

《論 文》

バブル経済崩壊後の大規模小売業 における会社再生の考察

— ダイエーの成長と再生過程における経営行動を中心に —

目 次

目 次

はじめに

1. 長期経営行動

2. 事業拡大と再建計画

(1) 昭和50年代の事業拡大とリストラ

(2) バブル期前後の再拡大

(3) 銀行取引体制について

(4) バブル後の事業再生について

3. 収支と財政面からみた業績推移と再建計画の検討

おわりに

キーワード：バブル、会社再生、小売業、経営行動、財務

はじめに

わが国では、バブルとその後の長期にわたる不況の問題が継続している。日本のバブルは国内の金融構造や対外国際環境のなかで、政府部門と銀行、企業、個人が、投資とその促進策を一斉に行って起こったものである。そのなかで、銀行と非製造業事業会社の経営行動は一つの中心を成した。これらの一斉の投資活動が資産価格上昇を生み出し、不動産と株式の担保価値向上が相俟って、バブルを拡大させた。バブル時の投資は採算確保の面で無理のあるものが混入しており、市場において資産売却の意向が徐々に生じるようになるなか、住宅価格上昇に対する国民の非難を背景に、政府

による不動産融資総量規制、「地価税」の導入と銀行における新規融資停止により、平成3年から戦後初の本格的な不動産価格下落が始まった。この過程で、消費の低迷による将来収益の下方修正、銀行融資の不動産担保価値下落により、資金面にて行き詰まりをみた多くの企業の倒産がみられたのである。そこで、企業は何故投資先を求めて明らかに不採算となるべき事業にまで投資がなされたのか、バブル後倒産した会社と存続・成長した会社、消滅した事業と残った事業との分水嶺は何であったのかという疑問が生ずる。

先行研究では、日本のバブル経済の発生と崩壊に関して様々なマクロ的な要因が指摘されたが、具体的な企業行動からみた分析は少ない。特に財務面と銀行取引について、成長とバブル後の破綻、

再生に至る一貫した分析を行っている研究は殆ど無く、検討を行う余地がある。本稿では、バブルをめぐる過程の中で、事業会社、特に非製造業事業会社における投資と不況の過程における事業の分解・整理がどのように行われたのかを、企業経営者、銀行の各視点から考究する。

研究の方法としては、戦後に成長した代表的な企業としてダイエーを典型例として選び、その経営行動を分析することとする。ダイエーについては、森田 [2001] などの拡大期における綿密な経営研究、中内功氏の詳細な人物史である佐野 [2009]、中内・御厨 [2010] における中内功氏を中心にしたオーラルヒストリーの先行研究がある。ダイエーの破綻期における経営判断、財務状況についての考察として許斐 [2005] などがあり、関係者の判断経緯については日本経済新聞社 [2004] などのマスコミの記録に散在している。事業再構築計画のあり方に関する研究としては、高木 [2006]・吉田 [2010]、新日鉄に関する製造業のリストラにあたっての企業行動分析として箕輪 [1997]、セゾングループに関して由井・田付・伊藤 [2010] の研究がある。本稿では、ダイエーについて、昭和40年代以降バブル崩壊と再生までの経営行動を分析し、バブル生成・崩壊、再生の過程での当事者の経営行動を政策と財務に関連付けて考察していくことにしたい。

1. 長期経営行動

ダイエーは中内功氏により、昭和32(1957)年創業後、44年以降多店舗化、47年に小売業売上日本一となり同年に株式上場を行った(図表1)。昭和50年代には、小売業・プライベートブランド(PB)製造における買収・新設を行い業態多角化が進展し、同54年度決算において売上1兆円を超えたのである。しかし、昭和57年には買収した百貨店事業、音響機器メーカー、ディスカウントストアの不振が顕現し、中内氏はヤマハ社長を務めた河島博氏をスカウトし、再建計画「V革作戦」(連結赤字をV字型に黒字に回復するとの意味)を実施させた。昭和60年9月スタート

の新中期5カ年計画では、連結黒字を定着させるとともに「総合生活産業を目指すためのグループ戦略」を基軸に小売、金融(個人・企業・保険・証券)、サービス(外食・健康・文化・娯楽)、デベロッパーの4分野の基盤を固めるとしている⁽¹⁾。これ以降、中内氏は河島副社長をダイエー本体の直接の経営にあたらせることはなく自身が指揮を執っている⁽²⁾。その後、バブル経済生成期の昭和62年には、割賦販売小売業・リッカーの再建支援、63年南海ホークス買収・同年日本ドリーム観光経営参加、バブル経済崩壊後の平成3(1991)年マルエツ株取得、4年忠実屋・リクルートの株取得、新神戸オリエンタルホテル開業、5年福岡ドーム開業、6年投資用マンションデベロッパーのマルコー再建支援、7年福岡ドーム横に「シーホークホテル&リゾート」開業、ハワイ・アラモワナショッピングセンター買収と新規投資事業の開業、企業買収が相次いでいる。これらの投資が、通常バブル崩壊後と考える時期にも及んでいることに注目されるべきである。この時期に不動産残高はピークに達し、当時は連結対象ではなかった中内家ファミリー企業から出ている投資資金が混在し、投融資関係は複雑化していった。平成3年以降継続する地価下落局面が続き、平成7年には阪神淡路大震災による損害も生じたのである。

その後バブル崩壊後の不況の進展とともに業績は低迷し、平成10年度の連結当期利益赤字を契機に、平成11年、ダイエーの主力銀行四行(東海、住友、三和、富士)は不良債権の処理を迫り、中内氏はダイエー社長を辞任、前年に副社長として招聘した元味の素社長の鳥羽薫を社長に据えたのである。しかし、鳥羽氏は中内家ファミリー企業をもリストラの対象とすることを提案し、中内氏の不興を買う結果になったとされ⁽³⁾、翌平成12年にダイエー関連株取引のインサイダー疑惑から鳥羽社長は引責辞任を余儀なくされた。同年、経営危機が再度表面化することになり、金融機関が意思決定に参画した再建計画の作成に向かうこととなったのである。ダイエーは平成12年以降、取引金融機関と同意に至った再生計画を3回公表している。同平成12年に高木新社長のもとで人

員削減・店舗閉鎖・改装・自主商品強化、優先株発行を骨子とする「再生3カ年計画」を行ったが、業績低迷が継続し、同じく高木社長のもとで「新3カ年計画」が策定され、さらなる人員削減・店舗削減と債務免除を行った。さらに、平成16年、経済産業省・ダイエーと主力行の協議の結果、ダイエーは自主再建を断念し、産業再生機構に支援を要請、取引金融機関は平成17年から18年にかけて、産業再生機構への債権売却を行ったのである。その後、アドバンテッジパートナーズと丸紅が再建スポンサーに選定され、平成19年にイオン・丸紅との間で資本・業務提携を行い、現在は筆頭株主丸紅、イオンの持分法適用関連会社の立場にて経営がなされている。

