

経済学部 池尾和人研究会
平成十五年度三田祭論文

事業再生の新潮流

事業再生パート

花島 和哉 中川 宙
村島 徹 奥埜 周平

2003年11月

目次

| | |
|--|-----------|
| 目次 | 1 |
| 問題意識 | 6 |
| 構成 | 6 |
| 第一部 事業再生のクロノロジー | 7 |
| 第1章 事業再生の必要性 | 7 |
| . 不良債権の発生過程 | 7 |
| . 不良債権の状況 | 9 |
| . 不良債権処理の必要性 | 11 |
| . 不良債権処理における問題点 | 12 |
| . 事業再生の必要性 | 13 |
| 第2章 事業再生に伴う問題点 | 16 |
| . ルールの選択 | 16 |
| . 交渉コスト | 16 |
| . 情報制約 | 17 |
| . 時間不整合性 (time inconsistency) | 17 |
| 第3章 メインバンク下の事業再生 | 18 |
| . 日本の金融システムの特徴 | 18 |
| . メインバンクとは | 18 |
| . メインバンクと企業の経営危機 | 19 |
| . 企業の経営破綻処理におけるメインバンクの機能 | 20 |
| 第4章 事業再生メカニズムの変遷 | 25 |
| . 70年代まで～メインバンク主導の私的整理のメカニズム | 25 |
| . 80年代～メインバンク機能は低下したが経済成長と資産インフレが問題の顕在化を回避 | 25 |
| . 90年代以降～破綻コストの顕在化と事業再生メカニズムの不在 | 25 |
| . 90年代以降～破綻コストの顕在化と事業再生メカニズムの不在 | 26 |
| 第二部に向けて | 27 |
| 第二部 事業再生の新潮流 | 28 |

| | |
|---|-----------|
| はじめに..... | 28 |
| 第5章 予備的考察 | 30 |
| 1 私的整理ガイドライン | 30 |
| . ガイドラインの概要..... | 30 |
| . 私的整理の必要性..... | 30 |
| . 私的整理の進め方..... | 31 |
| . 再建計画の内容 | 32 |
| . ガイドライン利用のメリット | 33 |
| . ガイドライン利用のデメリット..... | 36 |
| 2 民事再生法と会社更生法 | 38 |
| . 私的整理との比較..... | 38 |
| . 法的整理活用のメリット・デメリット..... | 38 |
| . 民事再生手続の概要..... | 39 |
| . 再生手続の基本構造..... | 39 |
| . 会社更生手続の概要..... | 40 |
| . 更生手続の基本構造..... | 41 |
| . 再生手続と更生手続の使分け | 42 |
| 3 ディスカウンティッド・キャッシュ・フロー (DCF) | 43 |
| . 事業再生における DCF 法の活用..... | 43 |
| . キャッシュ・フロー分析の重要性..... | 44 |
| . ディスカウンティッドキャッシュフロー(DCF)法..... | 45 |
| . 企業価値の算定方法..... | 46 |
| . DCF 法のメリット・デメリット..... | 47 |
| . エンティティ・アプローチとエクイティ・アプローチ | 48 |
| . キャッシュ・フロー | 49 |
| . 残余価値..... | 50 |
| . 割引率..... | 51 |
| . 加重平均資本コスト..... | 52 |
| 4 スポンサー | 53 |
| . スポンサーの重要性..... | 53 |
| . スポンサーの種類..... | 53 |
| . スポンサー概念の転換..... | 53 |

| | |
|---|-----------|
| . スポンサーをめぐる問題点..... | 54 |
| . 問題点の検証..... | 54 |
| 5 資産の流動化・証券化..... | 55 |
| . 不動産証券化の意義..... | 55 |
| . 不良債権の証券化..... | 55 |
| . 資産の証券化とは..... | 56 |
| . 証券化の仕組み..... | 57 |
| . SPC について..... | 58 |
| . 証券化対象資産（不動産）..... | 59 |
| . オリジネーター（資産の原所有者）..... | 59 |
| . サービサー..... | 59 |
| . 証券化・流動化のまとめ..... | 59 |
| 事業再生の新潮流..... | 60 |
| 第6章 DIP ファイナンス..... | 60 |
| . DIP ファイナンスとは..... | 60 |
| . DIP ファイナンスの意義..... | 62 |
| . DIP ファイナンスの特徴 ～ ミドルリスク・ミドルリターン ～..... | 62 |
| . 再建企業の資金ニーズ..... | 63 |
| . 再生手続における DIP ファイナンス（共益債権）の取扱い..... | 64 |
| . 再生手続における共益債権と一般優先債権等との優劣..... | 65 |
| . 再生会社に対する DIP ファイナンスの手順..... | 66 |
| . 更生手続における DIP ファイナンス（共益債権）の取扱い..... | 67 |
| . 更生会社に対する DIP ファイナンスの留意点..... | 68 |
| . 再建計画に対する金融機関の考え方と DIP レンダーの留意点..... | 69 |
| . DIP ファイナンスにおける問題点..... | 70 |
| 第7章 デット・エクイティ・スワップ（DES）..... | 71 |
| . はじめに..... | 71 |
| . DES を行うメリット..... | 72 |
| . DES の手法..... | 73 |
| . 債権者側の取得した株式の価額決定..... | 78 |
| . 税務上のポイント..... | 79 |
| . DES を行う上での問題点..... | 80 |

| | |
|--|------------|
| . 展望..... | 81 |
| 第 8 章 事業再生型 M&A..... | 82 |
| . はじめに..... | 82 |
| . 事業再生と M&A..... | 84 |
| . 拡大する事業再生型 M&A の背景..... | 84 |
| . 法的倒産手続きを利用して M&A を行うことの一般的メリット..... | 85 |
| . M&A 導入の観点からみた、更生手続・再生手続の対比..... | 86 |
| . 法的倒産手続による事業再生型営業譲渡 M&A..... | 87 |
| . 法的倒産手続を利用した M&A 成功の鍵..... | 89 |
| . 今後の展望 ～ プレパッケージド型 M&A への期待 ～..... | 90 |
| 第 9 章 企業再生ファンド..... | 92 |
| . はじめに..... | 92 |
| . 企業再生ファンド..... | 92 |
| . 企業再生ファンドの機能..... | 95 |
| . 企業再生ファンドによる再生の流れ..... | 96 |
| . 企業再生ファンドの法形態..... | 100 |
| . 日本における企業再生ファンドの現状..... | 103 |
| . 日本における企業再生ファンドの問題点..... | 106 |
| . 日本政策投資銀行と企業再生ファンド..... | 111 |
| 二部のまとめ..... | 115 |
| 第三部 公的枠組みによる事業再生..... | 117 |
| 第 10 章 整理回収機構（RCC）における企業再生について..... | 117 |
| . 整理回収機構における企業再生の取り組み..... | 117 |
| . RCC が企業再生において果たす役割・意義..... | 117 |
| . RCC における企業再生の流れ..... | 119 |
| . ファンドによる信託機能の企業再生業務への活用等..... | 122 |
| . 整理回収機構に関する問題点..... | 125 |
| 第 11 章 産業再生機構..... | 126 |
| . はじめに ～ 産業再生機構設立の経緯～..... | 126 |
| . 産業再生機構設立の目的..... | 126 |
| . 産業再生機構の仕組み..... | 127 |

| | |
|-------------------------------|------------|
| . 産業再生機構による具体的再生手法..... | 128 |
| . 産業再生機構活用のメリット..... | 130 |
| . 産業再生機構の問題点..... | 132 |
| . 望ましい早期民営化..... | 134 |
| 産業再生機構と RCC の棲み分け..... | 135 |
| おわりに..... | 136 |
| 参考文献..... | 138 |
| 編集後記..... | 141 |

問題意識

昨今、不良債権処理が日本経済にとっての緊急課題として取り上げられているが、その最大の理由は不良債権が存在すると、生産要素の効率的な配分が妨げられ、産業構造調整を阻害するためである。

不良債権処理の遅れは、企業の構造調整の遅れ、ひいては経済全体の再活性化の遅れにつながりかねないという深刻な問題を有していることから、迅速に処理を行う必要がある。

不良債権の最終処理とは、常識的には債務者企業の法的整理が進めば促進されると考えられる。しかし、法的整理で債務者企業に対処すれば、失業者の増加などの強いデフレ・インパクトが経済に発生する。また、金融機関自身の損失も拡大し、経済が一段と悪化し、不良債権はさらに急増することになる。事態は改善されずに悪化する懸念が強い。

そのため、不良債権処理は従来型の清算による回収という発想から、企業のよい部分を生かし再生させ、失業を予防し、経済を活性化させる発想への転換が必要になってきた。これが事業再生である。金融機関サイドの不良債権処理の問題と、企業サイドの事業再生の問題を一体的に解決することは、不可欠であり、経済合理性にかなった行動でもある。

以前の日本においては、メインバンクが事業再生の役割を担ってきた。しかし資金供給構造の変化等に伴い、次第に日本のメインバンクは衰退していき、事業再生の担い手が不在となった。

そこで、現在の日本ではメインバンクにかわる事業再生の担い手が必要であり、また様々な事業再生スキームが活発に機能するシステムが必要となる。このような事業再生スキームはいかなるものであるのか、また事業再生において公的機関はいかなる役割をもつのか。

構成

本論文では、第一部で、不良債権処理の必要性、それに伴う事業再生の必要性を述べる。また事業再生に伴う問題点や、以前日本において事業再生の役割を担ってきたメインバンク・システムの機能と、環境変化によってそのシステムがいかにして機能しなくなってきたか、について論じる。

第二部においては事業再生の新潮流として、メインバンク・システムに代わる新しい事業再生スキームや担い手を民間と公的機関という観点から論じる。

第一部 事業再生のクロノロジー

第1章 事業再生の必要性

今日の日本経済において、不良債権の問題は緊喫の課題として捉えられている。政府が2002年10月に発表した「金融再生プログラム」においても不良債権処理促進が盛り込まれており、不良債権処理問題は日本経済において重要な位置づけにあることがわかる。この章では、不良債権処理の必要性を主に非効率産業の温存の点から論じる。また、不良債権処理を促進するに当たっては、事業再生という観点が必要であるということについて論じていく。

1. 不良債権の発生過程

(1) バブル崩壊の影響

不良債権が発生することとなった大きな要因は、90年以降のバブル崩壊によるものである。80年代後半にかけて、金融機関は全ての与信を土地や株式の資産査定によって行い、大量の資金を企業に貸し付けた。企業は借りた資金を下に、設備投資・多額の財テク投資を行った。バブル崩壊後、株式・不動産の激しい資産価格の下落によってそれらを保有する企業の資産・財務状況が急激に悪化し、それら資産を保有する多数の債務者が破綻することとなった。債権者である金融機関は担保不動産による回収を図ったが、著しく担保不動産の価値も暴落しつづけたために、膨大な損失をかぶった。バブル期に多額の不動産買い付けや、設備投資を行った企業のバランスシートは著しく痛み、多くの企業は不良債権化することとなった。

(2) 長期停滞による不良債権の新規発生(図1-1参照)

しかし現在、バブル崩壊直後の不良債権とはやや性質の異なった不良債権が新規に発生している。監督当局の検査の厳格化も新規の不良債権発生に影響を与えているが¹⁾、経済的な要因としては、デフレが蔓延し、長期停滞が続く中で、その影響を受け企業が過剰債務に陥り、不良債権化するというメカニズムによるものが挙げられる。また、世界的な競争の激化などの環境変化の下で、売上等が減少し、経営が悪化するという理由も増えている。

1:具体的には、93年3月期~95年3月期は、「破綻懸念先」、「延滞債権」のみであったが、96年3月期~97年3月期には「金利減免等債権」が加わり、98年3月期以降は、破綻先債権、延滞債権のほか、「3ヶ月以上延滞債権」、「貸出条件緩和債権」にまで、範囲が拡大された。

しかし、このような側面をもつ不良債権がバブルの後遺症によるものではまったく無いというわけではない。80年代において、経済活動をはるかに上回る銀行信用の拡大が起こった。この額はおおよそ200兆円から250兆円に及ぶ。90年代に入り、貸出残高は100兆円程度減少したとしても、まだ信用膨張した部分は100兆円を超える規模で存在している(図1-2参照)。この虚弱な信用の下に貸し付けられた債権が順に不良化することによって、現在、高率で新規の不良債権が発生している。このようにして、現在でも不良債権は新規で発生し続けているのである。

図1-1 名目成長率と新規不良債権発生額

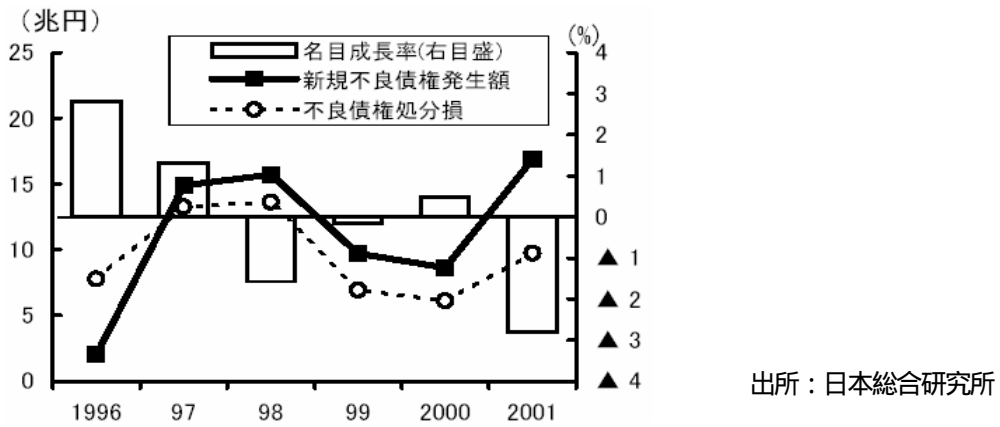
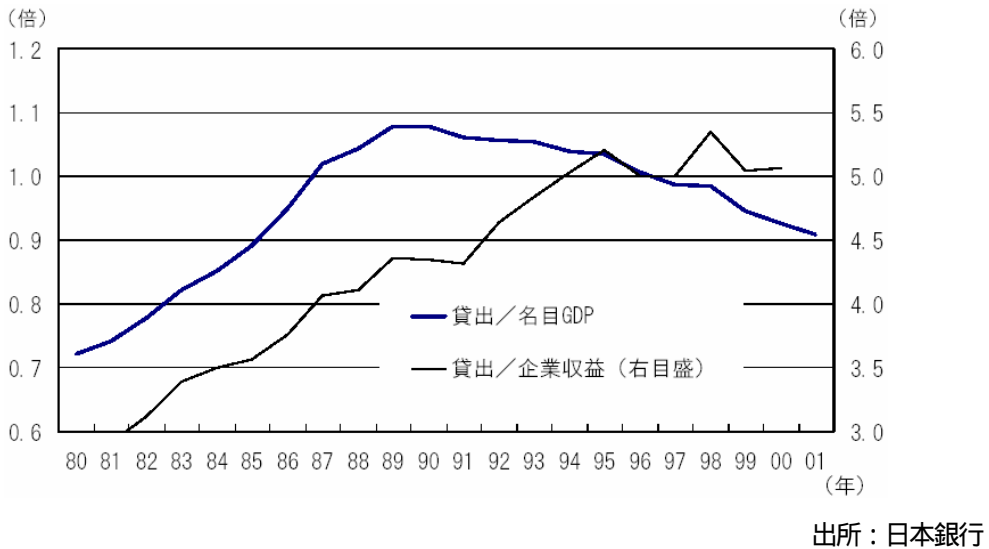


図1-2 貸出残高と名目GDPの関係



不良債権の状況

では、実際にどれほどの不良債権が存在するのであろうか。

(1) 平成15年3月期の不良債権の状況等

15年3月期の全国銀行の金融再生法開示債権残高は35.3兆円であり、14年3月期の43.2兆円に比べ7.9兆円の減少となった。

これを内訳別にみると、不良債権のうち危険債権及び破産更生等債権（以下「危険債権以下」と略称）については、業況悪化による新規発生がみられたものの、それを上回る積極的なオフバランス化（15.1兆円）が進展したことを受けて、8.0兆円の減少となった。一方、よりリスクの小さい要管理債権については、査定の厳格化等による影響は大幅に減少したものの、厳しい経済情勢の下、債務者の業況悪化に伴う新規発生がみられたことや、再建型処理の進展等を反映して危険債権以下からの上方遷移が増加したことから、+0.1兆円の増加となった。

表1-1 平成15年3月期における不良債権等の状況

(単位:兆円)

| | 金融再生法開示債権 | | | 個別貸倒 | 不良債権 |
|--------------|----------------|-------------------|----------------|---------------|---------------|
| | | 破産更生等債権 及び危険債権 | 要管理債権 | 引当金 | 処分損 |
| 都銀・長信銀・信託 | 20.7 (▲7.7) | 9.0 (▲7.5) | 11.7 (▲0.2) | 3.0 (▲1.7) | 5.1 (▲2.6) |
| うち主要11行 | 20.2 (▲6.5) | 8.7 (▲6.7) | 11.5 (0.2) | 2.9 (▲1.6) | 5.1 (▲2.6) |
| 地域銀行 | 14.7 (▲0.2) | 9.8 (▲0.4) | 4.9 (0.3) | 3.1 (▲0.1) | 1.6 (▲0.4) |
| 小計(全国銀行) | 35.3 (▲7.9) | 18.8 (▲8.0) | 16.6 (0.1) | 6.1 (▲1.8) | 6.7 (▲3.1) |
| 協同組織金融機関 | 9.2 (▲0.1) | 6.6 (▲0.0) | 2.6 (▲0.0) | 2.5 (▲0.0) | 0.8 (▲0.1) |
| 合計(預金取扱金融機関) | 44.5 (▲7.9) | 25.3 (▲8.0) | 19.2 (0.1) | 8.6 (▲1.8) | 7.4 (▲3.1) |

出所：金融庁

(注)1.()は、14年3月期からの増減額。

2. 破綻公表済の金融機関を除く。

3. 金融再生法開示債権は、破綻更正債権及びこれらに準ずる債権（破産更正債権）、危険債権、要管理債権の合計。

(2) 個別貸倒引当金の状況

15年3月期における全国銀行の個別貸倒引当金残高は6.1兆円と、14年3月期の7.9兆円と比べ1.8兆円の減少となった。これは、各行におけるオフバランス化の進展を受けて、個別貸倒引当金の対象となる債権（金融再生法開示債権のうち危険債権以下）が減少したことによるものである。

(3) 不良債権処分損の状況

15年3月期における全国銀行の不良債権処分損（不良債権の処理に伴う損失）は6.7兆円と、14年3月期の9.7兆円と比べ3.1兆円の減少となった。

表1-2 不良債権処分損の推移（全国銀行）

| | 4年度 | 5年度 | 6年度 | 7年度 | 8年度 | 9年度 | 10年度 | 11年度 | 12年度 | 13年度 | 14年度 |
|---------------|---------|---------|---------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| 不良債権処分損 | 16,398 | 38,722 | 52,322 | 133,692 (110,669) | 77,634 (62,099) | 132,583 (108,188) | 136,309 (104,403) | 69,441 (53,975) | 61,076 (42,898) | 97,221 (77,212) | 66,584 (51,048) |
| 貸倒引当金繰入額 | 9,449 | 11,461 | 14,021 | 70,873 (55,758) | 34,473 (25,342) | 84,025 (65,522) | 81,181 (54,901) | 25,313 (13,388) | 27,319 (13,706) | 51,959 (38,062) | 31,011 (20,418) |
| 直接償却等 | 4,235 | 20,900 | 28,085 | 59,802 (54,901) | 43,158 (36,756) | 39,927 (35,005) | 47,093 (42,677) | 38,646 (36,094) | 30,717 (26,500) | 39,745 (34,136) | 35,201 (30,376) |
| 貸出金償却 | 2,044 | 2,354 | 7,060 | 17,213 (15,676) | 9,730 (8,495) | 8,506 (7,912) | 23,772 (22,549) | 18,807 (17,335) | 25,202 (22,014) | 32,042 (27,183) | 21,627 (17,737) |
| バルクセールによる売却損等 | 2,191 | 18,546 | 21,025 | 42,589 (39,225) | 33,428 (28,261) | 31,421 (27,093) | 23,321 (20,128) | 19,839 (18,759) | 5,516 (4,486) | 7,703 (6,953) | 13,574 (12,640) |
| その他 | 2,714 | 6,361 | 10,216 | 3,017 (1) | 3 (1) | 8,631 (7,661) | 8,035 (6,825) | 5,482 (4,493) | 3,040 (2,691) | 5,517 (5,013) | 372 (253) |
| 4年度以降の累計 | 16,398 | 55,120 | 107,442 | 241,134 (218,111) | 318,768 (280,210) | 451,351 (388,398) | 587,660 (492,801) | 657,101 (546,776) | 718,177 (589,674) | 815,398 (666,886) | 881,982 (717,934) |
| 直接償却等の累計 | 4,235 | 25,135 | 53,220 | 113,022 (108,121) | 156,180 (144,877) | 196,107 (179,882) | 243,200 (222,559) | 281,846 (258,653) | 312,563 (285,153) | 352,308 (319,289) | 387,509 (349,665) |
| リスク管理債権残高 | 127,746 | 135,759 | 125,462 | 285,043 (218,882) | 217,890 (164,406) | 297,580 (219,780) | 296,270 (202,500) | 303,660 (197,720) | 325,150 (192,810) | 420,280 (276,260) | 348,490 (204,330) |
| 貸倒引当金残高 | 36,983 | 45,468 | 55,364 | 132,930 (103,450) | 123,340 (93,880) | 178,150 (136,010) | 147,970 (92,580) | 122,300 (76,780) | 115,550 (69,390) | 133,530 (86,570) | 125,850 (78,970) |

(単位:億円)

出所：金融庁

(注) 1. 6年度以前は、都銀・長信銀・信託の計数。なお、7年度以降の()内の計数は都銀・長信銀・信託のみの計数。

- 貸倒引当金は、個別貸倒引当金の他、一般貸倒引当金等を含む。
- リスク管理債権の金額については、6年度以前は破綻先債権、延滞債権の合計額であり、7~8年度は破綻先債権、延滞債権、金利減免党債権の合計額としている。
- バルクセールによる売却損等は、バルクセールによる売却損、子会社等に対する支援損、整理回収機構(RCC)及び共同債権買取機構(CCPC)への売却損を含む。

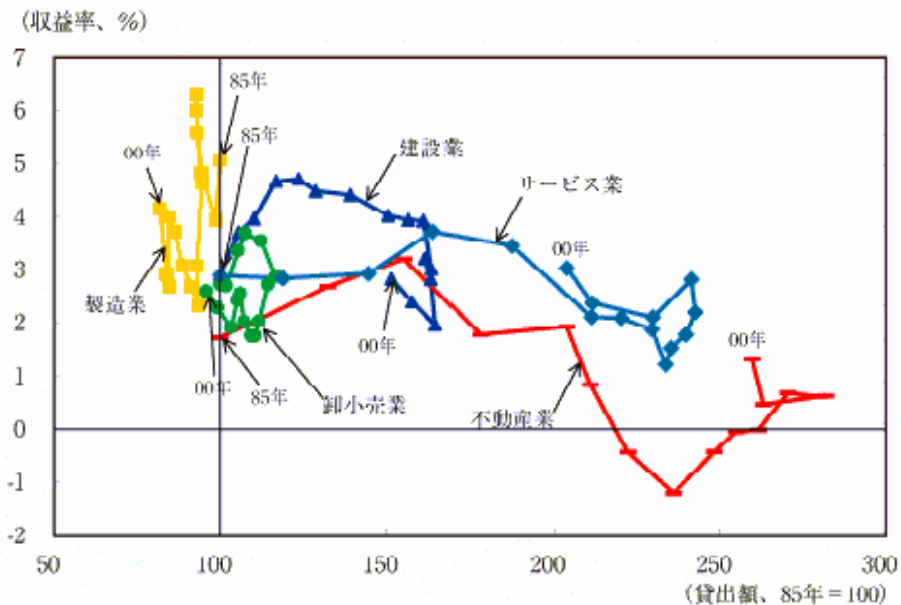
・不良債権処理の必要性

では、いかにして不良債権が存在することが、経済的に悪影響を及ぼすのであろうか。

(1) 低生産部門に経営資源が停滞

不良債権問題が長期化すると、低収益性・低生産性の分野に従業員・経営資源・資本・土地などの経営資源がいつまでも停滞し、高収益性・高生産性の分野にそのような経営資源が配分されなくなるという問題が起こる。これを示しているのが図1-3の銀行貸出と借入先の収益率の関係である。これをみると90年代の前半には収益率が低迷していた不動産業やサービス業に対する貸出が増加していることがわかる。これは、低収益産業を支えるための貸出と見ることができる。このように低収益性の企業に追加に貸出を行うことによって問題を先送りにし、結果として非効率産業を温存することとなっているのである。

図1-3 銀行貸出と借入先の収益率



- (備考) 1. 財務省「法人企業統計季報」、日本銀行「金融経済統計月報」により作成。
2. 収益率は、産業毎のROA(総資産経常利益率)。
「ROA」=「経常利益」/「総資産」。
3. 数値は、1985年から2000年までの暦年の値。

出所：平成13年度 経済財政白書

(2) 企業のリスク回避的行動の助長

また、別の要因として、借り手企業が過剰債務を抱えているという状態は、債権者である銀行が債務過剰企業を倒産させるかどうかという権利を持つことになる。そうなると債務過剰企業はリスク回避的な行動が引き起こされ、企業が新しい収益性の高いプロジェクトを採用できなくなってしまうという悪影響がある。

1. 不良債権処理における問題点

上に見たように、不良債権が存在すると様々な悪影響があることから、その処理を行う必要があるのだが、不良債権の処理を進めていくと経済にデフレ・インパクトをもたらすことになる。では一体どのようにして、どの位の悪影響が不良債権処理によってもたらされるのであろうか。

(1) 不良債権処理の方法

不良債権処理ないし償却とは、究極的には、債権債務関係を「ご破算」にすることである。不良債権の処理には大きく分けて直接償却と間接償却の二つの方法がある。直接償却とは、貸出金をバランスシートから直接抹消することであり、具体的には借り手企業を法的整理などにより、担保処分等の手続きを行い、貸し手が損失を確定するという方法が一般的である。間接償却とは、バランスシートの右側に貸倒引当金を立てて、損失に備えることである。こうした償却方法は帳簿上の償却であり、実際非効率的な産業が淘汰されることはない。よって以下の議論では直接償却による影響をみていくことにする。

(2) 不良債権処理の影響

不良債権処理による影響は、いかなるメカニズムによって発生するのか。不良債権の最終処理が実行されると、それにともない失業者が増大する。内閣府による推計によれば、主要行の破綻懸念先以下債権（既存分）を2年以内に最終処理することによって職を変えなければならなくなる人は39万人～60万人、失業することとなる人は13万人から19万人としている。また、別の推計によると、清算型²⁾によって不良債権を処理した場合の離職者数は165万人とその数はさらに大きなものとなっている（図1-4参照。日本総研試算）。失業者が増大すると、家計の収入は落ち込み消費控えるようになる。それが実体経済の悪

²⁾清算型処理とは、清算型倒産手続（破産、特別生産）による債権切捨て・債権償却を指し、再建型処理とは、再建型倒産手続（会社更生・民事再生・会社整理）による債権切捨て、特定調停等民事調停及び私的整理による債権放棄を指す（平成15年度 経済財政白書による）

化につながり、さらに新規の不良債権を発生させるというスパイラルに陥ることになる。このように不良債権の最終処理だけが自己目的化し、これを闇雲に進めていくだけではさらなる問題悪化につながってしまう恐れもある。

図4 不良債権処理に伴う雇用・景気への影響

| | | |
|---------------------------|---------------|---------------|
| 不良債権処理額(兆円、都長信ベース) | 28.4 | |
| うち危険債権以下 | 16.5 | |
| うち要管理債権 | 11.9 | |
| | ケース① (再生型) | ケース② (清算型) |
| 不良債権(28.4兆円)処理に伴う離職者数(万人) | 78 | 165 |
| うち危険債権以下(16.5兆円)対応分 | 37 | 37 |
| うち要管理債権(11.9兆円)対応分 | 41 | 129 |
| 失業率押し上げ圧力(%ポイント) | 1.2 | 2.5 |
| 雇用者所得減少額(兆円) | ▲ 4.1 | ▲ 8.6 |
| 所得減少の対GDP比(%) | ▲ 0.8 | ▲ 1.7 |

(注1)不良債権処理額は2002年3月末の都長信ベースの不良債権を想定。

(注2)試算の前提は以下の通り。

- ①危険債権以下処理の雇用への影響は、倒産企業における負債額と被害従業員数の関係を想定(倒産に追い込まれた場合、都長信以外の銀行の債権にも影響が及ぶため、負債額は全国銀行ベースとして算定)。
- ②要管理債権処理の雇用への影響は、「清算型」は不良債権額と同額の資本ストックが廃棄されるときに、全産業(非金融)ベースの労働装備率から算出された雇用者数。「再生型」は「そごう」のケースと同様の継続雇用割合(60%)、解雇までの転職成功率(20%)を勘案したもの。

出所：日本総合研究所

・事業再生の必要性

不良債権を最終処理していく過程で、非効率な企業が淘汰されていくのは不可避なものである。しかし上述のように、不良債権を最終処理するだけではさらなる問題を招く可能性もあり、本当に問題を解決したとはいいきれない。そこで、不良債権処理を進める際、清算によって処理を進めていくのではなく、再生型で進めていくという考え方は不良債権処理問題において大事な考え方となる。上述の図4で見ても分かる通り、清算型で不良債権を処理するよりも、再生型で処理を進めたほうが雇用に与える影響が少ないことがわかる。再生型で不良債権処理を進めることは、不良債権処理に伴うデフレ・インパクトの緩和に寄与することになる。

(1) 事業再生とは

本論文で論ずる事業再生とは、企業再生における、要注意先企業、破綻企業等の業績不振企業の抜本的な事業再生、すなわち事業の再構築、不採算部門の撤退、新たなビジネスモデルの構築等により、競争力、収益性を高めようとする試みのことである。よって企業再生と呼ばれるものであっても、事業価値に着目した再生であるので、本質的には事業再生である。その際、問題企業の持つ事業価値に着目し、企業再生をサポートしていくものであるため、問題の先送りによる一時的な延命措置とは異なるものである。当該企業が持

つ事業価値を見極め、再生か否かを判断するため、事業価値を持たないような、非効率的な企業、事業が再生されるということはない。もちろんデュー・デリジェンス³をしっかりと行わなければ、非効率的な企業の延命になりかねないので、しっかりと事業価値を算定する必要がある⁴。

(2) 事業再生を行うメリット

では、具体的には、いかなるメカニズムによって、事業再生を行うことが社会的に見て有益なのであろうか。

事業価値のある企業ないし事業の倒産回避

不良債権処理が、企業の法的・私的整理による再生手段なしに行われると、現在何らかの理由で過剰債務に陥っているが、将来的に見れば有益な事業価値を有している企業が、不良債権処理の過程で倒産に追い込まれてしまう。また当該企業と取引のある企業まで倒産の危機にさらされる可能性もある。そうすると失業者が必要以上にあふれることになり、社会的な損失となる。このように有益な事業価値を持つ事業を処理してしまわないよう、事業再生が必要となる。

低収益企業の高収益企業への転換

低収益企業が高収益企業として再生されることも、と同様にデフレ・インパクトの緩和に寄与することになる。

これと関連して、要注意先、破綻懸念先債権を正常先へランクアップさせることは、様々なメリットがあるといえる。債権者側にとってみれば、取引先を失わずにすむということや、多額の貸倒引当金計上をストップさせることができ、さらにそれを取り崩し、直接収益に貢献することも可能である。また要注意、破綻懸念先とランク付けされた取引先企業のメリットとしては、借入金利の低下、新規借り入れが容易になる、金融機関の監視が軽くなるといったことが挙げられる。

(3) 政府の取り組み

こうした事業再生の必要性から、政府も2001年4月に発表した「緊急経済対策」にお

2:デュー・デリジェンスとは、会社や不動産投資・買収などを行う際に行われるビジネス、法務と財務状況などの詳細調査である。

3:事業価値の算定法については後述のDCF法(5章3)参照。

いては、企業再建の円滑化、金融機関の債権放棄等の円滑化が盛り込まれた。2002年10月に政府から公表された「改革加速のための総合対応策」においては、不良債権を加速させる金融再生とともにデフレ解消の道筋を切り開く産業再生を一体的に推し進めるとされている。このように政府も事業再生の必要性を認識し、様々な制度・法改革に取り組むようになってきている。

(4) 事業再生における問題点

当然、事業再生を行うことは、万能ではなく問題点もある。再生型によって処理を進めると、再生の過程で企業規模は縮小する。それにより生産規模は縮小し、収益も減少することとなる。それによって設備投資減少、不要資産の売却が起こり、資産デフレから実体経済が悪化するというメカニズムである。当然、清算型ほどでないにしろ失業者も発生する。これについては、別途失業者に対するセーフティ・ネット対策や規制緩和による新規産業の創出によって、雇用を維持する必要があるのだが、政府の政策によって左右される問題であるため、詳細についてはこの論文では議論を避けたいと思う。

第2章 事業再生に伴う問題点

事業再生を行うにあたっては、様々な困難が生じるため、効率的な結果を得られない場合がある。その事業再生を行うにあたっての困難について、この章では論じていく。

. ルールの選択

ルールの選択に係る効率性の基準とは、以下のようなものである。

関係者全員の厚生を総和を増大させる選択肢は「事前的な効率性(ex-ante efficiency)」を満たす

厚生を配分からの変化を通じて、関係者全員の厚生をそれ以上改善することができない選択肢は「パレート効率(Pareto efficiency)を満たす。そして「事後的な効率性(ex-post efficiency)」はパレート効率性であることが望ましい。

このパレート効率性が、以下で論じるような交渉や契約などの取引コストの存在、関係者間の情報の非対称性(情報制約)によって満たされないことが多い。

. 交渉コスト

事後的な効率性は、パレート効率であることが望ましい。しかし、関係者の情報制約、交渉や契約の取引コストの存在によってパレート効率を満たされないことが多い。

交渉や契約の取引コストとは、企業には様々なステーク・ホルダーが存在するのだが、当該企業をいずれの形で再生、ないし処理しようともそのステーク・ホルダー間には利益相反が生じる。その各ステーク・ホルダー間の利益相反を最小限にするためには交渉が必要であり、その交渉のためにはコストがかかるというものである。この交渉コストがゼロであるならば、コースの定理が成り立ち、必ず効率的な結果が選ばれるのだが、現実には債権者間で優勢劣後があって利害が対立しており、調整コストがかかる。例えば、順位の異なる債権者(優先債権者、劣後債権者)や株主個人の構成の最大化と社会的厚生の最大化は必ずしも一致せず、債権者間での交渉が必要となるものである。この交渉コストの存在のために、事後的な効率性が満たされないことが多い。そのため、再建したほうがいいケースであっても清算されてしまうケースなどが発生する恐れもある。

効率的な再生が行われるためには、この交渉コストをいかに押さえ込めるかが問題となる。よって交渉コストを軽減するための法的処理のような制度的側面を整備すると共に、慣習的な面においても交渉コストを削減するものが存在することが社会的厚生の観点から考えれば望ましい。

．情報制約

破綻処理を難しくする要因は大きく分けて二つある。そのうちの一つが、企業価値の評価の問題である。多くの債権者や株主は、企業の内部情報を知らず、必ずしも正しい価値評価ができない可能性が高い。しかし他方で、企業価値を判断するために必要な内部情報を開示することは、他のライバル企業などに重要な情報を知られることになり、その企業の価値そのものを低下させてしまうということになりかねない。

このために、多くの債権者は破綻した企業を正しく評価することができず、本来清算されるべき企業を存続させ産業構造調整を遅らせたり、逆に、存続させるべき企業を清算することで、守られるべき雇用も守れなくなってしまうことになる。

メインバンク下での破綻処理メカニズムの場合には、メインバンクが「委託されたモニター」としてその企業の経営状態に関する情報を蓄積しており、既存の経営者に次いで経営状態についての知識を有する主体であるとみられることから、そもそも情報制約の問題は軽減されていると考えられる。

破綻処理をめぐる問題として、継続企業価値の評価の困難性がある。再建型処理の法的手続きにおいては、請求権者が清算か継続かを決定しなければならない。しかし、継続企業価値が明確に定義できなければ、当該企業の将来を適切に決定できないだけでなく、企業価値の配分に利害を有する異なる請求権者のクラス間での利益相反が発生する。その結果、当該企業の将来に関して不適切な決定が行われる可能性がある。

．時間不整合性 (time inconsistency)

日本の事業再生は、それに踏み切る時期が遅すぎるため成功率が低いといわれている。この要因の一つとして、債務者企業の経営者に対する過度の個人補償と『敗者復活』を許さない日本の慣行が挙げられる。このことは経営者に対して債務不履行時に経営決定権を奪うとコミットし、bonding 機能を発揮するという点で事前的には効率的である。しかし、外的要因で経営不振に陥った優秀な経営者の排除や事業再生の申請の遅れを引き起こし、事後的な企業価値の最大化に反する。かといって、事後的非効率を防ぐために経営者に再交渉の余地を寛大に認めることはbonding 機能の喪失、すなわちモラルハザードを引き起こしてしまう。こうした前後矛盾のことを時間不整合性 (time inconsistency) と呼ぶ。

時間不整合性を考慮すると、議論が複雑になってしまうため、本論文では、この時間不整合性を持つ問題は捨象して「交渉コスト」、「情報制約」の問題について論じていく。

1:負債による債務者への規律付け機能

第3章 メインバンク下の事業再生

本章では、メインバンクがいかにして事業再生に取り組んでいたのかについて論じる。

. 日本の金融システムの特徴

以前の日本においては、銀行を中心とした相対型の金融取引が基本となっており、銀行と企業が緊密な関係を維持し、継続的な取引を行うのが特徴である。資金貸借は銀行融資が中心となり、短期資金だけでなく、長期資金の融資も行うので、企業の銀行借入への依存度合いが高くなる。さらに、銀行は取引先企業の株式を安定的に保有する 경우가多く、銀行は融資者かつ株主としての立場に立つことから、企業の経営に深く関わることになり、企業の経営は株式市場によってコントロールされるというよりも、銀行によって監視され、規律が与えられることになる。

以上のように、日本の伝統的な金融システムは、銀行金融の優位を特徴とするシステムであり、日本企業は密接かつ継続的な取引を行う特定の銀行、すなわちメインバンクを持っていた。こうしたことから、日本の金融はメインバンク制によって特徴付けることができる。

. メインバンクとは

メインバンクの正式なあるいは法的な定義は存在しない。伝統的な定義では、メインバンク関係とは、ある企業とその企業に対して最大の貸出シェアを持つ特定の銀行とその長期的取引関係を言う。しかし、銀行の信用供与は、伝統的に重要な取引ではあるが、銀行と企業間の様々な取引形態の一つに過ぎないとみなされている。金融システムは、大きく捉えると二つの機能を有する。一つは企業投資に必要な資金を供給することであり、もう一つは企業経営の監視（モニタリング）、すなわち企業のガバナンスである。企業モニタリングやガバナンスも、メインバンクの果たす重要な役割の一つである。メインバンクは単に融資を行うだけでなく、株式を保有し、資本市場の参加者および規制当局からは企業経営を監視し、企業に問題が生じた場合には一定の介入機能を果たす役割を期待されている。以上のような理由から、上記の定義はあまりに限定的であるといえる。

