえばBebchuk(2002)は、平時の企業経営において、株主＝経営者のモラル・ハザードを助長する恐れがあることを指摘している。また、瀬下・山崎(2004)は、短期貸借権を濫用した占有者による抵当権侵害など、日本でも優先権の侵害が少なくないことに着目し、銀行貸出しにおける“貸し渋り”と“追い貸し”という現象が、優先権の侵害の恐れによってもたらされることを、理論的に示している。この他、山崎・瀬下(2002)では、民事再生法における担保権消滅請求制度では、消滅後の残余債権については劣後債権と同等に扱われるために、優先権が維持されない部分がある点を指摘し、貸し渋りが生じる恐れがあると主張している。

たとえば、和議法を廃止し、これに替わる中小企業向け再建手続きとして2000年4月に施行となった民事再生法では、経営者の早期再建着手を促すため、手続き開始原因を緩和し、「支払不能の発生の恐れまたは債務超過の発生の恐れ」(山本(2003))があるとき、あるいは「資金繰りが破綻してそのままでは事業継続が不可能になるような経済状態」(同)に至った時とし、早期に再建に踏み出すことを可能とした。さらに、債権者の権利行使を制限する処分として、和議法で設けられていた仮差押え等の保全処分に加え、再生債権に基づく強制執行等の中止命令が導入された¹⁴。これは、債権者が個別に権利行使を行うことで、再生手続き開始前に債務者資産が散逸して再生に著しい支障が生じることを防止するための措置である。また、債権者の多数が権利の実行に出て、個別に中止命令で対応していたのでは事務負担が大きくなる場合には、全ての再生債権者に対して強制執行等の禁止を命ずる包括的禁止命令も認めている¹⁵。

ただし、民事再生法の再生手続きの対象は基本的に無担保の一般債権であり、租税債権等の一般優先債権に基づく強制執行や、担保権実行のための競売手続は、この対象とならない。そこで、担保権の実行についても、担保対象資産が事業継続に不可欠で、かつ事業継続を図った方が一般債権者に利益をもたらす場合、担保権者が不当な損害を負わない限り中止することができるとした担保権実行中止命令が盛り込まれた。また、従来は、担保権を消滅するためには、当該債務を弁済する必要があったが、民事再生法では、担保目的物価額の市場価格に見合う弁済をすることで消滅することが可能となった¹⁶。つまり、単にDIP型手続きを採用することで経営者の地位にとどまることを認めただけではなく、事業継続を確実に実現できるよう、債権者の権利を制約する規定が設けられた。これにより、経営者は事業継続の可能性に高い期待を抱くことができることとなり、早期に再建手続きに入ることへのインセンティブを与えることができる。

民事再生法に続き、会社更生法も改正が実施され、2003年4月より施行されている。民事再生法は中小企業だけではなく大企業にも適用可能で、実際に“そごう”など、その適用例もある。しかし、事業の中核資産に担保権が設定され、担保権者と容易に合意ができないケースでは、担保権者も手続に取り込んでその権利実行を禁止できる会社更生法は有

14. 中止の対象としては、法的倒産処理手続きである破産手続き・特別清算も含まれるが、会社更生法による更生手続きについては、再生手続きに優先するため、対象とはならない。

15. 米国の場合、手続き申立と同時に全ての債権回収行為が自動的に停止される“automatic stay”と呼ばれる制度があるが、民事再生法では、一度、裁判所の判断を通してから中止命令を出す制度を採用した。一橋大学大学院法学研究科の山本和彦教授によれば、「これは、包括的禁止命令が債権者の権利を大きく制約するものであり、債務者による濫用を防ぐ必要があるという考え方に基づいている。」そして、禁止命令が発令されている間に、債務者が資産を隠匿・処分することがないように、主要な資産に対する保全処分や監督命令・保全管理命令が同時に発令されることを、包括的禁止命令の要件としている。

16. 担保権消滅請求制度が企業再建を図る上で果たし得る機能など民事再生法導入が早期再建着手を促進する上で及ぼし得る効果については、瀬下・山崎(2002)で、詳細な理論的分析がなされている。

効な法的手続きである。また、再建のために大規模な組織再編や M&A が不可欠な事案では、新株発行や会社分割、合併、新会社の設立などの手続きが必要になるケースがあるが、これらの手続きには本来、商法上の株主総会や取締役会の決議が必要となる。しかし、会社更生法による手続きであれば、更正計画の中で簡易に行うことができるため、再生にあたってはきわめて有用な手続きだと考えられる。

そこで、更正手続きがより実効的になるよう大幅な改正がなされた。まず、更正手続き開始要件が緩和され、従来「更正の見込みがない」こととされてきた申立棄却事由を、「事業継続を内容とする更生計画案の作成・可決・認可の見込みがないことが“明らかである”」ことに改められた。更正の見込みがあるかどうかは、経済的・ビジネス的判断であり、容易なことではない。こうした経営的判断を裁判所に求めると、裁判所は開始決定に過度に慎重になって事前審査が厳しくなるため、申立から開始決定までに長い時間を要してしまう一因だと指摘されてきた。そこで、更正計画の成立の見込みという比較的容易な手続き要件に改め、かつ、見込みのなさの明白性を求めることで、見込みが明らかではない場合でもとにかく手続きを開始することとし、手続き開始の迅速化を図った¹⁷。この他、改正前も、債権者による強制執行の手続きについて、個別に中止命令を発令することはできたが、改正法では、民事再生法のような包括的禁止命令も導入された。そして会社更生法の場合、この中止命令の対象には担保権の実行も含まれる。また、民事再生法に類似した担保権消滅制度¹⁸も規定された¹⁹。

・日本での、倒産処理法運用の実態

以上で、日本における倒産処理法制度について概観してきたが、一連の倒産処理法制改正後、現実の企業再生の現場はどのように動いているのだろうか。企業再生には、銀行等の債権者以外に、弁護士や企業コンサルタント、事業再生ファンドなど、様々な主体が関係

17. 改正会社更生法が施行されて、まだ1年余りを経たに過ぎないが、一般の弁護士の感覚は、会社更生法の申立受理に関して、裁判所の敷居はまだ高いと感じているようである。

18. 担保権消滅制度の内容は、民事再生法と会社更生法では多少の相違がある。民事再生法の場合、確定した財産価格を再生債務者が裁判所に納付すると担保権が消滅し、裁判所は担保権者に対して配当を実施する。会社更生法でも、管財人の価格納付によって担保権が消滅するが、直ちに担保権者に配当が行われるわけではない。これは、会社更生法での更生担保権については、更生計画による弁済しかできないので、直ちに配当してしまうと、他の担保権者と不平等な扱いになってしまうからである。納付された金銭は裁判所が預かり、更生計画が成功裡に至ると、裁判所は預かっていた金銭を管財人に交付する。そして更生担保権者には更生計画に基づく弁済がなされる。更生手続きが廃止等で中途終了した場合には、その時点で配当される。

19. この他、改正会社更生法では、経営責任を追及される恐れのない取締役は、経営陣に残ることができる点などが、主要な改正点としてあげられる。民事再生法、改正会社更生法の詳細な解説については、山本(2003)等を参照されたい。

している。そして、事業再生を実施する対象は、経営資源の効率的活用という観点から判断されるべきであるが、実際には、その判断は、どのように下されているのだろうか。以下では、各主体が事業再生ビジネスをどのように捉えているのか、また、制度改正等による環境変化をどのように認識しているのか、まとめてみた。

(1) 弁護士が再建を判断するポイント

倒産処理手続きを進める際、特に法的手続きを念頭においている場合には、弁護士が重要な役割を果たすこととなる。事業再生が社会的に着目される中、民事再生手続きのノウハウを磨こうとする若手弁護士も増えていると言われている。本節では、倒産処理手続きに詳しい安藤信彦弁護士（上野・安藤法律事務所）へ行ったヒアリングを基に、弁護士の視点から見た倒産処理のポイントについてまとめてみた。

まず初めに、今や再建型倒産処理の代表となった民事再生法の場合について、弁護士の立場から再建を考える場合、安藤弁護士が成否を左右すると考えるポイントは、以下の通りである。

)再建の可能性を判断するポイント

リストラによって、採算ラインに乗るビジネスモデルを描くことが出来るか

事業内容を見直してリストラを実施した結果、営業利益段階で黒字を見込めることが必須条件である。本業ベースで赤字の会社については、再生は難しい。

当座の運転資金の確保

法的手続きを申請すると、当座勘定取引が停止されてしまう。手形を振り出すことが出来なくなるため買掛での仕入れは出来なくなる。従って、すべて現金仕入れで取引を行わざるを得ない。このため、当面の運転資金を確保できるかが、重要なポイントとなる。実際のところ、資金繰り表を作成し、ある程度、手元に現金が貯まったタイミングで再生手続に入ることとなる。

なお、この点については、高木(2003)によれば、「たとえば取引銀行にそれと悟られないように預金の払い戻しを受け、それまで取引がないために旧債と相殺されるおそれが少ない他の銀行に別の名義で口座を作って、そこに当座の資金を集中するなどの策略を用いなければならぬことすらある」。

取引継続の可能性

倒産という事実が明らかになると、様々な不安要因から、取引を敬遠されがちになる。得意先や主要な仕入先と取引を継続できなければ、事業継続は難しい。この時、信頼を得られるよう、経営者の人柄の問題や、他の会社では担えない代替不可能な業務の有無などが影響してくる。

再建計画の立案可能性

再生計画が認められるためには、再建による債権者への配当が、破産配当率を上回ることが必須条件である。 $(留保利益額) - (優先債権) = (再生債権者への配当額)$ であるが、これが、破産手続き時に予想される配当を下回れば、当然のことながら再建も不可能である。逆に言えば、再生の実現のためには、破産配当率について、できるだけ低く、かつ合理性のある金額を算出することがポイントとなってくる。

以上が、“再建可能性の判断”に関する安藤弁護士のコメントだが、この他に、法的手続きに必要な費用の支払い可能性もポイントであり、実際の倒産処理の判断に影響を及ぼしている²⁰。民事再生法の申請件数は2002年度には前年度比で9.1%減、さらに2003年度には8.1%減少し、2000年4月の施行後、2001年度をピークに減少が続いている。一方で、破産手続きは2000年度以降4年連続で前年度比増加が続いている。2003年度は、倒産件数全体が前年度比で16.6%減少していることもあり、破産手続きが倒産処理の3分の1以上を占めるに至っている。民事再生法の申請には、予納金として最低でも200万円以上、大企業では数千万円を要するのに対し、破産手続きの費用は、裁判所によって異なるものの、50~70万円程度という点が、手続の選択にも影響を及ぼしていると思われる。

また、処理を引き受ける弁護士サイドでは、事業の社会的意義や従業員の保護、取引先の混乱などの観点からも、当該企業が民事再生を行う意義があるかどうか、考慮するようである。再建へ向けての経営者の熱意、能力、覚悟の有無は言うまでも無い。

その上で、実際の再生手続に入る上では、まず経理体制の整備を図ることが最優先課題の一つだと、安藤弁護士は強調している。倒産現場に従事する関係者は、異口同音に「倒産企業では、(債務不履行回避のための努力の結果から)ほとんどのケースで事実上の粉飾決

