

Business Revitalization and Bank (6)

メタデータ	言語: jpn 出版者: 公開日: 2017-10-03 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: メールアドレス: 所属:
URL	http://hdl.handle.net/2297/17599

事業再生と銀行(6)

加 藤 峰 弘

目 次

- Iはじめ
 - II 事業再生と銀行の情報生産機能
(以上, 第24巻第1号)
 - III 事業再生と金融
 - 1. 事業再生を支援する金融的手法
(以上, 第24巻第2号)
 - 2. 事業再生を支援する諸制度
(以上, 第25巻第1号～第25巻第2号)
 - 3. 銀行以外で事業再生を手掛けている主体
 - (1) 事業再生ファンド
(以上, 第26巻第2号)
 - (2) 産業再生機構
(以上, 本号)
 - (3) 整理回収機構
 - (4) 中小企業再生支援協議会
 - 4. 事業再生と銀行業の変革
 - 5. 政策的対応
 - IV おわりに
 - 3. 銀行以外で事業再生を手掛けている主体
 - (2) 産業再生機構
 - a. 産業再生機構の概要
- 産業再生機構 (IRCJ ; Industrial Revitalization Corporation of Japan) は

一言でいえば「官製の事業再生ファンド」であり、その業務内容は民間の事業再生ファンドと基本的には同様で、それと同じく「再生の管理者」としての役割を果たす。組織的には株式会社形態をとる認可法人で、2003年4月10日に施行された「株式会社産業再生機構法」がその根拠法となっている⁽¹⁾。同法第1条によると、産業再生機構は、過剰債務を抱えているもののコアコンピタンスが損なわれていない企業について、過剰供給構造など当該企業が属する業界の実態を踏まえながら、当該企業に対する貸出債権を金融機関等から買い取ることなどによってその事業の再生を支援することを目的として設立されたという。

産業再生機構は次の手続を経て設立された。小泉政権は2002年10月、「金融再生プログラム」を含めた「改革加速のための総合対応策」（総合デフレ対策）を公表したが、その中に産業再生機構の創設が盛り込まれた。翌11月には、産業再生について具体的な対策を打ち出すため、産業再生・雇用対策戦略本部が立ち上げられ、さらに翌12月には、同本部が産業再生法の抜本的な改正と産業再生機構の設立を柱とする「企業・産業再生に関する基本方針」を公表した。この中で産業再生機構の基本方針が定められた。03年1月には株式会社産業再生機構法案が国会に提出され、4月2日に法案が可決、4月10日に同法が施行され、4月16日には株式会社産業再生機構が正式に発足した。同年5月8日から業務を始めている。以上のように、当時の日本経済においてはデフレ不況から脱却すること、すなわち産業と金融の一体的再生が喫緊の課題であったことを反映して、産業再生機構は約半年という短期間のうちに発足することになった。

産業再生機構の組織形態の概要は次の通りである。資本金は505億700万円で、農林中央金庫に加え、預金保険機構を通じて銀行界が出資を行っている。役職員数は2005年2月末時点で214名となっており、その大半が事業再生に関連した業務に携わった経験を持っている⁽²⁾。産業再生機構内には、産業再生委員会が設置されている。同委員会は7名の有識者から構成され、委員長は高木新二郎独協大学教授・弁護士である。同委員会の主要業務は、メインバンクと経営不振企業から機構に対して正式に支援が申し込まれた際にその可否を最終的に決定すること、機構がメインバンク以外の銀行から債権

を買い取る際にその価格を最終的に決定すること、およびエグジットの段階において買い取った債権、および出資やDESに伴う持ち分について処分方法を最終的に決定することである⁽⁴⁾。

資金調達については、産業再生機構には、10兆円にも上る潤沢な公的資金枠が用意されており、それを活用して業務上必要となる資金（その大半を占めるのが債権買い取りに要する資金）を調達することになる。具体的には、機構は政府保証付きで借入および社債の発行を行うことができる。実際には、機構は社債の発行ではなく、もっぱら入札方式による借入で資金を調達している。日本銀行は金融機関に資金供給する際に機構向け貸出債権を担保として受け入れている。このことが入札をいっそう活発にし、より低コストでの調達を可能にしている。

また、産業再生機構法には、いわゆる「サンセット（日没）条項」が含まれており、機構の存続期間は原則として2003年4月16日から08年3月末までの約5年間と規定されている。すなわち、設立から05年3月末までの約2年間で10兆円の公的資金枠を活用して集中的に債権を買い取り、その後は事業再生支援に専念し、機構が解散する08年3月末までに事業再生に目途をつけ、ファンド、スポンサーなど民間の経済主体に債権や持ち分を売却することになっている。債権や持ち分の売買に伴って損失が発生した場合には国民負担になる。以上から分かるように、産業再生機構は時限的な組織として設立されたのである。

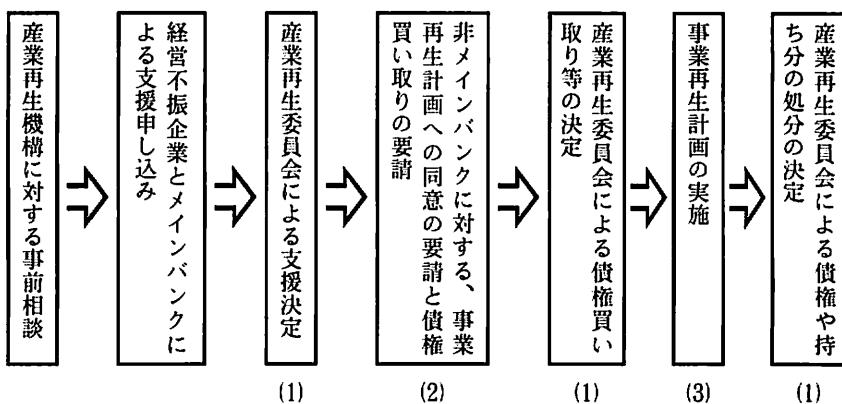
では、なぜ産業再生機構に対してサンセット条項が適用されたのであろうか。資本主義経済ならば、事業再生市場は他の市場と同様、民間の経済主体によって担われるべきであるが、日本経済では事業再生市場が十分に機能・発達していない。そのような状況の下で、深刻なデフレ不況を克服し、産業と金融の一体的再生を成し遂げるには、産業再生機構がその主導的な役割を果たすことが必要と考えられた。同時に機構の活躍が、事業再生市場が十分に機能・発達する上で呼び水となることも期待された。しかしながら、民間の経済主体が事業再生ビジネスについて専門知識、ノウハウを培い、事業再生市場が成長の軌道に乗れば、国民経済が通常の状況ならば民業の圧迫などさまざまな弊害をもたらす公的機関、産業再生機構は当然、市場から撤退し

なければならない。また、存続期間が5年間と明確に区切られることで時間軸がはっきりし、業務が迅速かつ規律を保ったまま遂行されると考えられた。以上が、産業再生機構に対してサンセット条項が適用された理由である。

b. 産業再生機構による事業再生の支援

産業再生機構は支援対象企業について図1の手順で事業再生を支援する。以下では、図1に沿って機構による事業再生支援プロセスを概観する。

図1 産業再生機構の典型的な個別案件の取り扱いフロー



注：(1) 産業再生機構が概要を公表。なお、決定に当たっては前もって主務大臣（内閣総理大臣、財務大臣、および経済産業大臣）と事業所管大臣の意見を聴かなければならない

(2) 必要に応じ、同意の要請と併せて一時停止を要請

(3) 買い取り等の決定から3年以内に処分を行うよう努める

出所：富山（2004b），2ページ。若干、加筆・修正した。

①事前相談

産業再生機構による支援の第一段階は事前相談である。そして、事前相談は経営不振企業がメインバンクとともに機構に支援を要請することから始まる。意見交換や情報収集・分析を通じて機構が当該企業（の中核事業）について再生可能と判断すれば、続いて機構は専門知識、ノウハウを備えた職員が外部の専門家の助力を得ながらチームでデュー・リジエンスを行ってそ

れを確かめる。それをクリアすれば、事業再生計画案の策定にとりかかる。それは当該企業、メインバンク、および機関の共同作業となる。なお、高木(2006)によると、機関の支援対象企業として、当初は銀行の自己査定において「要管理先」債権に属する企業が想定されていたが、実際には「破綻懸念先」債権に属する企業による支援要請も相当数に上ったという。

