

## 研 究

## 債権放棄を通じた経営不振企業への支援の妥当性

飛 田 努

## 目 次

1. 本稿の目的
2. 企業が「倒産」に至る過程と債権放棄を通じた経営不振企業への支援
3. 経営不振企業再建の要諦
4. おわりに

## 1. 本稿の目的

これまでの先行研究によれば、メインバンクは経営不振に陥った企業に対して資金供給や役員派遣などを行い、その再建に重要な役割を果たしてきたと考えられてきた。ただし、このような議論においては、その多くは銀行が企業に対して何をしたのかという一方向的なものが多く、主として支援をすることによって銀行が得られるベネフィットに視点が置かれてきた。

それに対して筆者は、これまで 1997 年秋の金融危機以後の経営不振企業への支援、とりわけ資金供給の現状を把握し、それが企業の財務構造にどのような影響を与えてきたのかについて分析をしてきた<sup>1)</sup>。これによると、金融危機直後に行われた銀行による経営不振企業への資金供給には、経営不振企業が不足がちな流動性の高い資金、運転資金をつける機能があったのだと考えられる。銀行がこうした企業に対して資金供給をすることは、経営破綻を防ぐという面において、企業と銀行、双方にとって経済合理性が高く、意義のあるものであったと考えられる。

ところが、1998 年 3 月、1999 年 3 月の 2 度にわたる公的資金注入を経てからは、経営不振企業の財務構造が収益力に比して過剰な債務を抱えた状態であったことから、従来の資金供給を中心とした支援の他に、大手銀行の経営不振企業への支援策として債権放棄が注目されるようになった。さらには、2001 年 4 月の緊急経済対策に示されているように、銀行の不良債権問題と同時に企業の過剰債務を解消することが求められた。すなわち、経営不振企業への支援は、金融危機直後においては資金繰りを安定化させることがその主であったが、バランスシート上の過剰な債務を削減することに軸足が移ったのだと考えられる。

本稿の目的は以下の 2 点である。第 1 に、経営不振企業に対する支援とは当該企業がどの段

---

1) 詳細は飛田 [2003] を参照のこと。

階に置かれている時に行われるものなのかを明らかにすることである。先行研究においては、メインバンクが行う支援策として、資金供給も債権放棄も同列に論じられてきた。ところが、債権放棄は私的整理の1つの手段として、「倒産」した企業に対して行われる破綻処理の一環であるともされる。このように、債権放棄という支援策は、その見方によって捉え方が異なるのである。よって、改めて銀行による経営支援が行われる時点が企業のどのような状態にある時であり、どのような意図を持って行われるものであるのかを整理して、議論を進める必要がある。特に、本稿が取り上げる債権放棄はどのような時点で行われ、どのような意義があるのかを検討する必要がある。

第2に、1999年以降多々見られた債権放棄を通じた経営支援であるが、その有効性は果たしてあったのか。あったとすれば、その要件は何なのかを検討することである。1999年以降多発した債権放棄は不透明であるとされ、次第に批判が大きくなった。これにより、2001年9月の私的整理ガイドラインの策定に至るわけであるが、本稿においては債権放棄を行うことの良し悪しよりも、むしろ企業行動やその財務構造に直接的にどのような影響を与えたのかということを考えることとしたい。また、経営不振企業が再建を果たす上での要件を先行研究と事例から見ていくことで、銀行からの経営支援が成功に至る必要条件を探ることとする。

## 2. 企業が「倒産」に至る過程と債権放棄を通じた経営不振企業への支援

近年、企業再建への意識の高まりと共に、ターンアラウンド (turn around) という言葉に注目が集まっている。Slatter and Rovett [1999] によれば、ターンアラウンドとは「短期的に何らかの措置を取らない限り近い将来破綻することが明らかな危機的状況」<sup>2)</sup> であるとしている。危機的状況には、収益力の低下、販売不振、企業規模に比して巨大な債務などがあると考えられるが、その企業を危機的状況、または経営不振であると認識するのはどのような状況に至ったときなのであろうか。例えば、財務諸表分析を行うにしても、ある1つの指標が示すのはその時点における比率の良し悪しであり、それだけでは経営状態を判断することが必ずしも適当でないことは言うまでもない。健全な状態から経営不振、そして危機的状態に至り、最終的に倒産に至る過程を一度整理する必要があると思われる。

そこでここでは、倒産に関する先行研究を援用しながら、銀行による経営不振企業への支援がどの時点で行われ、どのような意味を持つのかを検討することとする。

### 2.1. 「倒産」の定義

そもそも、「倒産」とはどのような概念なのであろうか。アメリカにおける統計的な分析を行

---

2) Slatter and Rovett [1999] 訳書：2頁

う実証分析による倒産研究の先駆者でもある Beaver [ 1967 ] は、支払期日の到来した経済的責務の履行不能状態で、破産、社債の償還不能、小切手の不渡りなどといった事態に陥った場合を倒産と言うとしている。また、太田 [ 1996 ] は企業における経営活動の持続が何らかの原因で困難か不可能な状態であると述べている<sup>3)</sup> し、白田 [ 1999 ] では、「倒産とは、企業が経営に行き詰まり破綻を迎えた状態をいう。具体的には、資本が維持できなくなり、かつ当該企業が負う経済的責務を履行できなくなった状態をさす」<sup>4)</sup> としている。つまり、failure（失敗）ないしは bankruptcy（破産）に至った状態が「倒産」である。支払不能に陥ったという一時点を指して「倒産」と言うこともあれば、太田 [ 1996 ] が言うように危機が継続した状態である連続した期間を指すものもある。このように、「倒産」という言葉 1 つを取っても、多様な概念を含んでいることが明らかである。

## 2.2. 本稿における債権放棄の位置付けの検討

一般的に、「倒産」状態に陥ると経営不振企業は破綻処理を行う必要があり、法的整理ないしは私的整理に基づく処理を行うものとされている。法的整理とは、会社更生法や民事再生法のような再建型と、破産のような清算型に分けることができる。また、私的整理とは、債権放棄や資産売却、営業譲渡、合併などによる再建を図ろうとするものである。