²⁰ 再建のための法的手続きとして、民事再生法や会社更生法が用いられるとは限らない。既存の会社は破産手続きをとり、主要事業のみを新設した会社へ営業譲渡するという形で、実質的な事業継続を図るケースもある。どの手続を選択するかは、手続きに要する直接的費用や、イメージの問題などの間接的費用を勘案して決定される。

算が見受けられる」と語っている。「たとえば利益状態が芳しくない中小企業などでは、機械設備、車両運搬具、建物などの「償却資産」の減価償却をしてないか、十分にしていないことがある。(中略) せっかくの税務上のメリットを放棄してでも利益を多く見せかけるために減価償却をしないケースがあるのだ。(中略) 実際の財務内容はよくないのに利益が出ているようにみせかけるものであるが、このあたりまでは中小企業では少なくなく、語弊はあるが比較的「罪は」軽い。ところがもっと積極的になると、在庫品などの「棚卸資産」や売掛金などの「受取勘定債権」などの水増しが行われる。何年間も売れないでデッドストックになっている流行遅れの商品を当初の価値がそのままあるようにして計上したり、あるいは相手先が倒産してしまって回収見込みがない売掛金や受取手形などを通常の回収可能な売掛金などと一緒に計上する方法などである」(高木(2003))。

安藤弁護士も、「再生手続を行う上では、正確な企業価値の把握が不可欠であり、会計士や税理士と協力して、こうした粉飾の修正等を進める必要がある。再生後の企業経営健全化の観点からも、経理体制を整備してキャッシュフローの把握などを図ることは重要である」と強調している。

)再建手法と再生計画案の可決

安藤弁護士によれば、収益性のある部門を分離して事業を続ける方策として、倒産処理の現場で実際にとられる代表的な再建手法は二つ挙げられる。一つは営業譲渡、もう一つは会社分割である。営業譲渡では、取引先・従業員が保護され、企業価値が維持されるメリットがある。一方、会社分割の場合、スポンサーである承継会社が新株を交付する形で行われるため、スポンサーが現金を用意する必要が無いというメリットがある。ただし、債権者への配当を考えれば、承継会社の株式が市場性を有する必要がある点が制約となる。

そして、再生の実現において最も重要なポイントが、再生計画案が債権者によって可決され、裁判所の認可を得ることである。再生計画案可決のための対策は、対大口債権者(=金融機関)と、対取引先に分けて考えることができる。それぞれの対応策を、安藤弁護士のコメントを基に、以下にまとめてみたい。

対金融機関

・再建計画の経済的合理性

再生計画に基づく5年前後の配当額を、破産配当額と対比し、再生計画が合理性のあるものであることを示す。

・履行可能性

まず破綻原因を除去すること。民再法はDIP型を採用しているが、実際のところ、経営者が交代しなければ債権者が納得しないケースが大半である。

・社会的妥当性

企業の存在意義や、連鎖倒産が生じた場合の影響なども、説得に際してのポイントとなる。

再生計画案での実際の弁済額については、「弁済期間は認可確定から最長 10 年を超えてはならないものとされているが、五年以内に支払うとするものが多く、一年以内とするものが 30% である。最低弁済額の定めは無いが、再建しないで破産したと仮定した場合に想定できる配当率よりも少ない計画案は認可されないおそれがある。2002 年 8 月までに東京地裁で認可された再生計画の 34% 以上が弁済率を 10% 未満としている。ということは 90% 以上の債権放棄(免除)を定めている案件がそれだけあるということである」(高木(2003)pp146-147)。

「債権者にとっては、再生計画案による弁済額が多いに越したことはないが、中小企業の再建の難しさを考えると実行確実な計画案がより望ましい。認可決定後速やかに清算価値相当分を支払った後は、履行監督期間である三年(長くとも五年)で弁済を終わらせる計画案が望ましい。それよりも長いと繰越欠損があっても使えないから税金を納付しながら弁済資金を調達しなければならないが、困難を強いて再生債務者の再建のための意欲を損なうことになりかねず、逆効果である。弁済額が少なくなった代わりに、再生債権の一部の代物弁済として新株を交付し、見事に再建を果たした暁には利益配当を受けるか、その時点で安定経営を望む債務者に買い戻させるのも一つの方策であろう」(高木(2003)pp148)。

なお、制度改正前の状況をみると、「破産手続きはもちろん、和議手続きや更生手続など再建型手続でも債権者の手続関与はそれほど積極的なものではありませんでした。特に金融機関等有力な債権者ほど自己の態度が破綻処理の行方に影響を及ぼし、それを原因として他の債権者等に批判されることを恐れ、受動的な態度に終始していたと言われていまず。裁判所の過剰にも見える手続きの介入は、そのような債権者の態度を前提にしながら、適正公平な手続を確保するためにやむをえない面があったとも思われます」(山本(2003))。

対取引先

- ・ 大口債権者 (= 金融機関) の動向を知らせ、事業継続の実現可能性を説明する。
- ・ 社長の人柄を通じて訴えたり、あるいは他社では代替不可能な業務の存在等をアピールし、取引継続を要請する。
- ・ 破産と比較して、配当が有利になることを説得する。

このように、安藤弁護士のコメントからは、関係当事者に対し、事業継続を図った方が清算するよりも有利であることを、いかにして確信させるかが、再建を成功させるためのキーポイントであることがわかる。ところで、民事再生法の場合、担保権は別除権として扱われ、担保権者は原則として自由に権利を行使することができる。この点は、担保権も手

続に組み込む会社更生法による更生手続とは異なる。ただし、事業の継続のために不可欠な会社資産に担保権が設定されている場合、一定の財産価格を支払うことで担保権を消滅することができる。

実際の担保権消滅許可申立の件数はそれほど多くないと言われている。むしろ、この制度の存在を背景として、担保権者から譲歩を引き出すという形で、制度が活用されているようである。たとえば、長期分割弁済を約束する一方で、担保権を実行しない旨を合意する担保権協定を締結するといった具合である。担保権消滅のために支払う金額は、一般に当該資産の時価とされているが、会社の事業資産の時価は、決して容易に決定できるものではない。担保権者との交渉の過程では、その評価額を巡って紛糾することも少なくないようである。

さて、再建型倒産処理手続としては、民事再生法のほかに会社更生法がある。前述したように、担保権も取り込んで手続を行うなど、民事再生法に比べ、再建を実現するための強力な規定が設けられている。一方で、債務者側の安易な手続申請を防ぐため、制度改正前には、申請の受理を厳格に扱うという運用がなされてきた。これは、「裁判所の監督の下での再度の倒産をおそれ、手続開始のためには再建可能性がかなり高くなければならないことを要求したのである」(高木(2003))。たとえば、申立受理の条件として「更生の見込みがある」ことを裁判所が判断する必要があったため、「申立時にメインバンクの支援表明がないと裁判所が申立を受理しないなど、申立自体のハードルが事実上高く設定されていた」(藤原・山崎(2003))

安藤弁護士目から見ても、「会社更生手続の場合、著名な弁護士が携わる重要な案件でなければ、更生手続の申立は受理されない」という敷居の高い雰囲気があったとの印象を抱いており、運用上、その利用が厳しく制約されてきたことは事実のようである。2003年4月には、改正会社更生法が施行され、手続開始要件の緩和などがなされた。施行後約1年を経過しているが、現場の弁護士から見て、更生手続の申立に対し、裁判所の敷居は、未だに相当高いものと写っているようである。

ただ、会社更生法では、担保権の実行が制限されることや、分割・合併等を行う際、株主総会等の商法上の手続き経ずに更生計画の中で実行できること、さらに、必ず管財人が選任される管理型の手続きのために手続きの透明性が確保されることなど、民事再生法には無い利点がある。これらの点を考慮すれば、今後、会社更生法は、「担保物件が事業の再建に不可欠であり、担保権者との間で担保物件の評価額に争いがあるなど時間をかけて担保権者との交渉を行う必要がある場合、M&Aの導入が予定されている場合(オーナーシップ(株主、経営陣)の変更を予定している場合)、債権者が債権者申立てにより法的再建型手続きを進め、債務者の再建による回収を企図する場合などに有効な再建手法」(藤原・山崎(2003))として、活用されることが見込まれる。

事業再生が社会的注目を浴びていることもあり、再生案件に興味を抱く弁護士も増えてきている。各種の事業再生セミナーには、若手弁護士が積極的に参加するようになってきた

と言われている。ただし、倒産処理の現場に携わる専門家の目から見ると、民事再生法がDIP型である点ばかりを強調してその活用を薦め、債権者の同意に基づく再生計画認可が必須であることなど、民再法の内容を相談者に対してきちんと説明せず、誤解を与えるケースも観察されるようである。

(2) 地域金融機関による事業再生を支援する企業コンサルタント

事業再生が社会的注目を浴びているとはいえ、そのノウハウを蓄積した担い手は多くない。地域金融機関などの場合、地域内での事業再生の担い手として大きな期待が寄せられる一方で、実際に取引先の再生支援を実施しようとしても、財務面の把握は可能だが、事業モデルを主体としたリストラモデルを描くことができないというのが実情である。このため、事業再生を得意とする企業コンサルタントへ、地域金融機関からの依頼が増えてきている。

以下では、地域金融機関からの依頼による事業再生でのコンサルタント業務で活躍している野村総合研究所事業戦略コンサルティング部主任コンサルタントの太田一郎氏へのヒアリングの内容をまとめてみた。まず、コンサルタントの立場から見て、事業再生成功のポイントとして、以下の3点を指摘している。

企業実態の正確な把握

再生に値するかの判断

債権者は勿論、企業内部者も含めた関係者の合意形成、再生への協力

この3点についての太田氏の見解は、以下の通りである。

)企業実態の把握

まず、何よりも危機感、そして再生の意欲が経営者サイドにあることが、再生成功のための鍵となる。実際に不振企業の経営内容を吟味すると、企業側の危機感の欠如が如実に現れてくる。たとえば、従事する市場の動向についての見通しが甘いだけでなく、自社の市場シェアすら把握できていないケースもある。また、資金調達余力について、「借入額を超える担保提供を行っており、与信枠には余裕がある」と主張しているが、担保資産の大半は不動産で、かつ地価下落で実際には大幅な担保割れに陥っている現実を認識できていないケースも散見される。

)再生に値するかの判断

同業他社との業容比較等を通じて問題点を洗い出し、再生の可能性を探る。たとえば、販売費・一般管理費の水準が高ければ、過剰役員の削減や給与見直しによって収益性が改善する見込みがある。また、当面必要とされない現預金等の不稼動資産を、フリーキャッシュフローとして大量に保有しているケースでは、有利子負債削減によって、金融収支を改善する余地もある。さらには、経営の意思決定の問題や、改革推進の遅れが業績不振を招いた原因である可能性も高く、組織構造や経営体制の抜本改革を優先課題として検討する必要もある。

） 関係者間の合意形成

企業内外の関係者から合意を取り付け、再生への協力を得ることは、事業再生成功への過程で最もハードルが高い。金融機関に対する収益弁済能力に準じた返済条件へのリスケジュール要請、原材料供給など商取引の継続、改革へ向けた従業員の協力、役員人事・経営責任の明確化といった問題が争点となるが、関係者の合意を得ることができない場合、法的手続きも視野に入れて交渉を進めることとなる。関係当事者は、大きく分けて企業内部、取引先、債権者に分けることができる。

