

# 地域企業再生論レジュメ（後半）

愛媛大学社会共創学部非常勤講師  
高 橋 隆 明  
不動産鑑定士・税理士  
博士(経済学)・博士(経営学)

## 地域企業再生論レジュメ・後半（第10回から第15回）

## 第10回 資産譲渡、事業譲渡、M&amp;A

## I. 組織再編の方法

## (1) 資産譲渡

事業を継続するために必要な資産のみを譲渡する方法で、最も単純な方法であると言えます。収益用不動産を第二会社に移す場合が典型例です。

## (2) 事業譲渡

事業譲渡とは「一定の事業目的のために組織化された有機的一体として機能する財産（事業財産）の譲渡であり、譲受人が事業活動を承継し、譲渡人が会社法 21 条の競業避止義務を負う契約である」と定義されています。すなわち、個々の資産ではなく、資産を含めた事業全体（あるいは一部）を第三者たる別法人に譲渡するものです。単に資産だけではなく、事業全体を譲渡することに資産譲渡との違いがあります。事業全体を譲渡するということは関連する資産のみならず、関連する負債も移転することになります。換言すれば、譲渡する事業に無関係な資産と負債は従来の会社に残すことになるのです。これが本来の事業譲渡の姿です。事業譲渡の制度を活用することで、売る側には負債だけを残し、他の全てを買う側に移すというものです。

## (3) 会社分割

会社が事業内容の全部または一部を自社の事業内容から分割して別会社とする方法です。事業再生における会社分割は、ある事業を他社に引き継がせて自らはその事業活動から手を引くというものであり、会社の分割というよりは事業の分割といったイメージです。

## (4) 会社譲渡

会社譲渡は会社の株式を移転するもので、会社組織そのものは変更がありません。最近、脚光を浴びているM&Aとは Mergers（合併） and Acquisitions（買収）の略で、端的には複数の企業が一つになったり（合併）、他の会社を買ったりすること（買収）です。その方法は様々で、合併、事業譲渡、会社分割等もM&Aを実現するための手法のひとつといえます。

## II. 様々な利害関係人

## (1) 株主

株主は株主総会の構成員として、会社の基本的事項や株主にとって利害関係の大きな事項を決定するほか、取締役・監査役などの選任・解任等の決定を行うこととなります。さらに、単独株主権や少数株主権として、会社経営を監督する権限も与えられています。

所有と経営が分離されており、株主は「金は出すが経営に直接的に口は出さない」のが基本ということになります。株主は、自らの出資金の範囲で責任を負うのであり、出資金の全額を失うことが最大の損害ということになります。

## (2) 取締役

取締役と会社の関係は委任ですので、取締役は会社に対して善管注意義務を負うこととなります(会社法330条)。他方、取締役は会社に対して忠実義務を負うとされています(355条)。さらに取締役は、任務懈怠があり、損害が発生し、相当因果関係がある場合は、会社に対して損害を賠償する責任を負うこととされています(423条)。

会社は独立した法人ですので、会社が行った取引行為について取締役個人が責任を負うことは原則としてありません。しかし、会社法は「取締役が職務を行うにあたって悪意または重大なる過失があるときには、取締役は第三者に対してもまた連帯して損害賠償の責に任ずる」という規定を置いています。取締役の重要性に鑑み、第三者を保護する観点から特別に法定された規定が取締役の第三者に対する損害賠償責任です(429条)。

## (3) 取引先

仕入先、販売先などの取引先が取引をしてくれなければ事業を継続することはできません。今後も同様な取引関係を継続していけるかどうか再生にあたって見極めることが必要です。商品の供給や原材料の供給を継続してもらえるのかどうかは死活問題となります。仕入先が現金決済を求めてくる場合が多いため、運転資金の確保も重要な課題となります。

## (4) 債権者

たとえば、民事再生法では、債権者集会に出席した者の過半数であって、議決権を行使することができる再生債権者の債権総額の2分の1以上の賛成があってはじめて同意とみなされます。このように、同意が得られてこそ再生計画が進められるわけです。私的整理の場合は個々の債権者との相対的な同意を得ることになります。仮に全部の債権者の同意が得られず一部債権者の同意に留まる場合でも、私的整理を進めることができます。

法的整理にしても私的整理にしても債権者の同意が前提になりますので、債権者の同意が得られない場合には清算型の整理を選ばざるを得ないこととなります。

## (5) 従業員

従業員の処遇について、事業再生中は社会水準を下回る処遇となる可能性があり、従業員の士気向上にも困難が伴うと予想されます。一方、再生を実際に進めるのは現場で苦勞する従業員であり、従業員の協力なしには企業の再建は難しいといえます。単に社員のパート化で人件費を節減するといった視点ではなく、企業を支える従業員を活性化させるという視点から労務計画を再生計画に反映させることも重要です。

## (6) 保証人

保証人の資産をどのように守るのかについても重要になります。「経営者保証に関するガイドラインに基づく保証債務整理の手法としての特定調停スキーム利用の手引き」(平成26年12月)が制定されました。保証人が一定の残存資産を手元に残すことができ、その余の資産を換価・処分して一括返済し残余の保証債務の免除を受けるというのが経営者保証に関するガイドラインの要旨です。

### Ⅲ. 資産譲渡、事業譲渡、会社分割、会社譲渡の相違点

資産譲渡、事業譲渡、会社分割、会社譲渡について相違点を整理すると次のようになります。

	資産譲渡	事業譲渡	会社分割	会社譲渡
(1)資金の必要性	資産の売買となるため現金の授受が必要	資産を含めた事業全体の売買となるため現金の授受が必要	株式を発行することもあり、必ずしも現金の授受は必要ない	株式の売買となるため現金の授受が必要
(2)株主総会決議	重要な財産は取締役会決議(362条)	株主総会の特別決議(467条)	株主総会の特別決議(804条)	不要
(3)債権者の承諾	不要	必要	不要	不要
(4)債権者保護	なし	なし	規定あり	なし
(5)必要な時間	即日実行できる	即日実行できる	公告などに時間がかかる	即日実行できる
(6)無効の訴え	一般条項による	一般条項による	分割無効の訴えあり	一般条項による
(7)従業員の雇用	無関係	個別に退職&就職となる	包括承継される	包括承継される
(8)評価方法	時価で売買する	時価で売買する	簿価で引き継ぐこともできる	時価で売買する

#### (1) 資金の必要性

資産譲渡による場合は単に資産を売却するのであり、事業譲渡の場合は営業権を含めた事業全体を売買するという取引行為です。いずれの場合も金銭の授受は不可欠な要素になり、これに必要な資金を調達しなければなりません。

資金を用意することなしに、抵当権が設定されたまま、実質無価値の資産を備忘価格1円で譲渡し抵当権消滅請求を行うという戦略もありますが、必要な対策を講じておかないと抵当権者の抵当権実行を誘発してしまいますので注意が必要です。

抵当権が設定されている資産は多くの場合に事業継続に必要なため、抵当権のついている資産だけは対価を支払って抵当権を抹消してもらわねばなりません。

会社分割であれば、登録免許税・不動産取得税などの諸費用は必要になりますが、株式を発行することで会社の分割自体は可能です。また、会社分割の場合は登記に必要な登録免許税も軽減措置が講じられています。

#### (2) 株主総会決議

些細な資産の譲渡と異なり、資産譲渡による事業再生は重要な財産の処分として取締役会の決議が求められます(362条)。さらに進んで、事業譲渡や会社分割の場合は株主に対する影響が重大となりますので、株主総会の特別決議が必要になります(467条、804条)。一方、会社譲渡による方法の場合は、そもそも株式の譲渡は株主の基本的な権利ですので株主総会決議は不要です。

### (3) 債権者の承諾

資産の処分が特定の債権者を害する場合には詐害行為取消権が問題になることはありますが、基本的には資産譲渡は所有権の行使ですので、債権者の個別合意は必要ありません。ただし、抵当権が設定されている場合には抵当権を実行される危険を払拭できないままになってしまいます。

事業譲渡の場合には、移転される事業の中には多数の債権債務が含まれているのが通常です。この場合、譲渡会社はその債務を免れて譲受会社のみがその債務を負担するという免責的債務引受を行うためには、債権者全員から個別的な承諾を得なければなりません。

一方、会社分割の場合は分割会社の権利義務が新しい会社に包括的に承継されるため、免責的債務引受について債権者の個別の承諾を得る必要はありません。

会社譲渡においては、そもそも株式譲渡は株主の基本的権利ですので債権者の承諾は不要です。この点に着目し、あらかじめ株券を発行して株券を担保として押さえておく債権者もあります。このような場合には債権者の承諾が必要になります。

### (4) 債権者保護

事業譲渡の場合、債権者が債務の承継について承諾を与える機会があるために、あえて債権者保護手続をとる必要はありません。承諾しなくてはならぬ承諾しなければ良いのであり、それ以上に、わざわざ債権者保護をする必要がないわけです。したがって、事業譲渡の場合には債権者保護手続は規定されていません。

一方、会社分割では、債務は債権者の同意を問題とすることなく移転してしまいますので、債権者保護手続が規定されているわけです。分割会社に残る債権者は対価を得ています。会社の責任財産に変更ありませんので異議手続は認められません。ただし分割後に分割会社に対して債務の履行を請求できない債権者等については、債権者異議手続が認められています（789条、810条）。一方、承継会社の債権者は常に異議手続が認められています（799条）。

