

産業再生機構の活動と日本の金融の正常化について*1

翁 百合*2

要 約

2003年に業務を開始した産業再生機構は、41社の企業を支援し、既に06年9月末現在5社のEXITを残すのみとなった。産業再生機構は日本の金融危機の最終局面において、容易に進捗しなかった不良債権処理を官民一体となって進める緊急避難的かつ時限的な組織として設立された。支援対象企業の借入金総額は当時の不良債権額全体の約1割強に相当する。件数ベースでみると申し込み銀行の半数は地銀であるが、借入金総額ベースでみると圧倒的にメガバンクが活用した。

産業再生機構の再生支援活動を経済的機能から捉えたと次の通りである。①企業のリスク分析（デューデリジェンス）、②企業に対する事業および財務コンサルティング（再生計画の策定）、③企業のステークホルダー間の利害調整、④リスク負担とこれに応じたモニタリング、⑤企業の経営資源（経営者等）とスポンサー（営業譲渡先も含む）の企業間市場としての役割と最終的な選定、⑥経営コンサルティング機能（マネジメントノウハウの提供）である。

これらの機能は、従来はメインバンクが一手に担ってきたが、金融危機が極めて深刻となり、経済構造が激変する中でメインバンクが十分に担いきれなくなった。また、これらの機能は相互に深く関連しており、機構がトータルにコーディネートできたため効率性が発揮された面もあった。また、「公的」部門であることの中立性ゆえに最大の効果を上げたのは、不良債権処理を遅らせる要因となっていた、企業のステークホルダー間の利害調整機能であった。一方でリスク負担機能に関連して、機構が長く存続すれば、民間プレイヤーの参入を妨げたり、民間プレイヤーのモラルハザードをもたらす弊害が出ないように配慮したが、サンセット方式で機構を設立したことは妥当であった。民間ビジネスの呼び水として、再生のビジネスモデルを示す上での新しい試みもいくつか行った。

産業再生機構の事業再生の特徴は、対象事業者のビジネスモデルを転換し、事業の将来性を見極めて、それと整合的な財務リストラを行う点にある。また、キャッシュフローベースの市場価格での評価を徹底させたことも特徴である。機構が手がけた事業再生は、法的整理に近い事業の根本的な治療を伴う再生であるが、法的整理に比べて早期迅速に実施することによって、事業価値の最大化を図ろうとするものである。

産業再生機構の活動における政策目標は、①個々の企業価値最大化を市場原理を貫徹し

*1 本稿は、翁 [2005]（「産業再生機構の中間レビュー」Business & Economic Review 2005.11月号、日本総合研究所）に基づいている。本稿作成にあたっては、中央大学堀内昭義教授をはじめ、フィナンシャルレビュー・コンファランス参加の先生方から貴重なご助言をいただいた。

*2 日本総合研究所理事、株式会社産業再生機構非常勤取締役兼産業再生委員。ただし、本稿の意見にわたる部分は、所属する組織ではなく個人としての見解である。

て実現させ、資源配分の効率化を達成することであった。さらに、②民間にできることは民間で行う、③再生のビジネスモデルを示し、事業再生市場整備の一翼を担う、④事業再生を通じて地域の活性化を図る、といったことも政策目標として考えてきた。

支援活動を通じて、不良債権問題の背景として、多くの日本企業がバブルの発生と崩壊という大きな経済の振幅の中で構造的な経済の変化を見極められず、従来の売り上げ至上主義的なビジネスモデルを変革してこなかったことが顕在化した。また、バブル期の過剰投資、マネジメントの不在（経営者の資質の問題）、コーポレートガバナンスの欠如、経営管理ノウハウの欠如も、企業経営を長期にわたって悪化させる背景となっていた。

一方、こうした企業群に対して早期事業再生（私的整理）を進められなかった背景としては、①政府系金融機関や信用補完制度など、公的金融制度がネックとなっていたり、②キャッシュフロー分析に基づかない不動産担保偏重の企業融資、メインバンク以外の銀行によるメインバンク依存型融資、メインバンク自体の機能不全、といった民間の融資慣行、③事業者がエクイティを調達する場合の様々なネック、④事業再生に通じた民間プレイヤーや人材の不足（特に地方において）、などが指摘できる。これらの問題点は、制度改正等により是正の動きが見られるが、今後も取り組みを続ける必要がある。