企業内部

現職役員は勿論のこと、OB までも含めて強い改革抵抗勢力が存在することが多い。再生へ向けて、組織の結束を維持する必要性も考慮すると、悪役として外部から人材を招き、大鉈をふるわなければ、合意形成が難しいケースが少なくない。具体的に問題となる点は、残存役員の処遇（どのレベルまで、経営責任を追及するのか）、改革の内容が従業員のインセンティブ改善につながるものか、改革を主導するリーダーが存在するか、などである。

取引先

信用状況が悪化すると、取引を解消されたり、取引条件が厳しくなったりする。これを回避するためには、取引先に積極的に情報開示を行ってガラス張りの経営を行い、安心感を与える努力をする必要がある。

債権者（金融機関）

再生を進める側としては、支援体制の早期確立を図りたいが、様々な問題がある。（法的手続きを申し立てない限り）金融機関（特に非メイン行）が自行債権の回収に注力することを阻止できない。相手先の金融機関自身の体力が弱いと、支援要請が難しくなる。債務弁済率・期間の標準的尺度が存在しないため、合意形成を司る基準が存在しない。たとえば、10年弁済を認める金融機関もあれば、5年弁済しか認めない金融

機関もある。

なお、太田氏は、「可能であれば法的手続きを回避したい」と強調している。その理由としては、「倒産によるイメージの低下などの悪影響に加え、法的整理に入った場合、現実の運用として、債権者への配当極大化が優先しがちな点が懸念される。再生企業がいくらかで売れるかが主眼になってしまい、雇用の維持まで含めた企業が存続することによる総体的な価値が尊重されなくなる恐れがあるためである。」

倒産状態に至った企業の整理をする場合、債務者と債権者との間の任意の交渉による私的整理と、裁判所が関与する下で行われる法的整理という 2 つの手続きがあるわけだが、私的整理を目指しても、企業が保有する資産についても、債務者と債権者との間で評価が分かれるなど、任意の交渉によって合意に達することは難しいケースもある。債権者の間でも、担保設定の有無等、利害関係は必ずしも一致しているとは限らない。しかも、私的整理による合意には、法的強制力は無いため、その履行についても、不安が残る。そこで、裁判所が関与する下で手続きを進める法的整理という選択肢が浮上することとなる。

法的整理と私的整理との選択、すなわち、倒産処理において「裁判所の関与を求めるか否かは、基本的には費用と便益の対比により選択される。債権者が少数である場合は私的整理となることが多いほか、多数の債権者が関与する場合であっても、流通業の再建では、私的整理が目指されることが多い。こうした企業に法的整理を行った場合には、商圈の基本となる契約の解除につながることで、債権者平等原則によって売掛債権が削減されることを恐れる仕入先が離反すること等により、企業価値が大きく毀損し、債権者にとってもかえって損失が大きくなるからである」(木下(2002))。

(3) 企業再生ビジネスの新たな担い手としての再生ファンド

昨今、企業再生ファンドと呼ばれるビジネスが注目を集めている。少し前に話題に上った不良債権ファンド、いわゆるハゲタカファンドとは、その業務内容は異なる。

不良債権ファンドの場合、端的に言って対象企業の事業内容には、ほとんど関心が無い。整理に伴う債務の削減額を大きなものとする事で高い投資利回りを確保することが主たる目的である。つまり、金融機関から不良債権を買い取り、当該債務者から返済を求める。不良債権の重荷に苦しみ、オフバランス化を望んでいる金融機関からは、できるだけ低い価格で債権を買い取る。片や当該企業に対しては、額面金額よりも一定程度減額した債務返済を求める。買取価格を回収金額が上回れば利益が出るというビジネスモデルである。

一方で、再生ファンドの場合、再生企業に乗り込んで、事業そのものを建て直すことで利益を獲得することを目指すバイアウト型であり、ベンチャーファンドに似た性格を有する²¹。

²¹ もちろん、既存のファンドを、不良債権ファンド型と再生ファンド型とに、明確に色分

ファンドから資金を注入し、健全資産のみを本体から切り離して継承し、再生を目指す。この時、債権者からの合意形成のために必要であれば、法的手続きも活用する。つまり、具体的再建策としての営業譲渡の受け皿として、事業を継承する。そして、事業再生成功時に持ち株を売却することで収益を確保する。

事業再生の成功には、スポンサーの役割が決定的に重要である。資金面、経営面の双方で強力なスポンサーとしての役割を果たす再生ファンドは、今や事業再生の主要な担い手の一つと目されている。本節では、日本の代表的な再生ファンドの一つである MKS パートナーズの松木伸男代表取締役社長へのヒアリングを基にして、再生ファンドの役割についてまとめてみた。

まず、再生を成功させるためには、「経営陣、さらには従業員まで綿密なインセンティブ・スキームを提示してモチベーションを高揚させるなど、独特のノウハウを通じて再生を成功させている。たとえば、投資先企業の経営陣には、出資やストックオプションの形で株式の持分を配分することにより、資金提供者であるファンドと経営陣との利害が一致するようなインセンティブスキームを導入している。」日本で活躍する再生ファンドを見ると、意思決定や行動の自由度が高い独立系ファンドが大半であり、特定の企業グループと提携することもない。このことが、当事者間の利害一致の円滑化にも寄与しているとの見方もある。

「成功時には保有株を売却して収益を確保するわけだが、その手法としては、思い切って公開を行うほか、企業グループに売却する場合もある。特に再生が大成功した場合、対象企業自身が会社の支配権を強化するため、ファンドが保有する株式を買い取ることもある。」資金調達に関しては、運用成績の低迷に悩む国内機関投資家や、日本へのエクスポージャー拡大機会を狙う海外機関投資家などの注目を集め、ファンドへの資金提供も活況を呈していると言われている。

「再生の成功を左右するポイントの一つは、買収価格にある。ここを慎重に見極めないと、ファンドが求める期待リターンを実現できず、事業計画が破綻をきたす恐れがある。当該事業のキャッシュフロー・パターンを見極め、投資家がファンドに求める期待リターンの水準を実現できる価格で買収しなければ、成功を収めることができない。これまで成功してきているファンドは、キャッシュフロー・パターンをかなり保守的に捉え、買収価格も極力抑える傾向にあった。ところが最近では、再生ファンドビジネスへの新規参入が相次ぎ、案件獲得に際して提示価格の競争が生じてきている。しかし、ここで、高値で買収をすれば、事業の収益性が低下することとなるため、慎重に対応する必要がある。」

ところで、事業再生ファンドが活躍の場を広げていることは、金融システムにおける専門

けできるわけではない。基本的には、金融的な動機により、債務整理による収益を狙うこと等が適当か、あるいは、事業自体に参画して収益確保を狙う企業再生ファンド型の投資が望ましいかは、ファンドの運用の中で決定される。木下(2002)は、金融的色彩が濃いケースでは、外国の機関投資家の資金を受け入れ、短期の投資で高い収益率を要求される場合が多いと指摘している。

化による組織分業の活性化の現れとも考えられる。かつては、事業の立上げ、成長、そして倒産処理に至るまで、企業が歩む全ての過程において銀行が強く関与してきた。ところが、近年の金融技術の進歩は、個別の業務に特化した専門機関の発達を促してきている。事業再生ファンドは、倒産処理のステージでの専門機関として、今後、欠くことのできない存在へと成長していく可能性がある。

(4) 倒産処理法制改革への評価

2000年4月の民事再生法施行からすでに4年が経過した。帝国データバンクの調査によれば、2004年3月までの4年間の民事再生法申請による倒産は、3,477件に上る。この他に、他の手続(任意整理を含む)を一度経た後、民事再生法へ移行したものを加えると3,635件である。この間の、負債総額1000万円以上の倒産は、7万3,696件のため、民事再生法による倒産は、件数ベースで5%近くを占めている。

一方で、東京商工リサーチの調べによると、2000年4月から2003年末までに民事再生法の申立を行った3,356件のうち、4割近くの1,302件が手続き廃止に終わっているという。この中には、まだ再建の途中のものも含まれているため、最終的には、再建に至らず、手続き廃止となるケースは過半数に達するとの見方もある²²。

ただし民事再生法の目的は、決して全ての破綻企業を救済することにあるわけではない。倒産処理手続きへ入るタイミングを早期化し、再建すべき企業は早期に再建に着手し、清算すべき会社は、著しく会社資産が毀損する前に整理することを目指している。そうした観点から考えれば、上記の数字は、ほぼ予想通りのものと評価できる²³。

では、実際に一連の法制度改正は、倒産処理手続きに入るタイミングの早期化に貢献したのだろうか。広瀬・秋吉(2004)は、上場・公開企業を対象とした実証分析を行い、制度改正の効果の検証を試みた。

²²、同調査によれば、一方で既に手続き終結に至り、再建を遂げたケースは335件に上っている。

帝国データバンクでも、同様の調査を実施しており、2004年3月までに民事再生手続きを申し立てた3635件のうち、再生計画の認可決定を受けたものが2165件で約60%。逆に、手続きの棄却、取下げ、廃止などが706件と発表している。この中には、認可後に手続き廃止決定を受けたもの171件も含んでいる。この数字では、認可か否かの結論が出た企業のうち4分の1が再建に失敗との結果になっている。

手続きが廃止となるケースは、「債務者が(再生)計画を履行しない原因は、故意に弁済を怠ったというよりは、経営が改善できずに弁済資金が調達できないためであることの方が多いようである」(高木(2003))。

なお、米国でChapter 11の下で再建手続きに入った企業のうち、手続き終了後に回復を遂げたものは6%あるいは12%に過ぎないとの研究結果もある。

²³、また、企業再建自体、必ずしも民事再生法によるわけではなく、破産手続きをとった上で営業譲渡を図り、実質的な事業継続を図るケースもある。

その実証結果によれば、2000年4月の民事再生法施行より前に法的手続きの申立を行った企業の場合、業績の落ち込みがあったタイミングから法的手続きに入るまで、平均的にみて5年程度の期間を要していたのに対し、2000年4月の民事再生法施行以降に法的手続きの申立を行った企業では、業績の落ち込みがあった翌年には、法的手続きに入る傾向があることが確認された²⁴。さらに、2000年4月以降に私的整理による再建で債権放棄を受けた企業と、法的手続きを利用した企業とを比較すると、債権放棄の報道があった企業の方が、法的手続きの申立を行った企業に比べて直前の収益性は比較的高いとの結果が得られた。この点は、経営悪化の程度が深刻で、健全な体質へ回復するために抜本的な改革を要する企業の場合、法的手続きが積極的に活用されていることを物語っている。これらの分析結果から、一連の制度改革によって、早期の企業再建着手が促進された可能性が高いことが確認されている。

民事再生法施行後の日本の状況については、実務家の多くも、申立が早期化したとの印象を抱いているようである。そして、早期化の要因としては、関係者の間では、民事再生法で申立事由を緩和した影響は少なく、むしろDIP制の採用・手続きの迅速化が、申立時期の早期化に影響を与えている可能性があるとの認識されている²⁵。

前出の成蹊大学法科大学院教授の宍戸教授は、「米国のChapter 11手続きのように、倒産手続き開始後も経営者が引き続き経営権を保持することを認めるDIP型手続き²⁶や、債権者