ある企業にとって、取引銀行が次のような事実を持つとき、通常その銀行がメインバンクであるとされている。

当該企業がその他のどの銀行よりも多額の資金融資を受けており、かつそうした借り入れが長期的、継続的であること。

当該企業の重要な株主となっていること。

融資以外の各種の金融取引でも主力の取引関係であること。

当該企業に役員を派遣するなど、人的関係を結んでいること。

当該企業がひとたび経営危機に陥ると、長期的に再建可能と判断される限り、他の債権者との間で調停役となって債務の繰延べや免除、緊急融資、人的支援などの経営支援を行うこと。

これらがメインバンク関係を特徴付ける項目として一般に挙げるができる。

本論文で使用するメインバンクという用語は、企業金融やコーポレート・ガバナンスのシステムをさすものであり、企業や銀行、そして規制当局等の間における非公式な取引慣行、制度上の取り決めや行動を含むものである。そして、このシステムの中心に企業とメインバンクの関係がある。この取引関係の中には、株式の相互持合い、経営資源の提供、役員派遣、さまざまな金融商品の提供、融資やその他の信用供与、受託業務、保障さらには、社債の引き受け、決済業務、為替のディーリング、インベストメント・バンキング業務証券の発行や企業買収に関するアドバイザー業務等がある。

．メインバンクと企業の経営危機

メインバンクの機能は、大きく分けて三つある。一つ目は、投資資金の効率的配給である。メインバンク・システムは、多目的かつ長期継続的な金融取引という性格を持つ。このため、金融取引に不可避な情報の非対称性の問題を軽減でき、銀行は企業に対してより多くの外部資金をより低コストで供給できる。

二つ目は、企業経営のモニタリングである。株主に代わって銀行が企業の経営を一括してモニタリングし、その結果企業の効率性が維持される。

そして最後が企業経営に対する保険提供である。メインバンク・システムの持つもっとも顕著な特徴は、メインバンクの取引先企業が財務面で逆境に陥った場合にメインバンクが果たす役割である。

経営破綻企業の資産整理的側面を見ると、メインバンク・システムの特徴として、正式な倒産手続のように裁判所へ訴えたり企業の法的地位に影響を与えず、その手続きは非公式に進められる。メインバンクは事実上裁判官と管財人の役割を果たし、倒産手続きと同様

に一連の資産整理効果をあげることができる。

企業の業績向上に寄与するモニタリング等の活動は、その効果が債権者や株主の全てに及ぶという点から、ある種の公共財と見ることができる。経営破綻と企業再建または清算という場面において、モニタリングや経営支配や企業経営の公共財的側面がもっとも顕著に現れるといえる。そこで、誰がそういった公共財を提供するかという点と、公共財の提供に対していかなるインセンティブを与えるかという点が問題になる。法的な倒産や、日本におけるメインバンク・システムがその答えとなるであろう。

企業の破綻手続きにおいては情報が決定的な役割を果たす。企業の経営破綻時における資本市場の論点は、企業を清算するか再建するかといった企業の資産価値や、再建する場合、現行の経営陣が残留するのか交代するのかといった経営陣の質が問題となる。公共財の提供者は、その企業の現状と先行きに関して十分な情報を持ち、正しい判断を下せることが望ましい。

メインバンク・システムの特徴の一つとして、メインバンクは主要な財務管理者や企業のモニターとして、かなりの企業情報を蓄積しているということが挙げられる。法的解決の一つの問題は、一般的に判事や管財人が十分な情報、さらに企業に固有の問題について十分な情報を持っていないということが挙げられる。通常、こういった情報は有為な意思決定を行ううえで欠かせないものである。

当事者間の利益相反は深刻であり、また再建手続きは非効率になりがちである。利害の対立は、債権者や株主、さらに経営陣や従業員といった企業のさまざまなステークホルダー間で生じる。法的解決の一つの利点は、公共財の提供者が交渉や処理手続きの過程において少なくとも表面的には中立の立場にあるということである。一方、メインバンクは全体の手続きを通じてもっとも影響を受ける当事者のひとつであり、中立的立場にはないが、手続きをうまく処理することに関して十分なインセンティブを有していると考えられる。

・企業の経営破綻処理におけるメインバンクの機能

メインバンクは、企業破綻に際して財務危機と資産整理の問題を乗り切る方法について、法律などに基づかない柔軟な選択肢を提供する。

日本における企業破綻は、その大部分が商業手形の不渡りを続けて発生させて銀行取引停止処分を受けたことが原因である。そして、日本の企業倒産の大部分が非上場の小企業によるものである。一般的に、これらの企業は有名なものは少なく、かつメインバンク不在あるいはメインバンクとの結びつきが弱いか関係が希薄であった。大きな上場企業で明確なメインバンクを有しているものの倒産例はわずかしかない。日本における大きな上場

企業の破綻に対処する一般的な方法は、メインバンクの監視下ないし介入下における法律に基づかない再建である。

以下では、実際に経営破綻に陥った企業に対して、メインバンクがどういった機能を担うかをみていく。

(1) 権利請求の再交渉

経営破綻に陥った企業は契約上の債務を履行できないため、債権者あるいは企業自身が一方的に破産の法的手続きを取らない限り、一定の再交渉が必要となる。日本においてはこのような債務の再交渉は、貸出金融機関が危機に面した企業に対して金融支援を与えるという形によって行われる。一般的な方法としては、一定期間元本の返済が凍結され、金利の支払いが減免される。企業の状態が悪化すると、さまざまな援助が行われて支援策の修正が行われる。これは債務の書き替えから元本返済の凍結と金利の支払い減免に進み、最後に不良債権として償却が行われる。

メインバンクは債務の再交渉において二つの面で中心的な役割を果たす。一つは交渉の全体を取りまとめるということであり、もう一つは他の銀行よりも大きな金融支援を行うということである。

再交渉は法人を対象とし、個人は含まれない。また、公開市場における債務交換等の方法もとられることはない。再交渉はしばしばさらに再交渉が行われ、負債返済計画の改定や微調整が行われる。再交渉の過程は大部分が非公式で行われる。外部の法律専門家が関与することは稀であるが、多くの場合メインバンクと金融当局の間には緊密な連絡が取られる。

(2) 新規資本の供給

メインバンクは自ら緊急資金を供給したり少数の取引銀行とともに協調融資を組成することによって、企業への新規資本の導入をまとめる上で大きな役割を演じる。財務危機を抱えた会社に対する貸増しは担保がほとんど期待できないうえ、貸付債権がその企業に対する請求権としては劣後すると推測できるため、銀行貸出の中でもっともリスクの高いものと考えられる。また、メインバンクのように企業に対し多額の請求権を有する債権者は取引先が負債に脅かされるような事態を避けるため追加融資に応じやすいという動機を持っている。メインバンクのように企業について優位な情報を持っているほうが追加融資に応じるインセンティブが大きいといえる。ただし、追加融資を行うべきではないと判断されるときは企業を整理するという決定がなされる。

(3) 役員のパ遣

メインバンクは企業に対して資本市場で独立的な立場からモニタリングを行い、単なる企業の監督以上のことを行う。メインバンクは企業の経営陣のポストに自行出身の役員を送り込むことで、独立的立場からのモニタリングよりもその企業の財務内容について十分な監査を行うことができ、リストラの進捗状況を監視することができる。このような方法で再建中の企業を支配しているメインバンクは、現行の経営陣が行いにくかった様々な手段を実行に移すと考えられる。

(4) 再建計画の策定

取引先の借入についての再交渉を行うことを金融機関が認める場合、常に再建計画の提出を取引先に要求する。再建計画には通常その取引先が財務問題から抜け出すための手段が示されている。また、再建計画には将来キャッシュ・フローの予想、借入金返済の時期と金額とともに負債に関する譲歩や金利の軽減などの要望事項も詳しく書かれている。

再建計画の策定と承認に関してメインバンクは中心的な役割を演じる。メインバンクは公正な立場に立ち、取引先の再建計画に承認を与えて他の金融機関の承認を求める前にその計画を吟味し変更を加える。また、取引先に派遣した役員や問題解決のためのチームを通じて再建計画の策定や実行を行う上でより積極的な役割を演じる場合もある。

金融支援や負債の再交渉は再建計画の承認を条件として実施される。破綻企業に対してより大きな支援を行うことへの合意の取り付けに際しては、メインバンク以外の取引銀行から、さまざまな主張がなされ、合意の成立が困難な場合が多い。メインバンクは破綻企業からさらなる譲歩を引き出させようとする他の債権者からの圧力に従わなければ、より大きな財務的な負担を負うことになる。逆に、このような圧力を受けることで、メインバンクは破綻企業から大きな譲歩を引き出そうとするインセンティブが強められる。つまり、メインバンクは他の債権者の合意を得ることができなければ、自らの負担を増やすことになるため、メインバンクが再建計画に応じない破綻企業に対して再融資に応じないという脅しが有効になり、メインバンクの破綻企業に対する交渉力が強化されることになる。

多くの再建計画において、一定限度の人員削減を行うことが中心的な課題となり、かなり徹底した規模で行われるときもある。人員削減を含む合理化計画を策定する場合、企業内労使組合との交渉を行い、その合意と協力を得ることが必要となる。しかし、全面的な労働争議に発展することはまれであり、このことは現代日本における労使協調の気風を反映するものであるが、使用者側が危機に瀕した状況では組合側の交渉力が弱まっていることにも起因すると考えられる。

(5) 経営陣の更迭

メインバンクの介入においては、社長や会長あるいは上級役員など、現職の経営者の更迭が行われる。こうした経営者は社内から追放されることもあれば、経営陣として社内にとどまるが意思決定の第一線からはずされる場合もある。

(6) 資産売却と負債の返済

メインバンクによる管理・監督下での再建の核心は資産売却計画の実行とその売却資金による銀行借入等の返済である。資産処分は再建計画の核であり、処分形態は場合によってさまざまな形をとりうる。

資産処分は二つの種類に分類できる。一つは、企業破綻の主因である過剰設備や要償却不動産の処分を行うことである。この場合、資産処分の方法としては、不良債権をバランスシートから切り離して清算会社へ移行する形でのリストラがある。もう一つは、負債の支払いを行えるキャッシュ・フローを生み出すための資産の処分である。この場合、関連会社あるいはメインバンクやその他の取引銀行を含めた取引先の株式の売却が典型的な例である。

(7) 合併および吸収

企業を長期的に存続できるようにしようと考えているメインバンクは、これまでに述べたようなさまざまな短期的および中期的な手段をとる一方で、より規模の大きい企業との提携や結合を計画することがしばしばある。これにはさまざまな形態が考えられ、生産のすみわけを含むゆるい提携関係や、技術面やマーケティング面での支援を受ける形もある。また、買収企業グループの傘下に入るような形での部分的な吸収、さらに正式合併も考えられる。

以上のようにメインバンクの機能についてそれぞれ個別に論じてきたが、各役割は密接に関連しており、相互に補足しあう関係にある。メインバンクはその役員を企業の経営トップとして送り込むことで資本市場では入手し得ないような情報を得ることができ、かつ企業の経営にかなりの影響力を行使することができる。そのため、メインバンクはいつでも金融支援に乗り出すことができる。企業内組織はたとえリストラが痛みを伴うものであっても、企業の生き残りに必要であるためこれに協力する。取引銀行は希望退職や事業縮小のために繋ぎ融資に応じるが、これは資産売却によって債務の弁済が容易に行えると考えるためである。

メインバンクの直接介入によって達成される成果、すなわち経営陣の更迭と懲罰や破綻した企業の刷新そして高収益部門への傾斜配分といったことが、従来経済学者たちが「乗っ取り」によってもたらされる結果とみなしていた内容に一致するということは注目すべきことである。乗っ取りは、退出(exit)に依存した間接的なメカニズムを通じて作用する。一方のメインバンク・システムにおいてはこれとは対照的に退出の働きが困難なゆえに発言(voice)の作用が働くことになる。

第4章 事業再生メカニズムの変遷

本章は、経済産業省の早期事業再生研究会報告書によるものである。本章では、前章でみたメインバンク・システムがいかんにして機能しなくなっていったかについて論じる。

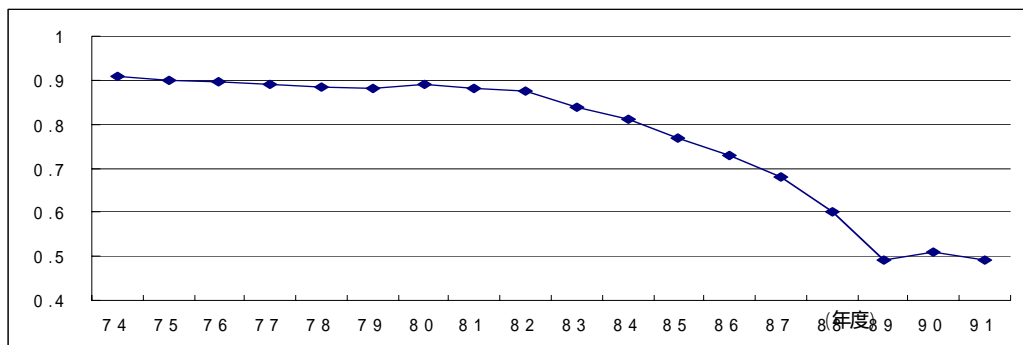
70年代まで～メインバンク主導の私的整理のメカニズム

当時は、株式持合いによる安定的な株主構造や、倒産法制などの法的再生制度が整備されていなかった。これを背景に、メインバンク・システムの一環として、債務者企業が経営不振に陥ればメインバンクが経営者を派遣し金融支援を講じながら事業再生を図ることが行われていた。債務者企業も、経営が危機に瀕すると銀行の介入を招くため、これを回避するために早めに事業再生を自力で図るインセンティブがあったとされている。法的整理の活用については、破綻企業の烙印を押されることに伴うデメリットが大きく、これを避けるために私的整理が進むという合理的な事業再生メカニズムが機能したという意味で、法的整理へのペナルティが内整理を促すという補完的なメカニズムの存在した時代と言える。

80年代～メインバンク機能は低下したが経済成長と資産インフレが問題の顕在化を回避

80年代に入り、大手企業の銀行離れが進み、銀行と企業の関係が変化の中で、メインバンク機能は低下していった。また、不動産価格が高騰する中、中小企業等に対する不動産担保融資への偏りが見られた。上場企業の倒産件数も80年代は70年代の約半分に減少しているように、経済成長と不動産価格の高騰が企業の破綻の発生自体を抑制するとともに、破綻が生じた場合でも、その処理に要するコストは、結果的にメインバンクを含めた銀行セクターで吸収可能な水準に止まっていたというのが実態である。80年代は、事実上メインバンク主導の事業再生メカニズム不在の中でも経済が回る時代であった。

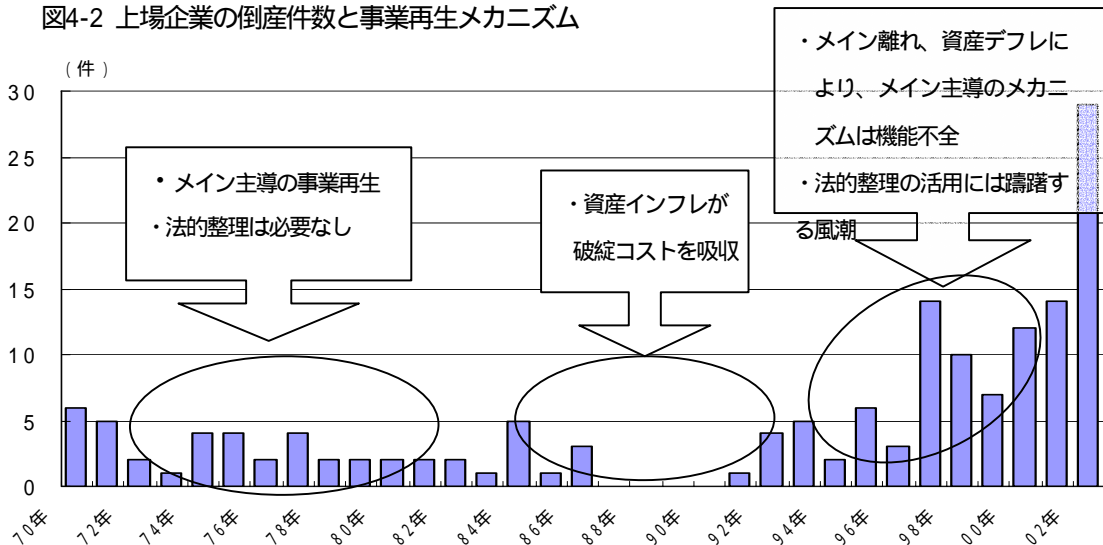
図4-1 東証上場の製造業企業の銀行借入/総負債比率 出所：青木昌彦「システムとしての日本企業」



・90年代以降～破綻コストの顕在化と事業再生メカニズムの不在

90年代に入り、今日に至るまで経済の低迷と資産デフレが続いている。この結果、企業の業績悪化が、経済成長に伴って自然に治癒されることが困難になるとともに、実際に破綻が生じた際の処理コストを不動産価格の上昇で補うことが不可能となったため、大型倒産の増加とも相俟って、不良債権処理損が増加し銀行体力の毀損が進んだ。過剰な債務を解消すればコアとなる事業を継続して再生することが可能な案件であっても、抜本的な事業再構築とともに、過剰債務を解消するために十分な債権カットやデット・エクイティ・スワップ（DES）といった合理的な財務再構築への取組が困難となっている。特にメインバンクと非メインバンクの間で負担のあり方を巡って合意が得られず、事業の再生が遅れるという弊害も顕在化している。私的整理がうまくいかない場合には法的整理を活用することが有効であるが、法的整理の活用には依然社会的ペナルティが高く、債務不履行が目前に迫ってやむなく法的整理に着手する結果となる。ところがこの段階では事業価値の劣化が激しく、大幅な債権カットやDESなどの財務リストラが必要となる一方、連鎖倒産・雇用不安を招く結果、倒産現象は避けなければならないという見方を助長しているという悪循環に陥っている。このように90年代は、顕在化した破綻処理コストを経済が吸収できない環境になり、事業再生メカニズム不在の弊害が顕在化した10年間と言える。

図4-2 上場企業の倒産件数と事業再生メカニズム



出所：「全国企業倒産集計」帝国データバンク

第二部に向けて

これまでメインバンクは事業再生の機能すべてを含有し、日本の事業再生システムを一身に担ってきた。しかし、日本の欧米へのキャッチアップ過程が終わると共に、企業も資金需要型から資金余剰型へと変化を遂げた。その中で大企業の銀行離れも進み、メインバンクの事業再生機能が低下していった。

現在、こうした一連の流れによって、日本の事業再生システムに空白が生じてしまっている。この空白を埋めるためには、これまでメインバンクが一身に担ってきた事業再生の機能を、いったんアンバンドリングし、機能別に要素分解した上で、それぞれの機能を専門化していく必要がある。

第二部では、現在、専門化の過程にある事業再生の各機能についてそれぞれ詳細な検証を行う。

第二部 事業再生の新潮流

はじめに

第1部で述べてきたように、事業再生を行っていく上で、交渉コストと情報制約という問題が考えられる。第2部では、これらの問題を解決していくためには、どのようなスキームがあり、また、それらのスキームがどのような形で前述の問題点を解決しながら事業再生を推し進めていくのかを具体的に考えていきたい。

ここでは、第2部で紹介されるいくつかの予備的考察、及びスキームについて、簡単に紹介しながら、その意義を述べていくことにする。

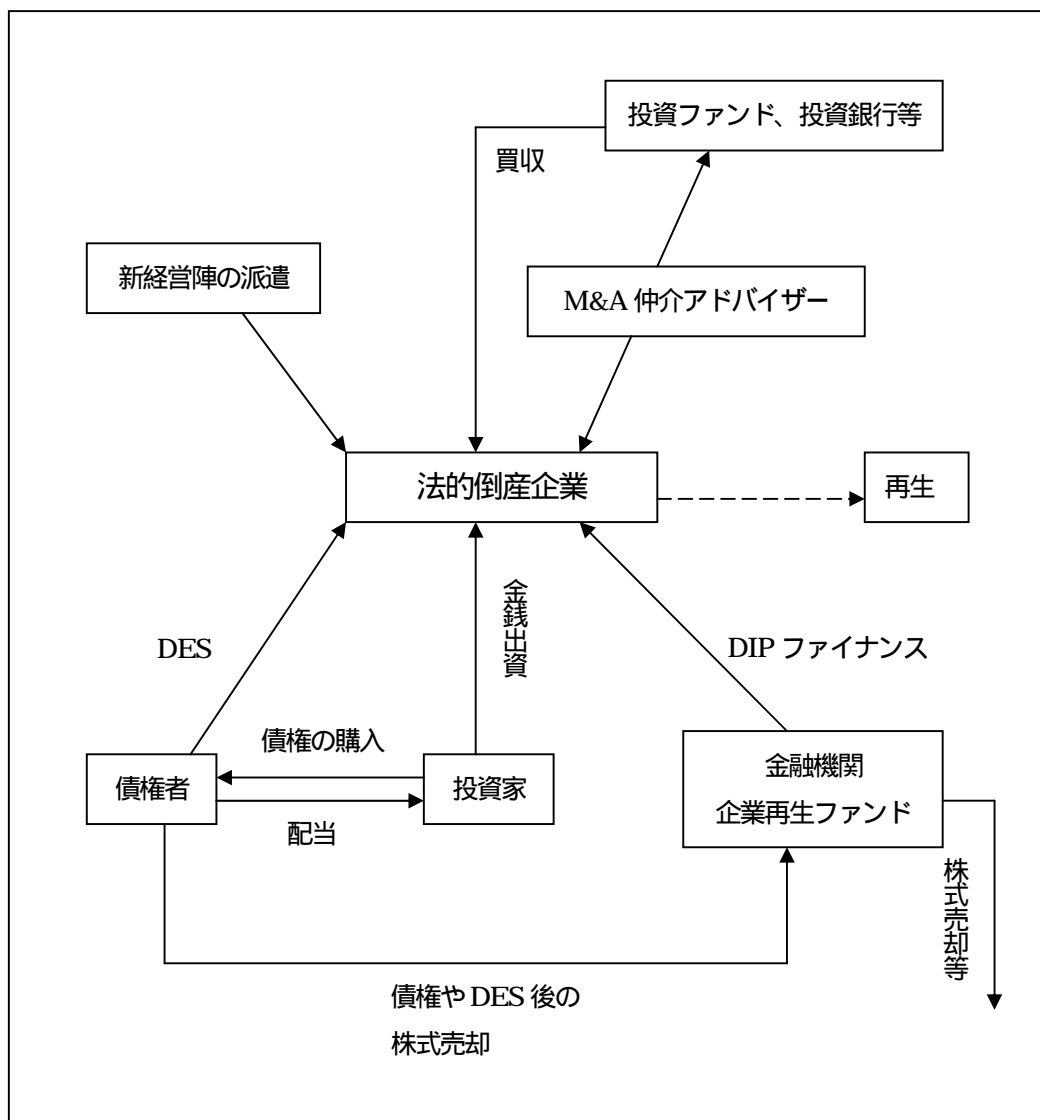
企業の破綻手続、あるいは再生手続に関して、その成功の鍵を握っているのは情報であるといえる。企業が経営破綻に陥った時、その企業を清算するのか、あるいは再建していくのかという決断は、その企業の資産価値や事業価値という情報が決定的な役割を果たす。かつて、メインバンク・システムが十分に機能していた時代は、その情報をメインバンクが握っており、企業の破綻、再建はメインバンクの手で行われていた。しかし、メインバンク・システムの衰退後、情報制約を解消するための新しい機能が求められるようになった。その一つが、ディスカウンティッドキャッシュフロー（DCF）という手法だ。この手法を用いることで、事業継続によって生み出される将来のキャッシュ・フローを現在価値に置き直し、それによって事業価値を測ることができるようになる。かつてのメインバンクによるモニタリングから、これからは企業と金融機関、株主との三者間で新たなモニタリング体制を築き、キャッシュ・フローによる事業の収益性に着目して、再生の早期着手を推し進めていくためには、DCFの手法は意義深いと考えられる。

次に、債権者と債務者との間の交渉コストを低減する手法として、デット・エクイティ・スワップ（DES）とDIPファイナンスという手法が挙げられる。DESを行うことで、債務者は債務を削減でき、また債権者は既存債権の価値を増加させることができる。このことが、債権者・債務者間の交渉コストを低減し、また金融機関が株主となることで経営のモニタリングを行うことができ、それによって経営陣のモラルハザードを防止することもできる。また、DIPファイナンスは、民事再生法や会社更生法、あるいは私的整理ガイドラインによって優先的な弁済が認められており、またかつての手続の煩雑さがかなり緩和されているので、金融機関が対象企業に対して融資を行いやすくなっているといえる。そのことが交渉コストの低減につながっているといえることができる。

第2部では、前述のような問題点を各スキームがどのようにして解決していくかを詳しく

く考察し、そして事業再生ファンドの活用や事業再生のためのM&Aの利用について、詳説していくことにする。

<全体の相関図>



第5章 予備的考察

本章では、後述の事業再生スキームを理解する上で必要な、法的、ファイナンス的な知識について論じる。

1 私的整理ガイドライン

. ガイドラインの概要

平成13年9月19日付けで、銀行等の金融機関が貸出取引先に対し債権放棄等を行う場合の指針として、私的整理に関するガイドライン（以下「ガイドライン」という）が発表された。

その概要は、私的整理は多数の金融機関の関与を前提とし、会社更生手続、民事再生手続等の法的整理が原則であるが、それらの法的手続では事業価値の毀損、信用力低下等によって再建に支障が生じる恐れがある場合のみ、限定的に行われる。ガイドラインは法的拘束力・強制力のない紳士協定であるので、私的整理を公正かつ迅速に行うために、関係当事者はガイドラインを自発的に尊重して遵守する必要がある。また私的整理の申出をする企業に求められるのは、過剰債務のために自力再建は困難だが、事業価値があり再建の可能性があるということだ。そして再建計画は、3年以内をメドにした実質的債務超過の解消、経常利益の黒字転換を目指し、経営が困難になった原因、事業再構築に向けた具体的内容、DES等を含む自己資本増強策、資産・負債・損益の今後の見通し、資金調達計画、債務弁済計画を含む内容とする。この再建計画が成立しなかった時、あるいは計画が不履行となった時は、法的手続への移行等の措置をとることとする。以上がガイドラインの概要である。

. 私的整理の必要性

(1) 民事再生法や会社更生法に基づく法的整理

ブランドイメージの劣化や商品供給力の低下などにより債務者の事業基盤が著しく毀損する可能性がある。さらに、立証不能（observable but not verifiable）な不完備な契約内容について、裁判所は相対的に不十分な情報をもとに判断を下さなくてはならない。そして、倒産法制においては、権利者間の所得分配を確定する機能と、破綻処理時の所得分配を予測可能なものにするという機能に重点が置かれるため、結果的に効率性が満たされない可能性がある。

(2) 私的整理

関係者間の合意に基づくため、法的整理に付随する事業価値の減少を最小限にしなが
ら迅速な事業再生が図れる。しかし、事業再生を図る際、継続事業からのキャッシ
ュ・フローや資産処分価額で返済できないほどの金融負債を抱える場合には、金融機
関による債務放棄が必要となる。これに伴う権利関係調整をいかに行うかが問題であ
る。

再建型倒産法制が、事前と事後の効率性を確保できるのであれば、法的プロセスに
入った時点で起こり得る予想を前提に関係者が行動することにより、私的整理に対
して、いわばアンカーとしての機能をより発揮することになり、権利関係の調整も容易
になる。

私的整理の進め方

(1) 私的整理の申出

債務者が、ガイドラインに基づく再建計画の策定に着手してからガイドラインに基づく
申出を行うまでには、最低でも2~3ヶ月程度はかかる。その中で、主要債権者に対して、
過去・現在の資産負債および損益の状況、経営困難な状況に陥った原因、再建計画案の内
容を説明するに足りる資料を提出し、メインバンクを含む主要債権者と相談しながら、再
建計画案を策定していくことになる。

(2) 一時停止の通知

一時停止の通知とは、債務者と主要債権者が対象債権者全員に対し、私的整理が行われ
ている期間中、個別的な権利行使や債権保全措置等を差し控えるように求める書面である。

主要債権者は、(1)を受けて迅速に「一時停止」の通知を発するのが妥当か否かを主要
債権者全員の合意で判断する。この通知は法的拘束力はないが、債務者に対する関係での
対象債権者間の相対的地位が変わらないようにして公平を図ること、債権者の取立てによ
る債務者の倒産を防ぐことを目的としている。

一時停止の通知を出した段階で、ガイドラインによる私的整理手続が開始したことにな
る。逆に、一時停止の通知を発しないと判断は、ガイドラインに基づく私的整理を開始
しないと判断を意味し、原則として法的手続に移行することになる。

(3) 第1回債権者会議

一時停止の通知を発した日から2週間以内に第1回債権者会議を開催する。

ここで、再建計画案の説明、質疑応答、再建計画案の調査検証のために必要な場合には専門家がアドバイザーとして選任され、一時停止の期間や第2回債権者会議の日時および場所が決定される。

(4) 第2回債権者会議

第1回債権者会議から3ヶ月以内に開催する必要がある。

ここにおいては、対象債権者から債務者に対する質疑応答、再建計画案に対する意見交換が行われる。再建計画成立の場合、債務者は相当な方法により再建計画の概要を公表するのを原則とする。再建計画不成立の場合、または再建計画が成立したが計画に基づく債務の弁済を履行することができない場合には、債務者は法的倒産手続の申立をするのを原則とする。

再建計画の内容

(1) 再建計画の内容

再建計画は、原則として経営が困難になった原因、事業再構築計画の具体的内容、新資本導入による支援やDESなどを含む自己資本増強策、資産・負債・損益の今後の見通し(10年間程度)、資金調達計画、債務弁済企画を含むものとする。この他の内容を以下に記す。

(2) 数値目標

財務内容(貸借対照表)および利益(損益)について、再建計画成立後3年以内をメドに、実質的に債務超過を解消し、経常利益を黒字に転換することを要する。

法的整理(民事再生手続、会社更生手続)においては、減増資後の自己資本額や3年間の税引後利益(見込み)等の具体的な数値目標は一切無い。しかし、実務的には3年以内に経常黒字化する計画も策定できないような企業については、債権者集会で承認される可能性は低く、再生計画、更生計画が成立する可能性は低い。ガイドラインでは「安易な債権放棄」を認めず、真に事業価値がある企業のみを対象とするという前提に立つ以上、3年経っても経常利益段階で黒字になる計画が策定できない企業はそもそも再建に値しないという価値判断を下しているものである。

ただし、3年以内の実質債務超過解消の要件は、特に将来の減損会計導入まで見込んだ場合には、多くの企業にとって高いハードルとなるであろう。

(3) 株式責任・経営者責任の明確化

対象債権者から債権放棄を受ける際には、支配株主の権利を消滅させることはもとより、減増資により既存株主の割合的地位を減少または消滅させることを原則とし、また債権放棄を受ける企業の経営者（陣）は退任することを原則とする。

(4) DESの活用

ガイドラインは、再建計画に「新資本の投入による支援や債務の株式化（デット・エクイティ・スワップ）など含む自己資本の増強策」が含まれることを原則とする。

．ガイドライン利用のメリット

(1) 透明性・公平性の確保

ガイドラインは、透明性・公平性の確保をするために、再建計画の評価を中立的な第三者たる専門家アドバイザーが行うことによる合理性・中立性の確保、債権者会議の開催、そこでの十分な情報の公開なされる等、プロセス、内容および結果等の情報開示および情報共有化、再建計画成立時の再建計画の公表による情報開示等が規定されている。真に再建を実現するには、金融機関債権者の協力が必要不可欠であり、債権者会議の開催、情報開示システム、外部専門機関の採用等のガイドラインに基づく手続を利用すれば、より透明性、公平性、情報開示等が担保される。

(2) 株主代表訴訟¹リスクの軽減

ガイドラインに基づく再建計画の場合、債権放棄等を行うことの必要性、他の債権者との公平性、債権放棄等を行った場合と行わなかった場合との回収の多寡の比較検討、対象企業の再建の可能性について、合理性・妥当性が担保されているといえる。つまり、ガイドラインに依拠した計画である旨を説明すれば、事実上、再建計画の合理性を争う側がその主張立証責任を負う扱いとなるといってよい。しかし、その代わりに、ガイドライン利用のデメリットとして要件の厳格性は甘受しなければならない。

(3) 税務上の損金処理

債権放棄損の無税償却処理（債権者の税務上の取扱い）について、ガイドラインに従っ

1:債権放棄に賛成した金融機関の取締役は、善良な管理者の注意義務をもって会社のために忠実にその職務を執行すべき義務に違反するとして、会社に対する損害賠償責任について株主代表訴訟の対象とされる可能性がある。

た再建計画が策定され、かつ計画通り実施されている場合には、債権者は実施した債権放棄額について原則として全額損金算入²することができ、法人税の課税対象とはならない。

次に、5年経過繰越欠損金を利用した債務免除益の相殺（債務者の税務上の取扱い）について、ガイドラインに従えば、原則として「資産整理に伴う私財提供等があった場合の欠損金の損金算入」を適用でき、5年超の繰越損失も相殺の対象とすることができる³。この免除益によって繰越損失を解消し貸借対照表をきれいにする事ができる。

（４）DIP ファイナンス等の活用

ガイドラインは「一時停止の期間中の追加融資は、債権者会議の決議、またはその付託を受けた債権者委員会の決定により定めた金額の範囲内で、その定めた方法により、必要に応じて行うものとし、追加融資による債権は対象債権者が有する債権に優先して随時弁済される」とし、いわゆる DIP ファイナンスについて定めている。ガイドラインに基づく私的整理については民事再生手続、会社更生手続の場合と並んでDIP ファイナンスを受けることを定めており、運転資金を確保しやすいというメリットがある（図 5-1 参照）。

（５）手続進行の促進

私的整理の申出から成立までのおおよそのスケジュールが定められているため、迅速な私的整理の成立が期待できる。しかし、私的整理の申出に応じるかは各金融機関の全くの自由（任意）であり、ガイドラインだからといって容易に金融機関が同意してくれるとは限らない。また、債務者にとってはガイドラインのスケジュールに従って手続を迅速に進めなければならず、しかも債権者の同意を得られない場合には、原則として法的整理に移行せざるをえないという点に留意すべきである。

（６）対象債権者の範囲

ガイドラインに基づく私的整理の対象、つまり再建計画成立による権利変更が予定されている債権者は原則として金融機関のみである。一般商取引債権者まで含めると事業価値が毀損・劣化してしまう恐れが強いことから、原則として対象としていない。

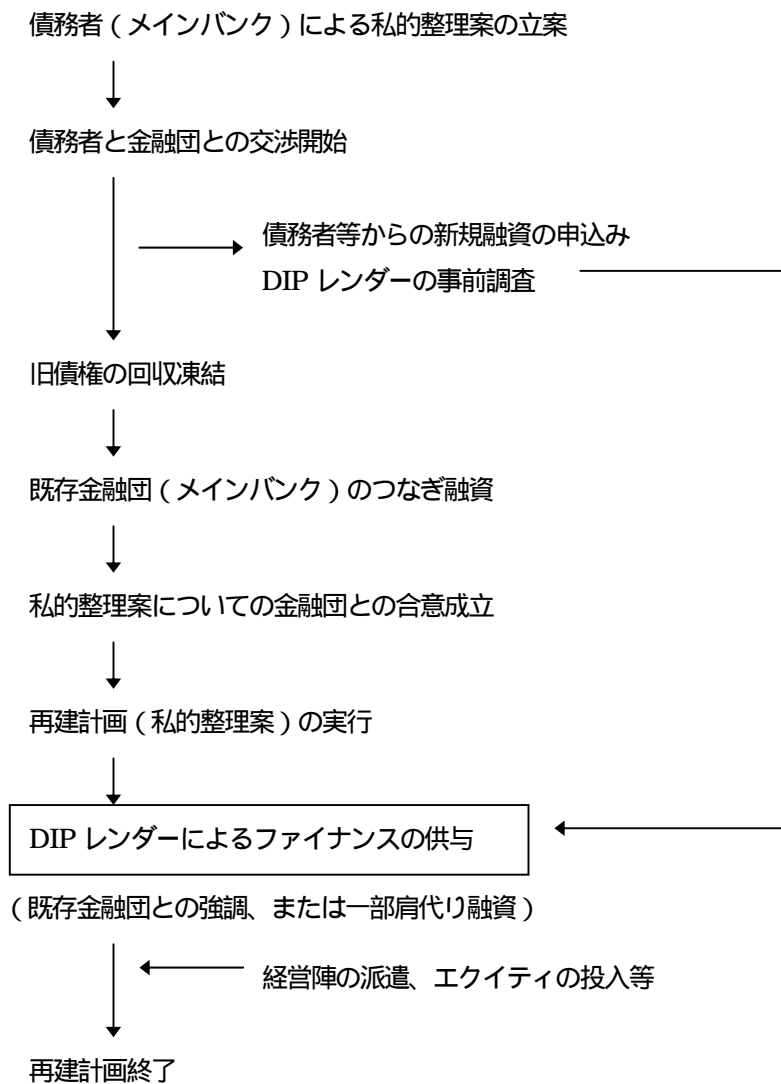
また公的金融機関（例えば預金保険機構等）も対象債権者にすることが可能で、債権放

2:法人税法上、債権放棄は、寄付金として損金算入されず、法人税の課税対象となるのが基本である。ただし、法人税基本通達9-4-2によって、債権放棄等による経済的利益の供与について一定の場合には寄付金に該当しないとされる。

3:債務者は、債権放棄を受けた期には債務免除益を益金に算入する必要がある。ただし、債権放棄を受け事業年度において生じた欠損金額は、損金に算入されるため、益金と相殺されて課税されない。

棄に応じることができる。

図5-1 私的整理におけるDIPファイナンスの手順



出所：『DIPファイナンスの実務』より作成

(7) 上場廃止等の猶予

債務超過となった場合も、ガイドラインによる私的整理の再建計画により、債務超過となった翌々年度末日までに債務超過の解消が見込まれる場合には、上場廃止が猶予され、同再建計画により翌年度末日までに債務超過が解消される場合には、2 部落ちが猶予される⁴。

2. ガイドライン利用のデメリット

(1) 要件の厳格性

ガイドラインは、対象会社の3年以内をメドにした実質的債務超過の解消および経常利益の黒字転換、経営者の原則退任、支配株主の権利消滅等を求めている。このような厳格な要件があることから柔軟な再建計画の策定が困難となっている面がある。

(2) 法的整理への移行

ガイドラインに基づき私的整理の申出を行った後、ガイドラインに基づく私的整理手続が途中で頓挫した場合には、原則として直ちに法的整理（民事再生、会社更生、破産等）に移行することになる。