産業再生機構が設立された頃から、民間の活動も活発になり、事業再生ファンドの数も増え、不良債権問題も大きく解決に向けて進展した。マクロ的にみても企業全体のキャッシュが潤沢となり、M&Aが盛んになった。ミクロの事業再生は、有効に活用されなくなった人材やカネなどの企業の経営資源を流動化させ、マクロ経済の資源配分の最適化を達成する有力な手段である。産業再生機構は、金融危機によって欠落した金融市場の機能を一時的に補完し、一つ一つのミクロ的な事業の再生可能性の追求と競争環境の創出によって、日本の産業全体および金融システムの活性化に一定の寄与をしたといえるだろう。

I. はじめに

産業再生機構立ち上げ前年の2002年時点のわが国は、長引く深刻な不良債権問題が経済活性化の大きな桎梏になっていた。そうした中で、主要銀行を対象として不良債権問題の解決を2年間で図ろうという趣旨の金融再生プログラムが実施されることとなり、その一環として2003年5月に産業再生機構が設立された。

産業再生機構の事業再生活動の過程で、わが国の事業再生市場には、民間プレイヤーだけでは迅速に事業再生が進みにくい様々な障害―「市場の失敗」―があったことが顕在化し、そ

れゆえにわが国が長期の停滞から脱出できなかったことも改めて認識された。一方で、ここ数年、不良債権処理は大幅に進捗し、事業再生に関する民間プレイヤーは広がりを見せ、事業再生ビジネスが定着しつつある。

本稿は、筆者が産業再生機構の活動に関与した経験を踏まえて、産業再生機構のこれまでの活動を公表データのみを用いてできるだけ客観的にレビューし、日本の金融正常化との関連で重要と思われるいくつかの論点を整理・検討する。

Ⅱ．産業再生機構の成り立ちと設立当初までの経緯

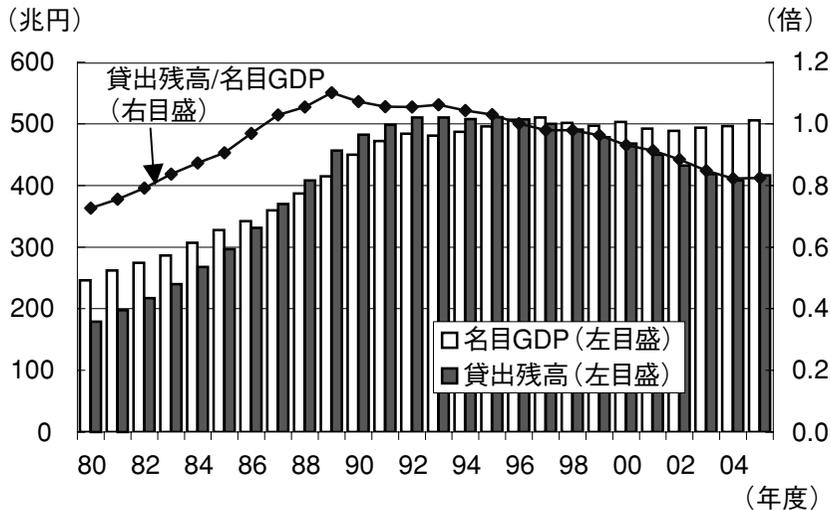
Ⅱ－１．産業再生機構立ち上げ当時の日本の金融状況

わが国の金融システムは、1990年代から深刻な不良債権問題を抱えていた。貸出残高は、1980年代のバブル期に大きく伸びた（図1）。88年をピークにバブルが崩壊した後も追い貸しの形で貸出残高は伸び続けたことから、80年代当初に200兆円を下回っていた残高が、300兆円以上も膨れ上がり、90年代半ばには残高は500兆円を超え、名目GDPを超える水準にまでなった。そうした中で主に、建設・不動産、サービス、流通といった非製造業向けなどを中心に不良債権が全国銀行ベースでみて大きく積み上がっていった（図2）。

不良債権問題がなかなか解決しなかった背景としては、2つの大きな要因が指摘されていた。第一は、デフレなどマクロ経済の不調による不

良債権の新規発生を持続である。バブル期の銀行による貸し込みから非製造業などを中心として不良債権が大きく増加したが、その後90年代以降景気循環上多少の改善がみられることはあっても、景気の本格的な回復には至らず、銀行が不良債権を処理しても景気の悪化ですぐに新たな不良債権が発生する、という形での悪循環が繰り返されていた。第二は、銀行の不良債権処理が銀行の体力の範囲内でしか行われず、抜本的なものではなかった、という指摘である。銀行の自己資本が長年の不良債権処理によって毀損してしまったこと、また権利関係などが錯綜している案件については、処理が先送りされてきていること、などが指摘されていた。このように実体経済面と金融システム面が複雑に絡み合う形で、不良債権問題は先送りされ続け、一向に解決の目処が立たない状態にあった。

