

# 会社更生の経営分析 (3): 完結

—— 日本的経営に留意しつつ ——

伊 達 陽

1. 本稿の主題・目的および方針
  - (1) 会社更生の主題について
  - (2) 本稿の目的・素材と方針
2. 更生の経過と体制（一般的手続と事例会社のばあい）
  - 2.1 事例会社の更生における性格
  - 2.2 更生の経過と体制づくり
    - (1) 更生の開始申立から決定まで
    - (2) 開始決定直後にとるべき措置
    - (3) 更生計画の認可決定まで
  - 2.3 更生計画，その作成・認可決定と以後
    - (1) 更生計画の作成と決定
    - (2) 更生計画の認可決定以後 以上(1)
3. 会社更生の実態分析
  - 3.1 更生制度運用の実態
    - (1) 制度の理解と運用について（倒産処理の制度～法制のなかでの会社更生）
    - (2) 更生の「社会的必要」について
    - (3) 管財人について
  - 3.2 倒産原因の経営分析
    - (1) 倒産原因の調査について
    - (2) 倒産原因の分析事例
  - 3.3 更生計画と財務
    - (1) 「会社更生計画の分析」の要旨 以上(2)
    - (2) 更生計画の財務  
評価方式（担保評価と財産評定）・更生計画の具体問

題（財務構成の理解をめぐって）・その他

#### 4. 更生計画の経営分析

##### 4.1 事例による更生計画の分析

- (1) 更生計画成立以前（過少資本化と経営改善）  
業績改善の実態分析・更生計画への課題
- (2) 財産評定の分析（更生計画と財務構成）  
更生開始申立と財政構造・財産評定と財政構造・財産評定とキャピタリゼーション
- (3) 計画遂行の経営分析  
計画認可以後の経営分析・更生債務の弁済財源

##### 4.2 更生計画の財務分析（米国の事例によせて）

- (1) 事例の概要
- (2) 若干の考察（キャピタリゼーションの諸相）  
キャピタリゼーションの2側面・収益予測と財産評定・更生計画と財務構成（投資分析と信用分析）
- (3) 「過渡期」にのぞむ更生（'60年代の財務論から）  
相対観と複合基準・SECの役割と思考
- (4) 若干の省察（結びにかえて） 以上本号(3), 完結

## (2) 更生計画の財務

前項(1)が力点をおく旧株主権むしろ経営者温存は既述のとおりかなり改まり、また振替弁済にさいする証券多様化には広く企業金融形態が先行する。<sup>122)</sup> 他の問題点に関しては理論の側面で米国への追及が進み実務にも追隨の努力がみられるものの、わが国の現実への適合困難から理論とのギャップも見出されざるをえなかった。

さきに2. 3(1)において財産評定における評価基準に継続企業価値が採用されたものの実態においては広義に用いられ、簿価・再調達原価・公正市価（株式市場基準・入札価格など）にわたり、また収益還元方式にも全体評価

122) 大株主と銀行の関係を云々された大会社のばあいにも100%減資の事例がふえた。この点は小口株主関係株式事務の煩雑さにも関連する。文献⑰, 115~116頁。同⑱, 381頁。なお早川氏は一律減資やむなしとしつつ小口株主に同情をしめしている。同⑰, 103~104・109~110頁。この点に関してはのちにふれる。

と個別積上げ方式に見解が分岐し、混合法が有力との観察を紹介した。(図3) 例示の手順は必ずしも容れられていないわけである。<sup>123)</sup> かくなる原因の分析としても前項および最近の資料に基づく2, 3(1)ならびに3. 3(1)ならびに3. 1(1)において、計算手法——評価方法と収益予想の未成熟・未確立とともに、銀行金融優位からくる資本構成～担保権の錯綜と評価の区々不明確な状況下での個別評価除斥困難～ひいては更生債務確定すなわち返済能力(金額と期間)を測る収益予想の先行ときに独走、そして専門的審査機関の欠如、が引続き論じられていることを紹介した。いずれも米国のばあいとくに理論をいわば先進的標準とみたてての比較論であり、和解的な国民性論におよぶものである。<sup>124)</sup>

以上の省察は分析的な面あるいは点としては大要を尽くしていると思われる。だがここでは諸関係者の想念をより具体的にみることでなぜかくなるかを掘りひろげてみたい。評価方式・計画作成の具体問題・その他、に分類して考察を進めよう。

#### 1) 評価方式(担保評価と財産評定)

焦点を収益還元方式が、わが国でも旧知であり会社更生においても標準的と論じられているのに、なぜ主用されないかに関する条件の実態観察におこよう。

2. 2(2)でふれたとおり更生担保権の認定範囲は担保物件の評価額できる。現実には複数・異順位の担保権が錯綜しやすいが、後順位の更生担保権額はこの評価額から先順位のそれを差引いて計算され、不足分は一般更生債権となる。ただしこの範囲内におさまるならば、更生手続開始後1年間(または

123) (図3) 引用者設定のケースはいわば「きれいな」部類に属し、更生制度にふさわしいと考えられるが、一般には債務超過の度合いがいちじるしい例が多いことにも起因しよう。

124) この種の国民性論には反対見解もある。つぎを参照。文献②, VI, 佐々木吉男・喜多川篤典, 調停制度の状況。佐々木氏は「紛争を罪悪視してその解消自体を強調する傾向」をわが国の諸調停制度およびその運用に見出し、裁判所回避の理由を分析しつつ、調停の実績をもって国民性に対する適合性を想定すべきでない、とする。

更生計画認可決定時の早いほうの期間)分の利息(担保付社債の利息を除く)  
・損害金も原則として更生担保権たりうる(法123条1・2項, 124条2項)。  
ところがこの評価額が区々不明確, つまり届出担保権者によって異なり管財人の調査報告分とも異なるのが通例で, どこからも異議が出されず適法に確定しているというのである。<sup>125)</sup> さらにその因まで掘りさげて山内氏は, 理論的な客観性ある評価基準の欠如とともに, 担保評価を問題にせずとも, いな問題にしないほうが「話がつく」との姿勢を, 更生担保権者間に順位のいかんにかかわらず見出し, 一般更生債権者もまた不利をこうむるばあいにも, 法と手続に関する知識不足もあって異議申立〜確定訴訟におよばない, と分析している。和解的国民性論の一根拠でもあり, 担保物評価は和解の手段と化しているとの結論である。<sup>126)</sup>

他方, 銀行が担保価値以上に貸しているとの指摘も診しくない。<sup>127)</sup> 近来は列島改造ブーム〜昭47・48年までの銀行貸出競争の後遺症から, 倒産にさいして更生担保権のウェイトが増しただけでなく, 一般更生債権にはみださざるをえなくなっているとの観察もある。<sup>128)</sup> 後順位担保権者による貸付は事実上の赤字融資ともいわれる。<sup>129)</sup> おそらくかような状況は高成長期をつうじてであり, 前記の時期はその高揚期にあたる。<sup>130)</sup> 銀行間に都銀を頂上とする重層と系列を生じ(その紐帯のタイトネスおよび変動は別として), そのもとで貸出競争が行なわれてきたことも多くとりあげられているところである。そこで後順位者は平生からステータスにおいてより弱者群になりやすく, ひいては倒産時にはそれらばかりが債権者として残留する事態もまれではない。<sup>131)</sup>

125) 文献⑱, 30~31頁。

126) 同前, 31~34頁。

127) 文献⑰, 67~68頁。

128) 文献⑳, 292頁。

129) 文献⑰, 91~92頁。

130) この状況がその後まったく改まるとまではいえないが段階は変わったとみられる。

131) 銀行と貸出先企業の間規模におうじる分業ならびにこれに関わる現状についてはいまは別の視点とする。

かような実態から、銀行を中心として更生担保権者から管財人への返済圧力が陰陽においてつよまるのは必至であり、既述のように管財人が債務者の立場に追いこまれ、返済額＝水増し予想利益にはじまる更生計画が導かれやすいことは想定に難くない。

早川氏らは銀行からの劣後債権（更生開始決定から1年以後の利息・損害金）弁済要請にも関説している。法規定からは容れえないところであるし、引用者によっても一般更生債権免除にてらして不相当とみなされている。<sup>132)</sup> だが法過程からは、旧法下の通説・判例で一般的に開始後の利息を劣後的更生債権視する思考のもとでも、更生担保権のそれは元本なみに更生担保権（もちろん担保される範囲内で）とみなされていた。もっとも反対説もあり実務運用では裁判所によりまた時期により取扱いは必ずしも一定しなかったとされる。それが改正により社債を除き開始後1年以内にかぎられたのである。<sup>133)</sup> この点に関して社債については米法に同調、その他については実務の通例よりも後退とする論評がしめされ、米法における利息の取扱いさらに私債権と税金の利息取扱いの比較、ひいては株主権温存のケースでさえ劣後債権は全額免除される——日本的更生手続、の批判におよぶ。<sup>134)</sup>

また陰陽の差こそあれ、更生計画が更生担保権者の支持なしに成りたないことは米日とも変わるはずはない。<sup>135)</sup> しかしわが国のばあいは更生担保権者が社債権者よりも銀行からなる差違がある。それだけに更生法に最も精

132) 文献⑦, 63～64頁。

133) 社債利息さらに抵当権および根抵当にわたりつぎを参照。文献③, 中巻, 516～521頁。旧法に関してつぎも参照。文献⑨, 121頁。なおこの問題と更生担保権者としての議決権は別（算入されない）である（法124条3項）。

134) 文献⑥, 265～270頁・351～355頁。そこでは更生法における利息取扱いの一本化——米法における計画発効時までの元本と利息の同列処理、の志向が含意されているとみられる。なお、同氏により米法でもエクイティ・レシーヴァシップ下では開始後利息は破産なみに打ちきられていたところ、チャンドラー法施行以後（大半は'38年以降）に上記が慣行化された。同前, 268頁。私見としてはそこに再び1(1)冒頭の考察を見出すのである。

135) 同前, 134～135頁。

通している銀行に管財人が押される事態の指摘とか、ひいては債権保全観点だけからの銀行行動の批判も生じる。もっとも銀行の立場からは経営に介入しうる限界からの弁疏がなされようし、再建にさいして銀行が直接参加する例も多くはない。しかし所有者資本よりも債権者とくに銀行資本が多くを占めリスク・キャピタル機能を分担しており、間接ながら隠然たる発言権が云為される（系列大企業にも相似であり経営指導力もあるが「ひとのものに手を出さない」意識もある）。まして倒産時には所有者資本が消失するので、この曖昧さをともなう常態が顕在化する。わが国タイプの「所有と経営の分離」の実質究明がいくつかの視角から問われる事態である。<sup>136)</sup>

視点を担保評価に戻そう。「区々不明確」にそくしてである。評価基準は更生手続開始時の継続企業価値と規定されている（法124条の2）。同時期において管財人に求められる財産評定の基準（法177条2項）と符合せしめられているわけである。<sup>137)</sup> これに基づき概ねの債権者は債権全額が更生担保権となるよう担保物を評価して届け出る結果、「水増評価」「過大届出」を生じる。<sup>138)</sup> また予定不足額を更生債権として予備的に届け出ることも認められるので、重複届出の事例も多いとされている。<sup>139)</sup> 要するに結論は事後において債権調査期に、管財人・債権者・株主による調整に委ねられるわけで管財人の財産評定をめぐる活動に依存することになる。

管財人は担保権者を納得させるために、ほとんどのばあい第三者の鑑定をとくに不動産に関しては委嘱しており、その結果を一律にうのみにする管財人が多いようにいわれている。もっとも早川氏は同業者との比較など特殊事

136) 文献⑰, 65～66頁。法曹の研究・実務の確立に対して更生担保権者により債権保全優先思考下で更生手続展開のイニシアティブがとられた、との見方もある。文献⑭, 4頁。労働問題との関係についてはつぎを参照。文献⑱, 402～403頁。

137) 旧法ではいずれもとくに規定されず、時価（判例あり）・継続企業価値さらには簿価・再調達価格・固定資産税の評価額を参照した妥当な額、など見解が分かれ、実務のありようには必ずしも明確でなかったとされている。文献③, 中巻, 550～551頁。

138) 文献⑮, 143頁, 松島英機執筆。

139) 文献⑭, 142～143頁。

情に配慮しつつ鑑定書を少なくとも3とおりは徴するなど、管財人たる主体性を重視する。<sup>140)</sup>

鑑定人には現状では多く不動産鑑定士が擬されている。資源の認識および評価要請の史的過程からもまた評価論の発展過程からも、不動産評価が先行的であったし、わが国における不動産評価は土地を中心に稀少性と利用形態の複雑化に促されて急速な発展をみた。そのさい勧奨される評価方式には収益還元法も含まれているが、再調達原価法・取引事例比較法も併用される。<sup>141)</sup>しかし専門としての歴史も浅く本来の業務対象が不動産から出ており、更生における評価には会計および経営に関する知識と経験が望まれるだけにその研鑽をしめす労作もみられはじめている(たとえば文献②)ものの、継続企業価値の評定には管財人の主体的能力が求められるのである。<sup>142)</sup>

とはいえ問題の焦点は結局は評価方式に帰る。そのさい銀行による近来の担保不動産評価が多く時価の6掛以内をとってきたことはかなり周知されている。<sup>143)</sup>いわゆる「切下法」であり清算価値に基づく。そして引用書の著者は、収益還元法の適用についてそれが収益目的利用にさいしては有効として理論的価値を高く評価しつつ、戦前の不動産市場安定期には支配的であったが、戦後には純収益と還元率の決定が容易でなくなったために利用度を減じたと指摘し、前記3方式の併用を主張する。<sup>144)</sup>いずれにせよ債権届出にさいする担保物評価方法と同質的ではない。だが他方で問題の財産評定におい

140) 文献⑦, 80~82頁。

141) 昭44年9月, 住宅地審議会, 「不動産鑑定評価基準の設定に関する答申」, では賃貸借関係を除きつぎの評価方式がしめされる。原価(再調達原価)法——直接法と間接法, 比較(取引事例比較)法, 収益方式——収益還元法。なおこの種の提案は, 昭39年3月宅地制度審議会, 「不動産の鑑定評価基準の設定に関する答申」, に出発している。

142) 文献④, 290~291頁。同⑦, 83頁。不動産鑑定士として不動産研究所・大手銀行や信託会社の所属者が例示されるが, ケースによる選択(ベテラン宅造業者など)も勧められる。文献⑧, 310頁。

143) たとえば文献⑩, 178~179頁。なお時価については前掲「答申」において, 合理的市場を仮定しそこで形成される正常な市場価値, を不動産鑑定作業の標的としているのを参照できよう。

144) 同前, 91・61頁。

でもすでにふれたように混合法優位の観察がある。その理由として開始段階における諸障害——破綻的状况ひいては粉飾決算の可能性～実績から予想収益をうる困難～更生計画未成による予想収益・資本還元率の算定難があげられ、多くの管財人の経験によるという。<sup>145)</sup> この叙説はこの点のネックを評価時点（開始時）におくごとく、解決策として計画作成手前まで評価決定を遅らせる方法、および事後の評価修正、を提起する。<sup>146)</sup>

しかし評価時点の一般的適否はともかく、2. 3 および筆者提示の事例からみてもこのネックはおもに上記第1の方法で実務上は解決がはかられている。解決方法は再び評価方式自体に投げ返えされる。より雑多な実態、ひいては収益還元方式はほとんど使われず個別評価積上げ方式優位、の指摘あるいは「混合法」の具体的提案もある。<sup>147)</sup> そして以上の事態は、わが国における企業金融方式とそのビヘビア～弁済本位の要請、また不動産をめぐる現実問題とこれにおうじる評価手法の先導性を反映しており、双方の交錯も見出すことができよう。これらを念頭に財務の観点をいっそう導入しつつ、つぎの問題点に移ろう。

## 2) 更生計画の具体問題（財務構成の理解をめぐって）

繰越欠損金の処理方法・運転資金および設備投資などがここでのおもな課題となろう。しかしそのほかに予想収益の計算などに関連して前記からの持ち越しを含む財産評定の技術的な具体問題がある。叙説の連続性からもこれからとりあげよう。

ある経験者は継続企業価値に関して、企業継続なる前提自体が財産評価額

145) 文献③, 下巻, 110頁。

146) 同前, 111～112頁。

147) たとえば実例として、簿価そのまま・処分価値・不動産鑑定価格、さては処分価値よりも低い収益還元価値までであるという。この著者は自見としてつぎを提案している。収益還元標準率を7～8%でいどに設定～上限＝復成・再調達・収益還元各価額の高位額・下限＝処分もしくは清算価格。文献②, 288頁・301～302頁。また文献⑨, 54～55頁。



により左右される「自己撞着」と観じている。<sup>148)</sup> だが前記の実態からは債務弁済額が財産評価額を左右しやすい矛盾がまず念頭にくる。担保物評価に関わる是非はともかく、2. 3 (表1) 例示に近いかたちで通常のケースにおける権利変更が定式化の傾向にある。更生担保権の元本は保全され、その支払期間が多く10年間(以内との含みで)に傾くとなれば更生計画期間もこれと軌を同じくしよう。<sup>149)</sup> また米国でも担保権者の同意がなければその権利を消滅する更生は不可能とされているが、キャピタリゼーションにおける銀行借入金・社債・株主資本の構成および期間の差異、またこれに関連して振替弁済の可能性における差異、を考慮する必要があるだろう。ともあれ、かような要因がより単調ともいふべきわが国の実態では更生担保権者は専ら弁済を求め、力の関係も混えた互譲によってあるフォーマットがいつそう形成されやすいであろう。もちろんそれは確たる定式ではなく、個々のケースと管財人の能力やスポンサーの有無と支持いかんにより異なる結果をまねきうる。しかし全体として変数の少なさは否みえず、またインフォーマルな基盤からの画一化志向をも見出しうると考えるのである。