(3) 紳士協定であることの限界

ガイドラインは紳士協定であって法的拘束力はない。したがって、金融機関がガイドラインを遵守せず、またガイドラインに基づく再建計画に賛成しなかったとしても、なんら違法ではなく、当然罰則を伴うものでもない。つまり、ガイドラインのメリットをどこまで重要視するか、要件を充足できるか否かによって、ガイドラインの利用可否の判断は分かれるであろう。

(4) 再建計画の同意の法的性質

ガイドラインの参考資料として添付された再建計画同意書は、各金融機関が債務者に対して提出する体裁をとっており、これによれば、再建計画への各金融機関の同意は、債務者と個々の金融機関の間で締結される契約と解される。したがって、その契約内容となっていない事項を債務者に強制的に実施させる手段はない。

⁴東京証券取引所は、最近1年間に終了する連結会計年度末日において債務超過の状態にあり、翌年度末日においても債務超過の状態にあるときは上場廃止、第1部上場会社が、最近1年間に終了する連結会計年度末日において債務超過の状態にある場合、当該銘柄は第2部へ指定替えを行うこととしている。

また、債務者がいかなることをした、またはしない場合に契約違反（債務不履行）となるのかは同意書の文言からは必ずしも明らかではない。法的手続へ移行するような「再建計画不履行」とは、具体的にどんな目標未達の場合かを同意書に明記しないと後日紛争になる恐れもある。

（５）DIP ファイナンスにおける共益債権化

法的再建手続における DIP ファイナンスによる債権同様、ガイドラインによる私的整理における DIP ファイナンスにも共益債権性が付与されており、他の債権に優先して随時弁済される。

しかし、もし私的整理が途中で頓挫して法的手続に移行した場合、法的手続の中で私的整理中の DIP ファイナンスを共益債権として取り扱うことはできない。それに対する対策、解決策として、DIP ファイナンスの貸手・債務者・対象債権者の間で、私的整理中の DIP ファイナンスの弁済に関する具体的なスキームの合意をしておくべきであろう。

2 民事再生法と会社更生法

民事再生法と会社更生法は、それぞれ法的な手続によって企業を再建していくことを目的に作られた法律である。民事再生法は、2000年4月に施行された比較的新しい法律である。会社更生法は、企業再建において求められる手続の迅速性と、より更生手続が利用されやすいように、2003年4月に改正された。ここではこの二つの法律について、その内容と特徴、またその手続の中でいかにして企業が再建されていくのかということについて、述べていくことにする。

. 私的整理との比較

私的整理も法的整理も、過剰債務の解消の手法という点では同様である。

両者の大きな違いは、私的整理があくまで当事者間の合意に基づくものであることから、各債権者との間の個別の合意が必要である。これに対し法的整理は、多数決の結果をこれに反対する少数債権者に対しても強制することができる点にある。その反面、法的手続においては、債権者平等原則と手続保障（法定の手続に従う義務）が強く要請されることになる。

過剰債務を解消する手段として私的整理と法的整理のどちらを選択するかは、債務超過の程度が著しく、多数の金融機関等の債権者から極めて多額の債権放棄等を受けなければ再建が難しい場合、手形の決済等、一般商取引債権者への弁済も困難となった場合、

メインバンク等の主力金融機関の全面的支援が得られない場合等には、私的整理による再建は難しいため、法的整理による再建を目指すことになる。

. 法的整理活用のメリット・デメリット

法的整理を活用することの最大のメリットは、債務超過を解消するだけの十分な債務削減が可能となり、抜本的なバランスシートの健全化が図られるということだ。

デメリットとしては、「法的手続」=「倒産」手続に入ったというイメージ悪化が先行し、顧客・取引先離れが起これ、結果として一時的に事業価値が劣化・毀損する。また、大口債権者である金融機関だけでなく、一般商取引債権者の債権についても弁済禁止の保全処分・開始決定の効果により一旦棚上げとなった上に、削減(カット)されてしまうために、事業に与える影響も大きいとされる。法的整理によってバランスシートの改善は図られるが、以上のような理由により短期的には必然的にキャッシュ・フローが悪化すると考えられる。

．民事再生手続の概要

民事再生手続（以下、再生手続）とは、再生計画により、無担保一般債権の大幅なカットを行うことによって、過剰債務を解消し、財務内容の改善の図って債務者企業（＝再生債務者という）を再建する手法である。

この手続の大きな特徴としては、裁判所や裁判所の選任する監督委員の監督の下で、再生手続の当事者である債務者自身の手によって再建を進める手続であるという点だ。また、再生手続は、申立から認可決定までの期間が、事件の規模に関わらず半年程度にまで短縮されており⁵、これが再生手続の利用を促進する一つの大きな理由となっている。

再生手続の利用促進のもう一つの理由として、申立のハードルの低さが挙げられる。再生手続においては、特に著しい問題が無い限り、原則として全件申立を受理した後、直ちに弁済禁止等の保全処分を発令する扱いとなっており、手続の進行を当事者に委ねて、裁判所は必要最低限の監督機能を果たすという運用がなされている。

また、再生手続では、管財人の選任は必要的ではなく、実務的にも管財人が選任されることはまれであるため、債務者自身の地位に変動が生じないという特徴を有する。このことから、米国の倒産手続チャプターイレブンにならって、DIP（Debtor In Possession）型手続と呼ばれる。

．再生手続の基本構造

再生手続におけるバランスシートの改善方法を以下に述べていくが、ここでは再生手続においてとりわけ特徴的な負債の部の改善について述べることにする。

負債の部は、法的視点から大きく三つに分類することができる。すなわち、抵当権等の担保によって保全されている「担保付債権」、担保のついていない「無担保一般債権」、

税金や社会保険料等、法律上他の債権に優先して支払うべきものとされている「一般優先債権」である。

この他、再生手続開始決定後に発生した債務や、再生手続進行に関して発生した、いわゆる DIP ファイナンスによる債務は「共益債権」とされる。

再生計画においては、これらの債務の区分のうち、の「無担保一般債権」の削減を行うことが可能となる。

5.再生手続のスピードが速いのは、更生手続が担保権者、優先債権者、株主といった多くの利害関係者を手続の中に取り込むのと異なり、再生手続においては原則として無担保一般債権のみを手続に取り込むに過ぎないためである。無担保一般債権については再生計画により多数決で権利変更できるという点で法的整理といえるが、担保権者については手続外で個別の交渉により処理するという点で私的整理の側面も有している。この点において再生手続は、いわば法的整理と私的整理の混合型の手続であるといえる。

(1) 無担保一般債権の削減と議決権

再生債務者に対し、再生手続開始前の原因に基づいて生じた無担保の債権等については、全て「再生債権」となり、原則として、再生計画によらなければ弁済をすることができなくなる。再生債権は、再生計画において権利の変更（債権カット・分割弁済）がなされ、これに従った弁済がなされることとなる。

再生手続においては、債権者集会にて再生計画案を可決するか否かを定める際の議決権は、債権届出をした無担保一般債権者（＝再生債務者）に与えられる。これは、再生手続においては、無担保一般債権（＝再生債権）が権利の変更（債権カット）の対象とされることから、無担保一般債権者による賛成多数によって権利の変更を承認する必要があるためである。つまりここでは、優先債権者や共益債権者、再生手続によらず権利行使できる担保権者には、議決権は与えられない。

(2) 一般優先債権と共益債権

再生債務者の従業員の給料債権・退職金債権、税金等は「一般優先債権」となり、権利の変更はなされず、原則として再生手続外で随時弁済がなされることとなる。

また、再生手続において、申立後、開始決定後と、手続進行に関して発生した債務などは「共益債権」とされ、これについても再生手続によらずに随時弁済されることとなる。

(3) 担保権（＝別除権）の処理

再生債務者の財産の上に存する特別の先取特権、質権、抵当権、商事留置権等の担保権は「別除権」とされ、再生手続によらずに行使することができるものとされている。したがって、再生計画によって別除権者の権利の変更（債権カット・分割弁済）を行うことはできないことはもとより、別除権者は、再生手続の申立・開始決定の前後を問わず、担保権を自由に実行することができる。

ただし、別除権を有する債権者は、担保の目的物によって弁済を受けることのできない額（＝不足額）については、再生手続において再生債務者として権利行使することとされ、不足額は再生債権とされることから、再生計画により権利の変更を受けることとなる。

．会社更生手続の概要

会社更生手続（以下、更生手続）も再生手続同様、更生計画により、負債の大幅なカットを行うことによって過剰債務を解消し、財務内容の改善を図って債務者企業（ただし、株式会社に限られる）を再建する手法である。

更生手続においては、資産、負債、資本の全てを抜本的に再構成することが予定されている。すなわち、資産の部においては資産の圧縮を行い、負債の部においては再生手続と異なり、無担保一般債権のみならず、担保付債権者・優先債権者についても権利の変更の対象としている。また、更生計画によって、減増資や組織変更等抜本的な改革・M&Aの導入が予定されており、多数の利害関係人を取り込んだ形で手続が進行することになる。株式会社のみにも適用があるとされているのも、株式会社形態で営まれる企業の規模が大きいことを前提としているためである。

また、更生手続は多数の利害関係人の権利を変更することとなるため、従前の運用においては、真に再建を果たしうる企業のみが利用すべき手続とされ、手続開始前の申立に際し厳格な窓口規制がなされてきたほか、手続開始決定がなされる際、また手続中も裁判所による厳しい監督がなされてきた。

しかし、平成15年4月より施行された改正会社更生法は、従来の厳格・重厚な更生手続に、より迅速性・合理性を持たせることによって、更生手続を現代の経済社会に適合した機能的なものに改め、企業の再建手法を強化することを目的としたものとなった。これによって、再建手法として選択する企業の側にとっても債権者にとっても、利用しやすい手続となった。

更生手続においては、申立後は実務上保全管理人が、開始決定後は更生管財人が必ず選任されて会社の経営権、財産処分・管理権が移行し、株主総会・取締役会の機能は停止する。そして更生計画において新経営者が定められ、株主総会に諮ることなく新経営者が選任されて、旧経営陣はその地位を失うこととなる。

．更生手続の基本構造

(1) 資産の部の改善

会社の資産については、管財人が、更生手続開始後遅滞なく、会社に属する一切の財産について、手続開始の時点における価額を時価にて評定する。

(2) 負債の部の改善

法的視点による「担保付債権」「無担保一般債権」「優先債権」「共益債権」の分類は、再生手続と同様である。

再生手続においては、このうち「無担保一般債権」のみが権利の変更（債権カット）の対象とされるに過ぎないが、更生手続においては、無担保一般債権が更生債権として権利の変更の対象となるばかりでなく、担保付債権（＝更生担保権）・優先債権（＝優先的更生

債権)についても、権利の変更の対象となる。

議決権は、これらの債権の評価額に応じて付与されることとなる。

また、共益債権は再生手続同様に、随時弁済されることとなる。

(3) 資本の部の改善

更生手続が終了するまでの間は、更生手続によらなければ、資本の減少、新株もしくは社債の発行、株式交換、株式移転、合併、分割、解散、会社の組織変更もしくは継続、利益もしくは利息の配当等を行うことができないとされている。

また、更生計画認可の決定があったときは、株主の権利は計画の定めに従って変更され、これにより認められた権利または法律の規定によって認められる権利を除き、株主の権利は全て消滅することとなる。通常は更生計画のなかで100%無償減資が行われるとともに第三者割当増資が行われるのが通常であり、これにより資本の部の再構成がなされることとなる。

再生手続と更生手続の使分け

再生手続は簡易かつスピーディーな手続であるので、大量迅速処理を目指すものは再生手続を活用すべきであると考えられる。

しかし、再生手続は債務者主導で行われる手続であるので、株主や経営陣の間で意見が厳しく対立している等、債務者の内部に対立があり再建方針が固まっていない場合や、債権者申立の事件で、債権者と債務者鋭く対立している場合は、手続は円滑に進まない。また、事業継続に必要な物件等にも担保権が設定されている等、担保権者との関係が複雑な場合にも、円滑に手続を進めることが困難である。このような場合には、再生手続は不向きであるとされ、更生手続の適用が向いているとされる

3 ディスカウンティッド・キャッシュ・フロー (DCF)

・事業再生における DCF 法の活用

長引く景気低迷、デフレの中、生き残りをかけた事業の選択と集中による買収や統合などの再編劇が、企業間で盛んに進められている。また、金融機関の不良債権問題の処理は、金融及び産業の早期再生を図るための緊急の課題となっている。事業再生や不良債権処理といった場面で事業価値あるいは企業価値の算定は、重要な意味を持つてくる。

事業あるいは企業が持っている本来の「価値」を測るとき、最近では利益ではなくキャッシュ・フロー、それも現在価値に置き直したディスカウンティッドキャッシュフロー(以下 DCF)で測ることが投資家の間では常識となっている。DCF とは簡単に言えば、「将来のキャッシュ・フローの割引現在価値」であり、ある事業または企業が将来稼ぎ出すであろうキャッシュを時間価値とリスクで評価したものである。

破綻企業を清算に移行した場合の清算価値に基づく資金回収額に比べて、事業継続によって生み出されるキャッシュ・フローからの資金回収が現在価値ベースで上回れば、その企業は継続させるべきである。そこには、従来の不動産を主とする担保書分に過度に依存した債権回収の発想を改め、事業存続を前提とする将来キャッシュ・フローを現在価値に割り引き、債権回収原資とみて合理的に比較する発想が重要である。この発想は、包括的な企業信用と切り離された個別事業のキャッシュ・フローに着目して資金を供給するプロジェクトファイナンス(ノンリコースローン、リミティッドリコースローン)の発想と共通するものである。

また、事業再生における DCF 法の活用として、企業の価値を算定し、企業の実態現状を把握することによって企業をモニタリングするということが挙げられる。我が国では債務不履行の危険性が高まった段階でようやく事業再生に着手するケースが多い。この段階では実質的に債務超過の状態になっていることが通常であり、事業再生に当たって債権放棄が不可避となる。債権放棄に際しては、株主責任と経営責任を明らかにした上で、債権者間で債権放棄の負担について合意が形成されなければならないが、こうしたプロセスには多くの時間を要する。

事業に変調が生じはじめた初期の段階で事業再生に着手すれば、多大な時間とコストを要するまでもなく事業は再生し、過剰債務構造に陥ることを未然に防ぐことができる。このためには、企業・金融機関・株主がそれぞれ債務不履行にいたるまで問題を先送りにするのではなく、事業の状態を従来以上にきめ細かくモニタリングしながら、事業再生に向けた取り組みに早めに着手する慣行を築いていかなければならない。

我が国では、企業と銀行、株主の間で、長期的な関係が重視されてきたが、これからは、キャッシュ・フローに代表される事業の収益性に着目して、三者の間で新たなモニタリングの体制を築き、早期着手が自ずと促される仕組みを確立することが必要である。経営の評価軸の変更や融資慣行の転換、より積極的な株主行動の実現が必要である。

. キャッシュ・フロー分析の重要性

債務者企業が破綻に陥るプロセスの中で、現在債務者企業はどのような状況にあり、どのような施策が必要かを把握するためには、損益のみの指標で企業の業績を評価しても有用ではない。それがバランスシートの悪化を招かず、債務者企業の業績および財務状況を同時に改善させるものでなくてはならない。

あくまで会計上の利益は意見であり、事実ではないといわれることがある。損益すなわち利益は会計処理法によって数字が異なり、真の会社の収益力の把握のために時として妨げになってきた。ただし、利益が無意味なものかといえばそうではない。利益数値は、費用配分・引当金の計上を通じて収益と費用の適切な対応関係を実現させた上での数値のはずである。確かに採用する会計基準、会計処理方法によって利益数値は変わるが、同一の会計基準での過年度の業績と比較することは有意義であるし、企業における財務的な構造変化があまりない場合には利益数値を業績評価と見ても十分に有用であると思われる。

しかしながら、利益数値には日経常的に発生する費用も営業費用に含まれていることもあるため、実際の正常な収益力を把握するためには、より個別な資料を用いて分析・検討しなければならない。また、企業の破綻プロセスを概観し、企業がどのような状況にあるかを把握するためには、利益のみを分析の対象とするのではなく、企業価値の向上という観点からの全般的な財務分析が必要となる。

企業価値とは、将来のキャッシュ・フロー獲得能力といえる。ここでのキャッシュ・フローとは、フリー・キャッシュ・フローと呼ばれるものであり、投資化および金融機関に配分可能なキャッシュ・フローを意味する。フリー・キャッシュ・フローという指標は、損益の悪化、貸借対照表の悪化、資金繰りの悪化を包括的にモニタリングすることを可能にする。企業が破綻するプロセスを鑑みれば、結果として将来のフリー・キャッシュ・フローが資金調達者にとって十分か否かが鍵となり、これを重視した評価が必要である。

・ディスカунティッドキャッシュフロー(DCF)法

企業価値評価方法は、大別すると三つの方法に分けることができる。一定時点での資産と負債の状況に着目して評価する純資産方式、事業の利益またはキャッシュ・フローを基礎として価値を算定する収益方式、同業を営んでいる会社の企業価値と、各社の財務数値等から算定される各種の要素を用いて対象会社の相対的な価値を算定する比準方式である。このうち、DCF法は収益方式の一つで、事業の継続価値を算定することを目的とした方法であるといわれている。

ディスカунティッドキャッシュフロー(DCF)方式とは、簡単に言えば評価の対象としている資産や事業などが将来獲得すると期待される現金ベースの収益(キャッシュ・フロー)を現在価値に引き直すことにより、その資産ないし事業の価値を算定しようというものである。

こうしたキャッシュ・フローに着目した評価手法は、もともと欧米において発展し、根付いてきた手法である。欧米においては、株主価値の評価、事業部の評価、その他の局面においてDCF法はデファクトスタンダードであるといえる。

モノの価値は、そのモノが将来にわたって生むキャッシュ・フローに基づいて評価されるべきものであるということがDCF法の背景にある。会社や資産が永久に存続すると仮定すると、全存続期間において獲得される利益の金額をベースに会社ないし資産の価値を考えることになる。この場合の利益は、期間損益計算の目的で算定される会計上の利益とは異なり、実際に獲得あるいは支出された現金の純額によって算定される。すなわち、その価値の算定の基礎を、会計上の利益ではなくキャッシュ・フローに基づいて考えるのである。会計処理法の違いによって、会計上の利益の額は年度間を通じて異なってくるが、DCF法では一般的には会計処理法などに左右されないキャッシュ・フローに着目した評価方法であり、経理処理を変更するといった小手先の処理では評価結果に影響を及ぼさない、「事実としてのキャッシュ」に主眼を置いた評価方法である。

DCF法では企業価値の算定の基礎を、会計上の利益ではなくキャッシュ・フローに基づいて考えるため、実際にキャッシュ・フローが発生する時期と評価時点との間の時間経過に対する費用、および獲得されるキャッシュ・フローは将来のことであるため、実際に期待したとおりのキャッシュ・フローが実現しない可能性があるという不確実性(リスク)を考慮する必要がある。したがって、将来のキャッシュ・フローを「割引率」で割り引いた「現在価値」を評価のベースとする。

以上のように、DCF法では、キャッシュ・フローと割引率の二つの要素から成り立っている評価方法である。この二つの要素については後で詳しくみていく。

．企業価値の算定方法

DCF 法では、具体的に以下の算定式を用いる。

$$\begin{aligned} \text{株主価値} = & \text{将来キャッシュ・フローの合計の割引現在価値} + \text{現預金} + \text{遊休資産} - \text{負債} \\ & - \text{有利子負債} \end{aligned}$$

(1) 将来キャッシュ・フローの割引現在価値

将来キャッシュ・フローの基本的な考え方は、株主あるいは債権者に対して分配可能な将来年度ごとのキャッシュ・フローを予測し、その現在価値の総和により評価する

現在価値の算定に当たっては、株主および債権者が期待する利回りつまり対象会社が負担すべきコストの加重平均が割引率である。

(2) 現預金

評価基準時において、企業の事業を継続するために必要となるもの以外の現預金等に関しては、キャッシュ・フローの価値に加える。本業であるビジネスをこなすために投下している現預金等は加算されないが、評価時点におけるキャッシュで、将来のキャッシュ・フロー獲得に関係のない余剰している現預金等は加算される。

(3) 遊休資産・負債

評価基準時において、企業の事業を継続するために必要となる資産ではなく、明らかに遊休している資産については、キャッシュ・フローの価値に加える。また、本業には関係ない負債で、特に将来にわたって発生することのない負債についてはキャッシュ・フローの価値から減算する。これらは、現預金と同様に、処分によって将来キャッシュ・フローの獲得に影響を与えないものとして計算される。

これらの価値は将来のキャッシュ・フローの価値に含まれず、評価基準時点での時価によって評価し、株主価値を算定する。逆に、遊休資産・負債であっても、それらから将来にわたって獲得されるキャッシュ・フローが事業計画に含まれている場合は、その資産等の時価をキャッシュ・フローの価値には加算しない。

(4) 有利子負債

エンティティ・アプローチ(後述)を前提とすると、株主および債権者両者への配分可能なキャッシュ・フローは利払前のキャッシュ・フローを用いて算定される。これを株主および債権者の期待利回りの加重平均値をもって現在価値に割戻し、企業価値を求め、この企業価値から有利子負債を差し引くことによって株主価値が算定される。

. DCF法のメリット・デメリット

(1) DCF法のメリット

将来性を加味している点

DCF法は、将来に目を向けた評価手法である。株主価値の評価であれば、会社が将来にわたって得られると予想されるキャッシュ・フローを会社の事業計画とともに見積もり、将来にわたる価値を取り込むことになる。また、債権の評価であれば、貸付先の会社の事業計画をもとに将来にわたって返済可能な返済原資を見積もり、割引率によって割り引くことで評価する。つまり、DCF法は将来の収益獲得能力を評価に大きく反映させることができる手法であるといえる。

個別性を反映

DCF法は、その資産または事業が将来にわたって得られると期待されるキャッシュ・フローを個別に見積もり、その現在価値を計算する方法である。そのため、類似資産等の価値をベースにする方法のように相対的な価値を測定する方法とは異なり、その評価対象の持つ特有の性質を反映させることができる。このような特徴は、特に知的財産権などの無形資産を評価する際に重要となってくる。

考え方が簡単である点

DCF法は、前節でも述べたように、基本的にはキャッシュ・フローと割引率というたった二つの要素からできており、その基礎となる考え方はとてもわかりやすい。また、モノの価値を貨幣価値という尺度で、しかもそこから得られる効用によって評価するという、理論的に優れた手法である。

(2) DCF法のデメリット

DCF法は以上のような特徴を持つ優れた手法である。しかし一方で、そういった特徴であるがために、キャッシュ・フローの見込みに評価価値が大きく左右される手法であると

いえる。

たとえば、会社が作成した事業価値などを元にキャッシュ・フローを算定する場合、それは経営者などが作成するその事業の確度、作成責任者・会社の態度に大きく依存することになる。

また、最近のビジネスの動きは非常に激しく、そのような状況で DCF 法を適用する場合、会社側が最善の予想に基づき事業価値を作成したとしても、そのとおりにならない可能性が高い。リスクの判断が非常に難しく、そうしたリスクの高さが必ずしも全て割引率に取り込まれない可能性が高い。

さらに、DCF 法は、非常に評価者の主観が入る余地が大きい評価手法であるといえる。キャッシュ・フローの見込みや割引率の見積もりに関して完全に客観的な方法はないといえる。

．エンティティ・アプローチとエクイティ・アプローチ

DCF 法とは、将来の事業活動から得られるキャッシュ・フローの現在価値の総和によって価値を算定する方法である。ここで重要なことは、DCF 法の二つの要素について、将来のキャッシュ・フローとしてどのようなものを使用するかという点と、現在価値を算定するための割引率に何をを用いるかという点である。そして、それらはエンティティ・アプローチとエクイティ・アプローチとに大別できる。

以下では、このエンティティ・アプローチとエクイティ・アプローチについて比較しながら説明していく。

(1) エンティティ・アプローチ

エンティティ・アプローチとは企業価値全体から有利子負債部分を控除することによって株主価値を求める手法である。企業価値とは企業が事業を遂行して得られる価値(事業価値)と、事業に投下されていない遊休資産の価値の合計であり、また、株主価値と負債価値との合計である。

企業価値を求めるためのキャッシュ・フローは、株主および債権者に対して配分可能なフリー・キャッシュ・フローを基礎とし、これを現在価値に割り引くための割引率は、自己資本コストと他人資本コストの両者を考慮した加重平均コスト(WACC)が用いられる。

金融機関以外の企業の評価を行う場合、事業から得られるリターンを資金調達サイドの影響を受けずに測定できるため、エンティティ・アプローチを採用するケースが多い。

(2) エクイティ・アプローチ

他方、エクイティ・アプローチとは株主に対して配分可能な利払い後のキャッシュ・フローを基礎としてそれを自己資本コストで割り引いて現在価値を求める手法である。金融機関等の企業価値を求める場合以外はエンティティ・アプローチを採用するケースが多い。金融機関等の評価では、預貯金や有利子負債等をワーキングキャピタルと捕らえ、エクイティ・アプローチを採用することが主流である。自己資本に対して還元が可能な利払い後のキャッシュ・フローをベースにし、直接自己資本コストをもって割り引くことになる。銀行等の金融機関では調達サイドの管理自体が業務の一環であり、他人資本の調達コストと運用利回りの差で利益を上げているためである。このように、資金調達行為が事業活動に直接関係する場合には、他人資本を営業負債としてとらえるエクイティ・アプローチと用いることが普通である。

本論文では、DCF法の説明に当たって、エンティティ・アプローチによる評価を前提としている。

. キャッシュ・フロー

基本的なDCF法は、たった二つの要素から成り立っている評価手法で、一つはキャッシュ・フローで、もう一つは割引率である。DCF法は複雑ではあるが、要はこの二つの要素をさまざまな角度から調整し、より実態に即した詳細な検討を加えているに過ぎない。

キャッシュ・フローとは、企業活動における現金の流れを意味する。企業が自社の経済活動の成果をいかなる方法で記録しようとも、そこから発生する現金は絶対であり、会計処理の結果生み出される現金の額が異なるということはありません。

キャッシュ・フローの重要性を説明する言葉として、「利益は意見、キャッシュは事実」というものがある。会計上の利益は経営者の意見に過ぎず、キャッシュ・フローこそが客観的事実として企業を見る際に重要な指標であるとするものである。利益は一定期間の企業活動についてさまざまな会計方針の中から特定のものを選択して算出されたものであり、会計基準や会計処理方法の違いによって結果は大きく異なってくる。つまり、利益という指標は利益操作という言葉があるように、恣意性が介入しやすいものになっている。

一方、キャッシュは企業活動に伴う現金の流入の結果手元に残ったものであり、客観的な事実には他ならず、原則として会計処理の相違によって影響を受けない。ただし、異なる会計処理を選択したことにより異なる利益が計算され、その結果、ある期間に支払うべき税金の額が異なる場合、会計方針の違いにより、キャッシュ・フローが異なるという事態が発生する可能性がある。しかしながら、大局的には会計処理の相違はキャッシュ・フロ

ーには直接的には影響しないといえる。

企業価値を算定する場合のキャッシュ・フローは、通常フリー・キャッシュ・フローが用いられる。フリー・キャッシュ・フローとは、投資家および金融機関に対して配分可能なキャッシュ・フローを意味する。営業からのキャッシュ・フロー(EBITDA)から支払税金相当額と運転資本への投資を控除し、さらに設備投資を差し引いたものと定義される。運転資本とは、債務者企業がその期間に運転資本に投資した金額を示す。通常、売掛債権、受取手形、在庫、買掛金、未払い金といった事業のために必須の運転資本が含まれる。

EBITDA とは、Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization の略で、支払利息、税金、減価償却費控除前利益を意味する。この EBITDA は、資金調達に伴う費用や減価償却費および税金を支払う前の段階で事業が稼いだキャッシュ・マーゲンを意味し、一般的に会計手法に影響を受けづらいといわれる。また、EBITDA は会社の本来の収益力を示す指標として、昨今の企業価値分析において重要視されている。EBITDA はいわばキャッシュ・フローベースの営業利益を示しているといえる。

．残余価値

ただ、評価対象の事業ないし会社の予測フリー・キャッシュ・フローを永久に予測することは困難であるとともにその実現性には疑義がある。そのため、予測されたフリー・キャッシュ・フローのうち、比較的数値の正確さが高いと思われる年度の損益のみを予測してフリー・キャッシュ・フローを算出(一般的には5年から10年程度。事業のビジネスサイクル等を検討して期間を決定)し、それ以降に発生するキャッシュ・フローについては、予測期間の最終時点での残余価値として評価に取り込む。残余価値の算定の方法には、以下の3通りの方法が考えられる。

(1) 清算価値で取り込む方法

一つ目の方法は、予想最終年度での残余財産を処分したときに得られる処分価額をもって残余価値と仮定する方法である。残余価値の算定にあたっては、その後の収益獲得能力等の無形資産価値を評価しないことを前提としている。予測期間後に清算が予定されている企業の場合、この方法により残余価値を算定する場合もある。

(2) 最終年度の特定の乗数で取り込む方法

二番目の方法は、予想最終年度で EBITDA 乗数や PER 等の乗数を用いて残余価値を算定する方法である。同業種・同規模の公開会社を比較対象会社とし、そこから乗数を算出す

る。乗数とは、時価総額や企業価値が、当該指標の何倍になっているかを示す指標である。そして、求められた乗数を使用し、評価対象会社の残余価値を算定する。

(3) 永續価値で取り込む方法

継続企業を前提とするのであれば、予測年度以降のキャッシュ・フローがその後永久に継続して発生するという過程し、予測年度以降の予想キャッシュ・フローの割引現在価値を残余価値とする場合が多い。

$$\text{残余価値} = \frac{\text{予想年度後 1 年目の利払前税引後利益}}{\text{割引率}} \times \text{現価係数}$$

現価係数：将来の価額を現在に割り引くといくらになるかを計算する係数

最終年度以降に継続して一定の成長率が期待できる会社の残余価値の算定に当たっては、以下の公式のように、割引率からその分を減算して算定する。

$$\text{残余価値} = \frac{\text{予想年度後 1 年目の利払前税引後利益}}{\text{割引率} - \text{成長率}} \times \text{現価係数}$$

割引率

DCF 法において、将来キャッシュ・フローと並んで重要となる要素として割引率がある。割引率は、投資家から見ればキャッシュの時間的価値と投資先のリスクの程度に応じて期待する投資利回り(期待収益率)と考えられる。また、企業から見れば自己資本や他人資本の提供者である投資家が、その見返りに要求する必要最低限の期待収益率であり、資本コストである。

資本コストには、自己資本コストと他人資本コストがある。株式会社では会社の所有者は株主であり、株主が起業に期待する利回りを自己資本コストという。他方、借入金や社債などの有利子負債という形で資金を提供している債権者はあくまでも他人であるため、債権者が期待する利回りを他人資本コストという。債権は優先支払い権を持つ確定利払債権であるのに対し、株式は元本保証がなく、確定的な配当支払いの保証もないため、株主はよりハイリスクな投資を行っているため、債権者よりも高いリターンを期待できる。したがって、一般的には自己資本コストのほうが他人資本コストよりも高くなる。

自己資本コストの考え方にはさまざまあるが、代表的なのが CAPM(Capital Asset Pricing Model)である。このほかに、APT(Arbitrage Pricing Theory)などに基づいた算定法がある。一方、他人資本コストを算定する場合、借入金や社債などの金利や利回りの

加重平均を用いて算定する場合が多い。

. 加重平均資本コスト

企業の評価における割引率である資本コストは、通常、自己資本コストと他人資本コストの加重平均(WACC)を用いて算定する。

$$WACC = \frac{D}{D+E} \times (1-T) \times R(d) + \frac{E}{D+E} \times R(e)$$

WACC(Weighted Average Cost of Capital) : 加重平均資本コスト

D : 有利子負債の時価

E : 株式時価総額(株価 × 発行済株式数)

T : 実効税率

R(d) : 他人資本コスト

R(e) : 自己資本コスト

株主や債権者が期待する利回りはそれぞれ時価に対してであり、会社の会計処理法等に影響される簿価に対してではない。そのため、WACCを算定するに当たっては、自己資本・他人資本のいずれについても簿価ではなく時価を用いる。

4 スポンサー

．スポンサーの重要性

これまで日本における事業再生において、スポンサーが果たしてきた役割はきわめて大きいものがあったといえる。なぜなら、日本においては、事業価値が著しく劣化し、債務超過状態に入ってから事業再生プロセスに入ることが多く、また、経営層の流動化が少ないことから、スポンサーなしで事業再生を図ることは、エクイティ供給と事業のオペレーションという二つの観点から見てもきわめて困難であったといえるからである。この意味ではこれまでと同様、スポンサーは、今後もわが国における事業再生において重要なポジションを占めるものと考えられる。ただし、スポンサーといえどもあくまでも事業再生においては、多数いるプレイヤーの一部をなすものであり、必ずしも中心に位置するものではない。

．スポンサーの種類

スポンサーには大きく分けて、事業スポンサー（ストラテジック・インベスター）と金融スポンサー（フィナンシャル・インベスター）に分かれる。

事業スポンサーは主として自己の持つ既存事業とのシナジーもしくは新規事業進出をまくろんで投資を行う。基本的には取得した株式を売却することは通常想定せず、自己で保有したままとすることが多い。

これに対して金融スポンサーは、数年（三年～五年）程度かけて事業価値を増加させ、株式を公開させるか、第三者に売却することで投資資金を回収する（これを通常エグジットと呼んでいる）。従前は、日本においては金融スポンサーではなく、事業スポンサーがほとんどであったが、バイアウト・ファンドや事業再生ファンドが立ち上がりつつあり、金融スポンサーが台頭しつつあるといえる。

．スポンサー概念の転換

事業再生にかかるインフラの整備が進みつつある今、従来型のスポンサーという見方よりも、再生中の事業にとって補強すべき点がどこにあるのかという観点から捉え直すべきではないか。

これまでの総合体としてのスポンサー概念から、金融的な資金の提供者（デットおよびエクイティ）、オペレーション技術の提供者（事業の再構築・事業スポンサー、ターンアラウンド・マネージャー）、財務リストラへの協力者（財務の再構築・既存債権者、株主）

再建計画の策定者、再建計画の策定を補助するもの（アドバイザー）などに要素分解し、事業再生において一番必要なものを取り入れていくという考え方も有用ではないかと思われる。

．スポンサーをめぐる問題点

事業再生におけるスポンサー選定をめぐるっては、いくつかの問題点が指摘されている。これは主として、スポンサーの選定方法（公開競争入札（ビット）か相對契約か。とくに法的手続きにおいては相對契約が許されるのか、という点がよく指摘されるところである） スポンサー選定のタイミング（法的・私的手続きの開始前、開始時、計画認可後のいずれが妥当か） スポンサーの選定権限者（株主、債権者、経営陣・管財人のうちいずれなのか）

．問題点の検証

スポンサー選定の方法

選定方法はビットでも、相對交渉でも、本来不確実な企業の将来収益の総体をいかに確定するかということの問題としている。それを、相對契約でやるのか、それとも複数のものから入札させて、そこでいわば市場原理で決めるかということである。少なくとも金融資産のように市場性のある資産を持っているような企業について、将来収益の確定をするための方法は、複数の者から申出をさせて、そこで客観的な市場価値の形成を待つ以外ないのではないか。市場経済を考えたときに、そのような申出がないような企業の再建にどのような意味があるのか疑問である。

スポンサー選定のタイミング

再生の申立から開始決定までが、昔は三ヶ月、四ヶ月あったものが、現在の改正会社更生法の下では一ヶ月前後ぐらいが目標になり、民事再生はさらに短いため、その間にスポンサーを決めるのは難しい。それゆえ、申立前に、あらかじめスポンサーを選定するプレパッケージド型の手続きが重要となる。

スポンサーの選定権限者

観念的にはスポンサーを選ぶ権利は債権者にあるが、迅速性を要するものなので、実行するのは管財人であり民事再生であればその会社の執行機関である。

5 資産の流動化・証券化

．不動産証券化の意義

事業再生を進めていく上で、再生企業（更生企業）はバランスシートの改善を行い、キャッシュ・フローからみた事業価値を上げていくことが求められている。

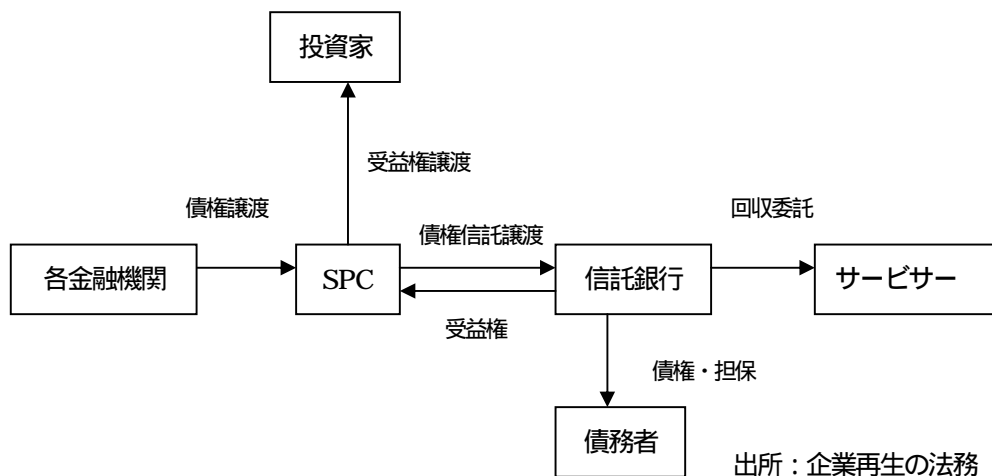
ここで述べていく不動産証券化とは、一般的に、資金調達者（企業等）にとっては当該企業等が保有する証券化対象資産（不動産等）を当該企業から切り離し（オフバランス化）、その資産が生み出すキャッシュ・フローを償還の原資として元利・配当等の支払を扱う商品を発行する金融手法であり、投資家にとっては、不動産証券化商品取得し、不動産の管理及び処分から上がる収益の分配を受ける仕組みである。

．不良債権の証券化

不良債権をバルクセール⁶で購入した後、証券化・流動化（以下、「不良債権証券化」という）することが考えられる。

不良債権証券化のスキームとしては、まず下図のようなものがある（信託型）。これにおいては、まず、不良債権が信託銀行等に対して信託譲渡され、その反射的效果として受益権が発生し、かかる受益権を直接優先受益権・劣後受益権に分けて投資家に販売する方法である（図5-2 参照）。