②産業再生機構による審査と債権の買い取り

次に、当該企業とメインバンクが連名で産業再生機構に対して上のように策定された事業再生計画案を提出し、正式に支援を要請する。機関側は同計画案を達成できるか否かを審査する。同計画案の実現可能性が確認されれば、統いて事業再生計画(3年以内)の終了時に改正産業再生法の生産性基準と財政健全化基準(事業所管大臣が設定した個別の基準が存在する場合はその基準)を満たすか否か、存続価値>清算価値と判断されるか否か、エグジットの青写真が具体的に描けるのか否かなどが審査される(表1)。以上をクリアすれば、次にこの案件を産業再生委員会が同様の見地から審査することになる。同委員会の審査をクリアすれば、次に機関はメインバンク以外の銀行に対して事業再生計画案への同意と債権の買い取りを申し込む。非メインバンクには、最長3ヶ月以内に返答することが求められる。また、場合によっては債権回収など個別的権利行使について一時停止(standstill)が要請されることもある。非メインバンクとの交渉がまとまり、それを産業再生委員会が承認すれば、債権の買い取りが実行に移される。なお、交渉がまとまなければ、機関は支援を撤回する。

債権の買い取り価格は「事業再生計画を勘案した適正な時価」(産業再生機構法第26条)とされている。それを算出するには、まず企業価値を求めなければならない。企業価値は支援対象企業の中核事業が生み出すキャッシュフローを、事業再生計画案の策定に先立って実施されたデュー・デリジェンスに基づいて予測し、その数値をDCF法やEBITDA⁽⁴⁾倍率法に当てはめることで算出される。したがってキャッシュフローをどのように予測するかが企業価値を左右することになるが、富山(2004a)によると、キャッシュフローの予測に当たって産業再生機関は事業再生が達成される可能性を最大限に反映させるという⁽⁵⁾。このようにして算出された企業価値を基に債権の買

表1 支援決定基準

産業再生機構が支援決定を行うに当たって従うべき基準は、次の(1)～(5)のいずれも満たすこととする。

(1) 買取決定見込日から3年以内に、以下の基準を満たす（注）

① 生産性向上基準	② 財務健全化基準
<p>※ 以下のいずれかを満たすこと</p> <p>a) 自己資本当期純利益率が2%ポイント以上向上 b) 有形固定資産回転率が5%以上向上 c) 従業員1人当たり付加価値額が6%以上向上 d) a)～c) までに相当する生産性の向上を示す他の指標の改善</p>	<p>※ 以下のいずれも満たすこと</p> <p>a) 有利子負債のキャッシュフローに対する比率が10倍以内 b) 経常収入が経常支出を上回ること</p>

- (2) 事業再生計画を実施した場合の債権価値が、支援決定時点で清算した場合の債権価値を下回らないと見込まれる
- (3) 買取決定見込日から3年以内に、リファイナンスが可能であるなど、債権処分の可能となる蓋然性が高い
- (4) 事業再生計画の実施が過剰供給構造の解消を妨げるものではない
- (5) 労働組合等と事業再生計画の内容等について話し合いを行った、または行う予定である

注：ただし、事業分野の特性等を勘案し、合理的と認められる特段の事情があると産業再生委員会が認める場合は、これを硬直的に適用することとはしない

出所：内閣府産業再生機構担当室（2006），19ページ。

い取り価格が決定されることになる。

ところで、産業再生機構が実際に導き出した債権の買い取り価格は適正時価条項を満たしていたのであろうか。上述のように総合デフレ対策において機構の創設が打ち出されたが、金融再生プログラムが大手銀行に対して経営上、相当な負担を強いる不良債権の抜本処理を求める一方で、機構はそのような負担を軽減する装置ではないかとの声も上がっていた。すなわち機構は、ともすれば「塩漬け」になることもいとわず、銀行から追加損失の発生しない価格、すなわち実質簿価⁽⁶⁾で債権を買い取るのではないかと懸念されていた。デュー・デリジェンスを行うのは当事者たる機構にはかならず、それを行わない市場参加者が推計する価格を機構の提示する価格が上回っても、情報の非対称性を大義名分にそのような市場の声を退けることもできたはずである。しかしながら、実際に機構が業務を始めてからまもなく、それは杞憂にすぎないことが明らかとなった。機構は2003年8月28日に産業再生委員

会を開き、九州産業交通、ダイア建設、およびうすい百貨店の3社を、事業再生を支援する第一陣企業として正式に決めた旨を公表したが、その際に機構の債権買い取りに伴う債権カットの割合は、通常の私的整理の場合には無担保部分の5割前後であるのに対し、この場合には8割から9割に達すると報道された。また、和田（2004）で指摘されるように、カネボウの事例によって機構が提示する債権買い取り価格が銀行にとって甘いものではない、すなわち実質簿価を意識したものではないことがより具体的なかたちで明らかになった。経営不振に陥っていたカネボウは紆余曲折を経て04年1月、化粧品事業を花王に売却することを公表した。花王がデュー・デリジェンスに基づいて提示した買値は約4000億円であった。その1ヵ月後、花王に対する化粧品事業の売却は破談となり、機構に支援が要請されることになったが、その後、機構がデュー・デリジェンスに基づいて算出した同事業の価値は花王が提示した買値よりも低い3800億円であった。上述のように企業価値（または事業価値）を基に債権の買い取り価格が決定されることから、機構が提示する債権の買い取り価格は「適正な時価」であったと推定できる。

③事業再生計画の実行

事業再生機構がすべての非メインバンクから債権を買い取り、一元的に集約させれば、次にメインバンクと協力しながら事業再生計画を実行に移すことになる。同計画は支援対象企業の「選択と集中」を実現させることを目的に策定されたもので、抜本的な事業・財務再構築を達成させるものとなっている。事業再構築についてはビジネスモデルの抜本的な転換にまで及ぶ。すなわち、当該企業が抱える事業部門を存続部門（中核事業に該当）と譲渡・閉鎖部門（不採算事業に該当）とに切り分け、存続部門についてはコスト削減だけでなく収益性を高めるために新規投資（設備投資とそれに付随する運転資金投資）が行われ、譲渡部門については譲渡先の探索とそこへの売却が、閉鎖部門については清算が行われる。財務再構築については、機構が債権放棄（上のように一元的に集約させた債権について機構が簿価と買い取り価格の差額を放棄する）やDES、出資などを行ってバランスシートを抜本的に改善させる。

事業再生を実現させる手法・プロセスについて、事業再生機構法では、第

19条において大枠、すなわち融資、債務保証、および出資ができる事を示しているにすぎない。つまり機構は、大口債権者や主要な株主としての立場を活かして、事業・財務両面において個別の事情に応じて、すなわち案件ごとに多様な手法を駆使することができる。また、機構は支援対象とする業種や、企業の規模について制限を設けられておらず、過剰供給構造に陥っている業種に属する企業についても上述の諸要件を満たせば支援の対象となる。

融資についても、支援対象企業のキャッシュフローの安定性や、リスクシェアリングの見地から関係金融機関との協調融資が必要とされるかどうかなどを考慮に入れて実施するか否かが決められる。経営権に直接かかわる出資については、本来なら「民業の補完」に徹すべき公的機関たる産業再生機構がそれを行うに当たっては、慎重な検討が求められる。しかしながら、出資に応じる主体（スポンサー）が現れない場合や、主要な株主としての立場からのモニタリングが必要と判断される場合には機構が出資に踏み切ることになる。機構には10兆円もの潤沢な公的資金枠を与えられており、そのファイナンス機能に資金的な制約はないといってよいが、以上のようにそれは一定の節度を保って發揮されている。

特定のスポンサーが選定されることも多い。スポンサーとなるのは、同業他社や有力仕入先・取引先などである。大企業の場合には、そのような主体が民間の事業再生ファンドと連合してスポンサーとなることもある。たとえば、ダイエーの場合には、2005年3月、丸紅+アドバンテッジパートナーズ連合がスポンサーに選定された。カネボウの場合には、同年12月、同じく丸紅+アドバンテッジパートナーズ連合がスポンサーに選定された。また、スポンサー選定に当たって入札が行われることも少なくない⁽⁷⁾。スポンサーは、とくに業務面で、信用補完のほか、経営陣を含む人的資源、商品、より専門的な知識・ノウハウなどを提供する。産業再生機構が本来なら「民業の補完」に徹すべき公的機関であることや、スポンサーが「餅は餅屋」の諺が示すように、より専門的な知識・ノウハウを提供でき、それによって事業再生をより円滑に進めることができることを期待できることを考慮すると、すべての案件について特定のスポンサーが選定されることが望ましい。しかしながら、上述のよう

にスポンサーが現れない場合には、機構が株式の過半数を取得し主導権を握って事業再生を進めることになる。また、機構が独自に事業再生を進める中で特定のスポンサーが選定されることもある。その場合には、機構はそのスポンサーに保有株式を売却することになる。