さてかようであれば、債務弁済額の比較的狭い幅がある年数の予想利益合計の水準を枠づけ、年別の弁済額だけが操作の余地として残る。そして財産評価は弁済額と一致することとなり、資本還元率は影を没しやすであろう。本稿事例のばあいもいわば弁済のための10ヶ年利益計画だけがしめされている。

しかし企業における利益計画手法の通例からは10年にわたる具体的な長期利益計画は考えられない。更生のそれにおいても手続自体が「腰だめの要素」

148) 文献⑰, 207頁, 米 信義執筆。なお同氏は結論をむしろ企業を継続せしめうる価値とする。

149) もっとも早川氏は銀行などの担保権を削るばあいがしばしばあるという。文献⑰, 91頁。

150) 文献⑥, 91頁。三ヶ月氏は判例から担保権者に対して、猶予期間が長すぎないこと、元本債権の減額を強制しないこと、発生利息を減額しないこと、などの保護なしには更生計画は不公正となる、と解している。

をもつとされ、法も経済環境変化による計画の修正を認めている。<sup>151)</sup>そこで(1)で注目した予想利益は4～5年で足るとの見解を想起したい。

収益還元法適用の事例もある。大河内氏は売上予測・費用予測にふれたのち、利益予測手法として積上法（会計的方法）・ORによる方法・経営分析的方法（損益分岐点法）を論じているが、のちに例示される収益還元法に基づく鑑定事例で、上記を活用しつつ最近の年度決算実績を基礎として向う2ヶ年の利益を予測している。<sup>152)</sup>もっとも管財人としては債権者に弁済予定をしめすうえからも内部の再建計画の緊要性からも、5ヶ年計画ていどは作成する必要がある。

計画作成において起点とも中核ともなるのが繰越欠損金の処理である。法は計画認可にさいし繰越欠損金の全額填補を要件としていないと解されており、実務の大勢もこの傾向にあるとされるが異論もある。<sup>153)</sup>早川氏が含み資産・マイナスともゼロを正当としつつ、僅少のマイナスを残すのが債権者の納得をえやすいと語るのはこの間の機微をうがつものであろう。他方、多額のマイナスを負って発足するのも社内の意欲をそぐという。<sup>154)</sup>

繰越欠損金填補の財源は減資差益・債務免除益および開始後の利益であるが前二者とくに債務免除益が大半を占めるのが実態になる。それだけに一般論としては繰越欠損金を残すのは観念的清算にふさわないし、反対に繰越利益の発生は債権者の容れえないところである。<sup>155)</sup>それだけでなく債権者は会社側にも早川氏のいう含み資産の吐出し——評価増を求め、一方的に債権

151) 文献⑭, 15頁。

152) 文献②, 第3章, および188～196頁。結果は予測2年目の予想利益に基づき、業界指標を参照して還元率をきめ現価を求めている。なお同氏は実体価値との比較を必要とし、それが収益価値を上回るばあいも想定している。

153) 文献③, 下巻, 622～623頁。ただし本書では資本充実の原則が多少は緩和されてよいとの解釈をしめしつつも、認可時には *insolvency* の解消を不可欠としより厳格な適用を主張する。計画遂行可能の判断の目安とみる見解もある。文献⑭, 369頁。

154) 文献⑰, 95～96頁。

155) 同前, 185頁。

免除に甘んじるはずはない。その標的は不動産とくに土地である。企業の投資不動産はほとんど表示されないし、営業用との区別はもともと不明瞭であり、簿価と実体価値は一般に背離しており、銀行はこれを担保にさきの評価基準で貸出をしてきたのである。

そこにわが国の会社更生における債務弁済額とくに更生担保権と財産評定との接点がある。現実には更生担保権の元本は守られるし、それが更生債権のかなりを占めればさきの財源で繰越欠損金を埋めるには不足である。そして銀行は通例の経営直接参加を望まないから専ら弁済を求める。そのさい担保不動産の実体価値は転用可能性を含む処分時価となり、ときにそれが現収益価値を上回りうる。<sup>156)</sup>そこで(注152)で引いた大河内氏の指摘のように不動産実体価値の調査を必至とするのであろう。遊休あるいは「切売り」する財産があればもちろん別の弁済財源として処分時価で評価しうる。しかしそれがなく転用可能性もないかコストがかかりすぎるばあいの「貸しすぎ」は、あるいみで成長的収益力担保ともうけとれる。しかも財産評定における評価は建付地のままで再調達価値基準による評価増となり、実体価値が更生債権弁済額を画しうる。もっとも現実の値上がりはその期待を裏書きしてきた現実がすこぶる重味をもつ。

計画における財務構成の観点に関して、計画の遂行可能性との関連において探究がふかめられてきた。米国 SEC の遂行可能性解釈が範型として屢々引かれる。長くなるがこのさいは紹介の要がある。それは「基本的には、債務者が更生手続から支払可能な状態へと脱出できるか否か、しかも財政的な安定と成功との合理的な予測をもって脱出できるか否か、の問題である。この問題の解決には、提案されている資本構成 (the proposed capital structure) が健全かどうか、および、更生された会社はその債務を、期限の到来するに従い、額面どおり弁済する能力をもちうるか否か、というファクター

156) このケースにつきつぎを参照。文献⑧, 310~313頁。会社自身による転用が含まれている。ただし人員の配転や会社の転業そして減量もおこりえよう。

を考慮する必要がある。公の利益および政策的考慮の問題を別とすれば、健全な企業財政は、更生後の資本構成が企業価値とよく調和し、かつ予測される収益を考慮して定められることを要求する」。<sup>157)</sup> 続いてこれをうけるごとくわが国のばあいにもくしながらつぎの検討がなされる。多くの判例・学説が遂行可能性 (feasibility) を計画成案の実行可能性とみて、とりわけ債務弁済条項の観点からとりあげてきた。しかし米国での理解はこれを会社財政立ち直りの問題とみなしているとの指摘がなされた。また弁済資金財源を未来営業利益による計画が多い現状において、環境の流動性もあり、企業自体の内部構造健全化めきに10年先の収益を予測しても効とぼしい。そこで遂行可能判断のために2準則が提起される。計画が企業再建のそれとして企業を健全な財政状態におきうることを、およびこれに基づく再建の実行可能性である。その1は出発点における財務構成をさすと解され、財務構成の安全性を基準とみなし財政構造諸比率が引かれ、標準比率の参照を勧めるが標準に対する多少の劣位はやむなしとする。その2は収益性分析を指向し、開始後の業績とこれに基づく予測が勧められている。<sup>158)</sup> 叙説はその1に詳細であった。

だが主題への探究の到達点はつぎであろう。計画における財務構造の健全とは計画の資本構成が企業価値と調和し、およびそれによる将来収益が明確かつ確実に予想でき、そこから固定経費 (fixed charges) と配当金を支払うに十分な状態である。要するに計画による収益力安定であり運転資本・将来信用・減債基金も考慮さるべく、資本構成の健全企業との比較も必要である。<sup>159)</sup> 実はこの考察は1で引いた三ヶ月氏の指摘 (昭43) ——財産評定・収益性測定・負債比率、と軌を一にしているのであるが…。

かくて米国で伝統的な証券金融中心の capitalization plan~financial or capital structure の更生版が紹介された。しかし同時にわが国との環境差に

157) 文献③, 下巻, 616頁。

158) 同前, 616~623頁。

159) 文献⑩, 47~53頁。

基づく資本構造の差異も、その理解のズレ——銀行家的信用分析偏倚、とともに歴然とした。

米国でも半永久的銀行借入金があれば capitalization に含めるばあいがある。<sup>160)</sup> だが企業金融方式の相違から正常時の資本構成に大差があるうえに株式の新規発行は多く少額であり、株式振替弁済まして社債発行の期待はとぼしい。<sup>161)</sup> そこで資本構成の大半は更生担保権中心の更生債権（実質的に長期借入金）に占められる。そして金利負担はない。資本構成よりも債務弁済額と営業利益が財務の焦点となる。

ここで前記の理解のズレが関係してくる。しかしというよりもだからこそわが国では財政構造比率をまったくは無視できないのである。実は資本構成とは反対に、わが国では信用比率分析がさほど重視されてきたとはみられない。銀行の役割・リスクの少なさもあったが、前述の担保のあり方もそうさせた有力要因とみられる。また比率の「ノルム」・用法も米国と同軌でありえない。ところが弁済本位の更生では、投資よりも信用観点が表出される、との複雑な様相をさげえない。しかも財務的安定が求められる近来の段階では構造比率は必要であり、回転率・資本装備率と併用しつつ用法に考慮を払えば有用性ももちうると思うのである。更生なる特殊の事態における一般的条件と、倒産原因の分析における個別的条件にたってである。この点は続く2種の問題にも関連するが、次項(3)で具体的にとりあげる。

運転資金および設備投資の問題を考える素材として（表6）を提示しよう。例の多い10ヶ年弁済とすれば、6～10年欄を設けて数字を一括記入することで前記当面4～5年なる趣旨の利益予想にかなうフォームとなる。

運転資金は収益力・管財人と併せて更生の3要素といわれている。資金が

160) Guthmann, H. G., Analysis of Financial Statements, 4th ed., '53, p. 152.

161) 早川氏は新経営者の配当負担などに配慮し、資本金は少額にしておくほうがよいとする。文献⑩, 117頁。

(表6) 長期資金収支および弁済計画, 100万円単位

| (年 度)             | 1   | 2   | 3   | 4   | 5    | 6~7 | 計     |
|-------------------|-----|-----|-----|-----|------|-----|-------|
| ┌ 税引前利益           | 100 | 120 | 140 | 180 | 200  | —   | 740   |
| └ 収 法 人 税 等       | —   | —   | —   | —   | △100 | —   | △100  |
| 増 資               | 300 | —   | —   | —   | —    | —   | 300   |
| ┌ 入 減 価 償 却       | 60  | 60  | 70  | 70  | 65   | —   | 325   |
| └ 小 計             | 460 | 180 | 210 | 250 | 165  | —   | 1,265 |
| ┌ 投 資             | 120 | 120 | 70  | 70  | 80   | —   | 460   |
| └ 支 増 加 運 転 資 金   | 50  | 55  | 60  | 65  | 70   | —   | 300   |
| 差 引 返 済 財 源       | 290 | 5   | 80  | 115 | 15   | —   | 505   |
| ┌ 出 更 生 債 権 返 済   | 280 | —   | —   | —   | —    | —   | 280   |
| └ 更 生 担 保 債 権 返 済 | —   | —   | 60  | 60  | 60   | —   | 180   |
| 差 引 余 剩 金         | 10  | 5   | 20  | 55  | △45  | —   | 45    |

文献⑩, 199頁。

余って当然との見解もある。<sup>162)</sup>しかし一般にはその反対であればこそ要素にかぞえられる。それも収益力以外に付加されるのは、一般的にはつぎの事情による。仕入支払は現金となるが売上回収は手形が多くその割引はできないので裏書譲渡により仕入支払にあてる。しかしこの方法は仕入代金だけにしか使えない。ところが人件費はじめ諸経費はほとんど現金支払なので、売上代金の現金回収部分がふえるか受取手形割引が特別の方途で認められないと運転資金不足をきたす。また在庫資金は更生開始前の窮境により多く喪失しており、支払遅化と回収速化は損益面で不利をまねきやすく、しかも利益は債務弁済にあてられる。よほど高率の利益があがらないと運転資金不足となる公算が大なのである(後出の事例を参照)。

162) 同前, 68~71頁。早川氏の論拠は開始時に支払は棚上げになるが回収は禁じられていないことの指摘に出ている。また管財人引受けのさい手形割引への協力を銀行に求めるといふ。だが井関氏の発言からも通例とはいえない。

そこに法改正にさいして更生会社と連鎖倒産のおそれある関連企業の双方に、低利運転資金導入策を構じなかったことに関して、「画竜点睛を欠く見本」と実務家間で評されたゆえんがあろう。山内氏もその解決は政府資金にたよるほかなしとしつつ、きびしい規制も併せて必要とし具体案を提示している。<sup>163)</sup>しかし連鎖倒産防止のケースはともかく、更生会社へのかような特典恵与には異論もありえよう。

更生会社は多く申立前数年間は設備投資がなされていないので、弁済のための利益を生むにはこの劣度が隘路になる。問題は財産評定の前と後とに分かれる。投資が杜絶してきたばあい、業績回復のために評定前の設備投資が望まれ、早川氏はこれを敢行するという。だが井関氏は問題を生じると評する。<sup>164)</sup>本稿事例のばあいも、残留人員が異常な努力によって業務効率を上昇させ業績回復をとげているが、目につくほどの投資はなされていない。

評定後の設備投資は少なくとも減価償却費をこえるていどの積極性をもてるかどうか重要である。(表6)はそのように立案されているが、とくに評定後に投資の遅れを早く回復すべくその財源を更生担保権弁済の2ヶ年据置に求める。<sup>165)</sup>いずれにせよ技術進歩・開発追隨の設備投資は更生会社の経営長期課題となる。

もっとも運転資金・設備投資の双方について早川氏がいうように、金利・税金の負担なしにかなりの利益をだせぬようなら再建はもともと困難である。<sup>166)</sup>債務弁済により当初から自己金融～再投資の幅は狭いと条件もある。

上記の条件から計画において予想超過収益金の使途に運転資金と設備投資を含めることは欠きえないと考えられる。

労働債権の法的取扱については2. 2(2)および(3)でふれたが、退職金を更

163) 文献⑭, 17~18頁。中小企業倒産防止共済法(昭53年4月)はこの要請の一部に応えるものであろう。

164) 文献⑰, 87~88頁。

165) 同前, 197頁。

166) 同前, 87頁。

生担保権より優先して繰越欠損金填補財源にあてることを困難とする経験者の見解もあるものの、共益債権として保障される範囲をこえる部分は必ずしもそうならないこと、本稿事例A社にみるとおりである。<sup>167)</sup>だがここでは開始後の退職による退職金に関して（共益債権となる）、税法上の退職給与引当金設定だけでなく支払所要見積額ていどの積立金を計画におりこんでおかないと資金操作に支障をきたしかねないことも指摘しておきたい。年金掛金に関しても同様である。<sup>168)</sup>

財産評定は会社の再出発をするすべき更生開始決定時に基づくが、計画策定時とのズレは数年にわたりうる。この間の価格変動も更生担保権担保目的物評価も財産評定と同様に変更されない——更生担保権の範囲は開始時にきまる（法123条1項）。処分価値に基づく譲渡予定の財産および清算を内容とする計画だけが例外となる。<sup>169)</sup>

### 3) その他

諸権利者の権利変更に関していくつかの問題が残されていると思われる。

さきに繰越欠損金填補に関して検討したが、資産超過のばあい株主の権利をゼロとできるかいなかである。ある論者によれば、この部分だけが株主の補償となるとする説（絶対的優先説）と、権利者間の相対的優先関係が維持されれば資産価値をこえて補償しうるとする説（相対的優先説）、さらに継続企業価値が清算価値をこえる部分にだけ権利順位にかかわらない相対的配

167) 同前, 189頁。同書では退職金を「労働の対価」とするが、退職金の本質いかに関する論議にはいまはふれない。退職金と年金との関係に関しても同様である。なお労働債権と更生担保権の対立的側面に関して、労働および管財人的立場からのそれぞれつぎを参照。文献③, とくに65~82頁。同④, 403~405頁。なお退職金の法的性格諸説（年功報奨・生活保障・後払賃金）についてはつぎに要説されている。文献⑤, 156頁, 田村 護執筆。

168) 前掲の大河内氏の事例でも退職給与引当金と減価償却が不足しないようにべている。文献②, 192頁。もっとも税法上のこの引当金と支払の法的・実体的保証が別であることはいままでもない。

169) 文献⑤, 239~240頁, 時岡 泰執筆。破産財団における固定主義に縁由をもつとされている（対立説, 膨張主義）。



分を可能とする（新相対的優先説）が、僅少なら無視しうるとする説とこれを否定する説がある。いずれにせよ権利変更をとまなわない計画は認められない。<sup>170)</sup>

株式振替弁済から生じる債権者持株の処理および第3者割当の新株発行を行なうばあい、スポンサーや取引先のほかに従業員持株制も俎上にのる。早川氏は株価の変動に配慮しさほど積極的でない（実例5%）。<sup>171)</sup> この問題はさきだって更生計画における従業員株主の処遇にもおよぶ。社内預金の退潮に対してこれに代わる貯蓄対象として従業員持株制に注目し、なんらかの優遇措置を論じる見解もある。だがこの点は株主に平等原則の例外を認めるかいなかが基底であり、小株主の処遇いかんがより根本的であろう。経営者支配・株式大衆化の観点から肯定的あるいは若干の方策を勧める見解もあるが、異種の株式に関してはいくぶんの差等を考慮しうるとするのが標準的解釈（法229条の）と考えられる。<sup>172)</sup>

#### 4. 更生計画の経営分析

事例分析による筆者自身の考察を本章に独立させたため、3および3.3冒頭の予告は本章に移ることになる。事例が問題点のすべてに接触しえるわけではないが、3とくに(2)とりわけ2)の論点を実証的になお深く探究し、併せて米国における事例を手法およびその基底をなす思考にわたって考察し、わが国のばあいとの比較に資したい。

170) 同前, 326~327頁, 山口和男執筆。

171) 文献⑰, 123~128頁。

172) 標準的解釈と考えられるのは、文献③, 下巻, 569頁。松田氏の肯定説は既述の株式債権に基づく。文献⑤, 342頁。早くから大衆投資株主に受益の途を開く必要を説くのは、文献⑨, 216頁。早川氏も大株主の経営責任を強調する半面、小口株主に同情的であるが結果は一律たらざるをえない、とする。文献⑰, 103~110頁。従業員持株制への注目による優遇論は、文献⑱, 175~178頁, 北原弘也執筆。持株制へのそれであり個人としての持株に関してではない。