会社譲渡の場合は株主が変わっても会社の資産と負債は変動しませんので債権者保護は問題になりません。

### (5) 必要な時間

資産譲渡、事業譲渡、会社譲渡を行うにあたって特別の手続規定はありませんので、すぐにでも実行可能です。是非は別として、会社譲渡契約は日付を操作して過去時点に譲渡されたことにすることもできますし、必要な取締役会決議や株主総会議事録などの作成日を操作することもできます。

一方、会社分割の場合は、公告・催告、分割登記という一連の流れが定められています。分割計画書又は分割契約書を作成し、分割計画書等の事前開示、株主総会の承認、債権者保護手続の実施、そして分割の登記実行ということになります。分割登記までの手続は、少なくとも月単位の時間が必要になります。

つまり、会社分割の場合には、債務者主導で勝手に日付操作をすることはできませんので時間がかかるのです。

### (6) 無効の訴え

資産譲渡、事業譲渡、会社譲渡を行うにあたって特別な無効の訴えの制度はありません。債権者が争うには、法人格否認の法理や詐害行為取消権といった一般条項によることとなります。会社分割の場合は、会社分割無効の訴えが規定されています。

#### (7) 従業員の雇用

事業譲渡の場合に従業員の引継ぎを行うためには、個別の従業員の同意を必要とします。従業員は譲渡会社をいったん退職し、あらためて譲受会社に就職することになります。したがって、仮に退職規定で退職金の定めがある場合には退職金を支払うことになり、臨時多額の費用負担が発生してしまいます。

一方、会社分割や会社譲渡では、労働者の個別の同意がなくても労働契約が承継されますので、このような問題は生じないこととなります。

#### (8) 評価方法

資産譲渡、事業譲渡、会社譲渡においては時価で取引するので評価が課題になりますが、会社分割の場合に適格分割であれば含み損益を計上せずに簿価で資産を引き継ぐこともできます。

含み損益を表面に出したくない場合には資産譲渡や事業譲渡ではなく会社分割を採用することになります。会社譲渡の場合は株主間では株式の時価評価を行いますが、会社自体の含み損益は表面化しません。

### IV. どの方法を選択すべきか

資産譲渡や事業譲渡は資産や事業を売買するという取引行為ですが、会社分割は会社法に規定された組織再編行為です。会社譲渡は株主が変わるだけですので会社の権利関係に変更はありません。いずれも事業が第二会社に移転しますので結果は同じように見えますが、手続や効果に差が生じます。

#### (1) 資産譲渡

収益用不動産の譲渡が典型的な例です。この場合、一般的には営業権は発生しませんので資産譲渡だけで十分だからです。資産を譲渡するのではなく、資産を所有している会社毎譲渡することで登記費用等の節約を実現することもできます。

#### (2) 事業譲渡

超過収益力が認められる場合、資産価値プラスアルファでの取引が行われます。これが事業譲渡に他なりません。なお、資産を担保債権者に配分し、営業権を無担保債権者に配分するための事業譲渡で債権者間の調整を行うこともあります。

#### (3) 会社分割

「債権者の個別合意がいない」「労働者を承継するので退職・新規雇用が必要ない」「許認可を引き継げる余地がある」「税金や登記費用を節約できる場合もある」「資産を簿価で引き継げる」などを求める場合は会社分割が選ばれます。濫用的な会社分割を排除するため会社法が改正されています。

#### (4) 会社譲渡

会社譲渡は株主の変更はありますが、会社の実態は同一のままですので債権債務の変更はありません。後継者が不在の場合に会社を他人に売却するのが本来の目的ですが、事業再生にあたって会社譲渡を行うのは、「第二会社での許認可が得られない」、「巨額の含み損益を回避する」、「形式的に第三者の経営とする」場合等になります。

## 第11回 再生計画の実例

### I. 数値の計画

計画書に表れた数値からは経済合理性があると判断されたとしても、その数値が信頼するに足るものであるか否かは別の問題です。金融機関の信頼を得るためには、計画が理解しやすく明瞭なものであると共に、客観性、実現可能性、妥当性があるものでなければなりません。

#### (1) 明瞭性

明瞭性の部分では、要点を単純明快に示すことが必要になります。すなわち、現時点を含めたこれまでの状況を明らかにした上で、将来の計画をしっかりと説明するものでなければなりません。

#### (2) 客観性

なぜその計画数値になるのかを客観的に示す必要があります。確かに経営者であれば長年の経験から、将来の数値を予想することは可能でしょう。たとえば、業務部門別、店舗別等々に数値を示し、その積算値をもって事業再生計画とする等の配慮が求められます。さらに、数値の算出にあたっては、原価率などの比率も検証することで異常データを排除することが必要です。

#### (3) 実現可能性

数値算出の過程が客観的なものであっても、その予測結果が実現可能でなければなりません。これまで、売上が微増であった企業が、急に売上が倍増させるような事業再生計画を策定しても、実現可能性が乏しいといわざるを得ないでしょう。

将来の予測については次のような手法がありますので、できるだけ客観的に実現可能な数値を導出する必要があります。

##### i. 販売実績に基づく予測

過去の実績を基に、平均法、移動平均法等々の統計手法により予測する方法です。この方法はあくまで過去の実績の延長線上で判断するものですので、営業拠点の変更等、過去の事情が変更される場合にはあてはまらないという問題があります。

##### ii. 市場占有率に基づく予測

市場全体の予測を行い、その予測結果に自社の占有率を乗じて求める方法です。例えば、

旅館の宿泊売上を予測するにあたって、まず温泉地全体の観光客数を予測し、その結果に現在の占有率を乗じて宿泊客を予測する場合などが挙げられます。この場合、自社の市場占有率を楽観的に見ないように注意する必要があります。

### iii. 担当者の経験に基づく予測

日ごろから市場の事情に精通している担当者の経験により予測する方法です。あくまで、これまでの経験、すなわち、過去の実績に基づく予測ですので、将来の事情変更に留意して予測することが求められます。

### (4) 妥当性

事業再生計画は客観的、実現可能なものであることが必要ですが、計画全体としての妥当性がなければなりません。計画の妥当性は時間の経過とともに明らかになることができます。無理のない計画であれば、1年後、2年後に達成状況を検証するときになっても大きな乖離が生じないはずですが、反対に計画が妥当なものでなかった場合には、計画と実績との間に大きな乖離が生じ、その時点で見直しを余儀なくされます。換言すれば、妥当性とは将来時点で起きる問題を回避することであるとも言えます。

事業再生計画においては返済計画が重要であるとの観点から、返済額を確保する目的で無理な売上を見込んだり、無理な経費節減効果を見込んだりすることは誤っているといわざるを得ません。

### (5) 具体性

債務を免除してまでも会社を再生するのは、事業を継続することで収益計上が期待できるからに他なりません。したがって、事業再生計画における収益計画は再生の前提になる重要な位置付けにあります。

予測数値は客観的であり実現可能なものでなければなりません。従来は売上高が横ばいに推移していたにもかかわらず、急に売上を倍増させるような事業再生計画を策定しても、実現可能性が乏しいといわざるを得ないでしょう。売上を伸ばすという事業再生計画であるならば、その根拠を示さなければなりません。「従業員が一丸になって売上を倍増させます」等の単なる決意表明では話になりません。

将来の予測手法は過去の販売実績に基づく予測、市場占有率に基づく予測、担当者の経験に基づく予測を組み合わせ客観的に作成しなければならず、営業拠点の変更等、過去の事情が変更される場合には変更が及ぼす影響も明示すべきです。

増収・増益が理想ではあるものの、当初から無理な計画を立てて、後日になって下方修正することは避けるべきです。

事業再生計画書は単に企業の現状を明らかにするのではなく、これまでの状況を示しながら現状を明らかにし、次に今後の計画を示すこととなります。すなわち、現在という一点を



明らかにするのみならず、過去からの時間の流れの中で現状を分析することで、将来の計画へとつなぐわけです。

このようにして明らかになった会社の実情を踏まえ、将来どのように再生していくのかという計画を作成します。具体的には経営者は交代するのかもしれないのか、組織は縮小するのかもしれないのかといった経営体制・組織に関する計画、どのような事業展開を進めるのかといった事業の計画、必要な資金をどのように手当てするのかといった資金の計画、債権者にはいつ、いくら返済するのかといった返済の計画を明らかにしなければなりません。

## II. 経営体制・組織の計画

### (1) 経営体制

明らかにしなければならない問題として経営者の責任があります。私的再生を目指すメリットの一つに、経営者が交代しないで済むことという面があるのは事実ですが、だからといって経営者が一切の責任をとらないのでは問題となる場合が多いと言えます。

経営者が引責する形で、例えば代表取締役から会長職や相談役に退くとか、取締役の人数を減少させるとかの形をとることが無難でしょう。もちろん、実際の経営にどのようにかわるのかについては運用の問題であって、事業再生計画とは別の問題ですので、事実上は従来の経営を維持することも可能です。もちろん、計画終了後、あるいは計画途中において、一度離職した経営者が復職することが許されないわけではありません。