人的資源の派遣については、スポンサーを筆頭に外部から経営者を招聘するほか、産業再生機構も必要に応じて専門知識、ノウハウを持つ職員を派遣・常駐させている⁽⁸⁾。モニタリングについても、機構が大口債権者としての立場にとどまるのか、それに加えて主要な株主としての立場も備わっているのかによって異なってくる。富山（2004b）によると、機構は上のような立場上の違いや支援先企業の業務特性に合わせて下の項目の中から必要なものを選択して実施するという。

(i) 業績推移

- ・ 全社的基礎情報：月次決算・試算表に基づく貸借対照表・損益計算書、資金繰り報告、経営上の重要な決定・課題等報告、契約書閲覧等
- ・ 事業部門別情報：売上・営業利益等の計画・実績・予定、主要取引先との取引実績、業績先行指標等

(ii) 事業再生計画の進捗状況報告：ロードマップ、計画達成に向けた課題・リスク、ビジネス・財務・組織面の改善の進捗状況等

(iii) 財務制限条項の遵守状況等の報告

(iv) 機構の役職員の支援・関与形態：スコアリングコミュニティ、取締役会等への出席者・頻度・形態、等

法的・制度的なツールに対しても、産業再生機構は非常に柔軟な姿勢で臨んでいる。後述のように、機構が設立された主な理由の一つに、私的整理ガイドラインによっても「メインバンク寄せ」が回避できなかったことが挙げられる。言い換えると、機構は一つには、私的整理の成立を妨げる要因を克服するために設立された。つまり、機構の存在意義の一つに、私的整理のメリットを最大限に活かすことが挙げられる。にもかかわらず、機構は必ずしもそれに拘泥することなく、本章第1節で紹介したように、マツヤデンキの場合には、法的整理（具体的には民事再生法）を組み合わせた「プレパッケージ型事業再生」という手法を用いた。

産業再生機構による実際の事業再生支援はおよそ以上の通りである。まとめると、それは「臨機応変」かつ「民業の補完」に徹すべき公的機関というみずからの立場に配慮したものといってよかろう。

④エグジット

産業再生機構は3年以内に債権や株式を処分しなければならない（なお、上述のように、その最終的な決定権を握っているのは産業再生委員会である）。支援対象企業の事業再生がどれだけ成し遂げられたのかによって、機構が買い取った債権や保有株式の売値は変わってくる。買い手側はスポンサーや民間の買収ファンドである。彼らに事業再生が十分に達成され、収益力も高まったと判断されれば、それだけ高値で売却できるものの、事業再生が不十分で収益力も低いと判断されれば、それだけ売値は低くなる。支援対象企業がエグジット・ファイナンスを受けて機構から債権や株式を買い取ってエグジットを果たすことも可能である⁽⁹⁾。また、事業再生に失敗すれば、原則として整理回収機構に持ち込まれることになる。機構は2008年3月末には解散することが決まっており、その時点で機構が手掛けたすべての案件について売買損益など収支を総合して、結果的にキャピタル・ロスが発生していれば、それは国民負担になる。

c. 産業再生機構活用に対する公的支援

産業再生機構の活用を促すため、政府は機構を実際に活用する主体（企業と銀行）に対してさまざまな公的支援ないし特典を与えている。以下では、支援対象企業およびその融資銀行が受けられる公的支援についてみていく。

①支援対象企業

まず、産業再生機構が支援することになった企業については、産業再生法と機構とが連携しているため、原則として同法に定められた税務・会社法・金融上の優遇措置が受けられる。上場企業については、上場を継続する場合、機構から支援を受ける際にいったんは上場を廃止したものの事業再生を成し遂げて再上場を申請する場合のいずれについても、東証から優遇措置が受けられる（表2）。また、無形のものであるが、公的機関たる機構が支援するという事実そのものによって、当該企業は高いレベルの「信用補完」を享受

表2 産業再生機構の関与企業に対する上場基準の特例

現 行	特 例
期末に2年連続で連結債務超過になると上場廃止	期末に3年連続で連結債務超過になると上場廃止
上場申請する事業年度の前の2年間について、最初の1年間は1億円以上、直近1年間は4億円以上の利益	再上場申請する前の事業年度の利益が4億円以上（再生機構による債権買い取り決定後、3年程度以内に再上場申請する場合に限る）

注：利益基準は連結の税引前利益か経常利益の低い方で審査

出所：『日本経済新聞』2003年4月11日付記事。

することができる。しかも、事業再生のプロセスで特定のスポンサーが選定されれば、当該企業は二重の「信用補完」を享受できることになる。

②融資銀行

次に、融資銀行については、産業再生機構を活用することで以下の特典を受けられる。まず、メインバンクは支援対象企業向け債権について債務者区分を「要管理先」から「その他要注意先」（要注意先から要管理先を除いた先）ないし「正常先」に格上げでき、それに伴って貸倒引当金の大幅な減額が可能となる。公的機関たる機構が支援に乗り出すことで、事業再生の可能性が格段に高まったと判断してよいとされるからである。また、機構が非メインバンクとの債権買い取り交渉など事業再生支援プロセスで主導的な役割を果たしてくれるので、それにかかる費用を節減できる。つまり、メインバンクは事実上、相当な費用を公的機関に肩代わりしてもらうことができる。

統いて、非メインバンクは機構から「適正な時価」での債権売却を迫られ、それに伴って追加負担を強いられることが多いものの、10兆円もの公的資金枠を持つ機構に一括して債権を売却することができる。非メインバンクとしても、私的整理では通常、長期分割返済になることと比べれば、一挙に不良債権の直接償却と債権回収とを果たせることのメリットはけっして小さくない。

さらにメインバンク、非メインバンクともに以下の特典を受けられる。債権放棄や機構への債権売却に伴う損失については、税務当局によって無税債

却が認められる。本章第2節(2)——私的整理——で考察したように、一般的の私的整理では不良債権処理や金融支援に伴う損失について無税貸却を認めてもらうのは極めて困難である⁽¹⁰⁾。また、機構が債務保証した支援対象企業向け融資に適用されるリスクウェイトは信用保証協会保証付き融資などと同様に10%にすぎないため、どのような銀行でも、すなわち旧来からの取引銀行であれ、新規に取引を始めた銀行であれ自己資本比率規制上、有利に取り扱われる。

d. 産業再生機構の機能

産業再生機構はミクロ的には債権者間調整機能、マクロ的には事業再生モデル提示機能、アンカー機能、および事業再生支援人材育成機能を果たしていると考えられる。ここでは、機構が果たしているこれら四つの機能について考察することとするが、それに先立って、本稿のここまで叙述にしたがって産業再生機構が設立された経緯について詳しくみていこう。

1990年代後半、公的資金が導入された大手銀行を中心に債務者企業に対して私的整理による債権放棄が積極的に行われた。その際に、いわゆる「メインバンク寄せ」が問題化した。すなわち、メインバンクと支援対象企業が密室で協議をかさねて策定した再建計画案に対して、情報が十分に開示されていない非メインバンクが同意せず、結局、メインバンクがそのような融資銀行の与信額をすべて肩代わりすること、つまり「メインバンク寄せ」を強いられたり、私的整理スキーム自体が頓挫したりする事例が見受けられるようになった。このような事態にかんがみ、2001年9月、手続と再建計画の内容について公平性・透明性を確保する私的整理ガイドラインが公表された。当初はこれで「メインバンク寄せ」問題は解決されると考えられた。

しかしながら、非メインバンクはもともと、私的整理手続においてフリー・ライダーとして行動する、すなわち個々の債権者は自身が債権額を維持しても、他の債権者が軒並み債権放棄に応じれば、債務再構築は成し遂げられ、加えて自身の保有債権もそれによって資産価値が向上すると考え、債権放棄に応じない誘因を持つ。そして、ガイドラインに基づく私的整理手続であっても、「メインバンク責任」を大義名分にそのように行動する非メインバン

クが後を絶たなかった。いわゆる Hold-out 問題の顕現化である。

このような状況の下でも、債権者間の交渉が決裂した場合、（債権者平等原則の下で債権者全員がプロラタ方式で債権を削減される）法的整理に移行するという脅威が十分に作用すれば、この問題を軽減・解消することが可能になろう。ところが、本章第2節で幾度も言及したように、日本では、再建型ではあっても法的整理への移行は事業価値の著しい毀損・劣化をもたらす。それが現実化すると、融資銀行団の中で与信額が最大のメインバンクがもっとも大きなバランスシートの毀損に見舞われる。したがって、メインバンクは債権者間の交渉が決裂したからといって法的整理に移行するわけにはいかない。このように日本では、法的整理（倒産法）に Hold-out 問題を軽減・解消する役割を期待できないのである。