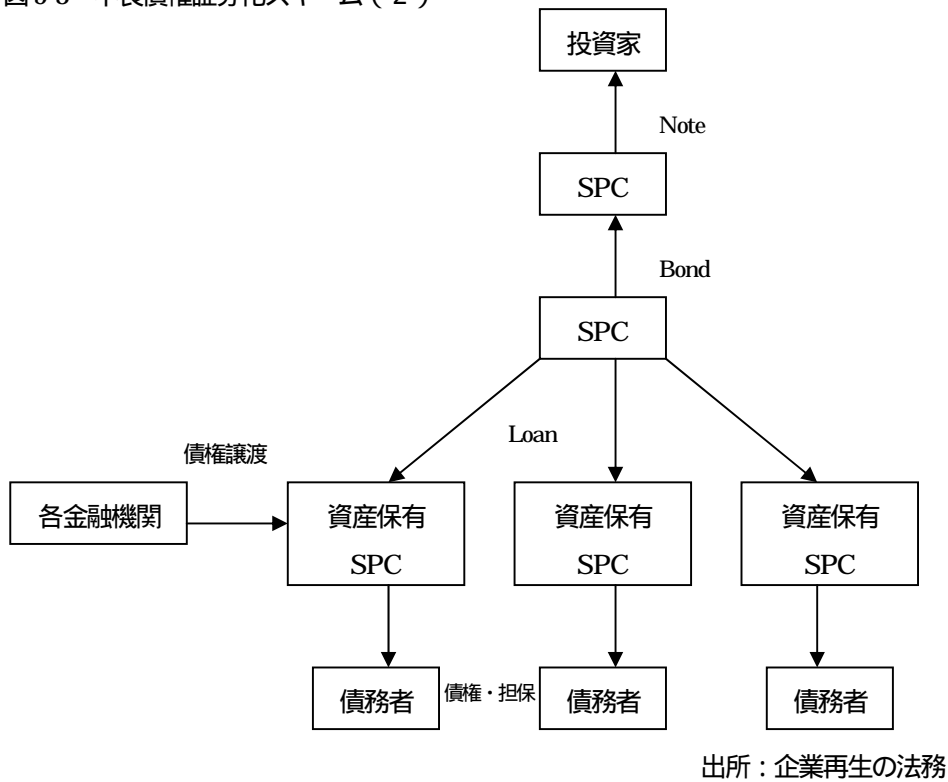
図5-2 不良債権証券化スキーム（1）



6:不良債権のバルクセールとは、金融機関などが、その保有する不良債権を第三者に対し「まとめ売り」することを意味する。

次に紹介するのは、不良債権の買取のために設立された複数の SPC（以下、「資産保有 SPC」という）を通じて、国内の金融機関等から不良債権を購入し、これらの資産保有 SPC に対して他の SPC がローンを実行し、当該ローンを担保資産として Bond、Note を発行する方式である（図 5-3 参照）。

図 5-3 不良債権証券化スキーム（2）



．資産の証券化とは

一般に資金調達を望む当事者が、その保有する資産の信用力を引当てとして、一定の仕組みを通じて資本市場における投資家等からファイナンスを受けるための取引または手法を意味する。より具体的に、証券化の手法を対象資産の原保有者（オリジネーター）の側から見た場合、オリジネーターが所有する特定の資産を特別目的会社（SPC）に譲渡するとともに、SPC が当該資産の収益力を裏付とする有価証券を発行することにより、投資家から資金調達を行う仕組みとすることができる。

オリジネーターにとって、証券化は、株式や社債等とは異なり、企業自全体の信用とは

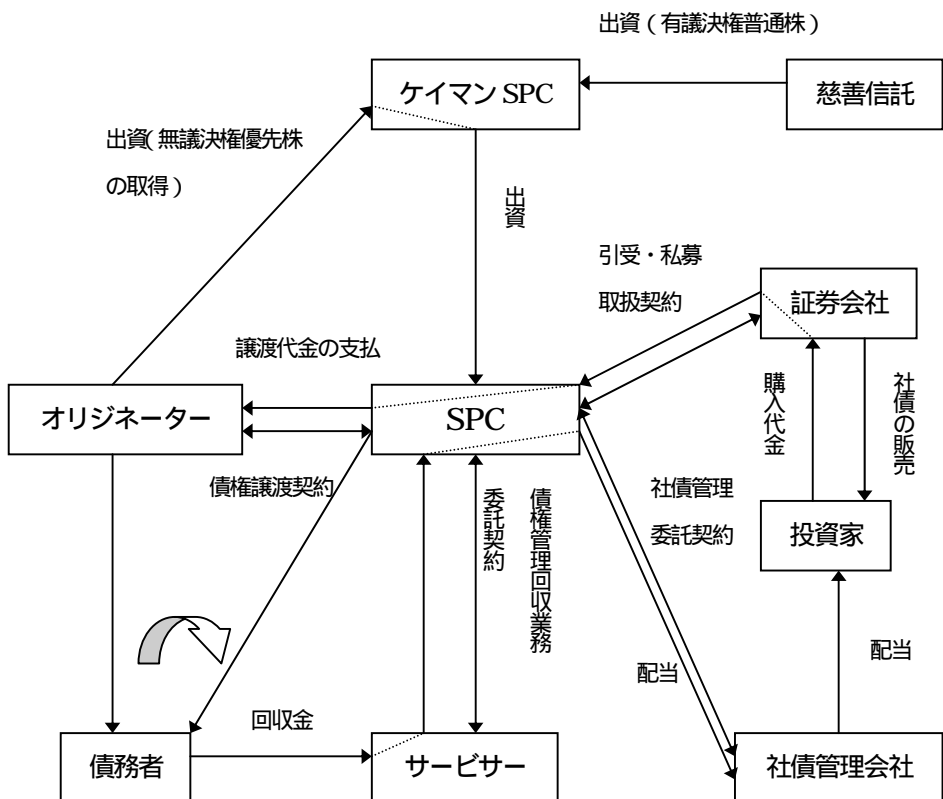
切り離した形で直接資本市場から資金を調達する方法ということができる。また、証券化により対象資産がオリジネーターの資産から外れることにより、オリジネーターは、資産を圧縮させ、自己資本比率や総資産利益率といった財務指標を改善させるメリットを享受できる。つまり、証券化によって、企業はキャッシュ・フローの改善を図ることができるといえる。

・証券化の仕組み

証券化の具体的な仕組みは、個別の案件によってさまざまであるが、基本的には オリジネーターから SPC や信託銀行に対する特定資産の譲渡、 SPC による当該資産の譲受対価の原資調達（有価証券の発行等）および 当該資産から生じるキャッシュ・フローによる SPC の債務の弁済という構造による。

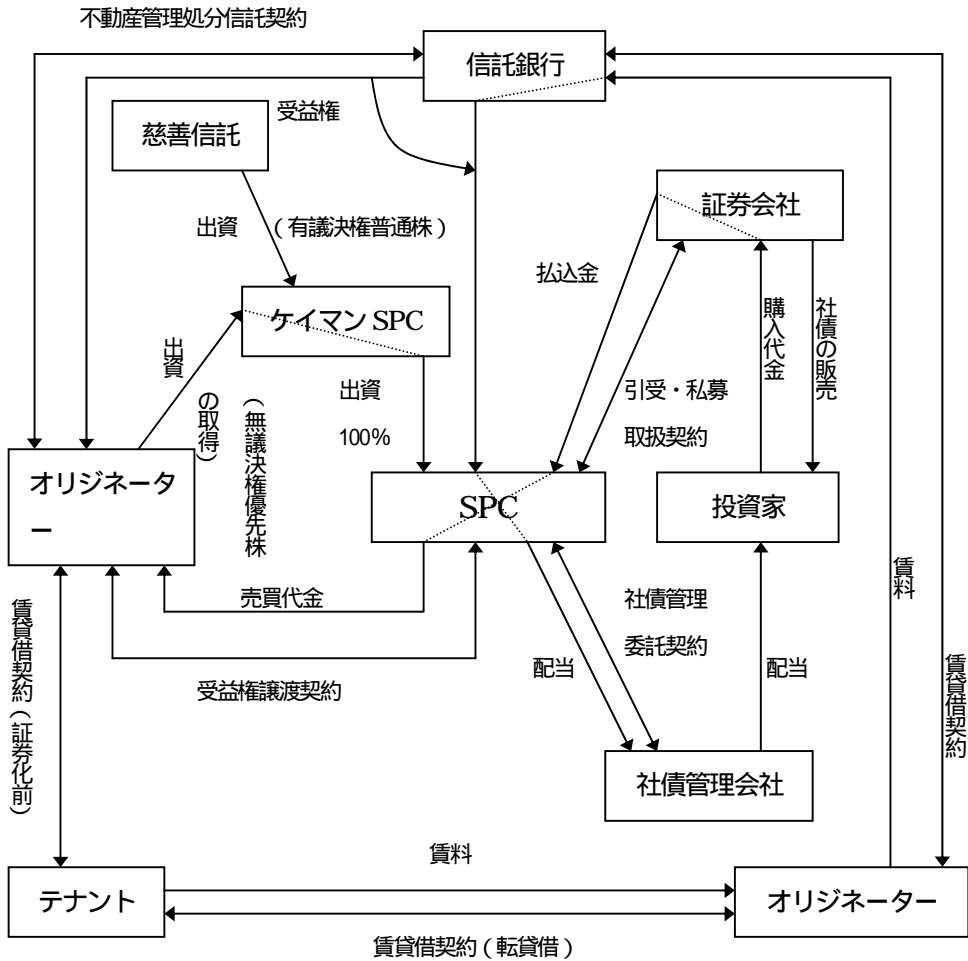
その基本的な仕組みを以下、図 5-4、図 5-5 で示す。

図 5-4 債権の証券化の基本的仕組み



出所：企業再生の法務

図 5-5 不動産の証券化の基本的仕組み



出所：企業再生の法務

3. SPC について

SPC とは、事業目的が証券化対象資産の保有、ならびにそのための原資調達としての有価証券等の発行および当該有価証券等の元利払いに限定された法人であり、証券化の仕組みの基点となる組織を意味する。

．証券化対象資産（不動産）

証券化の対象となりうる不動産は、賃貸用オフィス・マンション、ホテル、ショッピングセンターなど賃貸料や地代収入等のキャッシュ・フローを生み出す不動産であり、そのキャッシュ・フローが不動産証券化における元利・配当などの原資である。

．オリジネーター（資産の原所有者）

通常、資産の原所有者が「オリジネーター」と呼ばれ、不動産証券化はまず「オリジネーター」が重要となる。オリジネーターは証券化すべき不動産及びその関連資産を所有しており、その自己の保有する資産を売却または担保提供することとなる。また場合によっては、他者から資産を取得することにより、不動産証券化の対象資産を取りまとめる。

そのため、オリジネーターが優良な資産を有しているか否かが、証券化の成否を握っているといえる。通常はオリジネーターが自らサービスとなっている。

．サービス

不動産証券化において、原資産から生じるキャッシュ・フローを管理及び回収する機能を専門に行う者を「サービス」という。またサービスは債権の回収を委託されることがある。それは不良債権は性質上、回収することが困難を要するものが多いため、サービスの能力・役割は非常に必要なものである。

．証券化・流動化のまとめ

証券化・流動化取引においては、通常、オリジネーターの倒産リスクから対象資産をいかに守るかという観点から分析・検討が行われる。しかし、オリジネーターが既に破綻・倒産状況にある場合においても、その保有資産を引当てに証券化・流動化取引を行うことは十分可能である。とりわけ、倒産手続き中の会社・管財人にとっては、手続の早期終結を可能にするための有用なツールとして証券化・流動化取引を活用することも、今後は十分考慮されていくだろう。

事業再生の新潮流

以下の章では、事業再生の新潮流として、事業再生スキームや担い手について論じる。

第6章 DIP ファイナンス

1. DIP ファイナンスとは

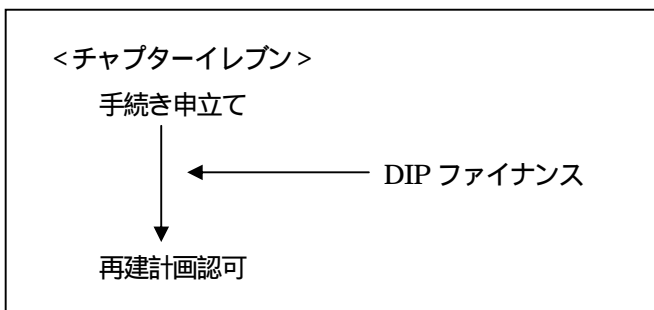
日本におけるDIPファイナンスとは、一般的に、再建型法的倒産手続（会社更生、民事再生）の申立をした企業に対する、申立後手続終了までの融資をいう。

DIPファイナンスとは、元々はアメリカの法的倒産手続（いわゆるチャプターイレブン、図6-1参照）の実務における呼称である。チャプターイレブンでは、法的倒産手続申立後も原則として管財人は選任されず、従来の債務者（経営者）が引き続き業務を執行する。こうした債務者はDIP（debtor-in-possession）と呼ばれている。

日本における再建型法的倒産手続では、民事再生においてDIP型であるが、会社更生では管財人が選任されるためDIP型ではない。しかし、日本では、会社更生も含めて、再建型法的倒産手続の申立をした企業に対する、申立後手続終了までの融資を広くDIPファイナンスと呼んでいる（図6-2参照）。

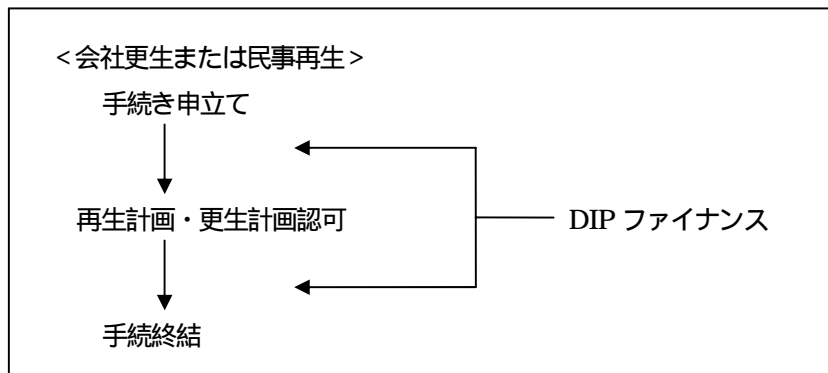
その内容は、DIPファイナンスを実行する時期によって、アーリーDIPファイナンスとレイターDIPファイナンスというものに分類される。アーリーDIPファイナンスとは、手続申立から計画認可までの短期の運転資金の融資のことをいい、アセット（担保）に着目した融資になることが多い。また、レイターDIPファイナンスとは、計画認可以降、更生手続終了までの短期、長期の運転・設備資金の融資のことをいい、事業キャッシュ・フローに着目した融資になることが多い（図6-3参照）。

図6-1 アメリカでのDIPファイナンス



出所：『DIPファイナンスの実務』より作成

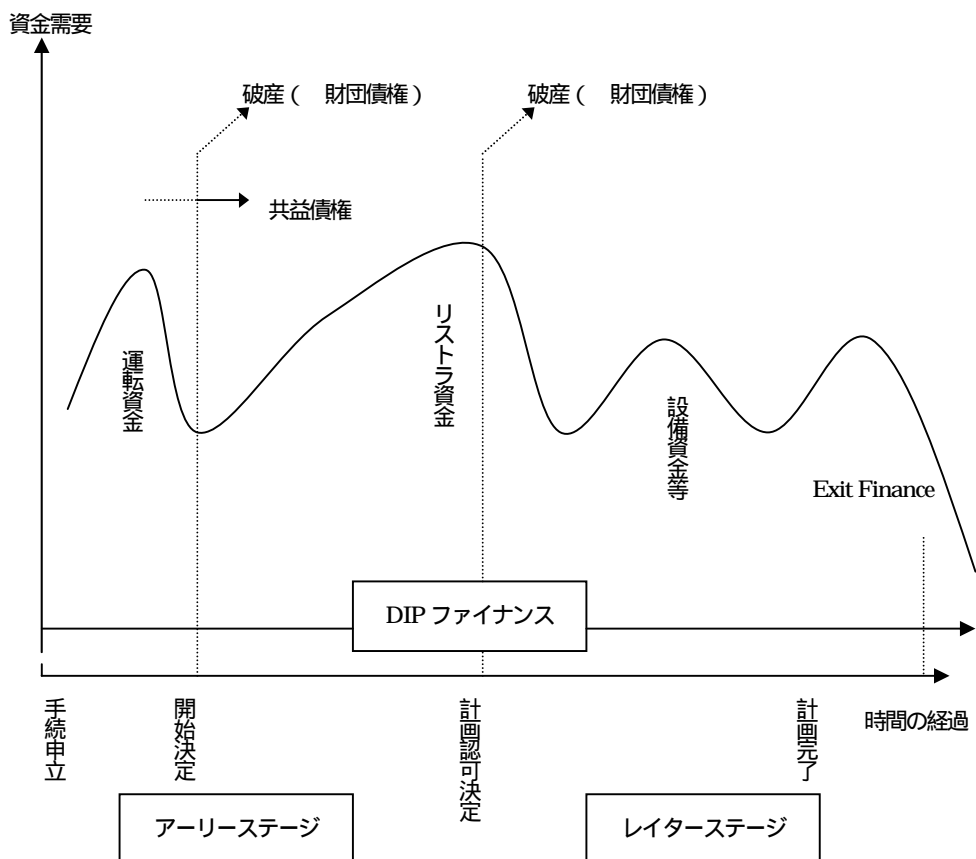
図2 日本でのDIPファイナンス



出所：『DIPファイナンスの実務』より作成

図3 DIPファイナンスとは何か？

出所：日本政策投資銀行HPより作成



. DIP ファイナンスの意義

再生手続や更生手続の申立をした企業は、申立後の取引に基づき発生する買掛金等の新債務については、取引先に取引を継続してもらうために現金払いするのが通常である。そのため、売掛金の回収が進む時期までは出金が入金よりはるかに多くなってしまい、一時的に資金ショートの大危険性にさらされることが多い。また、その後、売掛金の回収が進むとある程度の運転資金は確保できるものの、有効な設備投資や抜本的なリストラ費用までは捻出することができずに、再建計画の策定自体が頓挫してしまうことも少なくない。DIP ファイナンスは、このような再建企業の資金ニーズに応じる形で融資を実行するものであることから、事業再生（企業再生）に大きな意義を有する。

また、融資をする者（DIP レンダー）にとっても、DIP ファイナンスは再建型法的倒産手続中の再建企業に対する融資という今後大きく発展する可能性を有する市場であるという点で意義を有する。

既存の債権者にとっても、事業価値を有する再生企業が DIP ファイナンスの供与を受けた場合、事業継続による既存債権の弁済の極大化を図ることができるという点で、DIP ファイナンスの拡大は望ましいといえる。

. DIP ファイナンスの特徴 ~ ミドルリスク・ミドルリターン ~

DIP ファイナンスによる DIP レンダーの債権は、再生手続、更生手続において、「共益債権」として既存の債権（手続申立前に発生した債権）よりも優先して弁済を受けることができる。今までの DIP ファイナンスを実行した事例において、再生会社、更正会社が再建に失敗し、破産に移行した場合も含めて、共益債権を全額弁済できなかった事例はほとんどない。また、再生手続、更生手続を申し立てた企業の信用力が低いことから、比較的高い金利を得ることができる。これらのことから判断すると、日本における DIP ファイナンスは「ミドルリスク・ミドルリターン」、場合によっては「ローリスク・ミドルリターン」であるといえる。

・再建企業の資金ニーズ

再生手続、更生手続の申立をした企業（再生会社、更正会社）には、どの時点で、どのような資金ニーズが実務上あるのか、以下に述べていく。

（１）申立後または開始決定後の運転資金としてのニーズ

再生手続、更生手続（以下、総称して「再生手続等」という）の申立をした直後、ほとんどのケースで「申立前の原因に基づいて発生した債務（旧債務）の弁済を禁止する」内容の弁済禁止の保全処分が発令され、裁判所の決定によって任意の弁済が禁止される。また、その後に発令される開始決定によって、再生会社、更正会社（以下、総称して「再生会社等」という）は旧債務の弁済が法律上一律に禁止される。

この弁済禁止の効果により、再生会社等は、元利金の支払および一般の取引債務、手形債務の支払をストップすることができ、これによって再生会社等の資金流出を防ぐことが可能となる。

また、人件費等の固定費の支払は常に発生し、同時に、今後の事業継続、事業再建のためには、仕入れ 販売等を継続する必要があるが、仕入先に対し従来通りの支払条件で仕入れることは通常困難である。売掛金や在庫商品が担保化されていたり、再生会社等の信用低下によって、売掛金の回収、現金化がスムーズに行われなない場合には、運転資金の調達のために新規の融資を受けることが必要となってくる。

申立直後あるいは開始決定直後の資金ニーズは、このような運転資金としてのニーズであり、多くのケースでこの時点の DIP ファイナンスは、その運転資金に対応する売掛金、商業手形を担保とする、短期のつなぎ融資となる。

（２）企業価値保全のニーズ

再生会社等の中には、申立前の事前準備が十分にできていて、申立時に当面の運転資金を手元に確保できている場合や、申立後の円滑な売掛金等の回収により、運転資金にさほどの支障をきたさないものも多い。しかし、取引先は再生会社等に対する資金面での不安を払拭できず、注文をキャンセルしたり、納品を躊躇することも少なくなく、その状況を放置しておくとう売上高や利益の急落を招き、企業価値は急速に劣化してしまうことになる。

当初よりスポンサー（支援企業）を確保し、それを対外的に公表できれば、信用不安や企業価値の劣化を防ぐことができるが、通常スポンサー確保するには一定期間を要し、またスポンサー無しでの自力再建を目指すことも多い。

したがって、企業価値の保全のために金融機関に一定のコミットメントライン（信用枠）

を設定してもらい、その範囲内でファイナンスを受けられるようにすることが重要である。

(3) 認可決定後のニーズ

再生計画または更生計画認可決定後も引き続き運転資金等のニーズは高いものがあるが、認可前に比べ、再建をより確実なものとするためのリストラ資金、別除権の受戻資金や設備投資資金など中長期的な資金の需要が高まる。また、再生債権等の全額を早期に弁済し、再生手続等を早期に終結させることによって、いち早く通常の企業に戻ることを意図しての再生債権等の弁済資金（肩代わり資金）のニーズも高まるものと予想される。

認可決定後の融資は、通常の融資とほとんど変わることがなく、金融機関としては、再生会社等の再建の確実性、事業計画、資金計画の見通し等を十分に調査・確認して中長期的な融資を行うことになる。

再生手続における DIP ファイナンス（共益債権）の取扱い

監督委員が選任されている場合は、ほとんどの事案で借入れについては監督委員の同意事項と指定されている。したがって、再生会社に融資をするにあたっては監督委員の同意を得なければならない。監督委員の同意を得ないで行われた融資（借入れ）は無効であり、このような違反行為を行った場合には再生手続が廃止されることもある。そして、再生計画認可決定後は、監督委員の権限は大幅に縮小・制限され、融資について監督委員の同意は不要となる。

再生手続において、開始決定前の原因によって生じた債権を再生債権とし、再生手続によらなければ再生債権を弁済することはできないとされている。したがって、申立後開始決定前の債権は、放置しておく、開始決定後再生債権となって権利制限を受けてしまう恐れがある。しかし、申立後開始決定前の債権であっても、裁判所の許可や、監督委員の承認があれば共益債権とすることができる。

開始決定後の新規の融資は、裁判所の許可や監督委員の承認を得なくても自動的に共益債権となる。

監督委員や管財人が選任されていない場合は、再生計画の認可決定が確定した時に再生手続は終結決定がなされる。また、管財人が選任されている場合には、再生計画が遂行された時に原則として手続は終結する。再生手続が終結するまでの間は、新規融資は共益債権となるが、再生手続終結以後は、共益債権とならない。

再生手続における共益債権と一般優先債権等の優劣

再生手続において、再生債権（一般債権）別除権（担保権付債権）、一般優先債権（一般の先取特権その他一般の優先権がある債権）、共益債権等、債権の種類によって取扱いをそれぞれ異にしている。共益債権は、再生債権に優先して随時弁済される。別除権も再生手続によらないで行使することができ、別除権の行使によって弁済を受けることができない債権の部分についてのみ、再生債権として再生手続で権利を行使することができる。共益債権と一般優先債権との間には再生手続における取扱いに差異はない（なお、開始後の労働債権は共益債権となる）。担保権者が別除権の行使によって受けられる弁済金額については、共益債権といえども手は出せず、別除権者が優先する（更生手続では、担保権よりも共益債権が優先する）。

なお、途中で牽連破産に移行した場合は、再生手続における一般優先債権である租税債権は財団債権¹となるが、労働債権は優先的破産債権にとどまる。このため破産手続では、共益債権が労働債権に優先し、租税債権には形式的には劣後することになる。

これらの関係を以下の表6-1で示す。

表6-1 共益債権（DIP ファイナンス）と一般優先債権との優劣

| | | |
|---------------------------|--------------------|----------------------------|
| 再生手続継続中 | 共益債権 = 租税債権 = 労働債権 | 手続上優先劣後関係なし 実体法的には と同様 |
| 再生手続終了後 | 共益債権 < 租税債権 = 労働債権 | 一般優先債権が優先する |
| 牽連破産に移行後 | 労働債権 < 共益債権 < 租税債権 | 労働債権には優先するが、 租税債権には劣後する |
| 再生手続廃止後 (牽連破産に移行しない場合) | 共益債権 < 租税債権 = 労働債権 | 一般優先債権が優先する |

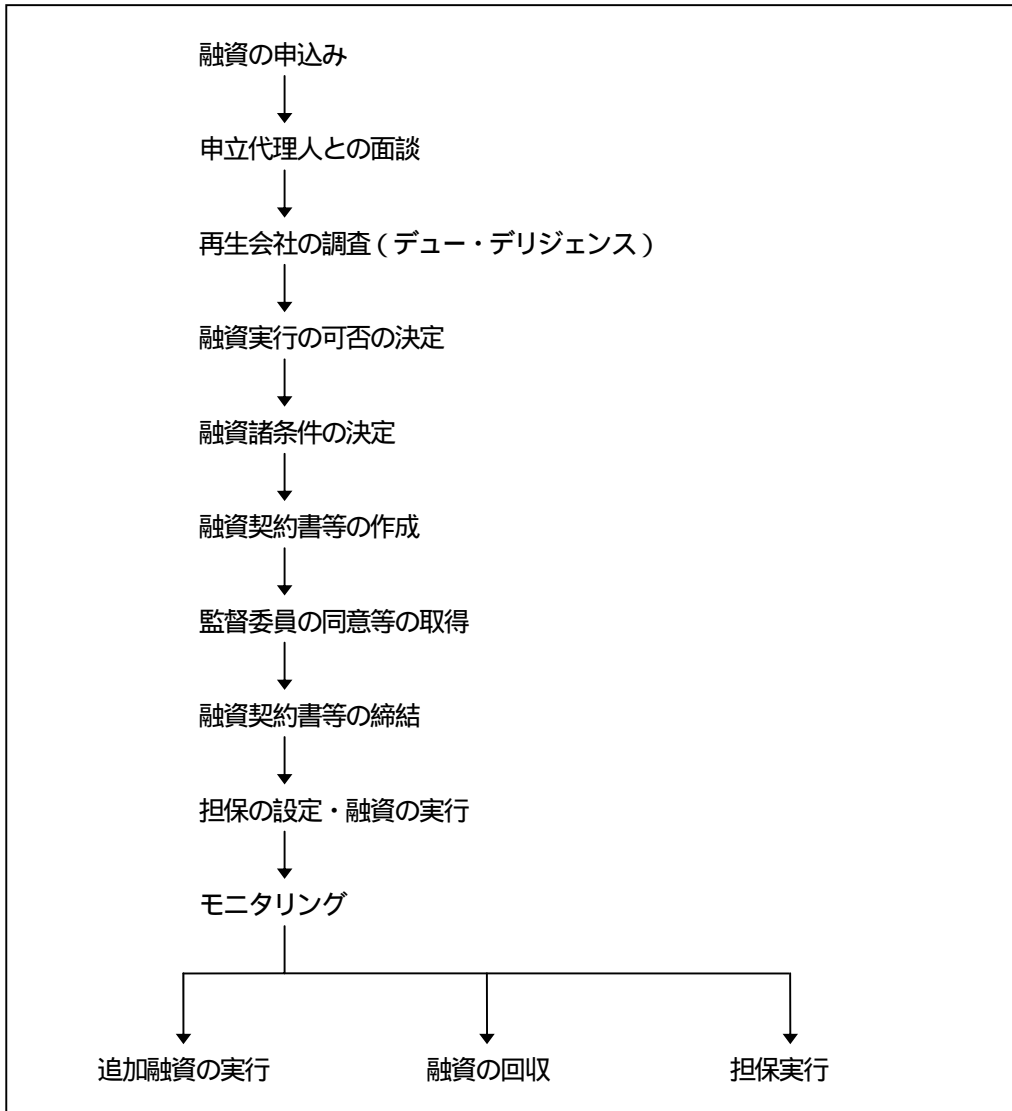
出所：『DIP ファイナンスの実務』より作成

1:破産財団（破産者の債権者のために破産者の総資産をもって組成されるもの）から破産の手続によらず他の破産債権者に優先して弁済を受けることができる請求権。

再生会社に対するDIPファイナンスの手順

再生手続の申立てをした企業に対するDIPファイナンス実行の手順を、図6-4に示した。

図6-4 DIPファイナンスの手順



出所：『DIPファイナンスの実務』より作成

・更生手続におけるDIPファイナンス（共益債権）の取扱い

申立後開始決定前は、通常保全管理人が選任され、保全管理人が更生会社の業務の執行、財産の管理・処分を行うことになる。したがって、融資契約はDIPレンダーと保全管理人との間で締結される。また、借入れ、担保設定については裁判所の許可が必要であり、裁判所の許可を得ないで行った融資、担保設定は無効である。開始決定前の融資（借入れ）は、裁判所の許可を得て行った場合は共益債権とされる。共益債権は、更生手続によらないで、更生債権、更生担保権に先立って弁済される。

開始決定後は管財人が選任され、管財人が業務の執行、財産の管理・処分を行う。したがって、融資契約はDIPレンダーと管財人との間で締結される。

更生計画の認可決定後は、管財人の権利の範囲は各場合によって様々である。また裁判所の要許可事項も制限・縮小されることもあり、各場合によって異なってくる。共益債権の取扱いであるが、更生手続では更生計画の履行完了まで手続は終結せず、それまでDIPファイナンスは共益債権として保護される。

破産に移行した場合、再生手続と基本的には同様に破産手続上財団債権として保護される。

更生手続は、いわゆる無担保一般債権だけでなく、一般優先債権、担保権（更生担保権）も手続に取り込み、更生計画の中で弁済することとされているので、共益債権はおれら更生債権、更生担保権よりも優先されることとなる。したがって、再生手続よりも、更生手続上の共益債権（DIPファイナンス）のほうが保護が厚いといえる。

次の表6-2は、更生手続における共益債権と他の債権との優劣関係を表した表である。

表6-2 更生手続上の共益債権と他の債権との優劣

・更生手続継続中

| | |
|------------------------------|---|
| 共益債権 > 担保権 | 担保権者が担保物件から弁済を受けられる分よりも優先する |
| 共益債権 > 一般優先債権 (租税債権・労働債権) | 税金や従業員の退職金（共益債権とされるものを除く）などの一般優先債権よりも優先する |

出所：『DIPファイナンスの実務』より作成

・破産に移行した場合（更生手続開始後に移行した場合）

| | |
|-------------|-----------------------------|
| 共益債権 < 担保権 | 担保権者が担保物件から弁済を受けられる分よりも劣後する |
| 共益債権 < 租税債権 | 形式的には租税債権のほうが優先する |
| 共益債権 > 労働債権 | 労働債権には優先する |

出所：『DIP ファイナンスの実務』より作成

・更生会社に対する DIP ファイナンスの留意点

更生会社に対する DIP ファイナンスの実行にあたって実務的に注意すべき点は、基本的には再生手続上の DIP ファイナンスと同様である。ここでは、更生手続特有の留意点について述べていくことにする。

更生手続は、裁判所の厳格な監督のもとに手続が進められるため、再生手続に比べて手続の安定性が高い。また更生手続開始決定後手続終結までの間は他の債権に比べて共益債権の優先性は高いものがあり、DIP レンダーの保護に優れている。

更生会社、特に大型更生事件のケースでは、資金需要として大きいものがあるが、従来のメインバンクが支援目的で比較的低利の融資を行っていることが多く、メインバンクとの協調・調整が必要であり、メインバンクとの協調融資あるいは一部肩代り融資となることも多い。

更生手続では、担保権者の権利も制約することになるため、更生会社と債権者、特に担保権者との利害が鋭く対立する面がある。このため、更生会社を事実上後押しする DIP レンダーと既存の担保権者との間で利害相反の問題が生じやすくなる（DIP ファイナンスは更生担保権者よりも優先的に保護されることになる）。

以上のことより、特に既存の融資先に DIP ファイナンスを実行する場合、債権管理・回収部門と内部的に十分な調整を行うことが必要となってくる。

・再建計画に対する金融機関の考え方とDIP レンダーの留意点

再生手続または更生手続について、以前に比べて金融機関が再生計画または更生計画に対して積極的に議決権を行使し、賛成か反対かの明確な意思表示をするようになっている。金融機関が法的手続に基づく再建計画に賛成するかどうかの判断のポイントを以下に述べていくことにする。

まず第一点目として、破産した時との回収額の比較に基づいて、無担保債権(再生債権、一般更生債権)の弁済率、弁済期間を検討する。これについては、破産より有利であれば基本的に問題ないが、現在価値を考慮し、最近では短期間(3年から5年以内)での弁済を要請されることが多い。

二点目は、売却弁済型か分割(収益)弁済型かという観点での担保権(別除権、更生担保権)の処理についてだ。これは、売却処分であれば特に問題ないが、収益分割弁済型の場合、担保物権の評価、弁済条件等で担保権者との交渉がまとまらないことも少なくない。

三点目は、株主責任、経営者責任がとられているか否かというモラルハザードの問題である。この点については、債権放棄等を要請しない債務者企業との比較から公平性が要求され、減資等による株主責任、経営者退陣による経営者責任の明確化が求められることが多い。いわゆる再生手続における経営陣続投型(DIP型)についての評価は一般的に厳しいものである。

最後に、二次ロス回避の要請を目的とした再建計画(弁済計画)の履行可能性の検証である。これについては、一般的に検証を行うことは困難を要するが、M&A導入(営業譲渡を含む)による一括弁済や事業規模拡大の大幅縮小による余剰運転資金による弁済スキームであれば、履行可能性の検証は比較的容易に行われる。逆に、将来収益による長期分割弁済スキームについては、この検証はかなり困難なものとなる。

再生手続の成功率はおよそ7割を超えているが、上記の四つの観点から、特にM&A導入型、事業規模大幅縮小型については成功率が非常に高いものとなっている。逆に将来の経営陣のもとでの将来収益による長期分割弁済スキームのケースでは、債権者、特に金融機関の反対により破産に移行するケースも少なくない。経営陣続投型(DIP型)のスキームでは、外部の専門家等を活用して、合理的かつ遂行可能な再建計画を策定し、金融機関に提示することが重要となってくる。

DIP レンダーもDIPファイナンスを供与する場合、債務者がどのような再建計画の立案、提出を計画しているのかを前述の観点から十分に確認し、再生計画、更生計画の可決、認可の可能性について吟味することが重要となる。

・DIP ファイナンスにおける問題点

アメリカでのDIPファイナンスには、「スーパープライオリティー（Super priority）」と呼ばれる強い地位が付与され、その回収可能性を高めており、DIPファイナンスが活用される環境が整備されている。日本でも共益債権としての地位は与えられているものの、民事再生法上は担保権に優先せず、他の共益債権と同順位とされており、アメリカにおける地位と比べて相対的に弱いことは否めない。

今後は、DIPファイナンスの普及の観点から、アメリカにおける取扱いを踏まえつつ、日本でのその地位の強化の検討が望まれる。また、DIPファイナンスは、売掛債権等（将来債権を含む）を担保とすることが想定され、こうした債権に対し円滑に担保を設定できるような環境整備も必要となる。

また、金融機関の伝統的な考え方に、一度「倒産」した企業に対してなぜ融資をするのか、また、わざわざ面倒な融資をするだけのビジネス上のメリットはあるのか、十分なパフォーマンスをあげることができるのかという懸念がある。これについては、DIPファイナンスの意義を広め、従来の考え方を変更する動きが重要で、最近はそのような認識も広がってきている。そしてビジネス上の問題点については、倒産企業に対する融資のリスクは成功例から推測するに、決して大きいものではない。日本におけるDIPファイナンスは先にも述べたとおりいわゆる「ミドルリスク・ミドルリターン」の融資である。ただし、現状では市場規模がさほど大きくないため、大掛かりな組織・制度を構築してまでDIPファイナンスを実行するビジネス上のメリットがあるかどうかは十分な検討が必要である。また、既存貸出取引先の場合、旧債権の管理・回収との兼合いが難しいのではないかと懸念があるが、この懸念は同様の問題の企業に対する融資でも常に存在している。債務者が法的手続に入った方が、債務者としての債権回収行為に法律上の制限・規律が生じるので、むしろ問題は生じにくいと考えることができる。

次に、DIPファイナンスの取扱い上の問題点に、資産分類が破産更生債権として開示対象となる。DIPファイナンスが開示対象債権となることは、金融機関が積極的に当該と信を取り扱うことを阻害する要因の一つであるといえ、今後の改善が望まれる。

アメリカでのDIPファイナンスの多くは融資枠契約の形式を採用するため、再建企業の資金需要に機動的に応えること可能であるのに対して、日本では融資枠契約が大企業や中小企業に対してのみ例外的に認められ、中小企業には利息制限法や出資法の趣旨から認められていない。しかし、DIPファイナンスが緊急かつ一時的な性質を有することを考慮すれば、DIPファイナンスにおいては中小企業に対する融資枠契約を認めるべきである。

第7章 デット・エクイティ・スワップ (DES)

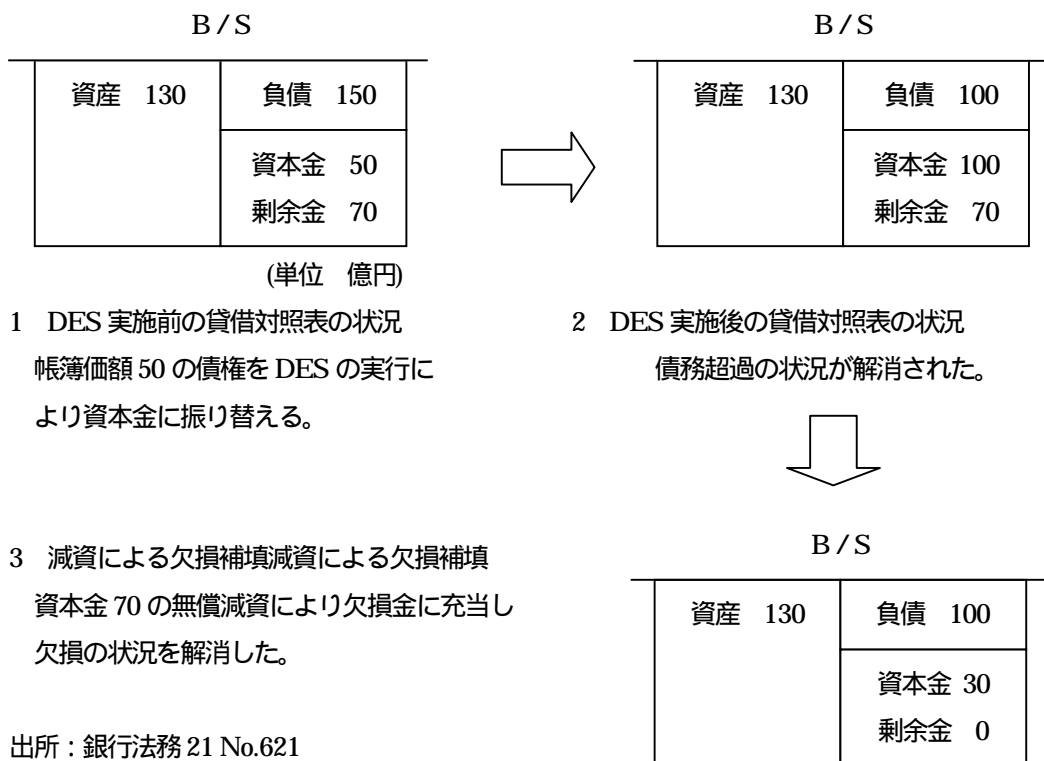
1. はじめに

(1) デット・エクイティ・スワップとは

デット・エクイティ・スワップ(以下 DES)とは、債務を株式に変換する手法であり、通常は債権者が債務免除を行う代わりに新株を取得するという方法で行われる。図 7-1 では、DES の実施により財務状況が改善されるパターンが示されている。債務超過の企業が、50 億円の DES の実行により資本金が 50 億円から 100 億円となり、70 億円の減資により債務超過が解消し資本の欠損も解消されていく過程が示されている。