#### 4. 1 事例による更生計画の分析

##### (1) 更生計画成立以前（過少資本化と経営改善）

A社の計画が作成までかなりの期間を要し財産評定が有形固定資産の大幅増価により落着いたことは2. 3(1)で短切にふれた。倒産に固有の経緯（3. 2(2)）をもったA社は、「減量」の早期実施にかかわらず、繰越欠損金が多額なうえ不況にも災いされ、経常利益水準の回復に開始申立から足かけ5年を要した。この間に退職金支払（相応の免除予定下で）を概ね終え若干の弁済引当預金を貯えながら計画作成までこぎつけたことになる。会計は旧勘定に更生債務全額を計上して記録されていた。この期間に管財人が進めた実体面の経営施策については2. 2(3)で記したとおりである。

計画成立の機会は環境好転の足かけ5年目上半期決算でえられた（後記4. 2米国の事例を参照）。だがそれまでの実態が計画とその遂行への参照に資するであろう。業績推移と財政構造の分析は更生会社の経営を予兆せしめるところでもある。

##### 1) 業績改善の実態分析

###### ① 比較指標の選択

中小企業庁経営指標の同業種が最も適するが、対応規模（黒字企業だけ）と総平均値（欠損を含む全規模企業）のいずれをとるかの選択を生じる。<sup>173)</sup> 併用参照も不可能ではないが一部の比率は規模水準により特徴的に異なる。他方で対応規模の企業数は1～3社しかなくまたA社はその規模の下限に近いが、比率値の組合せからみて業態は最大規模クラスに近いとみなされる。

###### ② 業績の推移

まず（表7）によって概括的にみよう。法的理由から1年未満年度が多く

173) 大蔵省、法人企業統計はサンプル数が多いが業種分類が粗。なお中小企業庁指標は従業員数と総資本による2様の規模区分方式を55年版から前者だけに変更、新たに黒字・欠損・全企業の平均貸借対照表および1人当り諸資本額が掲記された。なお同指標の平均法は単純（非加重）平均により一部の指標だけに加重平均値が併記されている。また「標準」は慣習的用語であるが厳密な用語でないことは周知のとおりである。

(表7) A社の業績推移, 更生開始2年目~計画成立年度まで

|                | A社    |       |            | 中小企業庁・対応規模・黒字企業 |       |       |
|----------------|-------|-------|------------|-----------------|-------|-------|
|                | t+2   | t+4   | t+5        | t+2             | t+4   | t+5   |
| 1人当り経常利益 (万円)  | △ 11  | 16    | 42(103)    | 43              | 76    | 86    |
| =1人当り売上高 (〃)   | 1,011 | 1,290 | 1,513      | 1,111           | 1,145 | 1,403 |
| ×) 売上高経常利益率(%) | △ 1.1 | 1.2   | 2.8(6.8)   | 3.9             | 6.6   | 6.1   |
| 総資本経常利益率 (〃)   | △ 2.3 | 3.0   | 4.9(19.7)  | 6.6             | 12.3  | 9.8   |
| =売上高経常利益率 (〃)  | △ 1.1 | 1.2   | 2.8(6.8)   | 3.9             | 6.6   | 6.1   |
| ×) 総資本回転率 (回)  | 2.1   | 2.5   | 1.8(2.9)   | 1.7             | 1.9   | 1.7   |
| 売上総利益率 (%)     | 7.9   | 9.8   | 12.3(16.2) | 12.0            | 14.2  | 14.2  |
| 売上高営業利益率 (〃)   | △ 0.4 | 2.6   | 5.6(8.6)   | 2.9             | 5.8   | 5.4   |
| 売上高趨勢比 (〃)     | 100.0 | 122.5 | 143.9      |                 |       |       |
| 従業員数 (〃)       | 100.0 | 96.0  | 96.2       |                 |       |       |

- 注：①(t+2)はA社の更生開始足かけ2年目をさす。(t+5)を除き1年未満年度であるか1年に換算, ゆえに推算を含む。
- ②中小企業庁指標の1人当り売上高は同生産高, 総資本回転率は経営資本回転率であるが大きな誤差はないとみられる。1人当り生産高は加重平均値につき同経常利益は僅少の誤差で推算できる。
- ③同上, 売上高営業利益率は支払利息差引後であるが, 別にしめされる売上高対支払利息比率(純)は年度順に1.6・0.21.9対してA社のそれは同じく1.0・1.1・0.8である。
- ④A社の比率(t+5)のカッコ内は同期中に更生計画が成立したが, 評価修正前の減価償却費および簿価による参照数字であり推算に基づく。

なるが, 重要な判断に支障はないと思われる。A社の売上高は更生開始後において周囲の支援もあり不況下で増大, 約1/3減量後の1人当り効率もそれ以上に上昇した。にもかかわらず業績が水準にたっしなかったのは, 管財人の報告のように外部の援助まで加わったコスト節減努力に反する円高~受注単価引下要求のきびしさによるとみられる。不利な受性をあえて求めたふしもあるかもしれない。これらが諸売上高利益率に反映している。

上記が環境好転の足かけ5年めになって急速に改善される兆をみせたこと

が更生計画を成立させた最大の因といえよう。

### ③ 業績改善実態の分析

(表8)によって業績の推移～改善の実態をより掘りさげてみよう。限界利益率の低下～改善が目につく。変動費のうち外注加工費と発送費のウェイトはほぼ不変(外部の「協力」を含むコスト努力)なので、限界利益率の変

(表8) 業績改善の実態と水準

#### (1) 限界損益計算書, %

|       | t+1   | t+2   | t+4   | t+5      |                                     |     |
|-------|-------|-------|-------|----------|-------------------------------------|-----|
| 売上高   | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0    |                                     |     |
| 変動費   | 61.8  | 63.1  | 66.3  | 61.0     | 主要および補助材料費・<br>外注加工費・発送費            |     |
| 限界利益  | 38.2  | 36.9  | 33.7  | 39.0     |                                     |     |
| 現金    | 人件費   | 37.1  | 31.8  | 25.3     | 24.4                                |     |
| 固定費   |       | 物件費   | 4.5   | 3.9      | 3.5                                 | 5.2 |
| 減価償却費 | 2.4   | 1.5   | 1.3   | 3.8(0.8) | カッコ内、旧評価に基づく<br>減価償却費による<br>(表7)を参照 |     |
| 営業利益  | △5.8  | △0.4  | 3.5   | 5.6(8.6) |                                     |     |

#### (2) 1人当り諸指標

|            |       |       |         | 中小企業庁・対応規模・黒字企業 |       |       |
|------------|-------|-------|---------|-----------------|-------|-------|
|            | t+2   | t+4   | t+5     | t+2             | t+4   | t+5   |
| 経常利益(万円)   | △11   | 16    | 42(103) | 43              | 76    | 86    |
| 売上(生産)高(〃) | 1,011 | 1,290 | 1,513   | 1,111           | 1,145 | 1,403 |
| 社内加工高(〃)   | 395   | 464   | 626     | 444             | 468   | 616   |
| 加工高比率(%)   | 39.1  | 36.0  | 41.4    | 40.0            | 40.8  | 43.9  |
| 経常人件費(万円)  | 353   | 326   | 371     | 245             | 251   | 314   |
| 機械装備率(〃)   | 64    | 40    | 237(40) | 132             | 143   | 175   |

注：①中小企業庁指標は加重平均値記載のある比率，1人当り経常利益は(表7)注記のとおり。

②A社の人件費は役員含む数字。中小企業庁指標のこの規模はわりに数字が低く，全企業(欠損企業含む)の値は年度順に，251・304・310となっている。

③A社のカッコ内の数字は旧評価に基づく，(表7)の注を参照。

化はほとんど材料費率の変化——おそらくその大半は製品と材料の価格相対比に基づく。その数年間の不利化が利益改善を妨げ、有利化が急速な利益回復を助けた。他方でこの条件不利をしのいで営業利益を黒字に転化できた因は固定費の圧縮とくに人件費率の大幅切下げであった。設備投資手控えによる償却負担減も一因である。

しかし効率水準が不足でも再建は困難となろう。表示の手法がこの測定を満足に充たすとはいいきれないが大局の判断に資しよう。4年目には黒字企業と同位水準に到達していたとみられる。しかしすでにみたように売上高利益率では不利であり、前記が主因と推される。1人当り人件費はA社の数字が役員報酬を含みまた平均年令の高さを考慮すれば、4年めには中小企業庁指標のそれと相前後する水準に陥ったといえるのではないか（表の注記を参照）。

## 2) 更生計画への課題

いまひとつ目をひくのは機械装備率の低位であり設備投資の停滞を表わすとみてよいほどの大差がある。上記の効率は装備のかような条件下で実現されたのである。

### ① 更生会社と運転資金（資本回転率の構造）

（表7）はA社の資本回転率が中小企業庁指標よりもかなり早かったことをしめしている。1) ③の観察からも更生会社の過少資本を端的に表わすとみられるが、さらに詳細にその実態をみよう。

そこで（表9）によって回転率の分解を試みる。回転率による期間の推定には相応の不明瞭な誤差をとまなうが、このケースの判断に大きな支障はない。

中小企業一般の傾向でもあるがとくに下請的な業界では、在庫負担は軽いあるいは軽くすることと、集金よりも仕入支払を遅くすることで運転資金が操作され、運転資金の余裕もこの基盤から生じているばあいが多い。業績が

(表9) 更生会社の資本回転率—A社回転率の分解

| A 社:                   | t+2         | t+3        | t+4       | 中小企業庁経営指標・対応規模と年度・黒字企業 |
|------------------------|-------------|------------|-----------|------------------------|
| 総資本回転率<br>(中小企業庁は経営資本) | 2.1         | 2.5        | 2.5       | 1.9                    |
| 回転率の内訳:                |             |            |           |                        |
| 流動資産(受手割引・譲渡除)         | 2.88        | 3.27       | 3.32      |                        |
| 売上 [割引・譲渡手形含]          | 3.51(104日)  | 3.43(107)  | 3.01(122) | 4.9 ( 75日) 4.4 (83)    |
| 債権 [同上 除]              | 23.68( 16日) | 43.81( 9)  | 47.07( 8) | 6.9 ( 53日) 7.3 (50)    |
| 棚卸資産                   | 7.36( 50日)  | 7.45( 49)  | 7.27( 51) | 15.60( 24日) 23.56(16)  |
| 固定資産                   | 7.62        | 9.60       | 11.56     | 5.0 5.4 5.9            |
| 買入債務 [譲渡手形除]           | 14.72( 25日) | 11.29( 33) | 9.8 ( 38) |                        |
| 回転率 [同上 含]             | 3.88( 94日)  | 3.40(108)  | 2.82(130) | 3.2 (114日) 3.8 (96)    |
| 手形割引 [割引]              | 44.0        | 47.6       | 42.6      |                        |
| 譲渡率 [譲渡]               | 45.3        | 47.1       | 50.1      |                        |

注: ①回転率の分子…棚卸資産は売上原価, 買入債務は主要・補助材料費+外注工費, その他は売上高分母…期首・期末平均。

②中小企業庁指標も分子はほぼ同じ, 分母は期末, 棚卸資産回転率は①方式に基づき筆者推算による。

③A社の1年未満年度は1年に推算, 回転率のカッコ内は日数。

よくないとか設備負担が重い企業でこの傾向がより大きい。<sup>174)</sup>しかしA社のばあいは在庫の回転も集金もかなり遅く更生開始後にも変わりがなく(前者の主因は仕掛品)、営業体質からきている。

そこでA社の回転率とその推移には体質と更生なる事情が重なりあっている。固定資産回転の対中小企業とくらべての早さは更生の最大の象徴といえよう。しかも年々速化し設備投資の杜絶状態を物語る。流動資産の回転は手形の割引・譲渡前ならば依然として遅い。一般は回収が遅化しその度合はA社を上回りA社に近よったが、在庫回転速化でこれを補なっているのに、A社のそれは不変である。しかしA社は受取手形を「右から左へ」、うけとって1週間ほどで割引・譲渡せざるをえなくなり、流動資産回転をA社なりに極限近くまで早めた。その主因は支払手形発行不能——譲渡手形利用にあり、なおかつ一般よりも早くなっている。

かくて更生会社では集金・支払期間は対応的に固定化の傾向をもち、操作の余地は狭くなる。もっともA社のばあいは債務棚上げ期間で現金営業利益が赤字になった年度はなく、とくに若干の手形割引を容れられたので、退職金支払だけでなく弁済引当預金の蓄積まで可能となったのであろう。4年目の好収益も大きな助けとなった。しかし設備投資の困難～固定資産回転の異例の早さと運転資金の収縮を併せて、過少資本化のたちまさりかねない予兆が、相応の好収益が続かないかぎり感じとられる。やがて債務支払もはじまるからである。

## ② 更生計画への課題

その1は前記の連続であり、計画が確定し弁済額がきまったばあい、資金操作の余地がとぼしいなかでこれを確保するには、まして残留従業員の退職

---

174) その根本は長期資本の不足にある。もっとも資金余裕を利用して早期支払・低価仕入をねらう例も設備負担が軽いとか投資に消極的な企業にみられた。もっともかような状況は、貨幣資本余剰の近年には企業別格差——業績の良否分岐と優良企業への銀行貸出積極化によって、相応の変化をみせつつある。

手当引当預金・年金掛金も必要とすれば、免除された利息分が財源にみこまれるにせよ、かなりの好業績を必要としよう。

その2は財産評定による評価替えおよびこれに基づく減価償却費増額がもたらす財務分析上の効果であり、(表7・8)において5年目の計数のカッコ内に表示した。

上記については財産評定～計画認可時を取り扱う(2)においてとりあげる。

## (2) 財産評定の分析(更生計画と財務構成)

A・B両社の対照において検討を進めたい。両社の財産評定～更生計画の概要は2.3(1)において紹介した。分析は更生開始申立の段階からはじまり評定による変化におよび、両社ならびに同業と比較する。

### 1) 更生開始申立と財政構造

資料のあるB社に例をとろう。(表10)は(表3)からの連続である。

開始申立時には資本の欠損大きくまさしく支払不能の状態の表徴であった

(表10) 更生開始申立までの財政構造比率, B社, %

|          | (B社) 昭48末 | 49末 | 50末   | 申立時   | 評定直前〔同業X社〕  | 48末  | 52末  |
|----------|-----------|-----|-------|-------|-------------|------|------|
| 自己資本比率   | 15.7      | 3.6 | △40.0 | △72.8 | △53.6       | 36.7 | 38.3 |
| 固定比率     | 117       | 579 | 不能    | 不能    | 不能          | 71   | 70   |
| 固定負債比率   | 82        | 885 | 不能    | 不能    | 不能          | 14   | 17   |
| 固定長期適合比率 | 52        | 59  | 不能    | 不能    | 42          | 62   | 59   |
| 流動比率     | 126       | 123 | 66    | 55    | 12          | 129  | 134  |
| 当座比率     | 65        |     |       | 31    | 181         | 80   | 83   |
| 借入資本依存度  | 46        |     |       | 51    | 更生債務<br>111 | 32   | 38   |

注: 同業X社の数値は「日経指標」による。

過剰流動負債が更生債務として釘付けされるので、自己資本関係比率は極度に不良のままで流動性関係比率が一挙に上昇する。更生債務合計を過渡的に長期資本扱いすれば固定長期適合率も100を大きく割る。これらの比率だけ



をみれば健全な財政状態にある同業以上をしめしている。

しかしこの種の比率は一極における安全限界を一般性において概括的に表わすだけで、限界をこえるほど健全といえる性格の測定値ではないし、限界に関する判断も米国とわが国とではかなり異なる。時期によって判断の相違もありうる。<sup>175)</sup>

要するに表は財政破綻～更生開始申立による債務棚上げによって、私的整理にもみられる特殊局面をしめす異常な構造を反映している。それはある意味で虫のよい状態といえる。しかし(1)のケースの財政面にも相当し、収益性回復への財務構造変換のテスト期間でもあり、そこでみたように運転資金自足の可否も試されている。だから流動性関係比率はよほど高率にみえて漸く資金操作可能と、通例の回転率関係からはみななければならない。<sup>176)</sup>

## 2) 財産評定と財政構造

### ① A社とB社

次いで事態は更生固有たるべき段階に入りこむ。(表11・12) は両社の財産評定前後における貸借対照表およびその若干の分析である。両社の繰越欠損金填補～財産評定は対照的な経過をしめしている。それは繰越欠損金額の大きさおよび更生債務の金額と構成～これらの処理可能性に基づく。その結果が申立段階から連続的な債務主体の資本構成上における変更——不連続的な差異を生み資産構成の変更に作用する、との順序をたどる。

175) 米国における信用分析出自のこの種の財政構造比率は、わが国なりの解釈を加えて外部からあるいはマクロ的に企業の財政状態を観察する手段として使われ、統計も多く出されている。企業内部では収益性関係比率ほど重視されていないとみられるが、外部観から相応の制約を感じているのは外国と同軌であろう。このさい米国のばあいの「ノルム」その他諸面における相違についてはふれないが、たとえば流動比率では米国での200% (硬直的に「伝統」とばかりうけとるのも忠実でないし近來の変化もあるがいまは詳説しない) 安全限界は、銀行金融依存の大きいわが国では戦前から100%といわれている。財政構造および比率に関する私見に関してはつぎの小著にゆずる。文献⑤。

176) なおB社の借入資本依存度は破綻局面のわりには低い。一般更生債務の多さによるとみられる。もっとも商社金融にたより銀行融資が早期に手びかえられるケースにみられる型ともいえなくはない。

A社の繰越欠損金は旧資本金の8倍超、総資産簿価の約1.5倍にたっし、更生債権の約2/3は更生担保権に占められていた。繰越欠損金のつぎの填補方針はその結果でもある。