こうして結局のところ、私的整理ガイドラインによっても「メインバンク寄せ」問題は解決されなかつたのである。

ところで、日本経済は戦後、1990年代初頭まで右肩上がりの成長を続けてきた。地価もまた、同様に右肩上がりに高騰し続けた。一方、金融システムにおいては戦後にメインバンク制度が確立したが、その下でメインバンクは融資先企業が経営危機に陥った際には、その再組織化について主導的な役割を担うことが暗黙の了解として定着した。そして、この時代のメインバンクによる再建支援は大半が役員を派遣した上で金融支援を行うにとどまった。言い換えると、当時、メインバンクが主導した再建支援は抜本的な事業・財務再構築を伴わない甚だ不十分なものであった。というのも、メインバンクは当時、そのような再建支援を行う必要性やインセンティブを持っていなかつたからである。その背景には、持続的な経済成長と地価高騰（→バランスシートの改善）が経営危機に至る企業の数を抑えたことと、地価高騰＝不動産担保融資における担保価値の上昇によりメインバンクは融資先企業が経営破綻にいたってもバランスシートはさほど傷つかなかつたことがあった。このように、日本ではこれまでメインバンクが事実上、事業再生メカニズムの中核を担ってきたが、それは抜本的な事業・財務再構築を伴うものではなく、邦銀は事業再生に関する専門的な知識、ノウハウを培つてこなかつた。つまり、日本には事業再生市場と呼べるものは存在していなかつたのである。

そのような状況の下で、1990年代後半以降、深刻なデフレ不況を背景に産業と金融の一体的再生が喫緊の課題としてクローズアップされた。しかしながら、そこにおいて主役を演じるべきメインバンクは事業再生に関する専門的な知識、ノウハウに乏しく、また上述の「メインバンク寄せ」問題がその大きな障害となっており、このままでは、すなわち民間だけに任せていたのでは、産業と金融の一体的再生を迅速・円滑に成し遂げられないことは誰の目にも明らかであった。

以上のような事情を踏まえて、5年間と存続期間が限定され、その間に産業と金融の一体的再生を主導するという役割を担った公的機関、産業再生機構が設立されることになった。そして、機構に期待されたのは、ミクロ面では債権者間調整機能、マクロ面では事業再生モデル提示機能を果たすことであった。また、それと同時に設立時にはっきりと認識されていたわけではないが、機構はマクロ面でアンカー機能と事業再生支援人材育成機能を発揮したと考えられる。以下では、これら四つの機能について順を追って考察する。

では、まず債権者間調整機能について考察する。債権者間調整機能とは、公的機関としての中立・公正な第三者的立場を活かしてメインバンクに代わって非メインバンクとの債権買い取り交渉を一手に引き受け、プロラタ方式による（またはそれに準ずるかたちでの）損失分担を求め、実現させる機能と定義できる。産業再生機構は事業再生計画案の策定に先立ち、公認会計士、弁護士、経営コンサルタントなど専門家を動員して詳細・厳密なデュー・デリジェンスを行って、同計画案の客觀性・妥当性を担保し、非メインバンクから同計画案への同意を得、「適正な時価」による債権買い取り（実質的には債権放棄）を認めさせる。このような債権者間調整機能は非常に多くの銀行が融資銀行団に加わっていたり、原則として債権放棄に応じない公的機関が債権者に含まれていたりする場合により有効性を発揮する。たとえば、産業再生機構が2003年8月に支援を決定した九州産業交通の場合には公的機関である民間都市開発推進機構が、同年10月に支援を決定した三井鉱山の場合には同じく公的機関である新エネルギー・産業技術総合開発機構が債権者に名を連ねていたが、機構が粘り強く交渉を続け、結局「適正な時価」での債

権買い取りに同意した。これらは、民間のメインバンクでは実現が極めて困難であったと推測される⁽¹¹⁾。

産業再生機構は2003年5月の業務開始以降、債権買い取り期限の05年3月末までに41件について支援を決定したが、その中に非メインバンクの中に債権の買い取りを拒否したところが現れたために支援が撤回された事例はない。この事実をみる限り、機構は債権者間調整機能を100%の確率で発揮できたといえる。

では、なぜ産業再生機構は債権者間調整機能をこれほどまで完璧に果たすことができたのであろうか。その要因として次の三つが挙げられる。まず、上述のように機構に債権を売却することで非メインバンク側に一挙に不良債権の直接償却と債権回収とを果たせ、かつその際に税務当局によって無税償却が認められるというメリットが発生し、それが非メインバンクに債権を売却させるインセンティブとして働いた。次に、10兆円もの公的資金枠を背景に、実質的に予算制約のないかたちで実施されるデュー・デリジェンスが、民間の事業再生ファンドが実施するそれと比べても、より強く事業再生計画案の客観性・妥当性を担保した。最後に、いったん機構の支援対象となった企業は、図1に示されるように情報が全面的に公開、さらには報道される。いわば衆人環視の下で事業再生支援プロセスが進められることになり、非メインバンクは「メインバンク」責任などを理由に機構による債権買い取りの要請を拒否すれば、「評判」(reputation) の低下を招きかねない。このよう 「評判」が低下するリスク、すなわちレピュテーション・リスクが非メインバンクにとっては相当なプレッシャーになった。これら三つの要因の中で、銀行経営における「評判」の重要性にかんがみれば、もっとも強力に作用したのはやはり第三の要因といえよう。そして、これら三つの要因はすべて機構が（有形、無形のさまざまな公的支援を与えられた）公的機関であることと密接に関連していることに留意しなければならない。

次に、事業再生モデル提示機能について考察する。上述のように、産業再生機構による支援は「選択と集中」を実現させることを目的に、抜本的な事業・財務再構築を達成させるものとなっており、とくに事業再構築についてはビジネスモデルの抜本的な転換にまで及ぶ。しかも、民間で行われる事業

再生は通常、そのプロセスが情報公開されることはないが、機構が手掛ける案件については、そのプロセスが全面的に情報公開される。機構はこれまで41件について支援を決定し、2006年5月末の時点でそのうち34件についてはすでに支援を完了しているが、その中には多種多様な業界に属する企業が含まれており、また規模においても大企業から地方の温泉旅館までもが含まれている。したがって、機構が手掛けた案件はすべて事業再生ビジネスを手掛ける民間の経済主体にとっていわば実例集を構成し、その中でも成功を収めた案件は格好の事業再生モデルとなろう（もちろん、機構が公的機関であるという事実に関連する点、すなわち10兆円もの公的資金枠を与えられて事实上、予算制約がない点や有形、無形のさまざまな公的支援があったからこそ債権者間調整を完璧に行えた点は捨象しなければならない）。事業再生モデル提示機能とは以上のような内容を持つものである⁽¹²⁾。

事業再生モデル提示機能が今後、経済界において十分に発揮されるのか否か、すなわち産業再生機構が手掛けた案件が事業再生モデルにふさわしいものなのか否かについては、今後の詳細かつ厳密な検証にゆだねなければならないが、現時点では、一般的に事業再生支援プロセスにおいて経済合理性から逸脱した案件はなかったと評価されている⁽¹³⁾ことから、同機能は今後（もちろん機構解散後にも）一定程度発揮されるものと考えられる。

次に、アンカー機能について考察する。通常、アンカー機能は法的整理（倒産法）が私的整理の実施を可能にする働きのことを指す。そして日本では、再建型ではあっても法的整理への移行は事業価値の著しい毀損・劣化をもたらすため、この機能はさほど発揮されない。一方、産業再生機構は事業再生支援プロセスにおいて非メインバンクから「適正な時価」で債権を買い取ってきたが、その「適正な時価」は非メインバンクにとっては実質的に法的整理に移行した場合の債権カットに匹敵するくらいの債権放棄を求めるものであった。このように機構による債権買い取り価格が非常に厳しいものであったために、民間による機構の活用が低調に終わったとの声も上がった。10兆円もの公的資金枠（その大半を占めると想定されたのが債権買い取りに要する資金）を与えられながら、債権買い取り期限の2005年3月末までにそれは結局、約1兆円しか消化されなかつた⁽¹⁴⁾。

しかしながら、その数字をもってただちに産業再生機構が期待されたほどの役割を果たさなかったとまではいえない。すなわち、機構を活用すれば（事業価値の著しい毀損・劣化をもたらすことのない）私的整理の枠組みで事業再生を進めながら法的整理と同様にプロラタ方式での債権カットが可能になるが、その事実こそが民間部門における自主的な私的整理の成立に少なからず寄与したと推察される。換言すると、債権者間交渉が決裂すれば機構に案件を持ち込むという脅威がメインバンクの対非メインバンク交渉を有利に運ばせ、融資銀行団内における自主的な私的整理の成立を促したと考えられる。このように、日本ではもともとアンカー機能は有効に働いていなかつたが、機構は存在するだけで数字には表れない同機能を有効に働かせたといってよい。