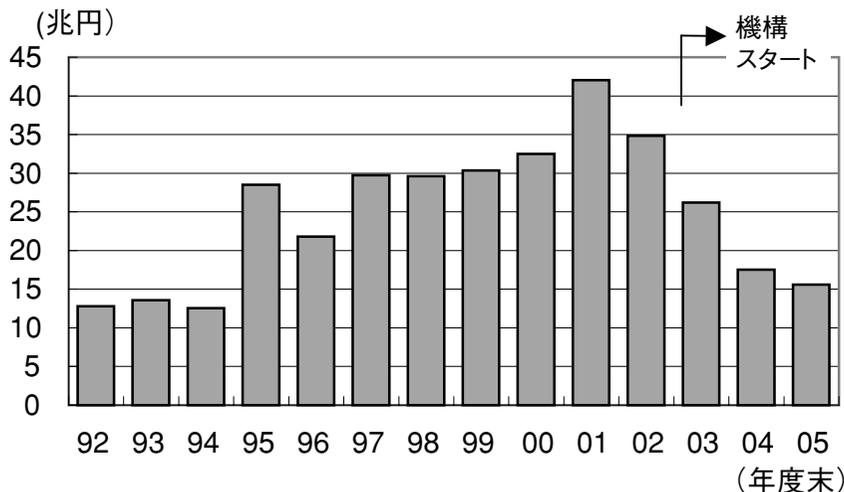
図1 貸出残高／名目GDP比率の推移



(資料) 日本銀行、内閣府ホームページ

(注) 貸出残高は、国内銀行（92年度までは全国銀行）の銀行勘定と信託勘定の合計値。

図2 リスク管理債権残高の推移（全国銀行）



(資料) 金融庁

(注) 1. 2005年度は2005年9月末の数値。

2. 94年度以前は、都銀、長信銀、信託の計数。

Ⅱ-2. 産業再生機構の成り立ちとガバナンス構造

こうした中、第二次小泉内閣の下で、2002年秋に竹中金融担当大臣が、「金融再生プログラム」を発表した。これは主要行を中心に2005年3月までに不良債権を半減するという目標に向けて様々な施策を連ねたものであった。パイオフ解禁の期限も2005年3月に1年延期されて再設定され、この期間までに危機を終結させる、という目標が設けられ、不良債権処理に向けてスピードアップが図られることとなった。その中で産業再生機構の設立も定められた¹⁾。産業再生機構設立準備室が内閣府の下に設置され、各官庁や民間金融機関からスタッフが集められ、法案作成に向けての準備を行う中で、産業再生機構の具体的な姿が決まっていた。

設立が決定した当時、内閣府は、産業再生機構の設立について、「①経営が悪化した企業の

早期事業再生を行い、これを通じて産業全体の競争力強化に資するようにすること、②不良債権処理を速やかに行い、円滑な金融仲介機能を回復する必要があること、③事業再生に関するわが国のマーケットはまだまだ十分に発達していない面が指摘されていることから、産業・金融一体となって、企業・産業の再生を政府として強力に推進する一環として設立されたものである」と説明している（内閣府「産業再生機構に関するQ&A」）。

その後、産業再生機構法は、2003年4月に成立、施行された。産業再生機構は、買取期間は2年、全体として5年まで、という時限付きの株式会社として設立され、後述のような事業再生の段階に応じた様々な機能を持たせることによって、機構への持ち込みを希望した事業者、メインバンク等が、強力に事業再生を進められるようサポートする役割を担うこととなった。

1) 金融再生プログラムの「新しい企業再生の枠組み」の一項目として、企業・産業の再生に取り組むため、新たな機構を創設し、同機構が再生可能と判断される企業の債権を金融機関から買い取り、産業の再編も視野に入れた企業の再生を進める必要がある。このため、政府が一体となって、速やかに所要の作業準備が進められるよう要請する、とされている。

こうした業務を推進する執行部門には、プロフェッショナルとして既に活躍している民間スタッフを集め、そのヘッドとして社長、COO（専務取締役）、常務取締役を選任し、取締役会として、社外取締役が6名、常勤の監査役1名および非常勤の監査役2名が選任されるというガバナンス体制を敷くこととした。支援を決定する意思決定機関である産業再生委員会は、社外取締役6名（うち一人が産業再生委員長）および執行部の社長で構成することとした。

