

企業再生を成功に導く要因分析

～日本企業 1 社と米国企業 1 社の比較研究～

堀 内 秀 晃¹

高 木 晴 夫²

〈概要〉

本論文³に先行させた論文⁴ [1] において、企業再生を分析するフレームワークの構築を文献研究にて行い、期初の状況 (Status)、戦術 (Tactics)、リーダー (Person) の重要性を浮かび上がらせた。このフレームワークを事例「田崎真珠株式会社」の再生に適用したところ、企業再生の成功要因として上記 3 要素に加え、案件固有の巡り合わせ (Luck) も企業価値の変化 (ΔEV) に影響するという仮説を導いた。改良したフレームワークを STAPLE と名付けた。本論文では、田崎真珠が日本企業の社内人材による再生事例であったという特性に鑑みて、さらに米国の外部人材による再生事例 (A 社) に STAPLE を再び適用し、両案件の共通点、相違点を比較し、企業再生の要点を示唆することを試みている。尚、企業変革のフレームワークとして John P. Kotter の企業変革の 8 段階を題材にし、[3], [4], [5], [6] を参考とし、加えて従業員等の組織行動として [7] を参考にした。

キーワード

STAPLE、企業再生、ターンアラウンド・マネジャー、リーダーシップ

1. はじめに

本論文に先行させた論文 [1] の作成に先立って、企業再生並びに企業変革について考察するべく、後記参考文献を調査した。その中で、先行研究としては、Stuart Slatter / David Lovett による「ターンアラウンド・マネジメント【企業再生の理論と実務】⁵」[2] の第 4 章「再生のためのフレームワーク」があり、これも踏まえて本論文を作成した。

-
- 1 名古屋商科大学大学院 グローバルマネジメントコース 第 13 期。株式会社ゴードン・ブラザーズ・ジャパン シニアマネージングディレクター 執行役員
 - 2 名古屋商科大学ビジネススクール 教授、慶應義塾大学 名誉教授 博士 (経営学)
 - 3 この論文は、堀内秀晃が名古屋商科大学ビジネススクール高木晴夫教授による指導の下で作成した。田崎真珠の事例については同社の関係者に取材を行い、米国 A 社の事例については柳田国際弁護士事務所の柳田一宏弁護士に取材を行なった。何れのケースにおいても、取材で得た情報は所属する法人や機関として提供されたものではない。また、事例の記述において、情報提供の承諾の条件に合わせて匿名化や編集を行なった箇所がある。
 - 4 名古屋商科大学ビジネススクールの MBA 過程卒業研究において作成した論文「田崎真珠株式会社 2008」[1] である。この卒業研究は「特定課題研究」という科目名称であり、研究成果として作成された文書の一つが本論に先行させた論文である。
 - 5 Stuart Slatter and David Lovett, ターンアラウンド・マネジメント・リミテッド訳「ターンアラウンド・マネジメント【企業再生の理論と実務】」(2003) ダイヤモンド社 [2] 企業再生関係の論文、書籍はコンサルタントや弁護士等による実務家による事例をベースにしたものが多く、フレームワークを論じるものは少ないので、上記を先行研究とした。

上記の文献調査を踏まえて、企業再生、企業変革の結果に大きな影響を及ぼす要素として、対象会社が期初にどのような状況に置かれているか（Status）、その状況に対してどのような戦術（Tactics）を用いて対応するのか、そういった戦術をどういったリーダー（Person）が実行するかが重要であると考えた。この考え方をベースに卒業研究では、日本における元銀行員で社内人材による私的整理下での企業再生事例として田崎真珠株式会社（田崎真珠）の再生案件を採り上げてこれらの分析を行なった。田崎真珠の再生案件（田崎真珠の事例）を検討していく過程で、同様の状況で、同じ戦術を同じリーダーが実行しても個別案件の再生の結果が異なるのは、個別案件毎の巡り合わせ（Luck）が異なるからではないかという仮説に至った。概念的に企業再生を企業価値の期初から期末にかけての変化（ $\Delta \underline{EV}$ ）と定義すると、これに影響を及ぼす主たる要素として、対象企業の当初の置かれた状況や窮境に至った原因（「状況」、Status）、再生させるための具体的な戦術や施策（「戦術」、Tactics）、これらを実行するリーダー（「リーダー」、Person）が [3], [4], [5], [6] にあるように、どういった人物かが重要である一方、これらの要素が仮に同一であったとしても、再生の結果が個別案件毎に異なるのは、個別案件における巡り合わせ（「巡り合わせ」、Luck）が影響しているためと考え、これも要素に追加し、以下の STAPLE というフレームワークを考案するに至った。尚、文献ではビジョンの重要性が説かれているが、企業再生における大きなビジョンは資金の流出を防ぎ、法的整理（倒産）や清算を回避するというものであり、実務上はそのビジョン達成のために連続して繰り出される具体的な戦術が成否に影響するので、要素としては「戦術」とした。

2. 本論文で用いるフレームワーク（STAPLE）

上記により、企業再生の成否を決める主たる要素として、期初に当該企業が置かれている状況（Status）、個別具体的な戦術（Tactics）、企業再生を主導、ドライブしていくリーダー（Person）に加えて、事例ごとの巡り合わせ（Luck）という要素によって企業価値の変動が影響を受けると仮定した。

「状況」の深刻度合いやその状況に至った原因が解決可能かどうか、再生の結果に影響を及ぼす。再生戦略の中で重要なことは個別具体的な「戦術」や施策で、連続して繰り出される一連の戦術の内容と実施のタイミングが同じく再生の結果に大きく影響する。同じ状況で同じ戦術を実行したとしても、実行する「リーダー」によって結果は異なる。そして、同様の状況で、同様の戦術を同じリーダーが実施しても案件によって結果が異なるのは、個別案件における「巡り合わせ」が異なることが原因と考えた。

こういった観点で田崎真珠案件を分析する中で、以下の STAPLE というフレームワークを考案するに至った。

S、TA、P、L という要素によって E が決定される。

S (Status): 対象企業が期初に置かれている状況

TA (Tactics): 対象企業のリーダーが実施する再生または成長の戦術

P (Person): リーダー

L (Luck): 巡り合わせ

E ($\Delta \underline{EV}$): 対象企業の企業価値の期初と期末の変化

上記要素の中で、当初の状況のみは所与で固定されているが、他の要素はプロジェクト期間

中に変動する。且つ、各要素間で影響を及ぼしあうことがある。

本稿では、企業価値の下落を食い止める、企業価値を上げることを再生の目的と定義した上で、上記の目的に導く4つの個別の要因と要因の相互の関係について分析する。

尚、本稿では分析の対象外とするが、実務上は、状況は刻々と変化し、その変化を睨みながらリーダーが戦術を実行に移していくし、組織の中でリーダーに付与される権限や発言権が変化する場合もあれば、リーダー自身が対象企業の再生の過程で成長することもある。従って、正確には各要素には時系列があり、各時点の要素の変化によって動的に変化していくことになる。

つまり、ある時点 i とすると、状況 (S_i) を受けて、リーダー (P_i) が戦術 (TA_i) を実行し、その時期の巡り合わせ (L_i) が作用して、当初の企業価値 (EV_i) が次の時点の企業価値 $(EV(i+1))$ に変動し、それが新しい状況 $(S(i+1))$ となる。これが繰り返され、状況が動的に変化していく。「STAPLE」にはホッチキスによって繋ぐという意味があり、一時点の各要素によって生み出された状況が次の状況に繋がっていくという意味が込められている⁶。

上記が卒業研究並びに先行研究調査を通じて得た成果である。田崎真珠の事例は、メインバンクから出向・転籍した元銀行員で、企業再生の経験がなかった社内人材による私的整理下での国内の再生事例であること、間接金融が銀行に偏っている日本における資金調達が課題であったこと、再生企業に対するスポンサー候補が限定的であったこと等から巡り合わせの要素の影響が強いということが判明した。

しかしながら、1案件の分析では事例として限定的である。何故ならば、田崎真珠の事例には上記の通り案件固有の事情が多いからである。一方、米国ではターンアラウンド・マネジメント(TM)会社という企業再生を専門に手掛ける業者が存在し、法的整理下ではDIPファイナンスという倒産先へのファイナンスが活発に行われているので、そういった事例として米国で著名なTM会社であるT社が手掛けた法的整理下での米国の再生事例としてA社を採り上げ、STAPLEを適用してみることで、その汎用性について検証し、企業再生に対する示唆を導き出すことを試みることにする。尚、アメリカの企業再生全般については[14]、アメリカの企業再生の事例としては[8]、TMについては[12]、[15]に詳しい。