最後に、事業再生支援人材育成機能について考察する。内閣府産業再生機構担当室（2006）では、ヒアリングを参照しながら産業再生機構が事業再生支援人材を育成するという機能を発揮したことが指摘されている。すなわち、内閣府産業再生機構担当室（2006）によると、機構は内部の職員のスキルを高めただけでなく、業務の外部委託等を通じて外部の事業再生プレーヤーの育成にも貢献した。さらに、機構に案件を持ち込んだ銀行からは機構とともに事業再生に取り組んだことで短期間に多大な事業再生に関する専門知識、ノウハウを培うことができたという。「機構で再生業務を手掛けた人材が独自に再生ファンドを立ち上げるケースも出てきた」（『日本経済新聞』2006年1月8日付記事）という指摘もあり、機構の職員が退職後に独立したり、民間企業に再就職したりすることによって、機構で培った事業再生の知識、ノウハウが広範に伝播することが期待されている。

e. 実績と評価

①実 績

まず2006年7月末時点における実績について概観する。産業再生機構はそもそも存続期間が原則として2003年4月16日から08年3月末までの約5年間と定められ、設立後約2年間のうちに債権を買い取り、その後は事業再生支援に専念し08年3月末までに外部に債権や持ち分を売却することになってい

る。機構は設立後約2年間で41件（合計195社）の支援を決定し、債権買い取りと出融資などに約1兆円を投じた。41件のうち34件についてはすでに支援が完了し、残る7件はダイエーを除けばどれも小型案件で、比較的エグジットの青写真を描きやすい。最後に残った大型案件、ダイエーについてもスポンサーの丸紅が06年7月28日、機構が保有するダイエー株のすべて（議決権ベースで33.6%）を年内に698億円で買い取ることで機構と合意した旨を公表した。また、機構が保有する約1500億円のダイエー向け債権については06年10月末に三井住友銀行など4金融機関が全額、引き継ぐ見通しとなった（『日本経済新聞』2006年9月14日付記事）。したがって06年度内にも41件すべてがエグジットを果たすことはほぼ確定した。このような流れの中で機構は、人件費、オフィスの賃貸料など諸経費にかんがみ、当初の解散予定時期の08年3月末を待たずに予定を1年繰り上げて07年3月末で解散することが確実視されている。

業績は堅調で、産業再生機構の2006年3月期決算では、営業収益は前期比3倍の472億円、当期純利益は222億円（前期は2億7200万円）にも達した。

表3 産業再生機構の支援決定要件一覧（2006年5月31日現在）

No.	対象事業社名*	主な事業内容*	本社所在地*	申込債権者	支援決定日	支援完了日 (公表日)
1	九州産業交通㈱ 等12社	一般乗合旅客自動車・貨物自動車運送	熊本	みずほ銀	03. 8. 28	05. 12. 20
2	ダイア建設㈱	マンションの分譲販売、管理及び賃貸	東京	りそな銀	03. 8. 28	05. 8. 10
3	株うすい百貨店 等2社	百貨店	福島	秋田銀	03. 8. 28	05. 11. 30
4	株マツヤデンキ	家電の小売及び卸売	大阪	りそな銀	03. 9. 26	04. 11. 10
5	株明成商会 等2社	化学品及び電子材料等の専門商社	大阪	三井住友銀	03. 9. 26	05. 3. 31
6	株津松菱	百貨店	三重	五百銀	03. 10. 24	05. 5. 20
7	三井鉱山㈱ 等4社	エネルギー関連・セメント建材	東京	三井住友銀	03. 10. 31	06. 3. 17
8	八神商事㈱	医薬衛生用品等卸売	愛知	十六銀	03. 10. 31	05. 1. 31
9	富士油業㈱	石油卸売	北海道	富士興産㈱	03. 12. 19	05. 10. 3
10	株金門製作所 等18社	計量計測機器等の製造販売	東京	りそな銀	04. 1. 28	06. 3. 31

事業再生と銀行(6) (加藤)

11	㈱大阪マルビル 等2社	ホテル	大 阪	三井住友銀	04. 1. 28	04. 12. 17
12	①カネボウブティック㈱ ②カネボウ㈱ 等35社	化粧品販売 ②ホームプロダクツ・ 菓品・食品・繊維・ 新素材・ファッショ ン	東 京	三井住友銀	①04. 3. 10 ②04. 5. 31	05. 12. 16
13	㈱フレック	食品スーパー・マーケット	千 葉	千 葉 銀	04. 4. 27	04. 8. 31
14	㈱大川荘	温泉旅館	福 島	東邦銀	04. 5. 17	05. 4. 28
15	タイホー工業物	工業薬品類の製造・ カーテンカルの製造・ 機械装置関連	東 京	U F J 銀	04. 5. 20	06. 1. 25
16	㈱ホテル四季彩	温泉旅館	栃 木	足 利 銀	04. 6. 4	06. 4. 28
17	㈱ミヤノ	各種工作機械及び機 械器具の製造販売他	長 野	三井住友銀	04. 6. 4	支 援 中
18	スカイネットアジア航空㈱	旅客運送	宮 崎	宮崎銀 宮崎太陽銀 商工組合 中央金庫 中小企業 金融公 庫 高信用金庫	04. 6. 25	支 援 中
19	㈱アメックス協販 等13社	粘土瓦の製造販売	島 根	山陰合同銀	04. 7. 13	支 援 中
20	㈱木皮革㈱	製革	栃 木	足 利 銀	04. 7. 21	支 援 中
21	㈱オーシーシー	通信用海底ケーブル システム等製造販売	神奈川	み す ほ プロジェクト	04. 8. 6	支 援 中
22	㈱フェニックス	各種スポーツウェア の製造販売	東 京	三井住友銀	04. 8. 30	05. 12. 27
23	服部玩具㈱	玩具卸	愛 知	U F J 銀 み す ほ 銀	04. 8. 31	04. 12. 22
24	㈱大京 等6社	マンション分譲販売、 管理及び不動産仲介	東 京	U F J 銀	04. 9. 28	05. 4. 8
25	桂連㈱	化粧品及び日用雑貨 の卸売	北海道	北海道銀	04. 9. 28	05. 1. 14
26	関東自動車㈱ 等4社	一般路線バス	栃 木	足 利 銀	04. 11. 26	06. 5. 30
27	㈱三景 等16社	衣料品の副資材及び 服飾雑貨の生産卸	東 京	東京三菱銀 りそな銀	04. 11. 30	05. 12. 30
28	㈱あさやホテル	温泉旅館・サービス エリアレストラン	栃 木	足 利 銀	04. 12. 8	06. 4. 28
29	㈱金精(ホテル花の季)	温泉旅館	栃 木	足 利 銀	04. 12. 8	06. 4. 28
30	㈲田中屋(温泉宿小町)	温泉旅館	栃 木	足 利 銀	04. 12. 8	06. 4. 28
31	玉野総合コンサルタント㈱ 等2社	土木系総合コンサル タント	愛 知	U F J 銀	04. 12. 24	05. 5. 31

32	株ダイエー 等12社	総合スーパー	兵庫	UFJ銀 みずほコー ボレート銀 三井住友銀	04.12.28	支援中
33	ミサワホールディングス㈱ 等31社	住宅・リフォーム	東京	UFJ銀	04.12.28	06.3.31
34	株アビバジャパン	パソコンスクール運営	愛知	りそな銀	05.1.18	05.2.28
35	株オグラ 等2社	葉子卸	北海道	北洋銀	05.1.18	05.6.30
36	宮崎交通㈱ 等11社	乗合バス・貸切バス・ ホテル	宮崎	宮崎銀 宮崎太陽銀	05.1.18	支援中
37	(仮)鬼怒川温泉山水閣 (鬼怒川プラザホテル)	温泉旅館	栃木	足利銀	05.1.18	06.4.28
38	鬼怒川グランドホテル㈱	温泉旅館	栃木	足利銀	05.1.18	06.4.28
39	株奥日光小西ホテル	温泉旅館	栃木	足利銀	05.2.3	05.11.28
40	金谷ホテル観光㈱ (鬼怒川温泉ホテル、 鬼怒川金谷ホテル)	温泉旅館・ビジネス ホテル	東京	足利銀	05.2.3	06.4.28
41	金守温泉旅館(湯守金星旅館)	温泉旅館	栃木	足利銀	05.2.3	06.5.29

※対象事業者、主な事業内容、本店所在地については支援決定日時点のもの

出所：内閣府産業再生機構担当室（2006），30ページ。

カネボウをはじめエグジットを果たした案件が増えたことにより、株式売却益が前期比5.9倍の314億円にまで膨らんだことが主因となっている。この結果、これまでの繰越欠損金（43億円）は一掃され、178億円もの未処分利益（内部留保）が積み上がった。国民負担は回避される見込みで、解散時には内部留保が出資者に分配され、一部は国庫にも納入される公算が大きい⁽¹⁵⁾。