これを、従来のメインバンクシステムに関する研究で分析・検討されてきたものに当てはめるとすると、銀行による経営不振企業への支援は、「倒産」状態に陥る以前に行われるものであると考えられる。一時的な資金繰りを支える資金供給や役員派遣がこれにあたる。そして、債権放棄が銀行による経営支援策の 1 つとして取り上げられてきたのである。ところが、「倒産」状態にある企業の処理策の 1 つである私的整理に当てはめて考えると、「倒産」した企業に対して行われるのが債権放棄ということになる。つまり、債権放棄は経営不振企業への支援策ではなく、すでに「倒産」した企業の処理策ということになる。これを概念化すると図 1（次頁参照）のようになる。

メインバンクを中心とする経営不振企業への支援策は、主となるものは資金や経営リソースを提供することであるが、時には債権放棄をすることによって、過剰な債務を削減するといった方法も用いられる。一方で、倒産処理には法的整理によるものと私的整理によるものがあり、私的整理による処理の 1 つとして債権放棄があると捉えられる。このように、債権放棄は双方の概念に組み入れられていると考えられる。このような捉え方の相違があるものの、本稿では

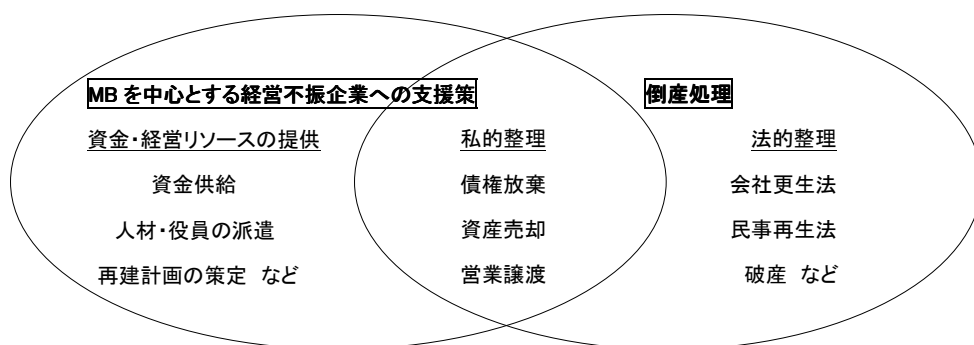
---

3) 太田 [ 1996 ] によれば、「困難」な状態とは経営活動は持続しているが、その持続が危機的状态にあることを指し、「不可能」な状態とは経営活動の持続が停止、あるいは一時的に停止した状態にあることを意味すると言う。

4) 白田 [ 1999 ] 21 頁

これまで前者に従って分析を行ってきたので、債権放棄を経営不振企業への支援の一環として取り上げることとする。また、「倒産」という言葉の概念が多様であることから、これを極力用いずに、私的整理、法的整理とを区別することとする。そして、双方共に経営不振企業の再建に至るまでの異なるプロセスとして捉えることにする。

図 1 メインバンクを中心とした経営不振企業への支援と倒産の概念



注) MB とはメインバンクの略

### 2.3. 企業再建における債権放棄の位置付け ～経営支援が行われる時点の検討～

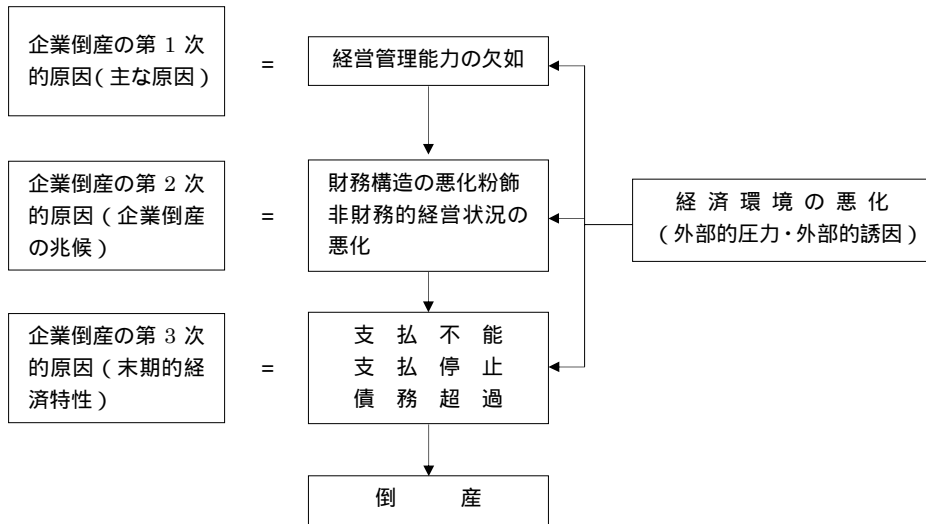
次に整理すべきことは、銀行による経営不振企業への支援が企業がどのような状況に至った時に行われるものなのかということである。ここでは経営不振から倒産に陥る要因を段階的に捉えた太田 [1986] のフレームワークを援用しながら、銀行による経営不振企業への支援がどの段階に至った時に行われるのかを検討することとしたい。

図 2 (次頁参照) は太田 [1986] によって示されている倒産に至るまでの段階である。

まず、倒産に至るまでの第 1 次的原因は経営管理能力の欠如であり、経営者の意思決定が大きく関わるというものである。マネジメントの失敗によって、販売不振、売上債権の回収が困難になること、過剰在庫などが挙げられる。また、バブル経済期に多々見られた過剰な設備投資による過大な債務を抱えたり、それに伴うコスト増などといった要因も挙げることができよう。

その結果として、運転資金の資金繰りや金利支払に窮するようになり、財務状態が次第に悪化していく (第 2 次的原因)。これが一定期間続き、支払不能や債務超過に陥る (第 3 次的原因) と倒産に至るのだとしている。すなわち、マネジメントの失敗が財務状況の悪化をもたらし、その行き着く先が支払不能や債務超過という状態になる。

図2 企業倒産に至るまでの構造



出所）太田〔1996〕239頁より抜粋

これに従えば、銀行が行う経営不振企業に対する資金供給とは、困難になりつつある資金繰りをつけるために行われるのであるから、第2次的原因である財務構造の悪化に陥っている企業に対して資金を供給することであり、第3次的原因である支払不能の状態に至らないようにするための支援ということになる。つまり、第2次的原因から第3次的原因に至らないようにするための支援ということになる。