両事例とも結果的には再生に成功した事例であるが、この要素については共通する点と相違する点がある。本稿では各要素の結果に及ぼす影響並びに各要素間の関係について考察し、その結果をベースに企業再生の要点を示唆することを試みる。

3. 先行研究

(1) 先行研究の概要

企業再生の成功要因をフレームワークを用いて分析した先行研究としては、Stuart Slatter / David Lovett による「ターンアラウンド・マネジメント【企業再生の理論と実務】」[2]の第4章「再生のためのフレームワーク」がある。同書では再生プラン成功のための必須要素とその対応する実行計画として以下の7つを挙げている。

6 本稿では、再生プロジェクト全体を俯瞰することとし、細かな時系列に分解した分析は行わない。

必須要素

- ① 経営危機の安定化
- ② リーダーシップ
- ③ ステークホルダーの支援
- ④ 戦略的フォーカス
- ⑤ 組織改革
- ⑥ コア・プロセスの改善
- ⑦ 財務リストラ

実行ステップ

- 危機管理
- 再生チームの人選、再生プロジェクト管理
- ステークホルダー管理
- ④, ⑤, ⑥を纏めて
- 再生プランの立案と実行
- 財務リストラ策の立案と交渉

概要は以下の通りである。

- ① 「経営危機の安定化」では、現預金の急速な減少と経営陣によるコントロールの不在に直面しているので、経営支配権を掌握し、現預金の管理を厳格に行い、資産圧縮、すぐのできるコスト削減、短期資金の確保等により、現預金の減少を防ぐ。
- ② 「リーダーシップ」では、CEO または他の経営トップ層の交代を行う。これは、経営危機の原因が経営陣の能力不足に起因することが多く、経営危機の原因となっている経営陣が問題を解決できるとは思えず、経営陣交代がステークホルダーに対して、業績回復への新たな試みが進行中であるという強いメッセージとなるからである。
- ③ 「ステークホルダーの支援」では、対象企業を取り巻く、株主、債権者、従業員、仕入先、顧客、規制当局といったステークホルダーとのコミュニケーションが上手くいっていないことが多いので、これを改善することで信頼の回復を図り、再生をサポートしてもらえるようにする。
- ④ 「戦略的フォーカス」では、対象企業の事業の再定義、特定の部門や子会社の処分（撤退）、買収による成長、製品・市場フォーカスの見直し、比較優位のない事業プロセスのアウトソーシング等が含まれる。
- ⑤ 「組織改革」では、再生プランの実施状況をわかりやすくするための実行と報告に関する責任を明確にした新たな組織構造を作る、やる気のある人材の登用を含めた人材の評価や配置転換、能力開発、再生への動機付けられた報酬制度を含む雇用条件の見直し等が行われる。
- ⑥ 「コアプロセスの改善」では、高コスト体質、低品質、市場対応力の低下が生じていることが多い対象企業のコスト面、品質面、時間面の改善（リードタイムの短縮）が図られる。
- ⑦ 「財務リストラ」では、債務返済のための資金不足、過小資本、過大債務、債務超過、長期債務・短期債務の比率といった問題を資本構成の変更や資金調達等を通じて改善することが行われる。

(2) 先行研究と本論文の関係

先行研究における7つの要素を分析し実行ステップを踏むことで、企業の再生が図られる可能性は高まると思われる。また、各要素は典型的な企業再生の実務面を網羅的にカバーしているように見受けられる。一方で、上記のフレームワークでは各要素の説明や実行に伴う効果について重きを置いており、各要素間の影響という角度からの説明には重きを置いていない。実際の事業再生では、各要素は相互に影響を及ぼしている。例えば、「⑦財務リストラ」を実行する際に債務の株式化（Debt to Equity Swap）を行おうとすると、債権者の同意が必要となる。つまり、債権者という「③ステークホルダーの支援」が必要になる。しかし、7つの要素

の各要素間の影響を具に分析するのは多数の場合の分析が必要になるので、本論文では要素の数を「状況」、「戦術」、「リーダー」、「巡り合わせ」の4つにすることにした。「①経営危機の安定化」は当初の「状況」に、「②リーダーシップ」は「リーダー」に類似する概念である。「戦術」は「④戦略的フォーカス」、「⑤組織改革」、「⑥コアプロセスの改善」、「⑦財務のリストラ」を包含する概念である。但し、「⑤組織改革」、「⑥コアプロセスの改善」については、企業再生の定義によっては、再生段階ではなく次の成長段階の中で完成されることもある。「巡り合わせ」は「③ステークホルダーの支援」を含む広い概念である。つまり、外部の要素はステークホルダーだけでなく、市場環境や規制・法制度等も「巡り合わせ」として企業再生に影響を及ぼすし、社内にも常に再生に必要リソースが存在するわけでもなく、再生チームを支える人材も「巡り合わせ」の賜物であることが多い。同様の状況で同様のリーダーが同様の戦術を採ったとしても、結果が同様にならないことを説明する要素として「巡り合わせ」という広い要素を置くことにした。

4. 田崎真珠の事例

筆者が外資系金融債権者として関与した田崎真珠の再生事例について、以下で社歴と再生の経緯を説明する。尚、田崎真珠株式会社の再生については[11]で一部が紹介されており、日本の企業再生の現場については[10]、[13]に具体的なストーリーとして描かれている。日本の大企業が巨額の不良資産、組織上の問題等から行き詰まったケースとしては日本長期信用銀行の例として[9]が挙げられる。

田崎真珠は1954年に養殖真珠の加工販売業者として創業。1993年には東京証券取引所並びに大阪証券取引所の一部上場銘柄となった。日系の宝飾卸小売業者としては株式会社ミキモトに次ぐ存在であった。1990年代までは田崎真珠の業績は順調に推移し、十分な自己資本を有していた。その後、宝飾品小売市場は縮小し、田崎真珠は密かに滞留在庫や不稼働不動産を抱えるようになっていた。社内の重要なポストは田崎一族が占め、創業者による実質ワンマン体制による経営となっており、社内で創業者に物を言える人材がいない状況であった。

田崎真珠のメインバンクであった三井住友銀行は、同行で田崎真珠を担当した経験を持つ飯田隆也氏（飯田氏）を2003年5月に経営管理室長として同社に送り込んだ。着任後、飯田氏は田崎真珠の滞留在庫が積み上がり、不稼働資産と併せて問題が深刻化していることに気付き、経営陣にこれを処理することを進言するが聞き入れられず、また、メインバンクから同様の事を創業者に示唆してもらったが、これも奏功しなかった。一層危機感を募らせていた飯田氏ではあったが、これまで企業再生の経験はなく、独力でのワンマンカンパニーの経営改革は困難と判断し、若手役職員の岡田氏をチームに入れることに成功した。彼は飯田氏の危機感に同意する一方で、創業者の考えや行動を具に把握できるポジションにいたことで、飯田氏の強力なチームメンバーとなった。田崎真珠の業績が悪化していたことから、2007年半ば以降は融資の継続に応じない金融機関が続出、同社は従来のように借入を行うことが徐々に困難になった。短期融資の弁済に手許現預金を取り崩すことで対応したことから、手元現預金が減少し、資金繰りに窮するようになった。2007年10月には事態を重くみたメインバンクの三井住友銀行が融資を謝絶、経営陣の交代を迫った。資金繰りに懸念を感じた監査法人から2007年10月期決算で「継続企業に関する懸念の注記」（GC注記）が付されようとした時、飯田氏はこれを回避できないと判断し、経営刷新に結びつけるために危機状態の発生を以って社内の危機感を醸成することにした。2008年1月に2007年10月期決算でGC注記が付され、創業者が引退、弟

が社長の座を継承することを発表した。

飯田氏は、田崎真珠の再生には経営陣の交代（田崎家以外の人材の登用）が不可避であり、その為には、PE ファンドによる出資、これに伴う融資のリファイナンスが必要であると思い、まずは、これらを実施の上で、人員削減等のリストラクチャリングは経営者交代後にすることにした。