²⁴ 広瀬・秋吉(2004)では、年次の財務データを用いたイベント・スタディの手法を応用した実証分析を実施した。法的手続きの申立を行った期に先行する各決算期の業績パフォーマンスを測定し、明らかに業績の落ち込みがあった時期の特定を試みている。業績パフォーマンスは、利益の指標を各期の創出キャッシュフローであるEBITDA (=税引き前利益 + 減価償却費 + 支払利息)とし、これをBook Value Asset(簿価資産残高)によって除したROA(Return on Asset)によって評価した。

年次財務データによるイベント・スタディの手法については、Barber and Lyon (1996)を参考とした。

²⁵ 前出の一橋大学の山本教授によれば、「会社更生法に関しては、昭和40年代までは、既存取締役を管財人として残す事実上のDIP型の運用も採られてきた。しかしその後、100%減資の運用が定着する中で、かつての株主に選任された取締役は、その存立基盤を失っており、経営陣に残すべきではないとの考えが定着した。改正会社更生法でも、DIP制は採用されていない。」

²⁶ DIP型手続きが制度上認められていても、少なくとも上場企業に関する限り、必ずしも経営者の地位が常に保障されているわけではない。Gilson(1990)は、米国でのChapter 11申立てや私的整理を行った上場企業のうち半数以上(56%)の企業で、経営者(CEO)が数年以内に退任している事実を報告している。Xu(2003)は、2000年4月からの約2年間に民事再生法を申請した上場企業31社のうち、17社で申請後に経営者交代が生じたことを報告している。更に、申請後も従来の経営者が経営を続けた14社のケースのうち10社については、経営者が破綻に直接責任がないケースであったとしている。このようにDIP型手続きの下でも経営者の交代が生じる背景としては、企業破綻の原因が経営者の能力不足によるものであり、経営者の交代が企業再建のために必要となることが多いという現実問題があると考えられる。

また、一橋大学の山本教授が指摘するように、日本では中小企業の借入れについて経営者

の回収行為を強制的に停止させるautomatic stayを制度の中に規定することは、破綻企業の経営者を債権者から保護する機能を果たし、債務者に対して強い交渉力を与える結果となる²⁷。このことは、債務者による濫用の危険が懸念される一方、経営者に早期の倒産手続申立を行うインセンティブを与える側面もあると考えられる」と指摘している²⁸。

さらに、米国の Chapter 11 手続では、一定期間、債権者側は再建計画案を提出することはできない。そして債務者側は、この間に自ら作成した再建計画について、債権者に対して承諾するか、それとも清算手続きに入るかを選ばせるという強い立場にある。

一橋大学大学院法学研究科の山本和彦教授によれば、「日本の場合、民事再生法導入に際して、こうしたChapter 11 手続におけるDIP型の特性について批判があり、民事再生法では、再生債権者にも債務者と同等の再生計画提出権限を付与した。ただし、事業継続のための再生計画策定には、必要な情報が債権者側に開示されている必要がある。現実問題として、そのような情報まで債権者が得ることは困難であるため、実際には対立する再建計画案を提出することは極めて難しい²⁹。従って、日本の民事再生法でも、債務者のバーゲニング・パワーは相当程度強いと考えることができる³⁰。」

・ 銀行が取り組む私的整理の実情

が個人保証することが通例であるために、DIP 型手続きが無意味となる可能性が指摘されている。企業の破綻に伴い、債権者が経営者による個人保証部分を請求すれば、経営者個人が破産に追い込まれることが多い。このとき破産者は取締役になれないために経営者として引き続き経営に関与することができなくなってしまい、DIP 型手続きが事実上機能しなくなる問題が生じる。この問題への対応策として、小規模個人再生手続きの要件を債務総額 3000 万円以下から 5000 万円以下に引き上げることが、2004 年の破産法改正に伴う一連の法改正で実施された。個人再生手続きの要件を緩和することによって、再生手続きを利用した個人保証債務の整理を行えることを目的としたものである。さらに、この問題への対応として、第 162 国会に法案が提出された会社法の現代化改正において、商法 254 条ノ 2 第 2 号の廃止という形で手当てされる予定である。

²⁷ アメリカ合衆国のChapter11 は、DIP型手続きとautomatic stayを同時に有している。一橋大学の山本教授によれば、「民事再生法を検討する過程では、同様の枠組みを採用することが検討されたが、債務者による濫用防止が中心的理由として、両者を並存しない制度とした。民事再生法の運用では、申立から開始時期までの期間が短くなっており、実質的には、それに近い形が実現していると解釈できる。ただし、制度上、明示的にDIPとautomatic stayが並存する米国のChapter 11 と比較すれば、日本の債務者の交渉力はアメリカと比べて相対的に弱いと考えることもできる。」

²⁸ これについての宍戸教授の主張の詳細については、宍戸(2003b)『成蹊法学』57号99頁を参照のこと。

²⁹ 最近の例では、1998年に会社更生法申立を行った日本リースにおいて、同社への不良債権を市場で買い集めたサーベラス、ゴールドマン・サックスを中心とする外資系債権者が、債権者による更生計画案を独自に作成して裁判所に提出した例がある。

³⁰ 日本では、申立債権者が倒産のトリガーを引くことへのレピュテーション・リスクの問題もあり、債権者による申立が行われるケースは滅多に無い。

法的手続き積極活用への姿勢変化が必要

民事再生法の施行等により、法的手続きによる倒産処理が増えてきているとはいえ、依然として日本での倒産処理は、私的整理が圧倒的に多い。私的整理は、提訴費用などの手続き費用の節約や、倒産手続きによって企業イメージが損なわれることを回避できるメリットが期待される。一方で、当事者間のみでの交渉で行われる私的整理は、交渉力の強弱によって交渉の結果が左右され、結果的に不公正な取決めになる恐れがあるとの批判も多い。法制審での議論の過程でも、日本の場合、債務者にとって不利な結果になってきた可能性が高いとの認識が、倒産処理法制改正議論の中であった。

さて、私的整理の場面では、通常、銀行が有力な債権者として主体的な役割を果たしている。「銀行の主要資産は貸出金であり、不良債権処理損の計上は、自己資本の減少要因となることを通じて銀行経営に影響を与えるのみならず、信用コストの認識を通じて銀行の融資判断をも左右する。」(木下(2002))そこで以下では、私的整理の実情を理解する手掛かりとして、これまでの日本の銀行が、倒産処理に対してどのように取り組んできたのかをまとめてみたい。本節の内容は、大手行の与信監査部署に勤務する人物へのヒアリングを参考としている(ご本人の仕事の都合上、匿名とする)。与信監査担当者の目から見た、従来の銀行の融資現場の実態は、以下の通りである。

「メインバンク議論に象徴されるように、効率的な倒産処理についても、銀行は一定の役割を果たしてきたとの社会的な認識があった。しかし、その実態はというと、銀行は必ずしも期待されている役割を果たしてきたとはいえなかった。

銀行の具体的取り組みといえば、取引先企業の業績が悪化した際には、端的に言えば、赤字資金を支援するだけだった。それでも、かつては経済が右肩上がりの趨勢にある中で、景気循環によって業績が自動回復することを待つだけで事足りていた。このため、資金繰りを監視するために銀行スタッフを派遣することはあっても、事業そのものの再生計画立案にまで踏み込むことは稀であり、事業再生自体のノウハウを蓄積してこなかった。極論すれば、闇雲なコスト削減と処分可能な資産の売却による財務リストラを押し進めた上で、後は、次の景気の山まで資金を繋げば良いというスタンスだった。

しかも、右肩上がりの経済成長は、担保対象資産の価値上昇をもたらしたため、信用リスク管理について強い問題意識を抱く必要性が湧いてこなかった。特に、中小企業向け融資は、信用保証協会による保証付融資も含めて、担保フルカバーが原則だった。」(与信監査担当者によるコメント)

「融資先経営者に対して「借手責任を意識し真剣に経営に取り組んで(融資代わり金を確実に返済して)もらうため」と称して、無期限無限度の包括根保証を徴求すると同時に融資先企業の固定資産にとどまらず経営者の個人資産までを担保に徴求してきた。これによって、金融機関が普段から取引先企業の経営状態をモニタリングしなくとも、万一の場合に債権

回収が可能になるように保全措置を講じてきた」(リレーションシップバンキング研究会(2004))。

「加えて、バブル期までは潤沢な含み資産を保有していたため、倒産による不良債権の処理原資を容易に捻出できたという側面もあり、貸出先企業倒産処理に関する問題が、表面化してこなかった。」(与信監査担当者によるコメント)

倒産という企業の非常時に際し、銀行が有効な役割を果たし得なかった主因の一つとして与信監査担当者が指摘しているのは、“債務者企業とのコミュニケーション不足”である。企業側にしてみれば、個人保証(無期限・無限度の包括根保証)までも行っているため、いざという時の支援を期待している一方で、経営に問題が無い時には、銀行側が経営に口を出すことを嫌う傾向が強い。「担保・保証を差し出す以外にも金融機関からの日常的な営業要請に協力し、預金を残置しながら資金繰りが苦しくなると追加借入を行うという非効率的な資金調達を行うことで、取引金融機関のご機嫌をとることは関心を払ってきた。しかし、業績については年1回の税務申告書付営業報告書を提出する以上に情報開示をせず、金融機関にあれこれ指図されるのを避けようとしてきた」(リレーションシップバンキング研究会(2004))。

他方、銀行サイドでは、かつての優先的地位の濫用事件がトラウマとなり、取引先の経営に介入すべきではないとの風潮が生じていた。「優先的地位の濫用という非難を避けるために「私たちには経営のことはわかりませんから、社長にお任せするほかありません」と事業リスクを負担することを避けようとし、経営状態のモニタリングをおろそかにしてきた」(リレーションシップバンキング研究会(2004))。いわば、コミュニケーションの不足を、担保と保証で信用保管するという手法だった。

この結果、取引先へのモニタリングは十分に実施されてこなかったと、与信監査担当者は指摘している。たとえば、「主要な仕入先は、破綻時には主要な債権者となる重要な存在であるにもかかわらず、銀行サイドではその把握ができていなかったために、事業再生を試みようとしたところ、資材の供給を止められて事業継続できなくなったケースもある。

また、非公開企業の大株主の状況について、株主別の持株数を把握しているだけで、発行済み株式数が確認できていなかったというケースもある。事業再生の過程で営業譲渡やM&Aを伴う場合は、商法上の特別決議が必要となるが、持株シェアが把握できていないために、決議の見通しをたてることすらできなくなってしまう。」(与信監査担当者によるコメント)

銀行の抱える問題点は、こうした平常時のモニタリングの不徹底だけにとどまらない。経営状況が悪化した貸出先への経済合理性を欠く対応は、今日の不良債権問題をより深刻なものとしてきたと考えられる。本来、「不良債権処理損の計上のタイミングは、企業の整理が現に行われる時点ではなく、経営困難の認識の時点となっている」(木下(2002))はずである。すなわち、破綻懸念先であれば、予想損失額を個別貸倒引当金として計上し、正常先や要注意先であれば、破綻懸念先に転落するデフォルト確率を用いて一般貸倒引当金を積