次に、債権放棄はどの段階の時点で行われる手段だと考えられるのか、これを検討してみよう。これを考えるには、企業が多額の債務を抱える状態、つまり過剰債務の状態に至る理由と、それを解消するための債権放棄が行われる要件とを検討する必要がある。

そもそも、過剰債務とはどのような状態なのであろうか。高度経済成長期、日本企業は銀行の後ろ盾を得て、成長資金を主に借入によって賄っていた。その末期にあたる1975年には、大企業の自己資本比率は17.0%にまで低下し、借入金への依存は財務体質の悪化であるとして常に問題視されていたと言う<sup>5)</sup>。このような財務体質悪化の原因は、第1に投資機会（ならびに意欲）が豊富で企業の成長スピードが速く、内部資金で投資資金を賄うができなかったこと、第2に外部資金に依存するとしても、間接金融体制のもとでは証券市場の働きにも制約があり、銀行からの借入が有利であったことから企業は成長資金を銀行借入に依存したのだと言う。このことは、高度経済成長期のように経済環境が良好で、かつ将来成長の期待が高ければ、不足

5) 松村〔2001〕45頁

する資金を借入金によって調達することは企業の財務行動として十分考えられることを示唆していると言えよう。また、このような状況においては、借入金依存度の上昇が問題視されたとは言え、成長が見込める状態であるが故に直接的な企業経営の破綻につながるものではなかったということであろう。融資をする銀行も将来の回収見込みと高いリターンが得られる期待があれば、企業に対して融資をしていたということになる。

しかしながら、バブル経済期を経た 1990 年代後半になると、経営状態が安定、ないしは成長を続けてきた企業は内部留保を厚くし、借入金を減少させていった一方で、経営不振に陥った企業は不足がちな運転資金を埋めるために銀行からの借入金を増やしていった<sup>6)</sup>。このような企業はますます資金の流動性を欠くようになった。これに収益力の低下が重なり、金利の支払能力が低下したことで次第に過大な債務を負うようになっていったのだと考えられる。このような収益力の低下、金利の支払能力の低下という状況において、それに見合わない多額の債務を負った状態が過剰債務だと考えられる。ただし、銀行が経営不振企業を支援するのは、支援によって負うであろう損失を、当該企業が存続し、後に再建が図られることによってもたらされる利益によって埋め合わせることができると思込める場合である。さらに、少なくとも金利の支払不能状態に陥らなければ、銀行は金利収入だけでも得ることができるため、支援を行う可能性は高くなる。

では、過剰債務企業とはどのような企業を指すのであろうか。1999 年に制定された産業再生法では、2003 年 4 月の改正時に企業再建を果たした際の有利子負債をキャッシュフローの 10 倍以内に圧縮するとの数値基準を示している<sup>7)</sup>。これを参考にすると、有利子負債がキャッシュフローの何倍あるかが 1 つの基準になると思われる。そこで、本稿でもこれを参考にみていくことにしよう。

表 1（次頁参照）は、1990 年と 1990 年代後半以降の不況 3 業種とされる小売・不動産・建設業の各業種平均と 1999 年以降に債権放棄による支援を受けた企業（マイカルと飛鳥建設は参考）の有利子負債・キャッシュフロー倍率を示したものである<sup>8)</sup>。これを見ると、業種ごとの特性などがあるとはいえ、不況業種とされたこれらの業種全体（117 社）の平均は、1990 年代後半においては概ね 20 倍を超えているが、2000 年には 13.30 倍にまで下がっている。従って、業界全体が過剰債務の状態にあるというわけではないと判断できる。

6) 経営状態が安定的でないしは好調な状態にある企業と経営不振企業の 1990 年代後半における財務状態については、飛田 [2003] を参照のこと。

7) もちろん産業再生法改正時の基本指針でも述べられているが、この倍率はあくまでも目安であって、業種特性や固有の事情を勘案するとしている。

8) サンプルを抽出条件は、1990 年から 2001 年の間に東京証券取引所第 1 部に上場していること、無借金会社は除外、建設業は FAME データベース上で「大手建設」「中小建設」「土木・道路・しゅんせつ」のみを選択、である。

表1 スーパー・不動産・建設業の有利子負債・キャッシュフロー倍率の変化（単体ベース）

決算年	3 業種平均	スーパー（27 社）			不動産（28 社）			
		業種平均	ダイエー	マイカル	業種平均	大京	藤和不動産	
1990	13.38	6.06	18.00	4.88	16.59	21.09	92.99	
1995	70.78	205.91	5820.04	12.35	20.48	72.44	-46.83	
1996	18.37	10.10	14.65	17.48	2.44	61.57	-78.15	
1997	29.15	11.00	23.16	8.76	42.58	118.82	128.84	
1998	26.84	5.13	24.07	8.93	16.16	-6.27	322.89	
1999	20.06	15.48	35.25	14.13	32.90	126.49	14.62	
2000	13.30	11.29	30.35	27.67	7.95	180.70	-48.39	
2001	30.41	-1.02	-4.10	-16.63	70.48	107.54	207.07	
決算年	建設（62 社）							
	業種平均	熊谷組	青木建設	長谷工	佐藤工業	三井建設	住友建設	飛島建設
1990	15.24	16.59	16.73	24.19	54.56	42.81	45.51	67.20
1995	32.33	247.64	126.14	62.30	84.79	106.38	149.02	92.41
1996	29.34	-2.71	142.02	-1.68	102.53	98.60	149.87	43.79
1997	31.29	352.93	131.31	-67.04	110.74	138.70	148.76	21.48
1998	41.52	473.03	-2.52	105.86	124.16	151.98	134.99	80.83
1999	16.31	-2.60	177.52	-9.80	-7.05	-7.67	133.24	95.51
2000	16.65	462.19	137.35	148.20	-20.06	248.73	-9.65	-6.01
2001	26.50	531.53	-3.76	-25.58	35.47	-7.40	201.80	94.56