2008 年 2 月開始のデューデリジェンス（DD）業者選定において、それまでに数社の PE ファンドにコンタクトをしたものの、芳しい回答を得られなかったが、フィナンシャル・アドバイザーや社内の他の経営陣が引き続き複数社に当たることを主張した。銀行時代の同期であったアドバイザーに紹介された MBK パートナーズ（MBKP）のみが成長戦略を持って投資を検討できるとしてきたので、MBKP が雇用したコンサルティング会社による単独 DD を許容し、MBKP による出資に賭けることにした。しかし、DD の結果、MBKP は当初の全株式買取（TOB）から第三者割当増資（有利発行）による出資に提案内容を大きく変更してきた。新たな提案では創業家の有する田崎真珠の株式の資金化ができず、加えて持分比率は希釈化により減少することになり、当初、創業家が渋々、MBKP の提案を検討しようとしていた動機がなくなった。一方で、他のファンドは TOB のみを検討対象としていたが、結局当時の田崎真珠に出資するところではなかった。GC 注記が付され、経営危機を各ステークホルダーに知らせた責任を感じつつ、MBKP の提案を受け入れるしか生き残りの道が無くなったと見た飯田氏は三井住友銀行の後押しを得て、経営陣並びに創業者を説得、MBKP の出資受け入れの同意を得た。

創業者の同意を得た頃から飯田氏の社内の求心力が増し、管理本部を主体にチームが拡大、社内一丸となって危機を脱しようという機運が高まった。

一方、多くの既存取引行は田崎真珠の再生に懐疑的で、MBKP 出資に伴うリファイナンスに応じるかについては不透明な中、三井住友銀行の紹介で銀行勤務時代の後輩である GE キャピタルの筆者に再会、田崎真珠が豊富に有する宝飾品在庫を担保にした Asset Based Lending（ABL）による資金調達を模索することになった。厳しい DD と契約交渉の末、GE キャピタルが総額 50 億円の融資枠を設定、既存行のリファイナンスに目処が立った。

2008 年 7 月には MBKP による第三者割当増資、経営陣交代等がアナウンスされ、その後、弁護士事務所等のサポートを得ながら、株主総会で MBKP への第三者割当増資の同意を取得し、2008 年 10 月に取引が完了した。同時に GE キャピタルの ABL とメインバンクを中心にした不動産担保融資で既存融資を全額リファイナンスし、株主、債権者、経営者の全てを入れ替えることに成功した。

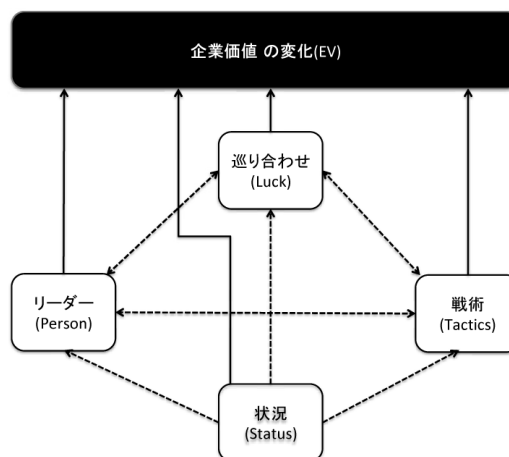
MBKP の出資により取締役会は MBKP が完全に掌握、飯田氏は暫定的に社長に就任。飯田氏は社長就任後、養殖場の閉鎖等に伴う大幅な人員削減と不稼働資産の売却・処分というリストラクチャリングを主導した。その後数ヶ月で、飯田氏は、MBKP が田崎真珠成長のリーダーとして選んだ外部人材に社長をバトンタッチして、CFO としてリストラクチャリング並びに管理面を担当することになった。

5. 田崎真珠の事例における STAPLE を適用した分析

【図表 1】が STAPLE の概念図である。

「状況」、「戦術」、「リーダー」、「巡り合わせ」の 4 要素が直接企業価値の変化に影響を及ぼしつつ、各要素間も相互に影響を及ぼし合っていることが分かる。状況は当初の状況であるの

【図表 1】 STAPLE 方程式概念図



(1) 各要素が企業価値の変化に与える影響

次に【図表 1】の実線に相当する各要素が企業価値の変化に与える影響を分析する。

① 状況 (Status)

本ケースの「状況」では、宝飾市場が縮小してきている中でワンマン経営者による経営の限界、滞留在庫の積み上がりや不稼働資産の存在といった問題が指摘される。手元現預金が減少し、資金繰りが逼迫、そのままでは法的整理の可能性もあった。状況が企業価値の変化に与える影響度としては、何もしなければ資金不足に陥り、法的整理になり、ブランドが大きく毀損するので、影響度は高い。

② 戦術 (Tactics)

本ケースの「戦術」の面は、飯田氏は株主と金融債権者、経営陣を入れ替えることに集中し、人員削減、不稼働資産の処分等のリストラクチャリングやリブランディング等はこれらを完了した後にスポンサーから注入された資金を用いて行うという段階的手法を採用している。

戦術の EV の変化に与える影響度については、出資、リファイナンスに失敗すると資金繰り破綻し法的整理に至る可能性もあり、そうなると影響度は甚大である。

③ リーダー (Person)

田崎真珠の事例におけるリーダーは飯田氏で、社内には彼以外に再生をまとめられる人材はいなかった。社内には他に志と能力、行動力、ストレス耐性で飯田氏に優る人材がいなかったというのが弁護士等からのヒアリングで確認されている。

飯田氏の特徴を挙げると以下の通りとなる。メインバンク出身で、生え抜きではなかったので、創業者が作り上げた企業文化を鵜呑みにするようなことをしなかった。銀行出身で宝飾業界の専門家ではなく、業界ネットワークはなかった。つまり、田崎真珠の再生ではそういったものは必要とされなかった。これは、企業再生では対象企業のビジネスには関係なく、資金繰り破綻を回避しつつ、経営危機に陥った原因を修復することが必要で、ビジネスを細かく理解し、その業界ネットワークを活かして売上高を伸ばすことはスコープの外にあるからである。銀行時代に培った金融、財務の知識を有していて、これらを出資や融資といった資金調達に役立てた。企業再生のリーダーとして、PE ファンドによる出資と経営陣交代、融資による資金調達を終えて暫定社長となってから暫くすると、リストラクチャリングと管理を担当する

CFOになり、成長段階ではブランド企業の要職を歴任した外部人材を新社長として迎え入れることで、バトンタッチを行なっている。企業再生への動機については、飯田氏の場合は、田崎真珠の再生を成し遂げることで、企業を守るという志が一番強かったと思われる。余り金銭的な報酬やマズローの欲求5段階説の承認欲求以下のものはなく、自己実現以上のものであったと推察される。

時間的余裕が無いことにより再生のリーダーは即断即決を求められることが多い。飯田氏は実質1年強でスポンサーによる出資と経営者交代、リファイナンスによる財務の安定化、そして、その後に人員削減並びに不稼働資産の処分やコスト削減を行っている。これらの戦術には細かい施策が伴うが、それら全てについて、意思決定を行わなければならない、即断即決を行なった。また、飯田氏は即断即決を行う際に、直感に依存せざるを得ない場面があったが、これに優れていることが指摘される。事例の中で飯田氏は、アドバイザーや経営陣と意見を異にし、MBKPの単独DDを認めている。理論的にはより広い範囲で提案を受け続けて、最良のところにDDを依頼すべきであるが、直感的に一番確度が高い候補と感じたので、MBKPに単独DDを認め、これが成功に繋がっている。この直感が企業再生の経験の欠如を補っている。

飯田氏は、当初は既存経営陣に反対することになったので、社内の協力を仰ぐことができなかった。これらの状況を打開するには、簡単に諦めず、地道に味方を見つけて、取り込んでいく人間力やコミュニケーション能力が必要とされる。

リーダーの企業価値の変化に与える影響度は非常に大きい。田崎真珠の事例では、飯田氏でなければ、再生は不可能であったかもしれない。

④ 巡り合わせ (Luck)