この章では、企業再生における DES を行うことの意義、利用方法、適用にあたっての会計上、税務上の問題点等を論じる。

図 7-1 : DES の実施による財務状況の改善パターン



出所：銀行法務 21 No.621

(2) 現状

以前は金融機関が DES を行うケースはまれであった。これは、金融機関にとって、倒産してしまったような会社とは早期に縁を切りたい、という心理的要因や、倒産企業を再建させる制度的インフラが未整備であったため、再建確立が低かったことから、そのような企業の株式を保有することから得られる株式のキャピタル・ゲインよりも、管理コストの方が高いついてしまうという社会的要因によるものであった。しかし、民事再生法の施行とはほぼ同時期に生じた倒産に対する考え方の変化・倒産手続き申し立ての早期化による再建確立の上昇などにより、債権者にとっての DES のメリットは従来より増していることによって DES の実施は拡大している。また租税上のルールの変化によるメリットの増大、不良債権の最終処理に向けての監督機関の金融機関に対する圧力が増していることも、DES の実施が増加している要因であると言える。

現在までにダイエー・西武百貨店等の大企業に対して DES が行われてきたが、中堅、中小企業に対する DES の件数も増加している。

DES を行うメリット

(1) 債権者側から見た場合

DES を行うことは、債権者側にとって以下のようなメリットがあると考えられる。まず、債務者企業の株式を取得することによって、その債務者企業の債権が成功した場合に、株式のキャピタル・ゲインを取得できるということが考えられる。また株式から配当収入が得られることに加え、株主という立場から債務者企業の再建にかかわることができるため、債務者企業の経営陣に対する監視を強化し、モラル・ハザードを防止することができる。債務者企業の資本負債の再構成を行うことで、再生の可能性が増し、既存債権の価値が増加する可能性がある。債務者区分が上げれば、追加引当金が不要になるばかりでなく、場合によっては貸出債権に対する引当金を戻入できる。これは、DES を行った債権者ばかりでなく、行っていない債権者も同様のメリットを享受することが可能である。そのため、DES を行うことによって、債権者同士の交渉コストを軽減することができると考えられる。

(2) 債務者側から見た場合

債務者側におけるメリットとは、まず、過剰債務、有利子負債の削減ができるという点にある。一般的に、財務悪化企業においては企業価値を最大化する経済的インセンティブが損なわれやすい。財務悪化企業が放置されると、原価割れの価格で受注競争を行うとして、過当競争を招き、健全企業の収益性まで損なわれることもある。過剰債務、有利子負

債の削減、それに伴う資本負債構成の変更を行うことは、債務者のインセンティブを回復し、さらに債権者利益の最大化を図ることができるというメリットが考えられる¹。また通常、配当コストのほうが借入金利水準よりも低いことから、キャッシュ・フローの改善を行うことができる。また、株主への配当は支払い原資の範囲内で行われるため、債務不履行に陥るリスクが軽減される。さらに、事業価値（債権者に対する返済金額）をめぐって債権者側と債務者側に争いが生じた場合、両者の対立を埋める調整弁として機能する。これにより、DESを行うことは、事業再生を行う上での問題である債権者・債務者間の交渉コストの問題を低減するという働きがあると言える。

（3）その他のDESを行う意義

その他のDESを行うことの意義は、DESによって取得した株式を事業再生ファンドに委託ないし譲渡する、または事業再生ファンドが直接にDESを行うことにより株式を取得することによって、事業再生ファンドは株主として債務者に規律付けを与えることを容易にするという機能がある。

DESの手法

（1）名目DES、実質DES

名目DESとは、実質的な債務超過の部分を株式化する手法であり²、実質DESとは、債権放棄等で実質的な債務超過を消した上で、残った債権の一部を株式に変換する（企業価値の裏打ちがある）という手法である（図7-2参照）。

債権者側から考えた場合、将来価値が上がった場合のアップサイドを享受できるという点で名目DESも実質DESも変わりはない。しかし債務者側から見た場合、債務超過を解消するだけでなく最適資本構成に近づけることが望ましいため、実質DESの方が好ましい。

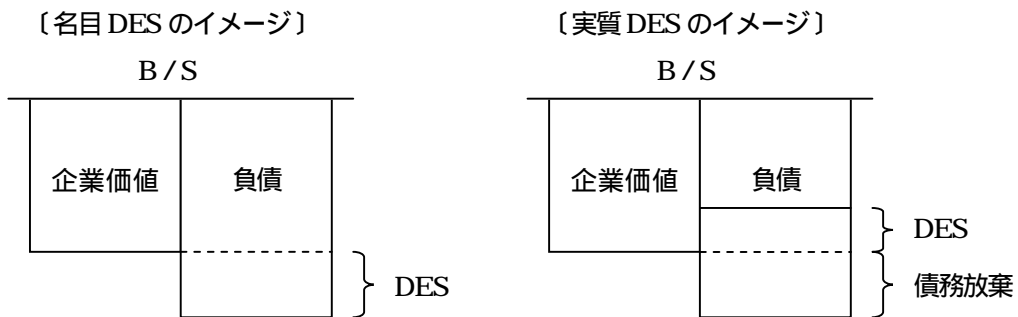
1:単純な例として、ただ一人の債権者G、債務者である株式会社S1、その発行株式の全てを有しかつ同社の経営者であるS2という状況を考える。このとき債権総額は20億円で利率は5%であり、S1の支払能力はS2の経営努力に応じて、3000万から5000万の間で変化する。この場合、毎年の利払い額を3000万円にし、これを超えるS1の収益はGとS2で山分けにすれば、S2の努力が引き出され、プラス・サム・ゲームに転じる。その際、利率を1.5%にするのではなく、債権を6億という返済可能な額に圧縮する方が、S1に対して無限責任を負うS2のやる気を引き出すことができる。DESを用い、元本を20億から6億に圧縮し、14億の新株を発行することでG、S1、S2の利益は共に増大することになる。

2:現時点では企業価値の裏打ちはなく、将来の値上がり期待にかかる価値（オプション価値）のみがある。米国では、これをhope certificate（希望証券）と呼ぶこともある。

図7-3は、実質DESを行うことによって最適資本負債比率を達成した企業の例である。まず、DESによって資本を増強することにより、将来の倒産確立は低下する。それによって資本コストが低下するため企業価値³は上昇、また負債による節税効果との関係で、最も企業価値が高くなる最適資本負債比率を達成している。最適資本負債比率を達成することによって、債権放棄額を小さくすることが可能となる。ただし、株式と負債の性格の違いから、一般には債権のほうが回収確実性が高いため、DESによる企業価値増大のメリットと(図)と、回収確実性の低い株式に振り替えることのデメリット(図)を比較検討することが必要となる。

また税務面から見ても、私的整理ガイドライン等、損金として認められる形で債権放棄を行い、それに併せて実質DESを行う方が望ましい。

図7-2 名目DESと実質DES



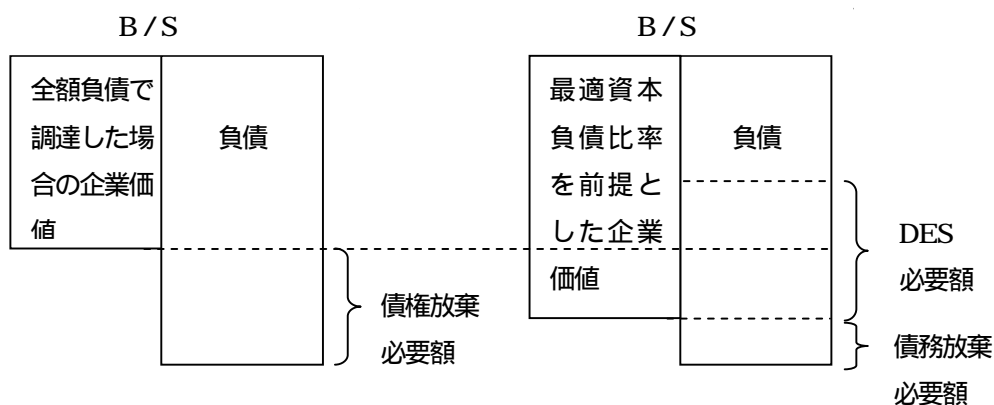
DES 後取得株式には実質的に価値はない。

DES 後取得株式には企業価値の裏付けあり。

出所：銀行法務 21 No.616

3:ここでの企業価値とは、会計上の総資産ではなく、企業の存続価値(将来価値が生み出す将来の予想キャッシュ・フロー)

図 7-3 実質 DES による企業価値の向上



出所：銀行法務 21 No.616

(2) 実質 DES における問題点

実質 DES を行うことは、毀損していない債権を法的には優先性の低い上に価格変動リスクの大きい株式に振り替えるということになるため、債権者の立場からしてみれば、DES を行うことに対して、多少の抵抗感が伴う。しかし、一方では、債権を保有している場合であっても、優良担保保証付でもない限り、将来法的整理等に至った場合には大幅にカットされることが予想されるので、株式を持つ場合と比べて実質的な安全性に必ずしも大きな差があるとは限らない、という点や、DES を行うことによって債務者の資本負債構成が健全な状態に戻れば、債務者区分も上がり、引当金を圧縮できるというメリット、さらに、価格変動リスクは優先株によって軽減できるという⁴点を考慮し、こうしたメリット、デメリットを比較しながら検討していくべきである。

(3) 真正 DES、擬似 DES

現行法においては、DES について直接定めた規定はなく、実質的に DES の効果を得る方法として、実務上次の 2 つの手法がとられている。一つ目の方法は真正 DES (現物出資 DES) と呼ばれるもので、債権者が債権を債務者に現物出資し、新株の割り当てを受けるものである。二つ目の方法は擬似 DES と呼ばれるもので、債権者が現金を払い込んで

4. 普通株への転換価格の修正条項 (将来の株価の変動によって転換価格を見直す規定) を入れることより優先株の価格変動リスクを軽減できる。

債権者から第三者割り当て増資を受ける。債務者は払い込まれた現金により直ちに債務を弁済するというものである。この二つの手法は、経済的な機能はどちらもかわらないものである。しかし各手法には以下のようにメリット・デメリットが存在するため、案件の特徴に合わせて、最も合理的な手法を選択する必要がある。

(4) 真正DES、擬似DES実行時におけるメリット、デメリット

真正DESを行う場合、基本的には債権の現物出資によって増資の払込を行うことになるが、現物出資のかかる規定に基づき、資本充実の原則に反していないかどうかの裁判所の選定する検査役の検査が必要となる。この検査には時間がかかるために実用的でないとの批判がなされていた。そのため、真正DESには時間と費用というデメリットがあるといえる。このような真正DESにおける問題を回避するため、従来は検査役の検査の必要がない擬似DESが多く行われてきた。しかし擬似DESにも増資直後のほかの債権者からの差し押さえを受けるリスク、事後に債務者が法的手続きに入った場合、管財人に返済を否認されるというリスクがある。また最近では検査役の検査は、運用方法が変更され(後述)費用と時間が短縮化されるという流れにあるので、真正DESが格段にやりやすくなった。この運用の変更は学者からの賛同も得られているため、今後は真正DESの手法が主流になると考えられる。

(5) DES実行時の新株発行価値の決定

真正DESを実行する場合、新株発行価額の合計額(資本に振り替えられる額)を決定する方法は、以下の二通りが挙げられる。債権の簿価を基本に発行価額を定める券面額説と、債権の時価を基本とする評価額説である(図7-4参照)。評価額説によって処理した場合、債務者が発行した株式の時価が現物出資の債権金額以下である場合には、債務者側に債務免除益が発生し、債務者側に税務上の繰越欠損金がない場合には、課税所得が発生し納税資金の流出が発生する可能性が生じる。一方、券面額説を前提にすると、債権金額が資本金として振り替えられるため、この新株発行取引は、資本取引と解され債務免除益が計上されない。従来は、長らく評価額説が有効であったが、前述の検査役による検査のわずらわしさの問題があった。しかし平成13年、裁判所⁶が券面額説を容認して以来、券面額説が実務として定着するようになった。

5:増資をするにあたってはそれに見合う資産が存在していることを求める原則。

6:平成13年3月東京地方裁判所民事八部(商事部)

図 7-4 券面額説と評価額説の違い

(説例) 債権者は、債務者企業に対して貸付金 50 を現物出資する。

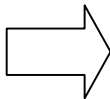
債権の時価は、30 である。

1 券面額説

債務超過の状態である。

| B / S | |
|--------|---------|
| 資産 130 | 借入金 150 |
| | 資本金 50 |
| | 剰余金 70 |

DES の実行



債務超過の状態が解消された。

| B / S | |
|--------|---------|
| 資産 130 | 借入金 100 |
| | 資本金 100 |
| | 剰余金 70 |

帳簿価額 50 の債権を DES の実行により資本金に振り替える。

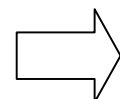
債務者企業の会計処理。

| | |
|-----------|-----------|
| 借方 借入金 50 | 貸方 資本金 30 |
|-----------|-----------|

2 評価額説

債務超過の状態である。

| B / S | |
|--------|---------|
| 資産 130 | 借入金 150 |
| | 資本金 50 |
| | 剰余金 70 |



債務超過の状態が解消された。

| B / S | |
|--------|---------|
| 資産 130 | 借入金 100 |
| | 資本金 100 |
| | 剰余金 70 |

帳簿価額 50 の債権を DES の実行により資本金に振り替える。

債務者企業の会計処理

| | |
|-----------|-----------|
| 借方 借入金 50 | 貸方 資本金 30 |
| | 債務免除益 20 |

出所：銀行法務 21 No.621

(6) 減資

DESを行う際、その前後において減資を行うというのが一般的である。これは、株主責任を明確にするという目的の他に、実務的に見れば繰越欠損金を消すという目的のためである。繰越欠損金を消すことができなければ、経営が立ち直った後も配当ができないため、株主の同意を得にくいからである。このように、DESの実行にあたっては、株主総会で減資を行う承認が得られるかどうかポイントとなる。

債権者側の取得した株式の価額決定

(1) 取得株式の扱い

平成14年に「デット・エクイティ・スワップの実行時における債権者側の会計処理に関する実務上の取扱い」(以下「実務対応報告六号」とする)が公表された。これによると、DESによって債権者が取得する株式の処理については、通常、債権とは異種の資産と考えられる⁷。この場合、債権者が取得する株式の時価が対価としての受取額(譲渡金額)となり、消滅した債権の帳簿価額と取得した株式の差額は当期の損益として計上される⁸。

ここでいう消滅した債権の帳簿価額とは、取得原価または償却原価から貸倒引当金を控除した後の金額をいふ⁹。DESを行うにあたり、債権者が一定の債権放棄を行う場合には、当該債権放棄後の帳簿価額をいう(図7-5参照)

(2) 取得した株式の取得時の時価

取得した株式の時価は、取得した株式に市場価格がある場合は、市場価格に基づく価額であり、市場価格がない場合は、合理的に算出された価額である¹⁰。なお合理的に算出できない場合は、その株式の時価はゼロとして考えられる。実務対応報告六号では、合理的に算定された価額とは、債権放棄額や増資額などの金融支援額の十分性、債務者の再建計画等の実行可能性、株式の条件¹¹によって算定される¹²。

なお、時価を合理的に測定できない場合は、適切に算定されたDES実行時の債権の時価を用いて取得株式の時価とすることも認められる。また、合理的にも算出できない場合

7:金融商品実務指針36参照。

8:金融商品会計基準第二・二・3、金融商品実務指針29および37参照。

9:金融商品実務指針57(4)参照。

10:金融商品会計基準第一・二、金融商品実務指針47参照。

11:例えば、優先株式の場合は配当や償還の条件、普通株式への転換の条件等。

12:具体的な算定方法としては、取引所から公表されている類似の金融資産の市場価格に、利子率、満期日、期日、信用リスク等の変動リスク要因を調整する方法、大将金融資産から発生する将来キャッシュ・フローの割引現在価値、一般に普及している理論値モデル、プライシングモデルを使用する方法が挙げられる。

には、時価をゼロとして譲渡損益を計算するとされており、受け入れ株式の計上額もゼロとなる。

図 7-5 DES 実行時における債権者側の会計処理

帳簿価格 80(償却原価 100 - 貸倒引当金 20)の債権に付き、債務放棄 20 と真正 DES80 (額面)を行った。取得株式の時価は 70 .

| | | | |
|--------|----|---------|-----|
| (借方)株式 | 70 | (貸方)貸出金 | 100 |
| 貸倒引当金 | 20 | | |
| 損失 | 10 | | |

出所：経理情報 No.1002

税務上のポイント

DES を行う上で税務上ポイントとなる点は、次のようなものである。しかし、個々のスキームにおいては処理方法が明らかにされておらず、それぞれに応じた課税上の取扱いを判断しているのが現状である。

債権者側における税務上の処理は、評価額説によって真正 DES を行った場合、債務免除益が発生することによるものである。

一方、債権者側の税務上の処理は、DES によって取得した株式の評価損による損金計上であるが、どのような手法を用いた時であっても、株式取得直後に損金を計上することは認められないであろう¹³。

その他の課税として、債務者が増資を行い、株券を発行する場合には印紙税が課税され、資本増加金については 0.7%の登録免許税が課税される。もっとも、登録免許税については産業活力再生法に基づき、資本増加分の 0.15%に軽減される。

13:例えば、券面額説によって真正 DES を行った場合、債権者は債務者企業に対する債権の額面に相当する時価総額の株式を取得するのであるから、DES 実行時点で損失が生じることはなく、そのため DES 実行時に税務上の損失は認識しないものと考えられるからである。

1. DES を行う上での問題点

(1) 5%ルール

銀行法上、銀行またはその子会社は、原則として、合算して「総株主の議決権」の5%を超える議決権を取得または保有してはならないとされている¹⁴。また、独占禁止法上においても、銀行は、総株主の議決権の5%を超える議決権を有する株式を取得または保有してはならないとされている。前者は銀行の健全性確保の観点から、後者は金融会社による事業支配力の過度の集中を未然に防止する目的で設立されている。

この規制は、金融機関がDESを行うことの障害となっており、金融機関がDESを実行することに対して躊躇させるものであったが、現在では以下のような措置がとられ、障害に対して柔軟な運用が行われている。

銀行法、独占禁止法共に、現在では合理的な経営改善のための計画に基づくDESの場合には適用を除外されるようになった。もっとも合理的な経営改善のためのDESであっても5%を超える議決権を保有する場合には、銀行法の場合には内閣総理大臣の、独占禁止法の場合には公正取引委員会の認可の取得が必要となる。

このようにして、5%ルールの問題については、金融庁、公正取引委員会の運用によって、ある程度の障害は取り除かれたといえる。しかし、手続き取得にかかる時間等、さらなる障害を取り除くことが必要である。

(2) DESに伴う不透明性

私的整理によってDESを行った場合、再建計画決定の経緯が不透明であり、そのため、資本の再構築計画も不透明になることから、銀行がDESを行うことによって、損失の表面化を先送りし、債務者の経営者及び債権者の保身を図っているという批判や、不良債権額をごまかしているという批判¹⁵がなされることがある。

もっともこのような問題は「私人間の利害調整の局面での失敗」という性質のものであり、税負担の不当減少や、反道義性といった性格のものではない。

不透明なDESが行われるという問題を解決するには、債権者と債務者の間に第三者を介し、評価を導入することが効果的である。最近では、大口案件については投資ファンドがスポンサーとなり債務者の再建案の作成をリードしたり、コンサルティング会社が債務

14:銀行法16条の3および司法施行令17条の6参照。

15:例えば、券面額は100で実質価格が60だが貸倒引当金を20しか積んでいないという状況で、100の債権のうち60を優先株に振り替えて残額の40を「健全債権」と称することによって、引当金20を戻し入れして当期利益を「水増し」することも可能となる。

者と債権者の仲介をおこなうという事例も増えている。

(3) 取得した株の出口戦略

金融機関がDESを行って取得した株式の出口戦略は、DESを実行する上で重要な問題となる。特に、未公開株式は、出口戦略が描きにくいいため、長期間抱え込んでしまうリスクがある。また上述の5%ルール観点からも出口戦略の整備は重要となる。

この問題に関しては、取得した株式を事業再生ファンドに現物出資することによって解決することが可能となる。現在では、このような機能を備えたファンドが増えてきており(後述)、金融機関にとっても出口戦略が描きやすくなっている。

(4) 債務者のモラルハザード

安易な債務免除やデット・エクイティ・スワップを行うと、債務者のモラルハザードを生じるという問題がある。しかし、債権者は債務者の利害関係人を法的手続きを通じて排除したり、その辞任や資産売却などの経営合理化案を債権放棄やデット・エクイティ・スワップの実施条件とすることが出来るのであるから、債権者が必要に応じてこれらの手段をとる可能性が保証されていればモラルハザードの問題はそれほど大きなものではないと考えられる。

．展望

今まで見てきたように、債務者企業の再建にあたっては、DESは有効な手法であるといえる。しかし、会計、税務、法律の問題や、人々の慣習といった点から様々な問題や批判があるのも現状である。しかし、問題点や批判があるからといって、DESそのものに水を差すことは日本経済の再生を妨げることになるため好ましくない。法改正等により、DESを使いやすくする環境を整えることはもちろんのこと、DESにおけるメリットをもっと認識し、日本においてもDESを事業再生の手法として活用されることが望まれる。

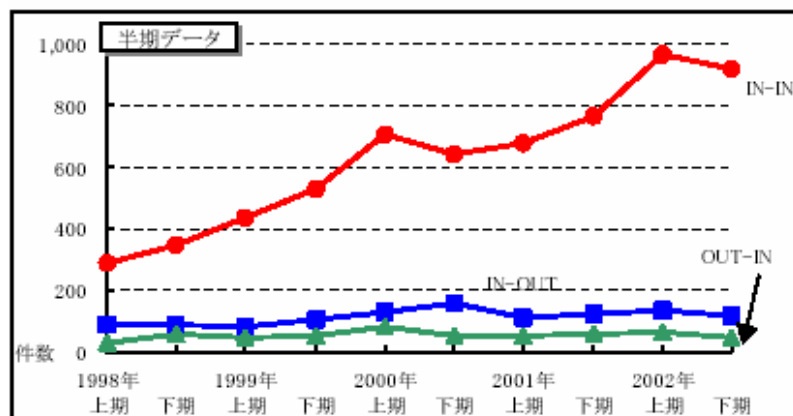
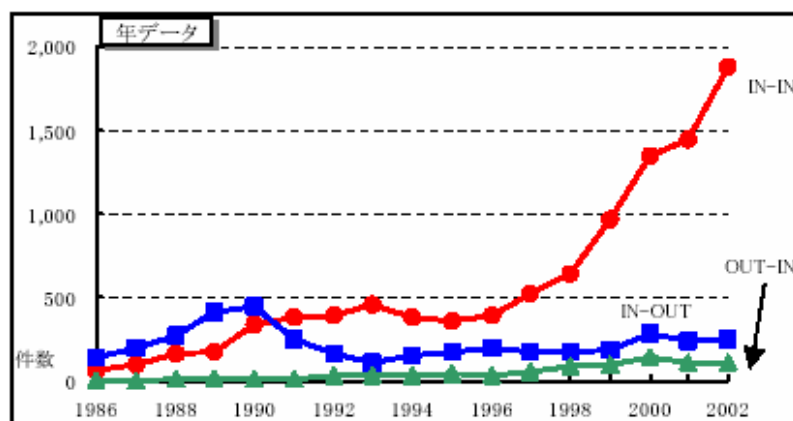
第8章 事業再生型 M&A

.はじめに

持ち株会社の解禁以降、累次の商法改正によって、事業再編に関する規制が大幅に緩和され、我が国企業が関与した M&A の件数は大きく増加している（図 8-1 参照）。しかし、米国と比較すれば、件数・金額双方で、桁が一つ異なるほどの差が依然として存在している（図 8-2 参照）。もっとも、このことは悲観することではなく、我が国の M&A 市場は十分に成長の余地を残していると考えられるべきである。

さらに、M&A 件数の増加に伴い、事業再生過程にある企業からの営業譲渡などの案件も増加している（図 8-3 参照）。こうした、事業再編を伴う事業再生の試みは、過剰債務の原因となっている過剰供給構造の是正にも資するものと考えられる。本章では、この法的倒産手続に基づく営業譲渡を中心とした事業再生型 M&A について、その状況を解説する。

図 8-1 日本企業における M&A の件数 出所：野村證券株式会社 金融研究所



IN IN：日本企業同士の M&A
 IN OUT：日本企業による外国企業への M&A
 OUT IN：外国企業による日本企業への M&A

図 8-2 日本と米国の M&A 市場比較

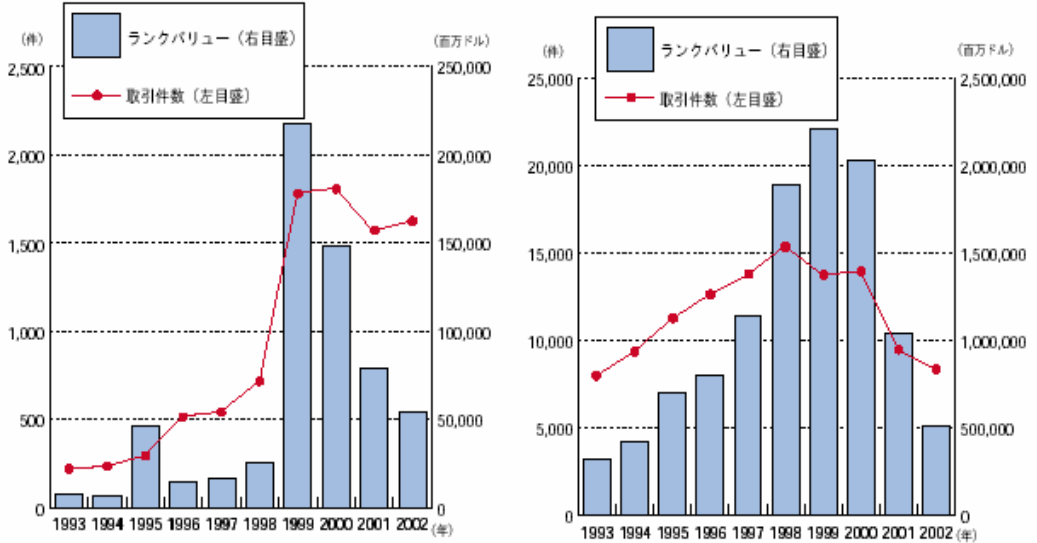
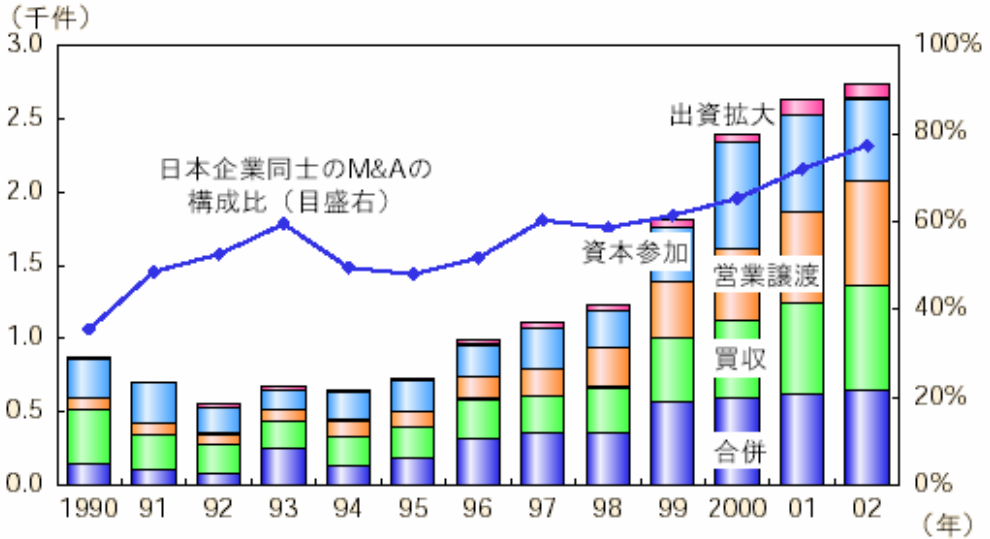


図 8-3 形態別 M&A 件数の推移

出所：2003 年版 通商白書



(備考) 1 2003 年版経済財政白書より引用。

- 2 形態別 M&A の定義は、() 合併：2 社以上の会社が契約によって 1 社に合同、() 買収：株式取得・増資引受・株式交換等による 50%を超える株式の取得やマネジメント・パイアウト(MBO)、() 営業譲渡：会社の資産・従業員・醍醐味が一体となった営業の譲渡・譲受、既存事業の統合、() 資本参加：買収と同様の形態で 50%を超えない株式の取得、() 出資拡大：既に株を保有している当事者の 50%以下の追加取得、である。

．事業再生とM&A

(1) 倒産企業にとっての必要性

経営が破綻し、法的倒産手続きに入った企業は、「倒産」のレッテルにより、フランチャイズ・バリュー¹の毀損や、従業員の離散などが生じ、その収益性は著しく悪化する。それゆえ、今後の単独での事業収益のみをベースに事業再建を図るのは困難な場合も多い。法的倒産手続きに入った企業が再建を実現するためには、増資などによって新たな資金を確保するか、他の優良企業に事業を譲渡するなど、倒産手続内でM&Aの手法を導入することが必要かつ有効な場合が多い。

(2) 買収側のビジネス性

買収側からしても、倒産企業であれば、比較的安価な金額で買収することが可能である。自社事業とのシナジー効果のある倒産企業やその優良部門を安価に買収できれば、短期間で事業の拡大や業務の補完を実現することが可能となり、そのメリットは大きい。

(3) 債権者にとっての有効性

倒産手続において、M&Aが成功し、資本力、信用力のある企業から営業譲渡代金や出資金などで資金が注入されれば、債務の弁済の確実性は高まるし、早期一括弁済を受けることも可能となり、債権者にとっても有利な場合が多い。

(4) 社会的有効性

事業再生にM&Aを活用することによって、迅速な事業再生が可能となり、既存の経営資源の有効活用が図られる。さらに、再生企業の行う事業に対してノウハウを持つ事業者、もしくはファンドが、当該事業を買収することで効率的なリストラクチャリングが行われ、早期の事業再生が可能となる。加えて、取得した経営資源を有効に活用し、効率的な経営が行われることも予想される。これは、日本経済にとっても望ましいことである。

．拡大する事業再生型M&Aの背景

(1) 制度の整備

事業再生を目的とした商法改正、緩やかな要件で企業再生を図るための民事再生法の施行は経営破綻企業を対象としたM&Aを促したといえる。今後は早期着手や迅速再生を狙

1:当該企業営業体としての価値。例えば、取引先企業からの信用など。

いとした改正会社更生法の施行により、一層 M&A を促していくものと思われる。

(2) 事業の選択と集中

生き残りをかけた企業競争はますます厳しくなっており、企業の主力事業以外については撤退や事業売却を急ぐ一方、主力事業に関しては、外部資源の取り入れを含めた一層の経営資源の集中が競争優位に不可欠な条件となっている。

(3) 企業再生ファンドの新設

M&A の買い手としてのプライベート・エクイティ・ファンドが経営破綻した企業再生を狙いとして新設されている。企業再生がビジネスとして認知され始めている。

・法的倒産手続きを利用してM&Aを行うことの一般的メリット

(1) 債権者の多数決により、負債の大幅カットが可能

経営危機に瀕した企業を買収しようとする場合、当該企業は債務超過ないしそれに近い状況となっているのが通常である。買収企業としては、この負債をカットして債務超過の状態を解消させておくことは、M&A 実行の必須条件である。

この点、再生手続や更生手続を利用すれば、多数決によって、強制的に債権の減免その他の権利変更を実現することが可能であり、負債の大幅なリストラクチャリングを行うことが可能である。

(2) 株主総会リスクの軽減

通常、減増資・合併・会社分割などの組織変更や、営業の全部または重要な一部を譲渡する場合には、株主総会の特別決議が必要となる。しかし、100%減資を行う場合などは、既存株主の株主としての権利をすべて消失してしまうことになるし、営業の全部譲渡を行う場合も、譲渡会社は営業譲渡後、通常、清算せざるを得ないことになるから、上場企業など、一般株主が多数存在する場合には、これらの事業再編行為が株主総会で承認されることは期待できない。

この点、更生・再生手続を利用する場合には、商法の規定によらずに、裁判所の許可や更生計画、再生計画のなかで一定の組織変更や営業譲渡を行うことが可能となる。更生手続では、営業譲渡、減資、新株発行、合併、株式移転、株式交換、会社分割を更生計画で行うことができ、その場合には商法上必要とされる株主総会の特別決議は不要とされる。また、再生手続においても、再生会社が債務超過である場合には、裁判所の許可を得たう

えで、再生計画の中で減資を行うことができる。また、再生会社が債務超過の場合には、裁判所の代替許可を得ることにより、株主総会の特別決議を経ずに営業譲渡を実行することが可能である。

(3) 簿外債務リスクの減殺

一般に、M&A では、買収側が被買収企業の財務諸表に計上されていない債務を継承するリスク（簿外債務、偶発債務リスク）が問題となることが多い。特に、株式譲渡、増資の引受、吸収合併などを行う場合には、被買収企業を丸抱えしてしまうことになるから、そのリスクは大きい。

更生・再生手続を利用する場合には、債権届出期間が定められ、その期間内に届出がない債権については原則として失権するとされていることから、かかる簿外債務の承継のリスクが大幅に減殺されるというメリットがある。

(4) 否認・詐害行為取消リスクの減殺

経済的に瀕した企業から、営業譲渡などを受ける場合、当該企業がその後法的倒産手続に入った場合は、管財人などから否認権を行使され、または、法的倒産手続に入らなかった場合でも、債権者から詐害行為取消権を行使されるリスクがある。よって、経営難の企業についてその事業部門の譲渡を行うことは、一般的には困難な場合が多い。

再生手続や更生手続を利用して営業譲渡を行う場合には、法的手続のなかで裁判所の許可を得て、あるいは再生計画、更生計画のなかで行うことから、否認などのリスクを回避することが可能である。

. M&A 導入の観点からみた、更生手続・再生手続の対比

(1) 更生手続による M&A

更生手続では、無担保一般債権（更生債権）に加え、従業員の未払給与・退職金などの優先債権（優先的更生債権）担保付債権（更生担保権）も更生手続に取り込まれ、更生計画において多数決原理により弁済条件の変更、減免その他の権利変更を行うことが可能である。このように、更生手続では、抜本的なバランスシートの改善が可能となっている。

また、更生手続では、本来的に経営権の移転、資本・組織の再構成が予定されているため、これらを円滑に行うことが可能である。それゆえ、M&A を行うのに適した手続といえる。

もっとも、更生手続は、申立と同時に経営陣が退陣して保全管理人が選任されることが

ら、これによって営業が一時的に混乱・停滞する可能性がある。また、更生手続はきわめて重厚な手続であり、更生計画の認可までに比較的長時間を要する。それゆえ、M&Aの実行までに更生会社の資産価値が劣化してしまう可能性もあり、更生手続においてM&Aを行う場合には、それらの点に注意する必要がある。

(2) 再生手続によるM&A

再生手続では、再生計画において、無担保一般債権（再生債権）の権利変更を行うことは可能であるが、優先債権や担保付債権の権利変更を行うことはできない。よって、再生手続は、公正手続ほど強力かつ徹底的な負債のリストラを行うことはできない。

しかし、再生手続は、本来的にDIP型の手続である。それゆえ、計画のなかで円滑に、多彩なM&Aを行うことができるという点では、更生手続のほうが再生手続よりも優れている。

もっとも、再生手続でも、営業譲渡と減資については、特別の規定が設けられている。すなわち、再生手続でも、再生計画によらずに、裁判所の許可を得て早期に営業譲渡を行うことが認められており、株主総会の特別決議にかわる裁判所の代替許可の制度や担保権消滅許可制度など、営業譲渡を迅速かつスムーズに行うための諸制度が整備されている。また、再生会社が債務超過であれば、裁判所の許可を得たうえで、再生計画において円滑に減資を行うことが可能である。

再生手続は、更生手続と異なり、申立または開始決定後も原則として従来の経営陣が経営を行うことから、経営陣の交代によって営業が混乱・停滞することはない。また、再生手続は、更生手続に比べて手続の進行も圧倒的に早い。

それゆえ、再生手続は、資産価値の劣化をできる限り進行させずに、迅速かつ円滑にM&A（特に営業譲渡）を実行するのに適した再建型手続といえることができる²。

2. 法的倒産手続による事業再生型営業譲渡M&A

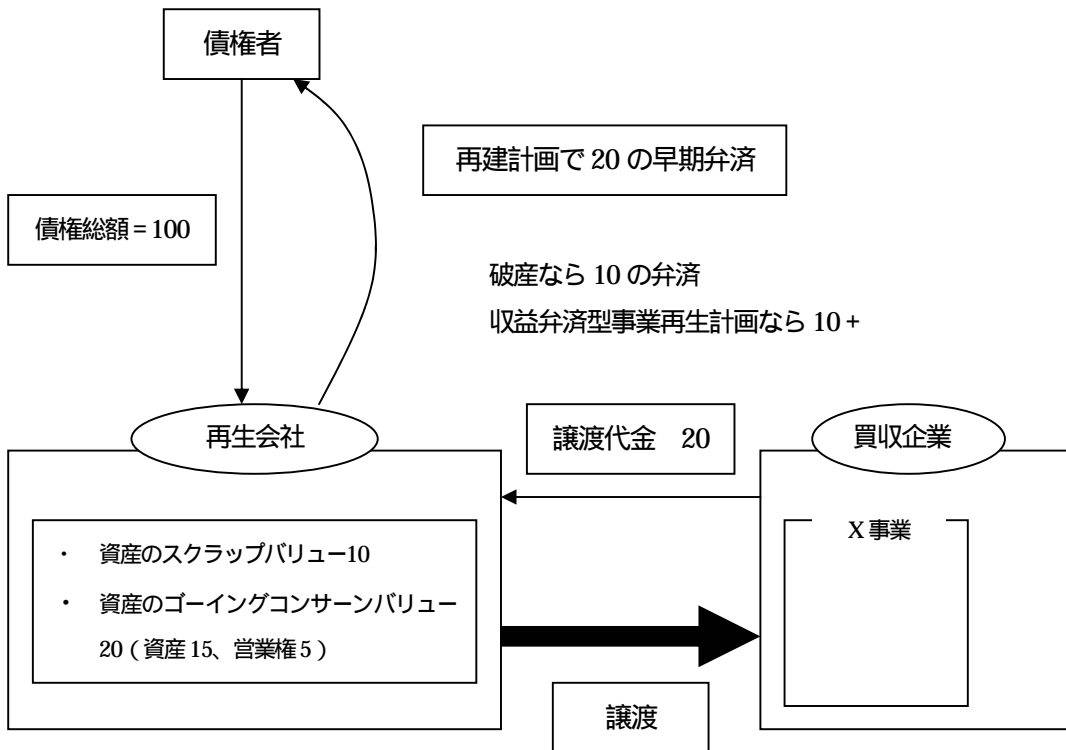
(1) 再生計画による事業再生スキーム

再生会社が営業の全部をスポンサー企業に譲渡し、当該譲渡代金をもって再生債権者に一括弁済する場合のスキームをごく単純に図示すると、図8-4のとおりである。再生会社は、営業譲渡後、営業譲渡代金をもって再生債権者に一括弁済する再生計画を立て、当該