注）単位：倍，キャッシュフロー＝当期利益＋減価償却実施額，有利子負債＝短期・長期借入金＋社債・転換社債＋コマーシャルペーパー，有利子負債・キャッシュフロー倍率＝有利子負債／キャッシュフロー  
（出所）日経 FAME データより筆者作成

そこで、後に債権放棄を受けることになる企業を見ていくと、いずれの企業もこの倍率が極めて高く、業種平均によりはるかに高い場合が多い。また、マイナスを示すものも多くあるが、これは当期利益が赤字であり、資産売却などを行い、特別損失を計上した結果である。すなわち、債権放棄を後に受けた企業は有利子負債・キャッシュフロー倍率が極めて高く、キャッシュフローに対する有利子負債が過大であると言えることができる。すなわち、このような状態にある企業を過剰債務企業だと認識しても差し支えないであろう。ここでは示していないが、優良企業とされるイトーヨーカ堂では、この倍率は、1990年代は0.2倍台で推移しており、2000年に1.32倍、2001年には2.73倍に上昇するが、業界平均を大きく下回っている。このように見ると、債権放棄は、債務超過に陥っている企業（ここでは「実質的に」債権放棄に陥っているか否かは考慮しない）に対してのみ行われるというわけではなく、表1が示しているようにキャッシュフローに比して過大な債務を抱えている企業に対して行われる。そして、過剰債務状態にあると判断された企業を収益力などで判断したときに、その回復が見込めないと判断されれば、相

応の金利負担に耐え得るような財務構造にするためにも、債権放棄が行われるのだと考えられる。

このような状況下で行われる債権放棄を先のフレームワークに当てはめるとすれば、第 2 次的原因と第 3 次的原因を回避するための手段として用いられると考えることができよう。すなわち、債権放棄という手段も企業の危機的状況を回避するための手段であることに変わりないということである。また、債権放棄によってもたらされるのは、単に債務の削減ばかりではない。これによって金利負担が小さくなるので、当該企業の収益力が将来高まりさえすれば、手元のキャッシュフローが増加することになる。表 1 を見ると、これらの企業の有利子負債・キャッシュフロー倍率は債権放棄を受けた後に下落したのも見られる<sup>9)</sup>。すなわち、債権放棄は短期的な経営状態の安定に寄与する可能性があり、経営不振企業の存続可能性を高めることにつながるのだと考えられる。

ただし、大企業の債権放棄は「ときおり発生する過剰債務企業に対する銀行の債権放棄には「徳政令」という社会的な批判が強まっていた。二〇〇〇年七月に経営破綻した大手百貨店、そごうのケースでは、当初、メインバンクの興銀が債権放棄による私的整理を目指していたものの、「借金棒引き」への強い社会的な反発を受けて、最終的には法的整理へと処理策を変更せざるを得なくなった。こうした債権放棄を巡る社会的な反発の土壌は一九九九年三月に大手銀行などに実施された公的資金の第二次注入によって助長された面もあった。要するに、巨額の税金を銀行に投入して、結局一般企業の借金棒引きに使われるという論法を誘発してしまった」<sup>10)</sup>との指摘と共に、その多くの企業が依然として再建に至っていないことから批判の対象とされてきた。また、1999 年以降に見られた度々の債権放棄では経済合理性や不透明性が追求されることになった。

このような状況を受けて 2001 年 9 月に発表された私的整理ガイドラインは、「1999 年に相次いで行われたゼネコンに対する巨額な債権放棄が不透明であったという批判に応えて、公明正大な私的整理を行うために策定された」<sup>11)</sup>というコメントが示すように、私的整理の不透明性が故に策定されたものだと言われた。再建計画の透明性を確保するために、再建計画の中では

9) 表 1 で示した企業のうち、1999 年に債権放棄を受けた企業で見ると、1998 年から 2000 年の有利子負債・キャッシュフロー倍率の変化は 藤和不動産: 322.89 14.62 - 48.39 青木建設: - 2.52 177.52 137.52, 佐藤工業: 124.16 - 7.05 - 20.06 である。この指標の変化だけから判断すると、赤字決算をしたため負になっているが、藤和不動産、青木建設ではキャッシュフローの増加がもたらされたことは明らかであると思われる。これを企業財務的に捉えたとすれば、債権放棄によって経営不振企業の財務状態が改善の方向に向かったということではできよう。しかしながら、青木建設、佐藤工業は後に法的整理による処理を行うこととなった。こうした事実から、債権放棄の有効性に対する疑問が生まれることになる。

10) 浪川 [2003] 234 - 235 頁

11) 高木 [2003] 266 頁



3 年以内の実質債務超過の解消や経常利益の黒字化という数値目標が定められた。ところが実際には、経常黒字の黒字化はともかく、「3 年以内の債務超過の解消のためには相当多額の債権放棄を受けなければならず、そのような再建計画の策定には銀行の同意がなかなか得にくい」<sup>12)</sup> という指摘があるように、その実効性に問題があったのである。その後、債務超過の解消は 5 年以内を目処とすると改められはしたが、このガイドラインを利用した再建策を策定した企業は多くない。

事実、債権放棄を受けた企業の中には最終的に法的整理に至った企業があるが、たとえ同じような再建策を策定し、その時点では再建可能性があると判断されたとしても、経済環境や業界の動向・環境などによってその成否は変わってしまうことがある。私的整理に対しては、依然として「現状では、経営資源を劣化、散逸させずに再生を図るためには、法的整理に比べ私的整理が果たす役割が依然大きい。私的整理による方が企業価値の毀損が少なく、小口の一般債権者に対する影響がなく、取引先や雇用への影響が少ない」<sup>13)</sup> との見解が見られるように、法的整理よりも私的整理による経営再建を図る方が、経済合理性が大きいのだとする意見も見られる<sup>14)</sup>。

以上のように考えると、資金供給による支援と債権放棄によるそれとは、直接的に資金繰りを補完するものであるか、債務の削減を通じて金利負担が減少することによって資金繰りが回復するのかという違いはあるものの、いずれも経営不振企業の資金繰りを安定化させるのに資するものだと考えられる。そして、これこそが債権放棄を行う経済合理性であると考えられる。