なお、2006年5月31日時点における、産業再生機構が手掛けた全案件の概況は表3の通りである。

②評価

では、以上の実績を踏まえて、筆者なりに産業再生機構のこれまでの活動を、マクロ的、ミクロ的な視点から評価してみたい。まず、マクロ的な視点から機構が「産業」再生機構という名にふさわしい働きをしたのか否かについて考察する。機構の手掛けた案件の数は結局41、金額ベースで捉えれば10兆円の公的資金枠に対して実際に出融資等で使われた金額は約1兆円にとどまり、しかも41件の中に大企業グループは数えるほどしか含まれていない。

この数字だけをみれば、機構が産業再編につながるほどの働きをしたとはとてもいえず、その実態はこここの冒頭で述べたように「官製事業再生ファンド」にすぎなかったといわざるを得ない。

このように件数が伸び悩んだ最大の要因として産業再生機構が市場原理に忠実であったことが挙げられる。機構は非メインバンクから債権を買い取る際に、産業再生機構法における適正時価条項を遵守して非常に厳しい価格を提示した。このことが民間による機構の活用を妨げてしまった。つまり、機構が市場原理に忠実に活動したがゆえに件数が伸び悩んだともいえ、このようなトレード・オフはやむを得ないものといってよかろう。

ただしその半面、上で考察したように、産業再生機構が市場原理に忠実に活動したからこそアンカー機能が有効に働いて側面から産業再編に寄与するとともに、事業再生モデル提示機能が一定程度発揮されたと考えられる。加えて、事業再生支援人材育成機能も発揮されたといえる。機構内で事業再生に関する専門知識、ノウハウを培った人材、機構外ではあっても機構とともに事業再生に取り組むことで事業再生に関する専門知識、ノウハウを培った人材は今後、産業再編の推進力となる可能性を秘めている。アンカー機能は機構の解散に伴って発揮されることはなくなるが、事業再生モデル提示機能と事業再生支援人材育成機能は機構が解散しても一定程度発揮されうる。したがって中長期的な視点からは、産業再生機構はそのネーミングにふさわしい機能を発揮したといえるかもしれない。将来、このように再評価されることもあり得よう。

次に、ミクロ的な視点から産業再生機構がなぜこのように高収益を上げることができたのか、言い換えれば国民負担をもたらすことがなかったのかについて考察する。機構が高収益を上げる上で追い風となったのは、2003年5月以降の景気回復である。同年4月28日に日経平均株価は7607円88銭とバブル崩壊後の最安値を記録するなど市場は景気の先行きに対し極めて悲観的であったが、その翌月にりそな銀行を中心とするりそなホールディングスに約2兆円もの公的資金が投入されたことを市場は好感し、それをきっかけに金融システム不安が後退すると同時に景気が急速に回復した。もちろん、その背景には企業部門、銀行部門においてリストラクチャリングや不良債権処理

が進んでおり、収益力や財務内容が相当程度改善していたことがあった。このような景気回復が支援対象企業の収益の改善を後押しし、事業再生の弾みとなったことに疑問の余地はない。また、幾度も言及しているように、産業再生機構はそもそも公的機関であり、10兆円もの公的資金枠を与えられ、そのほかにも有形、無形のさまざまな公的支援を受けており、それが業務を円滑に遂行する上で大いに役立ったことにも疑問の余地はない。

にもかかわらず、筆者は中心的な要因を産業再生機構が市場原理に忠実に活動したことに求めたい。富山和彦・産業再生機構専務兼 COO (Chief Operating Officer; 最高執行責任者) はジャーナリストの和田勉氏によるインタビューの中で「製品市場の競争に耐えられない企業を救うべきではないし、耐えられるストーリーを描けない再生計画を是認するべきではないし、資本市場のディシプリン（規律）に耐えられないプライシング（値付け）をするべきではない」(和田, 2004, 211ページ) と語っているが、機構は実際に経済合理性に則して一連の業務を遂行したといってよい。たとえば、機構は持ち込まれた案件をすべて引き受けたわけではなく、幾つかの案件は事前相談の段階で要請を拒否している。その代表例が旧 UFJ 銀行にとって経営上、最大の重荷であったニチメン・日商岩井ホールディングス（現双日ホールディングス）の事例である。機構は、商圈が世界中に広がる商社を支援することは不可能として要請を断った。具体的には、事業再生計画案を策定する際にデュー・リジエンスが必要となるが、機構には海外資産を査定できる人材がいなかったことが理由である。このように機構は持ち込まれた案件を事前相談の段階で峻別し、自身の手に余る、すなわち国民負担に直結しかねない案件は引き受けなかつたのである（『日本経済新聞』2006年7月31日付記事）。債権買い取りの際にも、銀行の自己資本比率に配慮して経済合理性に則さない実質簿価で買い取っていれば、エグジットに手間取り、もしかしたら損失を発生させていたかもしれない。つまり、機構が経済合理性に則して「適正な時価」で債権を買い取り、かつ支援対象企業が軒並み事業再生を成し遂げたからこそエグジットを円滑に果たすことができ、またその際に多額のキャピタル・ゲインが発生したのである⁽¹⁶⁾。

以上が産業再生機構の活動に対する筆者なりのマクロ的、ミクロ的視点か

らの評価である。肝要なのは、機構が単に緊急避難的な役割を果たしたにすぎない組織ではなく、解散後も生き続ける機能（具体的には事業再生モデル提示機能と事業再生支援人材育成機能）を備えていたことである。そしてその根幹となったものこそ、機構が市場原理に忠実に活動したという事実なのである。

f. 残された課題

2005年3月末をもって債権買い取り期間が満了し、それに伴って産業再生機構は新たな案件を手掛けられなくなった。それに伴って機構が設立される以前に銀行が私的整理手続において直面していた「メインバンク寄せ」にどのように対処したらよいのか、言い換えると機構が果たしてきた債権者間調整機能の受け皿を制度面、慣行面でどのように構築するのかという問題がクローズアップされてきた。03年5月以降、景気が急速に回復し、またそれをバネにして大手行の不良債権処理も加速度的に進んで、05年3月末までに不良債権比率を02年3月末の半分の4%台に圧縮するという金融再生プログラムによって課された目標を大手行のすべてが達成し、その後も順調に不良債権比率は低下し続けている。このように景気回復とそれに伴う不良債権処理の進捗によって「メインバンク寄せ」問題に緊急に対処する必要性は現在のところ、薄れてしまっているものの、資本主義経済に景気循環が必然的に伴う以上（H. ミンスキーの金融不安定性仮説に立脚すると資本主義経済においては金融危機が不可避的に発生する以上）、中長期的視点に立って迅速・円滑な債権者間調整を可能にする制度・慣行的基盤を構築しなければならない。

そしてその具体策となるのが以下の四つであると考える。第一に、銀行が貸出業務においてシンジケート・ローンに代表される、明示的な契約に基づく融資形態に積極的に取り組むことである。そのような融資形態においては、私的整理の際にプロラタ方式で損失分担することが契約に明記されており、「メインバンク寄せ」は起こり得ない。銀行は好況期においても融資先企業が経営危機に陥った場合に備えて、シンジケート・ローンなどに積極的に取り組むとともにそれに関する専門知識、ノウハウを培っていく必要がある

う。

第二に、ガイドラインに基づく私的整理の成立を困難にしている、関係債権者全員の同意という要件を緩和することである。上述のように、私的整理ガイドラインは手続と再建計画の内容について公平性・透明性を確保する目的で策定・公表されたが、それによっても「メインバンク寄せ」問題の抜本的な解決にはつながらなかった。というのも、一部の非メインバンクが「メインバンク責任」を盾になおフリー・ライダーとして行動したからである。そこで、合理的な理由もなく反対する少數債権者を排除ないし拘束するために、関係債権者全員の同意という要件を緩和して関係債権者の多数（たとえば関係債権者の $1/2$ 以上かつ債権額の $2/3$ 以上）の同意を要件とすれば、すなわち多数決原理を導入することでガイドラインに基づく私的整理は成立しやすくなると考えられる。とはいっても、実際に私的整理の成立要件に多数決原理を導入することはけっして容易ではない。なぜなら、そうなると、法定多数の関係債権者から同意が得られた再建計画を裁判所が認可して少數不同意債権者を拘束することになるが、それは（憲法29条で保障された）財産権の侵害に当たるかもしれないという問題をはらんでいるからである⁽¹⁷⁾。