### (2) 組織計画

組織計画の中では部門や事業所の統廃合を明示します。一般に遊休資産の処分、業務の効率化のために拠点が廃止される場合が多く見られます。勿論、統廃合だけが良いわけではなく、事業展開において確実に必要な積極策であるならば新しい組織を作ることも検討されるべきです。しかし、資金計画とも絡んできますので、事業再生計画における組織の積極展開は極めて慎重であることが求められます。安易な計画に基づいた積極展開をする余裕があるならば、多くを返済すべしとの金融機関側の思惑もありますので、積極展開は難しいと理解しておくべきでしょう。

組織計画において部門や事業に変更がなされる場合には、事業計画でも新体制に合わせた表示を行うこととなります。部門別、事業所別の数値を表示するにあたって、従来の組織における表示と新体制での表示とでは乖離が生じるわけですが、きちんと説明できるようにしなければなりません。

さらに、関連会社の整理を行う場合も想定されます。関連会社は繰越欠損を抱えている場合が多く見られますが、この場合には関連会社整理損のように一時的な特別損失を計上することになりますので、決算に与える影響を見極めつつ、このような損失が生じる整理を実施する時期を計画的に決定しなければなりません。

### Ⅲ. 資金計画

#### (1) 必要資金

事業継続をする以上、必要な運転資金を捻出しなければなりません。債務の免除を要請する状況においては、多くの場合に提供する担保はなくなっています。したがって、新規の融資を受けることは極めて困難な状況にあります。この場合には、手持ちの流動資産を現金化して回転させるか、経営者個人が調達するしか道はありません。

主力銀行が積極支援してくれる場合には、設備資金は別としても運転資金の供給を続けてくれる可能性があります。この場合は、将来収益を担保として借入調達を行うこととなります。主力銀行が運転資金の供給に踏み切ってくれば、他の金融債権者も比較的安心して再生に協力してくれることが多く見られます。したがって、事業再生計画を策定するにあたっては主力銀行との十分な調整を行っておく必要があります。

#### (2) 資金繰り

立派な事業再生計画であっても、日々の資金繰りがしっかりしていないと資金ショートという事態に陥りかねません。そこで、資金ショートにならないように収入と支出を対比させて資金の動きを管理するために資金繰り表を作成します。

経常収支と財務収支に分ける他、事業再生計画では特別損益の金額が大きいので、特別損益も別に表示することが必要です。これにより経営活動と財務活動を区別することができ、事業再生計画が一層明瞭に示されることとなります。

### Ⅳ. 事業計画と事業再生計画

正常債権に分類されている企業の「事業計画」と、不良債権に分類されている企業の「事業再生計画」は根本的に異なります。この点は極めて重要な違いなのですが、違いを見失ったままに「事業計画」を作成してしまい、その計画を基に金融機関に「事業再生」の相談をし、話をこじらせてしまうという例が後を絶ちません。

金融機関に「事業再生」の協力を求めるならば、「事業計画」ではなく「事業再生計画」を作らなければなりません。端的に言えば、事業計画の場合は多少のリスクを冒してでも利益の上ブレを求めることが許されますが、事業再生計画の場合はリスクを取ることで計画の実現可能性が低くなるのは好ましくないという側面があります。

### (1) 実現可能性の違い

経営を進めるにはリスクがつきものですが、事業計画の場合はリスクの許容範囲が広がります。失敗する可能性があっても、あえてリスクをとることで成功によるリターンを期待できるのです。

端的に言えば、事業計画の場合は多少のリスクを冒してでも利益の上ブレを求めることが許されますが、事業再生計画の場合はリスクを取ることで計画の実現可能性が低くなるのは好ましくないといえます。

一方、事業再生計画はリスクの許容範囲が狭くなります。既に不良債権なので、これ以上の失敗は許されず、債権者にしても確実性の乏しい曖昧な事業再生計画よりも、たとえ収益性に劣っても安定性が高く確実な事業再生計画を求めるのです。このような債権者の姿勢は二次損失を避けるためにも合理的な選択だと言えるでしょう。

このように、事業計画に比べて事業再生計画は実現可能性が高いことが求められるのです。このことから極論すれば、新規事業は既存の「事業再生計画」ではなく新規別会社の「事業計画」として織り込むべきなのです。これにより、新規事業の不安定性は事業再生計画と切り離すことができるだけでなく、成功した場合には利得を別会社に内部留保することができるのです。

### (2) リアル・オプション

事業計画を作成するにあたっては、どのような形で事業を進めるのか、そしてその事業はどのような戦略を採用するのか等を勘案することが求められます。その計画はできるだけ正確であり、実現可能性が高いことが求められますが、経営環境が不確実な状況において正確な計画の作成には限界が生じるのも事実です。たとえば、経営環境を保守的に見込めば評価が下回ってしまいますし、反対に楽観的に見込めば過度の評価になってしまいます。古典的な手法ですがSWOT分析が求められるのは、経営環境の分析をできるだけ客観的に進めようとするからに他なりません。

不確実性の高い経営環境下での価値判断方法としてリアル・オプション(Real Option)という考え方があります。リアル・オプションは、金融工学のオプション理論を事業評価に応用した考え方で、将来になって経営環境が確定したときに、柔軟な意思決定が可能になるという特徴を有しています。現時点で将来の経営環境を仮定し価値判断を行うのではなく、段階的な経営戦略をとるとというのが基本的な考え方です。当初は控えめな経営戦略をとることで、仮に経営環境が悪化した場合には撤退が容易となりますし、反対に、経営環境が良好であれば追加的な経営戦略をとることで事業の拡大を見込むことができます。

このようなリアル・オプションの考え方は、不確実性下において事業戦略を展開するための意思決定ツールとしては有効です。反面、段階的な経営戦略をとるという考え方は、将来時点における経営環境が良好した場合と、悪化した場合に分けてとらえるため、現在価値も複数となり、上限額と下限額というような範囲評価になってしまうという問題点を有しています。これでは実現可能性に疑問が生じてしまいます。

## V. 自分ではなく他人を納得させる

事業計画においてよく用いられる指標として各種の経営指標があります。経営指標は、いわば健全な企業の経営のための目安になるものの事業再生計画の役には立たないこともあります。というのは、公表された決算書が実体を正しく示していない場合があるからです。

借入金を例にとれば、再生を必要とするような企業の場合は期限の利益を喪失している場合が多く見られます。財務諸表上では固定負債に計上されていても、実際は流動負債たる負債になっているのです。したがって、たとえば流動負債の比率を公表された財務諸表から判断したところで、実際の不安程度を把握できないわけです。このような観点から、再生を必要とするような企業の場合は経営指標をそのまま判断材料にすることはできないわけです。

経営指標の改善を目的にする事業計画は、いわば経営者が自分を納得させるための計画ですが、事業再生計画は自分のみならず、債権者たる他人を満足させる内容でなければならぬのです。

## VI. 有担保債権者と無担保債権者

債務者が一部返済を行なう場合の配分額を事例に基づいて考察します。ここでは下表のような事例を想定します。

	残高	残高シェア	抵当権設定額	担保評価額	無担保	無担保シェア
債権者 A	1 億円	66.7%	①1 億円	8 千万円	2 千万円	28.6%
債権者 B	4 千万円	26.7%	②5 千万円	ゼロ	4 千万円	57.1%
債権者 C	1 千万円	6.6%	ゼロ	-	1 千万円	14.3%

債権者 A の残高は 1 億円で、第一順位の抵当権で全額が保全されています。担保評価額（回収見込額）を 8 千万円と仮定します。1 億円の残高のうち 8 千万円が有担保債権となり、残額 2 千万円は無担保債権になります。

債権者 B の残高は 4 千万円で、第二順位の抵当権で全額が保全されています。担保評価額（回収見込額）は 8 千万円ですので、全額が第一順位抵当権者 A に配分されますので、債権者 B への配当はなく、残高 4 千万円全額が無担保債権となります。

債権者 C の残高は 1 千万円で、抵当権はありません。残高 1 千万円全額が無担保債権となります。

各債権者の債権残高を残高総額で按分した比率である残高シェアは、債権者 A が 66.7%、債権者 B が 26.7%、債権者 C が 6.6%となります。

さらに、各債権者の無担保債権残高を無担保債権総額で按分した比率である無担保シェアは、債権者 A が 28.6%、債権者 B が 57.1%、債権者 C が 14.3%となります。

債権者 A は残高総額は最高額の 1 億円ですので、残高シェアは 66.7%と過半数となりますが、担保 8 千万円を配取下後は 2 千万円となり、無担保残高シェアは 28.6%へと低下します。

(1) 残高シェアで按分するのか無担保シェアで按分するのか

返済を延滞しており、既に期限の利益を喪失している債務者が、1年分の弁済額として総額100万円を提示した場合、各債権者にどのように配分するのでしょうか。この時、100万円を残高シェアで按分するのか、無担保シェアで按分するのかという点が問題になります。残高シェアで按分するならば、債権者Aは66.7万円、債権者Bは26.7万円、債権者Cは6.6万円になります。無担保シェアで按分するならば債権者Aが28.6万円、債権者Bが57.1万円、債権者Cが14.3万円となります。

残高シェアで按分すると、債権者Bと債権者Cは、「債権者Aは担保から回収できるのだから無担保シェアで按分すべきだ」と主張するかもしれません。一方、無担保シェアで按分すると、債権者Aは「それなら担保不動産を処分する」と主張するかもしれません。