#### 2.4. 債権放棄による経営支援の事例 ～ダイエーとマイカルの比較～

このような合理性を持つと考えられる債権放棄を受けることで、経営不振企業は資金繰りを安定化させるに至るのであろうか。これを検討することは、近年においても経営不振に陥っている企業が当座の危機を回避する上で、メインバンク（広くは取引銀行）との関係がどれほど重要であることを示すことにもなる。それを示す事例として、ここでは 2001 年 9 月に経営破綻したマイカルと 2002 年 2 月にメインバンクの協力を得て再建計画を策定したダイエーを比較することとする。

---

12) 藤原 [2003] 85 頁

13) 石黒 [2003] 116 頁

14) Weiss [1990] によれば、経営破綻にいたる企業をアメリカにおける代表的な倒産法制である連邦倒産法第 11 条（いわゆる Chapter 11）による法的整理で処理するか、債権者や株主間の調整による私的整理によって処理するかを比較した場合、私的整理の方が経済的コストが低いのだと述べている。この場合の経済的コストとは、直接的コスト（direct cost）と間接的コスト（indirect cost）に分けられるとされ、直接的コストは裁判費用などの金銭的な費用を指し、間接的コストは企業価値や競争力の低下など、機会費用のことを指す。実証分析として Gilson, John and Lang [1990] がある。

両社はバブル経済期に積極的な店舗展開，経営の多角化を行ったが，ダイエーはメインバンクからの借入による資金調達，マイカルは社債やコマーシャルペーパーなどの直接金融市場からの資金調達を源泉として，こうした経営戦略を展開していった。これによって，企業規模は大きくなったが，表 2 で示しているように，自己資本比率は年々低下していった。

表 2 ダイエーとマイカル（単体ベース）の主要財務指標の推移

企業名 決算年	ダイエー				マイカル			
	総資産営業 利益率	売上高営業 利益率	自己資本比 率	ICR	総資産営業 利益率	売上高営業 利益率	自己資本比 率	ICR
1990	4.89%	2.30%	23.63%	2.26	4.66%	3.74%	40.56%	7.08
1995	1.59%	0.80%	21.07%	1.28	1.30%	0.96%	32.36%	2.07
1996	3.26%	1.62%	21.79%	2.31	1.72%	1.41%	28.04%	3.37
1997	0.20%	0.10%	20.56%	0.41	1.97%	1.49%	32.08%	3.93
1998	-1.30%	-0.69%	19.15%	-0.44	2.07%	1.48%	36.73%	6.98
1999	0.97%	0.51%	20.14%	1.00	1.65%	1.22%	35.59%	5.49
2000	0.98%	0.52%	20.98%	1.06	0.94%	0.75%	34.29%	1.53
2001	0.85%	0.62%	15.06%	1.10	0.52%	0.73%	15.49%	1.14

注）ICR はインタレストカバレッジレシオの略  
（出所）日経 FAME データより筆者作成

ところが、バブル経済崩壊後になると、本業である小売部門での収益が芳しくなくなっていった。総資産営業利益率（ROA）と売上高営業利益率は共に年々低下し，ついには 1%を切る状態になった。1990 年から 2001 年までの 12 年間の平均では，ダイエーの ROA が 2.39%，売上高営業利益率が 1.19%であった。またマイカルは，ROA が 2.34%，売上高営業利益率が 1.97%であった。小売業は大規模な不動産を多数抱えるために資産規模が大きくなり，その結果として ROA が低くなる傾向にあるが，同業他社であるイトーヨーカ堂の 12 年間の平均 ROA が 8.45%，売上高営業利益率が 4.11%であることを考えると，この 2 社の収益率が極端に低下していたことがわかる。金利の支払能力を示すインタレストカバレッジレシオ（ICR）も次第に低下し，2001 年には両社とも 1.1 倍台にまで落ち込んだ。すなわち，収益力に比して巨大な負債を抱えていたことから，金利支払能力が低下していった。こうした状況を打開するために，両社ともに度重なる再建計画を策定したのである。

例えば，マイカルが 2001 年 2 月に発表した経営再建計画は，赤字店舗 50 店の閉鎖，連結で 1 兆 1600 億円の有利子負債を 2001 年 8 月までに 2500 億円削減すること，関連会社の整理統合，2001 年 5 月までに 40 歳以上の社員を対象とした 1700 人の人員削減が挙げられた。しかしながら，人員の削減は急激なサービスの低下を招き，収益力を弱めることになった。

また、2001年2月に行ったスポーツクラブを運営する子会社、ピープルを673億円、2001年4月にマイカルカードを1000億円で売却したものの、有利子負債の削減は100億円ほどしか進まなかった<sup>15)</sup>。ダイエーも1998年以降、消費者金融子会社（約1300億円）、ハワイのショッピングセンター（972億円）、ローソン株の三菱商事への売却（約1700億円）、リクルート株の一部売却（約1000億円）などの子会社の整理を進めてきた。両社とも保有不動産の証券化などによって有利子負債の削減を図ろうとしたが、十分な削減には至らなかった<sup>16)</sup>。こうした策を施しても、表5.2が示すように収益力の低下と支払能力の低下が進んでいったのである。

両社が異なっていたのは、収益力のある子会社の売却の多少だけではなく、主たる資金調達手段の違いにも見られる。マイカルは、バブル経済崩壊後も主として社債の発行など直接金融市場からの資金調達をした。一方、ダイエーは大手銀行4行（のちに銀行の合併を経て3行）をメインバンクとし、店舗として取得した不動産を担保としながら安定的な資金供給を受けることができるようにしていたのである。マイカルに比してダイエーの方がメインバンクとのつながりが深かったのだとすることができる。これによって、浪川[2003]は「マイカルは社債など直接市場の依存度が高かったため、経営悪化の最終的な局面では市場調達が塞がれるという市場からの退出宣告を回避できなかったのに対して、マイカル以外の企業は銀行借入主体の資金調達であることから、市場からの退出宣告を受けずに銀行の支援によって資金繰り悪化を緩和、改善できたということである」<sup>17)</sup>との指摘と共に、「ダイエーは、UFJ、三井住友、みずほという三メガバンクによる並列メインバンク体制に支えられてきた。日本を代表する巨大銀行たちの間接金融が財務基盤を支えたことで、幾たびかの苦境を脱することができた」<sup>18)</sup>と述べている。