2. 事業拡大と再建計画

(1) 昭和50年代の事業拡大とリストラ

高度経済成長を経て低成長時代に入った昭和50年代は出店規制、オイルショックによるインフレに特徴づけられる時代となっていた。総合スーパーの拡大が困難であり、昭和50年代後半にはコンビニ、専門店が拡大し、そごう・セゾンなど同業他社のグループ店舗拡大が進行している状況下にあった。昭和57年以降行われたV革では、河島副社長の下、「多角化戦略は資産・人材の厚みを増す意義があり間違いではなかったが、スーパー部門の既存店リニューアル・販売体制の強化に力を入れず、新業態や多角化に経営資源を向けたことが経営不振の原因である」と結論付け、本業である総合スーパー部門については、各地域に事業本部長を置くという販売体制の分権化を実施、在庫を3割減、売却によるロスを4割減、ディスカウント販売を5割減という在庫・販売管理体制の見直しを行ったのである⁽⁴⁾。これらの分権化や安値販売抑制は従来の中内氏の理念⁽⁵⁾とは正反対の合理的で経営組織を新たに構築する施策であるという面とともに、その総括として提示された新中期5カ年計画において多角化を肯定した面も窺われる⁽⁶⁾。ダイエーはV革の進行中であっても、店舗拡大・新規事業展開は継続しており、昭和

58年、丸興（後のダイエーオーエムシーカード）との提携したクレジットカード発行、59年にプランタン銀座・同なんば、ダイエー加古川店、旭川店などである。ただし、この段階では、前者のクレジットカード事業進出は小売企業にとって必要な投資であったと思われるし、後者のうち銀座はその後も高い企業価値を有したとみられる。ダイエーの経営を論じる先行研究においてV革の評価は積極的なものであるが、実はダイエーのその後の資産拡大に対してお墨付きを与え、破綻に向ってのステップにもなったこと、結果として経営組織を根付かせることができなかったことを指摘しておかねばならない。

(2) バブル期前後の再拡大

ダイエーはV革後、再度事業拡大を行うが、その特徴として、森田[2004]では、消費者の購買行動が変化しているにもかかわらず、高効率と販売拠点の拡大を追求したこと、出店規制をかくぐるために、M&Aに軸足を移して売上至上拡大主義を推進したこと、土地インフレをビルトインした販売推進力増大、業態多様化、事業多角化をリンクした拡大戦略をとったことを指摘している⁽⁷⁾。田井・久保建・奥村[1991]では、事業本部を中心とする利益管理体制、イトーヨーカ堂のような窓口問屋制（地域毎に窓口となる代表的な問屋を選定し、店舗への納入業務をその問屋に任せる方式）に対し、自前の物流センターを使っていること、M&Aの推進と子会社での赤字事業運営、資産の含み益が大きいこと、資産インフレという外部経済への寄生的な性格においてその本領が発揮されているとしている⁽⁸⁾。渥美[2007]は、経営の問題点として、日常必需品の大量安価な供給に基づく米国型ディスカウントストアが実現しえなかったこと、人材を外部に求めたがマネジメントは任せなかったこと、決算期近くに納入業者に対する協力金要請、自社の物流センターにつき使用料を取り始めるなどという「特殊な頼みごと」をするようになり、自前であるのが通常である企画機能を放棄し、納入業者に仕入と品揃を包括委任するようになったこと、納入業者の側も

図表 1 長期業績推移

(単位: 億円)

年度	投資/(リストラ)	執行者	総資産	有形固定	現預金	借入金	借入伸び	純資産	売上	営業利益	営業利益率	経常利益	当期利益	[制度上のイベント]
1969	全国展開本格化	中内	426	248	57	259		33	522	20	3.79%	11	6	
1970		中内	716	356	137	422	63%	54	1,179	47	4.02%	24	13	
1971	株式上場	中内	1,027	452	175	598	42%	104	2,071	74	3.60%	39	22	
1972		中内	1,454	594	259	791	32%	210	3,052	112	3.66%	65	33	
1973		中内	2,302	783	371	1,717	117%	338	4,766	166	3.47%	90	51	変動相場制移行
1974		中内	2,979	894	527	1,625	-5%	477	6,400	221	3.45%	104	57	大店法施行
1975		中内	3,860	1,034	785	2,223	37%	503	7,060	211	2.99%	77	42	第一次オイルショック
1976	ローソン創業	中内	4,493	1,189	995	2,673	20%	533	7,885	237	3.01%	92	49	
1977		中内	4,908	1,403	869	2,901	9%	693	8,763	273	3.11%	115	60	
1978		中内	5,225	1,516	841	2,954	2%	780	9,405	312	3.32%	151	70	
1979		中内	5,611	1,573	740	2,833	-4%	997	10,259	349	3.40%	180	91	改正大店法施行
1980	PB 本格化	中内	6,873	1,630	1,140	3,566	26%	1,114	11,340	428	3.77%	207	80	
1981		中内	7,291	1,643	1,169	3,767	6%	1,298	12,161	438	3.60%	210	98	
1982	(V 革)	河島	9,129	5,132	1,512	5,947	58%	1,062	13,481	349	2.59%	53	-65	
1983	カード事業	河島	8,676	4,949	1,345	5,135	-14%	906	13,941	362	2.60%	77	-119	流通審議会での規制緩和 提言
1984		河島	8,335	4,869	1,196	4,814	-6%	781	14,436	390	2.70%	120	-88	
1985	新中期 5 カ年	河島	8,288	4,955	1,134	4,825	0%	832	15,344	357	2.33%	137	11	プラザ合意
1986		中内	8,350	5,117	1,209	4,669	-3%	870	16,310	367	2.25%	170	29	
1987	リッカー	中内	9,115	5,378	1,495	5,076	9%	907	17,645	412	2.33%	216	48	
1988	球団	中内	10,114	2,379	1,230	5,666	12%	1,097	19,397	445	2.30%	255	80	
1989		中内	11,106	2,697	1,412	5,917	4%	1,307	21,929	522	2.38%	303	95	

バブル経済崩壊後の大規模小売業における会社再生の考察

年度	投資/(リストラ)	執行者	総資産	有形固定	現預金	借入金	借入伸び	純資産	売上	営業利益	営業利益率	経常利益	当期利益	[制度上のイベント]
1990		中内	12,310	2,935	863	6,108	3%	1,374	22,837	580	2.54%	320	96	
1991	マルエツ	中内	14,652	3,585	1,125	7,590	24%	1,446	25,010	689	2.76%	333	100	
1992	リクルート	中内	15,680	3,752	1,097	9,206	21%	1,462	25,151	694	2.76%	322	72	
1993		中内	16,198	4,777	983	9,640	5%	1,157	26,537	627	2.36%	286	54	
1994		中内	22,184	6,589	1,502	13,033	35%	1,470	32,239	523	1.62%	76	-507	
1995	球場・ホテル・ハワイ	中内	21,383	6,836	989	13,808	6%	1,434	31,570	768	2.43%	373	51	
1996	マルコー	中内	21,963	7,012	997	14,305	4%	1,217	31,461	445	1.42%	102	-119	
1997		中内	21,504	5,732	1,539	13,060	-9%	1,127	31,633	236	0.75%	-98	12	金融機能安定化法・公的資金 1.8 兆円注入
1998		中内	20,218	5,607	1,061	12,264	-6%	679	30,320	390	1.29%	111	-413	
1999		鳥羽	18,346	5,611	2,006	11,623	-5%	576	28,471	348	1.22%	-332	-219	早期健全化法・公的資金 7.5 兆円注入
2000	(再生3カ年)	高木	32,441	12,307	4,560	25,641	121%	246	29,141	459	1.57%	10	459	DES 制度緩和, 開示制度連結決算主体に
2001	ローソン売却	高木	25,587	11,570	1,517	21,394	-17%	-2,974	24,989	443	1.77%	15	-3,325	
2002	(新3カ年)	高木	22,782	10,114	1,505	16,444	-23%	661	21,975	408	1.86%	128	1,354	金融再生プログラム・各行資本調達
2003	球場売却	高木	22,608	9,181	2,045	16,384	0%	885	19,936	517	2.59%	315	181	
2004		高木	16,268	4,588	2,082	14,966	-9%	-4,121	18,338	424	2.31%	73	-5,112	
2005	(再生機構傘下)	林	13,433	3,658	1,740	8,217	-45%	1,126	16,751	445	2.66%	243	4,132	
2006		林	11,394	2,150	1,264	6,424	-22%	1,887	12,839	483	3.76%	373	413	
2007	イオン・丸紅資本下	川戸	4,921	1,853	484	1,117	-83%	1,946	9,723	144	1.49%	86	402	
2008		川戸	4,705	1,758	482	949	-15%	1,702	9,650	59	0.61%	26	0	
2009		川戸	4,332	1,631	483	781	-18%	1,540	9,055	-12	-0.13%	-47	-119	
2010		川戸	3,948	1,548	417	651	-17%	1,497	8,496	32	0.38%	-11	-53	