み立てる。

ところが、銀行経営者にとってみれば、債権売却や債権放棄といった最終処理を積極化させると、期間損益が悪化し、さらには自己資本が毀損することなどで、経営責任を問われることになりかねない。そこで最終処理には踏み込まず、債務者側の財務リストラによって元本の一部回収を図り、残債を維持するということを繰り返してきた。

特に、金融機関にとって、手心を加えたくないような貸出先は、たいていが破綻した場合に被る影響が大きい大口融資先である。本来、“破綻懸念先”として個別貸倒引当金を計上しなければならないにもかかわらず、債務者区分に手心を加えて“要注意先”とすると、「存続可能」が前提となって、追加支援が実施されることとなってしまう。そして、実際に当該貸出先が破綻に至ってしまった段階では、一般貸倒引当金の取り崩しだけでは間に合わず、追加損失が発生してしまう。大口融資先を破綻させまいとして、ギリギリまで追加融資を続ける可能性も高く、追加融資額が増えれば増えるほど引当不足が拡大していくこととなり、追加貸倒損失額は、雪だるま式に増加してしまう。この結果、当該貸出先の破綻時には、業務純益を上回る多額の与信費用が発生するような事態にもなりかねない。

経営陣が不良債権処理に対する毅然とした態度を明確に打ち出さない限り、実務を担うスタッフは、期間損益重視の雰囲気を感じ取ってしまう。その結果、着地すべき当期損益額から逆算して実現可能な与信費用を算定し、その与信費用を各債務者に按分するといった行為を繰り返すことになる可能性が高い³¹。

実はこうした不良債権への取組姿勢は、債権カットによって大きな一次損失を被る法的手続きを敬遠する理由ともなってきた。法的手続きの方が、裁判所や弁護士との関与の下で手続きを進め、債権者間の交渉で公正性が維持される。私的整理の過程で、メインバンクの責任を追求され、過大な負担を求められる可能性などを考慮すれば、法的手続きには銀行側にもプラスの面がある。リストラに伴う従業員の雇用の問題にしても、表面的に会社が存続している間は、抜本的なリストラについて交渉を行うことが容易ではない。ところが、法的手続きに入り、非常事態であることの認識が共有されれば、雇用問題も含めた抜本的な組織再編を進め、再建の道へと踏み出すことができる場合が少なくない。

「それにもかかわらず、一次損失だけを比較して、私的整理の方が、負担が軽いという認識が、未だに根強く残っている。しかし実際には、負担が軽いというよりは、私的整理での放棄額を少なくとどめることで、表面的な一次損失を低く抑えることをもって、安易に私的整理を選択する傾向がある³²。」(与信監査担当者によるコメント)

³¹、りそな銀行の国有化前後の資産査定は、典型例である。準国営化された後の経営陣によって、実際に最終処理を進める方針に転換して資産査定を行った結果、旧体制の下で実施された資産査定よりも、はるかに多くの不良債権を認定し、追加の与信費用を計上することとなった。この結果、公的資金の投入によって自己資本比率12%を目指していたにもかかわらず、6%台に低下してしまった。

³²、厳しい債権買取価格を提示するRCC(整理回収機構)の利用が、当初、大手行の間で非常に限定的だった背景にも、同様の要因が作用していたと考えられる。

私的整理の基本的スキームを考えてみると、不振企業の中で、正常な事業・資産は、前述の事業再生ファンドや同業種の企業等に営業譲渡してキャッシュフローを手に入れる一方で、問題事業を金融機関が処理することとなる。ここで、営業譲渡の交渉の場では、多くの場合、買手優位で事業価値が値踏みされ、スポンサー側から、非常に強硬な要求が出されてくる。それでも、事業再生ビジネスの競争は、米国のように激しくはなく、譲渡先として頼れるスポンサーは限られているため、スポンサー側に押し切られてしまうことも少なくない。結局、金融機関側の負担は大きくなる。

この営業譲渡の時点で、一次損失を小さくしようとして、スポンサーが引き受けなかった問題部分の資産評価を高めに設定してしまうと、後に実際に処分する際、多額の二次損失が生じることとなる。しかも、デフレの進行が、二次損失の拡大に追い討ちをかけてくる。

「私的整理を選択する基準としては、取引銀行の数が少なく、メインバンクが債権者間の交渉取りまとめが可能であること、債務免除の対象として、メインバンク、準メイン行で、担保保全がなされていない貸出債権の3分の2程度を抱えていること、そしてメインバンク自身が償却負担に耐えられることといった合理的な条件が満たされている必要がある³³。申立の容易化を図った民事再生法の導入は、銀行のコントロール外での債務者企業による自発的な法的手続き申立の恐れを高めたとも言える。事業再生の場面で、銀行側が主導権を握ることが難しくなってきた以上、銀行としても、むしろ法的手続きを積極的に活用するように姿勢変化をする必要がある」(与信監査担当者によるコメント)ものと思われる。

いずれにせよ、本当の意味での事業再生を可能とするだけの債権放棄を伴わない私的整理は、私的先送りに過ぎない。むしろ早い段階での本格的な再生支援を怠ると、再生そのものが不可能になり、かえって負担が重くなる恐れがあることが、十分に認識されていない。

たとえば「私的整理に関するガイドライン」は、債務超過を三年以内に解消することを求めているが、これまでの例では、例外的な場合を除いては、私的整理の成立と同時に、またその後の間もない時期に債務超過を解消することができる程度まで債権放棄を受ける計画になっている。ガイドラインによる私的整理を行う会社は上場会社であることが多いため、将来の資金調達や評価を落とさないためには上場を維持する必要がある。そのためには債務超過を速やかに解消しておくことが望ましいからだ」(高木(2003))。

とはいえ、現在では、銀行側の発想が、「債務免除を受ければ自分も助かるという企業側のモラルハザードが蔓延しては金融業が成り立たない」という、債務者市場を一体として捉えた画一的な見方から、個別債務者毎に、事業再生の可能性と財務バランスと再生コストをみて、債務免除を許容した方が残債の保全・回収が高まる貸出先かという発想に、よ

³³ かつては、債務者企業が法的手続きをとった場合、当該企業のメインバンクは、他行から非難を浴び、悪い“評判”(reputation)が生じるため、銀行は法的手続きを敬遠すると指摘されてきた。しかし、銀行現場では、経済合理性の問題の方を重視し、こうした評判の問題は、次第に意識しなくなってきたと言われている。特にメガバンク間の場合、不振企業の債務は、メインバンクへの債権集中が進んできていると言われ、他行へ配慮する必要性が薄れてきているようである。

うやく変わりつつあるようである。

地域金融機関の事業再生への取組み

章(2)でも触れたように、最近では大手銀行だけではなく、地域金融機関の中にも、貸出先企業の再生に積極的に取り組むところが出てきている。従来は、破綻先の不良債権処理がメイン・テーマだったが、最近では、不振企業向け債権の不良債権化防止へと重点が移ってきている。すなわち、貸出先の不振企業に対して再生支援を実施し、債務者区分のランクダウン防止もしくはランクアップを図り、事前に不良債権化を防止することを目指している³⁴。

ただし、地方金融機関では、大手金融機関とは異なる固有の悩みを抱えている。その最たるものの一つが、地域密着を標榜した経営ゆえに、経済合理性だけの判断で、貸出先企業に見切りをつけることが容易ではない点である。簡単に手を引けば、地域での評判(reputation)に傷が付くことを懸念する金融機関は少なくない。営業地域が限られている中小・地域金融機関の場合、全国展開している大手行のように「ダメなら撤退」という選択肢を選ぶことが難しいのである。

また、事業内容を見極めて、私的整理での再生支援を決定した際にも問題が生じる。前出の太田氏によれば、「特定の取引先への支援が明らかになれば、必ず域内の同業他社からの支援要請の声が強くなる。金融支援を実施してでも再生に協力するとなれば、どうしても、ある程度の規模の会社となってしまう。支援先が老舗や、知名度の高い会社であれば、同業他社からの支援要請の声は、一層強くなる。結局、法的手続きのコストを意識しつつも、他社への支援を拒否する口実とするために、支援先に法的手続きの申立をさせ、他社には「法的手続きにまで追い込まれた会社だから」と説明するといった手法を取らざるを得ない」ケースもあるようである。

また、私的整理ガイドラインが、地域金融機関にとって活用が難しいという点も、悩みの一つである。地域経済自体が低迷する中で、3年以内の債務超過解消や経常利益黒字転換といった構想をまとめることは容易ではない。しかも、地域経済の性格や人材の代替可能性の問題から、経営者の退任を必須とする規定も活用の障害となっている。³⁵

³⁴ 金融庁のアクションプランを受け、各地域金融機関では企業再生の専門部隊を設立した。しかしその実態は、専門部隊が機能して企業再生に積極的に取り組んでいる銀行と、形だけを整えて、実体が伴わない銀行に二極化してきている。やはり、体力のある銀行の方が、前向きに企業再生に取り組んでいる傾向が見られるようである。

³⁵ 地域金融機関に限らず、私的整理ガイドラインで求められる要件が厳しいという点は、金融界共通の認識のようである。帝国データバンクの調査によれば、2001年9月にガイドラインが策定されて以降、2004年3月末までにガイドラインを利用して債務免除を受けた企業は14社(債務免除総額は5108億3200万円)に過ぎない。このうち、上場企業は、繊維総合商社の市田や、シャッター製造の東洋シャッター、総合建設業のハザマなど7社

しかし、中には私的整理以外に再建の道が無い場合もある。たとえばゼネコンの場合、法的手続きに入れば公共事業への入札ができなくなって事業継続が困難になってしまう。この場合、私的整理以外に選択肢は残されていないが、当局から過剰支援との指摘を受けないような金融支援額をどのように決めれば良いか、頭を痛めてしまう。当局の方で、資産査定標準化を図って欲しいとの声が、地域金融機関の担当者の間では少なくない。

また、「ガイドラインによる私的整理によって債権放棄をした場合には、税務当局による無税償却の認定、DIP ファイナンスを受けやすいなどの利点があるのに、ガイドラインそのものが中小企業にとっては使いにくいので、そうしたメリットを活用できないという批判もある。……(中略)……もっとも、債権放棄の無税償却を受けたいのなら、特定調停法による裁判所の調停手続きを利用するのもよい。調停による債権放棄も、裁判所や調停委員による手続きとして公正妥当だと認められやすいからである」(高木(2003))。

・倒産処理法制が抱える諸問題

ここまで、日本における倒産処理現場の実情について記してきた。以下では、今後、倒産処理手続きを巡って生じ得る問題について、何点か考察を試みたい。

(1) 制度改正による資金調達条件悪化の恐れ

民事再生法施行以降の一連の倒産処理法制改革は、少なくとも経営者の早期再建着手を促した可能性があることが確認されるなど、改革が一定の効果を発揮しているものと思われる。ただ、倒産関連法制については、何か社会的に最適な制度があるわけではない。負債契約が持つ経営への規律付け効果と企業再建促進というトレード・オフがある中で、経済環境が直面している問題を考慮するなど、様々な影響のバランスをとって一つの制度が選択されている³⁶。今回の日本の制度改正は、企業再建の促進を強く意識したものと言えるが、

である。ガイドラインを利用するケースが限られている背景には、ガイドライン自体が、ある程度の数の金融機関に対して債務を負担している企業の過剰な債務を整理することをイメージして作られたという側面があり、必ずしも一般的な倒産企業処理を想定したものではないことも、影響している可能性がある。