やがてマイカルは、財務状態の悪化と共に格付けが低下し、次第に直接金融市場からの調達が困難になっていった。また、経営破綻直前にはメインバンクからの運転資金の融資を受けることができず、資金繰りが悪化し、2001年9月に民事再生法を申請することになったのである<sup>19)</sup>。ダイエーの場合は、2000年11月にはメインバンク各行が1200億円の優先株による増

---

15) マイカルが法的整理に至るまでの経緯は、松崎[2003]によって整理されている。

16) 2003年7月には保有していたローソン株を売却し、現在ローソン株の保有比率は1.8%にまで低下している。

17) 浪川[2003]19-20頁

18) 浪川[2003]20頁

19) マイカルは2001年2月以降に主要取引銀行7行に対して1200億円のコミットメントラインの設定を要請したがこれを拒否された。同年6月には格付け投資情報センター(R&I)が長期社債の格付けを投資不適格にあたるシングルBにまで引き下げた。こうした状況に陥り、マイカルは次第に資金繰りに窮するようになる。メインバンクであった第一勧業銀行は2001年6月までに1038億円の融資を行っていたが、すでに担保となる物件が無くなっていたため、第一勧業銀行も最終的には融資ができなくなった。

資に応じ、5000 億円のコミットメント・ラインを設けたことから一時的に資金繰りが安定することになった。それでも再建は進まなかったが、2001 年 2 月にはさらに 1700 億円の債権放棄と 2300 億円の債務株式化、優先株の減資 1200 億円の合計 5200 億円にも上る金融支援を受けることができた。さらには、メインバンク 3 行と日本政策投資銀行によって「ダイエー再建ファンド」を作り、増資に応じてもらうなどして、全面的な金融支援を得ることができたのである<sup>20)</sup>。

こうした成果から、ダイエーは単体ベースではあるが、2003 年 2 月期の ICR が 2.86 倍に回復した。ただし、総資産営業利益率は 1.12%、売上高営業利益率が 1.00%と依然として低く、金利の支払負担は小さくなったが、収益力は低いままである。とは言え、こうした支援によって、ダイエーは短期的な資金繰りを安定化させることができ、法的整理による再建に至らずに当座の経営危機は回避することができたのだと考えられる。

### 3. 経営不振企業再建の要諦

資金供給と債権放棄というそれぞれの支援策は、そのアプローチこそ違うものの、経営不振企業の資金繰りを支えるという意味において、その共通点を見出すことができよう。ただ、これは経営再建過程に必要な財務リストラという 1 つのプロセスに過ぎない。また、先に見たように、ダイエー、マイカル両社とも、保有資産の売却などによって、すでに過剰な状態にあった債務を弁済していくためのキャッシュを得ようとしたが、経営不振の状態から脱することはできなかった。最終的に金融支援を仰ぐことを目指したが、資金調達構造の違いが銀行からの支援を得られるか得られなかったかの分岐点になったのだと考えられている。

このように、経営不振企業の再建を図ろうとするプロセスを見ていくと、そのほとんどが当初は資産売却などの自力再建を目指すのが、最終的には資金繰りに窮し、金融支援を仰ぐこととなる場合が多い。そして、これが再建の起点になるのだと考えられる。

そこで、本節ではこのような支援を受けた企業に必要な支援とはどのようなものであるのかを検討することとする。先行研究に依拠しながら経営不振企業の再建プロセスを検討し、私的整理による再建を図っている企業の事例を分析することで、経営再建に必要な要素とそこで銀行が果たし得る役割・機能を考えることとしたい。

#### 3.1. 経営不振企業の再建に必要な要素

イギリスにおける代表的なターンアラウンドに関するテキストを記した Slatter and Rovett

---

20) ダイエーの再建計画には連結ベースでの有利子負債を削減するために、いわゆる福岡 3 事業（球団・ホテル・ドーム）の売却が含まれていた。3 事業のうちホテルとドームを米投資ファンドのコロニー・キャピタルに売却した。これによって、連結ベースの有利子負債が 1000 億円削減された。

[ 1999 ] によれば、ターンアラウンド状態にある企業が再生するには、経営危機の安定化、リーダーシップ、ステークホルダーの支援、戦略的フォーカス、組織改革、コア・プロセスの改善、財務リストラの7つの要素が必要であると述べている。

経営危機の安定化...短期的なキャッシュを確保し、それにより再生プランの立案と財務リストラへの合意のための時間的余裕を確保する。

リーダーシップ...経営不振の原因として、経営者、取締役など経営トップの経営手腕が稚拙であることが多く、そのため役員の交代が必要な場合がある。

ステークホルダーの支援...株主、債権者だけでなく、従業員、取引先など企業を取り巻く利害関係者の支援無しでは再建はおぼつかない。経営再建を図る上で解決せねばならない課題を解決するために、ステークホルダーの支援は必要不可欠である。

戦略的フォーカス...「戦略に関する問題は、企業の「存在意義」に関わるものなので、きわめて重要な課題である。...(中略)...資本コストを上回る収益をあげるサービスや製品を提供できる事業をいかに確立できるかにかかっている」<sup>21)</sup>との指摘に見られるように、企業の方向性を定める必要がある。そのために、事業の再定義や撤退、製品・市場フォーカスの見直しの必要がある。

組織改革...新たな組織の構築、人材、能力開発を再構築する必要がある。

コア・プロセスの改善...事業を行う上での足枷になっている高コスト体質や低品質、市場対応力の低下などを解決する必要がある。

財務リストラ...経営危機に陥っている企業の多くは、債務返済のための資金不足、過剰債務、短期的な資金繰りに苦しんでいる企業が多い。支払能力の回復を図るために収益力とのバランスを考えながら、再建プロセスに必要な資金を確保すること。

これに従えば、メインバンクを中心とした銀行による経営不振企業への支援とは、当座の資金繰りを支えるという意味では と 、役員や人材の派遣では と を、そして再建計画の策定という意味では と を行っていたことになる。また、メインバンクはステークホルダーであり、他の取引銀行との調整を行っていたということから考えると、 も行っていたと言える。従って、経営不振企業への支援とはこうした要素をメインバンクが一元化して行っていたのだと考えられる。とりわけ、短期資金のマネジメントにおいては、「通常の事業では、キャッシュは当たり前のもので扱われるが、いったん危機が訪れると、キャッシュが決定的に重要に