第三に、私的整理ガイドラインまたはその下で実行に移される再建計画の実効性を高めるために制度的基盤を整備・拡充することである。私的整理ガイドラインが抱えている主な問題点は次の三つである。①企業の資金調達ルートの多様化に伴って社債権者が増加し、また債権流動化に伴ってファンド、サービスサー⁽¹⁸⁾など債権者が拡大・多様化しているのにもかかわらず、対象債権者が銀行など金融機関に限られており、社債権者、ファンド、サービスサーなどへの対処法が明示されていない。②DIP ファイナンスについて、債務者企業が再建に失敗しても法的保護が及ばないため、それが DIP ファイナンスを妨げうる（運用面で対応する動き、すなわち裁判所が「和解」によって実質的に共益債権化する例も見受けられるが、「予測可能性」が確保されないという問題は依然として残る）。③私的整理中にスポンサーが選定されても、法的整理に移行した場合にその地位が保障されず、そのためにスポンサー候補が現れない可能性が生じる（②と同様に運用面で対応する動きも見受けられるが、「予測可能性」が確保されないという問題は依然として残る）。ま

た、再建計画の実効性を高めるには、公認会計士、弁護士、経営コンサルタントなど事業再生について専門知識、ノウハウを備えた中立・公正な第三者の関与を通じてデュー・リジェンス、そして再建計画の客観性・妥当性を担保する仕組みを取り入れることが有効である（企業活力再生研究会、2005）。私的整理ガイドラインが抱えている主な問題点を改善・克服するとともに再建計画の実効性を高める仕組みを取り入れることで、ガイドラインや再建計画の実効性は高まり、そしてそれはメインバンクにとっては債権者間調整を円滑にする方向に作用すると考えられる。

第四に、サービサー、公的機関（政府系金融機関を含む）などもともと債権放棄が困難といわれている債権者については個別的な対応が求められるが、そのような債権者について私的整理に積極的に協力させる制度・慣行的枠組みを構築することである。銀行など金融機関は通常、債権放棄を行ったとしても、債務者企業が事業再生を成し遂げれば、取引関係を維持することで長期的には損失を補填でき、かつ収益を上げられると考えるが、債権回収を主業務とするサービサーには、そのようなインセンティブは働かず、債権放棄に消極的といわれる。とはいっても、事業再生を業務の一環として手掛けるサービサーも徐々に数を増やしており、事業再生支援人材がサービサー業界にも流れ込むことで債権放棄に応じるところも増えていくものと推察される。したがって、長期的な視点に立って事業再生支援人材を育成していくことが解決策となろう。公的機関については、国民負担に直結することから債権放棄には消極的にならざるを得ない。債権放棄を巡って民間のメインバンクが独立で公的機関との交渉を成功させるのは極めて困難である。他方、上述のように、産業再生機構は同じ公的機関としての立場を活かしてむしろ公的機関に対する債権買い取り交渉においてみずからの存在感を示すことができたといえる。したがって、解決策の一つとして考えられるのは、民間のメインバンクが公的機関に債権放棄を求める際には、中立・公正な第三者として整理回収機構や中小企業再生支援協議会に関与してもらうことである。それを実現させる制度・慣行的枠組みの確立が求められる（井口、2005）。

第五に、容易なことではないが、法的整理（民事再生法と会社更生法）への移行に伴う事業価値の毀損・劣化を少しでも軽減するために改善策を講じ

ることである。前節で考察したように、2000年4月に民事再生法が施行され、また03年4月には改正会社更生法が施行されて再建型法的整理は制度的基盤が再構築され、手続の迅速化が図られることなどによって事業価値の毀損・劣化は以前よりは軽減されるようになった。しかしながら、いったん法的整理手続に入れば、債権者平等原則と手続保障が要請されるため、一般商取引債権者も一律に権利変更、すなわち保有債権について弁済禁止や削減を強いられる。そしてそれが債務者企業にとっては（取引先企業の離散→）事業価値の毀損・劣化を招く大きな要因となっている。このような事態を軽減・防止するには、民間金融機関と政府系金融機関など公的機関が取引先企業に対して迅速・円滑に金融支援を行うことを可能にする制度・慣行的枠組みを確立することが求められる。別言すると、債務者企業におけるDIPファイナンスに相当するような融資形態を、取引先企業について確立することが求められる。また、しばしば指摘されるように、日本の場合、再建型ではあっても法的整理への移行は「評判」（業種によってはブランド・イメージ）の著しい低下につながり、ひいてはそれが事業価値の劣化・毀損を招いてしまう。法的整理への移行に伴うネガティブ・イメージの蔓延をくい止めるのは容易なことではないが、それに対応できる経営・マーケティング上の技術を備えた事業再生支援人材の育成や、法的整理申請企業の事業再生成功事例を地道に積み上げて徐々にでも社会的な認識を変えていくことが求められる。そして、法的整理への移行に伴う事業価値の劣化・毀損が軽減されれば、それだけ法的整理（倒産法）のアンカー機能が発揮される余地は大きくなり、私的整理は成立しやすくなろう。

脚注

- (1) 認可法人は、特殊法人と同様に、政策的な見地から特段の重要性が認められる業務を遂行するために設立された機関で、いずれも根拠法によって業務範囲が規定されている。しかしながら、特殊法人が法律によって直接設立されたり、政府が任命する設立委員によって設立されたりするのに対し、認可法人は主務大臣等の認可に基づいて設立される点で異なる。また、産業再生機構が株式会社形態をとったのは、その業務内容が民間の事業再生ファンドに準拠したもので、民間の事業再生ファンドと同様に

株式会社形態をとったほうが業務を円滑に遂行できるためとされている（内閣府産業再生機構担当室, 2006）。

(2) 産業再生機構の職員に銀行からの出向者は含まれておらず、経営陣による面接などを経て採用された投資銀行や法律、会計の事務所などの出身者で陣容が固められている。それに対し、整理回収機構は、銀行からの出向者と破綻銀行の元従業員で陣容が固められている（和田, 2004）。産業再生機構の職員に銀行の出向者が含まれていないのは、業務を遂行する過程でそのような職員と出向元銀行との間で利益相反が起こることが懸念されたためである（高木, 2006）。

(3) エグジットの際に入札が行われることもあるが、その場合も引受先を最終的に決定するのは産業再生委員会である。すなわち、エグジットに当たって債権と持ち分の引受先を公募し（一括して募集する場合もあれば、切り離して募集する場合もある）、複数の引受先候補に買い取り価格を提示するとともに引受後の経営戦略計画をプレゼンテーションさせて、それを産業再生機構内、さらには同委員会で審議して最終的な引受先が決められる。ちなみに瀬谷（2006）では、カネボウの事例が取り上げられ、舞台裏に至るまでその様子が克明に描かれている。

(4) EBITDA (Earnings Before Interest Tax Depreciation and Amortization；利払い・税金・償却前利益) とは、現金の流出を伴う費用だけを差し引いた利益のことで、税引利益に少数株主持ち分損益、支払い金利、法人税、および減価償却費を加えることで算出される。M & Aにおいて、キャッシュフローを重視する欧米企業では、EBITDAを、企業価値を算出する際に用いることが多い。

(5) それは、民間の事業再生ファンドがキャッシュフローを予測する際に最低でも収益力上昇、収益力一定、収益力下落という三つのシナリオを描く（和田, 2003）のとはまったく対照的である。産業再生機構が再生シナリオしか描かないのは、機構が主たる支援対象と想定するのが、いわゆる「要管理先」債権に属する企業であること、機構が制度上、支援対象企業の事業再生を達成させるのに十分なツールを与えられ、その手腕に自信を持っていること、および機構が民間の経済主体とは異なり、利潤の最大化を行動原理とはしないため、より大きなリスクを受容できることによると考えられる。

(6) 実質簿価とは、貸出債権の元本の価値である帳簿価格（簿価）から、将来の損失に備えて銀行が積んでいた引当金を差し引いた額のことである。下の図は不良債権の買い取り価格をイメージしたものであるが、ここから分かるように実質簿価は時価よりもかなり高い。

不良債権の買い取り価格（数字は簿価を100とした場合の比率）

簿 価…

100

帳簿に記されているもともとの価格

実質簿価…

約30～80

簿価から貸し倒れに備えて積んでいる引当金を差し引いた価格

時 價… [] 約10~20]