³⁶ White(1994)では、シグナリング・モデルを用いて、再建すべき企業は再建型手続きであるChapter 11を、また、清算処理が望ましい企業は破産手続きであるChapter 7を、それぞれ経営者の自発的な意思決定で選択し、効率的に倒産処理を行い得る可能性について分析を行っている。彼らの分析によれば、パラメーターの値によっては一括均衡になってしまうために、清算すべき企業がChapter 11による再建手続きに入ってしまう非効率性が生じるだけでなく、倒産処理が法的手続きだけのケースでは分離均衡が実現して効率的な状況下でも、追加的に法廷外での私的整理の利用が導入された場合、法的手続きに比べて取引費用が節約できるために、一括均衡になってしまい、効率性が悪化することが示され

予想される副作用もある。

副作用の一つの可能性が、平常時の資金調達条件の変化である³⁷。倒産に陥った際の再建可能性を重視し、倒産処理の過程で債権者の権利を制約する法制度を設けると、債権者の立場から考えれば、貸出を行う際の期待回収額が低下することとなり、貸出姿勢が消極化し、企業活動に悪影響を及ぼす恐れがある。

たとえば、米国の場合、1978年連邦倒産法において、Chapter 11手続きに見られるような企業再建を重視した法制度が確立された。Scott and Smith(1986)はこの法改正に着目し、法律の施行後、1980年代前半の中小企業の資金調達事情を分析している。これによると、1978年倒産法施行後、調達金利が上昇したり、借入申込みが断られる頻度が高くなったりするなど、中小企業の資金調達条件が悪化していることが確認されている。

また、Berkowitz and White(2002)は、米国では個人破産の際に、住宅や自動車など生活の維持に必要な資産に対して認められる免責の範囲が州によって異なることに着目し、中小企業の資金調達条件の相違を分析している。事業資金の調達に際して経営者が個人保証を行っているケースでは、免責が手厚く認められている場合には、倒産時に、経営者は法的手続きに入ることに強いインセンティブがあるはずである。逆に貸手側にとってみれば、貸出実行の際に期待回収率が低くなる。分析結果では、免責が手厚い州の方が、中小企業向け貸出金利が高かったり、信用供与を拒否される頻度が高くなったりする傾向にあることが確認されている。

(2) 倒産処理手続きへのオークション・システム導入の可能性

倒産処理手続きを円滑に進める上での大きな障害の一つは、関係当事者間の交渉コストである。倒産処理に際し、債権者は、債権の優先順位に応じて異なるインセンティブを持つ可能性がある。たとえば、担保権によって債権が保全されている優先債権者は、たとえ事業継続価値が清算価値を上回っている場合でも、清算を選好する可能性がある。一方で、株主や劣後債権者の場合、清算によって優先権に応じて分配される配当額よりも、事業を継続させて成功した場合に得る期待弁済額の方が大きいかもしれない。この場合、事業継続による成功の可能性は高くなく、事業継続価値よりも清算価値が高いとしても、事業継続を強く望むこととなる。したがって、各ステークホルダーの個別のインセンティブは、

ている。

³⁷ Schwartz(1997)は、本来、企業毎に収益プロファイルや、事業収益の実現確率、事後的な再建可能性等が異なることを考慮すれば、それぞれに適した倒産処理に関する契約を資金調達時に結んだ方が効率的であると主張している。そして、法的手続きによる倒産処理を一律に規定することは、債権者の回収期待額を低下させる可能性があり、この結果、事業の性格によっては資金調達が不可能になり、社会的に見て過少投資が生じる恐れがあることを指摘している。

社会的に最適な基準と一致するとは限らない。

こうした当事者間の利害対立に起因する交渉コストを低減する方策として、Bebchuk(1988)、Aghion, Hart and Moore(1992)は、債権者および株主に、優先度に応じてコール・オプションを与えるスキームを提案した。具体的には、まず、企業が債務不履行を宣言した時点で、全ての債務はキャンセルされ、100%株式による資金調達の会社とする。そして、最も優先順位の高い債権者に対して全ての株式を配分する。各優先債権者は、その債権クラスの中での債権の持分シェアに応じて株式を受け取ることとなる。それ以外の債権者は、その債権の優先順位毎にクラス分けされ、債権クラス毎に、当該クラスよりも優先順位の高い全債権の総債権額で全株式を買い取ることができるコール・オプションが配分される。個別の債権者は、当該クラス内での債権持分シェアに応じてコール・オプションを受け取ることとなる。そして株主は、この中で最も劣後する債権者として、総債権額の支払いによって全株式を獲得できるオプションを得る。

この手続きの下では、各クラスの債権者は、他のクラスの債権者と交渉する必要はなく、各自の判断でオプションの行使について判断すれば良い。そして、情報の非対称性の問題が無い限り、新たに株主になる者のインセンティブは、社会的最適基準と一致することとなり、最適な倒産処理手続きが選択されるはずである。

ところが、この効率的とされる手続きは、現実にはどの国の制度でも採用されていない。これは、真の企業価値を把握することが、企業外部の債権者にとって容易ではないことが原因と考えられる。前出の一橋大学の山本教授によれば、米国のように、情報開示に係る制度が比較的充実している国でも、スポンサー選定における入札など、部分的にオークションが行われているだけで、倒産処理手続きそのものにオークションを導入するには、必要な情報が十分ではないようである。

企業価値を正確に算定するためには、高度かつ詳細な企業情報が必要となる。ところが、これらの情報を、ライバル社を含むような潜在的買手に開示することは、企業価値自体を低下させる恐れがあり、問題がある。このような事情により、理論的に提唱されているオークションを実際実施するには、現実問題として、必要な情報が不十分である可能性がある。さらに、入札するスポンサー候補にしてみれば、「デューデリジェンスに多額の費用と時間を費やすことが避けられない一方、結果として勝者となるのは一社のみであるため、相対の交渉と比較して入札自体に大きなコストを伴う反面、落札できないリスクを負担する」(森(2003))という側面もある。

このように、効率的な当事者間の交渉を考える上では、情報開示の問題が重要なポイントとなる。従来の日本の制度では、裁判所も秘密主義的に運用してきたため、管財人は自らに有利な情報しか開示してこなかった。債権者側にしてみれば、判断材料として必要な情報を与えられない状況で、主体的に交渉ができるような環境ではなかった。

制度改正後は、日本でも、民再法導入時に、当事者の自主的な意思決定促進のための必要情報の開示を促進する工夫が凝らされ、債権者側が主体的に判断できるよう、経営に支障

がない限り情報開示する方向へ運用が変わった。しかし、それでも情報量は不足しており、理論的に提唱されているオークションを実施できるような開示には至っていない。特に、ライバル企業にとって重要な情報に関しては、米国であれば秘密保持契約が厳密であり、違反すれば裁判所侮辱など厳しい制裁が課されるが、日本では情報漏洩に関する罰則規定の不備等から、とてもオークションを実施できるような段階に至っていない。

さらに、倒産企業再建のスポンサー選定作業は、一般の入札とは異なり、単に提示金額の大小では判断できない部分があることも、問題を複雑にしている。もちろん、より大きな金額で落札されることが優先課題ではあるが、「資金供与されたあとの経営支配、従業員の雇用条件、取引先との継続的關係維持など、さまざまな要素を総合評価せざるをえない。(中略) また債権者にとっては債務者の企業価値をより高く評価してくれる企業が望ましいが、債務の株式化もしくは長期分割弁済によって、その後の債務者の企業経営にかかわりを持つ場合には、将来にわたり債務者の企業価値を高めてくれる投資家がベストということになる」(森(2003))。このように、実際のスポンサー選定においては、買収価格という定量的評価以外に、主観的な定性的評価が入ってくる。こうした側面も、オークション導入を妨げる要因となっている可能性がある。

(3) プレパッケージ型倒産処理手続きで生じている問題

民事再生法の中には、米国で倒産処理手続きとして多用されているプレパッケージ型処理に近い手続きとして、簡易再生が盛り込まれている。米国でのプレパッケージ型とは、再建計画案について、計画案の賛否の取り付け方が適用法令に適合していれば、申立前に法定多数の債権者の同意が得られている場合、Chapter 11の申立を行った際、改めて計画案への受諾を得る必要は無く、裁判所の認可を求められることができるというものである。プレパッケージ型では、申立と同時に計画案が提出され、直ちに認可の手続きに進むことができるため、2ヶ月以内に事件終結に持ち込むことも可能だといわれている。このため、通常の法的手続きのように、手続きの長期化によって取引先へ不安を与え、事業継続に支障を来すことを回避できる。

私的整理の場合、任意の手続きのために、同意を得られなかった債権者に対しては強行ができないが、プレパッケージ型であれば裁判所の認可を得た手続きであり、不同意者に対しても拘束力を有する。このため、主要な債権者から債権放棄の合意を得ていながら、一部債権者の反対のために私的整理の成立が難しいような場合に、私的整理からの移行という形で活用されることが多く、1990年代に入り、活発に用いられるようになってきた。また、形式として法的手続きを採ることにより、「先進諸国の倒産法に共通の制度であるが、債務者企業にとって都合のよくない双方未履行双務契約(契約当事者が互いに履行を完了

していない契約)を一方的に解除できる制度があり、これを利用して不採算店舗の賃貸借契約を解除することなどができる。未履行契約の相手方は一方的解除によって損害を被ることになるが、その損害賠償債権は、再建計画案によるカットや延べ払いの対象となる旧債権とされるので安価で不採算店舗を閉鎖できることになる」(高木(2003))といったメリットも享受できる³⁸。

民事再生法における簡易再生では、債権調査・確定の手続きが省略され、裁判所から簡易再生の決定を得れば、直ちに再生計画案決議のための債権者集会在が召集される³⁹。さらに簡易再生の究極的な形態として、同意再生がある。これは、全ての届出再生債権者の同意がある場合、再生計画案の決議までも省略できる特別手続きである。

この簡易再生の手続きは、法的手続き申立の前に、既にスポンサーが決まって再建の方向性について話し合いが付いている場合、再生計画への裁判所のお墨付きを得て、他の債権者に強制力を持たせるために活用されることが期待されている。中でも、前述の再生ファンドによる再生での活用が予想される。

ところが、こうした日本版プレパッケージ型手続きを活用する上で、問題が浮上してきている。通常の民事再生手続き等で、法的手続きに入った後、管財人が債権者への配当を最大化させるという観点から、法的手続きに入る前に合意していたスポンサーへの売却契約を解除し、入札によって企業の売却先を決めるケースが出てきているのである。更生特例法を用いた千代田生命や民事再生手続きをとった東八トがこのケースである⁴⁰。たとえば千

³⁸。米国で、「メーシーズ百貨店がこの制度を利用して、不採算店舗を整理して収益性を回復したことは知られている」(高木(2003))。

³⁹。簡易再生の手続きには、届出再生債権の評価額の5分の3以上の債権者が、再生計画案および債権調査・確定手続きの省略に同意している必要がある。簡易再生の手続きは、通常再生の手続きに比べ、執行力等による履行確保が十分ではないなど、債権者の利益を損ないかねない性質を有するので、債権者の特別多数の同意を要件としている。