・有価証券報告書, 通商産業省「わが国企業の財務分析」, その他資料により作成

「死に筋商品」の押し込み先として利用したことを挙げる⁽⁹⁾。その一方で、スーパーストアの創造、PB商品提供・メーカー主導の流通慣行の破壊・スカウト人事・初の本部制設立など革新的な流通経営手法を創設・発展させ、消費者に対しての意識改革を促す社会啓蒙をしたという積極面の評価総括を行っている⁽¹⁰⁾。これらの指摘は経営戦略上の特性として首肯される。そしてこの時期の拡大は、創業期のような中内力氏、V革時の河島氏のような経営の専門家、再生3カ年計画における鳥羽氏のような諫言者を有せず、財務上の検討、投資採算性を検討する姿勢を持たずに行われている観が極めて強く、意思決定にあたっての統制が利いていない特性があったことを指摘しうるのである。

(3) 銀行取引体制について

バブル崩壊後、再生の段階にいたっての銀行の活動は語られるが、バブル生成期の個別の銀行行動については、先行研究は殆どないといつてよい。ここでは、成長期のダイエーの投資の背後にあった金融面がいかなるものであったかについて、各銀行の行動様式を検討しながら、評価を加えることとした。

ダイエーの銀行取引は昭和34年に、当時日本一の広さといわれた神戸三宮店の拡張にあたり東海銀行が積極的に融資を実施したこと、その前後に地元神戸の神戸銀行との取引を開始したこと始まり、この時期から両行を並びメインとしたとされる。創業期は中内功氏の末弟で東京銀行出身の中内力氏が管理部門を掌握し、銀行取引の全てを担っていたが、功氏との不和が明らかになり、昭和44年に退社するに至っている。出店にあたって個別店舗の採算性を厳しく管理しようとする力氏と積極的な出店を指向する功氏の間の考え方の違いが対立したためとされる。力氏の有する株式を買い取るために、功氏は住友銀行に融資を申し込み、これ以来住友銀行がメイン格の銀行として登場している。銀行取引経緯を整理すると(図表2)、株式上場後、昭和47年には東海・神戸・三和・住友が同数だけダイエー株式を保有し、融資

も略同額を分担していたものとみられる。東海と神戸、三和、住友の順に差をつける動きもみられ(昭和49年度の株数)、その後4行は殆ど殆ど同格の扱いながら、東海と神戸、三和と住友というように順序づけられ、その更に下に富士銀行を配し、その後を通じてこれらの順位と金額・株数は平成7(1995)年まで厳密に守られているのである。このように、銀行取引について事実上5行ものの銀行が横並びであるという状況は極めて珍しい状態である。これについては、新しい融資案件があるときにも一行だけ断ることができない仕組みであり、銀行が自由な意思をもって考える余地がないとも証言があり⁽¹¹⁾、グループ企業への融資は一行一社対応で分かれており、銀行からみてもダイエーグループのなかで知らない企業があって、平成9年の段階でもグループの全貌が分からない状況にあったとされる⁽¹²⁾。

昭和50年代に入るところで、このような投資にあたって銀行への説明を要しない機械的・自動的な融資体制が出来てしまったことは、その後のダイエーの企業構造を形作るきっかけであったと思われる。銀行団がチェック機能を担わないことは問題であったといっているが、各行融資金額に微妙に存在する格差、毎期シェア通り厳密に計算された期末融資残高が重しとなっていたと推定する。銀行担当者にとっては、不手際により融資シェアを落とすことは許されないという圧力が存在しただろうと思われるからである。バブル崩壊後、平成7年に富士銀行が株式シェアで4行と並び、翌平成8年に旧来からの「上位」メイン銀行の一角であるさくら銀行(旧神戸銀行)の残高を減らされたことから均衡が崩れている。これは、さくら銀行の三井銀行出身の末松会長がイトーヨーカドーの社外監査役に就任したことが中内氏の逆鱗に触れたからというのが一般にいわれる理由であるが、平成4年にさくら銀行がダイエーグループを調査し、返済計画を提出させようとするなど融資を厳格化しようとしたことによるとの見方がある⁽¹³⁾。筆者は一連の動きは融資姿勢厳格化によるものと考え。中内氏が従前より、このような有形無形の恫喝により銀行取引システムを維持してきたこ

バブル経済崩壊後の大規模小売業における会社再生の考察

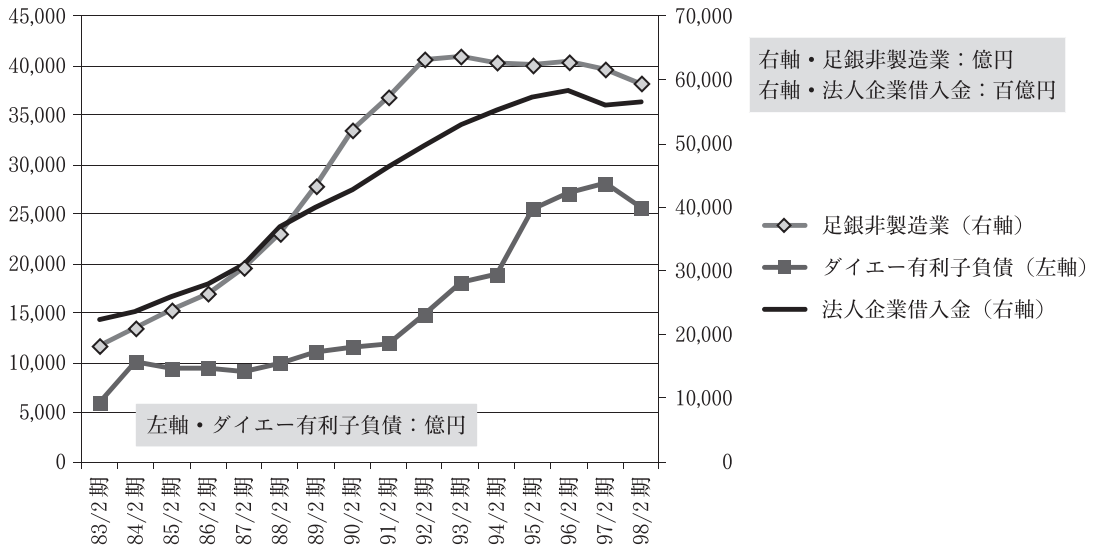
図表 2 「主力銀行のダイエー株式保有状況，融資順位」

(株式単位：千株)

