

## 破綻法制・事業再生

### 1 破綻法制の変化

#### 大型ルール変更相次ぐ

2000年4月 民事再生法施行

2003年 改正会社更生法施行

2005年 改正破産法施行

従来：法的手続きのハードルが高い

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

業績不振企業の有望事業部門を生かすため、再建型の倒産処理法制を整備

民事再生法の特徴：

既存の経営者が続投する DIP ( Debtor In Possession ) 制

早期再建着手を促すため、手続き開始原因を緩和（「支払不能の発生の恐れまたは債務超過の発生の恐れ」「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」）

担保権実行中止命令

担保目的物価額の市場価格に見合う弁済をすることでの担保消滅が可能に

経営者は事業継続の可能性に高い期待を抱け、早期に再建手続きに入るインセンティブを与える。

#### 会社更生法の改定

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、担保権者も手続き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効な法的手続き。

大規模な組織再編やM & Aが不可欠なケース 新株発行、会社分割、合併、新会社設立などの手続きが必要 更生計画の中で簡単に行える。

開始要件の緩和：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」」ことにされた。

強制執行の中止命令の対象には担保権の実行も含まれる。

#### 「私的整理ガイドライン」の設定

2001年9月 「私的整理ガイドライン」が公表

債権者の権利行使の一時停止などの私的整理の手続きだけでなく、再生計画の内容まで一定のルールを設けた。

「3年以内の実質債務超過解消」「3年以内の経常利益黒字化」「支配株主の権利消滅、減増資による既存株主の割合的地位減少又は消滅といった株主責任の追及」「企業経営者の退任」

債権者にとって：損金参入が認められ無税償却ができる。

債務者企業にとって：債務免除益が課税されない。

1999年に成立した「産業活力再生特別措置法」  
事業再構築計画を円滑に実行に移すための特例

- ・ 営業譲渡や新株発行に関する商法等の規制を緩和する特例
- ・ 減価償却、廃棄設備等に関する課税上の特例
- ・ 増資等に関する登録免許税の軽減などの特例

2003年4月 不良債権処理の加速化と再生可能企業の再建促進を目的とする産業再生機構が設立。

## 2 破綻処理の動き

「失われた15年」の清算作業

手続き処理をスピードアップ

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  
再生計画の34%以上が弁済率10%未満。

## 3 事業再生の基本的メカニズム

「企業復活」の経済学的評価

債務不履行は、企業の退出ではなく、債権者への決定権移転のプロセス。(債権者の権利がより保護される形で利害調整が行われるメカニズムに移行。)

再建型の法的整理は、経営改革を、この新たな利害調整メカニズムの下でスムーズに行うよう設定された制度。

企業全体の価値が高まるように経営の意思決定を再調整することであり、そのための制度整備の問題。

協調の失敗

問題となるのは株主と債権者あるいは債権者間での協調の失敗。

債権者間の協調の失敗：

### (1) クレジット・ラン

債権者間で債権引揚げ競争が発生し、そのため非効率的な清算や売却が行われる可能性。

### (2) 債権放棄が必要なケース

資産は十分に存在するものの負債が大きすぎて債務超過になり、経営が圧迫 経営継続のため一部債権放棄が必要。

but

誰が債権放棄を行うかで合意が得られず、協調失敗。

### (3) 優先権の差から生じる利害対立

優先権の高い債権者：ローリスク・ローリターンを選択

優先度の低い債権者：ハイリスク・ハイリターンを選択

経営戦略・投資選択で意見が分かれる。

法的整理を用いることで、債権者間の利害調整がスムーズに行われるのであれば、そのような調整プロセスには意味がある。

b u t

協調の失敗が結果的に効率性を高める可能性もある。

#### 非効率性が生むインセンティブのモデル

債権者にとっては、経営が悪化した時点で経営を効率化させることが、必ずしも望ましいとは限らない。

債権者間の利害対立が債務不履行後に生じた方が、むしろ経営者の返済インセンティブが高まり、より望ましい結果が得られるという側面もある。

2期まで存続させてB（私的効用）を得たい経営者としては、1期目で清算される状況は望ましくない。

債務不履行になれば確率 $q$ で清算されてしまうなら、清算をさけるため高い努力をして債務不履行になる確率をできるだけ小さくするようになる。

確率 $q$ が高くなれば、それだけ債務不履行を避けたいという気持ちが強くなるため、より努力が引き出されやすくなる。

b u t

$q$ が高くなるということは、1期末の決定に関して非効率な決定が行われる確率が高くなることを意味する。（本来1期末の効率的な決定は清算ではなく存続を選ぶこと。）