「巡り合わせ」については、様々なステークホルダーが関与しており、影響が強い。社内的には、当時の経営陣に近い役職員が味方になったことで、創業者の動向や考えについての情報を得られたのは巡り合わせである。また、MBKPが投資案件を探していて、市場価格対比大幅ディスカウントの価格で第三者割当増資を行うという手法でスポンサーになったのも巡り合わせである。何故ならば、当時、他に第三者割当増資を検討したファンドはなく、田崎真珠のスポンサーになるファンドがいなかったからだ。加えて、GEキャピタルがABLの一号案件を調印していたのも既存取引銀行が脱落していった中では非常に大きな助けになった。これらを纏め上げた飯田氏の手腕は評価されるべきであるが、リストラクチャリングや後の成長に必要な時間と資金を稼ぐためのピースが上手く入ったのは巡り合わせと言えるであろう。日本における再生局面では、時間的、資金的制約からその場にある材料でディールを組み立てなければならないことが多く、本来巡り合わせの影響度が高くなる、つまり、 $\partial f(S, TA, P, L) / \partial L$ が大きくなる傾向がある。

(2) 各要素間の影響

次に【図表1】の破線に相当する各要素間の関係を分析する。

① 状況 (Status) と戦術 (Tactics) の関係

状況が戦術に与える影響

資金面と時間面で切迫していることが多いので、戦術は対象企業の業種に左右されない戦術を採っている。つまり、資金の流入の増加と早期化、資金の流出の減少と晩期化を行い、業績の底打ちを図る戦術である。具体的にはPEファンドからの出資と金融機関のリファイナンス

による財務の安定化である。これらの戦術は、業界に関する知識をベースにした売上増加等に繋がる戦術とは異なる。従って、企業再生の経験の無い社内人材であってもやるべき戦術は描ける。

本事例では資金調達と経営陣交代に集中し、リストラチャリングはこれらが完了した後に回すという二段階方式の戦術を採用している。これは、当初、資金面で余裕がなかったので、戦術は資金調達とコスト削減策を同時に展開できなかったことによる。

また、再生並びに今後の成長には経営陣交代が必要であったことから、株主を変更する必要があり、その観点でもスポンサーを見つけることが必要で、PE ファンドからの出資が戦術となった。

② 状況 (Status) とリーダー (Person) の関係

状況がリーダーに与える影響

まず、企業再生を主導するリーダーは、状況が逼迫しており、時間がない中で幾つものタスクをこなす必要があることから、タスクの優先順位付けが重要になり、細かな施策実行については障害も発生し、リーダーは即断即決を求められるので、即断即決できる能力を身につけていく。

次に、当初の社内の非協力的な状況が、リーダーまたはチームのメンバーにコミュニケーション能力を身につける機会を与えるということが言える。本事例では、飯田氏は当初は社内での権限がなかったため、物事を進めるのに時間を要し、リーダーシップを発揮できなかったが、コミュニケーションを通じて社内の人材をチームに引き入れていき、創業者の了解も得て、実質社内を掌握するに至った。

第三に、企業再生の逼迫した状況が、リーダーを精神的に成長させるということが言えよう。当初の状況如何で、すぐに追い込まれるので胆力や、やりぬく気力 (Grit) が必要とされ、これらも養われる。飯田氏の天性のものと銀行勤務時代に備えたもので、素養はあったが、案件を通じて成長した面も大きい。

③ 状況 (Status) と巡り合わせ (Luck) の関係

状況が巡り合わせに与える影響

本事例で飯田氏は、当初単独でプロジェクトを開始しながら、まず、岡田氏をチームに入れることに成功、社内の役職員をチームに引き入れた。そして、管理本部を主体にチームを拡大したが、ここで造反等がなかったのは、人選をしっかりとっていたこともあるが、巡り合わせが良かったとも言える。

次に、資金面で追い詰められていたので、飯田氏はスポンサーや金融機関等の資金の出し手を探さなければならないという状況にあった。スポンサーについてはFAを雇用していたが、結果的には飯田氏のネットワークからMBKPを見出し、出資を依頼、GEキャピタルはメインバンクの紹介で巡り合い、ここにABLを依頼した。つまり、日本の限られた金融事情もあり、飯田氏には多くの提案を検討して、その中から最良と思われるものを選ぶという選択肢はなく、選べる状況にもなかったため、巡り合わせの比重が高くなっている。

④ 戦術とリーダーの関係

イ 戦術がリーダーに与える影響

戦術がリーダーに与える影響は、状況がリーダーに与える影響と類似する。これは、当初の状況に応じて、戦術が繰り出され、その実行を通じてリーダーに影響するからである。

第一に、矢継ぎ早に繰り出される戦術はリーダーの即断即決、即行動という能力を養うのに資する。再生は1〜2年程度の短期間に仕上げるプロジェクトであり、大きな戦術からそれに伴う様々な細かい事柄を即断即決しなければならないので、再生のリーダーは戦術によって、即断即決の能力が磨かれる。本事例では、スポンサーによる出資には既存株主の同意、創業家の同意が必要で、融資は外資系金融機関とメインバンクの足並みが揃わなければならない、幾多の細かな問題が発生し、飯田氏はその都度決断を迫られる状況にあったので、即断即決の能力が更に磨かれることとなった。

第二に、これらの交渉は難航することも多く、胆力とやり切る気力を必要とする。

第三に、リーダーは細かな施策を同時並行で行うことになるので、管理能力が求められる。飯田氏は自ら工程管理を行っていたので、その能力があったものと思われるが、ケースによっては、管理はこれを得意とする別の人材が担当することもある。飯田氏はリーダーとしての管理能力が備わっていたが、戦術を通じてその管理能力が養われることもある。

最後に戦術の実行を通じて、リーダーによる部下の育成能力もオン・ザ・ジョブで養われる。本事例では、創業者の同意を得た後は関与する人数が増えていったが、飯田氏はチーム全員から信頼されており、飯田氏の指示が行き渡りやすくなり、部下の育成能力にも磨きがかかったと思われる。

ロ リーダーが戦術に与える影響

企業再生ではやるべき戦術に類似性が認められると思われるが、本事例でも限られた時間内に様々な戦術を実行している。本事例特有の点としては、飯田氏はアドバイザーや他の経営陣と意見を異にしたがMBKPによる単独DDを許可していることが挙げられる。通常は多数の提案を募集して、その中から独占交渉権を付与するPEファンドを決めることが多いが、ここはリーダーによって戦術が大きく転換された。飯田氏が、MBKPは可能性が高く、即効性が高いと感じ取ったからであろう。リーダーの直感が戦術に影響を与えた例である。

⑤ 戦術と巡り合わせの関係

イ 戦術が巡り合わせに与える影響

本事例では、同業者等の戦略的投資家が興味を示さなかったので、飯田氏はPEファンドという金融投資家を当たるという戦術を採用したことから、銀行時代の同期のアドバイザーからMBKPの紹介を受けるという巡り合わせに発展している。また、融資についてもメインバンクにのみ依存するのではなく、当時珍しかったABLという手法も柔軟に受け入れる戦術を採用したことが、外資系金融機関と巡り合う結果となった。柔軟な戦術が良い巡り合わせを生んだと言える。

ロ 巡り合わせが戦術に与える影響

本事例では、第三者割当増資による実質1/4の価格での有利発行を用いた出資手法は、MBKPの当時置かれていた状況のなせる技であった。つまり、投資案件を積極的に物色して

おり、投資手法に関してはかなり柔軟であったので、そういった投資手法が考案された。因みに、MBKP に対して行なった有利発行の条件は既存株主対比有利に過ぎ、現在では東証で認められない条件であるということからも、タイミング的に巡り合わせの妙があった。