⁴⁰。菓子事業を本業とする東八トは、1985年頃から始めたゴルフ場開発のための借入金が経営を圧迫し、1996年からの預託金返還請求によって資金繰りが逼迫するようになった。「再建型法的手続きの整備が金融機関に突きつける課題」(『週刊金融財政事情』2003年4月7日号pp12-16)によれば、同社はメインバンクのUFJ銀行の助言を受けてスポンサーの選定作業を開始したものの、選定の過程で資金ショート危機に直面した。そこで、スポンサー候補であったユニゾン・キャピタル、バンダイ、丸紅から成るグループから、一億数千万円の資金援助を受ける見返りに、独占交渉権を与え、営業譲渡契約を締結した。東八トの場合、ゴルフ場の預託金返済債務を抱え、多数の会員の負担を求めなければ、本業である菓子事業の再生は不可能だった。それだけに、法的手続きによる再生が必須であったわけだが、その中で、菓子事業の毀損を最小限に抑える方法として、事前のスポンサー選定、再生計画認可前の営業譲渡というスキームが採用されたと考えられる。ところが、「債権者へ弁済極大化が担保されたことを示すため」、法的手続き申立後に入札をやり直すこととなり、結局、当初のスポンサーが落札したものの、申立前の合意から183億円を上積みした譲渡代金を支払うこととなった。また、同誌によれば、「最近では選任されなかったスポンサー候補が「入札方法が不公平であり、管財人が特定のスポンサー候補と癒着しているのではないか」などと裁判所に指摘するケースが発生しており」、スポンサー選定の公平性に疑問を投げかける動きも出ている。

代田生命の場合、資産評価について合意がつかず、管財人は入札を実施した。結局、当初のスポンサーが落札したが、予定よりも高い買い物になってしまった。こうした問題は、再建の担い手が法的手続きを活用する姿勢を消極化させる恐れがある。

再生ファンドなどのスポンサー側は、経営悪化によって企業価値が失われることを防ぐため、法的手続きに入る以前に、既に資金を初めとした資源投入を行っている。ところが、法的手続きの過程で一般債権者の一人として扱われ、経営権を手に入れるためには、オークションで競り勝つことを求められてしまう。

このように、債権者側の利益を優先し、事後的にスポンサー側の地位が保証されないのであれば、事業再生への参加を躊躇することとなり、円滑な事業再生促進の妨げとなりかねない⁴¹。そもそも、再生ファンドが再建に乗り出し、再建の可能性を示さなければ、企業価値は低下の一途を辿り、債権者への配当も、当初の計画通りに再生ファンドへ売却した場合よりも低くなる可能性もある。もちろん、廉価な営業譲渡は否定されるべきだが、再生ファンドの地位を保証し事前の投資を促進することは、企業価値・債権価値の維持につながり、債権者にとって効率的とも考えられる。

例えば、「再生ファンドに対して法的手続きの際、事後的に加わる競争相手には+ の増額を求めるなど入札条件を優遇することや、入札によってスポンサーの地位を失っても、再建に寄与したのであれば、共益債権化することなどによって報奨金供与の可能性を考えるなど企業再建のリターンを一部還元するルールを作ることによって、再生ファンドが事前に投資するインセンティブを生み出すことが必要と考えられる。」(一橋大学山本教授)

この他、再生ファンドを債権者集会に参加させる形での解決策も考えられる。コロンビア大学客員研究員の木下信行氏は、「たとえば、再生ファンドに予め優先株をもたせることなどにより、法的手続きに入った後に議決権が発生するような措置をとる。この場合、法的整理前のスキームが、法的整理後にも一部有効となってくる」と指摘している。

事業再生研究機構による実務家向けのアンケート調査によれば、「当初のスポンサーに再建を任せるべき」が42%、「少なくとも、当初のスポンサーに何らかの補償を行うべき」が55%に上り、「当初のスポンサーへの配慮は不要」は3%に過ぎない。

ただし、一橋大学の山本教授は、スポンサーに対して違約金契約等を結んだとしても、管財人によって解除される可能性はあるとの見解を示している。旧経営陣は、あくまで株主のエージェントであり、債権者のエージェントではないというところから、理論的には、そもそも再建計画によらない営業譲渡について強烈的な疑念を示す見解もある。スポンサーと交渉している時点では、実際のところ既に債務超過に陥っており、実質的には残余請求権者が株主から債権者へと移っているため、株主のエージェントである経営者は当事者適

⁴¹ 千代田生命と同じ時期に、協栄生命も破綻して更生特例法による手続きに入っている。ところがこの事件の管財人は、入札を行わなかった。その理由の一つは、「マクロ的な視点で考えて、当初決めたことを覆すようなことをすれば、スポンサーのなり手が乏しくなり、社会的な再建促進の動きを妨げることになりかねない」というものであった。

格を失っているとも考えられる。経営者の関心は、自らの地位の存続にあり、債権者の利益最大化を図るインセンティブは無いかもしれない⁴²。地位が守られるのであれば、安く会社をファンドに売却してしまう恐れもあり、利益相反の可能性もある。したがって、旧経営陣がスポンサーと結んだ契約が、債権者の利益を代表していると解釈することは難しいかもしれない。

こうしたプレパッケージ型倒産処理手続きにおいて再生ファンドが直面している問題は、倒産手続きの予測可能性に関連した問題と捉えることができる。たとえば、柳川(2004)が指摘するように、倒産手続きの中で、債権者の権利がどれくらい尊重されるのか、あるいはどの程度の割合の損失負担を求められるのかについて、裁判所や管財人が下す判断をどの程度まで予測できるかは、企業の通常時の資金調達に影響を与える。倒産手続きの結果を予測することが困難であれば、たとえ、企業が倒産した場合に生じる全体としての損失について、ある程度の予想が出来る場合でも、債権者へ配分される配当については不透明であり、債権者が資金をどれだけ回収できるかを把握することが難しくなる。倒産時の回収見込額が不透明な状況では、どうしても貸出による期待収益を低く見積もらざるをえなくなり（あるいは、倒産時の回収見込額の不透明性を反映した高いリスクプレミアムを要求することとなり）、潜在的な貸手は企業に対する資金供給を断念するかもしれない。事業そのものの期待収益が高く本来であれば実行されるべき投資でも、このような事情で十分な資金を調達できずに中断されるとすれば、企業にとってもマイナスであるばかりでなく、経済全体にとってもマイナスとなる。

しかし、倒産手続きの結果がある程度予測できるようになれば、倒産した場合の回収額を、ある程度正確に予測して貸出の期待収益を計算することが可能となり、貸手は企業に投資することに前向きになる。また、法的な倒産手続きの結果の予測は、法的手続き以外にも影響を与えることになる⁴³。財務危機に陥った企業がすべて法的倒産手続きを利用する訳ではなく、私的整理や営業譲渡によるM&Aなどの私的な交渉によって処理が行われることも少なくない。法的な倒産手続きに持ち込まれた場合にどのような結果が生じるかを予測できれば、利害関係者がその予測される結果を出発点にして交渉を行うことによって、私的な処理を円滑に進めることが可能になる。

法的な倒産手続きの予測可能性を高めることには、以上のようなメリットがあるが、一方でデメリットもある。倒産事件の状況は千差万別であり、裁判所は、法的整理の段階で得られる情報を用いて総合的な判断をすることが望ましい。このとき、倒産事件の様々な状況を考慮することなく機械的にルールを適用することは、非効率な倒産処理の結果につながる可能性がある。したがって個々の倒産事件における状況の違いを考慮した柔軟な対

⁴² 中小企業の場合、債務に対して個人保証をすることが多い。この場合、経営者は有限責任で逃れることはできないため、経営者は債権者よりに行動するインセンティブが生じるとの見方もある。

⁴³ 倒産手続きの予測可能性を高めることは、債権売買に関する交渉や債権者間の債権放棄に関する合意形成など、法的手続きのプロセスで発生する交渉も容易にすると考えられる。

応が、倒産処理手続きに必要とされる側面もある。倒産制度の設計にあたっては、結果の予測可能性と個々の事件の状況に対応する柔軟性との間でバランスをとることが重要であるといえる。

・倒産前の情報開示の問題

倒産処理を巡る問題を難しくしている要因の一つは、経営者と外部債権者との間の情報の非対称性の問題である。企業の経営実態は、企業内部の経営者が最もよく把握しており、外部債権者には、存続価値と清算価値のどちらが高いのか、正確に判断することは容易ではない⁴⁴。

また負債の規律付け機能という観点から考えれば、経営が行き詰った原因が、経営者が必要な努力を怠ったことにあるのか、それとも経営者のコントロールが及ばない外生的ショックによるものなのか、外部債権者は峻別することができない。このため、経営不振の原因は外生的ショックにあり、DIP 型の下で経営者の能力を活かして事業存続を図った方が好ましい場合でも、債権者側の了承が得られず、現職経営者の退陣を強要される可能性もある。こうした事態を予測すれば、これまで述べてきたように、経営者は、あらゆる策を講じて倒産処理手続きに入ることを極力回避しようとする。必死の倒産回避の努力の結果として、「倒産処理に至った会社は、ほぼ例外なく事実上の粉飾決算がある」と、倒産処理に従事する関係者は口を揃える。

このため、効率的な倒産処理を進めるためには、倒産に至る前段階での適切な情報開示が行われることが重要だと考えられる。そこで本稿の最後に、経営側からの情報開示を信頼あるものとする機能の一つとして、外部監査のあり方について考えてみたい。なお、以下については、新日本監査法人公認会計士である木村修氏へのヒアリングと、加賀見一彰明海大学経済学部経済学科助教授からのコメントを基にまとめたものである。

加賀見助教授によれば、「倒産が多発する中で、経営実態を適切に開示するという意識から、監査人の果たす役割強化を主張する声が高まっている。しかし、闇雲に監査人の役割を拡大し、その責任強化・範囲拡大を進めることについては疑問がある。倒産の社会的費用を最小化するためには、経営者、債権者、監査人といった関係者の中で、どのように費用(リスク)を割り当てるべきかを検討し、各々が果たすべき役割を定める必要がある⁴⁵。」

44. 倒産処理に携わるコンサルタントや銀行スタッフの見方では、特に日本の中小企業の場合、経営者は自社の実態把握すらできていないとの意見が多い。たとえば、財務上のことは、社内の経理スタッフ(小規模企業であれば社長夫人など)や税理士に任せるだけで、資金繰りや資金調達余力について、まったく考えていないことが少なくない。また、高度成長期の成功体験に固執するばかりで、市場の先行き見通しや、それに応じた資源配分に考えが及ばない経営者が数多くいると言われている。

45. 加賀見(2001)は、裁判所による事実認定能力が完全ではない環境下で、契約内容の履行

監査人に本来期待される役割は、情報の信頼性確保である。そもそも、監査人の行う監査の目的は、社外人である投資家のために、企業から提出された財務情報が一定のルールに従っているかをチェックし、その正確性や信頼性を保証する外部監査・情報監査にあった。すなわち、企業の実態を財務諸表に正確に反映させる責任は経営者が負い、監査人は、財務諸表の形式的な正当性の評価のみを行うという考え方だった。