(2) 事業継続に必要な不動産の場合

担保不動産が事業に必要なものである場合、たとえば製造業の工場、小売業の店舗を想定します。事業継続に必要なわけですから、不動産を処分することは回避しなければなりません。無担保シェアで按分すると、債権者Aは「28.6万円を受取るより、競売処分で8千万円を一挙に回収しよう」と判断し、競売を申し立てるかもしれません。

債権者Bと債権者Cが事業を継続させるべきと判断しているのであれば、債権者Aが反対するような無担保シェアでの按分は採用できず、残高シェアによることとなります。残高シェアで按分すると、債権者Aは66.7万円を受取ることになりますので、債権者Aはこの金額を受け入れるか、あるいは担保を処分するかを比較考量することになります。

(3) 事業継続に必要なない不動産の場合

担保不動産が事業に必要でないものである場合、たとえば遊休不動産の場合を想定します。事業継続には必要ないのですから、不動産を処分しても大きな問題になりません。よって債権者Aが競売するリスクは問題になりませんので、無担保シェアで按分することも選択肢としてあり得ます。債権者Aが「28.6万円を受取るより、競売処分で8千万円を一挙に回収しよう」と判断した場合は担保処分の道が選択されることとなります。事業を継続させるか否かに関係なく、無担保シェアでの按分が可能になるというわけです。

## 第12回 事業再生のシミュレーション

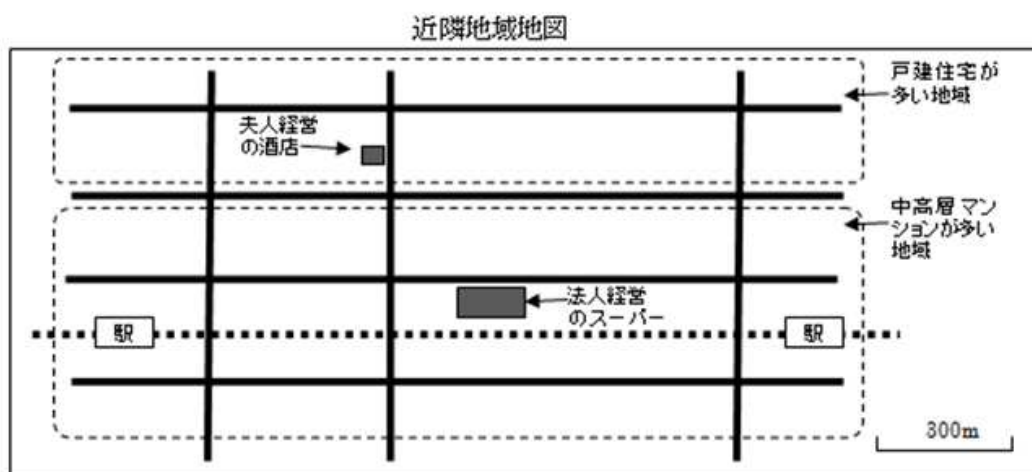
### 1、会社の概況

#### 現況

当社は、地方都市圏で小売業をメインとした株式会社である。パートを含み18名の従業員で運営している。株主は社長1名である。小売業の形態は小規模のスーパーマーケット（売場約110坪、バックヤード60坪、駐輪場10坪）である。魚売り場と肉売り場を専門の業者に任せており、定額の家賃を受け取っている（賃貸部門）。またスーパーの一面で持ち帰りのコーヒー部門を直営している。バブル期には不動産投資に手を出し失敗した。投資対象となった不動産を売却したものの、調達した借入金の一部が会社の経営を圧迫した。人員削減や資産売却により借入金の圧縮を行うとともにリスケジュールを実施して財務内容の好転を図った。さらに、自宅（スーパーとは別の場所）の一階を利用して酒店を社長夫人が個人経営している（法人の経営ではない）。

#### 立地条件

当社の店舗が所在する場所は、比較的規模の大きい私鉄駅2駅の間（各駅とも700m）に位置する。近隣地域は小規模の店舗と中高層マンションが立ち並んでおり、徒歩10分以内には中高層マンションの他、数百世帯の大型マンションも複数存在する。さらに徒歩20分以内には戸建て住宅が立ち並ぶ地域もある。



## 1、会社の概況（続き）

顧客状況

近隣のマンション住民と戸建て住宅の住人が主な客層となっている。マンション住民には若いファミリー層が目立つものの、戸建て住宅には高年齢層も増加している。遠方からの車を利用した来客はない。徒歩・自転車の客が中心となっているので駐輪場を用意してある。営業時間は9：00～21：00となっている。閉店時間近くまで通勤客の来客がある。

競合状況

駅前には、大手スーパーマーケットが複数の大型店を出店しており、さらに駅前にはコンビニエンスストアが2店出店している。但し、500m以内には競合店（スーパー、コンビニ）はない。駅前に小売商店を中心とした小規模な商店街が形成されているが大規模商店街は存在しない。

販促状況

毎週、目玉商品を設定し、手作りチラシ1万部を配布している。カラー写真を利用したチラシではなく、手作り感の強い白黒印刷のチラシとしている。目玉商品の価格は安い設定としており、近隣スーパーマーケット・小売商店と比較しても安くなっている。Webサイトは用意しておらず、ネット販売、配達サービスなどは行っていない。

## 2、財政状態と経営成績

貸借対照表	
(資産の部)	200,000
流動資産	50,000
固定資産	150,000
(負債の部)	185,000
流動負債	65,000
固定負債	120,000
(純資産)	15,000
株主資本	15,000

損益計算書	
売上高	350,000
売上原価	270,000
売上総利益	80,000
販管費	75,000
営業利益	5,000
営業外収益	0
営業外費用	3,000
経常利益	2,000
特別利益	0
特別損失	0
税引前当期純利益	2,000
税金	500
税引後当期純利益	1,500

## 3、会社の現況

- ①惣菜部門は好評であり、連日ほぼ完売の状況である。青果部門は仕入れルートが確立しており、売上・利益率ともに業界平均を上回る業績を上げている。
- ②魚屋と肉屋については専門業者に運営を任せており、定額家賃として、それぞれ毎月25万円(2軒で計50万円/月)を受け取っている。売場面積とバックヤード面積全体に対し、2軒の面積が占める割合は全体の約10%である。
- ③スーパーの一角で2年前から持ち帰りコーヒー店を運営している。もともとは社長の趣味のコーヒーを売る程度が目論見で始めたが、予想以上に好評であり売上・売上総利益ともに対前年比3割増しとなった。営業利益ベースでも200万円のプラスとなっている。スペースの制約があるため、店内飲食ではなく持ち帰りに徹している状況である。
- ④社長夫人が個人経営している酒店では地方の焼酎・日本酒を仕入れており、高級志向の客層の評判が良い。自宅一階の店舗(約15坪)で社長夫人とアルバイト店員1名で経営している。年間の売上総利益は数百万円程度となっている。
- ⑤金融機関からの借入金は1億円で、3つの金融機関の残高・担保設定状況は次表の通りである。地元の不動産業者の査定によると、スーパーマーケット(土地・建物)の売却可能額は80百万円と評価された(この金額に債権者間の争いはない)。

	残高	シェア①	有担保	無担保	シェア②
債権者A	80百万円	80.0%	70百万円	10百万円	33.3%
債権者B	15百万円	15.0%	ゼロ	15百万円	50.0%
債権者C	5百万円	5.0%	ゼロ	5百万円	16.6%

## 4、SWOT分析で現状把握する

	内部環境	外部環境
プラス面	強 (Strength)	機会 (Opportunity)
マイナス面	弱み (Weakness)	脅威 (Threat)



**第13回 不確実性と期待効用仮説****I. 事業再生の経済学**

金融機関は預金を運用し、得られた運用利益を株主に配当する責務を負っています。すなわち、金融機関の経営者は経営を委託されているのです。このような立場の金融機関が意思決定を行う時、経済合理性を満たしていることが求められます。それでは、何をもって経済合理性を満たした判断といえるのでしょうか。ここでは、経済学の視点から、**情報の非対称性や不確実性**がある中で、**経済合理性の判断基準をどのように考えるべきか**を整理します。

借入金の返済をめぐる債権者と債務者は対立する関係となります。破綻した事業の再生にあたっては債権者が求める返済額が債務者の返済能力を超えることが多く、とりわけ返済能力が借入金の総額を大きく下回ると債権の放棄を伴うこととなります。このような場合、債権の放棄をどの程度認めるかが事業再生をめぐる交渉の究極の課題となるのです。事業再生をミクロ経済学の視点から考えるとき、以下の二つの問題点を指摘することができます。

**(1) 情報の非対称性**

一つは、債務者が有する正確な情報を債権者が有していないために、債務者からの返済額について債権者と債務者の間で評価が異なるという情報の非対称性の問題です。事業再生において**情報の非対称性は、債権者が債務者に対して要求する返済額が、債務者の返済能力を超えてしまうことであり、これは事業再生に向けての交渉が決裂するというリスク**を招いてしまいます。