⑥ リーダーと巡り合わせの関係

イ リーダーが巡り合わせに与える影響

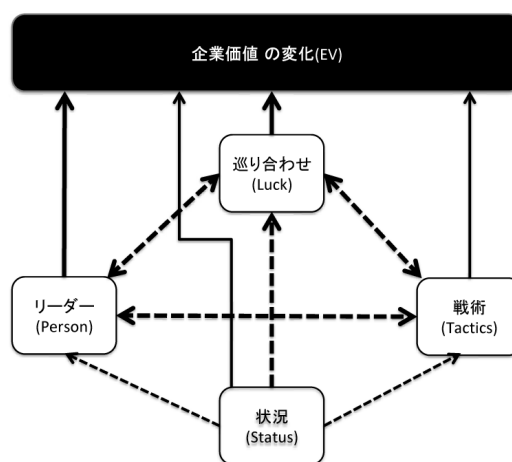
飯田氏の物腰が柔らかく、落ち着いた雰囲気、一方ではっきりした物言いは新規のステークホルダーであった MBKP や外資系金融機関も近づきやすかったと言える。実際、MBKP の当時の担当者が初めて飯田氏に面会した時の印象は、上場企業の執行役員で、若手に対して、ここまで腰が低くて、丁寧な人があるのかというものであったとしている。一方で、結論や自分の進みたい方向、やりたい事は明確に話すタイプであったし、既存株主や既存債権者への説明会でも正面から向き合って質問に答え、説得をする真摯な態度が交渉相手に好感を抱かせたようだ。既存株主にとっては本来受け容れ難いような条件の有利発行であったが、飯田氏の真摯な受け答えがサポートを生んだとの見解が担当弁護士からあった。筆者の場合は以前から飯田氏を知っていたこともあるが、ファイナンスの条件交渉で、揉めた際も正確に自分の主張をするので、議論はしやすかった。その観点から、飯田氏は、良い巡り合わせを持ち込む素養のようなものを兼ね備えていたとも言える。一方で、巡り合わせの影響が強い分だけ、本事例の再現性については結果のボラティリティが高くなると思われる。

ロ 巡り合わせがリーダーに与える影響

本事例で飯田氏は、時間の経過と共に社内外のステークホルダーを味方に付けて、プロジェクト完遂の可能性を高めていった。社内外のステークホルダーとの巡り合わせが自信に繋がったと言える。

田崎真珠の事例を STAPLE を用いて分析した結果を図示すると【図表 2】のようになる。リーダーと巡り合わせの影響が強いことが言える。特に巡り合わせの他の要素に対する影響が強く出ている。

【図表 2】 STAPLE 概念図（田崎真珠の事例）



6. 田崎真珠の事例の特徴と A 社の事例の特徴

田崎真珠の事例に STAPLE を適用して分析することで、様々な事が明確になった。しかしながら、田崎真珠の事例は以下の特徴を有しているので、それと異なる企業再生の事例に STAPLE を適用して分析することで、同フレームワークの汎用性を確認すると同時に、共通点、相違点から企業再生に重要な示唆を得ることを試みることにする。

【図表 3】 田崎真珠の事例と A 社の事例の相違点

項目		田崎真珠の事例	A社の事例
状況	国	日本	米国
	私的整理/法的整理	私的整理	法的整理 (Chapter 11)
	資金繰り	逼迫	DIPファイナンスで資金調達済み
戦術	人員削減等のリストラクチャリング	なし(後回し)	メインの戦術
	資金調達関連	メインの戦術	実施済み
リーダー	社内人材/社外人材	社内人材	社外人材
	企業再生の経験の有無	無し	有り(企業再生をビジネスとしている)
巡り合わせ	社内チーム	巡り合わせの影響大	巡り合わせの影響小
	社外ステークホルダー	巡り合わせの影響大	巡り合わせの影響小

次に米国の A 社の事例の概要を説明する。

7. A 社の事例

米国では一定規模以上の企業が経営危機に陥った場合、融資を行っている銀行団の推薦⁷または事業再生系弁護士の紹介によって、企業再生の専門家であるターンアラウンド・マネジャー(TM)が雇用されるケースが多い。本稿では、筆者の米国在勤時の経験と、柳田国際法律事務所代表パートナーの柳田一宏弁護士⁸がアメリカ最大の TM 会社である T 社の TM チームの一員として関与した食品メーカー A 社の再生事例(A 社の事例)について語ったインタビュー内容に基づいて解説する。[12],

TM とは、対象企業の少なくとも再生業務については全権限を有し、全責任を負い、戦術を実行していく社外の企業再生の専門家である。TM は CEO でない場合であっても CEO には報告をせず、取締役会に直接報告する立場にあるので、再生業務に関しては CEO も口を挟めない。TM の業務は戦略/財務コンサルタントの業務とは異なる。コンサルタントは対象企業のアドバイザーとして、対象企業の調査、戦略や財務の施策の立案、アドバイスをを行い、施策の実行にも立ち会うことがあるが、実行自体は対象企業の責任で行われる。TM は対象会社に滞在して業務執行を行い、その責任を負うので、社内の人材の職を継承する(継承後は社内の人材には離職してもらう)ことになり、自ら再生をハンズ・オンで行う。そして、TM は再生に目処がついた時点で、対象企業を成長軌道に乗せるべく、後継者を探し、バトンタッチを行う。つまり、TM は再生期間のみの暫定的代表執行役である。

アメリカの TM には実質個人企業から数百人の人員を擁する巨大ファーム⁹まで幅広い形態があり、A 社案件では多数の人材を抱える T 社が TM として起用された。T 社では案件を受

7 米国では大型の融資は複数の銀行が金額以外は同一条件で融資するシンジケート・ローンとなることが多い。シンジケート・ローン参加行(銀行団)の幹事行が代表してと借入人との交渉を行う。融資契約の中で、借入人は自己資本比率、借入金と償却前金利前利益(EBITDA)の比率、EBITDA と支払金利の比率等を一定以上、または一定以下に維持することを約しており、これに違反すると融資条件の緩和または免除を銀行団に要請することになる。この際に銀行団から複数の TM 会社候補が借入人に示され、この候補の中から TM 会社が選定される。複数の候補が示されるのは、銀行が特定の 1 社を推薦し、借入人がその TM 会社を雇用して再生できなかった場合、銀行が推薦した TM 会社が原因で再生できなかったとして、銀行がライアビリティを負うことになることを回避するためである。あくまで、どの TM 会社を雇用するかは対象企業の判断とするために、通常 3 社程度を推薦する。

8 T 社に出向、約 1 年間現場で研修。Chapter 11 を申請した食品メーカーの TM チームの一員。

9 AlixPartners LLC (<https://www.alixpartners.com/>)、Alvarez & Marsal, Inc. (<https://www.alvarezandmarsal.com/>)、FTI Consulting, Inc. (<https://www.fticonsulting.com/>) 等が有名。

注する前に自前のモデルに案件の情報（対象企業の財務内容をベースに再生の余地があるか、T社にどの程度のコントロール権が与えられるかといった点も考慮される）を入れて、受注の可否を検討する。これで再生が可能となった案件を受注するわけだが、A社案件でも同様のプロセスが踏まれた。A社案件ではA社がChapter 11（再建型法的整理手続で日本の民事再生手続に相当する）を申請した後にT社が送り込まれたので、Chapter 7（清算型法的整理で日本の破産に相当）を回避しながら、業績を回復させ、裁判所から再生計画の認可を得て、A社をChapter 11から脱却させることが再生業務の目的であった。

A社の事例ではTMチームはヘッドのCEO（T社から派遣。筆者も取引で関わったことがある著名TM）とChief Information Officer（CIO：元大手電機メーカーのシステムエンジニアでT社から派遣）が再生をリードした。A社の事例ではシステムの破綻から情報が本部で取れなくなり、決算数値を開示できなくなり経営破綻に至ったので、システムの修復、改善が大きなテーマであったため、CIOの役割が大きくなった。CFOは元会計士（T社から派遣）、この下に1名会計士をつけて手を動かす役割を担わせた。COOはメーカー出身者（T社から派遣）で米国、カナダに所在する工場の運営・管理を担当、一部の工場の閉鎖を主導した。人事のヘッドはCEOの個人的ネットワークでT社以外から招聘した。CEO、COO、人事のヘッドは女性であった。これらのリーダーの下に柳田弁護士を含めて若手4名が（CEOの指示を伝達するリーダー的役割を担う者、著名コンサルティング会社出身者で会社の無駄な経費の削減担当、人員不足を補うべく数ヶ月単位で交代する人材等）時々の課題に対応するべく有機的に行動した。TMチームは対象企業の当該部門の責任者から引き継ぎを受け、その職権を継承する。通常は引き継ぎを終えた責任者は対象企業を去ることになるので、自らの職を奪いに来たTMに快く業務を継承しない人材もいる。A社の事例でもTMチームは当初、非協力的な従業員に手を焼いたが、若手メンバーが上手く溶け込むことでコミュニケーションを改善させた。