(表11) 財産評定前後の財政構造, A社, %

1. 100%貸借対照表

|          | t+4    |         | t+5    | 実額倍率     |
|----------|--------|---------|--------|----------|
|          | ①      | ②       | t+5    | t+5/t+4② |
| (流動資産)   | (36.8) | (78.3)  | (50.4) | (1.09)   |
| 現金預金     | 3.5    | 7.5     | 4.5    |          |
| 売上債権(純)  | 16.6   | 35.4    | 25.7   | 1.23     |
| 当座資産     | 20.1   | 42.9    | 30.2   | 1.19     |
| 棚卸資産     | 14.9   | 31.7    | 19.8   | 1.06     |
| その他の流動資産 | 1.8    | 3.7     | 0.5    |          |
| (固定資産)   | (10.2) | (21.7)  | (49.6) | (3.86)   |
| 減価償却資産   | 6.7    | 14.2    | 35.1   | 4.19     |
| 土地       | 0.1    | 0.2     | 9.7    | 69.07    |
| 有形固定資産   | 6.8    | 14.4    | 44.8   | 5.25     |
| 特定預金     | 1.1    | 2.3     | 4.6    | 3.35     |
| その他の固定資産 | 2.4    | 5.0     | 0.2    | 0.07     |
| (繰越欠損金)  | (53.0) |         |        |          |
| 総資産(総資本) | 100.0  | 100.0   | 100.0  | 1.69     |
| (流動負債)   | (20.2) | (42.9)  | (23.6) | (0.93)   |
| 買掛金      | 9.3    | 19.7    | 11.8   | 1.00     |
| その他      | 10.9   | 23.2    | 11.8   |          |
| (固定負債)   | (73.5) | (156.4) | (71.2) | (0.77)   |
| 更生債務     | 69.7   | 148.4   | 64.5   | 0.73     |
| 退職給与引当金  | 3.8    | 8.0     | 6.7    | 1.41     |
| 負債合計     | 93.7   | 199.3   | 94.8   | 0.80     |
| (自己資本)   | (6.3)  | (△99.3) | (5.2)  |          |
| 資本金      | 6.3    | 13.5    | 0.8    |          |
| 資本準備金    | -      | -       | 8.0    |          |
| 繰越欠損金    | -      | △112.8  | △3.5   |          |
| 長期資本     |        | 57.1    | 76.4   | 2.26     |

2. 財政構造比率

|            | t+4   | t+5   |
|------------|-------|-------|
| 自己資本比率     | △99.3 | 5.2   |
| 固定比率       | 不能    | 945   |
| 固定長期適合率    | 38    | 65    |
| 流動比率       | 183   | 214   |
| 当座比率       | 100   | 128   |
| 売上債権対買入債務  | 607   | 622   |
| 棚卸資産対買入債務  | 179   | 218   |
| 流動負債比率     | 161   | 168   |
|            | 不能    | 450   |
| 更生債務構成比    | 148   | 65    |
| 更生債務対自己資本  | 不能    | 1,229 |
| 更生債務対長期資本  | 260   | 84    |
| 固定資産対更生債務  | 18    | 77    |
| 有形総資産対更生債務 | 64    | 155   |
| 更生債務対総負債   | 74    | 68    |

(注) ① t+4は評定の約半年前, t+5は同じく半年後である。  
 ② t+4の比率は構成比②方式による計算。  
 ③ t+5の流動負債に1年以内返済更生債務4.5%を含む。

3. 100% B/S チャート

|           |           |            |           |           |           |           |           |
|-----------|-----------|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 100%      | 現金 3.5    |            | 買入債務 9.3  | 流動負債 20.2 | 現金 4.5    | 流動負債 23.6 | 買入債務 11.8 |
|           | 当座 20.1   | 売上債権 16.6  |           |           |           |           |           |
| ( t + 4 ) | 流動資産 36.8 |            | 長期資本 79.8 |           | 固定負債 71.2 |           | 更生債務 64.5 |
|           | 資産 16.7   | 棚卸資産等 16.7 | 負債 73.5   | 資本 69.7   | 固定負債 71.2 | 流動負債 23.6 |           |
| 0         | 固資産 10.2  |            | 負債 69.7   |           | 有形 44.8   |           | 自己資本 5.2  |
|           | 有形 6.8    | その他 3.5    | 退手 3.8    | 資本 6.3    | 債卸資産 35.1 | 流動負債 23.6 |           |
|           | 欠損金 53.0  |            | 資本 6.3    |           | 土地 9.7    |           |           |
|           |           |            |           |           | その他 4.8   |           |           |
|           |           |            |           |           | 流動負債 23.6 |           |           |
|           |           |            |           |           | 流動負債 23.6 |           |           |

注：① チャートの上下幅は実額の大きさに比例。  
 ② 100%B/Sチャートについては、小著、資金繰りと財務安定性の分析、第7章 7.1(2)を参照されたい (文献⑤)

(表12) 財産評定前後の財政構造, B社, %

1. 100% B/S チャート

| (1) 評定前 |      | (2) 評定後一成果, 数ヶ月後 |      | (3) 評定別案 |      |
|---------|------|------------------|------|----------|------|
| 流動資産    | 41.9 | 流動資産             | 67.7 | 流動資産     | 52.3 |
| 現金      | 4.6  | 現金               | 9.5  | 現金       | 7.3  |
| 当座      | 24.2 | 当座               | 41.2 | 当座       | 31.8 |
| 売債      | 19.6 | 売債               | 31.7 | 売債       | 24.4 |
| 上権      |      | 上権               |      | 上権       |      |
| 棚卸資産等   | 17.7 | 棚卸資産等            | 26.6 | 棚卸資産等    | 20.6 |
| 有形      | 16.0 | 有形               | 25.0 | 有形       | 42.2 |
| 土地以外    |      | 土地以外             | 14.1 | 土地以外     | 10.6 |
| 土地      |      | 土地               | 11.3 | 土地       | 31.6 |
| その他     | 4.6  | その他              | 7.1  | その他      | 5.5  |
| 固定負債    | 20.6 | 固定負債             | 32.1 | 固定負債     | 57.6 |
| 更生債務    |      | 更生債務             | 52.9 | 更生債務     | 40.8 |
| 退職引当等   |      | 退職引当等            | 21.7 | 退職引当等    | 16.8 |
| 長期資本    | 86.6 | 長期資本             | 76.5 | 長期資本     | 80.4 |
| 自己資本    | 69.3 | 自己資本             | 0.2  | 自己資本     | 5.0  |
| 資本金     | 4.1  | 資本金              |      | 資本金      | 22.8 |
| 退手      | 13.1 | 退手               |      | 退手       | 15.8 |
| 負債      | 13.4 | 負債               | 25.5 | 負債       | 19.6 |
| 買入債務    | 7.1  | 買入債務             | 12.1 | 買入債務     | 9.3  |
| その他     | 6.3  | その他              | 13.4 | その他      | 10.3 |
| 欠損金     | 37.5 | 欠損金              |      | 欠損金      |      |

注: ① チャートの上下幅は要額に比例  
 ② 評定後の流動負債は1年以内返済の更生債務一構成比(1)2.6% (2)2.0%, を含む  
 ③ その他の固定資産は大半が弁済引当預金  
 ④ 退職手当等の大半は退職給与引当金

2. 財政構造比率

|                             | (1) | (2)  | (3)  |            | (1) | (2) | (3) |
|-----------------------------|-----|------|------|------------|-----|-----|-----|
| 自己資本率                       | 不能  | △0.2 | 22.8 | 更生債務構成比    | 111 | 53  | 41  |
| 固定比率                        | 不能  | 不能   | 209  | 更生債務対自己資本  | 不能  | 不能  | 179 |
| 固定長期適合率                     | 42  | 43   | 59   | 更生債務対長期資本  | 141 | 71  | 51  |
| 流動比率                        | 313 | 265  | 267  | 固定資産対更生債務  | 30  | 61  | 117 |
| 当座比率                        | 181 | 162  | 162  | 有形総資産対更生債務 | 111 | 53  | 41  |
| 売上債権対「割手・譲手含<br>I 買入債務」同上 除 | 474 | 276  | 262  | 更生債務対総負債   | 72  | 53  | 53  |
| 棚卸資産対買入債務                   | 219 | 209  | 209  |            |     |     |     |
| 流動負債比率                      | 不能  | 不能   | 86   |            |     |     |     |

注：比率計算は欠損金を貸方において相殺した結果による。

資産評価益56.9%（うちごく一部は処分益として実現）・債務免除益33.0・減資差益10.1（つまり債務免除率は30%）

資産評価増は土地だけでなく減価償却資産全般におよんだ。その概算倍率は表示のとおりである。もっとも流動資産の評価減も計上され上記はこれを差引いた純額である。

B社のばあいは更生債務の過半を一般更生債権が占めるので合計免除率50%をえ、その免除益と減資(100%, 別に新規発行1/5)益差で繰越欠損金がほぼ填補され、財産評定は簿価据置で落着した。ただし土地増価・旧資本金据置の別案もたてられていたので興味ある事例として併記した。

以上の経過は(表11・12)の100% B/Sチャートに歴然としており、前記順序の結果——弁済率の帰趨が大勢を決したことは明らかである。

なお表には財政構造比率をしめしたが、グループIは常套の諸比率のやや詳細な列挙(ただし選択と配列には平常の私見が含まれる)、同IIは更生会社固有のそれへの試案であるが未だ熟成にいたらない。いまは双方の併用を推す意図を表明するに止めたい。

ただし3. 2(2)2)であらかじめのべたように「条件」がある。表示はこれをより具体的にしめすためでもある。すべての比率が有用とはいいかねるが、総じて①でみたように評定前のほうがつかのまながら虫のよい状態であったことはみてとれるであろう。

両社の例によって比率の有用性を検討してみると、流動性に関する諸比率はあるていど評価できる。B社のA社に対する有利さはほぼ明らかである。しかし(1)2)で分析し①でもふれた事情から更生会社のこの種の比率は回転率との関係において考慮すべく、相当以上の高率でないと資金操作に窮する公算が大きいとの一般的条件があり、表示の比率(売上債権・買入債務・棚卸資産関係)からも推察不可能でない視点である。

他方、自己資本・固定資産・長期資本に関する比率は財政構造の基礎部位に関係するが、両社の比較には混乱をまねきかねまい。この点は前項2)でふれた繰越欠損金を残して再発足可能な制度にもよる(とくにB社のように自己資本マイナスで認められるのは奇異である)。しかし財政構造比率固有の弱点——経験的総合判断、の不明瞭さももちこされるにしても、グループIIのように特別の比率を補強せざるをえないと思われる。

## ② 同業との比較

(表12・13) は両社の財政構造の統計との比較をしめしている。A社のばあい対応規模では少数の比率しか資料がえられないので全企業平均をとった。B社は更生開始後にはかつてのライバル企業よりも規模・財務能力ともにいっそう劣位にたったので中小企業(ただしまったくの同業種でなく類似業種

(表13) A社一財産評定後と同業の財政構造

| 1. 100%貸借対照表, % |        | 2. 比率 |       |
|-----------------|--------|-------|-------|
|                 | 同業平均   | 同業    | A社    |
| (流動資産)          | (62.5) | 39.6  | 5.2   |
| 現金預金            | 17.8   | 37.5  | 49.6  |
| 売上債権            | 32.7   | 95    | 945   |
| 当座資産            | 50.5   | 58.0  | 76.4  |
| 棚卸資産            | 9.2    | 65    | 65    |
| その他の流動資産        | 2.8    | 149   | 214   |
| (非流動資産)         | (37.5) | 120   | 128   |
| 設備資産            | 23.8   | 47    | 1,369 |
| 土地・建物・建設仮勘定     | 11.3   | 21    | 69    |
| 有形固定資産          | 0.0    | 21    | 69    |
| その他             | 35.1   | 126   | 218   |
| 総資産(総資本)        | 100.0  | 35    | 168   |
| (流動負債)          | (42.0) | 161   | 386   |
| 買入債務            | 26.0   | 947   | 901   |
| 短期借入金           | 6.1    | 591   | 454   |
| 更生債務            | -      | 397   | 409   |
| その他             | 9.9    | 356   | 447   |
| (固定負債)          | (18.4) | 107   | 166   |
| 長期借入金           | 15.3   | 225   | 237   |
| 更生債務            | -      | 572   | 854   |
| その他             | 3.1    | 175   | 641   |
| 負債合計            | 60.4   | 365   | 47    |
| (特定引当金)         | (1.0)  | 166   | 166   |
| (自己資本)          | (38.6) | 225   | 237   |
| 資本              | 4.6    | 572   | 854   |
| 資本準備金           | 34.0   | 175   | 641   |
| 利益剰余金           | △3.5   | 365   | 47    |

  

| (1) 財政構成比率, % |            | (2) 「1人当たり(万円)、期末」 |      |
|---------------|------------|--------------------|------|
|               | 自己資本比率(実質) | 総資産                | 流動資産 |
| a             | 58.0       | 947                | 591  |
| b             | 76.4       | 397                | 409  |
| b/a           | 131.9      | 356                | 447  |
| c             | 65         | 107                | 166  |
| b/c           | 115.4      | 225                | 237  |
| d             | 128        | 572                | 854  |
| e             | 1,369      | 175                | 641  |

特別引当金含む  
A社は更生債務

3. 100% B/S チャート

注：① 同業平均は中小企業庁指標，総平均（健全＋欠損）による。ただし健全企業平均とはとんど差がない。

②

自己資本＞固定資産の部分  
 自己資本＜固定資産の部分  
 長期資本＞固定資産の部分

同業平均

|       |       |      |       |      |      |      |      |      |      |      |    |      |
|-------|-------|------|-------|------|------|------|------|------|------|------|----|------|
| 流動資産  | 流動資産  | 50.5 | 流動負債  | 流動負債 | 42.0 | 一般負債 | 買入債務 | 26.0 | 一般負債 | 39.0 | 負債 | 60.4 |
|       | 現金預金  | 17.8 |       | 現金   | 4.5  |      | 当座   | 30.2 |      | 短期   |    |      |
| 非流動資産 | 非流動資産 | 37.5 | 在庫ほか  | 在庫ほか | 20.3 | 固定負債 | 固定負債 | 18.4 | 固定負債 | 71.2 | 負債 | 94.8 |
|       | 有形    | 35.1 |       | 有形   | 44.8 |      | 長期資本 | 76.4 |      | 長期資本 |    |      |
|       | 有形    | 23.8 | 有形    | 26.3 | その他  | 9.9  | その他  | 3.1  | その他  | 6.7  |    |      |
|       | 土地・建物 | 11.3 | 土地・建物 | 18.5 | 借入金  | 9.9  | 借入金  | 15.3 | 自己資本 | 5.2  |    |      |
|       | その他   | 2.4  | その他   | 4.8  | 資本金  | 4.6  | 資本金  | 4.6  | 自己資本 | 5.2  |    |      |
|       | 剰余金   | 35.0 | 剰余金   | 35.0 | 借入計  | 21.4 | 借入計  | 21.4 | 自己資本 | 5.2  |    |      |
|       | 自己資本  | 39.6 | 自己資本  | 39.6 | 自己資本 | 39.6 | 自己資本 | 39.6 | 自己資本 | 5.2  |    |      |
|       | 長期資本  | 58.0 | 長期資本  | 58.0 | 長期資本 | 58.0 | 長期資本 | 58.0 | 長期資本 | 76.4 |    |      |
|       | 流動負債  | 42.0 | 流動負債  | 42.0 | 流動負債 | 42.0 | 流動負債 | 42.0 | 流動負債 | 23.6 |    |      |
|       | 一般負債  | 39.0 | 一般負債  | 39.0 | 一般負債 | 39.0 | 一般負債 | 39.0 | 一般負債 | 25.7 |    |      |
|       | 買入債務  | 26.0 | 買入債務  | 26.0 | 買入債務 | 26.0 | 買入債務 | 26.0 | 買入債務 | 11.8 |    |      |
|       | 短期    | 6.1  | 短期    | 6.1  | 短期   | 6.1  | 短期   | 6.1  | 短期   | 11.8 |    |      |
|       | その他   | 9.9  | その他   | 9.9  | その他  | 9.9  | その他  | 9.9  | その他  | 11.8 |    |      |
|       | 借入金   | 15.3 | 借入金   | 15.3 | 借入金  | 15.3 | 借入金  | 15.3 | 借入金  | 11.8 |    |      |
|       | 資本金   | 4.6  | 資本金   | 4.6  | 資本金  | 4.6  | 資本金  | 4.6  | 資本金  | 11.8 |    |      |
|       | 借入計   | 21.4 | 借入計   | 21.4 | 借入計  | 21.4 | 借入計  | 21.4 | 借入計  | 11.8 |    |      |
|       | 自己資本  | 39.6 | 自己資本  | 39.6 | 自己資本 | 39.6 | 自己資本 | 39.6 | 自己資本 | 11.8 |    |      |
|       | 長期資本  | 58.0 | 長期資本  | 58.0 | 長期資本 | 58.0 | 長期資本 | 58.0 | 長期資本 | 11.8 |    |      |
|       | 流動負債  | 42.0 | 流動負債  | 42.0 | 流動負債 | 42.0 | 流動負債 | 42.0 | 流動負債 | 23.6 |    |      |
|       | 一般負債  | 39.0 | 一般負債  | 39.0 | 一般負債 | 39.0 | 一般負債 | 39.0 | 一般負債 | 25.7 |    |      |
|       | 買入債務  | 26.0 | 買入債務  | 26.0 | 買入債務 | 26.0 | 買入債務 | 26.0 | 買入債務 | 11.8 |    |      |
|       | 短期    | 6.1  | 短期    | 6.1  | 短期   | 6.1  | 短期   | 6.1  | 短期   | 11.8 |    |      |
|       | その他   | 9.9  | その他   | 9.9  | その他  | 9.9  | その他  | 9.9  | その他  | 11.8 |    |      |
|       | 借入金   | 15.3 | 借入金   | 15.3 | 借入金  | 15.3 | 借入金  | 15.3 | 借入金  | 11.8 |    |      |
|       | 資本金   | 4.6  | 資本金   | 4.6  | 資本金  | 4.6  | 資本金  | 4.6  | 資本金  | 11.8 |    |      |
|       | 借入計   | 21.4 | 借入計   | 21.4 | 借入計  | 21.4 | 借入計  | 21.4 | 借入計  | 11.8 |    |      |
|       | 自己資本  | 39.6 | 自己資本  | 39.6 | 自己資本 | 39.6 | 自己資本 | 39.6 | 自己資本 | 11.8 |    |      |
|       | 長期資本  | 58.0 | 長期資本  | 58.0 | 長期資本 | 58.0 | 長期資本 | 58.0 | 長期資本 | 11.8 |    |      |
|       | 流動負債  | 42.0 | 流動負債  | 42.0 | 流動負債 | 42.0 | 流動負債 | 42.0 | 流動負債 | 23.6 |    |      |
|       | 一般負債  | 39.0 | 一般負債  | 39.0 | 一般負債 | 39.0 | 一般負債 | 39.0 | 一般負債 | 25.7 |    |      |
|       | 買入債務  | 26.0 | 買入債務  | 26.0 | 買入債務 | 26.0 | 買入債務 | 26.0 | 買入債務 | 11.8 |    |      |
|       | 短期    | 6.1  | 短期    | 6.1  | 短期   | 6.1  | 短期   | 6.1  | 短期   | 11.8 |    |      |
|       | その他   | 9.9  | その他   | 9.9  | その他  | 9.9  | その他  | 9.9  | その他  | 11.8 |    |      |
|       | 借入金   | 15.3 | 借入金   | 15.3 | 借入金  | 15.3 | 借入金  | 15.3 | 借入金  | 11.8 |    |      |
|       | 資本金   | 4.6  | 資本金   | 4.6  | 資本金  | 4.6  | 資本金  | 4.6  | 資本金  | 11.8 |    |      |
|       | 借入計   | 21.4 | 借入計   | 21.4 | 借入計  | 21.4 | 借入計  | 21.4 | 借入計  | 11.8 |    |      |
|       | 自己資本  | 39.6 | 自己資本  | 39.6 | 自己資本 | 39.6 | 自己資本 | 39.6 | 自己資本 | 11.8 |    |      |
|       | 長期資本  | 58.0 | 長期資本  | 58.0 | 長期資本 | 58.0 | 長期資本 | 58.0 | 長期資本 | 11.8 |    |      |