高い努力が引き出されたとしても、あまり清算の可能性が高いと、全体の利得が低下してしまう可能性が生じる。

#### 債権者数の選択

ある程度の債権者数が存在し、そのために清算が選ばれてしまう経営者の努力インセンティブを作り出せる 望ましい。

#### 4 経営者交代をいかに行うか

##### 絶対的優先権の現状と文献

民事再生法：担保権は再生手続きの外側におかれるが、担保権消滅請求が認められるなど一部担保権が制約。

会社更生法：更生手続開始決定があると担保権の実行は禁止される。「更生担保権」として扱われるのは、担保目的物の価額の範囲とされ、それを超える額は、無担保債権である「更生債権」となる。

担保目的物の価額について「財産評定は時価で行うこと、財産評定と更生担保権の目的物の評価は一致させる」

管財人は事業の継続にウエイトをおく 更生債権の弁済率が低くなったり、担保債権の価値設定が低く抑えられたりする。

民事再生法は DIP 型 債権者が経営者を交代させて経営改革を行うためには、会社更生法を使うしかない。

b u t

そのためには、大幅な債権放棄を迫られ、事業再生実施前の担保価値に近い値しか得られない 会社更生法を用いて経営者を交

代させるインセンティブを持たなくなる。

通常の理論モデル：

債務不履行 債権者に決定権が移転 債権者は自身の債権回収額を最大にするように決定（ex. 設備投資の凍結、経営者の交代、事業の清算） 経営者は債務不履行を起こさないよう努力する。

穴戸：APv（Absolute priority rule violation（絶対的優先権からの逸脱：債権者の将来利潤に対する優先的請求権が制限される））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も有する。

企業再建を重視した法制度

調達金利の上昇、借入れ申込みが断られる頻度が高くなるなど、中小企業の資金調達条件が悪化。  
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る傾向。

理論モデル

企業金融の理論：債務不履行によって法的整理に持ち込まれると、債権者がコントロール権を持ち、債権回収を最大にするとともにその効果が経営者にとって厳しいものになる 事前のインセンティブにもプラスに働く。

but

実際の法的整理では、債権者の決定や取り分はかなり制限される。

債務不履行時の決定

債権者は直接的に経営者を解雇する権利を有さない。新経営陣で存続という選択をするためには法的整理（会社更生）に持ち込む必要がある。

but

管財人や裁判所の判断が決定に大きな影響を与え、多くの場合債権者はかなりの債権放棄を迫られる。

法的整理を用いるインセンティブを持たない。

**(1) 絶対的優先権からの逸脱がない場合**

（債務不履行が生じた場合には債権者が決定権を有し、自由に決定ができる場合）

法的整理の際に債権者がもつ強い決定権が、交渉の脅しとなって、私的整理による経営者の交代を実現させる。

**(2) 絶対的優先権からの逸脱がある場合**

（経営者を交代させるには会社更生法を用いる必要があり、会社更生法では、債権者である銀行は大幅な債権放棄が迫られる場合。）

Yh : 経営者が変わった場合のリターン

Yl : 現経営者がそのまま存続した形でリストラが行われた場合のリターン

d : 会社更生の場合の配当

経営者を交代して会社の収益が回復(Yh)しても、銀行は債権カット後の金額(d)しか得られない。銀行は会社更生法を用いず、現経営者の下でリストラ(Yl)を選択する。ただし、会社更生法という選択肢を交渉の脅しとして用いて、私的整理段階で経営者の交代を目指す可能性は存在する。(経営者を交代させてリストラをすればYhが得られる。その一部を交渉の原資として経営者を説得。)