現行名		三菱東京 UFJ				三井住友				みずほ		銀行取引に関する特記事項
		東海	融資 順位	三和	融資 順位	神戸	融資 順位	住友	融資 順位	富士	融資 順位	
34	1959											三宮店拡張，東海銀行と取引
35	1960		①				①					神戸銀行と取引／東海神戸の 並びメイン体制へ
44	1969											中内力退社，力氏の株式買い 取り資金融資をきっかけに住 友銀行取引開始
47	1972	200		200		200		200		0		
48	1973	1,200		1,100		1,100		1,100		900		神戸，太陽→太陽神戸
49	1974	1,617		1,615		1,617		1,614		1,347		5 行横並び融資体制の確立
52	1977	3,867		3,867		3,867		3,867		3,221		
54	1979	5,141		5,141		5,141		5,141		na		
55	1980	8,860		8,860		8,860		8,860		na		
57	1982	10,947	①	10,947	③	10,947	①	10,947	③	9,302	⑤	「V 革」実施
59	1984	10,947	①	10,947	③	10,947	①	10,947	③	9,302	⑤	
61	1986	10,947	①	10,947	③	10,947	①	10,947	③	9,302	⑤	
63	1988	12,808	①	12,808	③	12,808	①	12,808	③	10,883	⑤	
2	1990	13,163	①	13,163	③	13,163	①	13,163	③	11,167	⑤	
3	1991	13,243	①	13,243	③	13,243	①	13,243	③	11,513	⑤	三井，太陽神戸→太陽神戸三井
4	1992	13,612	①	13,612	③	13,612	①	13,612	③	11,781	⑤	太陽神戸三井→さくら，さく らがダイエーの財務内容調査， 返済計画提出要求
5	1993	13,612	①	13,612	③	13,612	①	13,612	③	11,781	⑤	
6	1994	15,772	①	15,772	③	15,772	①	15,772	③	11,781	⑤	
7	1995	17,560	①	17,560	③	17,560	①	17,560	③	17,560	⑤	富士銀行持株比率でメイン格 へ，ダイエー保有有価証券含 み益 538 億円
8	1996	17,560	①	17,560	②	17,560		17,560	②	17,560	④	さくら銀行の残高を半減させ， メイン格から外す／ダイエー保 有有価証券含み損▲140 億円／ 各行ダイエーグループ調査開始
9	1997	17,560	①	17,560	①	17,560		17,560	①	17,560	①	連結外含むグループ全体の有 利子負債を2.6 兆円と公表／銀 行に公的資金注入
10	1998	17,560	①	17,560	①			17,560	①	17,560	①	富士銀，自行資金繰り悪化に よりダイエー本社ビル融資断 念／各行のダイエーグループ 財務把握完了
11	1999	17,560	①	17,560	①		⑬	17,560	①	17,560	①	早期健全化法
12	2000	17,560	①	17,560	①		na	17,560	①	17,560	①	再生 3 カ年計画，連結範囲拡大
13	2001	17,560	①	17,560	①		na	17,560	①	17,560	①	さくら，住友→三井住友
14	2002	35,120			①	17,560			③	17,560	②	東海，三和→UFJ／新 3 カ年計 画／金融再生プログラム不良債 権半減時限（05/3 期）設定
15	2003	17,560			①	8,780			③	8,780	②	ダイエー減資により発行済株 式数変更／富士，興銀，一勧 →みずほ
16	2004	17,560			①	8,780			③	8,780	②	
17	2005	17,560			①	8,780			③	8,780	②	産業再生機構傘下入り
18	2006	0				0				0		

・会社四季報各年版（夏季），佐野 [2009]，その他資料により作成

図表3 有利子負債の伸び比較



・ダイエーの有利子負債は、連結制度変更による開示のタイムラグ3年を修正して示した
(97年度にグループ有利子負債2兆6千億円が存在したことを前提に各年の決算数値の伸び率の割合にて配賦)

とは想像されるが、低成長経済、バブル経済生成過程のなかで、銀行が自らに期待される資金使途・採算性検討の判断機能を作動させず、融資先企業グループのことを知らずにいても構わず、長期間に亘り慣性を持ってしまい、機械的に貸出を積み上げていったといえるのである。

最後に、念のため、ダイエーの借入規模の水準が当時の銀行にどう映っていたかを検討する。ダイエーは平成9年の段階で、2兆6億円程度のグループ全体での有利子負債があることが一般に知られてくる。この数字は実効支配力基準でみて従来は連結決算に入ってこなかったファミリー企業などを含めたものであり、連結会計で明らかになるのは平成12年度である。ダイエーグループについて、平成9(1997)年にこの残高があるものとして各年の残高を推定した推移と、法人企業統計による借入金残高推移、バブル時に残高を伸ばした銀行の典型例として足利銀行の非製造業向け残高の推移を比較した(図表3)。足利銀行・非製造業残高は最も高い伸びをみせており、特に昭和63(1988)年度～平成3(1991)年度の伸びが突出しており、バブル的投資として早期に不良債権になったと思われる。法人企業統計の伸び率は

中庸であり、突出した部分はない。ダイエーはバブル生成期である1980年代後半では、法人企業統計に比しても伸びが少なく、比較的目立った伸びはみせずじつと見えていたのではないか。後から振り返ると2兆円を超える絶対額の大きさに驚くものの、連結対象外資産の存在がはっきりとは分からない状況のなかで、他のバブル企業の惨状よりはましである、平成7(1995)年頃までは、いくばくかは含み益もあったといった楽観的な与信判断を下していた可能性は十分にある。

(4) バブル後の事業再生について

① 再編法制整備と銀行の資本増強

事業再生法制は、平成11年・12年の会社分割・再編要件を緩和する商法改正、民事再生法の公布、平成13年の私的整理ガイドライン作成、平成15年産業活力再生法と会社更生法改正の順に整備された。この結果、政府の資本注入を受けての銀行の不良債権処理、それに伴うバルクセル・不良債権回収業(サービサー業)の活動開始、プライベート・エクイティ・ファンドの設立・進出など会社再生に関する諸活動が始められたのである。これが後に外国資本を引き寄せる要因となり、企