さらには、債務者の返済能力をどのようにして正しく把握するか、返済能力に対する期待値の評価をどのようにして正しく行うべきかという、評価方法あるいは評価制度を確立することの議論へと発展します。さらには、債権者と債務者の利益配分をどのように調整し、債務者の努力水準と事業価値をどのように維持するのかという課題も解決しなければならないのです。

**(2) 期待効用仮説**

もう一つは、自己の利得を最大にするように行動するという「期待効用仮説」です。この**期待効用仮説に従って債権者が行動するとき、各債権者の効用関数が異なるために、債権者ごとに不良債権の返済額に対する期待が異なる**という点が問題となるのです。

債権者ごとに満足する返済額が異なるため、**全債権者が一律に満足する返済計画に合意することは難しくなる**という点を解決しなければなりません。

## II. 債権者と債務者の対立による交渉決裂のリスク

債権者と債務者の間の対立は、情報の非対称性ゆえに債権者の返済能力が正しく把握されず、事業再生のための交渉が決裂するという問題として具体化します。返済金額の交渉を考えると、債権者の要求額が債務者の返済能力を超えるという形で合意可能領域が形成されないことになるため、交渉が破綻する危険が生じるというわけです。

情報の非対称性を解消するには、確立された評価制度に基づいて返済能力と事業価値を評価することが求められます。いわば第三者による評価の客観性が求められるのであり、この点については合意基準の客観性の問題として制度的に保証することが求められます。

情報の非対称性が解消されたとしても、債務者が返済を限りなく継続しなければならないとなると、債務者への利得配分がなくなるため債務者のヤル気が阻害される危険が生じます。すると、努力水準が減り、返済能力が下方にシフトすることで返済額が減るという悪循環に陥ることになります。

しかし、返済期間を有期化すれば債務者は将来の利得配分を期待して、合意期間内は利益の全額が債権者に配分されることに同意することになります。借入金の返済期間を有期化することにより、債権者と債務者の利益の配分を異時点間で調整することが可能になり、債務者のヤル気を確保できることになるからです。債務者の努力水準を最大化することで事業価値も維持され、債権者と債務者の双方が満足する利益配分が実現できるので、債権者と債務者の対立による交渉決裂リスクを回避することが期待されます。

この異時点間の利得配分という考え方は、単に金額の多寡という単純な交渉から、配分時点という別の条件を加味した交渉とするものであり、これにより合意の可能性を高めているのです。

## III. 債権者間の対立による不良債権解消の先送りリスク

債務者の最大努力が発揮され返済額が最大化されたとしても、事業再生が成功する場合と失敗する場合では、その事業から期待される返済額に差が生じることとなります。事業再生にはどうしても不確実性が存在するのです。

この点、期待値の上限値は事業継続の場合の価値となり、下限値は事業清算の場合の価値として捉えることができます。効用最大化を前提として行動するとき、債権者が満足できる金額以上の返済が実現できれば良いこととなります。満足する返済額は各債権者によって異なりますので、返済額が一律となるような事業再生計画に満足する債権者と満足しない債権者が存在します。したがって全債権者一律の合意を求めることは困難となります。

事業再生は、裁判所の力を借りる形で手続が進められる法的整理と、債権者と債務者の話し合いにより手続が進められる私的整理に分けられますが、法的整理の場合には裁判所の介

入により多数決で決定することができるので、少数派の反対意見を封じることができるという特徴があります。一方、私的整理は各債権者の話し合いで解決するため、多数決により強制することはできません。

私的整理を成立させるためには、「過半数の債権者が決定権を持つ」という、法的整理で保証された債権者の立場を守ることが求められます。たとえば、決定権を有する債権者を害するような再生計画を私的整理で進めようとしても、法的整理の場合に決定権を有する債権者に拒否され、結局は法的整理に移行することになってしまうからです。したがって、決定権を有する債権者の交渉力は絶大なものとなります。

一律合意の成否について決定権を有していない債権者が満足する返済額を実現するために、一律合意がなされる前に債権譲渡による債権回収を選択する方法も考えられます。この場合、債務者は新債権者との再交渉を余議なくされ、不良債権の解消が遅れてしまいます。

このような無駄な債権譲渡を排除するためには、全債権者一律の合意形成を図るのではなく、個々の債権者が満足する形で返済額の個別合意を進めるべきです。

#### IV. 伝統的ミクロ経済学の限界

伝統的ミクロ理論経済学では完全合理性仮説を置きます。すなわち、すべての情報を正しく持ち、人は完全に合理的な行動をとると考えるのです。

しかし、本当にすべての場合に合理性の判断を基に行動するのでしょうか。たしかに、「常に人は合理的な行動をする」という仮定を置けば、簡単に説明がつくことであっても、なかなかそうはいかないという例も多く見られます。

たとえば不確実性下における行動について確率論で判断する場合、成功の場合の金額と失敗の場合の金額について正確に算出するのは困難を伴います。コインの裏表くじのようにアタリとハズレの二者択一であれば当否の確立は50%として定量化できますが、さまざまな可能性があるような事象の場合、簡単には定量化できないからです。

事業再生が成功するか失敗するかを考えると、成功の場合の確率と失敗の場合の確率を正しく判断できるのかという問題が生じます。確率に基づいた期待値という水準で測るのではなく、別の尺度で測るのが自然ではないかという考え方が生まれても不思議ではありません。

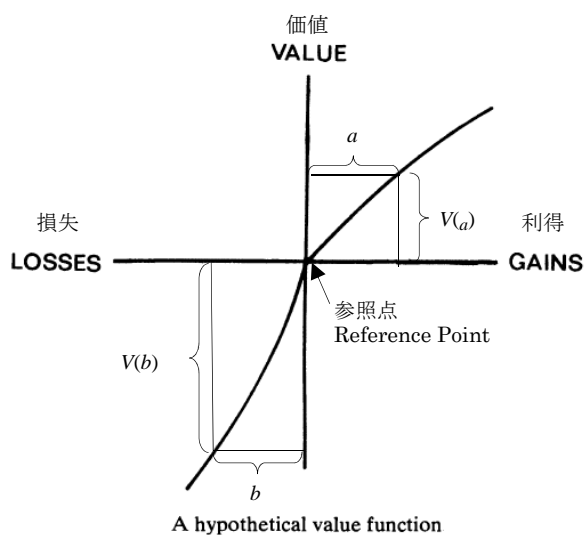
このように、人の行動の合理性を前提とする伝統的経済学の考え方には限界が指摘されています。そこで最近では伝統的な経済学の限界を迫るような新たな動きがみられ、そのひとつが行動経済学と呼ばれる新しい経済学です。

## V. プロスペクト理論

行動経済学は経済活動に感情の動きを反映させた考え方であり、完全合理性ではなく限定合理性の概念を導入したところに特徴があります。いわば人間の感情で経済行動が左右されるという考え方です。その中のひとつの理論としてプロスペクト理論という考え方があります。

プロスペクト理論はトヴァスキーとカーネマンという学者が79年に提唱した理論で、多数のアンケートを行う等の実験により人々の行動を確かめ、その結果を分析して定式化したものです。(Kahneman, D and A. Tversky. [1979], "Prospect theory: An Analysis of Decision under Risk", *Econometrica*, Vol.47, No.2, pp. 263-291)

この理論は、実験から得られた事実を定式化している点が優れているといえます。プロスペクト理論には次のような特徴的な考え方があります。



(資料：Kahnemann[1979]の279頁を引用して筆者が加筆)

### (1) 参照点依存性

伝統的経済学においては効用は常に同じと考えます。したがって100万円は誰にとっても100万円の効用をもたらすことになります。

しかし、大金持ちの100万円と、お金を持っていない貧乏人の100万円の価値は異なるのではないのでしょうか。たとえば、今1億円を持っている大金持ちが100万円を増やして1億100万円になる場合の100万円と、今、1万円しかっていない貧乏人が100万円を増やして101万円とする場合の100万円とでは価値が違うのではないかと考えるのです。

視点を変えれば次のようなこともいえます。たとえば、仕事の報酬を取り上げます。以前、

1000万円の報酬を受け取った時と同じ仕事をするのに、今回は1100万円を受け取るとすると、1000万円を基準にして100万円も多くなったと感じるでしょう。反対に、今回は900万円だとしたら、100万円少なくなったと感じるでしょう。

この場合の判断の基準は「前回の報酬額」である1000万円となります。この基準となる点を参照点と呼びます。同じ100万円でも、参照点が異なれば得にもなるし、損にもなるというわけです。価値は参照点に依存して決まるという特徴のことを参照点依存性と呼んでいます。そして、この参照点は、固定的ではなく移動するという特徴があります。

報酬額が参照点になる場合を例にとるならば、報酬額が1000万円であれば参照点は1000万円となりますが、報酬額が950万円であれば参照点は950万円へとシフトすることになります。

## (2) 損失回避性

損失回避性とは、同じ額の利益と損失であれば損失の方を過大評価することです。

たとえば先の例で、前回の報酬額よりも100万円を多く受け取る場合と、100万円を少なく受け取る場合で、同じ100万円の差であっても、損の場合の方が得の場合よりも価値の変化を大きく感じるというものです。

既述の通り参照点は移動しますので、何が得で、何が損であるかという判断も参照点に依存する形で変化することになります。すなわち、参照点依存性ゆえに損得の判断が変化し、さらに損失回避性があるために、「損をするのは嫌だから何もしないでおこう」と考えることにもなるのです。