市場で売買する際に相場とされている水準

- (7) その手順はエグジットに当たって入札が行われる場合とほぼ同じである。脚注(3)を参照されたい。ちなみに瀬谷（2006）では、三井鉱山の事例が取り上げられ、舞台裏に至るまでその様子が克明に描かれている。
- (8) 経営責任については、現経営者は原則として退任することになっているものの、就任して日が浅い社長の留任、現オーナー社長の代表権のない会長への異動、現経営陣の一角の留任など、案件ごとに個別の事情に照らして柔軟に対応している。その際には、当該企業が窮境に至った原因に関する責任の有無や程度と、今後の事業再生上の必要性が主な判断材料となる（富山、2004a）。
- (9) ダイア建設の場合には、2005年8月、シンジケート・ローンの形態でエグジット・ファイナンスを受けて総額43兆円を調達し、産業再生機構に対する債務を完済した。機構はダイア建設株を保有しておらず、これによってダイア建設のエグジットは達成された。
- (10) 現在の制度では、不良債権処理に占める無税償却の割合は10%程度にすぎないとわれている。たとえば、金融システム不安の渦中にあった2001年度に大手銀行は合計で約7.7兆円もの不良債権を処理したが、そのうち6兆~7兆円は有税償却による処理で、法人税は2兆~3兆円に上った（『日本経済新聞』2002年10月22日付記事）。
- (11) 産業再生機構が支援を決定した第一陣企業の一つであったことから注目を集め、その推移が詳しく報道された九州産業交通の事例を、ここでやや詳しくみていく。九州産業交通のメインバンクはみずほ銀行であったが、同行は融資銀行団が27行から構成され、しかも大口債権者に公的機関が控えており、債権者間調整が容易でないことから機構に支援を要請することになった。事業再生計画には、九州産業交通がグループ全体で抱えていた569億円の債務について、債権放棄によって半減させることができていた。機構にとって民間金融機関に債権放棄を承諾させることは比較的容易であった。しかし、80億円もの融資を行っていた大口債権者として国土交通省の外郭団体である民間都市開発推進機構が控えていた。民都機構は公的機関として一民間企業の債権放棄には応じられないとの立場をとり、交渉は難航した。そして、最終的には所管大臣同士、すなわち金子一義・産業再生機構担当大臣（当時）と石原伸晃・国土交通大臣（当時）が会談し、38億円の債権放棄を行うことで決着した。
- (12) なお、産業再生機構の個別の案件における具体的な活動内容を詳細に記録した資料として、たとえば松村（2006）および内閣府産業再生機構担当室（2006）が挙げられる。
- (13) たとえば、和田（2004）は「産業再生機構は、支援決定まで独自のプロセスがある以外は、まったく民間の再生ファンドと同じように行動している」（209ページ）と結論づけている。
- (14) ただし、和田（2004）によると、産業再生機構は2003年5月に業務を開始して1年

間で16件の支援を決定したが、その数は民間の事業再生ファンドに比べてもけっして少なくないという。中堅・中小企業特化型のファンドを除くと、民間ファンドの投資は年間せいぜい3、4件で、機構の実務部隊が民間ファンドの数倍以上に上ることを考慮しても少なすぎるととはいえない。

(5) ちなみに『日本経済新聞』2006年7月28日付記事によると、設立当初、産業再生機構が利益を生み出すことを関係者のほとんどが想定していなかったため、利益の還元方法については産業再生機構法にも規定がないという。今後、その方法が政府内で議論されることになろう。

(6) ただし、現時点では、産業再生機構が徹頭徹尾、市場原理に忠実に、もしくは経済合理性に則して活動したとまではいえない。三井鉱山の事例をみていく。この事例では、スポンサー選定に当たって入札方式が採用されたが、機構は最終的に新日本製鉄+大和証券 SMBC ブリンシバルインベストメントー住友商事連合をスポンサーに選定した。しかし、その過程で「資源安全保障」を掲げる経済産業省や資源エネルギー庁が、入札に参加した外資系企業、ISG (International Steel Group; 当時、粗鋼生産量において米鉄鋼業界第2位を占め、また米有力投資会社 WL ロス＆カンパニーの傘下にあった) がスポンサーに選定されることがないように関係者に対してさまざまな圧力をかけたり、根回しを行ったりしたとされている。この結果に対して、三井鉱山にとっては多国籍企業の傘下に入ってグローバル・サプライ・チェーンの一翼を担い、世界市場を対象に経営活動を展開したほうが中長期的な経営安定化や成長に資するのではないかとの見解も数多く出された。このことは、機構が他の公的機関の圧力に屈したり根回しに配慮したりして経済合理性に則した判断を行わなかつかもしれないことを示唆する。皮肉なことに、ISG はその後、M & A をかさねて2006年6月末にはアルセロール・ミタルと名前を変え、粗鋼生産量において世界第1位を占める企業となった(新日鉄は大きく引き離された第2位)。以上のように、機構がエグジットの際に時折、国策的な判断を強いられた可能性は否定できない。なお、この事例の詳細については大西(2005)および瀬谷(2006)を参照されたい。

(7) 以上については、現在「企業活力再生研究会」(経済産業政策局長の私的研究会)において検討が行われている。また、詳細な議論については、たとえば企業活力再生研究会(2005)、井口(2005)を参照されたい。

(8) サービサーは「債権回収専門業者」のこと、金融機関から安値で貸出債権を買い取り、原債務者から貸出金を回収して収益を上げるほか、担保不動産を第三者に転売することで売買差益を得る。回収業務は従来、弁護士法により弁護士にのみ認められていた。1999年2月に「債権管理回収業に関する特別措置法」(サービサー法)が施行され、企業の参入が解禁された。不良債権の最終処理を促進する狙いがある。ただし、取り扱える債権の範囲は金融機関とその系列ノンバンクの貸出債権などに限定されている。法務省によると、2005年末時点のサービサー数は94社で、サービサー法施行以降の取扱債権数は3451万件、債権額は164兆円に上ったという(『日本経済新聞』

2006年8月24日付記事)。

参考文献

- (1) 吾郷俊樹 (2003) 「産業再生機構」『税務弘報』8月号, 中央経済社。
- (2) 藤原総一郎 (2005) 『企業再生とM & Aのすべて』文春新書。
- (3) 井口寛司 (2005) 「私的整理ガイドラインの多数決制度と債権放棄の問題点」『ターンアラウンドマネージャー』9月号, 銀行研修社。
- (4) 金子宏・新堂幸司・平井宣雄編 (2004) 『法律学小辞典 [第4版]』有斐閣。
- (5) 企業活力再生研究会 (2005) 『今後の事業再生メカニズムの在り方について - 企業活力再生研究会中間とりまとめ -』<http://www.meti.go.jp/press/20050517004/kenn-kyu-kaiset.pdf>
- (6) 楠本博 (2003) 「産業再生法の改正と産業再生機構の設置」『銀行法務21』3月増刊号, 糸経済法令研究会。
- (7) 松村正哲 (2006) 「産業再生機構採上げ5社に見る再生手法の事例研究」『ターンアラウンドマネージャー』3月号, 銀行研修社。
- (8) 内閣府産業再生機構担当室 (2006) 『我が国の事業再生の実態について<報告書>』<http://www8.cao.go.jp/sangyo/hontai1.pdf> <http://www8.cao.go.jp/sangyo/hontai2.pdf>
- (9) 『日本経済新聞』関連記事。
- (10) 翁百合 (2005) 「政府、不断の事業見直しを - 目的達成後は撤退。金融も民間補完に徹せよ -」『日本経済新聞』5月12日付<経済教室>。
- (11) 大西康之 (2005) 「機構を悩ます日米摩擦の火種」『日経ビジネス』3月14日号, 日経BP社。
- (12) 産業再生機構ホームページ, <http://www.ircj.co.jp/>
- (13) 濱谷和正 (2006) 『買収現場から見たファンド・ビジネス』光文社。
- (14) 早期事業再生研究会 (2003) 『早期事業再生研究会報告書』<http://www.meti.go.jp/report/downloadfiles/g30213b01j.pdf>
- (15) 高木新二郎 (2003) 「私的整理ガイドラインの利用の現状と課題」『銀行法務21』3月増刊号, 糸経済法令研究会。
- (16) 高木新二郎 (2006) 『事業再生』岩波新書。
- (17) 田作明雄 (2004) 「産業再生機構と展望」『ジュリスト』4月1日号, 有斐閣。
- (18) 富山和彦 (2004a) 「産業再生機構による再生プロセスと事例分析」『事業再生と債権管理』No.103, 糸金融財政事情研究会。
- (19) 富山和彦 (2004b) 「産業再生機構が果たしている役割と機構後に向けた課題」http://www8.cao.go.jp/sangyo/shiryo/pp_toyama.pdf
- (20) 和田勉 (2003) 『企業再生ファンド』光文社新書。
- (21) 和田勉 (2004) 『事業再生ファンド』ダイヤモンド社。

事業再生と銀行(6) (加藤)

② 横尾英博 (2005)「私的整理と法的整理の選択とその課題」『ターンアラウンドマネージャー』7月号、銀行研修社。