---

21) Slatter and Rovett [ 1999 ] 訳書：94 頁

なる」<sup>22)</sup>と述べているように、経営再建を図る起点としての再建計画の策定と共に、当座の運転資金をどのように確保するのかということを考慮せねばならない。そして、Slatter and Rovett [1999] は、一度危機を回避することができれば、その後で収益力の回復のための手段を労することができるのだとしている。

では、現在、私的整理による再建が進められている企業は、債権放棄による支援を受けた後に、どのような再建計画を策定し、経営状態の安定化を図ろうとしているのであろうか。次節において、事例を取り上げながら検討することにする。

### 3.2. 債権放棄による経営再建の事例 ～兼松～

バブル経済期の積極経営を原因とした経営不振に陥っていた兼松は、1999年5月、「構造改革計画」として、2002年3月期までに債権放棄を含む私的整理による再建を図ろうとした。その際発表された再建計画は、本社人員を1900人から660人に削減、連結対象会社を230社から70社に削減、総資産約9000億円を約4000億円に圧縮、1700億円の債権放棄を金融機関に要請する、の4点であった。同時に事業の見直しを行い、「総花的な事業展開から訣別し、ビジネスの選択と経営資源の集中を図り、筋肉質で、良質商権に特化した新しい商社」<sup>23)</sup>を目指すとした。具体的には、兼松の主力部門であった繊維・燃料部門を分社化し、食糧食品と電子機械部門を本体に残し、再生を図ろうとするものであった。この計画を実行するにあたって、メインバンクの東京三菱銀行を始めとする主要取引銀行3行は1550億円の債権放棄を実行し、兼松はそれと同時に減資を実行した。さらに、社長を東京三菱銀行から迎え入れた。このようにして、メインバンクからの支援を中心とした再建計画が兼松においては策定されたのである。

そして、この計画は不採算部門の整理と徹底的なコスト削減を行った結果、計画よりも1年前倒して達成されたのである。「構造改革計画」を発表する直前の1999年3月期には、単体の当期利益ベースで507億円の赤字であった。ところが、2001年3月期には105億円の黒字に回復したのである。これによって、兼松の経営再建が順調に進んでいると評価されるようになった。

この直後の2001年4月からは新たな経営計画を発表した。そこでは、強固な経営基盤の確立と営業基盤の開花による強い収益成長力の強化と有利子負債額及び金融コスト負担の抜本的削減が謳われた。再び積極的に経営改善策が実行された。その結果、2001年11月に取引金融

---

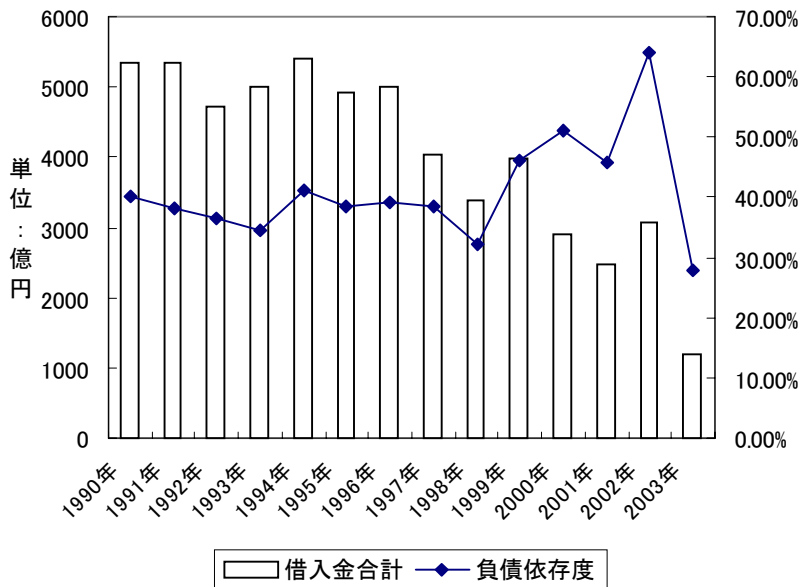
22) Slatter and Rovett [1999] 訳書：147頁

23) 兼松が1999年5月21日に発表した「構造改革計画」

([http://www.kanematsu.co.jp/contents/plan/plan\\_1.html](http://www.kanematsu.co.jp/contents/plan/plan_1.html)) より抜粋。

機関から 4200 億円の新規融資を受けることが可能になり、兼松の資金繰りも安定していくこととなったのである<sup>24)</sup>。

図3 兼松の借入金合計額と負債依存度の推移



（出所）日経 FAME データより筆者作成

図3は兼松の借入金合計（＝短期借入金＋長期借入金）と負債依存度（＝借入金合計／総資産）の推移を表したものである。「構造改革計画」が発表された1999年5月以降、すなわち2000年3月期以降、銀行からの債権放棄を受けて借入金の削減が進んでいる。2002年3月期は融資枠の増大に伴い若干増加しているが、さらなる資産圧縮を進めた結果、借入金合計額は2003年3月期に1200億円まで減少した。

このように見てくると、兼松が債権放棄を起点として経営再建を達成してきた過程には、いくつかのポイントがあったことが明らかであろう。第1に、メインバンクの協力を得て、主要

24) このとき兼松は長年の経営不振に陥っていたことから、取引銀行との間に残高維持条項を結んでいた。残高維持条項とは取引銀行が企業への融資残高を一定額に維持する条項で、経営不振企業にとってはある一定額までの資金を安定的に調達することが可能となるが、金利が健全企業に比べて高く設定されるなど調達コストが高くなる。日本経済新聞によると、兼松はこの条項が無くなったことで支払利息を年間10億円削減できるとし、メインバンクである東京三菱銀行は兼松向け融資の債権分類を要注意先債権から正常債権に変更したとしている。