## (3) リスク態度の非対称性

リスク態度の非対称性とは、利得が得られるときはリスク回避的になるのに対して、損失を被るときはリスク愛好的になるということです。リスク愛好的とは、リスクを避けるのではなく積極的に求める姿勢のことです。

たとえば、確率50%で100万円を得られるのと、確率100%で50万円を得られるのでは、多くの場合に確実な50万円を選択することが確かめられています。確率計算上はどちらも同じですが、不確実な利得よりも確実な利得を好むという、リスク回避的な行動が選ばれることが実験的に確かめられています。

ところで、この利得を損失に替えた場合はどうでしょうか。

確率50%で100万円を損するのに対し、確率100%で50万円を損するのでは、多くの場合に不確実な100万円の損失を選ぶことが確かめられています。確率上はどちらも同じですが、必ず50万円を損するよりは、50%の確率で損しないで済む方を選ぶというわけです。

## VI. 事業再生に関連する行動経済学

ここで究極の課題である債権の放棄を取り上げ、特に貸倒引当金に着目してプロスペクト理論の特徴にあてはめる形で債権者の行動を考えます。

債権者は債務者からの回収見込額を判断し、債権総額から回収見込額を控除した額を貸倒引当金として計上します。簡単にいえば、債権総額－回収見込額＝貸倒引当金となるわけです。

仮に債権総額が100で回収見込額を40とすると貸倒引当金は60となります。この時、回収額が70となると、10の貸倒引当金戻入益が生じることになります。貸倒引当金が多かったわけです。

反対に、回収額が50となると、10の貸倒損失が生じることになります。貸倒引当金が少なかったわけです。

債権総額から貸倒引当金を控除した額、すなわち回収見込額はプロスペクト理論における参照点と考えることができます。参照点以上の回収ができれば得となり、逆であれば損になります。まさに参照点依存性により変化することになるのです。債権放棄にあたって損益の分岐点となる回収見込額は引当金の額を決定づけるだけではなく、プロスペクト理論における参照点となり債権者の価値判断に影響を与えるというわけです。

貸倒引当金の多寡によって債権放棄に伴う貸倒引当金戻入益あるいは、貸倒損失を計上するため、プロスペクト理論における損失回避性は引当金額の多寡により決定づけられることとなります。

このように債権放棄をプロスペクト理論にあてはめると、貸倒引当金を計上する前提となる回収見込額の算定が重要になります。債務者が経営状態を良く見せかけると債権者は回収見込額を高く評価することになり、参照点が上方にシフトすることで債権放棄がしにくくなるというわけです。このとき貸倒引当金が不足していることとなります。

債務者が経営状態を良く見せかけるのではなく、むしろ窮状を訴えることで債権者の回収見込額が下方評価され、多くの貸倒引当金を計上させることとなります。債務者が債権者に対して多くの貸倒引当金を計上するように誘導することで、債権者は債権放棄をしやすくなるわけです。粉飾決算により経営状態を良く見せかけるなどは論外であり、むしろ正しく窮状を開示すべきなのです。

## VII. 返済能力の把握

当事者の一方だけが情報を持ち、他の当事者が知らない場合、正しい判断に基づいた取引が難しくなります。これが情報の非対称性の問題です。債権者と債務者は、返済をめぐる利益が相反する関係になりますが、たとえば債務者の返済能力をとれば、「本当はもっと返

済できるのではないか」という漠然とした疑問を債権者として感じるのは当然のことです。なぜならば、債務者は自分のことなので全てを知っているのに対し、債権者は外から推測することしかできないからです。両者の間には情報の非対称性が生じているため、返済能力に関する正しい情報を共有しないと事業再生を成功に導くのは困難なのです。

英語で不良品のことをレモンと呼ぶことがあります。皮の薄い桃やチェリーと異なり、皮の厚いレモンは外から見ただけでは中味がわかりません。

たとえば、古いレモンと新しいレモンがあるとします。買い手は情報を知らないため、取引に際して良否を完全に区別できないことにあります。品質の異なるレモンが同一の価格で取引されるとすると、情報を持っている売手は、自分のレモンが市場価格よりも価値があり、市場価格が低いと思うならば、売らずに保有し続けることになってしまいます。したがって、市場に供給されるレモンは、その価格で売ってもよい程度の品質のレモンだけになってしまい、質の良いレモンは市場に供給されなくなってしまうのです。

このように、情報の非対称性があるために中味がわからず、その結果、不良品が横行して市場が失敗してしまうという現象のことを「レモン市場の原理」と呼び、これは立派な経済用語です。このような不都合を防ぐために、第三者による内容保証制度などが用意されているのです。

#### (1) 情報の非対称性と交渉の決裂リスク

金融論の世界では、融資取引にあたって情報の非対称性が存在するのは常識です。情報の非対称性が存在することを前提として、メインバンクシステムとか、リレーションシップバンクシステムとあって、金融機関が債務者の情報を少しでも多く把握することで、情報の非対称性を緩和するべしと説かれているのです。

不良債権になると、話は一層深刻です。

たとえば債務者が「当方の返済能力は年間で100が限度です」と主張したところで、債権者に「いや、年間で120は返済できるはずだ」と言われたのでは話がまとまらないというわけです。債権者が債務者の実際の返済能力を過信したがために、まとまる話もまとまらなくなってしまうのです。まさに、「情報の非対称性」ゆえの悲劇です。

貸付金の返済にあたって、債権者が納得する返済額は債務者の返済能力内にあるとは限りません。債権者は債務者の返済能力の限度を知らず、債務者は債権者が受忍できる下限値を知らないからです。

債権者は債務者の努力水準を把握できず、よって返済額を把握できないため、債権者の要求は、時として債務者の能力を超えたものとなり、交渉決裂リスクを有することになります。

債権者が債務者の返済能力の上限値を超える要求をすると、債務者は返済できないので破綻してしまうというわけです。言い換えれば、破綻するかどうかは、債権者の要求如何にかかっているのです。債務者としては債権者が過大な要求をしないように、真の返済能力を債権者に理解してもらうことが大切なのです。

## (2) 短期返済能力と長期返済能力

債務者の返済能力とは何でしょう。この返済能力は、二つに分けてとらえることができると思います。一つは、たとえば1年間でいくら返済できるかという**短期的な返済能力**です。もう一つは、〇年間でいくら返済できるという**長期的な返済能力**です。

一般的に、会社の会計期間は1年ですので、ここでも**短期的な返済能力**は1年分としてとらえることにします。そうすると、**長期的な返済能力**は年間返済額×年数としてとらえることとなります。

もし、債務者が1年に獲得できる利得の全部を債権者に返済するとしたら、債務者はヤル気が起きないかもしれません。債務者にも何らかの配分があるからこそ、ヤル気が起きるのです。だからといって、多くの配分を債務者に与えたのでは、債権者が黙っていません。そこで、どこで折り合うかという問題が生じることとなります。

ところで、年間返済額×返済年数で求められる長期の返済能力は、まさしく返済期間の長短により左右されることとなります。この返済期間を決めるのは債権者の自由なのです。なぜならば、債務者には返済義務があるのですから、全額を返済するまで継続しなければなりません。たとえ何十年かかろうが、債権者が受け入れる限り返済する義務を負うのです。

しかし、たとえば**全額返済に100年以上かかるような場合に、100年間も債務者が返済に追われるようでは、債務者のヤル気が起きないのも無理のないところ**です。債務者のヤル気が起きなければ、短期返済能力が下振れしてしまうため、結局は長期返済能力も下振れするというジレンマに陥ってしまうのです。

## (3) 過去の実績と将来の計画

一般に、「**自己証明は証明にあらず**」といわれます。債務者が「私の返済能力は100です」と「自己証明」したところで、債権者が、「はい、そうですか、わかりました」となるはずがありません。債権者を納得させる材料が必要なのです。提出した資料に粉飾がないことを明らかにすることが必要なのです。

過去の決算数値が正しくないとき現在の決算数値も疑わしいということとなります。過去と現在の延長が将来であることから、将来の計画値の信憑性も疑わしくなるのです。

**過去・現在に粉飾決算の事実があるならば将来も正しくないということになる**ので、もし粉飾決算をしているのであれば、直ちに訂正し、正直に事実を打ち明けるべきです。



## 第 14 回 交渉学と事業再生

### I. 事業再生の交渉学

#### (1) 交渉学という学問

交渉学という新しい学問領域があります。様々な交渉のあり方について論理的かつ体系的に明らかにする学問であり、交渉「術」とは異なります。交渉を成功させるためには、小手先の「術」に留まっていたりしてはならないのです。債権者と債務者の協調による事業再生を成功させるためには、単に知識と経験に裏付けたれた実務アプローチだけではなく、学問に裏付けられた理論アプローチによって補強することが重要であるといえます。ここでは交渉学の視点から、理論アプローチを行うことにします。

#### (2) 配分型交渉から統合型交渉へ

一定の金額を交渉の当事者が配分する場合、一方への配分が多くなれば他方の配分が少なくなるという利益相反の関係となります。このことは事業再生における債務者からの返済額を、当事者間においてどのように配分するかという問題にもつながるものです。