TMが行う具体的な戦術・施策は業種や個別企業の特性に拘らず、共通していることが多い。出金額を抑え、なるべく後倒しにすることで資金繰り破綻を回避しつつ、コスト削減等のリストラクチャリングを行う。A社の事例では既にDIPファイナンス¹⁰が提供されており、運転資金の確保はできていたので、TMチームはまず、コスト削減を行うことになった。具体的には、人員削減、カナダの不採算工場の閉鎖、不要な事務所の閉鎖、リース解約によるリース料削減、その他の細かなコスト削減である。

第一に、人員削減ではなるべく、割増退職金を支払わないで間接部門等の余剰人員を削減した。不採算工場を閉じる場合にも人員削減が伴った。上記の施策の中で人員削減は一度に実施することが重要である。定期的に複数回に分割して実施すると、残された従業員が疑心暗鬼になり、人心が離れてしまうからである。A社の事例でも人員削減は一斉に実施された。こうした戦術・施策は失職する従業員にとっては死活問題となることもあるので、TMには対象者にある程度納得してもらうコミュニケーション能力が求められるし、どのような抵抗にあって

10 連邦倒産法に基づいて法的に倒産した債務者に対する融資。DIPファイナンスは債権並びに担保権の優先順位が最も高く、保全されているので損失を被ることは稀である。米国では在庫や売掛債権といった流動資産を担保にし、担保価値の範囲で融資を行うAsset Based Lending（ABL）があり、これがDIPファイナンスを始め、事業再生融資に用いられる。リストラクチャリングの戦術と併せてTMが実施するのが運転資金の確保を目的とした融資による資金調達であるが、A社の事例では他のChapter 11案件同様、Chapter 11申請に伴い、法的整理の下での運転資金を賄うDIPファイナンスが入っていたので、当面の資金面の懸念はなかった。

も、やるべきことをやり切るという強い精神力、胆力やストレス耐性が求められる。A社の事例では、CEOが連れてきた人事のリーダーも精神的に相当参っていたようだ。

次にA社の事例ではTM自らが、仕入条件の改善交渉に当たった。割高な仕入れを削減したり、倒産前と同様の掛売りを認めてもらったりする交渉である。交渉は相当厳しいものとなり、双方未履行双務契約の解除¹¹を見せながら、CEOが自ら交渉を行った。CEOは企業再生についてはベテランで多数の案件に関与した実績もあったので、交渉は強気で粘り強く、若手が根を上げて妥協しようとするのを強く叱咤した。企業再生では、大小合わせて多数の課題とその解決に必要な交渉があるので、交渉負けしたり、全面的な妥協をしたりすると全て諦めなくてはならないので、そういった事態を回避するべく、一つ一つの交渉で新たなアイデアや条件を考え出して粘り強く交渉することが求められる。

第三に遊休資産を処分することによって、資金を集めることである。A社の事例では、プライベートジェットが売却された。細かなコスト削減策としては、製品のパッケージの変更によるコスト削減を実施した。また、行き詰まった原因であったシステムを改善し、現場にあった数値を本部に吸い上げ、KPIが計測できる態勢を整えた。一方で、A社は食品メーカーであったが、TMチームの中にその業界出身者はおらず、プロジェクトの中で業界知識を必要とすることはなかった。

TMチームがA社に入ってから毎週1回、当初は週に複数回、やるべきことの優先度を確認する会議がチームで開催され、TMが優先順位を指示した。TMは即断即決を求められる代わりに、部下には即行動を求め、アップデートを求めた。この会議でやるべき戦術、施策の進捗管理が行われた。また、交渉が行き詰まったり、進捗が芳しくなかったりした場合もTMは簡単に諦めることは許さず、問題解決のための新たなアイデアを求めた。

リストラクチャリングの戦術が実行され、その効果が出るには一定の時間が必要である。一定時間を経て、業績が安定しだすと、TMは企業価値の算定を行う。どれだけの企業価値があるかによって、再生計画における債権者への弁済額が変わってくるからである。この企業価値算定のためにフィナンシャル・アドバイザー（FA）を雇用する。場合によってはFAがスポンサーを探すこともある。A社の事例でもFAが雇用され、企業価値の算定が行われたが、スポンサー型ではなく、自力再建を行うことになった¹²。

スポンサーを入れず、自力再建で行くと決定した企業については、TMは成長に向けた経営者を探してその職を引き継ぐ。この場合の対象者は業界の知見のある人材か、類似規模の企業の経営経験のある人材を選ぶことが多い。新経営陣の選定は、これをきっちり行うことで、業務が完結するのでTMにとって重要な業務である。アドバイザーのように後任を決めることが義務付けられていないのとは異なる。A社の事例では、Chapter 11の再生計画が裁判所で

11 Executory Contract と呼ばれ、契約当事者双方に未履行の義務が残存している契約。例えば商品を納入するという義務と代金を支払うという義務を指す。こういった契約について、倒産した側は倒産前に納入した商品の代金の内、未払の部分については倒産前の無担保債務として認識し、再生計画に基づいての配当を支払うことになり、通常は額面の10%未満となることが多い。従って相手側は倒産したことで、納入を停止すると、将来のリスクは回避できるが、発生した債権の多くを取り漏れることになるので、ここで交渉が行われる。

12 自力再建の場合は再生計画に基づき、債務の一部を支払い、一部を融資や証券、株式等に転換する。この場合はTMが引き継ぐ後継経営者を探さなければならない。スポンサー型の場合はスポンサーに会社や事業を売却することになり、その代金で債権者に弁済を行い、不足する場合は債権放棄となる。この場合は、後継経営者はスポンサーが探してくることが多い。

認可される前に、後継者選定が行われた。履歴書は多数あったが、食品メーカーの CEO 経験者を条件として、2〜3 名に絞られた後に最終決定された。後継者が決定し、再生計画が認可、Exit ファイナンスが実行され、再生計画が発効した時点で、A 社が Chapter 11 から脱却し、T 社の業務は終了した。

8. A 社の事例における STAPLE を適用した分析

(1) 各要素が企業価値の変化に与える影響

① 状況 (Status)

「状況」については、A 社の事例ではシステム障害が原因で行き詰まり、既に法的整理である Chapter 11 手続きに入っていたが、DIP ファイナンスが実行されていたので、資金面では安定的な状況であった。

また、社内の人材が企業再生を行う場合、必然的に対象企業はその人材が勤務している企業になり、他の選択肢は考えられないが、TM の場合は案件を受注しないという選択肢がある。

A 社の事例では、資金繰りは安定しており、田崎真珠の事例より状況の企業価値の変化に与える影響度は少ないが、再生に失敗すると清算になるので、その場合は影響度が大きくなる。

② 戦術 (Tactics)

「戦術」の面ではコスト削減の戦術がメインの戦術に据えられている。人員削減と工場閉鎖、パッケージ変更によるコスト削減、プライベートジェット売却等が行われている。A 社の事例では、既に DIP ファイナンスにより資金調達が完了していたので、当初から人員削減、不採算工場の閉鎖等大きなリストラクチャリングを行なった。加えて、行き詰まった要因であるシステムの改善に注力している。A 社では法的整理に入っていたので、その制度を利用して双方未履行契約の解約を通じての仕入条件の改善が図られている。これは私的整理ではできない手法である。

戦術の企業価値の変化に与える影響度については、コスト削減等リストラクチャリングの戦術は企業価値に大きな影響を与えるが、その成否のボラティリティは低い。A 社の事例でもコスト削減等のリストラクチャリングの企業価値の変化に対する影響度は大きい、ボラティリティは低い。システムの不備が A 社の破綻要因であったので、その改善策は再生の大きな鍵であり影響度が大きい。

③ リーダー (Person)

「リーダー」について、業界の知識は必要とされていない。A 社の事例における CEO は再生の専門家であったが、対象企業の業界の人ではなかった。しかし、再生は成功した。これは、企業再生では対象企業のビジネスには関係なく、経営危機に陥った原因を修復し、無駄を取り除くことが必要で、ビジネスを細かく理解し、その業界ネットワークを活かして売上高を伸ばすことはスコープの外にあるからである。一方で、財務面の知識は必要であり、TM もこれを持ち合わせていた。アメリカの TM は [15] にあるように、上記の特性が共通している。

次に、時間的余裕が無いことによりリーダーは即断即決を求められることが多い。A 社の事例では、1 年程度の中で、様々なリストラクチャリングを行い、毎週または週に複数回、優先度決定会議が開催され、CEO/TM が施策や問題解決の優先度を決定し、すぐに行動に移すということを繰り返していた。つまり、リーダーは即断即決を求められるので、これを行える