業の再編・不動産市場への資金流入において外資が中心的な動きを示した。

平成 12 年以前には銀行からの債権放棄のみが行われていたが、平成 13 年に DES (Debt Equity Swap, 以下、DES と称す) を伴う債権放棄が登場、ダイエー、大京、いすゞ自動車、長谷工コーポレーションなどの「DES を伴う債権放棄」が行われたのである。この DES と債権放棄の組み合わせによる会社再生が、平成 15 年にかけて急増し、平成 17 年まで継続した。従前、DES は、銀行が事業会社の株式について発行済株式数の 5% を超えて保有してはならないとする銀行法と独占禁止法により殆ど利用されてこなかったのであるが、商法改正による種類株式の制度設計柔軟化、5% ルール規則外である無議決権株式（種類株）である優先株を利用した DES に制限がなくなったこと、更には合理的な再建計画に基づく DES には 5% ルール自体が適用されないことになったことにより⁽¹⁴⁾、DES が活発に行われるようになったのである。優先株式を無議決権として経営への介入を防ぎ、非上場とすることから転換されるまでは普通株式の価値の希薄化を起ささないという、単なる債権放棄と異なり、転換期間を経た将来に債務者企業の企業価値が高まって株価が上昇した場合にはキャピタルゲインを得る機会がある。平成 15 年には政府により産業再生機構が設立され、同機構による債権の買い取り、再生プラン策定、実行支援の仕組みが作られた。また、金融機関に対して、平成 17 年度までに不良債権比率を半減するという金融再生プログラムによる強制力が働き、この時期に多くの企業の整理・再生活動が図られ、不良債権・不採算事業の整理が進行したのである。これを機に、平成 14 年度に、みずほ 1 兆 2,069 億円、三井住友 4,953 億円、三菱東京 2,230 億円、UFJ 2,310 億円、りそな 1,879 億円という大規模な資本の市場調達を実施され、銀行は個別企業向け不良債権に対する処理推進を行う原資を得たのである。

② 再建計画

ダイエーの行った最初の金融機関との協議によ

る再建計画は平成 12 年 11 月に開始した修正再生 3 カ年計画である。これは政府の制度改革と並行して実施されつつあったが、DES 制度整備、銀行の資本増強よりも前の時期であった。計画は、平成 12 年度に赤字店舗 32 店の閉鎖、グループ 4,000 人（単体 2,000 人）の人員削減、既存店舗の改装（300 億円）を行い、3,100 億円の特別損失を計上するものである。営業面では、自主開発商品を強化し、強い PB（当社はカテゴリーバリューと呼んだ）を扱う自社店舗とテナントとして専門店を誘致する施設を作るものとしたのである。損益面では、売上が前年比 1 割減でも経常利益 200 億円が取れる体質を構築することとし、財務面では、当時のメイン格の 4 行による総額 1,200 億円の優先株式引き受け、5,000 億円の融資枠設定を行ったのである。債務免除を伴わない自力での再建策としては、4 行の出資比率が 5% ルールに抵触しないぎりぎりの水準であり、この金額規模は後に続く 2 度の追加金融支援規模（計 9,200 億円）から振り返るといかに小さいが、主力行が投資家として今後のダイエーの手綱を握った第一歩となったともされる⁽¹⁵⁾。平成 10 年には各行とも詳細調査を終えており、損失の大きさは想定していたものと思われるが、このタイミングでは 4 行が大規模な債権放棄をためらっていたことが窺われるのである。ダイエーの業績不振の継続を受けて、続いて平成 14 年 1 月、新 3 カ年計画が公表された。事前調整の段階で銀行間の意見の違いがあり、ダイエー・高木社長は当初債権放棄に反対と伝えられたが、政府の意向もあって債権放棄にまで踏み込んだ内容になっているのである。同じ年の 10 月に金融再生プログラムが公布されており、平成 17 年 3 月期までに不良債権を半減するという強制的な要請が下されたことを考慮すると、この時期のダイエーは不良債権処理の先駆けになっていたことが窺われる。当該計画は、4,200 億円の金融支援（債権放棄 3,000 億円、前回発行の優先株式 1,200 億円の減資）、赤字店舗閉鎖 50 店舗閉鎖、3 万 2 千人の正社員のうち 6 千人を削減するという内容であった。しかし、株式市場の反応が悪かったことから、金融庁は主力

4行に対し、処理の上乗せを打診したとされる⁽¹⁶⁾。主力行は、債権放棄 3,000 億円を 1,700 億円とし、DES として 2,300 億円追加し、全体として支援金額 1,000 億円を上乗せした。当該「新3カ年」計画は平成 15 年度にかけて収益規模の縮小、棚卸資産の抑制管理を伴い営業利益の緩やかな上昇を実現したといえる（図表 1、4 参照）。しかし、この計画は不良債権処理を急ぐ政府の意向があるなか支援額に議論が集中し、本業の収益力強化について十分な議論がなされぬまま進められたように思われる。PB を扱う店舗への改装転換を進め、85 種類の PB を開発することを目指したが、通常の売り場面積を縮小させるため、既存の衣料部門売上が急減する店舗が続出し、1 年間で方針を撤回し現場が混乱したのである。ダイエーは常に拡大路線に進進していたため、既存店舗の改装ノウハウが不足していたなかで急激な売り場改革を行ったための混乱との見方があり、過去の企業行動に照らして首肯しうる。計画期間中に、マルエ

ツとの業務提携・リクルート株売却・碑文谷店大規模改装などを手掛けたが、抜本的な効果はなかったうえに、平山敏専務ら主力の V 革時代の幹部、中堅社員の退職が目立ったのである⁽¹⁷⁾。同平成 15 年には UFJ 銀行での金融庁査定における、いわゆる検査忌避問題の結果、UFJ 銀行がダイエーを中心とした貸出債権について大幅な追加引当を計上する結果となっていた。こうした背景のもと、経済産業省・ダイエーと主力行の協議の結果、平成 16 年 10 月にダイエーは自主再建を断念し、金融支援 4,000 億円・53 店舗廃止・新形態の食品スーパーの出店を軸とする再建計画のもと、取引金融機関は平成 17 年から平成 18 年にかけて、産業再生機構への債権売却を順次進めていったのである。

3. 収支と財政面からみた業績推移と再建計画の検討

ダイエーは昭和 40 年代から昭和 57 年度までの

図表 4 ダイエー再建計画のまとめ

(金額単位：億円)

計画開始時		昭和 58 (1983) 年 2 月	平成 12 (2000) 年 11 月	平成 14 (2002) 年 2 月	平成 16 (2004) 年 12 月
計 画 名		V 字型改革	3 カ年	新 3 カ年	産業再生機構
計画の実行者		河島博副社長	高木邦夫社長		05/3～林文子会長
		元ヤマハ社長	「V 革」時幹部、元リクルート専務・ダイエー取締役		元 BMW 東京社長
主な施策		GMS の地域本部設置。在庫圧縮。多角化事業の業態見直し	主力行による 1,200 億円の優先株引受。4000 人削減。32 店舗廃止	追加金融支援 5,200 億円。普通株 99%減資、60 店舗廃止	丸紅・独立系投資ファンドがスポンサー、イオンと提携。金融支援 4,000 億円、53 店舗廃止・食品スーパー出店
開始時	決算期	82/2 期	00/2 期	02/2 期	05/2 期
	売 上	12,161	28,471	24,989	18,338
	経常損益	53	▲ 332	15	73
	当期利益	▲ 65	▲ 219	▲ 332	▲ 5,112
完了時	決算期	86/2 期	02/2 期	05/2 期	07/2 期
	売 上	15,344	24,989	18,338	12,839
	経常損益	137	15	73	373
	当期利益	11	▲ 332	▲ 5,112	413

・日本経済新聞社 [2004]、大塚 [2007]、有価証券報告書（連結財務諸表等）より作成

売上急成長と借入金を見合いにした資産の拡大が顕著であり、その後 V 革の時期において売上、資産・借入金を減らし（図表 5 網掛け参照）、再度バブルに向けて資産の急拡大をしている点が特徴である。ダイエーは早い段階から行き詰まりが生じており、当面の資産圧縮を行った後、再度「総合生活産業企業」として本業外に活路を見出そうとしたことが見て取れる。その後のバブル期においては、不動産含み益が想定されていたにせよ、売上に比した営業利益は従前に比して低迷しており、当期利益も低水準にあったことがわかる（図表 1 参照）。