たとえばAとBの二者の配分交渉において、契約等によりAが確実に一定額を受け取る場合が想定されます。たとえば100をAとBが配分するとき、交渉が決裂したらAが80を優先的に受け取るのであれば、この80が交渉の不一致点となります。不一致点については優先権利者が受け取り、残りの20をAとBの交渉により配分することになります。

配分の対象となる利益が一定額に確定している場合には、伝統的ミクロ理論経済学では50:50で配分することになるのですが、これは交渉当事者の間の交渉力が同じであることを前提としています。交渉力が異なっていたり、有する情報に差があると、配分の対象となる利益が確定しないという弊害が生じてしまいます。最悪の場合には交渉が決裂し、事業再生が失敗してしまうことになりかねません。

交渉力に差がある場合に、交渉を有利に導こうとして交渉「術」のような策を弄することは有効ではありません。交渉「術」を駆使することで、短期的な交渉で勝ち負けの関係がはっきりするとしても、それはWin/Loseの関係であり、Win/Winの関係にはなっていません。Win/Loseで一方の利得を増やすのではなく、Win/Winにより両者の利得を増加させるべきなのです。

金額の配分という一つの条件だけに着目すると、交渉「術」を弄する交渉当事者の出現を許してしまいかねず、そのため交渉決裂の危険性が高まることとなります。一方の利得は他方の損失である場合に交渉力に差が生じると交渉決裂のリスクが高まることなるからです。交渉学の視点から、このような配分型交渉の問題を解決するためには、二つ以上の条件について交渉を行う統合型交渉を行うことが有効となります。交渉決裂リスクを回避するためには交渉「術」ではなく、交渉「学」の立場からWin/Winの解決を図ることが求められるのです。

## II. 事業再生における交渉

事業再生に関する交渉について債権者と債務者の対立が念頭に置かれがちです。しかし、実際には債権者と債務者の対立だけではなく、債権者と債権者の対立も大きな問題になるのです。

### (1) 債権者と債務者

債権者と債務者の対立とは、端的には債務者の利得をどのように配分するかという配分交渉となります。

債務者は自己の返済能力の限界を把握しているのに対し、債権者は債務者の返済能力を完全に把握していません。債権者と債務者の間には情報の非対称性があるため、債権者は債務者の返済能力を過信し、「返済源資をもっと増加させることができるはずだ」との誤解に陥りかねないのです。換言すれば、情報の非対称性ゆえに合意可能領域が形成されないのです。この場合の交渉決裂とは、単なる配分の失敗に留まらず、合意が形成できないことによる経営破綻という形で壊滅的な結果を招く危険さもあるのです。

これは債権者と債務者が配分型交渉に拘ることでもたらされる弊害です。たとえば債務者が10年で100を返済すると主張し、債権者が120を求めたとします。この場合、金額だけの配分型交渉では合意可能領域が形成されず決裂の危険を招いてしまいます。ここでは期間という条件を加えた統合型交渉を実施すべきなのです。債務者が120を受け入れるかわりに期間を10年から15年に延ばすことができれば、総額では債権者のニーズを満たすものの、期間が延びたことで1年の返済額は10から8に減るので債務者が有利になるのです。このように統合型交渉に移行することで、債権者と債務者の双方がWin/Winの解決が可能になるというわけです。

### (2) 債権者と債権者

債権者と債務者が債務者の返済能力を正しく把握し、返済源資の限界に合意したとしても、そこで終わりではありません。債権者が複数存在する場合、その確定した返済額をどう配分するかという交渉が行われることとなります。

利益が相反する一つの例は、有担保債権者と無担保債権者の交渉です。たとえば不動産に抵当権を設定している場合には、不動産の価値を評価して別除権とし、債権者の債権総額から控除した残額を無担保債権者で按分することになります。この場合、別除権が低くなれば無担保部分が多くなるため、無担保債権部分の按分額が増えます。よって有担保債権者は別除権を低く評価したいという立場となります。一方の無担保債権者としては、有担保債権者の別除権を高く評価することで自らの無担保債権比率を高めたいという立場になります。

このような債権者間の交渉に債務者は関与できないのであり、債務者が関与できないところで債権者間の交渉決裂リスクが存在するのです。ここにも事業再生を成功させる難しさがあると言えるでしょう。

### Ⅲ. 配分基準の客観性

Win/Win の解決策を目指して分かち合うパイ自体を拡大することが重要なのですが、パイを拡大したところで、最終的にはその配分が問題になります。交渉を合意に導くために何らかの基準が求められます。

事業再生における配分交渉にあてはめるならば、何らかの基準が共有化されないと、交渉当事者が懐疑的になるため交渉決裂リスクが高まってしまいます。これを放置していたのでは、Win/Lose の決着ができるとしても、Win/Win での解決は成立しないことになりかねません。交渉当事者が客観的な基準を共有することにより情報を補い、それにより交渉の破綻リスクを回避し、Win/Win の形で決着することができるのです。

客観的な基準がない場合に交渉当事者が多く、それぞれが好き勝手な基準を持ち出すことで収拾がつかなくなってしまう。制度的に客観的な基準がない場合には、交渉当事者が何らかの基準を探し出すことが求められますが、この場合、当事者からの独立性や客観性、公平性等が重要となります。

たとえば先方に基準を作成させ、当方が選ぶという方法も考えられます。一方が配分案を作成し、他方が選ぶという古典的な手法です。配分案を作成した方は公平であると判断しており、選んだ方も満足を得ているので異論はないはずですが。

しかし当事者が多数に渡る場合には、このような手法は採用できません。交渉当事者から独立した何らかの基準が必要となるのです。交渉を解決する前提として、客観的基準を捜し出す共同作業が必要になるというわけです。

### Ⅳ. Win/Win の解決を目指す

#### (1) 有期化による債権者と債務者の調整

債権者と債務者間の対立は、情報の非対称性ゆえに債権者の返済能力が正しく把握されず、事業再生のための交渉が決裂するという問題として具体化します。

情報の非対称性を解消する方法として確立された評価制度に基づいて返済能力と事業価値を評価することが求められるのであり、第三者による評価の客観性が重要となります。

情報の非対称性が解消されたとしても、債務者が返済を限りなく継続しなければならないとなると、債務者への利得配分がなくなるため債務者のヤル気が阻害される危険が生じます。これにより債務者の努力水準が減り、返済能力が下方にシフトすることで返済額が減るという悪循環に陥ることになります。

この点、返済期間を有期化すれば債務者は将来の利得配分を期待して、合意期間内は利益の全額が債権者に配分されることに同意することになります。借入金の返済期間を有期化す

ることにより、債権者と債務者の利益の配分を異時点間で調整することが可能になり、債務者のヤル気を確保できることになるからです。

すなわち、返済期間を有期化することで債権者への利得配分を先に行い、債務者への配分を後に回すという異時点の利得配分を行うわけです。この異時点間の利得配分は単に金額の多寡という配分型交渉から、配分時点という別の条件を加味した統合型交渉とすることで合意の可能性を高めることが可能になるのです。

## (2) 個別化による債権者と債権者の攻勢

債務者の最大努力が発揮され返済額が最大化されたとしても、事業再生が成功する場合と失敗する場合は、その事業から期待される返済額に差が生じることとなります。したがって、事業再生にはどうしても不確実性が存在するのです。

期待効用仮説に基づいて合意可能領域を考えると、期待値の上限値は事業継続の場合の価値となり、下限値は事業清算の場合の価値として捉えることができます。効用最大化を前提として行動するとき、債権者が満足できる金額以上の返済が実現できれば良いこととなります。満足する返済額は各債権者によって異なるので、返済額が一律となるような事業再生計画に満足する債権者と満足しない債権者が存在することとなります。したがって全債権者一律の合意を求めるのは困難となるのです。

この点、多数当事者の合意可能領域が違う以上、合意できるところから個別に合意を得るのが合理的な対策となります。合意内容を強制できないと同様、個別合意を停止することもできないからです。

とりわけ事業再生は複数の債権者と債務者の交渉が行われるものであり、単に債権者と債務者の交渉ではなく多数の当事者間の交渉となります。交渉学の視点からは当事者のすべてがWin/Winの形で解決できるように、対立から協調に移行すべきなのです。

## (3) 対立から協調へ

返済期間の「有期化」により債権者と債務者の協調関係を構築し、さらには返済期間の「差別化」により債権者と債権者の協調関係を構築することが期待されます。返済期間の有期化と差別化により、不良債権をめぐる債権者と債務者の対立を協調へと導くことで、私的整理による事業再生の成立の可能性を高めることが可能となるのです。

対立から協調へと交渉のあり方をシフトするという考え方は、分かち合うパイを大きくすることで Win/Lose ではなく Win/Win の解決を目指すという交渉学の基本的考え方でもあります。すなわち、マイクロ理論経済学と交渉学は、目指すべきところが同じであるということが出来るのです。

「術」を弄することで、一時的に有利な解決を実現したとしても、それは Win/Lose の関係で相手に損をさせた短絡的な解決に過ぎないかもしれません。これでは相手の不信を買うことになり、ひいては「警戒すべき交渉相手」という社会的評価を得ることになりかねません。これでは一時的に有利であっても、長期的に不利になってしまいます。

Win/Win の解決を目指し、分かち合うパイを大きくすることで、交渉当事者全体の利得を極大化することが可能になります。交渉「術」ではなく交渉「学」により事業再生を成功に導くことで、ひいては社会全体の利益をも極大化させることが期待されるのです。