2:さらに、東京地裁の場合の場合は、手続の標準スケジュールが公表されており、スポンサー候補にとっては取り組みやすい環境になっている。

再生計画認可決定が確定した後、速やかに再生計画に従った弁済を行い、その後清算することになる（再生会社自体は清算するため、債権カットによる免除益を処理しきれないという場合でも特段の問題は生じない。これも、営業譲渡スキームのメリットである）

図8-4 再生計画による事業再生スキーム



出所：『企業再生の法務』より作成

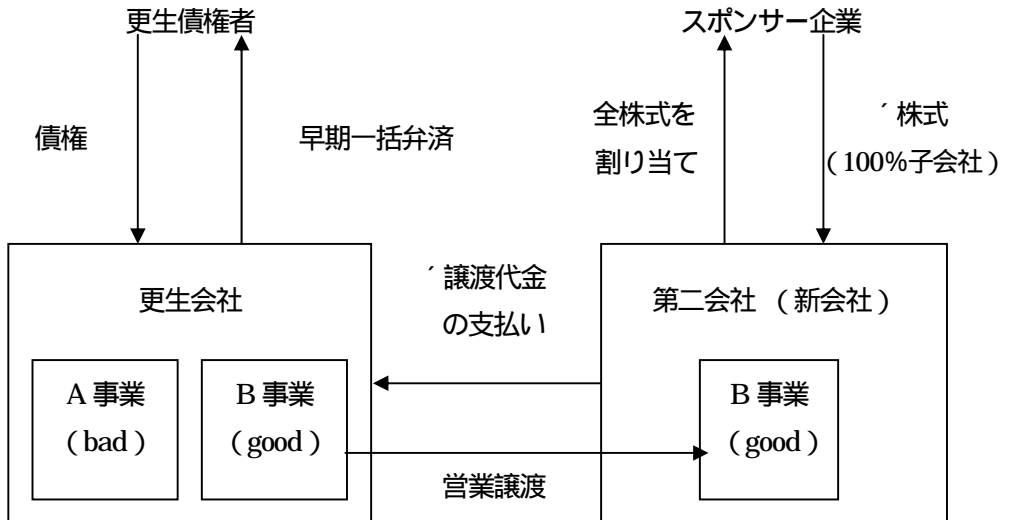
(2) 更生計画による事業再生スキーム（第二会社方式）

更生計画のなかで営業譲渡を行う場合、更生計画のなかで、新会社（第二会社）を設立し（いわゆる第二会社方式）当該新会社に更生会社の営業を譲渡して、その営業譲渡代金を原資として更生債権者に一括弁済するというスキームをとることが可能である。（図8-5参照）

第二会社方式を利用して新会社に営業譲渡する場合、新会社でスタートを切ることができること、更生会社が行政庁から得ていた許可、認可、免許の承継が可能であることなどのメリットがある。このように、第二会社方式（新会社＋営業譲渡）を利用できることは、

更生計画で営業譲渡を行う場合の大きなメリットであり、実務上でも頻繁に利用されている。

図 8-5 更生計画による事業再生スキーム



出所：『企業再生の法務』より作成

・法的倒産手続を利用した M&A 成功の鍵

当然のことながら、破綻企業のリストラを伴う M&A にはコストが発生する。問題はコストの絶対額をいかに小さく抑えるか、誰がこのコストを負担するかに集約される。これらを解決するために、三つのポイントが上げられる。

(1) スピーディーな処理

更生手続・再生手続が再建型の手続であるとはいえ、「倒産」手続には違いがない以上、手続の申立によって、その信用は著しく低下し、フランチャイズ・バリューの毀損や、従業員の離散などが生じ、その収益性は著しく悪化する。また、更生・再生手続にはそれなりの時間が必要である。再生手続でも、通常、申立から再生計画案の認可まで 5 ヶ月程度の時間がかかるし、更生手続に至っては、申立から再生計画案の認可まで優に一年以上の

時間がかかるのが通常であった³。その間、事業価値の劣化が進み、買収企業にとって買収のメリットがなくなってしまうこともあり、そうなってしまえば、M&A 自体が頓挫してしまう可能性もある。

そこで、更生・再生手続において M&A を成功させるためには、事業価値の劣化を最小限にとどめ、できる限り速やかに M&A を実行することが必要不可欠となる。

(2) 営業譲渡先の選定(取引条件)

スピーディーな処理が肝心とはいえ、一社との交渉では、債権者の納得を得ることは困難である。M&A のプロセスは公正で透明性の高い、合理的なものであることが求められる。しかし、公開入札の場合、買手が行うデューデリジェンスのコストが通常以上にかかるにもかかわらず、ビッドに勝つ可能性が低いとなれば参加を躊躇するおそれがある。このため、破綻企業の M&A の場合は、限定された少数の候補との交渉が望ましいと考えられる。

(3) 再生計画の実現性

再生計画は認可されたものの実現できずに破産に移行したのでは意味がない。スポンサー候補は、M&A を完了させる能力があるか、M&A 実行後、当該企業の収益性を改善できるかを検討する必要がある。また、スポンサーについても買収に伴う資金調達能力に加え、買収後の財務構造が格付け機関、株主の立場からみて妥当かなど、多面的に検討する必要がある。

・今後の展望 ~ プレパッケージ型 M&A への期待 ~

今後を展望した場合、強力なスポンサーによる企業買収あるいは営業譲渡形式による破綻企業のリストラクチャリングが増加すると見込まれる。そうした動きの中で、破綻企業のフランチャイズ・バリューの毀損を極小化することを狙いとした、プレパッケージ型 M&A に期待がよせられる。

営業譲渡は、資産価値の劣化をできる限り防ぐべく、早期に実行する必要がある。申立から再生計画案の提出まではわずかに 3~4 ヶ月程度であり、営業譲渡の許可に関する債権者の意見聴取手続などにも相当の時間を要することからすれば、申立から 2~3 ヶ月以内

3:この点、改正会社更生法では、開始決定後 1 年以内に更生計画案を提出しなければならないこととされている。

には、譲渡対象となる資産を切り分け、譲渡対象資産を評価して譲渡代金を決定するとともに、その他の契約条件も煮詰め、営業譲渡契約を締結しておく必要がある。このスピードは、通常のM&A取引の2倍から3倍以上のスピードといえる。それゆえ、申立後に慌てて買収候補先を探すようでは、再生計画外で早期の営業譲渡を行うことは困難である。迅速な営業譲渡を行うためには、申立前から再生手続内での営業譲渡を計画し、あらかじめ営業譲渡先を確保し、大口債券者の承諾を得たうえで、再生手続開始の申立を行うことが有効である。これが、プレパッケージド型と呼ばれるものである。

再生手続はDIP型であり、開始決定後にも管財人が選任されることは原則としてない。よって、経営陣主導で周到な事前準備を行い、それに基づいて申立後に早期に営業譲渡を行うことが可能である。一方、更生手続では、更生開始決定と同時に管財人（事業管財人と法律管財人）が選任される。管財人（保全管理人）は、旧経営陣による申立前の準備に基づいた営業譲渡を実行するとは限らず、むしろ譲渡価格の客観的妥当性を担保すべく、競争入札方式などの方法をとることが多い。それゆえ、更生手続きにおいては、いわゆるプレパッケージド型の申立が奏功するとは限らない。

この点で、あらかじめ、スポンサー企業とともに十分な準備を行ったうえで、申立後に迅速な営業譲渡を行うことによって再建を図ることを計画する場合には、再生手続のほうが有効である。

民事再生法という新たな法的枠組みを活用し、今後こうしたM&Aの手法を用いて、事業再生が進展することを期待したい。

第9章 企業再生ファンド

1. はじめに

近年、企業倒産が増加する中で、倒産企業をターゲットとし、相手先企業を再建することで利益を得ようとするタイプの投資(ディストレスト・インベストメント)、すなわち企業再生型の投資が注目され、実際にいくつかの投資ファンドが活動を始めている。これまでは、外資系が中心であったが、銀行や商社だけでなく、日本政策投資銀行や RCC などの公的機関も設立している。

このような投資は、証券市場にとっては投資家に収益機会を与えるものである。一方、経済全体にとっても、倒産企業の再建を促し、経済活性化を促進するものと考えられる。最近では、企業再生に特化したファンドも登場するなど、企業再生ビジネスのプレイヤーは増加傾向にあり、企業再生を行ううえでの選択肢も多様化している。

日本において、銀行の資金供給機能が低下する中で、高利回りを狙ったリスクマネーが再生ファンドを通じて循環し始めている。

2. 企業再生ファンド

現在、日本経済が深刻な低迷を続ける中で、事業再生の必要性が議論されているが、昨今の事業再生においては、プライベート・エクイティ・ファンド(PE ファンド)が深いかかわりを持つスキームになっている。PE ファンドとは、広く機関投資家等から資金を集めファンドを組成し、主に非公開株式への投資を行い、リターンを最大化することを目的とするファンドである。

企業再生ファンドは、この PE ファンドの一種で、破綻状態にあるか過剰債務等の理由から経営不振に陥ってはいるものの、再生の可能性のある企業やその子会社・事業部門等をおもな投資ターゲットとし、過半数の株式を取得し経営権を握ったうえで、経済合理性の高い再建計画に沿って、株主として積極的に再建計画を遂行し、社会的に有用な企業や事業の価値を高め、その企業を再生させる(ターン・アラウンド)ことを目的とするものである。また、企業に対して金融機関が有する債権を買い取り、集約化した上で、主要債権者として企業再生を行うタイプのファンドもある。PE ファンドが、通常の株式投信等ともっとも異なる点は、PE ファンドは、投資先企業への積極的な経営への関与(ハンズ・オン)、つまり、金も出すが口も出すということを前提としている点である。

ファンドに参加する投資家は、投資対象会社または投資対象事業の価値が将来上昇することを見込み、それによって得られる収益を期待して投資を実行する。また、投資対象会

社に対し多額の貸付債権を有している金融機関等は、当該貸付債権を直接ファンドに現物出資したり、あるいは、当該貸付債権と当該投資対象会社が発行する株式とのデット・エクイティ・スワップ（DES）によって得た投資対象会社の株式をファンドに現物出資したりすることによって、ファンドに参加し、ファンドから出資に対する分配という形で当該貸付債権の実質的な回収を行う。

企業再生ファンドの投資が成功すると、投資対象となった企業は再生し、従業員の雇用は守られ、経営者はストックオプションを行使してキャピタル・ゲインを得る。ファンドのスポンサーや投資家も、他の投資手段では考えられないくらいの利益を得る。また、レバレッジを適用した銀行も手厚い利益を得る。さらに、社会的意義も大きい。投資によって経営体制を刷新することで、企業は蘇り、経済活性化のエンジンとなっていくことは大いに期待できる。

（１）プライベート・エクイティ

プライベート・エクイティ（PE）のプライベートとは、未公開を意味するもので、エクイティとは株式のことである。つまり、プライベート・エクイティとは、未公開会社に対する投資を意味する。

プライベート・エクイティは、バイアウト・ファンドとベンチャー・キャピタルに大別できる。ベンチャー・キャピタルとは、高度の技術力や斬新なアイデアを持ち将来有望であるが、経営的、財務的に脆弱な面を持つベンチャー企業に投融資を行う機関を指す。独自の基準で新興企業の将来性を審査し、株式の取得を通じて資金面で事業拡大をサポートする一方、証券市場に公開・上場したときの値上がり益を得ることを目的としている。

他方、バイアウト・ファンドとは、企業の株式や債券を買い取り経営権を取得することによって、企業経営に深く関与し積極的に再建計画を遂行することによって企業価値を向上させ、売却することによって利益を上げることを目的とするものである。企業再生ファンドはこのバイアウト・ファンドの一種で、経営破綻企業を投資対象とするものである。

バイアウトの手法としては、買収される企業が持つ営業権を買収者へ譲渡する営業譲渡や、買収される企業の既存発行株式を買収者が取得、もしくは新株を買収者に割り当てる株式譲渡、さらに買収される企業が買収者に対して新株を発行したり、転換社債・ワラント債を買収者に割り当てる新株引受がある。

ベンチャー・キャピタルとバイアウト・ファンドの最大の違いは、実際に企業の経営権を持つかどうかということである。ベンチャー・キャピタルは、資本を提供し成長を待つのにに対し、バイアウト・ファンドは、株式や債券を買い取り実際に企業経営に参画し、自

ら記号価値の向上を図る。バイアウトは、場合によっては大幅なリストラクチャリングを行うなど手荒な手段を行使するため、リストラ、撤退、ハゲタカなど、ネガティブなイメージをもたれやすい。しかし、実際には、バイアウトは経営不振企業や経営破綻企業を再建するための重要な手段である。特に、これからの日本では、ベンチャー・キャピタル以上に重要な役目を担っている。

(2) 企業再生ファンドの形態

企業再生ファンドの形態としては、投資家からあらかじめ金銭出資枠を確保し事後的に再建対象企業を選定する「ファンド」形態のほか、個別の特定された企業を再建するためにファンドを設立する場合もある。個別企業を再建させるためのファンドは、株主権の行使をファンドに一本化することによって、投資後のさまざまな意思決定を行ううえで、投資家間の利害調整を円滑に進められるメリットがある。

(3) 企業再生ファンドの特徴

経営支配を伴った投資

通常の企業再生ファンドはアクティブ・インベスターであり、株式の過半数を取得して「経営支配を伴った投資」として行われる。企業再生ファンドでは、経営権を支配し、また株主として積極的に経営に参画する。そのため、企業経営についての経験やノウハウが必要となってくる。経営を成功させるために、当該企業についての専門的な経験は不可欠である。そのため、企業再生ファンドのスタッフの多くは、特定の業種についての深い経験と知識を有している。

雇用の維持

企業再生ファンドは、資金だけを持っていくのに対して、M&A あるいはストラテジック・インベスターと呼ばれる同業者あるいは関連の事業会社の場合には、たとえば共通する間接部門を必要としていないというようなことがあるので、雇用がダブってしまうことがある。

資金とノウハウの提供

企業再生ファンドは、十分な資金と経営ノウハウを提供する。言い換えれば、企業再生ファンドとは、経営参画を伴うリスク・キャピタルである。

投資資金をプロジェクトに投ずるためには、しかるべき経験とノウハウを有するエキス

パートが不可欠である。企業再生は誰にでもできる仕事ではない。米国のプライベート・エクイティでは、こうしたプロが幅広く存在し、投資家のニーズにこたえている。企業再生では、問題は資金ではない。問題は、企業再生のプロが存在するか否かである。

高い自由度

再建の過程では、経営者がそれなりの責任をとることになるが、経営陣が責任を取った後、残された中堅あるいは中堅以下の人が企業を変えていくことを支援するのがファンドの特徴である。残った人たちが実施するので、従前の事業の系列や習慣にとらわれない高い自由度を持って新しいやり方を導入することが可能となる。

．企業再生ファンドの機能

企業再生ファンドの主な機能は以下の三つである。

(1) リスクマネーの供給

企業の再生を進めるためには、エクイティの供給が不可欠となる。これまでの日本における企業再生においては、事業スポンサーがリスクマネーを供給することが多く、この事業スポンサーが果たしてきた役割は大きかった。しかしながら、一方で金融機関は、多額の債権カットおよび無利息化を強いられていた。多くの企業再生案件に迅速に対応し、かつ金融経済合理的な企業再生を行ううえで、事業スポンサーのみならず金融スポンサーが必要不可欠である。多くの企業再生ファンドが立ち上がることにより、企業再生マーケットにリスクマネーが供給され、円滑な企業再生が進められることが期待される。

(2) 人材の育成および組織化

日本においても、事業価値の増大を実践できる経営者等の有能な人材(ターンアラウンド・マネージャー)はいたが、これまでに企業再生という観点から有機的に結合してきたとはいえない。企業再生ファンドを通じて、このような人材を組織化していくことが重要である。これらの人材が企業再生ファンドを運営することにより、事業価値の増加が可能となる。

企業再生ファンドは、総合的で多岐にわたる活動のため熟達したプロを必要とするため、日本における企業再生の担い手は、外資を含めた「専門企業」「専門家集団」になるというのが大半の市場参加者の意見である。日本における企業再生市場の成立とは、こうした専門家集団の登場に他ならない。こうした専門家集団が数多く存在するようになるということ

こそが重要なのである。

(3) DESの受け皿

債務の株式化(デット・エクイティ・スワップ「DES」)は、企業再生のために有効なツールであるといえる。しかしながら、金融機関サイドとしては、5%ルールによる規制やあいまいな会計上の扱い等の制度的な問題、さらに二次ロスに対する懸念、自らが経営に関与し再生することの困難さ等の理由から、DESが積極的に用いられてこなかった。企業再生の専門家である企業再生ファンドに株式をゆだねることで、管理の煩雑さから解放されるとともに、再建可能性を高めることができる。企業再生ファンドがDESの受け皿として機能することにより、金融機関によるDESの活用を促進させることになる。

・企業再生ファンドによる再生の流れ

本節では、企業再生ファンドによる典型的な実際の企業再生の流れについてみていく。

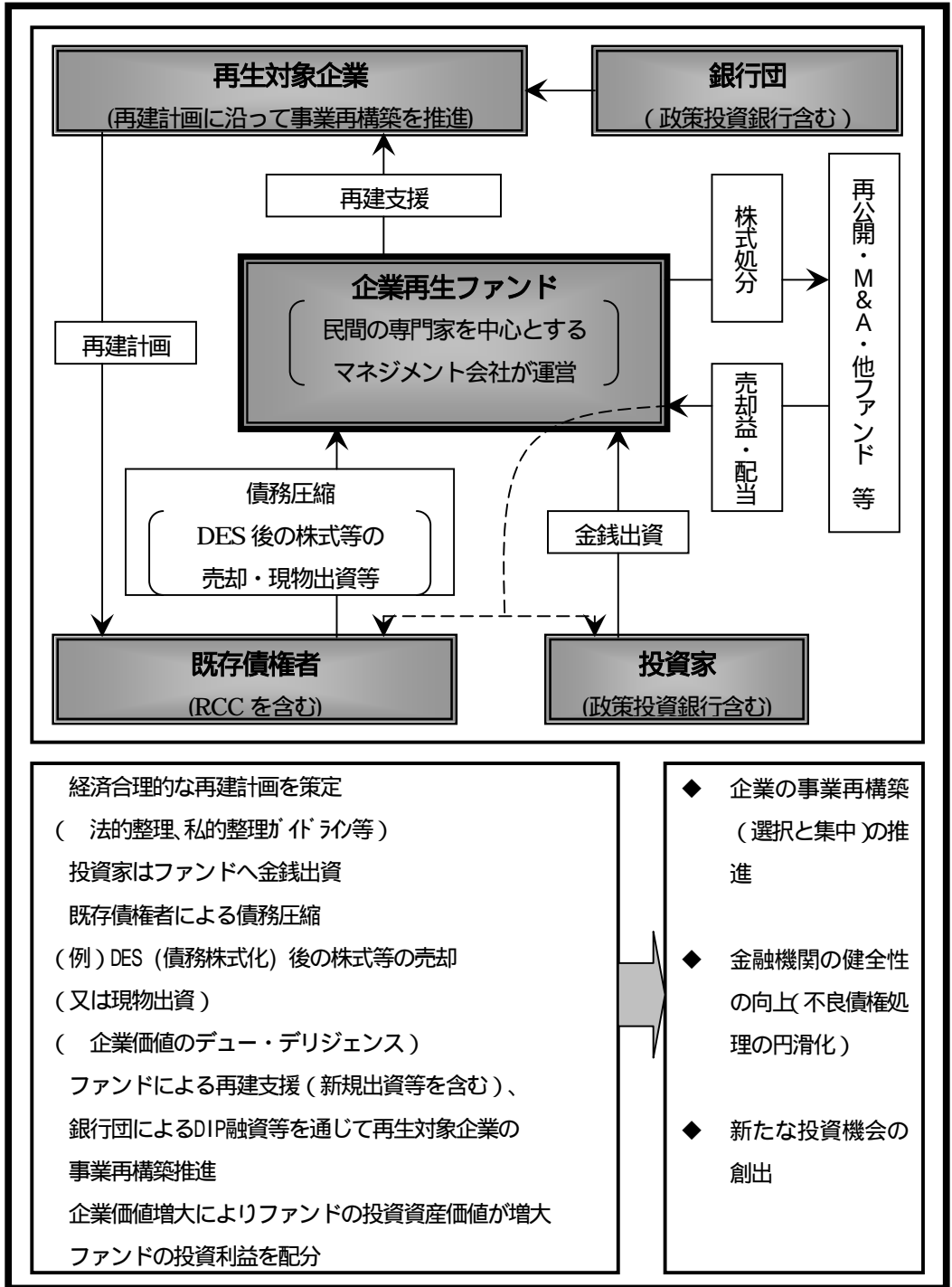
まず、経済・社会的に有用な事業を有するものの、過剰債務のために経営が困難になっている企業について、法的整理や私的整理により経済合理性のある再建計画が策定される。一方、複数の投資家が企業再生ファンドに対して金銭を出資する。

再建計画に沿って既存債権者は、債権放棄やDES後の株式等を売却あるいは現物出資等により債務の圧縮を図る。そして、企業再生ファンドが当該企業の株式取得、あるいは新株を引き受けることによって企業再生ファンドが当該企業の株主となる。既存債権者が当該企業の再建を企業再生ファンドに売却し、企業再生ファンドがDESを行う場合もある。

そして、企業再生ファンドによる新規出資等を含む再建支援や銀行団によるDIPファイナンス等を通じて再生対象企業の事業再構築を推進が行われる。企業再生ファンドが経営に関与して企業価値の増大に努め、投資資産価値を増大させ最終的には株式公開(IPO)や事業スポンサーへの売却(M&A)を通じてリターンを獲得し、ファンドの投資利益を配分する。

以上の流れは企業再生ファンドの典型的なものであり、これ以外にもさまざまなバリエーションが想定される。これら一連の企業再生ファンドによる企業の再生を通じて、企業の事業の再構築(選択と集中)の推進、金融機関の健全性の向上、新たな投資機会の創出がもたらされる。

図9-1 企業再生ファンドの概要



経済合理的な再建計画を策定
(法的整理、私的整理がドメイン等)
投資家はファンドへ金銭出資
既存債権者による債務圧縮
(例) DES (債務株式化) 後の株式等の売却
(又は現物出資)
(企業価値のデュー・デリジェンス)
ファンドによる再建支援 (新規出資等を含む)、
銀行団によるDIP融資等を通じて再生対象企業の
事業再構築推進
企業価値増大によりファンドの投資資産価値が増大
ファンドの投資利益を配分

- ◆ 企業の事業再構築 (選択と集中)の推進
- ◆ 金融機関の健全性の向上 (不良債権処理の円滑化)
- ◆ 新たな投資機会の創出

出所：日本政策投資銀行

(1) ファンドのローンチ

まず、企業再生ファンドの運営会社が機関投資家などから資金を募集することから始まる。ファンドのスポンシングをする立場になるので、こうした企業再生ファンドの運営会社をスポンサー（特にストラテジック・スポンサーと区別して、フィナンシャル・スポンサー）という。募集のためには通常、募集代理人を選定する。募集代理人とは、投資家にファンドの内容を説明し、投資を勧誘する役割を担うものである。通常は投資銀行がこれにあたる。

投資家からの資金拠出義務契約（コミットメント）が十分に積みあがると、ファンドが成立する。これをファンドのクロージングという。クロージングは、複数回に分けて行われることも多い。

(2) 買収までのプロセス

投資方針は、ファンドの募集時に明確に定められている。それにしたがって投資対象を選定する。ファンド側は買収までのプロセスにおいて、買収対象企業の選定や買収交渉のみならず、買収後の経営陣になる人々とともに綿密な事業計画を練り上げる。投資対象となる企業は、買収前には「ターゲット」と呼ばれ、買収後には「ポートフォリオ・カンパニー」と呼ばれる。

企業再建ファンドのプロセスの中で投資案件の決定の次のステップとなるのが案件精査、「デュー・デリジェンス」である。投資家は、売り手などから与えられた情報が正確であるか、買収価格は妥当か、契約条件は必要十分であるかなどについて、提供された資料を基に、さらに詳しく調査分析する必要がある。デュー・デリジェンスで投資先に予期しないリスクが発見された場合には取引自体が成立しないこともある。デュー・デリジェンスで発見された事項は、買収価格を含む契約条件に反映される。デュー・デリジェンスでカバーする分野は、経営者、人事、マーケット、業務、情報システム、財務、法務、税務など広範囲にわたる。

デュー・デリジェンスにおいては、専門家の活用は不可欠であり、会計士、弁護士、不動産鑑定士、年金・保険数理士、コンサルタントなどの協力が必要である。専門家の報告からは、同時に第三者としての意見が得られることになる。米国には、デュー・デリジェンスを専門に行う会社も存在する。

最終的に、投資判断は、投資候補案件のリスクの度合い、投資回収のタイミングと実現額の見込み、投資案件から期待できるリターンの高さによって決定される。これらの決定要因は、投資株価や買収価格、投資後の投資先企業の価値向上の可能性、投資回収シナリ

オによって決まる。

(3) 企業再生ファンドによる価値創造

ファンドの投資目的は、一定期間内でのキャピタル・ゲイン狙いであり、経営の目標も企業価値の向上を図り、株価を上げることが最優先となる。

まず、企業再生ファンドは、経営破綻に陥った企業が債権放棄や DES 等によって債務圧縮を行った後に、当該企業の株式を買い取ることによって株主となり経営権を取得する。企業再生ファンドの投資目的は、一定期間内でのキャピタル・ゲイン狙いであり、経営の目標も企業価値の向上を図り、株価を上げることが最優先となる。

企業再生ファンドが投資先の再建のために行う手法の一つの柱は、再生対象企業の資本の再構築や資金調達の見直し、不採算部門の撤退・売却やこれらに伴う人員整理といった広義のリストラに関連する業務である。もう一つの柱は、営業面を改善し、再生対象企業のキャッシュ・フローを増加させ事業価値を向上させるという企業そのものの建て直しに関連する業務である。そして、こうした取り組みを通じて投資先企業の企業価値を高め、最終的には株式公開 (IPO) や事業スポンサーへの売却 (M&A) を通じてリターンの獲得を狙う。ただ、ファンドが買収したからといって企業価値が上がる保障はどこにもない。買収後の経営の優劣が再生の鍵となる。

企業再生ファンドは投資対象企業の価値向上に寄与するが、それは、かなり精緻な計算に基づくものであり、かなり高度な企業財務の知識を要する。また、ある程度成長した歴史のある企業が対象で、かなり大幅なリストラクチャリングを伴うだけに、買収される企業からすれば手荒な手段にみえることもあるかもしれない。しかし、実際には企業再建ファンドは、経営が破綻した企業を再生させるための重要な手段である。

投資期間中に、企業再生ファンド側は、役員の派遣などを通じて、積極的に経営に参画する。積極的参画の一環として、企業再生ファンドは「人も出す」。投資先の経営陣については、外から経営者を連れてくる場合もあり、ファンド側が投資先の社長を兼任するケースもあり、あるいは既存の経営者を残す場合もあるが、ファンドのスタッフが直接経営陣に加わらないケースであっても、実質的なオーナーないし大株主としての立場で、ファンドが業務運営を厳しくチェックすることに変わりはない。こういったファンドから送り込まれた役員は、通常は株主の利益代表としての社外役員であるが、場合によっては執行役員に就任して、当該企業の経営上の実務の担い手となることもある。

(4) EXIT (投資回収)

投資の回収を EXIT (出口) という。有望な投資対象を発掘し、企業価値を高める努力をしても、企業再生ファンドの実力が最終的に問われるのは、投資家に対して高い利回りを提供できるかどうか、つまり「投資回収」できるかである。企業再生ファンドは、投資先企業を買収する前から、投資回収の方法やタイミング、可能性について明確にされている。投資回収の主な方法は、IPO (株式公開) や事業スポンサーへの売却 (M&A) がある。

企業再生ファンドの投資回収の場としての新規公開株 (IPO) 市場と M&A 市場は、持ちつ持たれつの関係にある。なぜならば、企業再生ファンドへの投資家が期待する高いリターンは、優れた投資回収法の実現によってのみ創出されるからである。優れた投資回収法は、流動性が高く、株価形成が効率的で公正な新規公開市場と、取引が活発でやはり株価形成が効率的で公正な M&A 市場があって始めて実現するといっても過言ではない。健全な投資回収市場の存在があるからこそ、企業再生ファンドは株式公開や、M&A による株式売却を目指す企業再生ファンドに投資しようとするのである。

1. 企業再生ファンドの法形態

(1) 欧米のプライベート・エクイティの法形態

営利を目的として事業を經營するための共同所有者による、二人以上のパートナーをパートナーシップと言う。パートナーシップも株式会社も事業を行う組織体としては同じであるが、法的主体を認められるか、二重課税を回避できるかという点において異なっている。株式会社の場合、すでに法人税を支払った後の一般投資家への分配金が配当金であるにもかかわらず、配当金を受け取る個人の段階で再度課税を受けるという二重課税の問題が生じる。一方、パートナーシップ自体は課税対象とならず、その構成員の段階でのみ課税されるので、二重課税を避けることができる。アメリカにおいては、二重課税の回避を図れるので、ほとんどの場合、パートナーシップ方式が採用されている。

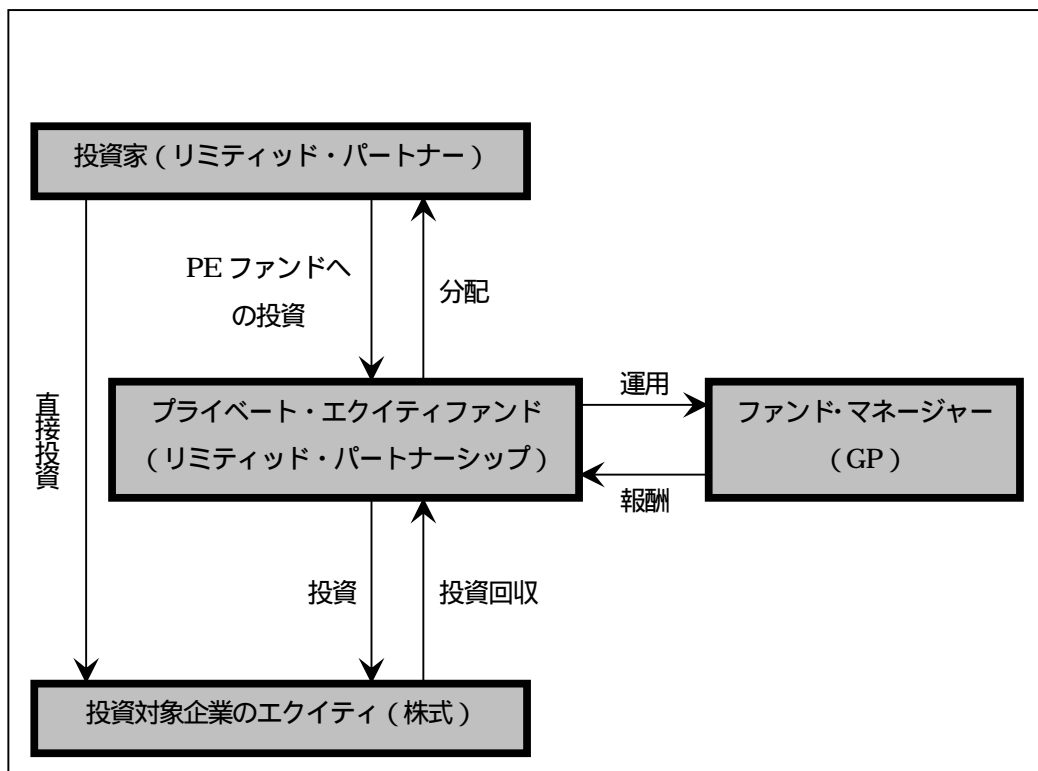
パートナーシップには、無限責任を負うジェネラル・パートナー (GP) と、有限責任であるリミティッド・パートナー (LP) がある。GP のみで構成されるものをジェネラル・パートナーシップといい、GP と LP とで構成されるものをリミティッド・パートナーシップという。

プライベート・エクイティファンドは、欧米では通常その法形態はリミティッド・パートナーシップか、それに類するものにあたる。リミティッド・パートナーシップにおいて、GP となるのがファンドの運用主体 (プライベート・エクイティ会社) であり、ファンドに参加する投資家はファンドの LP となる。投資家 (LP) は拠出した投資資金以上の責任

を負うことはない。これは、運用のノウハウ・実務を提供する GP と、資金だけを提供する LP とで共同事業を行うための一つの仕組みである。ファンドの運営が破綻した場合、LP の投資家の責任は出資金の範囲内と定められている。

米国では、一般的にリミテッド・パートナーシップが採用されている。無限責任である GP のみで構成されるジェネラル・パートナーシップの場合、一般投資家はファンドに投資しにくい。このため、一般投資が無限責任を負わないようなスキームでなければ、投資家から資金を集めるのは困難である。一方、プライベート・エクイティ会社も有限責任であると、その会社が責任を持った投資を行うインセンティブが弱くなるために、一般投資家は投資しにくくなる。したがって、プライベート・エクイティ会社を無限責任である GP、一般投資家を有限責任の LP とするリミテッド・パートナーシップという法的形態が採用されている。

図 9-2 プライベート・エクイティファンド投資の流れ



出所：プライベート・エクイティ 価値創造の投資手法

(2) 日本におけるプライベート・エクイティファンドのストラクチャー

日本においても、米国のパートナーシップに類似した組織が存在する。民法上の任意組合と商法上の匿名組合である。米国のパートナーシップと同様、これらの組織も法人格がなく、納税主体とならず組合の課税所得を組合員に配分して、ファンドに参加した投資家（組合員）の段階でのみ課税を受けることになる。

任意組合は、出資者間全員間の法律関係が基礎となっている共同事業の形態である。任意組合では、出資された財産が組合員の共有財産となり、組合員は共有持分権を持つことになる。そして、組合として機動的に行動できるように、業務執行組合員を定めることができる。ただ、前項でも述べたとおり、有限責任を望む投資家が出資者としてファンドに参加する場合には、有限責任性が確保されていることが必要となる。しかし、任意組合では組合員が全て無限責任を負うことになる。そのため、民法上の任意組合が用いられることはなく、わが国のプライベート・エクイティファンドは匿名組合がほとんどである。

匿名組合は、投資家が匿名組合員となり、事業を行う営業者に匿名組合員が出資を約する契約である。組合員は経営を全て営業者に任せ、利益の配分に与るにすぎない。経営に関与せず、お互いの組合員の間には何の法的関係がない点で欧米のLPと類似している。しかし、匿名組合においては、営業者が破綻すると営業者の財産管理処分権限が失われるため、匿名組合が終了してしまえば企業再生ファンドとしての継続性が維持されなくなってしまう恐れがある。また、匿名組合員が出資した財産は、営業者の財産に帰属するため、営業者が破綻した場合、匿名組合員の営業者に対する出資返還請求権は、単なる破産債権にしかならず、営業者に対する他の一般破産債権者と平等の割合でしか出資の返還を受けることができなくなってしまう恐れもある。

このように、日本法において考えられる法形態には限界がある。そのため、企業再生ファンドとして最大限の力を発揮するためには、多くの外国法で認められているリミティッド・パートナーシップ等の活用が考えられる。これによれば、有限責任性の確保、投資対象会社に対する債権の取得、公開会社への投資等の要請にこたえることができる。しかし、ファンドの契約の準拠法が外国法となり当該外国法において認められる法的効果と完全に一致した効果を生む日本語訳をつけることは理論的に不可能であるため、ファンドに参加する日本の投資家がファンドの契約によって生じる法的効果を完全には把握できない等の問題がある。可能であるならば、日本法に基づいた法的形態を採用することが最善であると思われる。そのためには、日本の関係諸法律の整備を行うことが急務であるといえる。

．日本における企業再生ファンドの現状

(1) 日本における企業再生ファンドの現状

我が国においても、企業再生ファンドの設立が相次いでいる。これまでは、外資系が中心であったが、銀行や商社だけでなく、日本政策投資銀行や RCC などの公的機関も設立している。2003 年 9 月の段階で、企業再生ファンドの数は 30 に到達し、ファンドの投資設定枠は一兆円を超えている。企業再生ファンドは、すでに投資枠の中から 2300 億円を投じて延べ 400 社程度の株式などを取得している。また、ファンドへの出資者も金融機関、事業会社、年金基金など、厚みを増している。

表 9-1 主要ファンドの投資設定枠と投資社数

| 会社形態 | 種別 | 社名 | 投資枠 (億円) | 投資社 数 |
|-------------|-------|---------------------|-------------|----------|
| 投資会社 | 国内独立系 | フェニックス・キャピタル | 671 | 22 |
| | | ユニゾン・キャピタル | 380 | 6 |
| | | MKSコンサルティング | 286 | 54 |
| | 国内金融系 | 日興プリンシパル・インベストメンツ | 1000 | 38 |
| | | 野村プリンシパル・ファイナンス | 150 | 8 |
| | | みずほ・キャピタルパートナーズ | 150 | 7 |
| | 外資系 | リップルウッド・ジャパン | 約 1450 | 8 |
| | | カーライル・ジャパン | 非公表 | 3 |
| | | ルネッサンス・キャピタル | 140 | 約 25 |
| ベンチャー・キャピタル | 国内系 | ジャフコ | 300 | 10 |
| | | 東京海上キャピタル | 260 | 7 |
| | 外資系 | H & Q アジアパシフィックジャパン | 約 2000 | 非公表 |
| 事業会社 | | 伊藤忠商事 | 95 | 2 |
| | | 丸紅 | 90 | 13 |
| | | ソフトバンク・インベストメント | 164 | 3 |