退職金などの形での資金移転を現経営者に行い、より高い生産性を実現できる経営者に交代させるのが、私的整理。

その際の資金移転を小さくするための手段が、法的整理の脅し。

#### 1 期の決定

R のリターンが実現した場合には、経営者に W だけの賃金が支払われる。

ゼロのリターンの場合は、賃金もゼロ。

##### (1) 絶対的優先権からの逸脱がない場合

債権者が期待することができる最大受取額 : G1

##### (2) 絶対的優先権からの逸脱がある場合

債権者が期待することができる最大受取額 : G2

#### どちらが望ましいか

G1>G2 : 債権者が決定権を自由に行使できる場合の方が、債権者の期待リターンは大きくなり、投資の実行可能性は高くなる。

債権者が自由に決定権を行使できる場合は、現経営者は交代させられるため、債務不履行を避けようという高い努力水準を選択するインセンティブが働き、インセンティブ賃金が小さくて済む。(法的整理による債権放棄が必要な場合、現経営者を存続させる決定が行われる。債務不履行を避けようとするインセンティブが小さくなり、インセンティブ賃金を高く設定する必要が生じる。)

自由に決定できるほうが経営者を交代させて高いリターンを獲得できる。

会社更生法において債権放棄が必要になる場合、十分な投資資金を借り入れることができず、投資が実行されないというマイナス

面が生じる。(貸出行動の歪み)

法的整理における過度の絶対的優先権からの逸脱は、経営改革やリストラ政策の遅れを招き、非効率的な貸出行動や先送りを誘発。裁判所や管財人の裁量的判断は、現実の経済活動の変化を適切に吸い上げて判断に活かしていく必要がある。

## 5 銀行行動：株式保有制限の影響

### 株式保有制限の影響

事業再生の局面では、銀行が経営悪化した企業の株式を保有することで、事業再生が円滑に行われる側面も少なくない。

(DESの活用)

銀行による5%ルールの緩和。

### 借入れと新株発行はどう異なるのか

借入れの場合、返済できない場合債務不履行となり、オーナー経営者に損失が発生 株式による資金調達の方が望ましい。

b u t

負債のインセンティブ効果(失敗して債務不履行となり私的損失が発生することが、努力のインセンティブ効果を引き出す効果)が働く。

### インセンティブ効果とのトレードオフ

努力しなかった場合の成功確率が低い 経営者が努力の必要性を感じる状況 高いレントを経営者に渡さなくてもインセンティブが与えられる。

M(借入れによる資金調達をしている場合に失敗した場合に経営者に発生する私的損失)が大きい インセンティブ効果より、経営者が私的損失を被る可能性の方が強く働く 株式発行の割合を増やした方が良い。

### MKA コメント：

#### 株式

- ・ 経営者は経済的リスクを負わない。
- ・ 経済的リスクの分散。
- ・ b u t 株主議決権を債権者に与えることになる。

#### 借入

- ・ 保証等による経済的リスク大。
- ・ 成功可能性が高くそれについて確信がもてたら、経営者にとっては借入れの方が有利。
- ・ 成功可能性が低く、また確信がもてない 経営者にとってリスク分散が望ましい。
- ・ 債権者にとっても、貸付にした場合でも、失敗した時の回収可能性が低ければ、株主議決権をとれる株式投資の方が有利かもしれない。

### 事業再生に関する合意

債務不履行や法的整理の確率が高い状況 Ph や Pl (成功確率)

が低く、私的損失が生じる可能性が高い 借入れのツールしかない  
と、経営者が追加資金の導入を渋ったり、リスクのあるリスト  
ラ策が実現できなくなる。(Mの私的損失を恐れる。)

銀行による株式投資の規制が、企業の構造変化を促し、適切な存  
続・退出を実現させるうえで、足かせになっている。

ファンドが債権を購入してDESを行うことが効率的。

## 6 ファンドが与える銀行行動への影響

銀行内におけるプリンシパル・エージェント関係

銀行経営者：プリンシパル

銀行員：エージェント

事業再生行動(追加貸付)が行われると、債務不履行が生じない  
エージェントが低い努力水準を選択しても、結果として賃金が  
低下しない。

事業再生行動・先延ばし行動は結果として銀行員の貸出行動の成  
績を不明確にするため、貸出行動のインセンティブをゆがめ、銀  
行の利益そのものを低下させる。

事業再生ファンドへの売却

債権が売却されると売却価格が明白になり、それが立証可能な変  
数となり、賃金契約に利用することができる。銀行員のインセ  
ンティブを作り出すことができる。

事業再生ファンドの存在意義がある。