GDP 対比での売上をみていくと、企業統計全体は昭和 46 年から 48 年まで上昇した後 53 年まで低下傾向にあった。ダイエーは同様に 48 年まで上昇したのち、50 年代半ばまで低下をしている。財務構造をみると、企業統計全体は資産・借入を同じ時期に圧縮しているがダイエーは大幅に拡張している。ダイエーは V 革に際して昭和 62 年までは資産圧縮を行ったが、その後のバブルに向けての伸びの角度は急激である。この投資拡大

カーブはバブルによる地価上昇時と同じ時期にみられるため、バブル崩壊後の取得価格に対する値下がり幅が通常企業より大きかったのではないかと考えられるのである（図表 6, 7 参照）。営業利益率をみると、ダイエーは昭和 40 年代後半において法人企業統計より低位にあり、その後同程度で推移し、昭和 61 年以降バブルを通じて低位に推移している。尚、長期趨勢的には利益率は一貫して低下している（図表 9 参照）。同業のイトーヨーカドーはバブル期に営業利益率が他の時期より高位であり、また一貫してダイエーを大きく上回る水準にあった。イトーヨーカドーの純資産・現預金の水準はダイエーとは対照的に非常に高位である。これらの積み上がりは後に法人企業全体に見られるものであるが、かなり先駆けて確認されるのである（図表 5, 8 参照）。

昭和 60 年代以降の細部をみると、「新中期 5 カ年計画」発表後、昭和 62 年（1988 年）以降借入金の増加が顕著となり、割賦販売業のリッカー・南海ホークス球団買収などがみられる。また、この時期には、当時連結対象外であった関係会社で

図表 5 収支財政比較

(単位：億円、倍、ヵ月)

	ダイエー連結			ダイエー単体			イトーヨーカドー単体		
	1984 年度	1990 年度	1994 年度	1984 年度	1990 年度	1994 年度	1984 年度	1990 年度	1994 年度
	S 59 年度	H 2 年度	H 6 年度	S 59 年度	H 2 年度	H 6 年度	S 59 年度	H 2 年度	H 6 年度
売 上	14,436	22,837	32,239	12,827	18,421	8,269	9,035	13,551	15,387
売上伸び		1.58	1.41		1.44	0.45		1.50	1.14
営業利益	390	580	523	398	432	41	414	800	632
営業利益率	2.70%	2.54%	1.62%	3.10%	2.35%	0.50%	4.58%	5.91%	4.11%
当期利益	-88	96	-507	71	89	391	176	441	447
総資産	8,335	12,310	22,184	5,159	6,869	2,307	3,402	5,937	7,529
総資産回転期間	6.93	6.47	8.26	4.83	4.47	3.35	4.52	5.26	5.87
棚卸資産	900	1,009	1,700	657	736	308	372	456	487
棚卸資産回転期間	0.75	0.53	0.63	0.61	0.48	0.45	0.49	0.40	0.38
純資産	781	1,374	1,470	1,390	2,036	1,498	1,773	3,764	5,404
有利子負債	4,814	6,108	13,033	104,223	3,774	222	416	329	153
現預金	1,196	863	1,502	1,021	622	390	171	733	1,126

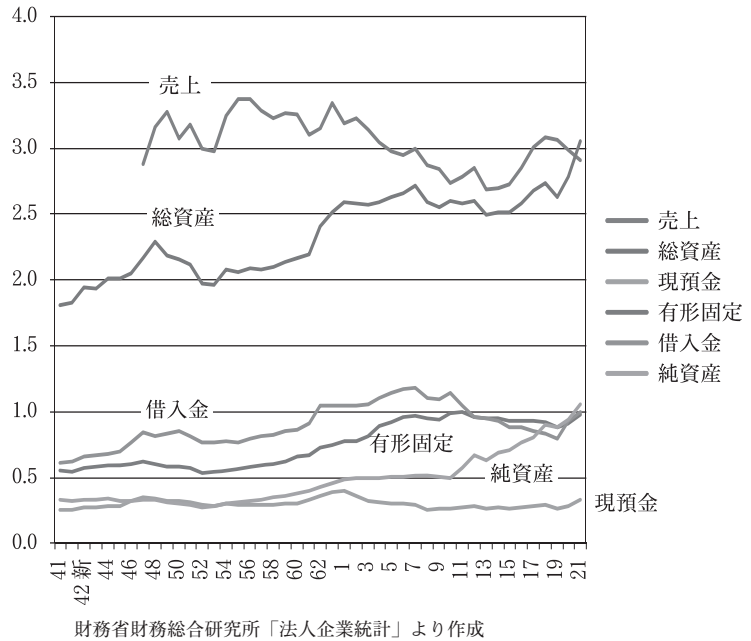
・有価証券報告書、通商産業省「わが国企業の財務分析」により作成

の投資が多く行われたと推定されるのである。営業利益率は昭和62年度に2.33％、平成2年度に2.54％、平成3年度に2.76％と漸増となるが、その後わずか4年後の平成9年度には0.75％にまで低下している。これらの動きは法人企業統計と全体傾向は一致しているがより極端な動きを示しているといえよう(図表1, 8 参照)。

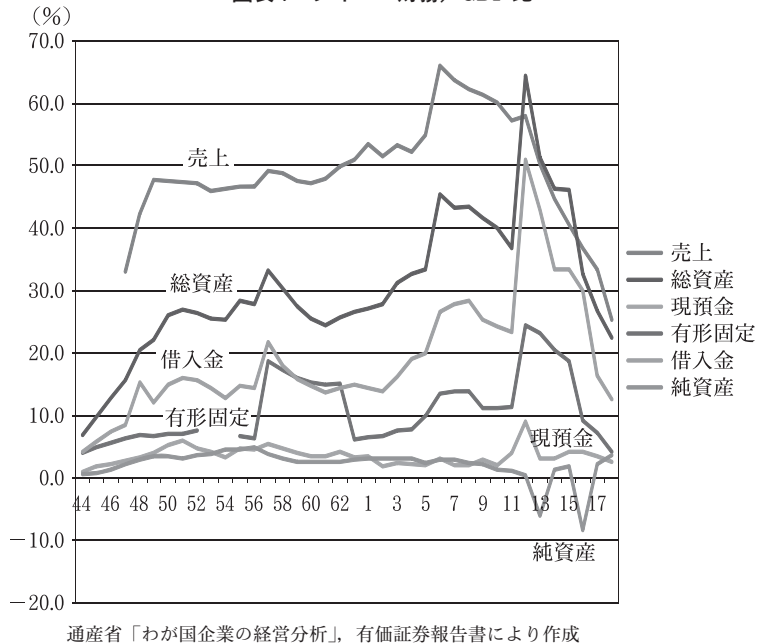
平成6年度以降、経常利益段階までに相応の利益水準にあって、持分法投資損失により当期利益が圧縮される決算が継続していた。平成9年度は創業以来初となる経常利益赤字を計上、自己資本比率も5.2％まで低下、デットエクイティレシオ(有利子負債/自己資本)は10倍以上に達したのである。他社をみると、平成4年度におけるイトーヨーカドーの売上はダイエーの0.6倍に過ぎないが、経常利益は3倍である。棚卸資産回転期間はダイエー比0.65倍、総資産回転期間は0.75倍の低水準にある。自己資本比率はダイエー9.3％に対しイトーヨーカドー68.5％と全く異なる財務体質の事業体となっている。イトーヨーカドーが賃貸物件を店舗の中心としていたこと、さらには卸売部門への進出は企図せず卸売企業との共存を図った仕入体制を敷いたこと、小売・外食の範囲を大きく超える多角化を進めなかったことが指摘しうる。