**第15回 総括****I. 偽専門家の暗躍****(1) 頼もしく見える偽専門家**

詐害的第二会社で金融機関を敵に回すような無理な対策を強行したりする偽専門家は、経営者にしてみれば頼もしく見えることもあります。「何か変だな」「大丈夫かな」と思いつつも、口車に乗ってしまうのです。場合によっては、顧問の会計事務所が頼りなく見えることさえあるようです。

しかし、しばらくすると債権者からの反撃を受けることになります。化けの皮が剥がれるのです。すると、偽専門家はその時点で退散してしまいます。彼らの狙いは高額の手金と反撃されるまでの間の高額の報酬なのです。中には、もっともらしく成功報酬を取り決める輩もいますが、滅茶苦茶な行動で事業再生が成功するはずありません。最初から成功報酬などはあてにしていないのです。

**(2) 偽専門家の典型的な行動**

偽専門家の愚行の具体的な例を掲げておきますので注意してください。

**i) 自分の会社を再生した例を吹聴する**

自分の会社を立ち直らせた経験を基にして事業再生コンサルティングを行う業者がいますが、まったく話になりません。それだけでは、単なる思い出話か自慢話にしかならないからです。同様に、過去の成功例をよりどころとして事業再生を進める専門家がありますが、偶然にうまくいった例を無理にあてはめたのでは成功するはずがありません。

事業再生は様々なケースがあるため、ケースバイケースで対策が異なるものです。この点を理解することなく、当時の自慢話を様々な事業再生に無理にあてはめられたのでは、まとまる話もまとまりません。このような偽専門家のお陰で、いくつもの失敗例が生じてしまっています。

**ii) 回収経験がないのに金融機関勤務を強調する**

事業再生にあたっては金融機関の償却手続の理解が不可欠ですが、金融機関の経験があっても回収責任者でなく融資実行担当者としての経験では、償却手続も組織としての意思決定プロセスも分かりません。中には、金融機関の自己査定で少しでも良い評価を得るためのノウハウをセールスポイントにする専門家もいますが本末転倒です。全く分かっていません。

そもそも、不良債権に分類された債務者が、債務者自身の小手先の対策を行うことで、債

権者の自己査定で簡単に格上げされるわけがありません。なぜならば、不良債権と分類された「実質破綻先」「破綻先」等々は、回収部隊の担当になっているのであり、回収の極大化が至上命題である以上、自己査定の格上げは眼中にないからです。自己査定の格上げを薦める専門家は、金融機関の融資実行担当者からの視点に過ぎず、回収の何たるかを見失っている、あるいは知らないのです。このような偽専門家に、不良債権の事業再生は不可能なのです。

### iii) 理論的裏付けのない話を展開する

単に実務経験の延長線上で議論や交渉を行うのではなく、何故そうなるのかを理論的に明らかにすることで、説得力・交渉力を高めることが可能となります。MBA (=経営学修士)の学位を誇示している専門家?もいますが、修士レベルでは研究者としては未熟であり、説得力・交渉力は全く期待できません。

研究者としての資質に欠ける場合には、発表する論文や著書の内容を見ても制度の内容を整理しただけで新しい視点からの研究発表になっていないことも少なくありません。既知の事実や聞きかじりの知識を整理しただけで研究者を気取り、学問的裏付けのない単なる私見を押しつけるような偽研究者も存在します。研究者を装うことで自らの事業再生行為をもっともらしく見せかけるといった偽研究者の行為は、真摯に研究を重ね学術的価値を追求する真の研究者の立場から見れば迷惑以外の何ものでもありません。

### iv) 事業計画と再生計画の違いが分かっていない

正常債権を対象とした「事業計画」と、不良債権を対象とした「再生計画」は異なります。事業計画の場合はリスクの許容範囲が広く、失敗する可能性があっても、あえてリスクをとることで成功によるリターンを期待できるのに対し、再生計画はリスクの許容範囲が狭くなります。既に不良債権なので、これ以上の失敗は許されませんし、債権者にしても確実性の乏しい曖昧な再生計画よりも、たとえ収益性に劣っても安定性が高く確実な再生計画を求めるのです。すなわち、事業計画に比べて再生計画は実現可能性が高いことが求められるのです。

このあたりを理解しないまま自分勝手な計画を作る例が散見されます。見てくれは立派でも中身が薄い計画であってはならないのです。むしろ、見てくれは質素であっても、実現可能性が高く、中身が濃い計画であるべきなのです。

事業計画が作成できたとしても、事業再生に関わる経験と知識がないと、満足な「返済計画」が作成できません。有担保・無担保の違い、残高の違い、融資期間の違い等々に応じた返済計画を作成し、合意に結びつけることは一筋縄ではいきません。仮に事業計画を作ることができても、返済計画が不備であったのでは事業再生は成功しないのです。事業計画と返済計画は異質なものだからです。

v) 無理に第二会社を作って自らは逃げてしまう

第一ステージで債権放棄を受けて借入金を削減した後、第二ステージで更なる飛躍を目指すべきなのです。そのためには第一ステージできちんと債権放棄を受けておかなければなりません。

しかし、偽専門家は第二ステージのことなどは考えていないのです。債権者対策をないがしろにしたまま、無理に形だけの第二会社を設立し事業を譲渡したり詐害的会社分割を強行したりと、やりたい放題です。このような進め方は、債務者から見ると頼もしく見えることさえあります。しかし、債権者から見れば、放置するわけにはいきません。当然ながら、債権者の反撃が開始されます。

その時点では偽専門家は逃げてしまいます。「きちんと事業譲渡をした」「会社分割を終わらせた」と、理由をつけては退散してしまいます。

事業再生は債権放棄を受けることが最終ステージではなく、債権放棄を受けて借入金を減らした後、第二会社がさらなる飛躍を遂げてこそ成功といえることを忘れてはなりません。

## II. 理論に裏付けられた実務

「術」を弄して「策」をめぐらせるのではなく、体系化された理論を基に「学」の視点から理論に裏付けられた対応が求められます。だからといって、いたずらに「学」を標榜することがあってはなりません。地道な研究の積み重ねにより、はじめて真の「学」を論じることができるのであり、まさに実務と理論の融合が可能になるのだと思います。

債権者と債務者という利害関係が相反する当事者が、事業再生をいかにして成し遂げるかという課題は、実務上の経験と知識がなければ関与できないものです。しかし、実務上の経験と知識のみを振りかざすと、債権者と債務者の間に勝ち負けが生じるような Win/Lose の結果となりかねません。Win/Lose ではなく、債権者と債務者のいずれもが満足する解決を目指し、Win/Win の結果を目指すべきなのです。

事業再生は法律論ではありません。争いを前提とした敵対的な交渉ではなく、協調を前提とした交渉できちんと対応すれば争いが起こることは無いからです。理論に裏付けられた解決を目指すことが求められるのです。



### Ⅲ. 授業の終わりにあたって

ドイツの宰相ビスマルクの言葉として「愚者は経験に学び、賢者は歴史に学ぶ」という名言があります。原文の意味が歪められて伝わっているようですが、趣旨としては、「主観的な狭い経験ではなく、客観的な過去の歴史的事実から学び取るべし」と理解できます。地域企業の再生にあたって、単に経験に頼るのではなく、専門知識と最新理論の研究と蓄積が大切であると考えます。

原文：“*Nur ein Idiot glaubt, aus den eigenen Erfahrungen zu lernen.*”, “*Ich ziehe es vor, aus den Erfahrungen anderer zu lernen, um von vorneherein eigene Fehler zu vermeiden.*”

直訳：「愚者だけが自分の経験から学ぶと信じている」、「私は自分の誤りを回避するために他人の誤りを学ぶ」

(注)「誤り」を「失敗」と訳すこともできます。数多くの他人の「誤り」「失敗」を「歴史」と理解し、そのまま名言として広まったのかも知れません。

日本においては、福沢諭吉の「学問のすすめ」の冒頭に出てくる「天は人の上に人を造らず人の下に人を造らずと云へり」という一節は有名です。

有名な一説に続く一文で、「されども今廣く此人間世界を見渡すにかしこき人ありおろかなる人あり貧しきもあり富めるもあり貴人もあり下人もありて其有様雲と坭との相違あるに似たるは何ぞや」と説いています。

福沢諭吉が指摘しているのは、有名な一節が示している「人は平等である」という点だけではないのです。

「天は人の上に人を造らず人の下に人を造らずと言われるように、人は生まれながら平等なのだ。しかし広くこの人間世界を見渡すと、賢い人愚かな人、貧乏な人金持ちの人、身分の高い人低い人には雲泥の差がある。その差は何なのだろうか」と問いかけています。

さらに続けて、「賢い人と愚かな人との差は、学ぶと学ばざるとに由ってできるものなのである。人は生まれながらにして上下の別はないが、学問により物事をよく知るものは貴人となり富人となり、無学なる者は貧人となり下人となるのだ」と論じています。

福沢諭吉は、「生まれた時は平等だが、学問によって差がつくのだ」という形で、「学問のすすめ」を説いているのです。

自分自身の人生をどのように生きていくのか。

学生時代の今のうちに、今一度、見つめ直してみたいかでしょうか。

以上