出所：日本経済新聞

表9-2 主な買収ファンドの投資実績一覧

| 買収したファンド(ファンド規模) | 企業名 | 買収時期 | 買収総額 |
|----------------------------|------------------------|------|--------|
| アドバンテージ・パートナーズ (210 億円) | 富士機工電子 | 1999 | 9 億円 |
| | キスコソリューションズ (カネボウ系) | 2000 | 非公開 |
| | アクタス(ミネベア系列) | 2001 | 54 億円 |
| | 国内信販(日本信販系) | 2002 | 112 億円 |
| ユニゾン・キャピタル (380 億円) | オリエント信販(ユニマット系) | 2000 | 90 億円 |
| | キリウ(日産自動車系) | 2001 | 130 億円 |
| | アスキー(CSK系) | 2002 | 30 億円 |
| MKS パートナーズ (500 億円) | 日本体育施設運営 (旧長銀系) | 1999 | 10 億円 |
| | リクルートビルマネジメント | 2000 | 50 億円 |
| | ベンカン | 2001 | 75 億円 |
| | マルコー(ダイエー系) | 2002 | 150 億円 |
| JAFCO (280 億円) | ザップクリエイト | 1999 | 30 億円 |
| | 日本建設コンサルタント (日本交通系) | 2000 | 非公開 |
| | マルハペットフード (マルハ系) | 2001 | 90 億円 |
| | ヴィクトリアの小売部門 | 2001 | 275 億円 |
| みずほキャピタル (200 億円) | 先端生命科学研究所 (東燃系) | 1999 | 6 億円 |
| | 日商岩井アルコニックス | 2001 | 170 億円 |
| | 日産アルティア (日産自動車系) | 2001 | 非公開 |
| 日本リバイバル・ファンド(500 億円) | 市田 | 2002 | 非公開 |
| 野村プリンシパルファイナンス (300 億円) | シーシーアイ | 2001 | 非公開 |
| | 富士車両 | 2002 | 3.5 億円 |

| | UHT | 2002 | 非公開 |
|--------------------------------|----------------------|------|---------|
| 日興プリンシパル・インベストメンツ (1000 億円) | タワーレコード | 2002 | 160 億円 |
| リップルウッド (1400 億円) | 日本長期信用銀行 (現新生銀行) | 1999 | 1200 億円 |
| | ナイルス部品 (日産自動車系) | 2001 | 90 億円 |
| | シーガイア | 2001 | 180 億円 |
| | 日本コロムビア | 2001 | 110 億円 |
| カーライル・ジャパン・パートナーズ (300 億円) | エーエスエス(ダイエー系) | 2002 | 100 億円 |
| AIG ジャパンパートナーズ(300 億円) | 日産陸送(日産自動車系) | 2001 | 50 億円 |
| ローンスター (5000 億円) | 東京相和銀行 (現東京スター銀行) | 2001 | 5900 億円 |
| | エステティ開発 | 2002 | 非公開 |
| | ファーストクレジット | 2002 | 1000 億円 |
| | 東京シティファイナンス (西友系) | 2002 | 非公開 |
| サーベラス (1000 億円) | 木下工務店 | 2001 | 非公開 |
| | ダイア建設 | 2001 | 40 億円 |
| | あおぞら銀行 | 2003 | 1011 億円 |

出所：『週間ダイヤモンド(2003.1.25)』

(2) ハゲタカ・ファンド

昨今、我が国においてもハゲタカ・ファンドという言葉がよく使われている。バブル経済崩壊後の金融システム不安が続く中、日本の銀行が相次いでハゲタカ・ファンドと呼ばれる買収ファンドに買い叩かれている。旧日本長期信用銀行(現新生銀行)や、旧東京相和銀行(現東京スター銀行)、そしてあおぞら銀行がそうである。

企業再生ファンドは、破綻状態にあるか過剰債務等の理由から経営不振に陥ってはいるものの、再生の可能性のある企業やその子会社・事業部門等を買収し、経済合理性の高い再建計画に沿って当該企業の価値を高め、その企業を再生させることを目的とするものであ

る。

他方ハゲタカ・ファンドとは、投資対象が何らかの理由で大幅にその価値を下げたときを機敏に察知して買収し、短期間で転売して設けようとするファンドである。企業再生ファンドが長期間にわたり投資対象企業を保有し、価値を十分高めてから売却するのに対して、ハゲタカ・ファンドは本当の意味で企業価値を高めるのではなく、転売益だけを求めるものである。企業の価値を拡大するのではなく、企業価値は実際には拡大していないが、企業の特定のステーク・ホルダーを犠牲にして利益をあげ、短期間で転売するのである。

企業再生ビジネスが活性化され、企業再生ファンドが積極的に活用されることは望ましいことであるが、実際に企業価値の向上に貢献しないゲタカ・ファンドをいかにして防ぐかということは、これからの課題である。

日本における企業再生ファンドの問題点

現在、日本における企業再生ビジネスは、スキルや戦略の向上といった実務上の技術的な問題ばかりでなく、日本の経済社会の伝統的なスタイルや枠組みが障害になっている。証券市場の透明性の問題、外部監査や粉飾決済などの取引の透明性の問題など、日本の伝統的ビジネスの枠組みと密接に関係した重要な問題はいくつかある。

また、日本において企業再生ファンドがやや足踏みしている理由として、ノウハウ不足、人材不足、イメージ問題という三つの問題点が未解決のまま残っているということがあげられる。プロとしての経営スキルを持った経営者をリクルートできるかどうか投資案件を成功させる最大の条件の一つであるが、プロの経営者が次々に輩出される環境が整っていない。プロの経営者が育つか否かに関しては、日本の伝統的な雇用慣行が生涯となっている。終身雇用制や年功序列制の下では、自分の企業でしか通用しない人材がどうしても多くなってしまったため、企業再生に必要とされるプロの経営者が輩出されにくく、人材の流動性も確保できない。

(1) 証券市場の透明性の問題

企業再生ファンドのEXIT（投資回収）手法としてIPO（株式公開）が利用されることが多い。日本の株式市場においては、ベンチャー振興を一つの目的としてさまざまな改革がなされているが、さらに問題点が指摘されている。

これまでの上場基準改革等は、規制を緩和し、上場を容易にできるようにすることで上場数を増やそうとしてきた。一方、投資家の自己責任原則を貫徹するには、投資家が合理的に投資判断を行えるような情報開示が必要である。厳しく基準を定め、透明性を確保す

ることによって、投資家の自己責任原則を定着させるための制度的枠組みを構築すべきである。自己責任原則は、取引所の上場・公開基準だけでなく、二重帳簿や粉飾決済といった問題のない、信頼できる会計制度と会計慣行も不可欠である。

実績主義とディスクロージャー主義

日米の証券取引所の上場方針を比較すると、日本は実績主義であり、米国はディスクロージャー主義であるといわれる。日本では実績のある企業であることが上場・公開のための条件であると考えている。投資家は自己責任で投資を行うことが原則である。投資家に自己責任原則を負わせるために、実績主義は一つの考え方であるかもしれない。しかし、自己責任原則を徹底させるために必要とされる根本的な条件は、自己責任で十分に判断ができるだけの情報を投資家に与えること、すなわち、ディスクロージャーである。

米国では、このディスクロージャーが制度の基本的枠組みとなっている。そのため、新規公開企業であっても詳細な情報開示が義務付けられており、投資家は開示された情報をもとに投資判断を下す。開示される情報は、目論見書（プロスペクトス）に盛り込まれており、これだけの情報で投資家は判断できるようになっている。開示された情報で納得すれば、投資家は当該企業に実績がなくても投資を行う。

取引の透明性

投資家がプロスペクトスを信頼することができるためには、そこに開示された情報が信頼できるものでなくてはならない。いくらディスクロージャーが進んでも、ディスクロースされた情報によって企業の状態がつかめなければディスクロージャーの意味がない。したがって、粉飾や飛ばしがあってはならないし、時価会計や連結会計は不可欠である。

取引の透明性ということがグローバル・スタンダードの一環として議論されているが、それは株式市場が健全に機能するためにも不可欠である。

(2) M&A 市場

日本国内における企業再生ファンドを活発にさせるためには、その投資の出口としての株式公開市場の機能改善が不可欠であるということは、前項で述べたとおりである。だが、企業再生ファンドのもう一つの出口として、M&A がある。つまり、健全な企業再生市場は株式公開と M&A 市場の二つがそろって初めて成立する。また、国内の M&A 市場の成長は、企業再生の投資対象案件の供給源という意味でも必須条件となる。

しかし、日本の M&A 市場は拡大してはいるものの、その水準は、欧米と比較するとい

まだに高いとはいえない。いわゆるアングロサクソン経済圏でM&Aが盛んな理由の一つは、他地域と比べてM&Aを行いやすいからである。英米では、公開企業数が多く、株式の持合が少なく、企業の財務内容のディスクロージャーが徹底されているため、M&Aが比較的行きやすい。また、英米では買い手に公開企業が多いため、株式交換によるM&Aも可能となるので、現金がなければ買収できないということはない。仮に現金が必要でも、公開企業なら公募増資で市場から直接資金調達することも可能である。

こうしたアングロサクソン経済圏の規範ともいえる資本主義のルールの下では、株式会社制度が経済活動の中枢をなしている。そこでは、株主の代理人である経営者が、会社のステーク・ホルダー間の利害を調整しつつ、そのうえで最終的には株主の投資収益が最大化されるように会社を経営することが正しい姿であるという認識がある。こうした至上主義的な経営哲学に忠実な米企業では、M&Aは事業戦略の一環であるという意識が明確である。このため、自社の株主にメリットがあると判断すれば、積極的にM&Aを利用する。こうした経営哲学がバックボーンとしてあるからこそ、英米ではM&A、そしてプライベート・エクイティファンド市場が活性化ということは事実である。

一方、日本では長らく、M&Aは企業戦略としてなじみが薄い。企業そのものを市場で売ることが日本では必ずしも一般化されていないためである。企業売却に抵抗を感じる経営者のほうがまだ多数派であると思われる。従来、日本のM&A市場の成長にとって障害となっていたのが、M&Aに対するネガティブなイメージであった。日本では総じてM&Aは悪とされていた。

意識だけではなく、日本企業の経営スタイルの問題もある。従来、日本企業は自社内で芽を育て、その中から事業化を行うという手法をとることが多く、M&Aにより新規領域に進出するという経営手法はあまりなじみがなかった。さらに、日本企業は不採算部門を抱えていても、そこで働く従業員の処遇が保証されない限りなかなか売却に踏み切らなかつた。温情主義といわれる伝統的な日本経営の現れである。

ただ、最近の厳しい経済環境下、このような考え方は過去のものになりつつある。企業は生き残りをかけたリストラの過程で、経営難などの理由で企業全体、あるいは事業の一部を売却する企業も増加している。こうした企業文化、経営者意識の問題に加えて、M&Aを活性化させるための政策面の改善も必要である。特に、税制面においては、日本においてもようやく創設されることになった株式交換制度のインパクトは大きい。

(3) 雇用問題と労働市場の流動性

雇用問題と労働市場の流動性は案件不足を引き起こす要因であると考えられる。これまでの日本における企業買収においても、売り手が雇用の確保を望み、買収契約書の中に、「当面の間、人員整理は行わない」といった条項を盛り込む例が多かった。リストラや売却によって職を失う人が、転職などを通じて問題なく次の職場を見出しうる可能性の高い状況が日本にも定着すれば、各企業も企業再生ファンドやM&Aを考えやすくなると考えられる。

(4) ノウハウ不足

ノウハウ不足は、最も根本的な問題である。本来、企業再生ファンドの付加価値とは、資金の供給だけではなく、それに加えて、経営陣を送り込んで経営を支配し、経営ノウハウおよび経営情報を注入して業務を拡大・発展・高度化するというところから生み出される。しかし、日本の企業再生ファンドの多くは、資金提供はできてもノウハウや経験が乏しいので、そうした経営参画をできるだけの実力が不十分である。

また、投資先企業が属する業界についての知識が欠如していることも、根本的な問題として挙げられる。業界に精通し、そこでの人のネットワークを持っていないければビジネスとビジネスの橋渡しをすることは困難であり、また競合相手の動きが見えていなければ、その投資先企業がとるビジネス戦略が産業全体の中でどのような価値を持っているのかといった、大局観を持つこともできない。このような状況では、出資者としてファンドが経営上のアドバイスをしたからといっても、そのアドバイスは説得力に欠けるであろう。

(5) 人材不足

「ハンズ・オン」であるためには、経営のプロを獲得できる人材のストックおよびネットワークが必要となってくるが、これが現在の企業再生ビジネスにもっともかけているものであろう。これは、「ハンズ・オン」の歴史がない日本では仕方のないことではあるが、これが解決されない限り、企業再生ビジネスを発展させていくことは困難である。

この人材不足の問題は、企業再生ファンドの内部に投資先企業をリードできるだけの人材を確保できるかという問題（内部人材問題）と、企業再生ファンドから派遣されて投資先企業を経営できるような人材を確保できるかという問題（外部人材問題）の二つ庭出ることができる。

まず、内部人材問題は、米国などで実際に投資実務に携わった人物や、日本で実際のリストラなどの経営に携わったプロの経営者などを活用して、経営指導者に厚みを持たせる

ことが大切である。次に、外部人材問題については、プロの経営者をヘッドハントできる「経営者マーケット」が醸成されなくてはならない。ROE(株主資本利益率)やRAROA(リスク勘案後資産利益率)といった、すべての業態に共有して適用できる座標軸が経済社会の中で共有され、合理的な経営を行うことがコンセンサスとなれば、企業を渡り歩く経営者がひとつの専門職として出現し、社会的にも認知されていく可能性がある。このような人材を利用できるような社会的条件が整えば、企業再生ビジネスの付加価値は飛躍的に上昇するであろう。

人材難の問題を解決するひとつの切り口として、MBOがクローズアップされている。MBOはグループ企業または企業内事業部門の運営メンバーが、社外の投資家グループとともに株主から株式を買い取り、新しい経営メンバーとなり、親会社からその事業部門を買収することを指す。MBOの当初の目的は「経営にダイナミックな変革を起こす」ことであったが、事業再構築、事業活性化などに広がっている。

(6) イメージ問題

イメージ問題は、企業再生ファンドに顕著な問題である。日本では、リストラ、撤退、ハゲタカ・ファンドなど、ネガティブなイメージが大きいのが実状である。

米国では、戦略的な買収の機会が出てきた場合、買収対象企業のレバレッジが高いために買収しにくいケースでも、エクイティを提供するファンドとジョイントベンチャーを組んで共同買収を図る場合がある。ファンドにとっても、いわゆるストラテジック・バイヤーと組むことで、企業のシナジー効果を追求して企業価値を高めることが可能となる。また、買収を行う企業として買収ターゲット企業を自社グループに取り込むことが可能となるうえに、企業再生ファンドのもつ優れた企業管理能力や価値創造能力を活用することにより、大きく成長することができる。さらに、企業再生ファンドは長期的には被買収企業の競争相手にはならないため、被買収企業が競争相手の企業に買収されるよりは企業再生ファンドによって再生されるほうが戦略上のメリットがある。

企業再生ファンドとハゲタカ・ファンドは異なるものである。企業再生ファンドは経営破たん陥った企業の価値を上昇させ、企業価値の再生を手助けするものであり、現在の日本経済にとって救世主となりうるものである。このような企業再生ファンドの企業戦略上の重要な意味が認識されれば、企業再生ファンドの見方は変わってくる可能性もある。

また、商社系プライベート・エクイティファンドの今後の動向も注目すべきである。商機を見つけ、そこでリスクをとり、人員を派遣して投資先をコントロールするという点において、商社とプライベート・エクイティには類似性が見られる。商社の持つ人材や業界

ネットワークを利用してプライベート・エクイティファンドの持つイメージのハードルを越えることができれば、商社が日本におけるプライベート・エクイティファンドのリーダーとなる可能性はある。

．日本政策投資銀行と企業再生ファンド

企業再生ファンドの設立を促し、事業再生分野へのリスクマネー(エクイティ)の円滑な供給を図ることを通じて、事業再生と不良債権問題の一体的解決を図るため、平成 13 年 10 月の「改革先行プログラム」に基づき、日本政策投資銀行に企業再生ファンドへの出資制度が創設された。改革先行プログラムにおいては、企業再生ファンドについて、日本政策投資銀行の他に民間投資家、RCC 等に対してもその設立を要請することとした。

これを受けて、平成 13 年度補正予算においては、日本政策投資銀行からの事業再生ファンドへの出資財源にあてるため、産業投資特別会計から日本政策投資銀行へ 500 億円の出資が計上され、これと日本政策投資銀行の自己資金 500 億円とあわせて合計 1000 億円の事業再生ファンドへの出資枠が日本政策投資銀行に確保された。ついで、平成 13 年 12 月 11 日には、日本政策投資銀行は、「企業再建ファンドへの出資に関する基本的な考え方」を策定し、ファンドの目的、再建対象企業、企業再建の手法、ファンドの中立性、投資家に対する情報開示、ファンドの事業計画等に係る日本政策投資銀行の事業再生ファンドへの出資基準を定めた。

同行が企業再生ファンドへ出資等を行うにあたっては、金融再生と産業再生の一体的解決を図るという「改革先行プログラム」の趣旨を踏まえ、単なる債権買取を目的とするファンドは対象としないなどといった、一定の要件が必要と考えている。一方、我が国においていまだ揺籃期にある事業再生マーケットの健全な発展に資する観点から、リスクに見合った適正な投資利回りを求める投資家の意向をはじめとする民間ビジネスとの親和性に十分配慮し、過度に厳格な投資要件とならないよう留意することも必要であると考えられている。

同行の投資するファンドの要件としては、以下のようなものが挙げられている。

ファンドの目的

金融再生と事業再生の一体的実現に資するものであり、我が国経済社会の活力の向上に寄与すること

再建対象企業

経済社会的有用性および今後の発展性のある国内企業であって、過剰債務問題が円滑な事業遂行の障害となっているが、経済合理性の高い再建計画によって、債務圧縮と事業再構築により再建を図る企業であること

再建の手法

- ・公正な第三者を活用してデュー・デリジェンスを行う等、経済合理性の高い再建計画に基づく適切な事業継続価値をベースに関係者との公平性に配慮した再建であること
- ・銀行等からの DES 後の株式の取得等を行うとともに、再生対象企業の経営に対する適切な関与を通じて企業価値の向上を図ること（株式取得後、即座に企業を解体・処分する等、目的が再生と考えられないファンドや、経済合理性の高い再建計画に基づく事業再構築を行わない、単なる投資目的のファンドは対象としない）

中立性

ファンドの運営主体と DES 後の株式等の売り手との間で利害相反が生じる恐れがないこと（売り手と買い手が実質同一ではないこと）

投資家に対する情報開示

投資家への定期的な報告等を通じて十分な事後的モニタリングが可能であること

ファンドの事業計画

- ・リスクに見合った適切な投資利回りを目標とする等、合理的な事業計画であること
- ・事業再生という趣旨に照らし適切な投資期間であること
- ・ファンドの運営主体に企業再生能力があり、事業計画の実現可能性が高いと認められること
- ・ファンドの運営主体による企業再生成功への動機付けが働く仕組みとなっていること

日本政策投資銀行が 2001 年 5 月から 2003 年 6 月末までの二年間に企業再生に投じた資金が累計一千億円にのぼった。事業再生ファンドへの出資と経営破綻した企業への資金繰り支援などが柱で、件数は三十七件に達する。

このように、日本政策投資銀行という官業が企業再生での存在感を高めている。重要なのは、民間主導の企業再生の仕組みを有効に機能させる上で、こうした日本政策投資銀行

などの公的機関が持つカウベル効果の役割である。民間のファンドに日本政策投資銀行が投資を行うことで動向の審査力が担保となり他の民間投資を誘うという、信用補完の効果が生じる。民間金融機関の自立的な動きを加速させるためには、公的機関のカウベル効果が有効である。

公的機関のカウベル効果が、企業再生を促し企業再生マーケットを育成することにつながる。公的機関は本来の機能を存分に発揮でき、民間金融機関はさらなる再生の手法を競うインセンティブを高めることになる。

ただ、日本経済が持ち直し、民間の再生ビジネスが軌道に乗れば、民業圧迫との批判も高まる可能性がある。民間の投資や金融機関の融資が正常化すれば日本政策投資銀行の投融资は民間と競合する可能性は残る。今後は、官民の役割分担などをきちんと議論すべきである。

表9-3 日本政策投資銀行による企業再建ファンドへの出資実績一覧

| ファンド名 | ファンド総額 | 対外公表時期 |
|-----------------------------|--------------------------|-----------------------|
| 日本みらいキャピタル(株) | - | H14.2.4 |
| NMC2002 L.P. | 金銭出資 500 億円程度 (追加募集中) | H14.10.18 |
| ジャパンリカバリーファンド | 264 億円 | H14.3.8 |
| ダックビブレ企業再建ファンド | 20 億円 | H14.3.25 H14.7.30 |
| エーシーリードファンド 号 | 200 億円程度 (追加募集中) | H14.6.20 |
| ルネッサンスファンド | 140 億円 | H14.6.20 |
| MKSファンド | 500 億円程度 (追加募集中) | H14.9.27 |
| Carlyle Japan Partners L.P. | 500 億円程度 (追加募集中) | H14.10.2 |
| ダイエー企業再建ファンド | 600 億円 | H14.10.17 H14.12.2 |
| エア・ドゥ企業再建ファンド | 20～30 億円 | H14.12.20 |
| 新潟原動機(株) | 30 億円 | H15.2.3 |
| 新潟トランス(株) | 10 億円 | H15.2.3 |
| 合計 | 2800 億円程度 | - |

出所：銀行法務 21 No. 616

二部のまとめ

以上、これまで二部で見てきた DIP ファイナンスや DES、また M&A や企業再生ファンドの機能は、これまではメインバンクが担っていたものである。しかし、一部で見たように、金融環境の変化やバブルの崩壊によって銀行の体力が毀損し、メインバンクが主導して破綻企業の私的整理を行うだけの機能が失われてきた。本来、私的整理がうまくいかない場合、法的整理を活用することが有効であるが、現在の日本において、法的整理の活用は依然社会的ペナルティが高く、さらに法的整理では結果的に効率性が満たされない可能性があるという欠点がある。

そこで、私的整理を効率的に進めるためにはこれまでメインバンクが担ってきた事業再生のための機能をアンバンドリングし、それぞれの機能を専門化する必要がある。そして、アンバンドリングされるべき事業再生の機能が、まさに二部でみてきた DIP ファイナンス、DES、M&A そして企業再生ファンドなのである。これらの機能が専門化されることによって初めて、より効率的な事業再生が可能となるのである。

以上の四つの事業再生の機能のうち、専門化されその発展が特に期待されるのが企業再生ファンドである。というのは、企業再建ファンドは他の機能と密接に関連しているからである。DES 後の株式の受け皿の役割も果たす。多くの金融機関は株主としての責任や株式保有によるリスクのために、DES によって受領した株式をみずから保有することを避ける。それが、DES の利用の障害となっていた。しかし、DES の受け皿機能を果たす企業再生ファンドが発展することで、DES の活用も増加すると考えられる。また、企業再生ファンドの投資回収手段として M&A があり、企業再生ファンドの活用が増加するようになれば M&A 市場も活性化されると考えられる。

さらに、多くの企業再生ファンドが立ち上がることにより、事業再生マーケットにより多くのリスクマネーが供給され、活性化すると考えられる。今後、事業再生マーケットが活性化することによって、円滑な事業再生が進められることが期待される。

以上のように、企業再生ファンドの発展が、効率的な事業再生の遂行、さらには今後の事業再生マーケットの発展に不可欠である。しかし、事業再生ファンドの発展を実現させるためには、法律や税務といった制度面の改善や証券市場や M&A 市場の活性化、また事業再生に関するノウハウ不足の克服や再生対象企業の経営者として実際に事業再生の現場を担う人材（ターンアラウンド・マネージャー）の育成と組織化、さらに企業再建ファンドビジネスに対する社会の抵抗感の払拭といった課題がある。こういった課題がある現状では、外資を含め資源を提供してくれるものは全て使うという考え方が大切である。

金融機関はこれまで家計から企業へ資金を配分してきたが、今求められているものは企業から企業への資金の再配分である。そのためには、それに適した企業再生ファンドなどの業態が発達すべきである。現在、銀行の資金供給機能が低下する中、日本でも高利回りを狙ったリスクマネーが企業再生ファンドを通じて循環し始めている。今後、事業再生を取り巻く多くの関係者によって上記で述べた企業再生ファンド活性化のための課題が克服され、企業再生ファンドがさらなる発展を遂げることを期待したい。

第三部 公的枠組みによる事業再生

第10章 整理回収機構（RCC）における企業再生について

1. 整理回収機構における企業再生の取り組み

（1）整理回収機構設立の経緯

整理回収機構（以下 RCC）とは、99 年より、住宅金融債権管理機構と整理回収銀行が合併し、業務を開始した公的サービサーである。これまで、RCC は公的資金を投入された破綻金融機関や旧住専の貸付債権などを適正・迅速に回収して、公的資金すなわち国民負担の最小化に寄与し、日本経済再生に役立つという役割を担ってきた。

（2）RCC の機能拡充

このような業務に加え、2001 年の一連の閣議決定・法改正等¹⁾によって、日本経済が抱える不良債権問題の処理促進のため、RCC の一層の機能拡充がはかれることになった。これにより、RCC は新たに企業再生本部を設置し、企業再生に取り組むこととなった。

（3）RCC の再生実績

これまで RCC が行ってきた過剰債務整理と経営改善を内容とする抜本的な再生計画を策定し、債権者らの合意のもとに企業の再生をはかる企業再生は、おおよそ 100 社に達する。（平成 15 年 1 月 31 日現在）また、RCC 単独の弁済条件の変更、債権の一部放棄、債権の第三譲渡などによって行われる企業再生は 3694 社に達する。

この章では、RCC の役割のうち企業再生に焦点をあてて論じていく。

2. RCC が企業再生において果たす役割・意義

（1）企業再生の定義

まず始めに「企業再生」という言葉の定義づけを行う必要がある。RCC によれば、「企業再生」とは、「本業等はそれなりの市場競争力があるが、過去の投資等により過剰債務を抱えているため借入金の元利払を約定どおりに行うことが困難なため、そのまま、推移す

1:RCC の機能拡充については、「与党三党の緊急経済対策（平成 13 年 3 月 9 日）」、「政府の緊急経済対策（同年 4 月 6 日）」、「骨太の方針（同年 6 月 26 日）」で方針が示され、その後、改革先行プログラム（同年 10 月 26 日）においてその拡充の内容が明らかになり、これに沿って同年 12 月 7 日金融再生法が改正された。

れば、早晚、破綻を迎えざるをえないような企業について、債権者間の合意により、債務の弁済期間を猶予したり、金利を減免したり、あるいは債務の一部を免除したりして事業の継続を可能とし、債権者は事業収益の中から可能な限りの弁済を受ける」としている。したがって案件によっては再生させるのは、企業の一部の事業だけの場合もあるため「事業再生」という方がふさわしい場合も含めて考える。

(2) RCC が企業再生を行う意義～メリット～

RCC は公的な性格を有する機関である。その RCC が企業再生を行うことは、以下のような意義があると考えられる。

債権者間の利害調整

企業を再生する際には、しばしば様々な債権者の利害が対立する。このような場合、RCC は債権者の利害調節のために、単なる一債権者にとどまらず率先して再生手続きにおける公平性・透明性の確保に努めることが出来る。RCC が債権者間の交渉の中心となることによって、債権者間の交渉コストを低減することが可能となる。

「官」という立場から債権回収を行うメリット

暴力団の関与している事案のような極めて劣悪な案件や、100 億円ないし 1000 億円単位の巨額の債権額の回収を要する案件などは、収支均衡を求められる民間サービスに担わせることは現実的ではない。このような民間サービスを補完する形で RCC が業務を行うことには、社会経済的に見てメリットがあると言える。

倒産法申し立てにおける「官」という立場の利用

銀行や外資の投資ファンドは評判を気にし、債権者側からの倒産法の債権者申し立てに対して二の足を踏んでいる。RCC は「官」という立場を利用しそれを進めていくことが可能である。

(3) 企業再生における RCC の役割

RCC の役割を簡潔に述べると、いわゆる「ロンドン・アプローチ²⁾」における金融債権者を調停する役割と私的整理ガイドラインにおける第三者アドバイザー的役割の 2 点である

2:イングランド銀行が1970年代半ば以降の経験をもとに、1990年代初め頃までに確立したとされる私的整理の際の不文律。倒産実務家国際協会 (INSOL:International Federation of Insolvency Professionals) が提言する「複数債権者ワークアウトの国際原則 (いわゆる8原則)」の原型ともなっている。

といえる。さらに、M&A や資金調達のコーディネーターとなって、RCC のネットワークを活用してスポンサーを探すという役割も担う。RCC の行うアドバイスは、企業再生に関連して会計、税務、法律、金融、さらに事業に関するものなどさまざまである。

実際の RCC による債権者調整は、金融債権者に対する債務免除額や DES 等の調整ばかりでなく、経営者責任、株主責任の調整、DIP ファイナンスや計画合意後の融資の調整、それに伴う担保の組成などにも及ぶもので、専門家を入れたチームで対応することになる。

．RCC における企業再生の流れ

以下では、RCC がどのように企業再生に取り組んでいるのかを見ていくことにする。

(1) 企業再生の対象

RCC の企業再生業務の対象には、RCC 保有の既存債権に係る債務者及び 金融再生法 53 条による健全金融機関からの新規買取債権に係る債務者を対象とするケースの他に最近では後述の RCC の信託機能を利用したファンドによる当該債権の将来における買取をあらかじめ RCC に依頼し、その自行債権の買取予定者としての立場から RCC に債権者相互間及び債務者と債権者間の調整を依頼するケースも増加してきている。すなわち、このようなケースも加えると、上記の 、に加え 金融機関の債権につき管理信託を受け、委託者より企業再生案の立案及び債権者間の調整の依頼を受けた債務者、金融機関及び投資家により、金銭信託以外の金銭の信託を受託し、債権の購入を前提に、委託者より企業再生案の立案及び債権者間の調整を受けた債務者 金融再生法 60 条による預金保険機構からの回収委託債権に係る債務者が挙げられる。

(2) 企業再生業務の流れ (図 10-1 参照)

再生案件の発掘・持込

まず、案件が再生見込み先であるか否かの最初の大まかな判断は、持ち込み金融機関が行う。RCC は持ち込まれた案件について、入手できる範囲の情報でデュー・デリジェンスを行い、再生の可能性を含めて検討し、合理的な回収シナリオに基づき RCC としての買取価格を決定し、預金保険機構に報告する。買取後は、速やかに再生候補先として扱うか否かの見極めを行い、再生可能先と判断されれば、再生検討委員会にその可否を諮ることとなる。また買取以外に、保有案件の見直し、調整案件の持ち込み (信託・ファンド等) によって再生案件の発掘を行う。

検討委員会による再生可否の判断

新規買取案件、既存保有案件を問わず、担当部署が再生可能と判断した案件について、その可否を企業再生検討委員会に諮り、客観的かつ専門的な判定を仰ぐ³。

再生スケジュール

再生検討委員会において「再生計画作成可」と判定され、再生の方向で進めるとの判定が行われた場合、再生業務が以下のように行われる。

再生計画原案作成

再生計画案を作成する主体は債務者企業自身であり、その責任も債務者企業自身に帰属するものであるが、実際問題としては債権者たる RCC が主導することが不可欠である場合も多い。

債務者交渉

債務者自信が作成する原案について、株主責任や経営責任を含め、債権者の立場から容認できるものであるかどうかを RCC としてチェックし、必要に応じて修正させるため債務者と交渉する。

債権者交渉

債務者との交渉と平行しながら債権者とも交渉を行い、合意できる再生計画案の作成を目指す。

再生計画原案の修正

必要に応じて原案を修正し、債務者と債権者及び債権者間の合意を目指す。

再生計画案合意

再生計画案実行

債権者及び債務者の依頼により、必要に応じて再生計画案の実行状況を RCC でモニターする。

なお、再生計画案について合意できなかつたり、合意された再生計画案の実行が再修正を行っても不可能となれば、清算型に移行することが当然あり得ることはいうまでもない。

3.RCC における再生可能かどうかの判定基準は次の通りである。

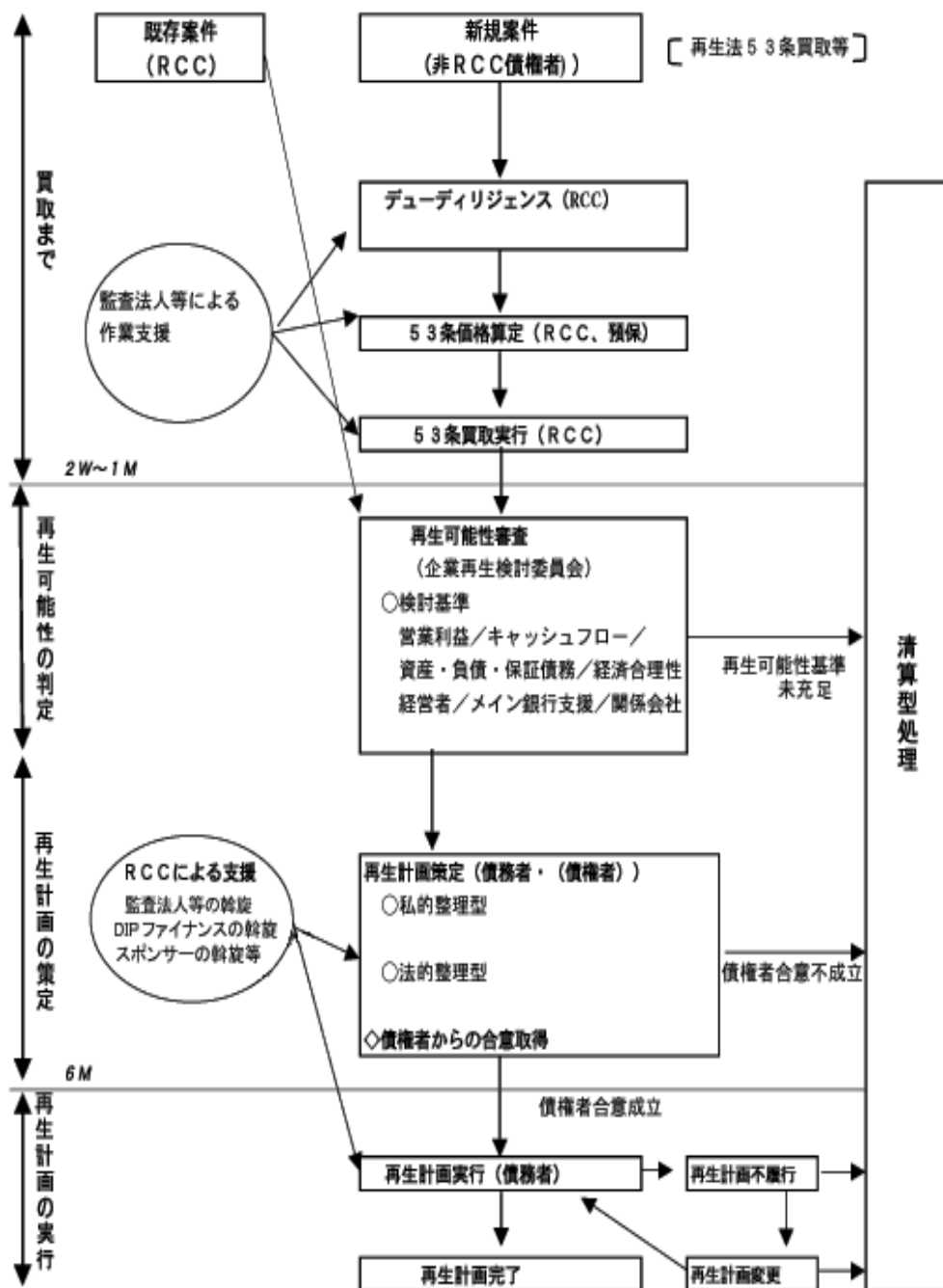
誠実な債務者であり、その財産状況を債権者に適切に開示しているか。

債務者の再生の対象となる事業自体に市場での継続価値があるか。

債務者の事業の再生を行うことが債権者としての経済合理性に合致しているか。

という三点に加え、その他に、経営責任や株主責任のとり方、地域経済への影響、主要債権者の意向等も付加的に考慮している。

図 10-1 企業再生業務の流れ



出所：RCC ホームページ

．ファンドによる信託機能の企業再生業務への活用等

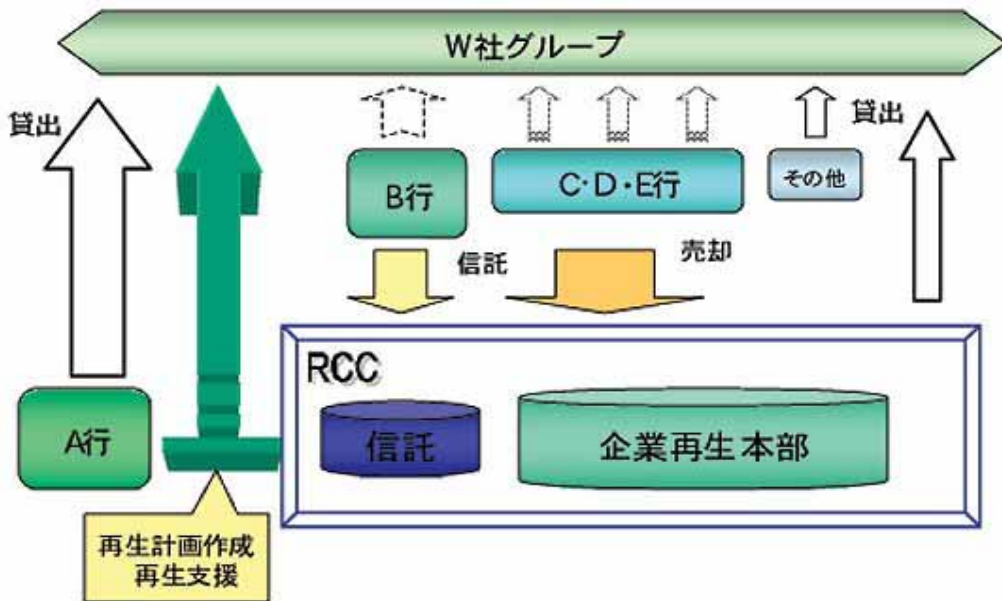
RCC は、平成 13 年 6 月のいわゆる「骨太の方針」において信託兼営を認められたが、RCC はこの信託機能を再生業務に活用することでその手法を多様化し拡大することが可能となった。具体的な活用例は大きく分けて「管理信託」手法と「金外信」の特徴を取り入れた「ファンド」手法である。以下、その機能について見ていく。

(1) 再生型管理信託 (図 10-2 参照)

金融機関は貸付元本のまま RCC に信託し、債権を売却することなく (売却損を顕在化することなく) RCC の調整機能等を活用し再生を図ろうというものである。RCC はメイン行と再建計画策定等において共同作業を行う。さらに、RCC が債権の売却を希望する金融機関から金融再生法 53 条を活用して買取ることができれば RCC への再検集中が進み債権者間の合意が得られやすい枠組みが整うことになる。

このような機能は、再生を目指す企業の債権を売却することによって、企業との関係を完全に断ってしまうことは好ましくない場合、債権者である金融機関が多数あってその利害調整が難しい場合等に利用される。