人にならなければならない。

T社のチームがA社に入って暫くは従業員からの協力を得ることが困難であった。これらの状況を打開するには、簡単に諦めず、地道に味方を見つけて、取り込んでいく人間力やコミュニケーション能力が必要とされる。

コスト削減の中で、工場閉鎖や業務縮小等に伴う人員削減が最も心労を伴う。また、リストラチャリングのリーダーは逆恨みを買う懸念もあり、批判されることが多い。A社のTMのようなベテランであっても、社内から批判されるだけではなく、取締役会からも強く批判されることもあったようだ。また、人事部門のリーダーも心労が嵩んでいた。リーダーは職務上のストレスが高いため、ストレス耐性が強いことが必定である。目標達成に対する執着心、粘り強さ、胆力も必要となる。柳田弁護士が、TMとしての資質として挙げたのは、優先度をつけての即断即決、即行動、目標達成に対する執着心、ストレス耐性であった。

最後に、再生のリーダーにとって最も重要な資質は引き際のタイミングを見極め、これを実行する気持ちである。対象企業のビジネスの知見が必要とされる成長局面では企業再生のリーダーと異なる知見が求められる。A社の事例ではTMは次のCEOの選定を行なっている。しかも、食品メーカーのCEO経験者と、広い意味での業界やビジネスの知見のある人材を選定している。再生を担うリーダーと成長を担うリーダーは資質として異なっているため、一人で両方をできる人材は希少である。

TMは再生をビジネスとしており、再生の経験や企業再生で登場するプレイヤーのネットワークが豊富であったので、これを活用できた。企業再生への動機については、TMの場合は一般的に再生の成功による充実感並びに世評の高まり、自らの実績と金銭的報酬といったことがその源になっているように思える。

リーダーの企業価値の変化に与える影響度は非常に大きい。米国には複数のTM会社があり、他社であっても一定の成果は挙げられたかもしれないが、T社のTMの経験と交渉力による影響は他社を凌ぐものがあるのも事実である。

④ 巡り合わせ (Luck)

A社のTMはチーム・メンバーのほぼ全員をT社から連れてきており、不足する人事のリーダーは自らのネットワークから選定している。つまり、飯田氏が経営陣に近い役職員を味方につけたことよりは巡り合わせの程度は低く、よくコントロールされている。また、ファイナンスについても、A社の事例ではDIPファイナンスが実行されていて、当面の資金については懸念がなかった。米国では法的整理であるChapter 11においてDIPファイナンスは一般的で、複数行から提案を取れるビジネス環境にあるので、巡り合わせの程度は低い。この部分についての田崎真珠の事例との違いは、国の違い、ビジネス・金融実務の違いに起因するものと言えよう。

A社の事例のように、企業再生のプロフェッショナルがリーダーとなる場合は、巡り合わせの影響度を軽減する効果があり、ディールに安定性をもたらす。そこにプロフェッショナルの価値があると言っても過言ではない。つまり、企業再生のプロフェッショナルの場合はそうでない場合と比較して、要素LのEに対する影響度が低くなる。巡り合わせのEVの変化に対する影響度が高いと、再生のリスクが高くなり、結果のボラティリティが上昇する。再生局面ではリスクを減らす方が優先されるので、想定内の結果を得るには巡り合わせの結果に対する影響の比重を下げる必要がある。そのために専門家が雇用されるのである。

(2) 各要素間の影響

次に【図表 1】の破線に相当する各要素間の関係を以下に概観する。

① 状況（Status）と戦術（Tactics）の関係

状況が戦術に与える影響

状況が戦術に影響しているという点では、資金が流出している状況であるので、コスト削減、不要資産の売却による資金捻出という再生特有の戦術であるが、対象企業の業種に左右されない戦術を採っている。具体的には人員削減、仕入条件の見直し、不採算工場や不採算店舗の閉鎖、間接部門の縮小といったリストラクチャリングとコーポレートジェットといった不要資産の売却である。業種に制限されることなく、企業再生をビジネスとすることが可能になる所以である。

また、チームメンバーも揃っていたので、比較的同時期に、または矢継ぎ早にリストラクチャリングの戦術を実行することができた。しかも、各戦術の担当責任者はその戦術に慣れた人材が配置されていた。一方で、行き詰まりの原因がシステムの不具合という状況にあったので、特殊な課題解決が必要であり、CIO の戦術が重要な役割を果たすことになった。

② 状況（Status）とリーダー（Person）の関係

状況がリーダーに与える影響

企業再生を主導するリーダーは、状況が逼迫しており、時間がない中で幾つものタスクをこなす必要があることから優先順位付けが重要になり、細かな施策実行については障害も発生し、リーダーは即断即決を求められるので、即断即決できる能力を身につけていく。

次に、当初社内の協力が得られなかったが、若手 TM メンバーがコミュニケーションを通じて状況を改善させている点が挙げられる。つまり、社内の非協力的な状況が、リーダーまたはチームのメンバーにコミュニケーション能力を身につける機会を与える。

第三に、企業再生の逼迫した状況が、リーダーを精神的に成長させるということが言えよう。当初の状況如何で、すぐに追い込まれるので胆力や、やりぬく気力（Grit）が必要とされ、これらも養われる。TM が企業再生に慣れているのは場数を踏むことによる知見、経験の蓄積が大きく、精神的にも成熟しているのである。某有名ターンアラウンド・マネジャーが以前「ターンアラウンド・マネジャーはグレイヘア¹³だ。」と語っていた。TM は専門家であるので、1 件の案件から得られる物は多くないかもしれないが、相応に学びはある。

③ 状況（Status）と巡り合わせ（Luck）の関係

状況が巡り合わせに与える影響

各分野の専門家と優秀な若手からチームが構成されているので、チームメンバーについては巡り合わせの影響は少ないかもしれないが、実際現場に馴染めない人材がいることもあるので、一定の巡り合わせはある。

A 社の事例では、DIP ファイナンスが提供されており、当面の運転資金は調達済みであったので、状況的には、TM チームは資金調達の課題はなく、恵まれていた。米国では、DIP

13 Grey Hair は髪の毛が灰色であること、つまり中高年を意味し、豊富な経験を有する人材を指す。A 社の事例では、TM は 40 代中盤くらいの年齢であり、その他の責任者も全員 TM より年齢は上であった。

ファイナンスは金融機関にとって好採算を維持しつつ、保全が効いたファイナンスとして魅力的な機会と捉えられており、実施する金融機関は複数あり、選択肢が広いので、巡り合わせの影響は少ない。TM チームの特徴はチームを主導するベテラン TM が CEO として中心にいて、再生企業の状況に慣れているため、状況をコントロールできている点にある。行き詰まった原因がシステムの不備にあったので、CIO をチームに入れているし、人員削減が必要であるので、人事のヘッドを CEO の個人的ネットワークから外部招聘しているし、工場閉鎖、効率改善の目的で COO をチームに入れていることから、実施すべき戦術が当初から描かれており、それに沿った人員配置となっていることから計画性が顕著である。従って、巡り合わせの影響が少なくなるようにしているとも言える。

④ 戦術とリーダーの関係

イ 戦術がリーダーに与える影響

戦術がリーダーに与える影響は状況がリーダーに与える影響と類似する。これは、当初の状況に応じて、戦術が繰り出され、その実行を通じてリーダーに影響するからである。

第一に、矢継ぎ早に繰り出される戦術はリーダーの即断即決、即行動という能力を養うのに資する。TM の場合は、企業再生の戦術にも慣れており、起こりうる問題や状況を予想出来るので、即断即決を行える能力を有している。一方で、チームメンバーにとっては、学びが多いと言える。

次に、人員削減や工場閉鎖等のリストラクチャリングはこれによって職を失う等の影響を受ける人がいるので、交渉は難航することも多く、胆力とやり切る気力を必要とする。人事のヘッドは精神的に疲弊していたことから分かるように、苛烈な戦術、交渉を通じてリーダーとしての胆力、気力が養われる。

第三に、リーダーは細かな施策を同時並行で行うことになるので、管理能力が求められ、これが養われる。毎週のミーティングを通じてこうした管理がアップデートされていたので、TM が全体工程を管理していたことになる。細かな工程は若手が担当して、TM に随時報告していた。TM はリーダーとしての管理能力が備えていたが、本来は戦術を通じてその管理能力が養われる。