A 社

|       |       |      |       |      |      |      |      |      |      |      |    |      |
|-------|-------|------|-------|------|------|------|------|------|------|------|----|------|
| 流動資産  | 流動資産  | 50.4 | 流動負債  | 流動負債 | 23.6 | 一般負債 | 買入債務 | 11.8 | 一般負債 | 25.7 | 負債 | 94.8 |
|       | 現金    | 4.5  |       | 現金   | 4.5  |      | 当座   | 30.2 |      | 短期   |    |      |
| 非流動資産 | 非流動資産 | 49.6 | 在庫ほか  | 在庫ほか | 20.3 | 固定負債 | 固定負債 | 71.2 | 固定負債 | 71.2 | 負債 | 94.8 |
|       | 有形    | 44.8 |       | 有形   | 44.8 |      | 長期資本 | 76.4 |      | 長期資本 |    |      |
|       | 有形    | 26.3 | 有形    | 26.3 | その他  | 9.9  | その他  | 3.1  | その他  | 6.7  |    |      |
|       | 土地・建物 | 18.5 | 土地・建物 | 18.5 | 借入金  | 9.9  | 借入金  | 15.3 | 自己資本 | 5.2  |    |      |
|       | その他   | 4.8  | その他   | 4.8  | 資本金  | 4.6  | 資本金  | 4.6  | 自己資本 | 5.2  |    |      |
|       | 剰余金   | 35.0 | 剰余金   | 35.0 | 借入計  | 21.4 | 借入計  | 21.4 | 自己資本 | 5.2  |    |      |
|       | 自己資本  | 39.6 | 自己資本  | 39.6 | 自己資本 | 39.6 | 自己資本 | 39.6 | 自己資本 | 5.2  |    |      |
|       | 長期資本  | 58.0 | 長期資本  | 58.0 | 長期資本 | 58.0 | 長期資本 | 58.0 | 長期資本 | 76.4 |    |      |
|       | 流動負債  | 42.0 | 流動負債  | 42.0 | 流動負債 | 42.0 | 流動負債 | 42.0 | 流動負債 | 23.6 |    |      |
|       | 一般負債  | 39.0 | 一般負債  | 39.0 | 一般負債 | 39.0 | 一般負債 | 39.0 | 一般負債 | 25.7 |    |      |
|       | 買入債務  | 26.0 | 買入債務  | 26.0 | 買入債務 | 26.0 | 買入債務 | 26.0 | 買入債務 | 11.8 |    |      |
|       | 短期    | 6.1  | 短期    | 6.1  | 短期   | 6.1  | 短期   | 6.1  | 短期   | 11.8 |    |      |
|       | その他   | 9.9  | その他   | 9.9  | その他  | 9.9  | その他  | 9.9  | その他  | 11.8 |    |      |
|       | 借入金   | 15.3 | 借入金   | 15.3 | 借入金  | 15.3 | 借入金  | 15.3 | 借入金  | 11.8 |    |      |
|       | 資本金   | 4.6  | 資本金   | 4.6  | 資本金  | 4.6  | 資本金  | 4.6  | 資本金  | 11.8 |    |      |
|       | 借入計   | 21.4 | 借入計   | 21.4 | 借入計  | 21.4 | 借入計  | 21.4 | 借入計  | 11.8 |    |      |
|       | 自己資本  | 39.6 | 自己資本  | 39.6 | 自己資本 | 39.6 | 自己資本 | 39.6 | 自己資本 | 11.8 |    |      |
|       | 長期資本  | 58.0 | 長期資本  | 58.0 | 長期資本 | 58.0 | 長期資本 | 58.0 | 長期資本 | 11.8 |    |      |



(表14) B社—財産評定後と「ライバル企業」の財政構造

|                                      | — B 社 —         |      | 「ライバル企業」 | 中小企業<br>類似業種<br>全企業 |                            |             |
|--------------------------------------|-----------------|------|----------|---------------------|----------------------------|-------------|
|                                      | 成案              | 別案   | X 社      |                     |                            |             |
| 自己資本比率(実質) a                         | △0.2            | 22.8 | 39.0     | 22.5                | 自己資本は特定当金含む、<br>以下同じ       |             |
| 固定資産構成比 b                            | 32.2            | 47.7 | 26.7     | 23.7                |                            |             |
| 固定比率 b/a                             | 不能              | 209  | 68       | 105                 |                            |             |
| 長期資本構成比 c                            | 74              | 80.4 | 45.4     | 34.1                |                            |             |
| 固定長期適合比率 b/c                         | 43              | 59   | 59       | 69                  | 中小企業は100%B/Sか<br>ら算出の加重平均値 |             |
| 流動比率                                 | 265             | 267  | 134      | 116                 |                            |             |
| 当座比率                                 | 162             | 162  | 83       | 80                  |                            |             |
| 固定負債比率                               | 不能              | 253  | 16       | 52                  |                            |             |
| 借入金構成比                               | 56              | 43   | 32       | 22                  | B社の借入金は更生債務                |             |
| 売上債権対買入債務 d                          | 262             | 262  | 143      | 65                  |                            |             |
| 棚卸資産対買入債務 e                          | 209             | 209  | 162      | 47                  |                            |             |
| d + e                                | 471             | 471  | 305      | 112                 |                            |             |
| 1<br>人<br>当<br>り<br><br>(<br>万<br>円) | 総資産             | 668  | 866      | 1,644               | 1,074                      | 人数は期末、B社は推定 |
|                                      | 流動資産            | 453  | 453      | 1,202               | 820                        |             |
|                                      | 棚卸資産・売上債権       | 381  | 381      | 838                 | 589                        |             |
|                                      | 固定資産            | 215  | 413      | 438                 | 254                        |             |
|                                      | 有形固定資産          | 167  | 366      | 152                 | 214                        |             |
|                                      | 土地              | 75   | 274      |                     |                            |             |
|                                      | 土地・建物・<br>建設仮勘定 |      |          |                     | 122                        |             |
|                                      | 減価償却資産          | 92   | 92       |                     |                            |             |
|                                      | 設備資産            |      |          |                     | 92                         |             |
|                                      | 負債              | 669  | 669      | 1,003               | 899                        |             |
|                                      | 固定負債            | 499  | 499      | 105                 | 135                        |             |
|                                      | 自己資本            | △1   | 198      | 641                 | 261                        |             |

注：X社分は日経指標，中小企業は中小企業庁経営指標，それぞれ参照なら  
びに算出。

の全企業平均しかえられない)の指標を付した。

このばあいは①の更生会社相互の比較よりも有効とみられる。基礎部位に  
おける更生会社の財政構造上の特徴はみてとれるし，不利の度合も相応に判  
定できよう。A社のばあい更生債務に対応して増価のため固定資産構成比が  
拡大し同業平均をこえた。B社のばあいはこの作用はない。しかし倒産前  
(表3)とくらべると追加投資なしに固定資産構成比は上昇した。

この点で共通して明らかなのは更生会社の流動資産・負債部分の縮小である。流動性関係諸比率の上昇は更生債務確定（長期化）によるだけでなく、総体としての流動部分縮小にも基づく。しかも前記のように運転資金における回転率関係の制約から、流動性は比率値なみに保たれているわけではないのである。売上債権・棚卸資産と買入債務の関係にこの不安が表われている。

また1人当り諸資本を参照すれば、(1)でみた更生会社における過少資本化の傾向を一般化できよう。A社のごときは増価後でさえそうみえる——「補助」状態でしかも「貧血」とみられる。A社の資本装備率の実質に関しては（表8）による観察をくりかえすまでもなかろう。取得原価ベースのそれも粗大をまぬがれないが、A社のそれは弁済本位の計画における「資本評価」に左右されているのである。

要するに過少資本化を人の働らきで補なわざるをえないのが更生会社の宿命というべきであろう。

実現をみななかったB社の別案を一瞥しておきたい。土地だけの増価によって過少資本化に実質的なプラスが加わりようもないが、資本側面だけをみるとき形のうえでは資本構成の変革になる。だが原案のとおりでは株主権の優遇となり更生担保権者の了承もとりつけにくかったであろう。それにしても結局は管財人を送りこんだ商社が、一般更生債権を大幅に免除しながらなぜ株式代物弁済の方向さえとらななかったか、示唆をはらむケースといえよう。

### 3) 財産評定とキャピタリゼーション

分析の標的と資本側面——更生によりそくする方向にとるべき段となった。(1)においてA社の総資本利益率を表示した（表7）が、この比率の実質は総資産にあり業績測定に適するとみなされている（簿価ベースとはかぎらない）。資本側面からはキャピタリゼーションこそふさわしい——だがわが国企業向けのそれ（注160を参照）である。営業利益に対するそれはこのさい資本還元率にも参照しうるであろう。（表15）をしめそう。

一般企業とのキャピタリゼーションにおける構成の差異はやむをえないが、

(表15) 事例会社と同業平均のキャピタリゼーション, t+5年度, %

|                        | 同業(全企業平均) |        |       | A 社  |       |       |
|------------------------|-----------|--------|-------|------|-------|-------|
|                        |           |        |       |      |       |       |
| 短期借入金                  | 6.1       | 9.5    | 23.4  | 4.5  | 5.6   | 6.5   |
| 長期借入金                  | 15.3      | 23.9   | 58.9  | 64.5 | 79.6  | 92.3  |
| その他の固定負債               | 3.1       | 4.8    | /     | 6.7  | 8.3   | /     |
| 特別引当                   | 1.0       | 1.6    | /     | -    | -     | -     |
| 資本金                    | 4.6       | 7.2    | 17.7  | 0.8  | 1.0   | 1.2   |
| 資本準備金                  | } 34.0    | } 53.0 | /     | 8.0  | 9.9   | /     |
| 利益剰余金                  |           |        |       | △3.5 | △4.3  | /     |
| 合計                     | 64.1      | 100.0  | 100.0 | 81.0 | 100.0 | 100.0 |
| 1人当りキャピタリゼーション(万円)     | 608       | 248    |       | 688  | 628   |       |
| キャピタリゼーション             | 営業利益率     | 19.4%  | 47.6  | 11.2 | 12.2  |       |
|                        | 回転率       | 2.13回  | 5.23  | 2.20 | 2.41  |       |
| インスタント・カバレッジ (9.1:2.1) |           |        | 4.33倍 |      |       |       |

注：①同業は前掲，中小企業庁経営指標。同原価指標により算出。対応規模でなく全企業分しかえらないので（表7，9）と異なる。

②短期借入金は底だまりとみて算入した。

③インタレスト・カバレッジは営業利益対純支払利息の方式しか推算しえない。

継続企業のそれとしては蓄積利益のクッションを欠くだけ余裕がなく，キャピタリゼーションそのものがかなり重荷となっているのがみてとれよう。だがA社はよく営業量を増大させ営業利益率10%超を確保した。営業利益は減価償却費控除後であり更生債務の利息は免除されるので，この水準が財産評定～更生計画に参照されたかとの推測もできる。しかも上記の償却は増価分を含むから（表7を参照）相応の余裕もある。課税利益発生前期間にはとくにそういえる。

しかし上記の時期は一般企業の比率にも表われているように有利な環境にあった。ところが続く時期には景気の不透明によってA社の売上高営業利益

率は、1.1%に低下し、キャピタリゼーションは弁済によって若干減少したものの、その利益率は3%をきる見通しとなった。

### (3) 計画遂行の経営分析

#### 1) 計画認可以後の経営分析

更生会社の計画目標が弁済計画の達成におかれることはいうまでもないが、純財務にそくするそれと有機的な関連を保ちながら、別に実体面と脈絡する経営計画が必要とされることも明らかである。これがかねて計画認可以後の経営状況を観察するための分析事例を供しよう。

(表3・10) でみるように、主力製品とその市場シェアなどからX社がB社のライバル企業とみなされてきた。しかし(表12・14) で明らかのように、更生を境界にB社と彼の距離は規模・能力において決定的に拡大した。いまのB社にX社に追いつけ・追いこせのドライブを強いるのは無理であり、(表14) でしめしたように中小企業庁指標——中小企業の業績をこえる目標を追うのが現実的といえる。他面、それでは製品において十分の比較性をえにくいこともそのさいふれた。そこでこの両面に配慮しつつB社のその後における分析の比較指標を求めるとすれば、上記の双方を併用する方途を選ぶべき結論となる。

(表16) がその例示である。X社は生産合理化投資とともに販売直接費率がしめすように販売網を強化し市場シェアを高め、さらに最近は新種をうちだすいっぽう内需の伸びなやみの突破口を輸出に求めつつあると伝えられる。これに対してB社は(表14) でみた過少資本化を人の働らきで補なっている状況が表われており比率配置は中小企業に近い。一般に中小企業は収益性において人に弱く資本につよい——資本節約型であるが、B社の資本利益率構造は利息免除を考慮すれば水準も併せて中小企業に近似するからである。<sup>177)</sup>

177) 規模による収益性構造の特徴についてはつぎの小稿を参照。中小企業の財務構造、回顧と展望、商工金融、昭54年1月。

(表16) B社更生計画認可後の業績推移

|     | B社             |        | X社    | 中小企業類似業種 |              |
|-----|----------------|--------|-------|----------|--------------|
|     | t+1            | t+2中間  | t+1   | 全企業 t+1  |              |
| 収益性 | 1人当り経常利益 (万円)  | 80     | 61    | 188      |              |
|     | =同 売上高 (〃)     | 1,523  | 1,642 | 1,908    | 1,692(生産高)   |
|     | ×) 売上高経常利益率(%) | 5.3    | 3.7   | 9.9      | 2.7          |
|     | 総資本経常利益率 (〃)   | 10.0   | 7.0   | 10.0     | 4.9          |
|     | =売上高経常利益率 (〃)  | 5.3    | 3.7   | 9.9      | 2.7          |
|     | ×) 総資本回転率 (回)  | 1.9    | 1.9   | 1.0      | 1.5(経営資本)    |
| 経済性 | 売上総利益率 (%)     | 22.4   | 18.9  | 29.5     | 20.3         |
|     | 販売直接費率 (〃)     | 2.1    |       | 6.1      |              |
|     | 営業利益率 (〃)      | 5.0    | 3.3   | 10.1     | 1.4(支払利息差引後) |
|     | 金融費用率(純) (〃)   | △0.1   |       | 0.5      | 2.3          |
|     | 総人件費率 (〃)      | 26.6   |       | 19.7     |              |
| 回転率 | 固定資産 (回)       | 6.3    | 6.0   | 4.1      | 7.2          |
|     | 有形固定資産 (〃)     | 9.2    | 9.6   | 11.5     |              |
|     | (不動産除く)        | (42.6) |       | (26.8)   |              |
|     | 流動資産 (〃)       | 2.7    | 2.8   | 1.3      |              |
|     | 棚卸資産 (〃)       | 6.0    | 6.5   | 2.9      |              |
|     | 売上 [割手・譲手含 (〃) | 3.2    |       | 3.1      | 2.9          |
|     | 債権 [同、除 (〃)    | 5.9    | 6.0   | 4.2      | 5.9          |
|     | 買入債務 (〃)       | 7.6    | 7.7   | 2.9      | 2.3          |

注：①X社分は日経指標，中小企業は中小企業庁経営指標を参照および算出。  
 ②中小企業は1人当り生産高を除き単純平均値につき収益性に関する定義式は適合しない。

そしてB社の総資本回転率が中小企業よりも早くおもに流動資産のそれに起因することは、A社に関して(表9)でふれたとおりである。

B社のばあいは財産評定は簿価のまま据置かれたこと既述のとおりであるが、表示に付記したように次期には環境悪化からA社ほどではないが業績は低下傾向にある。売上総利益率の動向がその兆候を端的に表わしており、  
 3. 2(2)でふれた新工場製品の競争および開発力不足に基づくと、新工場への設備投資息ぎれ——機械装備の遅れの示現でもある。B社のばあい

