

「企業再生下の財産評定を巡る諸問題」 会社更生手続きの現状と今後の展望

中央大学大学院 木原 一行

< 報告要旨 >

バブル崩壊後の資産価格の大幅下落と不況の長期化は多くの企業倒産をもたらしてきた。とりわけ、90年代以降は大企業の倒産が相次ぎ、その経済的・社会的影響の大きさを映じて企業再生に対する関心が高まってきた。

倒産に伴う混乱と社会的損失を最小限に留めるため、倒産処理は、効率性、公正・衡平性の尺度に照らして適切な手続きが取られなければならない。効率性の達成については、継続価値と清算価値を比較して前者が大きい企業は再生し、後者が大きい企業は清算させることが望ましい。公正・衡平性の確保については、早い者勝ちや強い者勝ち、或いは複数の債権者間で生じる再生と清算を巡る不合理な判断の影響を排除すると共に、適切なる評価に基づく回収が図られるような秩序を維持しなければならない。こうした手続きを法的な強制力の下で行うために、民事再生法、会社更生法、商法、破産法等の倒産法制が整備されている。

しかし、法的手続きには信用力低下等による企業価値の毀損が大きいという問題があり、これを回避するために追求される私的整理の道は、利害関係者の期待や思惑が区々であることから合意形成には相当程度の困難が伴う。ここでは大口債権者としての金融機関の支援が私的再生の帰趨の鍵を握ることになるが、彼らは自らの損失が最小となるような再生方法、即ち、法的手続きにおいて担保債権者の優先権が厳格に保護される部分を除き、無担保部分または担保割れの範囲内において債権放棄するかどうかを検討することになる。

注目すべきは、法的手続きの下で担保債権と認められれば事後的には厳格に保護されるとは言っても、担保債権としての認定に向けて事前的には優先権が侵害される恐れを否定しきれないということである。

それでは、事前的な優先権の侵害はどのようにして生じているのだろうか。これが本報告で取り上げる企業再生下の財産評定を巡る諸問題である。

法的手続きは必ずしも万能ではない。企業全体や事業単位、或いは個別資産の価値を評価することには相当程度の困難が伴い、再生・清算に関わる判断や債務カットについて関係者の理解を得ることは難しい。再生型法的手続きの中核を担う管財人に期待される役割の内、公正・衡平性が期待される利害関係者間の調整と、効率性が求められる企業再生達成の両立には困難を伴うことも少なくない。

問題解決のためには、市場の価格メカニズムを活用した資産や事業の譲渡の仕組みを工

夫すると共に、スポンサー選定手続きの適正化によって、倒産処理に関わる透明性と妥当性を高めることが必要である。法的手続きに対する信頼確立は、結果的に企業の早期再生にも寄与することになる。

< 討論者コメント >

上智大学 山崎 福寿

企業再生手続きに伴う諸問題 コメントに代えて

- ・ 企業再生とは？
- ・ ピンチに陥った企業の再生（一時的か恒常的か？）
- ・ 資産代替問題 リスキーな投資へのインセンティブ
- ・ なぜ債権が放棄されるのか？
- ・ 法や制度の優先権侵害（A P R Violation）の可能性（経営者：株主保護）
- ・ そのための銀行の防衛的手段
- ・ 非効率な先送りの可能性抑止 転換社債の活用
- ・ 劣後債権の購入 メイン寄せ 経営者の地位保全 D I P
- ・ 株主へのトランスファーが再建を早めるか？
- ・ 望ましい再生手続きと絶対優先（A P R ルール）
- ・ 競売後の所有者に再生か清算かを決定させる。
- ・ 企業全体の競売の問題点 マクロ的なショック時に効率的な買い手は現れるか？
- ・ 経営者の抵抗と非効率な先送り
- ・ 100%の減資とB e b c h u kの方法
- ・ 倒産手続きのコスト比較
- ・ 優先債権の毀損額はどの程度か？
- ・ この毀損額は誰にトランスファーされるか？
- ・ 株主（経営者）は再生を遅らせることによって、債権者から利益を得ることができるか？これが株価にどのような影響を及ぼすか？
- ・ 民事再生法は再生を早めるか？
- ・ 弁護士は、裁判を長びかせるインセンティブを持つか？ 裁判費用の優先債権化

< 報告者リプライ >

法的手続きの下で企業再生を目指す場合、二次的な破綻を回避し、早期に恒久的な再生軌道に乗せようとするため、a)できるだけ堅めの計画を立て、b)弁済負担を極力軽

減しようとする力が働く。このことが、本報告で取り上げた財産評定を巡る諸問題をもたらす。

優先権の取扱いについては、民事再生法における別除権や会社更生法における更生担保権等それぞれの法律に基づいて明示されている。しかし、例えば担保権消滅請求制度や更生担保権の認否手続きのように財産評定が介在する場合は、その評定の妥当性次第で結果的に優先権が侵害される可能性を否定しきれない。こうした懸念を回避するために、銀行等の優先権をもつ債権者は法的手続きに踏み込むことを逡巡し、本格的な再生着手の遅れが非効率な結果をもたらすことに繋がりがかねない。

債権を株式に転換することで、再生成功の果実を享受する仕組みを活用することは有力な手段である。再生に向けての経営の混乱を回避するためには、議決権の有無等による種類株の活用も有効であろう。

財産評定を巡る歪みをミニマイズする手段として期待される競売手続きも、市場の構造やその手法によっては必ずしも十分機能するとは限らない。例えば、経済全体や業界全体が縮小局面にある場合には、国内の投資意欲が冷え込み、相応しい買い手が多数登場しない可能性もある。海外の投資家に自由な参入機会が提供されていれば、こうした局面における市場機能の下支えを期待することができる。

米国における先行研究によれば、企業が倒産に至った場合の社会的コストの内、法的手続きに伴う管財人、弁護士、会計士、投資銀行に支払う直接的なデフォルト・コストは倒産前の企業価値の3~4.5%とされ、信用力低下による顧客離れや取引条件の悪化、有能な従業員の退職やモチベーション低下、経営陣の資金手当てに関わる機会損失等を含めた間接的なデフォルト・コストについては、同じく10%弱から20%程度にも上るとの推計が報告されている。しかし、優先債権の毀損額については、事案毎の個別性が強いためにその計測は困難を極める。例えば、更生会社の財産評定によって切り捨てられた優先債権の一部が、スポンサー企業による出資後の時価による評価替えの結果、いわゆる逆のれん代(=含み益)として復活しているようなケースにおいては、優先権の毀損額の内相当程度がスポンサー企業に移転しているものと見做すこともできよう。但し、その場合でも、相応の時間経過を伴った再生効果としての側面と、スポンサー企業が取ったりスクの対価としての側面を併せ持っている点に留意が必要であろう。名声効果の存在によって、早期再生に向けての司法関係者のインセンティブは大きい。しかし、そのことが財産評定を通じた優先権侵害に繋がるインセンティブともなっていることは、本報告で述べた通りである。

以上