「修正再生3カ年」、「新3カ年」両計画の開始時と翌年は、不採算店舗削減と人員削減効果による営業利益率の上昇(1.57％→1.77％, 1.86％→

図表6 全企業財務/GDP 比

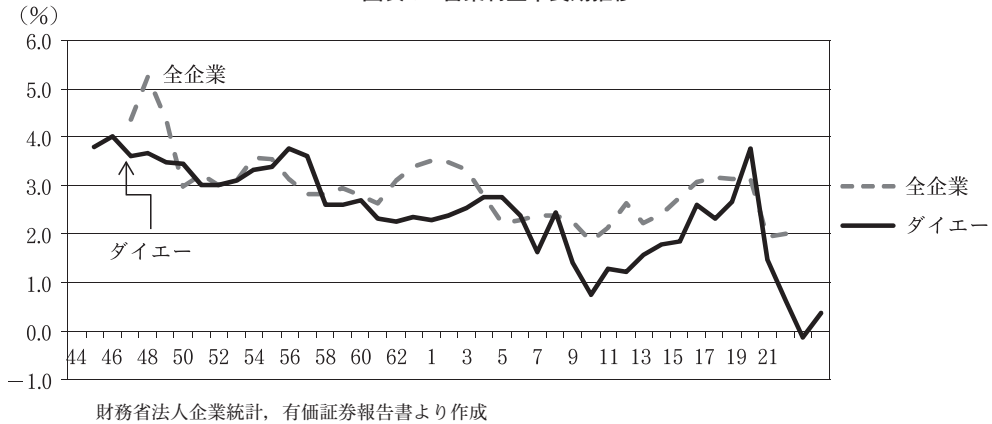


図表7 ダイエー財務/GDP 比

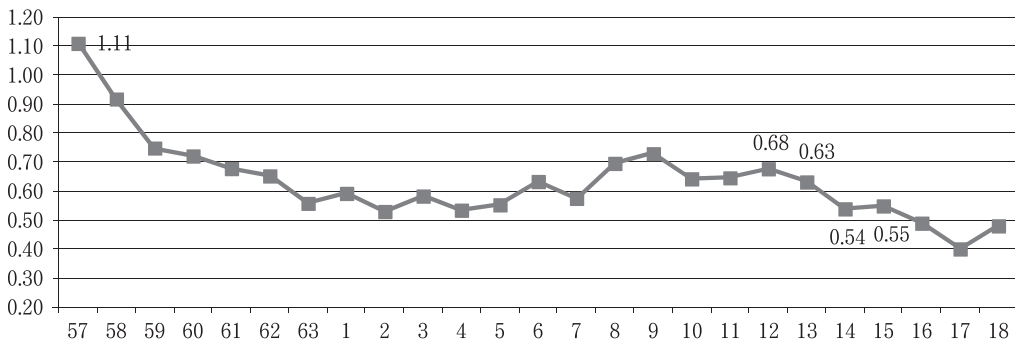


2.59％), 棚卸資産回転期間の低位抑制(0.68→0.63カ月, 0.54→0.55カ月)が指摘できるのである(図表1, 9 参照)。しかし、同時にこれら両計画はダイエーを再生することは出来なかったので

図表 8 営業利益率長期推移



図表 9 棚卸資産回転期間



ある。

会社事業再生に関して、高木 [2006]、吉田 [2010] によれば、あるべき事業再構築計画とは、現在及び将来の市場需給動向を分析し、存続させる事業と譲渡・閉鎖・清算する事業を特定し、事業売却・商品取扱中止・販売チャネル撤退・拠点／設備／人員の削減を行い、将来の会計制度を先取りして資産内容を把握し直し、有利子負債の圧縮規模と方法を検討し、債権放棄・DES、減増資の案を策定することとしている。本澤 [2008] によれば、事業再生計画は、資産売却・有利子負債削減、人件費・経費削減、原価削減、売上高の維持・拡大による、財務改善と成長戦略の組合せであるとしている。箕輪 [1997] ではバブル崩壊後の「新日鉄」の1994年中期経営計画において、国際競争力を維持・拡大するため、本社・管理部門縮小による管理費用削減と品種毎の市場状況に

合わせた原価コストダウン、市場での需要をとらえた生産・販売を行ったことを指摘している。由井・田付・伊藤 [2010] では、セゾングループの基幹企業が軒並み破綻した後、パルコ・ロフト・良品計画・クレディセゾンなどの中堅子会社企業において、既存事業のスクラップアンドビルド、在庫管理、人材教育による事業再構築と有利子負債削減を行い存続していった実例を指摘している。

ダイエーは、昭和50年代に低迷が始まっており、低迷期に資産拡大を取って行い、改革活動により一旦縮小を行ったものの、再度バブル拡大とともに投資拡大を行ったために資産構成上極端に不利に働いたことに不振の根底の原因がある。また、メーカーである「新日鉄」のように市場状況に応じて供給調整を行うという発想は行いえず、安値大量販売を貫く方針のなかで、店舗の内部管理に注力せずに出店・拡大をしようとし、かつ多

角化に活路を見出そうとしたことが指摘しうる。更に再建の過程で、人材の枯渇、優良事業の売却により力を失っていったのである。また、平成4年段階でのさくら銀行による返済計画作成要請に応じず、再建の意思決定時期が決定的に遅延したことが挙げられる。再建計画自体は概ね妥当な方向を向いていたが、平成14年の政府による金融再生プログラムが発動されるまでは、銀行自体も本来必要な規模の支援を算定することができなかったと思われるのである。平成14年1月が当時の景気の谷であり、それ以降が返済や不良債権の正常債権化にも恵まれた時期であったこと⁽¹⁸⁾、資本注入と自行による資本調達により、企業向け投融资と債権放棄を戦略的に行い得た時期であったことが挙げられる。また、平成14年以降は政府による金融機関の破綻処理が事実上中断されており、自らの破綻を恐れて貸倒損失額を少なく見積もる銀行の動機が弱まったことも挙げうる⁽¹⁹⁾。最後に、産業再生機構計画以降の損益は、店舗減に伴い売上は急減したものの、不採算店舗の削減により、平成19年2月期は営業利益483億円、営業利益率は3.6%と過去最高レベルとなった。売上減少と同じ水準にて資産処分が進んでおり、総資産回転期間は抑制されている。純有利子負債は平成17年2月期の1兆2,884億円から5,160億円にまで削減され、純デットエクイティレシオは2.7倍と非常に低位である。しかし、その後は現在に至るまで損益が低迷しており、平成21年度営業利益▲12億円、平成22年度営業利益32億円と、スーパー事業業界全体が低迷している面はあるものの、未だ本格的な改善段階にはないといえるのである(図表1参照)。

おわりに

日本のバブル生成には銀行と非製造業事業会社の経営行動が一つの中心を成してきた。マクロ経済的分析とは別に、企業が何故不採算となるべき事業にまで投資をしたのか、バブル後破綻した会社・事業と存続した会社・事業との分水嶺は何であったのかという問題が存在しており、未だ十分