倒産原因分析の段階から工場（製品）別の厳密な分析が不足しておりそれが更生計画まで持ちこしていた。<sup>178)</sup> もっともこれを直ちに keep or drop の俎上にあげるほどの状況でもない。そして新工場不動産がB社財産の実価を高めた事情（表14、財産評定の別案を参照）が、旧工場従業員の新工場投資への反感ひいては工場間のコンフリクトと皮肉にからんでもいた。したがって新経営者としては、両部門の業績を明確に分析しそれぞれの条件におうじた計画をたてることが、労働面にも前向きに役立ち、リーダーシップを発揮できると考えられる。

## 2) 更生債務の弁済財源

A社のばあいは（表15）に関してふれたようにB社よりも財産評定～更生債務弁済額において不利であり、しかも表示以後における業績低下度も大きかった。もともと同社の事例にそくしてみたとおりの更生会社の資金操作には固有のデリカシーがつきまとうので、営業利益の変動によりいっそうきびしさがたちまさることになる。（表17）はかような事態をA社の事例にてらし配慮した試案である。

表は原理よりも現実の可能性をしめすいみをもつ。平板に読むばあいあるべき弁済財源は経常利益が原則的である。ただし設備投資資金は不足するかもしれない。だがA社のばあいは増価によって減価償却費はかえって増大している。業績順調で資金操作もこれにともなえば弁済引当資金を蓄積できる。また従業員は倒産経験から退職年金掛金以外に退職給与の引当だけでなくあるていどの特定預金を希望しよう。事実、他に財源を求めにくい。

しかし状況が反対に向かえば財源は経常利益から現金経常利益にまず移る。その余は矢印の個所にくいこみかねないことになる。

だが上記が業績不振の結果であればさけがたい帰趨といえる。問題は資金側面の原因から同じ事態が生じうるところにあり、手形集金があって割引不

178) 文献④, 201頁。工場ごとの財産評定にふれている。利益～資本還元率を異にするとしている。

(表17) 損益計算書のフォーム

|                 |         | (年 度) |   |         |
|-----------------|---------|-------|---|---------|
|                 |         | ¥     | % |         |
|                 |         |       |   |         |
| 売上高             |         |       |   |         |
| 一) (現金売上原価)     |         |       |   |         |
| 材料費・外注加工費       |         |       |   |         |
| その他の製造物件費       |         |       |   |         |
| 人件費             | [ 経常人件費 |       |   | (移動可能性) |
|                 | 賞与手当    |       |   |         |
|                 | 退職金     |       |   |         |
|                 | 退職年金掛金  |       |   |         |
| 総製造費用(現金)       |         |       |   |         |
| 一) 製品・仕掛品増・減(△) |         |       |   |         |
| 現金売上総利益         |         |       |   |         |
| 一) (販売費・一般管理費)  |         |       |   |         |
| 物件費             |         |       |   |         |
| 人件費             | [ 経常人件費 |       |   | (移動可能性) |
|                 | 賞与手当    |       |   |         |
|                 | 退職金     |       |   |         |
|                 | 退職年金掛金  |       |   |         |
| 現金営業利益          |         |       |   |         |
| 一) (営業外損・益△)    |         |       |   |         |
| 金融損・益△          |         |       |   |         |
| その他の営業外損・益△     |         |       |   |         |
| 現金経常利益          |         |       |   |         |
| 一) [ 減価償却費      |         |       |   |         |
| 貸倒引当(純)         |         |       |   |         |
| 一) 退職給与引当(純)    |         |       |   |         |
| 経常利益            |         |       |   |         |
| 一) 特別損・益△       |         |       |   |         |
| 税引前利益           |         |       |   |         |
| 法人税等充当額         |         |       |   |         |
| 税引後利益           |         |       |   |         |

参考：弁済引当預金・退職手当引当預金残高

可能ならばそのシワは未払人件費の累積によりやすいのである。<sup>179)</sup>

#### 4, 2 更生計画の財務分析 (米国の事例によせて)

素材は周知の事例の抄訳によるが、重複をおかして筆者の理解を混えた略述ののち、財務を中心に多少の考察をキャピタリゼーションに関する思考にそくしつつ試みたい。<sup>180)</sup>

##### (1) 事例の概要

事例会社は「川下」ながら extractive industry に属するコミュニティ色ある非大企業、初度の更生以後5年で固定費支払不能から受託会社がレシーヴァシップ手続を開始、裁判所の担保物件公売命令～入札者なし、を経て債務者による更生の申請におよんだ。会社提案の更生計画に対して SEC は否定的見解を表明したが裁判所は公正・衡平かつ遂行可能と認める判示をくださった。

会社提起の計画は(表18)のとおりである。同社最近5ケ年の業績は各年償却後欠損(うち2年は償却前欠損)で、累計93万ドル強(償却前利益累計約25万ドル弱)となるが、経営条件好転による最近5ヶ月の実績を根拠として、管理人は年間利益(社債利息・同割引、減価償却前——税引前営業キャッシュフローに相当)を26万ドル強と予測し、これから年間減価償却費(期間10年)を差引き約17万ドルを10%で資本還元し、継続価値を約170万ドルと評定した。表記の「生産者グループ」が新普通株引受と社債の一部買受予約以外に取引契約および短期融資など、わが国流の表現ではスポンサーとなる。

これに対する SEC の評価修正は表の下半部のとおりであるが、さきだつて収益予測の修正が提起される。SEC は収益予測は実績に異常および合理的に予測可能な事態に基づく調整を加えるとのべながらも、管財人の予測基

179) 文献②, 436頁。再建手続中の会社と銀行の取引再検討——手形割引・貸出にふれる。また日本に手形がなくなるといふかぎり企業倒産の激減はないという。同, 433頁。

180) 文献②, 202～216頁。



(表18) アトラス・パイプライン会社の更生計画, '41年のケース, 筆者による要約・編成

1. 新旧の資本構成, 会社の計画

|                                 | 旧  |                             | 新  |          | 設<br>明 (○は新規)  | 免<br>除<br>額  |
|---------------------------------|--|-----------------------------|--|----------|--|--------------|
|                                 | 金額   | %                           | 金額   | %        |  |              |
| 第1順位担保付<br>転換社債(6%<br>利付・減債基金付) | 元金 \$ 836,000<br>利息 125,400<br>961,400       | 35.2                        | \$ 961,400<br>○ 50,000<br>1,011,400        | 65.4     | 第1順位担保付社債(4.5%<br>利付・減債基金年 \$ 50,000,<br>担保は引継ぐが現在受託会<br>社保有現金※におよばず)            |              |
| 第2順位担保付<br>転換社債(6%<br>利付・減債基金付) | 元金 \$ 1,305,000<br>利息 195,750<br>1,500,750   | 55.0                        | 435,000<br>—<br>435,000                    | 28.1     | 優先株(4,350株,4%配当付,ただし33ヶ<br>月間は利益の限度で累積。その後は制限<br>なく累積。役員選任につき特約あり。<br>元金1/3・利息切捨 | \$ 1,065,750 |
| 普通株(額面 \$ 10)                   | 268,800                                      | 9.8                         | ○ 100,000                                  | 6.5      | 計画から排除<br>引受「生産者グループ」が買取一普通株(額面 \$ 20)   | 268,800      |
| キャピタリゼーション計                     | \$ 2,730,950                                 | 100.0                       | \$ 1,546,400                               | 100.0    |  |              |
| 流動<br>負債                        | ( 84.4)<br>105,000 ( 3.2)<br>400,000 ( 12.4) | ( 91.4)<br>( 6.2)<br>( 2.4) | ( 91.4)<br>105,000 ( 6.2)<br>40,000 ( 2.4) |          | 全額支払<br>10%支払  | 360,000      |
| 負債合計                            | \$ 3,235,950                                 | ( 100.0)                    | \$ 1,691,400                               | ( 100.0) |  | \$ 1,694,550 |

## 2. 財産評定, SEC

| 清算価値      | 説明           | 高              |    | 低            |    | 説明           |
|-----------|--------------|----------------|----|--------------|----|--------------|
|           |              | 率              | 金額 | 率            | 金額 |              |
| 固定資産計     | 754,000      | 処分価値 →         | 12 | \$ 428,000   | 15 | \$ 375,000   |
| 現金        | 361,600      | ※ \$ 150,600含む |    |              |    |              |
| 受取勘定      | 123,000      | 簿価の 90%        |    |              |    |              |
| 棚卸資産      | 294,000      | 全上 80%         |    |              |    |              |
| 流動資産計     | 778,600      |                |    |              |    |              |
| 差引：管財人支払分 | 356,000      |                |    |              |    |              |
| 純流動資産     | 422,600      | →              | 6  | 320,000      | 6  | 320,000      |
| 子会社株式     | 13,000       |                |    | 13,000       |    | 13,000       |
| 純清算価値     | \$ 1,189,600 |                |    |              |    |              |
| 将来収益      |              |                | 12 | 469,000      | 15 | 436,000      |
| 合計        |              |                |    | \$ 1,230,000 |    | \$ 1,144,000 |
| 差引：資本改良費  |              |                |    | 110,000      |    | 110,000      |
| 継続企業価値    |              |                |    | \$ 1,120,000 |    | \$ 1,034,000 |

'39年,裁判所決定の最低公売価格  
\$ 1,200,000, 入札者なし  
年間償却前営業利益 \$ 130,000,  
残存年数 5年

礎期間を短期とはいえ経営条件変化にてらし容認した。もちろん実績も過去5ヶ年につき部門別および合計の損益表としてしめされている。SECの修正は上記管財人の予測を内容ならびに不確実を理由に年間13万ドルが上限とみた。ただし利息・償却控除前で営業キャッシュフローに相当する。なお重要な限定がつく。会社の存続期間を5年と予測したことで、その理由は負債支払をこえて技術進歩に追随しうる更新投資能力はないとみる点にある。この5年が財産評定の現価算定期間にあてられる。

財産評定では表示の清算価値が当然ながらまず算定されるが、管財人のばあいとちがってこの評価が継続企業価値——ただし継続期間5年として、の基礎とされる。すなわち個別価値（直接には固定資産）と各年13万ドルで5ヶ年の予想収益に、ハイ・ロウ・メソッドによる資本還元率15~12%を適用して現価が求められる。この率は管財人のそのリスクによる修正である。価格・コストは収益予測におりこまれているとみられるので、リスク要因はおもに技術面における競争力不安をさすと解される。運転資本はネット概念に基づき純流動資産によるが、これも清算価値に抛り6%の割引率を用いている。市場金利を想定してであろう。以上の結果が表示のように継続価値の上限が清算価値を下回る評定となり、管理人提案拒否の定量的根拠をなす。双方とも事前における裁判所提示の公売価格にたっしないことにも注意を払っておこう。

報告は次いで遂行可能性と公正・衡平に関する論評に入る。遂行可能性の判定基準は資本構成の健全におかれ、財産価値との関連性および適正な準備金で測られる、とする（その一部は表上に算出しておいた、筆者）。計画の総資本（キャピタリゼーションをさす）はさきの継続企業価値を大きく超過し、資本側の構成だけをみても社債が65%、優先株を加えると、93%にたつ。初度の更生においても高率の固定費および債務構成が今回の結果をまねいており、3度目の更生にいたるおそれすらある計画である、と評する。

公正・衡平に関する論評は社債権者の権利を損ねすぎるとするもので、と

くに第2順位社債権者の清算にさいする分配権につき平等原則に反するとし、また社債権者と利害相反する生産者グループが支配的地位にたつとの見通しから、他のグループとの話合不十分と認定している。

しかし裁判所は管財人の改善策と経験にてらしその予測を妥当と認め、また生産者グループの約束および社債権者側にたつ銀行家と企業家の同意を尊重し、法が求める互譲マインドに出る更生がより危険と不確実性をはらむ清算にまさると判断し、計画承認を決定した。清算では第2順位社債権者は無担保債権者なみの権利しかえられないと付記もしている。

なお、判事はSEC報告は「慎重かつ冷淡」と評し、また会社の資産価値が証券の額面価値を下回るばあいは証券発行すべからずとの見解がSECに存するとすれば、新設でないかようなケースには適当でない、とのべている点に注目しておきたい。

本件会社はその後において戦中・戦後景気に恵まれ更生は成功した。数年以後には利益は利払前・税引で管財人の予測の2倍をこえ、証券価格はかなりの水準をしめし、とくに普通株は額面を大きく上回り、やがてその過半がスタンダード石油に買取られ、次いで社債償還・優先株消却におよんだ。

## (2) 若干の考察（キャピタリゼーションの諸相）

SEC報告からは米国における会社のキャピタリゼーションをめぐる経験と思考の累積が更生の個別事例をつうじて窺われる。かような視点からより視界をひろげて未だ十分ではないがなにがしかの考察をつけ加えたい。

### 1) キャピタリゼーションの2側面

わが国の更生とくらべてつよく印象づけられるのはキャピタリゼーションの半面である。「投資ないしは資金運用からもたらされる収入の流れを所与の利子率ないし収益率で割引いて、その現在価値を求める手続」とは、専門化されまた操作的なキャピタリゼーションの現代的定義といえるであろう。<sup>181)</sup>

181) 諸井勝之助，経営財務講義，昭54，6頁。操作主義の原点ともいうべき物理主義を想起させる。わが国における早期のつぎの労作を参照されたい。中村克己，論理学・科

しかしその機能の展開を求めて時をさかのぼるならば世紀初のコントンが明解に指摘するように、企業価値のメジャであるとともに権利割当の手段である。<sup>182)</sup> 後者をさらに詳言すれば発行証券の種類と価格をきめつつ資本資金を調達する機能であり、その基底にリスク・キャピタルの担い手たるオーナーシップをみることができる。<sup>183)</sup> くだって更生にそくすればヴァン・アースデルがいう「評価の二重性 (twofold)」——企業の所要資本とこれに関する権利である。<sup>184)</sup> かような意味でキャピタリゼーションは資本構造とその計画をもつことになる。

本件事例における資本構成の大半は証券であり振替による更生計画も同断である。社債の期間は長く、権利変更の不利な第2順位社債権者には優先株を交付し資本構成の弾力化がはかれる。他方で普通株主(生産者グループ)と他との関係にとくに留意しつつ合計3 parties 間の諸権利の調整を意図する。それぞれの投資は役員選任や議決権と関係づけられており、計画案では社債権者・優先株主から取締役各1名を選出でき(総数11名)、また33ヶ月間無配が続けば株主の議決権は優先株主に移り、普通株主は社債権者と同様に取締役1名しか選任できない。証券の種類は複雑なケースでないが諸権利に関する多面にわたる交渉～協定を見出すのである。

学方法論, 昭27。

182) Conyngton, H. R., *Financing an Enterprise, a Manual of Information and Suggestion for Promoters, Investors and Business Men Generally*, 3rd ed., 1909 (1st ed., '06), pp. 166~167. ただし本版では筆名 Cooper, Francis となっている。彼は経営者・ジャーナリストを経て Ronald Press の取締役会議長。実務の実態熟知によって本書は多く参照に資する。なおキャピタリゼーションの範囲に関して当時は諸見があり、つぎに詳しい。高寺貞男・醍醐 聰, 大企業会計史の研究, 昭54, 4~5頁, 脚註(高寺執筆)。

183) Lyon, Hastings, *Corporation Finance*, 1916, p. 1. オウナーシップを離れて会社金融はなく、オウナーたちを離れてオウナーシップはない、彼は株式会社金融開発の主役に investment banker を擬しつつかくいう。実態を描きえて妙というべきである。なお本書はつぎの enlarge 版のようであるが筆者は披見しえていない。Capitalization, 1, 912.

184) Van Arsdell, P. M., *Corporation Finance, Policy, Planning, Administration*, 1, 968, p. 1, 562.

## 2) 収益予測と財産評定

くだってガスマンらによれば、予想収益は実績を予想される変化——非経常損益・経営報酬・市場と営業，により調整するが実績をすこぶる重視する，という。適当な (suitable) 還元率は多くの実際情況 (practical situations) におうじて経験律 (rule-of-thumb) により決定されるが，権威ある過去のケースも参照できる。ここでガスマンらは例示的に工業では屢々10%を用いるが，より客観的には証券市場における比較可能（「比準」に相当しよう）な会社の実際価格利益率を適用すると付記している。<sup>185)</sup> 本件の SEC のばあいとほとんど変化なく，更生実務のすぐれて経験的たらざるをえない性格を思わしめる。ただし収益還元には通例のとおり年平均予想収益を還元率で除するのである。実績査定には証券分析の手法では平均と偏差・レンジ・トレンドなどを使う。<sup>186)</sup>

もっとも本件で SEC が経営条件の変化を認め，管理人による最近短期間の予測基礎を受入れたことは首肯できる。本稿事例でもみたとおり，更生自体が経営条件の著変をまねきやすいので，実績との間に連続・不連続の両面を生じその度合の判定もデリケートである。また実績・予測にわたり SEC の調査が実体面にも詳しいのは，キャピタリゼーションにおける会計家と技師の役割として旧来の所産であるし，'30年代は大恐慌後の斯界で調査・分析が促進された時期であった。

以上はここでの前おきにすぎない。ここで探究しようとするのはそれにながかに同調するいみでなく，判事の評した SEC 報告の「慎重かつ冷淡」，より客観的にいえば保守的傾向である。会社の実績は不良，更生は2度目，そして SEC は会社の技術的競争力重視において「限界状況にある企業」と表現している。そのような特殊条件——個別ケースをつうじて，である。

185) Guthmann, H. and H. E. Dougall, *Corporate Financial Policy*, 4th ed., 1,962, p. 657. 初版 ('40) 以降からの変化はたしかめえていない。本書に関しては以下同じ。

186) '20年代頃にはすでに証券分析で利用されていた。

まず予測収益は大幅に削減され還元率は引下げられた。だがその当否は見解により、高低のマニピュレーションもありうる。<sup>187)</sup> どちらかといえば前者はきびしいが実績も有利でない。後者は時差はあるがさきのガスマンらの例示からはひどくきびしいとはみられない。リスクを還元率で調整するのは常道となっていたとみられ、ハイ・ロウ法は管理実務で広く使われている。SEC はもっともらしいレンジから単一の数値を導くとの批判はあるが……。<sup>188)</sup>

だがいずれにしてもこれらはここで問うところではない。資産評価およびその用途が焦点と考えられる。財産評定が清算価値測定から出発する、これは既述のように当然である。だがそれが評定——継続価値評価にひと役を買っている。

ここでしばらく SEC の評定テクニックに目を移す必要がある。有形資産 (property, 営業有形固定資産をさす) プラス剰余金はキャピタリゼーションの基礎のひとつであり簿価に基づく。<sup>189)</sup> 運転資本はこのばあい純流動資産である。SEC はこのフレームを清算価値の基盤において利用した。さきに予測収益を営業キャッシュフローにより、資産のすべてをカテゴリーにおうじて清算処分価値で評価し、予想追加投資額を別建てすることでベースは首尾一貫せしめられた。そして収益予測の期間を5年に限定したことは現価の計算期間と脈絡せしめられている。この期間が会社の余命にあてられ局面の收拾がはかれる。これが SEC の評定ポリシーである。もっとも若干の弁疏がそえられる。上記の期間に多少の長短はありえても会社には負債支払以上の余力は期待すべくもないので、収益と資産の現価の変化は相殺しあいさ

187) 予想収益少のばあいに還元率を低くみて還元評価額を高める操作による goodwill 過大評価の事例指摘 (大正中期～昭和初期, 国・地方自治体による私鉄・電気事業会社の買収) に関してつぎを参照。高瀬荘太郎, 暖簾の研究, 昭5, 第2節2。

188) Arsdell, op. cit., p. 1, 566.