最後に戦術の実行を通じて、リーダーによる部下の育成能力もオン・ザ・ジョブで養われる。TM は、若手は当然、ヘッドクラスも厳しく育成していた。若手は TM の指導によって、交渉も簡単に諦めるのではなく、創意工夫の上、提案を修正する等して何かしらの成果を得るという姿勢や手法を享受していた。つまり、TM は、オン・ザ・ジョブで企業再生のプロフェッショナルの育成を行っていた。

ロ リーダーが戦術に与える影響

企業再生では、限られた時間内に様々な戦術を実行しなければならない。リーダーが戦術に影響を及ぼした事例としては、仕入先との双方未履行双務契約の交渉を TM 自らが粘り強く実施した点が挙げられる。これによって、A 社にとって有利な条件で原材料を仕入れることができるようになった。この TM でなければ、妥協していた可能性が高い。

⑤ 戦術と巡り合わせの関係

イ 戦術が巡り合わせに与える影響

A 社の事例では戦術が巡り合わせに大きく影響を与えた部分は見当たらない。

ロ 巡り合わせが戦術に与える影響

コスト削減等のリストラクチャリングの戦術については巡り合わせが戦術に影響を与えることは少ない。リストラクチャリングは容易ではないが、例えば TM が実施した仕入契約の条件変更は Chapter 11 の制度として認められている双方未履行双務契約の解除を用いた交渉で一つの定番となっている交渉である。また、再生案件における人員削減や、工場や不要施設・店舗の閉鎖もよくある戦術であり、そこにおける巡り合わせの影響度は少ない。一般的には、巡り合わせが戦術に大きく影響を与えるのは、債権者等の外部の交渉相手が再生に理解がない場合に、戦術を実行する時間的猶予をもらえずに、即効性のある小規模な戦術に限られたり、場合によっては清算に至ったりするというようなケースである。

DIP ファイナンスは米国では相応の規模の Chapter 11 事例では頻繁に用いられるファイナンスであったし、A 社の事例ではスポンサーを用いず、自力再建を再生計画の骨子としていたので、ファイナンス面では巡り合わせが戦術に与えた影響度は低かった。

⑥ リーダーと巡り合わせの関係

イ リーダーが巡り合わせに与える影響

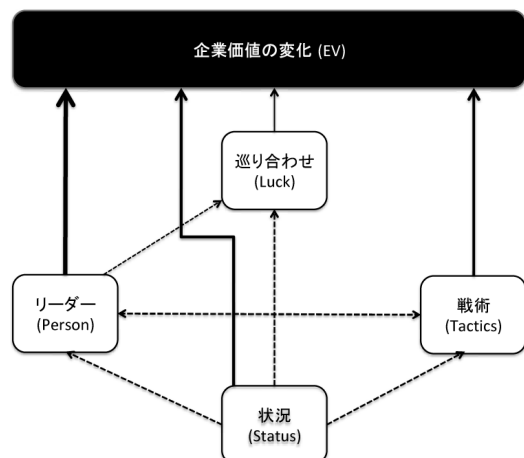
チームメンバーは TM が選抜しているとはいえ、巡り合わせはある。リーダーと合わないプロジェクト内で浮いてしまい、職務遂行に難を来す。一概にリーダーが原因ではないが、TM 以外のメンバーにとっても激務であり、本社が遠隔地にあたり、工場が遠隔地にあたりして、自宅に戻れない期間が長くなる。A 社の事例では体調を崩す人も出た。

ロ 巡り合わせがリーダーに与える影響

TM は同種の事案にある程度、慣れていたので、こちらは当初から実施すべき戦術が頭の中にあり、また、これを実施していくチームも TM ほどの経験、知見、ネットワークは有していないが、ヘッドクラスはその分野のプロフェッショナルで、若手も相応に優秀な人材を擁していたことから、チームとして安定性に富み、巡り合わせの影響度は低い、そういったボラティリティを低くする運営がなされていた。

A 社の事例を STAPLE を用いて分析した結果を図示すると【図表 4】のようになる。リーダーの影響が強いが、巡り合わせの影響は弱いと言える。

【図表 4】 STAPLE 方程式概念図（A 社の事例）



9. 分析結果を踏まえての考察

田崎真珠の事例に STAPLE を適用した結果を踏まえ、別の特徴を多く有する A 社の事例に STAPLE を適用し分析を行った。両事例ともに、先行研究の 7 つの要素（またはその一部）を用いて分析することも可能であるが、STAPLE も一定の分析ツールとして使用可能であることが確認された。分析の結果を踏まえて、企業再生の重要点を以下に示す。

- (1) 社内人材は自社の再生に従事するので、案件を選択することができず、リソース等に限界があるので巡り合わせの影響が大きい。再生を業とする TM は事前に案件を検討して案件を選択できるので、巡り合わせの影響は少ない。
- (2) 再生に必要な戦術はその目的が対象企業に時間と資金を与え、コスト削減等が主となるので、共通していることが多い。従って、対象企業の業界知識や業界内のネットワーク等は必要とされない。企業再生の経験がなくともリーダーとなることは可能であるし、業種に関係なく、企業再生をビジネスとすることも可能である。
- (3) 再生のリーダーには対象企業のビジネスに関する知見やネットワーク等は必要でないが、難局に際しても諦めない執着心、胆力、様々なプレッシャーに耐えるストレス耐性、交渉に必要なコミュニケーション能力等が求められる。また、即断即決、即実行という決断力、行動力も必要である。
- (4) 企業再生は 1 年程度の比較的短期間で一気に実施され、一定の成果を挙げると身を引き、次に業界知見のある経営者にバトタッチすることが重要である。
- (5) 巡り合わせは企業再生の経験がない場合はその影響度が高くなるが、TM のようなプロフェッショナルの場合は専門家をチームに入れる等して、この影響度を少なくするようにしている。飯田氏が行った巡り合わせの影響度が高いディールは予想を超える成果を挙げることもあるが、再現性は高くないと思われる一方で、TM が行った巡り合わせの影響度が低いディールは成果が一定の範囲内に収まる傾向にあるが、再現性は高いと思われる。上記を踏まえると、企業再生は社内に適切な人材がいなかった場合は外部の専門家にアウトソースすることが必要である。

参考文献

- [1] 堀内秀晃 (2019)『田崎真珠株式会社 2008』名古屋商科大学ビジネススクール 特定課題研究
- [2] Stuart Slatyer and David Lovett, ターンアラウンド・マネジメント・リミテッド (ジャパン) 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
- [3] John P. Kotter, 梅津祐良訳 (2012)『企業変革力』日経 BP
- [4] John P. Kotter, 村井章子訳 (2015)『実行する組織—大組織がベンチャーのスピードで動く』ダイヤモンド社
- [5] John P. Kotter (2014)『企業変革の落とし穴』DAIMOND ハーバード・ビジネス・レビュー 2010 年 2 月号 ダイヤモンド社
- [6] John P. Kotter and Holger Rathgeber, 藤原和博訳 (2007)『カモメになったペンギン』ダイヤモンド社
- [7] Stephen P. Robbins, 高木晴夫訳 (2009)『組織行動のマネジメント』ダイヤモンド社
- [8] Jay W. Lorsch and Emily McTague (2016)『Culture Is Not the Culprit』Harvard Business Review, April 2016
- [9] 鈴木恒男 (2009)『巨大銀行の消滅 長銀「最後の頭取」10 年目の証言』東洋経済新報社

- [10] 西浦裕二編著 アリックスパートナーズ・アジア・エルエルシー監修（2009）『企業再生プロフェッショナル』日本経済新聞出版社
- [11] 神谷秀樹（2008）『さらば、強欲資本主義』亜紀書房, pp 92-102.
- [12] 堀内秀晃（2012）『ステークホルダー～小説 事業再生への途』金融財政事情研究会
- [13] 堀内秀晃（2013）『ステークホルダーⅡ～小説 金融円滑化法出口戦略への途』金融財政事情研究会
- [14] 堀内秀晃他（2011）『アメリカ事業再生の実務』金融財政事情研究会
- [15] 堀内秀晃（2017年5月25日）『私見卓見 迅速な企業再建にCRO登用を』日本経済新聞