に語られていない課題として残っている。本稿では、これらを考察する方法として、ダイエーについての昭和40年代以降バブル崩壊・再生までの経営行動を分析し、銀行行動、政策と財務に関連付けて検討を行った。

ダイエーの多角化投資の失敗は、昭和50年代以降の低成長による利益率低下過程のなかで、出店規制を回避しながら業種・業態を超えて拡大することにより起こったのである。業容拡大の時期が低成長期に入りかけた昭和50年代初頭、バブル期の後期からバブル崩壊後であるという行動の特性も認められる。また、中内力氏・河島氏・鳥羽氏・さくら銀行といった、時代の節目毎に現れた重要なチェック役を遠ざけ、経営と意思決定の組織化を行わず、投資の採算性を検討する仕組みを持たなかったことが特徴である。多角化投資先のなかには良好な事業も多かったのだが、莫大な不採算事業の処理のため全ての売却を余儀なくされ、有効な企業集団の組成が出来なかったのである。

更に、銀行による個別企業株式の持ち株比率と融資シェア確保という競争原理と取引心理を逆手に取って競合させることにより、機械的な融資が自動的に実行される取引慣性を作り上げ、銀行毎に関係会社取引を分断することにより全体像の把握を困難化し、銀行審査機能を無力化して最大限資金を引き出す特異なシステムを20年以上にもわたって維持・拡大させ得たことが重要な背景である。産業再生機構による債権買取以前での再建計画失敗の原因は、会社内外での事業内容・業容の全貌把握が連結会計制度整備と各行の本格的調査が完了するまで困難であったこと、ダイエーによるさくら銀行に対する取引縮小と富士銀行との取引拡大にみられるように、長らく銀行での与信判断が定まらずダイエーの行動余地が大きく、計画開始時期が決定的に遅れたこと、最後に計画実施時点での銀行の資本不足により対応が不十分となったことが指摘できるのである。

今後、ダイエーの財務構造の詳細と多角化事業の内部構造、大規模小売業他社と不動産等近隣業種における個別の企業行動を分析し、各時代状況

下における企業の経営行動とその理由と動機を明らかにしていくことを通じて、バブル経済と会社経営行動の関係、会社再生のあり方について考察していきたい。

《注》

- (1) 森田 [2001] 71 頁
- (2) 大塚 [2007] 292 頁
- (3) 佐野 [2009] 下巻 196 頁
- (4) イトーヨーカドーの戦略を範とし、参加メンバーによる議論から生じた理論であるとされる。中内社長は側近による詳細報告を受けてはいたものの、問題点の把握と処方箋を V 革メンバーに任せ、決定に従ったとされる。
- (5) 中内 [2007] 80 頁
- (6) 森田 [2001] 53 頁
- (7) 森田 [2004] 70 頁, 71 頁及び 201-204 頁にて、小売業本来の領域から卸売業の領域に侵食して、仕入専門会社を立ち上げてその拡大に注力したが、小売商業者としてのマーチャンダイジング力の向上を軽視した。M & A の本格化と経営陣の人事異動・組織改編の常態化、M & A の原資を含み資産に求め財務の悪化を招いたこと、社内動向を過度に注視する風土醸成、ディスカウントストアを経営の中心に置き続けた価格訴求一本槍の市場認識、が経営の特徴であったとしている。
- (8) 田井・久保・奥村 [1991] 28-96 頁
- (9) 同氏は中内功氏をはじめ戦後の流通企業経営者に影響を与えた人物であり、チェーンストア理論の研究団体であるベガススクラブ代表者、日本リテリングセンターシニアアナリストなどの肩書をもっていた。
- (10) 渥美 [2007] 170-185 頁
- (11) 佐野 [2009] 上巻 45 頁
- (12) 佐野 [2009] 上巻 45 頁
- (13) 佐野 [2009] 上巻 48 頁
- (14) 許斐 [2005] 191-192 頁
- (15) 日本経済新聞社 [2004] 197 頁, 198 頁
- (16) 日本経済新聞社前掲書 229 頁
- (17) 許斐 [2005] は、こうしたダイエー新 3 カ年計画について、金融支援で債務超過となる難を逃れたと評しながら、①透明性・公平性の面から、ダイエーだけが支援されることについての妥当性につき議論が残ること、②債権者である銀行にはダイエーを経営する能力がなく、経営者は常に主力行の管理・監督のもと、債権者の要求に対する調整に明け暮れ、縮小均衡に向い勝ちであること、

③資産売却策は子会社株式売却に繋がったが、グループとしての事業構造改革につながる戦略を立てられなかったこと、④当時として関係者の都合のよかった私的整理が結果として抜本的なものにできない点で法的整理に劣後したという見解を持ったことを挙げている。

- (18) 西村 [2009] 264 頁, 265 頁
- (19) 西村 [2009] 273 頁

参考文献

- 朝永久見雄『小売』日本経済新聞社 2006 年
 渥美俊一『流通革命の真実』ダイヤモンド社 2007 年
 大村敬一・水上慎士『金融再生危機の本質』日本経済新聞出版社 2007 年
 大塚英樹『流通王——中内功とは何だったのか』講談社 2007 年
 小野展克『企業復活』講談社 2007 年
 加藤 鉦『再生したる！ドキュメント「マイカル復活」1500 日』ビジネス社 2007 年
 許斐義信『ケースブック企業再生』中央経済社 2005 年
 佐野真一『戦後戦記 中内ダイエーと高度経済成長の時代』平凡社 2006 年
 佐野真一『完本カリスマ (上・下)』ちくま文庫 2009 年
 田井修司・久保建夫・奥村陽一『ダイエー・コープこうべ』大月書店 1991 年
 高木新二郎『企業再生の基礎知識』岩波書店 2003 年
 高木新二郎『事業再生』岩波新書 2006 年
 中内 功『わが安売り哲学』新装版 千倉書房 2007 年 (1969 年出版の同名書の復刻版)
 中内 潤・御厨 貴『中内功』千倉書房 2009 年
 西村吉正「不良債権処理政策の経緯と論点」内閣府経済社会総合研究所『不良債権と金融危機 8』2009 年
 (http://www.esri.go.jp/jp/others/kanko_sbuble/analysis_04.html)
 日本経済新聞社編『ドキュメントダイエー落城』日本経済新聞社 2004 年
 緑川清春『メインバンク関係と企業救済』税務経理協会 2008 年
 箕輪徳二他『新しい商法・会計と会社財務』改訂増補版 泉文堂 2004 年
 箕輪徳二「低成長・安定経済成長下の鉄鋼業の財務とリストラクチャリング」『戦後日本の株式会社財務論』第三編 泉文堂 1997 年

森田克徳『争覇の流通イノベーション』慶應義塾大学
出版会 2004年

森田克徳「ダイエーの経営戦略——流通革命の軌跡」
静岡県立大学『経営と情報 Vol. 14 No. 1』2001
年

本澤 実「企業再生の方法と財務改革」箕輪徳二・三

浦后美編著『会社法と会社財務・会計の新展開』
第Ⅱ編 泉文堂 2008年

吉田広明『事業再生ナビゲーション』初版 商事法務
2010年

由井常彦・田付茉莉子・伊藤 修『セゾンの挫折と再
生』山愛書院 2010年