ところが、「1980年代以降、ゴーイング・コンサーン問題と関連して、財務諸表に含まれない情報であっても、投資家の判断に影響を与えると考えられるものは、監査人が積極的に発見・開示することが求められるようになった。つまり、企業の行為情報の発見や、行為の合理性・正当性の評価など、経営判断にまで踏み込んで、企業の経営状態の実質的な評価を行う実態監査を期待されるようになってきた。これにより、監査人の役割は、従来、経営者の責任であった経営実態の把握にまで拡大しつつある。」(木村氏)

たとえば、監査を実施するにあたっては、“継続企業の前提”があり、翌一年間の継続企業の前提が成立していないことが、一定の事実をもって明らかな場合は不適正意見を表明する。経営側から提供される情報に依存しているとはいえ、決算時点だけではなく、将来についても判断しているわけである。また、法定監査以外の業務として、たとえば金融機関のリスク管理体制に対する外部監査について、日本公認会計士協会による「金融機関の内部管理体制に対する外部監査に関する実務指針」(2001年7月16日)では、「財務諸表監査の限界を明確にし、個別項目の調査はAUP(Agreed-upon procedures: 合意された調査手続業務)にて行う」ことを明確にしている。この他、資産精査(デューデリジェンス)についても、現行の会計基準の枠にとらわれず、資産の時価評価を行った上で、実態バランスを作成している。

「監査人の役割が実態監査を含むものに拡大している現在の状況の下では、監査人の責任が、「過失責任ルール」から実質的には「厳格責任(無過失責任)ルール」へと変化してきていると考えられる。無過失の証明責任は監査人が負っているため、免責が容易ではない。現実的に考えて、企業の経営が破綻した事後段階で振り返って、投資家の判断に影響を与えたであろう全ての情報を完全に発見・開示することは不可能である。ところが、無過失責任ルールの下では、監査人が「適正」とした企業が倒産したとき、監査人は常に無限責任を問われることになってしまう。」(加賀見助教授)

実際、公認会計士が直前まで適正意見を表明していながら、半年持たずに破綻というケースも存在する。一方で、監査報告書等の総合意見が「不適正」等である場合、上場廃止になることがある。いわば、会計士が倒産へのトリガーを引くことになりかねない。このため、監査人は不適正意見を表明することを躊躇し、追記情報で注意喚起を図ることで済ま

に関する立証責任を、関係当事者の中のどの主体に割り当てるかが、社会的厚生に与える影響について分析を行っている。この中では、過大な賠償金を認めることは、契約が履行されたにもかかわらず提訴がなされる状況を生み出し、かえって取引を損なう可能性があることが示されている。

せようとする。

このように、責任負担の増加に対して、監査人は監査拒否(適正意見拒否)や追記情報(旧:特記事項)を頻発する可能性がある。この結果、財務情報の信頼性を保証するという監査本来の機能が損なわれてしまうこととなる。信頼に足る情報が不足すれば、投資家は企業への投資姿勢を消極化するなど、取引先等も含めた企業外部の利害関係者のリスク対応が消極的になる恐れがある。

結局、監査人が負担可能な範囲を超えて、過度な責任負担を配分することは、監査の担い手の過少供給などの歪みをもたらす恐れがあり、監査への世間の「期待」すべてに応えることは問題があると考えられる。

さらに、監査の質を考える場合、「誰のための監査なのか」という点が問題となってくる。監査による情報提供サービスは、経営者の行動や成果を確認・検証する手段として、直接的には投資家や取引先など外部の利害関係者によって利用される。しかし、監査人に対して報酬を支払うのは経営者である。これは、実質的には、経営者が、自らの対外的信頼性を高めるために監査を依頼すると考えることもできよう。ところが、実際には経営者に評価される監査を行わないと高い報酬を享受することができない。このとき監査人のインセンティブが歪み、本来の外部利害関係者、特に株主のための監査という機能が損なわれてしまう。つまり、監査については、費用負担者と直接的な受益者が乖離していることが、本来の機能を妨げる可能性がある。

以上

[参考文献]

英文

Aghion, Philippe and Patrick Bolton (1992) "An incomplete contracts approach to financial contracting," *Review of Economic Studies*, Vol. 59, No. 3, pp473-494.

, Oliver Hart and John Moore (1992) "The economics of bankruptcy reform," *Journal of Law, Economics and Organization*, Vol. 8, No. 3, pp523-546.

Barber Brad M., and John D. Lyon (1996) "Detecting abnormal operating performance: The empirical power and specification of test statistics," *Journal of Financial Economics*, Vol. 41, pp359-399.

Bebchuk, Lucian Arye (2002) "Ex ante costs of violating absolute priority in bankruptcy," *Journal of Finance*, Vol. 57, No. 1, pp445-460.

(1988) "A new approach to corporate reorganization," *Harvard Law Review*, 101, pp775-804.

Berkowitz, Jeremy and Michelle J. White (2002) "Bankruptcy and small firm's access to

credit," *NBER Working Paper Series* No. 9010.

Franks, Julian R. Kjell G. Nyborg and Walter N. Torous (1996) "A Comparison of US, UK, and German insolvency codes," *Financial Management*, Vol. 25, No.3, pp86-101.

Gilson, Stuart C. (1990) "Bankruptcy, boards, banks, and blockholders: Evidence on changes in corporate ownership and control when firms default," *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, pp355-387.

(1997) "Transactions costs and capital structure choice: Evidence from financially distressed firms," *The Journal of Finance*, Vol. 52, No. 1, pp161-196.

, Kose John and Larry H. P. Lang (1990) "Troubled debt restructurings: An empirical study of private reorganization of firms in default," *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, pp315-353.

Hart, Oliver (1995) *Firms contracts and financial structure*, Oxford University Press.

(2000) "Different approaches to bankruptcy," *NBER Working Paper Series* No. 7921.

Helwege, Jean and Frank Packer (2003) "Determinants of the choice of bankruptcy procedure in Japan," *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 12, pp96-120.

Povel Paul (1999) "Optimal "Soft" or "Tough" Bankruptcy Procedures," *Journal of Law, Economics and Organization*, Vol. 15, No. 3, pp659-684.

Scott, Jonathan A. and Terence C. Smith (1986) "The effect of the bankruptcy reform act of 1978 on small business loan pricing," *Journal of Financial Economics*, Vol. 16 pp119-140.

Schwartz, Alan (1997) "Contracting about bankruptcy," *Journal of Law, Economics and Organization*, Vol. 13, No. 1, pp127-146.

White, Michelle J. (1989) "The corporate bankruptcy decision," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 3, No. 2, pp129-151.

(1994) "Corporate bankruptcy as a filtering device: Chapter 11 reorganization and out-of-court debt restructuring," *Journal of Law, Economics and Organization*, Vol. 10, No. 2, pp268-295.

Xu, Peng (2003) "Bankruptcy resolution in Japan: Corporation Reorganization vs. Civil Rehabilitation," Microeconomics Workshop at Center for International Research on the Japanese Economy, Faculty of Economics, The University of Tokyo.

和文

池尾和人・瀬下博之 (1998) 「日本における企業破綻処理の制度的枠組み」 『会社法の経済学』三輪芳郎・神田秀樹・柳川範之編 pp253-277.

- 内田交謹・後藤尚久 (2002) 「債権放棄の経済的機能：イベント・スタディによる実証分析」
日本経済研究 No. 45, pp128-146.
- 太田一郎 (2003) 『始動！ 企業再生プロジェクト』 (社)金融財政事情研究会
- 加賀見一彰(2001) 「証明責任の分配：経済学的分析からの一考察」『法の経済分析：契約、
企業、政策』細江守紀・太田勝造編著 pp94-118.
- 木下信行(2002) 「企業再建と金融市場 (シリーズ 金融・資本市場と法 Vol. 6)」ジュリスト
ト No. 1232, pp152-158.
- 穴戸善一(2001a) 「動機付けの仕組としての企業 (一)」成蹊法学 第 52 号 pp39-79.
(2001b) 「動機付けの仕組としての企業 (二)」成蹊法学 第 53 号 pp91-174.
(2001c) 「動機付けの仕組としての企業 (三)」成蹊法学 第 54 号 pp19-69.
(2003a) 「動機付けの仕組としての企業 (四)」成蹊法学 第 56 号 pp57-103.
(2003b) 「動機付けの仕組としての企業 (五)」成蹊法学 第 57 号 pp61-106.
(2004a) 「動機付けの仕組としての企業 (六)」成蹊法学 第 58 号 pp1-23.
(2004b) 「動機付けの仕組としての企業 (七)」成蹊法学 第 59 号 pp33-52.
- 瀬下博之・山崎福寿 (2002) 「民事再生法の経済分析」日本経済研究 No. 44, pp188-210.
・ (2004) 「追い貸しと貸し渋り：優先権侵害の経済学」 CIRJE ディス
カッションペーパー , 2004-CJ-103 ,
<http://www.e.u-tokyo.ac.jp/cirje/research/dp/2004/2004cj103.pdf>
- 徳田和幸 (2003) 「新会社更生法のあらましと残された課題」ジュリスト No. 1241, pp2-7.
- 高木新二郎(1996) 「アメリカ連邦倒産法」商事法務研究会.
(2003) 『企業再生の基礎知識』岩波アクティブ新書 59, 岩波書店
- 中島弘雅・倉部真由美(2003) 「Receivership」『英米倒産法キーワード』中島弘雅・田頭章
一編 pp54-73 弘文堂.
- 花村良一・筒井健夫・菅家忠行 (2000) 「民事再生法の概要」 旬刊商事法務 No. 1550,
pp14-19.
- 広瀬 純夫・秋吉 史夫 (2004) 「倒産処理法制改革のインパクト：再建着手の早期化促進
の効果を、イベント・スタディによって検証」金融庁金融研究研修センター (F R T
C) ディスカッション・ペーパー・シリーズ Vol. 13.
- 藤原総一郎・山崎良太(2003) 「改正会社更生法は民事再生法、チャプター・イレブンとど
う異なるか」週刊金融財政事情 2003 年 4 月 7 日号 pp22-27.
- フランク・パッカー＝マーク・ライザー (1993) 「日本における経営破綻処理のメカニズム」
フィナンシャル・レビュー 28 号
- 森順子(2003) 「債権者の参加により手続きの透明性確保を」週刊金融財政事情 2003 年 4 月
7 日号 pp22-27.
- 深山卓也 (2000) 「民事再生法制定の経緯と法の概要」ジュリスト No. 1171, pp6-14.
(2004) 「民事基本法の立法動向」 旬刊商事法務 No. 1685, pp28-33.

- ・菅家忠行・高山崇彦・村松秀樹 (2003) 「新会社更生法の概要」 旬刊商事法務
No.1659, pp4-13.
- 柳川範之 (2000) 『契約と組織の経済学』 東洋経済新報社
(2004) 「事業再生に関する経済学的分析」 ジュリスト No.1265, pp16-21.
- 山崎福寿・瀬下博之 (2002) 「担保権消滅制度の経済分析：民事再生法改正の提案」 ジュ
リスト No. 1216, pp107-118.
- 山本和彦(1998) 「債権流動化のスキームにおける SPC の倒産手続防止措置」 金融研究第 17
巻第 2 号(1998 年 5 月発行) pp105-129.
(2003) 『倒産処理法入門』 有斐閣
- リレーションシップバンキング研究会 (2004) 『ローレビューの実践：貸出資産健全化へ向
けた「仕組み」』 金融財政事情研究会