一方、政府の関与としては、産業再生機構の役員や意思決定機関である産業再生委員会を構成する産業再生委員の選任の認可、産業再生委員会に対する支援決定時や買取決定時における主務大臣による事前の意見陳述、予算および資金調達にかかる認可等であり、加えて10兆円を限度に産業再生機構の借入れに対する政府保証を付すこととした。

産業再生機構法が成立した後、産業再生機構は、民間金融機関からの出資を集約する形で預金保険機構と農林中央金庫からの出資を受け、4月16日に設立され、その後職員、役員の選任が進み、体制を整えつつ、2003年5月8日に業務をスタートした。

II-3. 産業再生機構設立当初の期待と批判

スタートから3か月が過ぎ、8月末になって最初の支援案件3件九州産業交通、ダイア建設、うすい百貨店が公表されることになった。しかし、設立当初から産業再生機構については期待と懐疑的な見方が錯綜し、また当初の支援案件群に対しては誤解も含めて、エコノミストやマスコミなどの評判はあまり芳しいものではなかった。産業再生機構に対しては、設立当初から二つの方向から批判があった。

第一は、産業再生機構の活動は民業に対する

圧迫である、という批判である。そもそも民間ファンドや銀行、コンサルティング会社などが事業再生をビジネスチャンスと考えており、そうした分野に、産業再生機構が入りこみ、民間のビジネスチャンスを奪うのではないか、というものである。特に、当初から支援案件に産業再生機構が出資するケースがあり、「なぜこれらの企業を国有化してまで救済するのか、民間が出資すればいいではないか」といった批判があった。

第二は、「産業」再生機構という看板を立てているのに、手がける案件が小粒であるし、数も少ないではないか、という批判である。特に、最初の3件が支援決定された際には、なぜ地方の中小企業を政府保証の活用までして、再生する必要があるのか、という観点からの批判もあった。

さらに、第二の批判の系として、当初、銀行との利害対立を未然に防止する意味から機構が設立準備室への銀行からの出向者に銀行本体への帰社を依頼したことや、案件を進めている中で銀行との意思疎通が必ずしも十分でない、産業再生機構の支援における対応が硬直的すぎる、との批判も生まれた。この結果、当初は案件持ち込みが多くならなかった。

このため機構はそうした批判的意見を反映させる形で、2003年秋以降は、意思疎通の改善や対応の柔軟化等を図り、メイン銀行と企業による活用を促す方向に見直すと同時に、機構活用のメリットを銀行に説明する活動を続けた。その後、地道に案件をこなして当初の産業再生機構に対する誤解が徐々に解けていったことや、機構自身と銀行との意思疎通が改善したことも奏功して、様々な案件の持ち込みが増加していった。

Ⅲ．産業再生機構による支援の軌跡

産業再生機構は2005年3月末に、約2年間の支援決定および買い取りを終えた。41件の支援決定を行ったが、その特徴は概略以下のとおり(表1)である。

の支援決定直前期の借入金総額は、支援決定時点で4兆254億円となった。数は41件と少ないが、債務残高の大きいダイエー、カネボウなど大企業が持ち込まれたこともあって借入金残高は4兆円を超えた。再生機構発足時、2003年3月末の全国銀行の不良債権額は35兆3千億円であったから、わが国の不良債権全体の約1割強が産業再生機構の支援対象となった、とみるこ