189) '17年にロウはキャピタリゼーションの基礎 (富の最良のメジャ) として, 有形資産・プラス剰余金・有形資産の再生産費・収益力の3種をおいた。Lough, W. H., Business Finance, 1, 917, pp. 172~175.

ほどの誤差は生じない，というものである。

ここにこのポリシーを支えうるかもしれないつぎの叙述がガスマンらに見出される。更生における資産 (properties, 以下同じ) 評価にはその基礎——取得原価・再生産費あるいは再売価値は無視されてよいと屢々論じられている。だがその例外として，資産と営業が標準化され高度に競争的な小企業では収益の持続が資産ラインにかかるので，その最近 (current) 再調達原価が企業の価値あるいは再売価値を測る重要な手がかりたりうる，というものである。<sup>190)</sup>とすれば SEC はかような論拠からまず資産価値をきめ，その収益力を有期的に予測したことになる。要するに上記を例外とするのは，資産価値からの出発——キャピタリゼーション・メソッドに対する例外，そしてその資産価値か清算価値に基づくこと，であろう。

この例外自体を論じる準備は筆者にはないし，多くのケースにそくする検討もとうてい不足である。しかしにも関わらずキャピタリゼーションについてのより一般的な考察を前記の基底として促されるのである。(1)で意を留めた判事の論評のうち，資産価値が証券の額面価値を上回るべきであるとする事への批判である。

キャピタリゼーションの基礎は早くから収益力に求められていた。さきに(注189)で引いた'17年のロウは続いてつぎのようにいう。キャピタリゼーションの基礎の収益力説は法理論との齟齬はあるが，理論と実務の双方において独を除く商業国(米・英・仏)で一般に受容されている。この収益力が潜在収益におよぶならば富の真実かつ満足できるメジャタリうる。その源泉は無形資産を含む資産におかれるが，rate of return は capital invested——キャピタリゼーションに基づき，自から会社の安定性と企業のリスクにかかる。統計もしめされている。<sup>191)</sup>

190) Guthman and Dougall, op. cit., p. 657.

191) Lough, op. cit., pp. 179~184. この rate of return は当時開発されつつあった内部利益管理向きの総資産利益率と異なり純財務的である。統計はキャピタリゼーションに



だが他方で資産価値とキャピタリゼーションのフェアな均衡が唱えられていた。ミードはその有力な根拠として '11年の上院議案における定義、「証券の額面価値が無形資産を含む所有資産の fair value をこえるばあい」 過大資本化とみなされる、を引き、これが近来受容されたとしている。<sup>192)</sup> この命題は引用がしめすように overcapitalization あるいは stock watering に出自とくに周知のトラスト問題に関連し、巨額の無形資産とりわけ goodwill の評価におよぶ。

もっとも上記の定義は資産評価基準を特定するものでなく無形資産を排除してもいない。また異論も存した。たとえばガスマンは前記ミードと同時期において、キャピタリゼーションを発行証券の額面価値とみなす見解を経常的とみなしつつ、リターンを稼げないキャピタリゼーションを overcapitalization とみる見解をも紹介している。<sup>193)</sup> ミード自身も時論的批判を構えつつこれに近い一般論的見解を早くから持っていたとみられる。<sup>194)</sup>

トラストをめぐるキャピタリゼーションは別のいくつかの観点から重大なテーマであるが本稿ではふれない。<sup>195)</sup> いまは上記の一般論的見解がさきの収益力説の展開にそい、さらに証券の市価に結びつく点に的をしぼろう。「株主権の市価は1株当り市価と発行株主権の相乗積で表現される」。窮極には普通株主に関わり会社の市価の核心となる。もつともガスマンの立言には

---

対する売上高および純益からなり、たとえば商工業の純益率は'00年と'10年で17および12%である。なおこの利益率は前世紀の70年代には使用されていた(鉄道業)。

192) Mead, E. S., *Corporation Finance*, 5th ed., 1, 924, p. 78. 本書初版('10年)には当然見当たらないが、2~4版('12・'15・'20・'23)については確認していない。なお引用の定義と同時期に認められるにいたった無額面株の出現があるが準備不足もありいまはふれない。

193) Guthmann, *op. cit.*, 1st ed., 1, 925, pp. 107~109.

194) Meade, *Trust Finance*, 1, 903, §6 & 7. overcapitalization 自体悪ではなく増益により証券価値増加可能なら可とする。だが証券が額面で売れるかいないかが proper capitalization のテストとなるという。overcapitalization の盛行が主因となり多くの証券が額面で売れない状況が'20年代半ば近くまで続いた。つぎも参照。馬場克三, 株式会社金融論, 昭40, 79~80頁。

195) つぎの筆者報告であるていどふれた。昭55年度経営史学会大会報告(レジュメ参照)。

「間接には資産の価値」——資産の市価でもあると付言されている。この時期のガスマンは、投資の観点からは貸借対照表も損益計算書もたんに資産の蓋然的価値予測の助けにすぎないとする。かくて継続企業の資産価値(市価)は未来収益力見積との均衡において設定される。<sup>196)</sup>

さて本件は非大企業のケースであり時期も終期近くとはいえ長期不況を脱していない。だが SEC への批判は収益力説を意識してであろうと思われる。

ところが他方で同時期にグレアムらは周知の著作「証券分析」において、普通株投資の基礎概念を適度で確実な配当・安定的で適当な利益・有形資産の満足な支持におきつつ、証券分析の保護機能のひとつを、貸借対照表上で実際原価または合理的な資産価値で表現されている固定資産の支持、に求めているのである。<sup>197)</sup> 別著においても会社証券価値の決定要因として、資産価値・収益力・同業他社とくらべての財政状態・利益のトレンド・経営者の環境適応能力をかぞえている。前者の財務諸表分析が概ね財務諸表の修正その他の定性的分析に終始しているのに対して、さきだつ本書では多くの財務比率が紹介されているが、1株当り純資産・社債1,000ドル当り純資産(book value ratio)も含まれる。<sup>198)</sup> かくてグレアムらは収益力重視を基本とし無形資産の重要性を認めながらも、それに対するチェックの不可欠を明示したのである。とはいえかような観点が好況期に無視されていたわけではない。財務分析の発展史からみれば、投資家的収益性分析の成長過程において銀行家的安全性分析の取入れと拒否の作用がからみあって働らくなかで、後者の独

196) Guthmann, op. cit., p. 93.

197) Graham, B. and D. L. Dodd, Security Analysis, Principles and Technique, 2nd ed., 1, 940, p. 351. 固定資産の簿価をうのみにするいみではない。固定資産価値の不安定と実務における混乱は多く指摘されるところである。

198) Graham and S. B. Meredith, The Interpretation of Financial Statements, 1, 937, p. 77 and pp. 81~88. 純資産は通常は無形資産を除いた有形純資産(tangible net worth)である。

走面が目だつにすぎない。<sup>199)</sup> だがアナリストのこの姿勢は大恐慌以後に大勢となったとみられる。

とすれば収益力一偏倒の姿勢は SEC のとるところでなかろう。しかし清算価値をもって継続企業価値測定の基礎にあてるのは、特定ケースの経験に基づくとはいえ矛盾を感じざるをえない。SEC の平均予想収益を直接に還元してもほぼ同じ結果がえられるはずである。SEC 報告は鑑定であり計画そのものではないが、もしその評定にしたがえば清算価値が会計再出発の基盤になることになる。もっとも収益予測はきびしくはあるが、営業キャッシュフローと資産の換金価値・追加投資支出を一貫したベースにのせた点は現代的といえよう。しかし流動資産の実現価値は継続企業基礎であればより多くなるはずである。

判事の論評に関しては上来の検討からは、むしろ「冷淡」を惻隠すべきかもしれない。更生は純財務面だけで占いけないからである。だがそれは1)でふれたキャピタリゼーションの別の側面でもある。財務論が財務管理技術だけで完成しえないゆえんでもあろう。

### 3) 更生計画と財務構成（投資分析と信用分析）

財務構成に関する SEC の分析は紹介されているかぎりでは簡単である。損益計算に関しては営業利益（キャッシュフロー）の修正だけ、資本構成においては資産負債比率と資本構成にふれ不健全と評する。前者は清算価値評価に基づき、後者では優先株発行による固定費負担の弾力化に關説しない。初度の更生における固定費過重と資本構成の不健全でここでの分析を予じめ蔽いさったとも解される。そこで本項では筆者がこれを補説しつつ一般的な

---

199) たとえばアナリストであるスローンは '29年の実証調査書においてキャピタリゼーションのリターン予測を証券分析の機能としつついう。invested capital (キャピタリゼーションに等しいが、'20年代にはこの表現が多くなる) は全証券の発行価値プラス剰余金であるが有形総資産（無形資産除く）マイナス流動負債にほぼ等しく、貸方表示は便宜を出ない。なお本書では次項3)でふれるような財務比率が多数しめされる。

Sloan, L. H., Corporation Profits, 1, 929, §. 2~14.

ケースを想定して考察を進めよう。

投資家向けの損益計算書は固定資産の多い鉄道など公益事業から出自したとみられるが、(表19)の1はその延長ともいえる型の例示、2は財務分析所要部分だけを詳細化して本件事例にそくしたものである。ビジネス・リスクは資本構成に関係しない。

(表19) 投資家向け損益計算書の骨組み

1. Saliers のプロ・フォーマあるいは一般 Income Statement, '17.

2. Graham ほか, 所得勘定, 会社計画数字による。

|                                   | 金額 | 安全率 |            |
|-----------------------------------|----|-----|------------|
| 営業総所得(gross income or earnings)   |    |     | 売上高        |
| 差引: 営業費用(cost)                    |    |     | 差引: 諸費用・税金 |
| 労務費・材料費・燃料費・減価償却費                 |    |     | 諸償却・廃却     |
| 商品売上原価(商業)                        |    |     | 営業利益       |
| 一般経費(expense)                     |    |     | 加算: 受取利息・  |
| 販売費...                            |    |     | 配当金・雑益     |
| 営業利益(earnings)                    |    |     | 総所得        |
| 加算: その他の所得                        |    |     | 172,916    |
| 投資利息・事務所賃貸料...                    |    |     | 差引: 支払利息   |
| 総利益(total earnings or net income) |    |     | 45,513     |
| 差引固定費(fixed charges)              |    |     | 73.7       |
| 税金・社債利息...                        |    |     | 純所得        |
| 純利益(net profit)                   |    |     | 127,403    |
| 差引配当金: 普通株・優先株                    |    |     | 差引: 優先株配当金 |
| 剰余金(surplus)                      |    |     | 17,400     |
|                                   |    |     | 63.4       |
|                                   |    |     | 普通株利益      |
|                                   |    |     | 109,643    |
|                                   |    |     | 差引: 普通株配当金 |
|                                   |    |     | 剰余金へ       |

注: 出所, Saliers, E. A., Financial Statements Made Plain, 1917, pp. 21~22. 但し簡約した。

- 注: 1) Income Account. 利益・所得はすべて income.
- 2) 安全率 (margin of safety) は金利補償倍率 (Times Interest Charges Earned) などとも。このばあいは  $172916 \div 45513 = 3.80$  倍。
- 3) 税金は考慮されていない。
- 4) 出所, Graham & Meredith の別掲書, 82頁および Guthmann, 別掲書, 初版, 141頁から合成。

ガスマンの著書は投資家向けの分析に詳しく信用分析書が優位を占める'20年代では異色のほうであるが、叙述は客観的であって信用分析を無視しているわけではなかった。しかし両者が別に論じられている観なしとしなかった。ところが第2版('35年)になると同じ章で財政構造比率が一挙かつ多数に姿を現わす。そしてその型は戦後の第4版('53年)にも概ね不変である。ただし章は固定資産から長期資本(Analysis of Fixed Liabilities And Ownership Interest)へ移され、キャピタリゼーションもここで扱われる。第4版によって(表20)に紹介しておこう。

とはいえこのような分析が遅れて着想されたのではなく、信用分析と概ね同時期すなわち世紀初前後にはじまるのである。すでにキャピタリゼーション構成・固定資産との関係まで含まれていた。<sup>200)</sup>しかし信用分析との交流むしろバンカーの知恵を借りたとみてよいかもしれない。また(注199)で引

(表20) ガスマンの財政構造比率

|                             |   |
|-----------------------------|---|
| 1. 資本構造比率<br>(キャピタリゼーション構成) | 社債…公益 60%・鉄道 50・工業 1/3<br>金利補償倍率 (coverage) 2 倍以上           |
| 2. 総資産負債比率                  | 負債比率は基本的ではあるが短期受信一般に少<br>総資産は有形総資産, 商工業で最低 2 倍<br>流動比率の線にそう |
| 3. 固定負債の保証                  | 運転資本対固定負債<br>付保資産対担保付社債                                     |
| 4. プラント価値テスト                | 営業有形固定資産の回転率をさす   |
| 5. 償却引当の適度                  | 減価償却進行度   |
| 6. その他の比率                   | 固定比率 (有形固定資産)・固定負債構成比・<br>運転資本回転率・剰余金対資本金                   |

注: 1) 標準は状況により可変的, 収益力によって負債安全性は異なるなどの注釈あり, なお別著で固定資産対流動資産が重視されている。  
2) Guthmann, 別掲書, 第4版, '53, 157~167頁。第3版('40)に関してはたしかめえていない。また Dougall との共著, 別掲書に上記注1)の比率が強調されている。

200) Woodlock, Anatomy of Railroad Reports, 1, 900. 詳細を披見しえていない。

いたスローンの調査にはさらに多くの財政構造比率が含まれる。このばあいには信用分析との合成の観がある。かくて財政構造比率の取入れは早期に生じたが、投資分析の立場から財政構造をいかにみるかは遅れたのである。好況が収益性分析を前面に押し出した。長期受信に関する金融環境もこれに同行していた。<sup>201)</sup> 投資分析の収益性独走傾向は環境からも必然であり、わが国における信用分析の不振と似ている。

だがいまは分析史の機会ではない。くだつて '30年代、グレアムらの分析事例を借りて本件につき(表21)で作業してみよう。<sup>202)</sup>

(表21) 本件会社の財務構成, Graham らのモデルによる

|                                       |                                     |                             |       |
|---------------------------------------|-------------------------------------|-----------------------------|-------|
| 1. 売上高営業利益率                           | ?                                   |                             |       |
| 2. キャピタリゼーション利益率                      | $172,916 \div (1,546,400 - 50,000)$ | 11.6% 税含まず,<br>減償基金差引後      |       |
| 3. 金利補償倍率                             | (表20) 既出                            | 3.8 倍                       |       |
| 4. 優先株配当補償率                           | $172,916 \div (45,513 + 17,400)$    | 2.75倍                       |       |
| 5. 普通株1株当り利益                          | $109,643 \div 5,000$                | \$ 21.9 税含まず                |       |
| 6. 減価償却率                              | ?                                   |                             |       |
| 7. 減価償却費率                             | ?                                   |                             |       |
| 8. 利益留保率                              | ?                                   |                             |       |
| 9. 棚卸資産回転率                            | ?                                   |                             |       |
| 10. 受取勘定集金日数                          | ?                                   |                             |       |
| キャピタリゼーション比率:                         |                                     | 分母, 減償基金差引後                 |       |
| 11. 社債キャピタリゼーション                      | 1,011,400                           | } $\div 1,496,400$<br>67.6% |       |
| 12. 優先株キャピタリゼーション                     | 435,000                             |                             | 29.1% |
| 13. 普通株資本キャピタリゼーション                   | $100,000 - 50,000$                  |                             | 3.3%  |
| 14. 流動比率                              | ?                                   |                             |       |
| 15. 当座比率                              | ?                                   |                             |       |
| 16. 普通株簿価(1株当り)                       |                                     | \$ 20                       |       |
| 17. 価格利益率(P/E比率)<br>(or Market Ratio) | ?                                   |                             |       |

注: 1) (表18)の会社計画と(表20)の2素材, 不完全な数字もあるので参考を出ない。

2) モデルの出所, Graham & Meredith, 別掲書, Part 2.