図 10-2 再生管理型信託スキーム概要



出所：RCC ホームページ

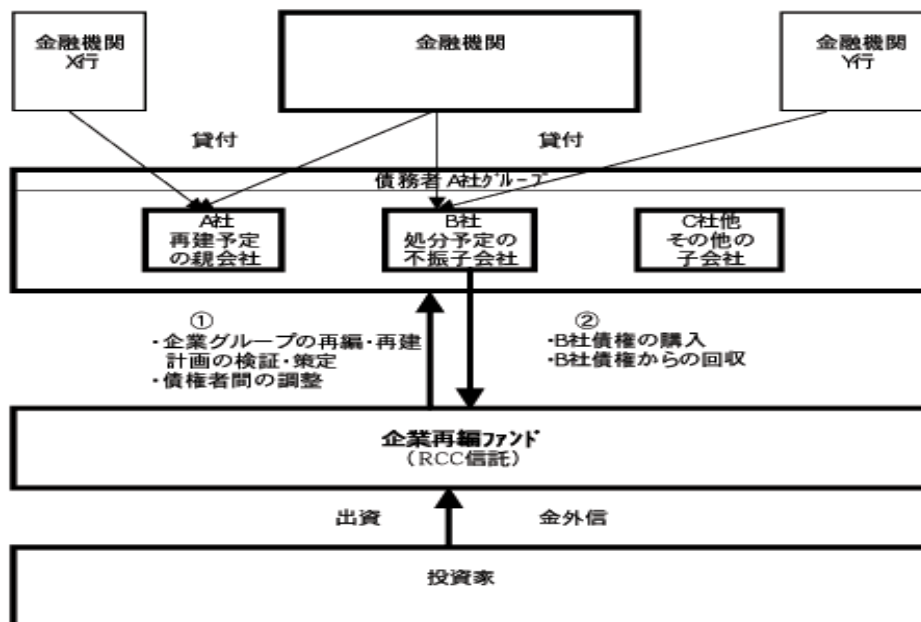
(2)「金外信⁴」(企業再生ファンド)(図10-3参照)

RCC企業再生ファンドは、民間投資家の資金でファンドを組成し、ファンドで再生対象債務者や子会社の債権を買い取り、買取後ファンドにおいて再生計画に従って債務免除、デット・エクイティ・スワップなどの処理を実行して、事業再編・企業再生を達成するスキームである。

企業再生ファンド最大の特長は、民間資金を活用してファンドを組成し、公的資金を使う場合に生じる2次ロスリスク(後述)がないことである。

RCCの企業再生ファンドにおける銀行側にとってのメリットは、銀行が再生計画策定の機会が確保できる、再生後も再建企業との取引を円滑に継続できる、再建放棄を嫌う地銀以下からの再生計画への合意を取り付けやすいこと、破綻懸念先以下の再建だけでなく、RCC企業再生ファンドを活用すれば、要注意先債権、要管理先債権の買取も可能となり、案件をもちこみやすくなる、といったものが挙げられる。

図10-3 RCC企業再生ファンドのイメージチャート



出所：RCC ホームページ

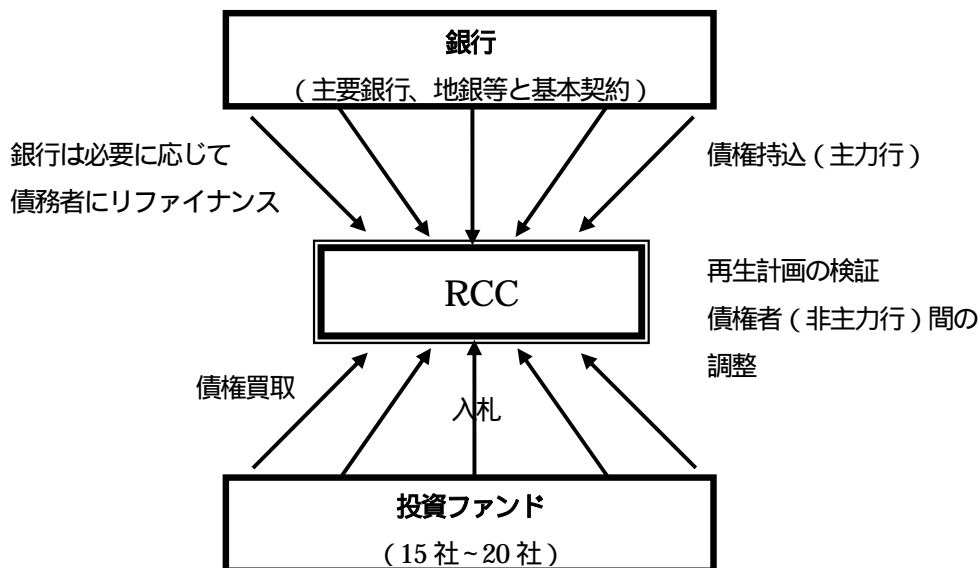
4.金銭の信託は、金銭信託と金銭信託以外の金銭の信託とに分類される。金銭の信託のうち、信託終了時に信託財産を金銭に換価し受益者に金銭で交付するものが金銭信託であり、信託財産を現状有姿で受益者に交付するものが金銭信託以外の金銭の信託である。

(3) 企業再生ファンド(新スキーム)(図10-4参照)

上述のように、企業再生ファンドをRCCが立ち上げ、現在までに3つのグループの再生を実施してきたが、その後、企業再生案件の増加に対応すべく、汎用性のある以下のような新スキームを策定している。

この新スキームにおいては、RCCが公正・中立の立場で関与することによって、計画の客観性が確保でき、債権者金融機関相互の利害調整が行いやすくなることに加え、民間の投資化の資金を活用して入札を実行することで、金融機関にとっては、価格の妥当性が確保でき、また投資家との橋渡しがスムーズに行えるという意義がある。

図10-4 企業再生ファンド(新スキーム)のイメージチャート



出所：RCC ホームページ

．整理回収機構に関する問題点

(1) 民業圧迫

不良債権の買取という分野は、すでに民間がビジネス化している。サービサー会社が多数出現している他、海外からは投資ファンドが来日してビジネスを繰り広げている。そのような分野に「官」である RCC が参入する意味があるのかという問題がある。民間業者と同じように買い取るのであれば、民間に任せておけばよいのではないかという反論も生じている。また、現在民間業者が需要の多さに躊躇しているということもないのであればなおさらである。RCC の不良債権買取がいかなる位置づけにあるのかという論点を明確にする必要がある。

この問題については、RCC はあくまで民間の補完的な立場にあるべきである。上述のように、民間では行うことが難しい債権の買取や、ファンドのような機能を用いて、民業を圧迫するような働きではなく、民間における企業再生を活発化させる活動が望まれる。

(2) 企業再生専門家の足りなさ

RCC が行う倒産法の債権者申し立て後、つまり会社更生手続きなどにより立ち直りつつある過程では民間に任せるべきではないかという意見が多い。RCC は民間よりも専門家という点においては劣っているため、企業再建はプロに任せないとうまくいかないとする者も多い。ファンドにおいても当該企業の業種・業界等に精通し経営ノウハウを持った民間資本を中心に考えないと機能しないと考えられている。

(3) 2 次ロスの問題

RCC が金融機関から債権を買い取り、その債権を処分する際に最終的に損失が生じた場合には、預金保険機構の金融再生を通じて公的資金で穴埋めされることになる。この点において国民が納得を出来るのかという問題がある。

この問題は、企業再生による利益と比較して考える必要がある。例え 2 次ロスが出たとしても企業再生による利益の方が大きいと考えられるならば、国民経済的にはプラスである。

また、2 次ロスの問題に関しては、RCC が最近行うようになった企業再生ファンドを用いることによって解決することが可能となる。

第11章 産業再生機構

．はじめに ～産業再生機構設立の経緯～

日本経済が活力を取り戻すための必要条件として、不良債権問題の早期解決が主張されてきた。金融庁、銀行も問題解決のための努力を行ってきた。金融庁による特別検査が2度にわたって実施され、着実な不良債権処理が図られる中、銀行も不良債権処理を進めバランスシートからの切り離しを行っている。増加を続けていた不良債権残高はようやく減少に転じており、引当率も向上するなど、一定の進展が見られる。

しかし、銀行の不良債権処理の中には、債権の保有者が銀行から整理回収機構や内外の投資家など他の機関に移っただけのものもある。不良債権の保有主体が変わっただけであれば、不良債権問題が解決したとは必ずしもいえない。

銀行のバランスシートから切り離された後、存続可能な企業をいかに再生させていくかが、日本経済を活性化させるために重要なポイントとなる。こうした中、「金融・産業の一体的な再生」を行うという意図で産業再生機構が設立された（表11-1参照）。

表11-1 産業再生機構の設立経緯と今後の予定

| | |
|-------------|------------------------|
| 2002年10月30日 | 「改革加速のための総合対応策」で設立提唱 |
| 11月19日 | 具体化のため産業再生・雇用対策戦略本部設置 |
| 12月19日 | 「企業・産業再生に関する基本方針」で方針提示 |
| 2003年4月2日 | 改正産業特別措置法と産業再生機構法成立 |
| 4月16日 | 発足（業務開始は5月8日より） |
| 2005年3月末まで | 買取期間終了（2年間） |
| 2008年3月末頃 | 解散予定（設立後約5年） |

出所：UFJ総合研究所より作成

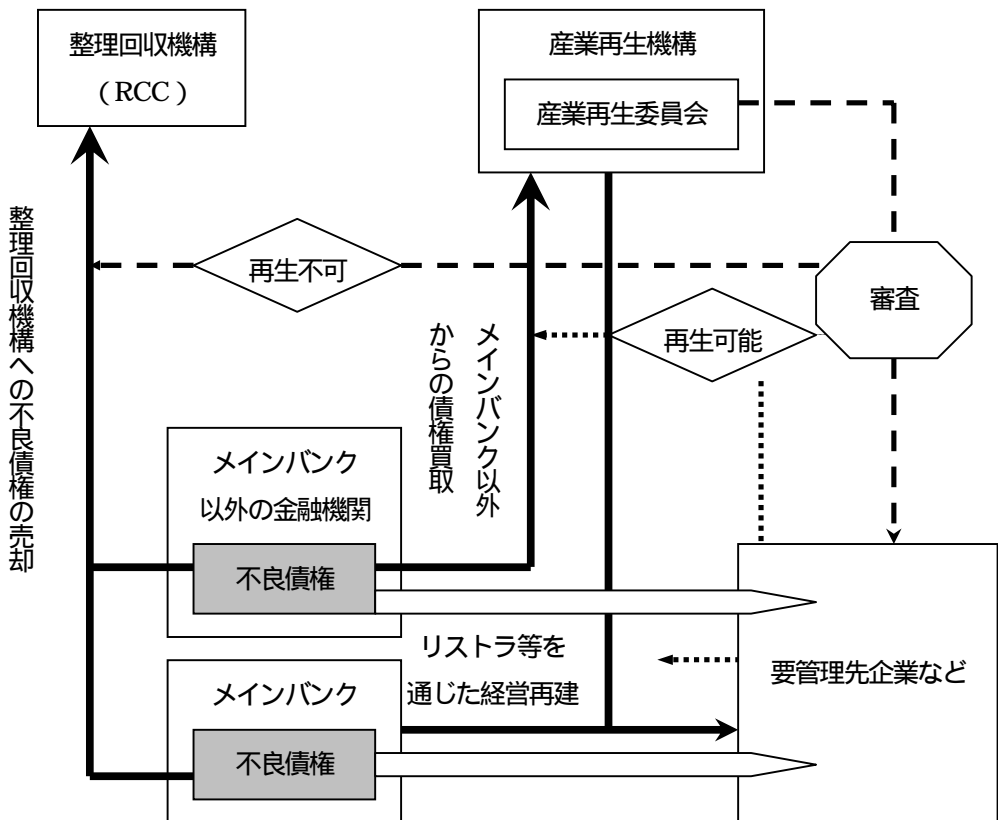
．産業再生機構設立の目的

産業再生機構は、金融機関が抱える不良債権処理の加速化だけでなく、国内需要の低迷で生じた産業界の過剰供給構造の解消も設立目的に掲げている。不良債権問題は、直接的には金融機関のバランスシートの問題であるが、実態は借り手である企業サイドの問題といえる。それゆえ、産業界の過剰供給構造の解消なくして金融機関サイドの問題、つまり不良債権問題も解決しない。そこで、政府の関与を通じた「金融・産業の一体的な再生」を目的として産業再生機構が設立された。

・産業再生機構の仕組み

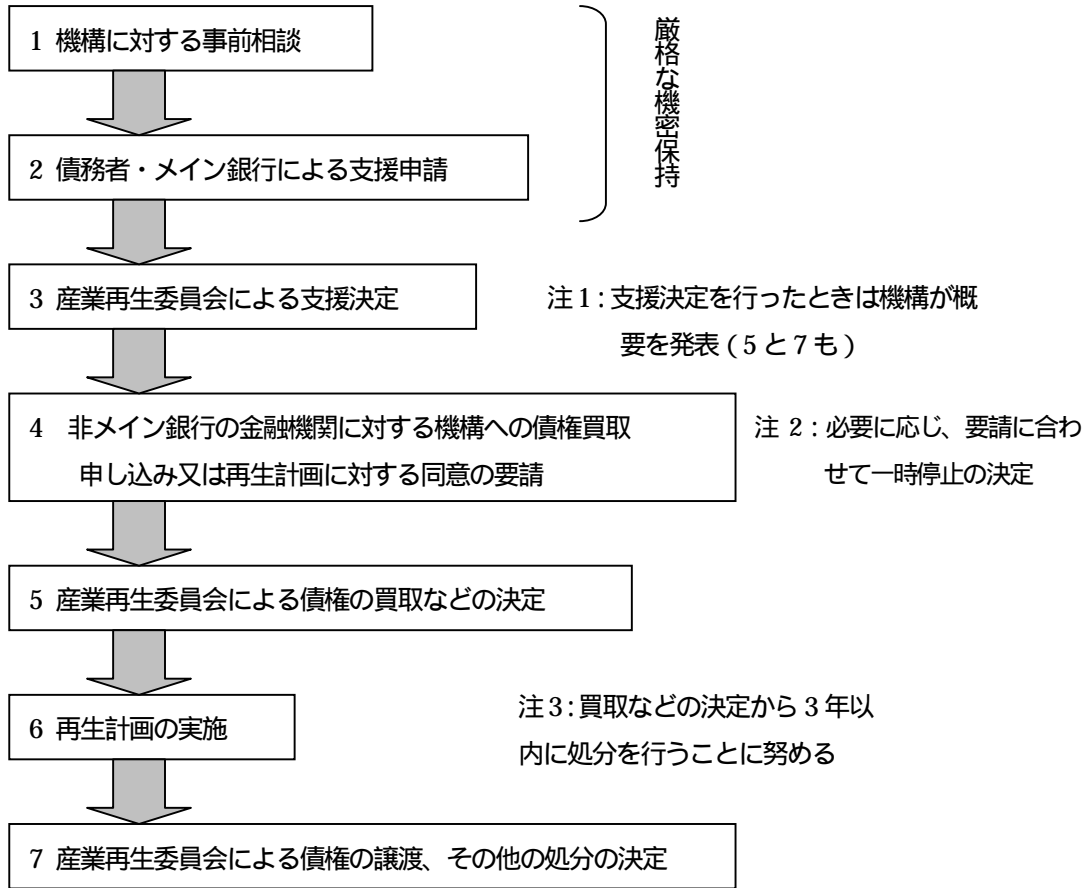
産業再生機構は、預金保険機構のもとに、整理回収機構と並んだ、融資機構などを備えた金融機関として設立された。その中に、有識者からなる産業再生委員会を設置し、対象企業の再生計画や経営指標などに基づいて、再生の可否を判断する。再生可能と判断された企業については、産業再生機構がメインバンク以外の金融機関からその債権を買い取る。そして、メインバンクなどと共に、その企業のリストラ・経営再建を進める。再生困難と判断された企業については、産業再生機構のスキームを利用することはできない。債権は整理回収機構に売却され、法的整理などを通じて債権回収が想定されている(図 11-1 ,11-2 参照)。

図 11-1 産業再生機構のイメージ



出所：大和総研制度調査室より作成

図 11-2 産業再生機構における案件取扱フロー



出所：産業再生機構 HP から作成

・産業再生機構による具体的再生手法

産業再生機構の業務開始から数ヶ月が過ぎた。ここに来て、産業再生機構が再生手法の多様化に乗り出した。当初、想定されていた私的整理による支援に加え、民事再生法など法的整理を申請した企業の再生も支援する。これは債権者関係の調整を容易にし、経営不振企業向けの貸出債権の買取を迅速にするのが狙いだ。本格的に、事業再生の迅速化に向けて動きだしたといえる。

現在、産業再生機構の再生手法として上記の法的整理における再生支援に、私的整理における子会社方式、支援企業方式を加えた三つの手法が存在する（表 11-2 参照）。ここでは、それぞれの手法の特徴を解説していく。

(1) 私的整理における子会社方式

この方式は、権利関係の錯綜などでスポンサーが見つからない企業を政府自らがスポンサーの代わりになることで再生する手法である。本来ならば、民間の企業がスポンサーとして信用補完を行うところを、政府主導で信用補完を行う。産業再生機構が果たす主な役割は、非メイン行から債権を買い取ることによって債権の集中化を図り、債権者間の交渉コストを低減することがあげられる。さらに、スポンサーとして、DIP ファイナンスによる運転資金の確保、債権放棄・DES などの取りまとめを通じて経営不振企業のリストラクチャリングに努める。

この方式は、あくまでも私的整理における企業再生であるため債権者間の調整が難しい。それに加え、政府主導の信用補完であることを考慮すると、二次ロスが発生する危険は大きいと考えられる。

(2) 私的整理における支援企業方式

この方式は、スポンサーとなった民間企業が信用補完を行い、さらにターンアラウンド・マネージャーとして経営不振企業のリストラクチャリングに努める。産業再生機構が果たす主な役割は、スポンサー企業の選定や、債権の集約化である。

この場合、政府はあくまでもスポンサーとなった企業を補佐する立場なので、二次ロスが発生する危険も低くなると考えられる。

(3) プレパッケージ方式

この方式も、子会社方式と支援企業に分けることは可能だが、さして意味がないのでまとめて論じる。当初、産業再生機構は私的整理における企業再生を主眼においてきたが、マツヤデンキ案件で初めて法的整理における再生に乗り出した。この方式の利点は、裁判所が関与するため、大胆な債権カットなどの債務者間の調整が容易な点である。このため、迅速な再生が可能となる。この方式の短所は、法的整理であるため、どうしても再生企業に破綻企業の印象が残ってしまう点である。

表 11-2 産業再生機構による支援手法

| | 子会社方式 | 支援企業 方式 | プレパッケージ 方式 |
|-------------|-----------------|------------------|---------------|
| 再建手法 | 私的整理 | 私的整理 | 法的整理 |
| 債権者間の 調整 | 難しい | 難しい | 容易 |
| 再建の リード役 | 政府 | 支援企業 | 裁判所 |
| 再建の 特徴 | 政府主導で 信用補完 | 民間主導で 営業テコ入れ | 破綻企業の 印象残る |
| 事例 | 三井鉱山、 九州産業交通 | ダイア建設、 うすい百貨店 | マツヤデンキ |

出所：日本経済新聞より作成

・産業再生機構活用のメリット

(1) 債権者にとっての利点

- ・メイン寄せ¹を回避できる

メイン寄せの動きが出ることによって再建が遅れる・頓挫するといった問題点を回避することができる。再生機構による再建が始まると非メイン銀行が債権の回収に走る懸念がある。しかし、債権者の権利行使を停止させる「一時停止」が法律で認められているため、それを阻止できる。

- ・債権者間の調整が容易となる（Hold Out 問題²の解決）

当事者間だけでは調整が困難な金融機関などの利害を中立的な立場で調整することにより、債権の集約化が容易となる。このアプローチは、メインバンクなどの判断に機構が関与することにより、非メイン行などに対して take-it-over-or-leave-it 型の提案を行うものである。これは機構が再生可能と認定し、支援を決定した案件において、一般債権者などに対して、再生計画に同意するか、債権買取を申請するかの回答

を、期限を区切って求めることによって可能となる。

- ・ 不良債権のオフバランス化が進む

非メイン行はバランスシートから不良債権を切り離すことができる。メイン行にとっても買取対象となった債権は「要管理先」から「要注意先」に格上げされ、「正常債権」とみなされるためオフバランス化が進み、また必要な引当率が低下するため引当金の取り崩し益が発生する。

- ・ 税務上のメリットが得られる

再建計画にそって債権放棄を行う際に発生する損失は、無条件で損金参加ができるため、無税償却が可能になる。

(2) 債務者にとっての利点

- ・ 改正産業活力再生特別措置法（改正産業再生法）の認定先になれる

再生機構の支援基準は、改正産業再生法認定のための数値基準と基本的に共通であるため、同法の適用を受けやすくなる。これにより、税務上のメリット（一部の新規設備投資に対する特別償却の適用、登録免許税の減免など）、追加貸出（公的金融機関の低利融資など）を受けるメリットを享受することが可能となる。

- ・ 信用力が向上する

再生可能の認定を産業再生機構から得ることで、信用力が向上することが期待される。ただし、産業再生機構への申請が予想されていなかった企業が買取対象となった場合には、逆に信用力が低下することもあり得る。

- ・ 上場基準の特例措置が適用される

事業再生のために債務超過となった場合など、特例措置により上場は維持できる。また、上場廃止となった場合でも一定条件をクリアすれば、短期間での再上場が可能となる優遇措置がある。

(3) その他の利点

- ・ 債務者の再建計画の進捗が容易となる

債権者の権利関係が整理されるため、不稼動資産の売却や他社への一部事業の譲渡が容易となり、再建計画が進めやすくなる。また、関係者が減ることから企業の合併

や売却などが容易になる。

- ・ 再生ファンドの投資家がいけない点を補える
いったん産業再生機構が買い取り、市場の厚みが増してから売却するという時間的な余裕が出る。また、売却によって事業再生市場の育成が図られる。
- ・ 企業債権のノウハウが蓄積される
一部の専門家にしかない企業債権の貴重なノウハウが蓄積され、また再建専門家（ターンアラウンダー）の育成が進むことが期待される。

．産業再生機構の問題点

（１）継続企業価値の評価の困難（再生可能性の判断基準）

継続事業価値が明確に定義できなければ、当該企業の将来を適切に決定できないだけでなく、企業価値の配分に利害を有する、異なる請求権者間で利益相反の可能性が発生する。その結果、当該企業の将来に関して不適切な決定が行われる可能性がある。³

（２）機構が金融機関救済の目的で利用される可能性（委員会のガバナンス）

機構は、実質上、預金保険機構の傘下であり、かつ機構設立の目的として「信用秩序の維持」が入っている。そのため、たとえば、再生見込みがないにもかかわらず、破綻すればメインバンクも致命傷を負うような大口融資先の再生案件が機構に持ち込まれた場合、機構はそれを蹴ることができるかどうか問題となる。

（３）債権の買収の「適正な価格」をどのようにはじくか。

再生可能と判断される「実質簿価」を用いるということで、「時価」より高めに設定されると予想される。もしこの価格が高ければ非メイン行は債権売却のインセンティブを持つが、再生不能に陥ったときに機構の負担が増大する。逆にこの価格が低ければ非メイン行が債権売却による損失を恐れて機構への債権売却を差し控えるので不良債権処理を遅らせることになってしまう。

（４）二次ロスを誰が負担するのか。

二次ロスの発生に対しては、債権放棄などの措置が予想されるが、官民共同設置であるため、その判断の是非、負担の割合などに関する事前の決定を信頼のおけるコミットメントとしなければ、メイン行の支援申請を妨げる恐れがある。

(5) 資金的には十分なのか。

そもそも出資金が得られるのかという問題がある。現在のところ大手銀行が500億円近く出資するとの報道がなされているが、産業界では出資に積極的な反応を示していない。さらに、10兆円の資金枠が設定されているがこれは大手の要管理債権11兆円に充てられるだけである。メイン行からの買取や中小企業向け債権の大手行以外からの買取をするとなるとこれでは不足する。

(6) 産業再生の視点が欠けている。

今のところ不振企業で再生可能な企業をメイン行と一緒に再生するという、いわゆる企業の再生が中心議題となっている。つまり産業を再生するという視点が欠けている。悪くすると本来淘汰されるべき企業を温存することになるだけでなく、同一産業の健全な企業に悪影響を及ぼして健全な企業の産業再生力までも妨げることになりかねない。これでは産業の再生でなく停滞になってしまう。

(7) RCC との役割分担

RCCにも再生機能が付加されたにもかかわらず再生機構が新設されたことで、RCCの統括する債権は淘汰・死というイメージを強める可能性がある。このため、RCC送りだが、潜在的に再生可能であったプロジェクトが活かされなくなる可能性も排除できない。

(8) 最近明らかになった問題

平成15年9月30日、産業再生機構による支援が決定していた三井鉱山案件において、再建計画の修正が必要となる追加損失の発生が明らかになった。損失発生の原因について、受注していた水処理工事の工事仕様が変更され原価が膨らんだ商品であるプラント機械の陳腐化が激しく棚卸資産の評価損が発生した、という二点があげられた。この問題については、粉飾決算の疑いもある。事前に十分なデュー・デリジェンスを実施するはずの産業再生機構において、なぜこのような問題が起こったのであろうか。この背景には、第一陣の決定が遅いと批判を受け、機構側が支援企業の選定を焦っていたことがあげられる。

さらに、うすい百貨店の再建案件においては、非メイン行からの債権買取交渉で問題が発生している。非メイン行側が、再生機構が提示した買取額では低すぎると反発した

ためである。ここきて、再生機構に最も期待された、債権者間の複雑な利害調整の時間を省き、迅速な再生を可能にするという役割にまで疑問符がついてしまった。

．望ましい早期民営化

以上からわかるとおり、産業再生機構からは、明確な存在意義が感じ取れない。強いてあげれば、メインバンクの救済としての性格が濃厚である。しかし、株式持合いが急速に解消し、メインバンクの銀行の体力が低下している以上、今後日本の統治構造は多様化し、市場重視型へと急速に傾斜する可能性が大きい。こうした長期的な構造変化の方向を見据えながら、それと整合する政策支援へと枠組みを設定することが肝要ではないか。

つまり、再生事業の前提となる市場インフラの整備こそが政府の役割なのである。この点に関しては課題が多い。とくに外資のみならず、日本の再生会社、ファンドの参入が活性化する条件の整備が望まれる。たとえば、本邦事業会社が外資と平等な条件で活動できるように、税制などの優遇策⁴を検討する余地がある。

産業再生機構には、多くの事例を積み重ねることによって、国内業者の手による産業再生のための呼び水としての機能を発揮することが求められる。これを貴貨として、専門家を多数養成、訓練し、5年間の時限で解散し、広く民営企業の叢生のための条件づくり、地ならしとしみれば、その存在を正当化することもできなくもない。そのような意味では、産業再生機構の民営化を射程に入れた対応を考えるべきであろう。

産業再生機構とRCCの棲み分け

RCCはもともとは破綻金融機関から債権を買い取りその整理・回収・処分を図ることを目的としており、平成11年度からは健全金融機関からも買取を行うようになった。その後、平成13年の政府の「骨太の方針」及び平成14年1月の改正金融再生法をうけて、平成13年11月に、企業再生の可能性のある債権を担当する企業再生本部が置かれ、再生機能を持つようになった。健全金融機関からのRCCの買取対象債権が原則として破綻懸念先、実質破綻先、又は破綻先に区分されている債権であるとはいえ、企業再生のための制度設計としては、今回の産業再生機構のような機能をRCCに既に存在した企業再生部門の拡充という形で設置することもできたはずである。しかし、RCCがもともとは債権の回収を図ることを目的とした機関であり、その延長として企業再生を始めたことを考慮すると、要管理先債権を原則として買取対象とし、事業再生による企業価値の向上を図ることを第一の目的とする機関として、産業再生機構をRCCとは別の機関として設立することには十分な意義があるものと考えられる。

一方で、一般的な認識として、産業再生機構の設立によってRCCの統括する債権は淘汰・死というイメージを強める可能性がある。このため、RCC送りだが、潜在的に再生可能であったプロジェクトが活かされなくなる可能性も排除できない。これに関しては、RCCに債権が譲渡されたからといって、必ずしも清算型の法的整理が行われるわけではなく、さらに産業再生機構が事業再生のため、再建型の法的整理を使わないわけではないということアナウンスメントする必要がある。

最後に、ただでさえ企業再生に携わる専門的な人的資源が不足している状況で、扱う案件が大企業・中小企業という違いがあるとはいえ、同じような機関をつくることは、果たして効率的なことなのであるかという疑問も残る。

おわりに

これまで見てきたように、従来はメインバンクが一体化してあらゆる機能を担っており、事業再生という役割もメインバンクが一手に担っていた。しかしメインバンクの機能が低下していく中、メインバンクの代わりとして、メインバンクの持つ機能をアンバンドリングして専門化する必要が出てきた。そのようなアンバンドリングの必要性の中、事業再生の機能は様々な担い手によって、様々な手法が専門化されるようになったというのは、これまで見てきたとおりである。

しかし、より高度な事業再生に関するサービスを提供し、日本においても事業再生が活発化していくためにはその様々に専門化された担い手、手法を相互に絡み合わせる必要がある。上述のように事業再生というのは、ひとつの手法・担い手だけで完成するものではなく様々な手法・担い手が相互に絡み合うことによって、成功するものである。事業再生が日本において成功するためには、債務者、債権者、株主、行政などの一体的な対応が必要不可欠である。このような流れにおいて、日本でも最近では異なった主体が相互に協力しあい事業再生に望むというケースも増えてきている。

例えば、最近の事例で言えば、三井住友フィナンシャルグループが米ゴールドマンサックスと企業再生ファンドを組成し、自行の不良債権処理を促進しようという試みがある。このファンドによって、三井住友フィナンシャルグループは、グループ内の不良債権の付け替えではなく、本格的に不良債権処理を進めることとなる。また、このファンドにはゴールドマンサックスや、大和 SMBC から人材が投入され、より高度な事業再生が図られる。

このような事例は、銀行における不良債権処理に伴って事業再生を行う際の人材の不足という問題点を解決する好例であるといえる。このように異なる機関が互いに結びつくことによって、一つの機関では解決が難しかった問題を解決することができるといえる。

またこのような例は上述の RCC の新ファンド²⁾においても見ることができる。RCC が債権者間の交渉役となり、再生は民間がその債権を買取行うというものは、債権を抛出した金融機関にとっては、不良債権処理の促進が図れ、民間のファンドにとっては、事業再生の案件が増えることによって、日本の事業再生における問題点のひとつである、事業再生案件の少なさという問題の解決に寄与する。RCC にとっても再生を民間に任せることで、

1:予備的考察の関連図参照。

2:RCC の章の新ファンドスキーム参照。(図 10-4)

人材不足を補うことができる。

実際、このスキームは先日（平成 15 年 10 月）第 1 号案件が実施されることとなり、今後の活用が期待される。

このように、日本においては、事業再生はまだまだ始まったばかりのところみであり、人材不足、再生案件の少なさ等、問題はたくさんある。そのような状況の中で、事業再生が日本に根付くためには、官・民間わず、また一つの機関を越えて、相互に協力し合い、使える資源は使うという姿勢が必要であると考えます。

参考文献

- 青木昌彦・ヒュー・パトリック〔1996〕『日本のメインバンク・システム』 東洋経済
池尾和人〔1996〕『現代の金融入門』 ちくま新書
———・瀬下博之〔1998〕「日本における企業破綻処理の制度的枠組み」
『会社法の経済学第8章』 東京大学出版会
———・原田泰〔2001〕「失われた十年 衰退の百年」『エコノミクス5』
———・大村敬一・小原由紀子・深尾光洋〔2001〕「不良債権問題を始めとした構造改
革をめぐる」『ESP2001.8』
———〔2003〕『銀行はなぜ変わらないのか 日本経済の隘路』 中央公論社
———・笹島勝人・大村敬一・田作朋雄〔2003〕「期待される産業再生」『ESP2003.3』
大杉謙一〔2003〕「いわゆる不良債権問題とデット・エクイティ・スワップ（債務の株式
化）」『ジュリストNo.1240』
太田洋〔2002〕「改正商法下のデット・エクイティ・スワップと課税上の取扱い」
『商事法務No.1638』
岡部光明〔1999〕『環境変化と日本の金融』 日本評論社
木下信行〔2002〕「デット・エクイティ・スワップ、企業再建ファンドの活用に向け環境
整備を図る」『金融財政事情2002.2』
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21No.616』
吾郷俊樹〔2003〕「産業再生機構の発足と(株)産業再生機構法案のポイント解説」
『債権管理No.100』
小林慶一郎・加藤創太〔2000〕『日本経済の罨』 日本経済新聞社
———・岩本康志〔2001〕「不良債権は経済成長を阻害するか」『エコノミクス6』
小山潔人〔2001〕「事業再生融資制度」とDIPファイナンス」『銀行実務2001.10』
———〔2003〕「DES・DIPファイナンスの積極的活用と早期事業再生」
『銀行実務2003.8』
———・田原正人〔2003〕「事業再生の視点からみた企業再生手法の活用と課題」
『銀行法務21No.616』
———〔2003〕「メインバンクに代わる新たな早期再生メカニズム」『銀行実務2003.6』
———〔2003〕「事例で学ぶDIPファイナンス&事業再生ファンドの実務(上)(下)」
『銀行実務No.618、619』

- 櫻川昌哉〔2003〕「不良債権が日本経済に与えた打撃」
『失われた10年の真意は何か 第5章』 東洋経済
- 志田康雄〔2003〕「企業再生と（株）整理回収機構の役割」『ESP2003.3』
- 島津恭介〔2002〕「事業再編による企業再生」『銀行実務2002.10』
- 住田昌弘〔2002〕「RCCにおける企業再生業務」『金融ジャーナル2002.4』
———〔2003〕「RCCにおける企業再生業務の展開と保有債権の流動化」
『債権管理No.100』
- 高木信二郎〔2001〕「DIPファイナンスとデット・エクイティ・スワップ」
『金融法務事情No.1627』
———〔2003〕『企業再生の基礎知識』 岩波アクティブ新書
- 田中隆之〔2002〕『現代日本経済』 日本評論社
- 中北徹〔2003〕「日本の産業再生をどう進めるか」『月刊資本市場No.210』
- 西田章〔2003〕「『早期事業再生ガイドライン』の提示する新たな事業再生メカニズム」
『債権管理No.100』
- 野田勝也〔2003〕「整理回収機構の信託機能活用による企業再生スキーム」
『金融財政事情2003.6』
- 針塚遵〔2002〕「デット・エクイティ・スワップ再論」『商事法務No.1632』
- 藤本和也〔2003〕「銀行間、債務者、インベスターの利害調整に主眼を」
『金融財政事情2003.5.12』
- 藤原総一郎〔2000〕『企業再生とM&A』 東洋経済新聞社
———〔2003〕『企業再生の法務』 金融財政事情研究会
- 深山雅也〔2000〕「整理回収機構（RCC）の公的サービシング事業」『債権管理No.88』
- 水上慎士〔2003〕「私的整理の経済学」『ESP2003.3』
- 湊雄二〔2002〕「事業再生ファンドの現状」『銀行実務2002.11』
- 柳川範之〔2001〕「構造改革論議・対立の論点」『エコノミクス6』
———〔2002〕『不良債権って何だろう』 東洋経済
- 山口繁樹〔2002〕「DIPファイナンスの現状と課題」『金融ジャーナル2002.3』
- 湯本純久〔2003〕「企業再生の方法としてのDES」『銀行法務21No.621』
- 横山 淳〔2003〕「産業再生機構の仕組み」『経理情報No.1005』
- 横山洋一郎〔2003〕「DIPファイナンスと企業再建ファンド」『ESP2003.3』
- 渡辺孝〔2001〕『不良債権はなぜ消えない』 日経BP社
- 和田勉〔2003〕『企業再生ファンド』 光文社

あさひ銀行総合研究所〔2001〕「事業再生金融とは何か」
企業再生実務研究会〔2003〕『企業再生の法務』 金融財政事情研究会
経済産業省〔2003〕「早期事業再生ガイドライン」
事業再生研究機構〔2003〕『事業再生の担い手と手法』 商事法務
整理回収機構〔2003〕『RCCにおける企業再生』 金融財政事情研究会
早期事業再生研究会〔2003〕「早期事業再生研究会報告書」
内閣府〔2001〕「平成13年度 年次経済財政報告」
——〔2003〕「平成15年度 年次経済財政報告」
内閣府政策統括官〔2001〕「不良債権の処理とその影響について」
日本銀行〔2002〕「不良債権の基本的な考え方」
日本総合研究所 調査部〔2002〕「産業・企業再生に向けた総合策を」
——〔2002〕「デフレ信用収縮スパイラルの回避に向けて」
三菱総合研究所〔2003〕「産業再生機構のマクロ経済へのインパクトと運営のあり方」
UFJ 総合研究所〔2003〕「産業再生機構と企業再生の課題」

日本経済新聞

整理回収機構ホームページ <http://www.kaisyukikou.co.jp/>

編集後記

まず始めに、論文を書くにあたり有益なアドバイスを下さった池尾先生に感謝したいと思います。いろいろとお忙しい中、どうもありがとうございました。

もともと、ナローバンク等々の銀行の将来像についてやろうとしていたこのパートであったが、各々別にそこまでやりたくもなく、論文のテーマをどうするか悩み、途方に暮れた7月。論文のテーマを決めたのは、とあるHPでみかけたDIPファイナンスという言葉。これだけで、無謀にも事業再生をテーマに書こうと決めたのは、7月の末。明らかにどのパートよりも遅れていた。しかし、絶対に一番いい論文を書けるとい根拠のない自信だけはあった。

何にも論文の方向性が決まっていなにもかかわらず長期休暇に入った8月。先生に見せに行く1週間前から必死に頑張るものの、全然自信がなく、玉砕覚悟で先生に見せに行く、信じられないほど好感触であった。構成も大体決まりほっとする。

構成も決まり、各自の分担を黙々とこなした9月。このころのみんなの頑張りは何のすごいものがあった。毎日、毎日レジユメを切りつけ、3時間睡眠なんて余裕だった。夏合宿は誰よりも楽しんだ。中間発表の3時間前まで遊んでいた。

中間発表も乗り切り、いよいよ本稿に入ろうとした矢先、各自が仕上げなければならない分量の多さにぐったりする。一人当たり30ページ強。また、論文の完成がずっと遠のいた。最終発表もなんとか乗り切り、やっと完成したのは、11月もだいぶ過ぎた10日であった。

論文を執筆する過程で、色々な事がありましたが、やっぱりどの時期をとっても楽しい思い出ばかりだと思う。共同論文を執筆するのに一番大事なのは、テーマの選び方でも、頭の良さでもなく、パート員同士の仲の良さであると思う。仲が良すぎると論文が進まないなどと言われているが、そんなことは全くないと思う。つらい時期でもパート員同士が仲がよければ絶対に乗り越えられるはずである。うちのパートはそういった面では恵まれていたと思う。

最後にJECパートは永遠に不滅です。。