取引行3行での債権放棄を実行し、経営者を迎えたことである。第2に、経営再建のための諸計画を素早く発表し、抜本的な事業改革として、事業の選別、過剰な資産の削減徹底的に行ったことが挙げられる。第3に、こうしたリストラを短期間に集中的に行ったことである。「構造改革計画」は当初目標より1年前倒しで達成し、2001年4月の中期経営計画における目標も順調に達成された。こうした短期間に集中した再建、さらにはその目標の達成を積み重ねてきたことによって、資金を供給する銀行側が新規融資枠の設定や債権分類の変更を行ったのだと考えられる。すなわち、兼松は取引銀行団からの信用を得ることができたのだと考えられる。

兼松の再建は、1999年から2001年という3年間である一定の成果がもたらされた。開始当初はメインバンクからの協力を得て、主要取引銀行である3行に債権放棄を要請し、同時にメインバンクから役員を受け入れた。ここまでは従来のメインバンクシステムに関する先行研究でも見られた特徴である。その後、経営計画を発表し、そこには不採算事業、競争力の低下した事業からの撤退、人員の削減、子会社の削減によるスリム化を図り、中核となる事業に経営資源を集中したのである。再建のスピードも素早く、当初予定から1年前倒しで計画を達成し、こうした努力が実り、取引金融機関からの融資や債務者区分の変更など、経営再建に対する評価が得られたのである。これは、先に見た企業再建に必要とされる要素を備えたものでもある。

#### 4. おわりに

本稿においては、銀行による債権放棄を含む経営不振企業への支援の現状を概観しながら、その妥当性と企業再建のために必要な要素が何であるのかを考えてきた。

現在でも経営不振企業が再建を図るには、銀行が重要な役割を担っている。経営不振に陥った状態にある企業の大半は、収益力や金利の支払能力が低下し、運転資金に事欠き、こうした状況に見合わない負債を抱えている場合が多い。事実、マイカルのようにメインバンクとの関係が希薄になれば、運転資金の確保もままならなくなり、法的整理をせねばならない場合もある。また、現に法的整理に至る企業が多数見られることは、銀行が経営不振企業に支援を行うことを批判の対象としてみるようになるのも頷ける。

ただし、単に支援を仰いだり、それを期待するだけでは再建はままならない。銀行が十分な審査を行い、その支援が適切かどうかを判断し、金融支援を行いさえすればよいというわけではない。また、財務の再構築だけでは再建を図ることは困難である。何よりも肝要なのは、そうした支援を受けた後に、経営不振企業が素早く再建策を策定し、その実行を迅速に行うことである。つまり、経営再建の成否には経営不振企業自身がどのような行動を取るかにもかかっている。兼松の事例のように、メインバンクの協力を得て債権放棄策を策定した後に、徹底的にリストラを進め、事業の選択と集中を図った結果、銀行からの信用を得て、新たな融資を受けることが可能になった事例も見られる。企業としての規模は小さくなくとも、存続が可能に



なったのである。つまり、再建の起点となるものが資金の供給であるか、債権放棄であるかは大きな問題ではない。企業の再建はいかに短期間に合理的な手段によって行うのかということが重要なのであって、銀行からの資金繰りを支えるような支援を受けた後に、早いスピードで無理ない再建を行うことが重要なのである。銀行は支援策を講じることを通じて、本来経営不振企業自身が被らねばならない経営再建を推進していく上で生まれるリスクを低減し、時には負担することで、経営不振企業を支える役割を果たしているのである。

何よりも重要なのは、支援を得た後に経営不振企業自身が何をするのかということである。銀行がいずれの支援策を用いるにせよ、将来の存続可能性ももちろんであるが、その再建計画を実行するのに十分な経営資源があるかどうか、それを実行できるかどうかを経営再建の成否を分ける。そして、その企業の将来の存続可能性に対して一定の評価が得られたときに初めて、銀行による経営支援が妥当性を持つようになる。銀行による経営支援とは、資金供給や財務リストラなどの銀行から企業に向けた一方的なものでは成り立たず、企業経営側との相互作用があって初めて成立するのである。

#### 参考文献一覧

- Beaver [ 1967 ] “ Financial Ratio as Predictors of Failure, ” *Empirical Research in Accounting*, Vol.4, pp.71-111
- Dewing [ 1953 ] *The financial policy of corporations*, Ronald Pr. Co.
- 藤原総一郎 [ 2003 ] 『企業再生』日本経済新聞社
- Gilson, John and Lang [ 1990 ] “ Troubled debt restructurings ~An empirical study of private reorganization of firms in default, ” *Journal of Financial Economics*, Vol27, pp.315-353
- 石黒憲彦 [ 2003 ] 『産業再生への挑戦 現状・政策・関連法制度』東洋経済新報社
- 松村勝弘 [ 2001 ] 『日本的経営財務とコーポレート・ガバナンス（第2版）』中央経済社
- 松崎隆司 [ 2003 ] 『会社破綻の現場 会社更生か民事再生か』講談社
- 浪川 攻 [ 2003 ] 『金融自壊 歴史は繰り返すのか』東洋経済新報社
- 太田三郎 [ 1996 ] 『企業倒産の研究』同文館
- 白田佳子 [ 1999 ] 『企業倒産予知情報の形成』中央経済社
- 白田佳子 [ 2003 ] 『倒産予知の実務』日本経済新聞社
- Slatter and Rovett [ 1999 ] *Corporate Turnaround ~Managing Companies In Distress~*, Penguin Books ( ターンアラウンド・マネジメント・リミテッド訳 [ 2003 ] 『ターンアラウンド・マネジメント ~企業再生の理論と実務~』ダイヤモンド社 )
- 高木新二郎 [ 2003 ] 「私的整理ガイドラインの運用実績と問題点」( 事業再生研究機構編 [ 2003 ] 『事業再生の担い手と手法』商事法務 第 部 事業再生の手法 )
- 飛田 努 [ 2003 ] 「メインバンクシステムを取り巻く環境の変化と経営不振企業への支援の実際 ~1990年代の銀行融資の実証分析を中心に~」『立命館経営学』第42巻第1号-
- Weiss [ 1990 ] “ Bankruptcy resolution ~Direct costs and violation of priority of claims~, ” *Journal of Financial Economics*, Vol27, pp.285-314
- 兼松株式会社ホームページ ( <http://www.kanematsu.co.jp> )
- 日本経済新聞