201) 信用分析成熟の '20年代は銀行与信の退潮期でもあった。財務諸表分析には内部財務管理分析の流れもあり, 3者は相互に干渉しあっている。それぞれにおける比率体系の相違についてはつぎの小著を参照されたい。文献⑤, 270~272頁。

202) グレアムらの比率分析が Key Ratios としてまとまるのは Security Analysis の第3版('51年)からである。筆者も小著, 応用経営分析, 昭44, 228頁に紹介したが, わ

以上の観察から理解しうるところであるが、ガスマンとくにグレアムらにおいて投資（証券）分析が信用分析の手法を自己の思考において取入れるにいたったことが、その比率選択から明瞭である。すなわち流動性——運転資本に関する比率ならびに同じく回転率である。これに対して固定資産の簿価に基づく比率はガスマンに一部を見出すだけであり、グレアムらには減価償却率しか採用されていない。彼らは投資に関する固有の領域——長期資本セクションの構造と財務収支とを結びつけること、また本稿では多くふれなかったがキャピタリゼーションの他の側面（権利関連）への対応を掘りひろげること、によって自己を確立したというべきである。これらが長期不況の環境下で進められた。

当時において本件業界の財政構造がどうであったかを、一貫生産業態の統計しかえられないがフォークによって（表22）に瞥見しておこう。表示は

(表22) 米国石油業界企業、'40年頃の財政構造比率、  
Integrated Operators

|            | 1939 | '40   | '39~'43平均 | 参考:'77 |
|------------|------|-------|-----------|--------|
| 流 動 比 率    | 3.18 | 2.87  | 2.70      | 1.39   |
| 流動負債対有形純資産 | 11.1 | 11.7  | 17.3      | 53.1   |
| 負債対有形純資産   | 31.9 | 34.9  | 45.4      | 97     |
| 固定負債対運転資本  | 98.2 | 105.5 | 91.0      | 211.5  |
| 固定資産対有形純資産 | 81.8 | 88.1  | 80.0      | 20     |
| 売上高対棚卸資産   | 5.4  | 4.0   | 5.9       | 12.6   |
| 棚卸資産対運転資本  | 64.0 | 65.4  | 65.4      | 112.0  |
| 平均集金期間(日)  | 30   | 33    | 35        | 44     |
| 売上高対有形純資産  | 0.90 | 1.00  | 1.01      | 2.70   |
| 売上高対運転資本   | 3.40 | 3.73  | 3.63      | 13.14  |

注：1) Dun and Bradstreet 調査，つぎの各章から編成した。Foulke, R. A., Practical Financial Statement Analysis, 1st ed., 1945.

2) 参考欄は通産省，世界の企業の経営分析，昭和54年版から，一部は算出した。エクソンほか8社の平均。

が国では早くつぎで紹介された。西村正巳，投資分析（証券分析），現代会計学全集，第9巻所収，昭28。

掲載全比率を含む。保守的財政構造は歴然としている。対象企業は異なるが近年とは今昔の感がある。とはいえわが国のばあいとは大きな距離が存する。<sup>203)</sup>

そこで本件のばあいにふれるならば、SEC はかような状況において財務構成を吟味したのであり、本件会社のような資本構成ははなはだしく *speculative* とみられ、(表21) の *capitalization ratios* はその証拠とされるのである。

### (3) 「過渡期にのぞむ更生」(’60年代の財務論から)

資料も余裕も不足であるが SEC の役割その他に関して追記ていどでふれておきたい。

#### 1) 相対観と複合基準

財務政策と銘うつ著作以外に更生の制度的検討にふれる見解は多くないようにみられるが、披見したガスマンらおよびアースデル(いずれも ’60年代)は絶対・相対優先説に関わりつつ更生の原理を実践的基調において論じ、後者はさらに公益事業に関係する州際商業委員会 (ICC) のビヘビアと対比のもと SEC のそれを批判している。絶対・相対優先説の包括的理解についての自信が筆者にはないが、前項1) ~3) との脈絡を念頭におきつつ財務を中心に考察してみたい。<sup>204)</sup>

アースデルの表現「過渡期にのぞむ更生」は、米法には更生と同時に設けられた整理 (*arrangement*, ただし全企業形態にわたる) もあるものの、更生の制度思考が倒産法制全般に根本的な影響力をもっていたところ、’52年の整理における規定の重大な修正などによって、更生にまで同じ方向への軌道修正を促しつつある、とみる点に基づく。整理には公正衡平は不要で遂行

203) わが国のばあい日石・丸善2社平均で ’77年の自己資本比率11%・固定比率290%・流動比率94%などである。

204) つぎを参照した。Guthman and Dougall, *op. cit.*, §. 31. Arsdell, *op. cit.*, §. 50~52. 掲載のケース (Arsdell では §. 53) は相応の検討におよびえていない。後者にみる財務論における思考方法の変化に関してはいまはふれない。



可能な計画だけが求められることとなり、更生における絶対的優先説の教義から解放されたのである。これにより下位証券はより保護され一般債権者の譲歩によって普通株主権を切捨てないですむ。もともと整理は速度と経済に富んでいる。対して更生は精緻・高価な手続のもと、独立の管財人と SEC の高邁な勧告をしつらえ、公正・衡平の教義を祈願している。進行も遅い。

だが整理には限界がある。担保付債務にふれえないのは当然であるが、更生との境界を画すべき法的テスト・標準や規定はないので、前歴ある会社のばあいは問題が生じやすく、SEC の勧告が望まれる。<sup>205)</sup>

整理は株式非公開で少数の経営陣からなる非大企業に適するが、整理の長所を更生が表わしてきた問題点と対比して考える機運を生じたことにはより広深な契機と背景がある。だが結論的には論調きびしいアースデルも諸原則・理論と実際の調整を勧めるのである。

まず一般的な原則あるいは理念から入ろう。公正衡平④・遂行可能性⑤・公益⑥（全企業とくに大規模）はとくに絶対優先説基軸において矛盾しあっている。④は⑤と——新資本資金の源泉は旧株主にこそ大ときに唯一であるのに。⑥は④と——きびしい収益力維持可能性のために。そして財務の立場からは SEC も拠ることとなった投資価値がとりあげられる。諸新証券保有者の合計価値最大が基準とされるばあい、市価と利益の関係は資本構成により差異を生じるが、会社は税負担・低利のゆえに減債基金つきで上位証券の最大限利用を好みつつ、他方で安全性と増益をも考慮しながら新規の金融も成功させねばならない。公正・衡平と矛盾するゆえんである。アースデルはさらに投資価値理論の背後に想定される真実価値 (intrinsic worth) に言及する。新規の概念ではないがその認識にはデリケートな変化があり、アースデルにおいては基礎的要因の客観的分析に基づき立証可能となり長期にえられ

205) 整理に関する概括についてはつぎを参照した。Osborn, R. C., *Business Finance*, 1, 1965, pp. 547~551. なお整理は債務者の訴求により、計画もその主唱で進められる。整理は暴慢な少数者を同調させうる点を除きコモン・ローの和議に同型的とされる。なお更生にさきだち整理によりえない事情が説明されねばならない。

る。更生においては未来収益力である。したがって市価と一致しないし事前に絶対値はえられない、というわけであろう。<sup>206)</sup>彼はさらに絶対・相対優先説の縁由に言及し、投資価値は意味論でも絶対優先説と調和しない、とする。

要するに破産法制下の清算仮定にルーツをもつ絶対優先説に固執するかぎり、公正・衡平を直接の契機として継続企業を前提とする更生は清算との区別を失するというのである。

つぎに実務における錯綜は更生評価にそくして指摘される。予想利益の最大と最小・可能性と蓋然性と平均・協定と委員会、きびしい還元率の市場利率による調整の可否とその範囲、更生価値は独立的か真実価値の客観的基礎によるか、資産はカテゴリ別か合計継続企業価値か、また更生価値の領分…。これらの技術的難問へのたしかな解答はえがたく、行政・司法のエキスパートによる不定型の判断 (informed judgement) に委ねられる。

以上から更生の標準要請の不変のガイドとして単一の教義を追求するのは徒勞であり、すべてに限界がある——絶対優先と相対優先・清算権と継続企業価値も。そこで複合基準が提起される。計画は精密硬直よりも弾力的に、決定基準は複数・相補的にウェイトは予定しえない。かくて所要の標準への解は、関連要因の財務分析と不定型だが調整の効いた判断の演習、にかかると。ただし幅の広い法的前提からくる複合基準にてらして、である。

上記には SEC への批判が含まれている。絶対優先説の擁護だけではなく、具体的に予想利益は最低を還元率はきびしい、既述の単一評価見積などであり、要するにすべてが絶対的というわけである。対して ICC は対象が公益

206) (注188) の SEC 批判の根拠でもある。真実価値はすでに前世紀半ばに存したとされるが、'37年のグレームらの定義を紹介しておこう。証券発行の背後の「real value」で市価と対照される。一般的には不定な概念であるが、ときに貸借対照表や収益記録がよるべき証拠を供し、市価とは本質的に高低の差をもつ。Graham and Meredith, op. cit., p. 108. 要するにその使用目的は価値と価格(最近市価)の区別の強調にある。

Graham, Dodd and S. Cottle, op. cit., 4th ed., p. 28.

207) Arsdell, op. cit., p. 1, 573~1, 574.

関連のせいもあるがよりリベラルな傾向にあると評する。<sup>208)</sup> なお最近の傾向として小企業では法廷ぬきがふえ、大企業はその反対とみられている。

最終的にアースデルが結論づけるノーマル・プランの目的は、インカム・リスク・コントロール要因の均衡のとれた配分を前提とする。<sup>209)</sup> 減債基金・転換・所有者保護・償還禁止その他の契約条項が収益性と流動性の均衡を促進するであろう。

## 2) SEC の役割と思考

前記におもにアースデルを引いて紹介した SEC 批判の当否はにわかになしうるところでないが、これを前項での考察と重ねて考えるとき、SEC の役割は過大資本化への緩衝として意識されてきた観もある。有効ではあるがしょせんそれは中央からの勧告でありやむをえない側面であろう。しかし経営は別であり、既述のキャピタリゼーションの諸面を考慮して裁定をくだすのは裁判所の役割であって、自から機能分担が存する。

だが SEC への考察はその財務思考にまでおよぶべく前項からの連続——投資分析と信用分析である。アースデルらの紹介にしたがいうるとするならば、SEC には銀行家的・清算主義的思考が投資家的なそれと併存しているとみざるをえない。だがそれは必ずしも銀行は前者をのみもち投資機関は後者にのみ拠ることを意味しない。米国の企業金融の歴史がありそこで諸金融機関がもった機能・はたしてきた役割もある。そのなかで銀行家的と投資家的観点が干渉しあってきたのである。SEC もこれにしたがったといえるであろう。だが '60年代の証券界と財務論の動向からは、SEC は歩みの遅い機関車——最高裁に直結されて動くとの見方も生じるのであろう。しかし鑑定人としてはさきの分析における2観点は配分の問題として永続的存在となろう。そしてその後の環境のもとで証券界がどう動き、財務論が権力をもたな

208) ガスマンらは更生に mild と drastic そして sound を想定する。Guthmann and Dougall, op. cit., pp. 670~671.

209) これら3要因はつとに(注183)で引いた Lyon が同個所で明解に指摘したところである。

い鑑定人としてどう動いているか。これらは本稿の未だ探りえていない課題である。

#### (4) 若干の省察（結びにかえて）

若干の省察をもって結びにかえたい。戦後における米法の摂取について、導入制度との関連分野への着手の配慮、および制度の社会的・経済的基盤探究～機能的比較の不足が省みられているが、会社更生においては加うるに資料不足があり、いわば二重の負荷を課されつつ42年の大改正を経て最近にいたり、いまは独自の性格をつよめたともいわれる。<sup>210)</sup> その理論と実務の過程を性急ではあるがたどってみた。

だが明治期以来2度の摂取～修正は、上からの法理解啓蒙を促し行政による指導をいっそう促したとみられ、即急の摂取と社会・経済構造との摩擦の調整もその過程に組みこむ必要がおこる。<sup>211)</sup> 先進国化には共通の過程であろうが、そのさい有用とみられる制度を即急かつ大量に取入れ、個別的・並列的に概念整理しやすくセットし事後に調整をはかる傾向は3. 1(2)で指摘した。

わが国の過程において顕著なのは企業金融形態——銀行の役割と不動産価格とくにその高騰である。だが企業金融形態は相応の転型をみつつある。証券金融の増幅と証券の多様化が会社法改正にも助けられて進められ、銀行は在来の保護を弱められつつ競争が激化している。しかし業績の劣る企業や中小企業では銀行金融依存が大きくは変わりえないであろう。そのさい無担保融資とこれにともない所要される調査分析がどれほどまたどう促進されるで

210) 米法摂取の省察に関してはつぎを参照。文献⑨, III, 日本における外国法の摂取, 五, アメリカ法, 田中英夫執筆。明治期において近代化達成, より直接的には条約改正実現のために外国法研究がはじまったことも顧みられている。摂取のあり方は法にかぎらないと思われる。独自性強化は改正による経済構造との調整をさす。文献④, 20頁。  
211) 経営者の交代(文献⑨では「むしろ放逐」とある)もこれに関係しよう。なお40年代以降には更生が激減, 和議が著増し整理がこれに次ぐ。文献⑨, 13~15頁。同書では更生に適する規模は資本金1000万円超・従業員数20人超, 業種では製造業が最適としている。同前, 185・188頁。

だろうか。他方で証券分析はすでに本格的発展を起動しており、企業金融論と相まって企業評価機会増幅に適合しはじめている。

だが資本の側面だけでなく労働の側面において雇用問題が、労働の流動性不足のゆえに倒産処理に大きく関わり、「減量」もあるが経営者の「放逐」と対照的である。<sup>212)</sup>(3)でみたように米国では株主権切捨～経営者交代の緩和を勧める見解も生じている。彼の段階をいまわが国が経つつあるともみられるが、労働の流動性不足～生活共同体的発想との関係において、会社をモノとみなす思考と対比しうるところはないであろうか。この点がわが国独自の所産といわれる整理と、対比しうる米国の arrangement において、旧経営者の残留を認めるゆき方を容れうる方式との相違に関係するといえないであろうか。いずれにしても財務が更生制度の根幹ではあるが、かような視点も逸しえない。感想的結論である。

#### 〔付 記〕

本稿は本学総合研究所共同研究プロジェクト，日本的経営，のテーマに関わる。

#### 〔文 献〕

号を追って補強したので、番号は号にしたがい連続とした。基本・参考文献には(1)と(2)の間でだけ一部に入れかえがある。(2)の注で未見分のうち(3)で入手したぶんも含まれている。

#### (1) 基本文献

- ① 青山・伊藤・井上・福永，破産法概説，倒産処理の基礎，昭54。
- ② 大河内一男，更生会社の財産評定，昭52。
- ③ 兼子一監修，三ヶ月・竹下・霜島・前田・田村・青山，条解会社更生法，上・中・下，昭48～49。
- ④ 久保・高野，会社更生最前線，昭55。
- ⑤ 松田二郎，会社更生法，新版，昭51。

212) 労働側からの更生制度解説としてつぎを参照。文献③。

- ⑥ 三ヶ月 章, 会社更生法研究, 昭45。
- ⑭ 山内八郎, 実務会社更生法, 第3版, 昭52。
- ⑮ 井関・谷口編, 会社更生法の基礎, 昭53。
- ⑯ 霜島・田村・前田・青山, 会社更生計画の分析, ジュリスト, 378・380・383・385・388・390・392・394・396・399号, 昭42~43。
- ⑰ 早川・井関編, 会社更生の坎どころ, 倒産会社を救う道, 昭50。
- ⑱ 山内八郎, 会社更生計画の諸問題, 昭54。
- (2) 参照文献
- ⑦ 小野二郎, 企業評価論の研究, 昭38。
- ⑧ 同前, 企業評価論, 昭48。
- ⑨ 鈴木・坂野, 会社整理・更生, 昭30。
- ⑩ 武田公夫, 新版担保不動産評価実務ノート, 昭52。
- ⑪ Helfert, E. A., Valuation: Concepts and Practice, 1966. 諸井監修, 菊地訳, 企業における評価の理論と実際, 昭43。
- ⑫ 松岡三郎, 労働基準法, 増補版, 昭51。
- ⑬ Münstermann, H., Wert und Bewertung der Unternehmung, 1966. 浅羽二郎監訳, 企業評価論, 昭51。
- ⑰ 上野久徳, 倒産処理と計数管理, 昭52。
- ⑳ 国村道雄, 現代経営分析, 昭54。
- ㉑ 国税庁徴収課編, 公売財産評価事務提要, 昭56。
- ㉒ 酒井 敬, 会社更生法の会計的側面, 上・下, 会計ジャーナル, 昭51年1・2月号。
- ㉓ 清水竜瑩, 現代企業評価論, 昭56。
- ㉔ 日本労働法学会編集, 新労働法講座, 第8巻, 労働保護法(2), 昭42。
- ㉕ 松島静雄, 中小企業と労務管理, 昭54。
- ㉖ 吉松希四郎編, 税務における株式・公社債評価の実務, 昭55。
- ㉗ 労使関係調査会編, 転換期における労使関係の実態, 昭56。
- ㉘ 清水 直, 臨床倒産法, 昭56。
- ㉙ 鈴木・河本・高津・今井編, 非公開株式の評価と税務, 別冊商事法務, No. 41, 昭53。
- ㉚ 中小企業庁倒産対策室編, 中小企業の倒産防止と再建, 昭54。
- ㉛ 林 明, 会社更生法のABC, 昭51。
- ㉜ 三ヶ月 章編, 現代の裁判, 現代法5, 昭40。
- ㉝ 伊藤正己編, 外国法と日本法, 現代法15, 昭41。
- ㉞ 谷口安平, 倒産処理法, 第2版, 昭55。
- ㉟ 小著, 資金繰りと財務安定性の分析, 昭53。