Ⅲ－1．支援結果の分析

Ⅲ－1－1．支援件数と支援額

支援件数は、全体で41件となり、対象事業者

表1 産業再生機構による支援決定企業の概要

企業名	業種	借入金総額	支援申込/連名金融機関等	金融支援額	最終スポンサー	
九州産業交通㈱ 九州産交運輸㈱他10社	一般乗合旅客自動車運送事業、貨物自動車運送事業、旅行業、ホテル事業等	535.8億円 (九州産交+産交運輸) (H15.3末)	みずほ銀行	274億円 (DES 含む)	HIS フットワーク エクस्प्रेस	
ダイア建設㈱	マンション分譲販売・管理・賃貸業、ファイナンス事業、ホテル事業、リフォーム事業等	1,939.5億円 (H15.3末)	りそな銀行	1,327億円 (DES 含む)	レオパレス21	
㈱うすい本社 ㈱うすい百貨店	百貨店	155億円 (H15.7)	秋田銀行	120億円程度(DES 含む)	三越	
三井鉱山㈱ その他3社	エネルギー関連事業、セメント建材事業、機械関連事業、その他事業	3,040.85億円 (H15.3) (4社合計、再支援決定時)	三井住友銀行	1,658億円	新日鉄、住友商事、大和証券SMBC プリンシパルインベストメント	
㈱明成商会 ㈱イーケー	専門商社(化学品、電子材料等)	133.6億円 (H15.3)	三井住友銀行	55億円	東京コンピュータサービス	
㈱マツヤデンキ	家電小売業および卸売業	530億円 (H15.7)	りそな銀行	418億円(見込み)	新生銀行グループ	
㈱津松菱	百貨店	95.6億円 (H15.2)	百五銀行	71億円 (DES 含む)	ジャパソリカバリー ファンランド	
八神商事㈱	医療衛生用品等卸売業	59.5億円 (H15.6)	十六銀行	33億円	ビップフジモト	
富士油業㈱	石油卸売業	75億円 (H15.3)	富士興産(親会社持込)	43億円	富士興産	
㈱金門製作所 他17社	計量計測機器(都市ガス・LPガス・水道メーター)等の製造販売業	338.71億円 (H15.3)	りそな銀行	108億円 (DES 含む)	山武	
吉本土建物㈱及び ㈱大阪マルビル	ホテル事業	203.1億円(吉本土建物H15.4期、大阪マルビルH14.12期の合算)	三井住友銀行	66億円	大和ハウス工業	
カネボウ カネボウ	カネボウ㈱他34社	ホームプロダクツ事業、薬品事業、食品事業、ファッション事業、繊維事業、新素材事業	6,013.7億円 (H16.3)	三井住友銀行	995億円	花王、トリニティ・インベストメント
	㈱カネボウ化粧品	化粧品事業(営業譲渡後)	14億円 (H15.3末)	三井住友銀行	—	
㈱フレック	食品スーパーマーケット	101億円 (H16.3)	千葉銀行	約70億円	シートゥーネット ワーク	
㈱大川荘	温泉旅館業	64億円 (H15.3)	東邦銀行	約52億円(DES 含む)	八幡屋	
タイホー工業㈱	工業薬品類の製造、カーケミカルの製造、機械装置関連事業、エレクトロニクス関連事業	84.5億円 (H16.3)	UFJ銀行	13億円 (DES のみ)	イチネン	
㈱ミヤノ	各種工作機械及び機械器具の製造販売等	123.5億円 (H16.3末)	三井住友銀行	約29.4億円(DES 含む)	東証2部上場	
㈱ホテル四季彩	温泉旅館業	17.4億円 (H15.11)	足利銀行	約12億円	ちちぎフレンドリー キャピタル	
スカイネットアジア航空㈱	旅客運送事業等	25.6億円 (H16.3)	宮崎銀行、宮崎太陽銀行、 商工組合中央金庫、 中小企業金融公庫、 高鍋信用金庫	6億円 (DES のみ)	(全日本空輸)	

産業再生機構の活動と日本の金融の正常化について

㈱アメックス協販 他12社	粘土瓦の製造販売等	70.5億円 (H16.1)	山陰合同銀行	約37億円 (DES 含む)	〔山陰再生 ファンド〕
栃木皮革㈱	製革業	41億円 (H15.6)	足利銀行	約64億円	〔とちぎフレンドリー キャピタル〕
㈱オーシーシー	通信用海底ケーブルシステム等製造販売	387.8億円 (H16.3)	みずほプロジェクト	約290億円 (DES 含む)	ロングリーチ グループ
㈱フェニックス	各種スポーツウェアの製造販売等	120.8億円 (H16.8.30)	三井住友銀行	約84億円	オリックス
服部玩具㈱	玩具卸	102.5億円 (H16.7)	UFJ 銀行、みずほ銀行	約52億円	タカラ
粧連㈱	化粧品・日用雑貨卸売業	61.9億円 (H16.3)	北海道銀行	約21億円	バルタック
㈱大京 他5社	マンション分譲事業、マンション管理事業、不動産仲介事業等	4,378億円：㈱大京 (H16.3)	UFJ 銀行	約1,765億円 (DES 含む) (ほかに優先株償却300 億円相当)	オリックス
関東自動車㈱	一般路線バス事業等	126億円 (H16.3)	足利銀行	90億円 (DES 含む)	ジェイ・ウィルバート パートナーズ
㈱三景 他15社	衣料品の副資材・服飾雑貨の生産・卸	776.2億円 (H16.2) (グループ連結ベース)	東京三菱銀行、りそな銀行	約265億円	MKS パートナーズ
㈱あさやホテル	温泉旅館業 サービスエリアレストラン 事業	160.0億円 (H15.11)	足利銀行	約207億円	とちぎフレンドリー キャピタル
㈱金精 (ホテル花の季)	温泉旅館業	12.9億円 (H16.4)	足利銀行	約9億円	個人
㈱田中屋 (温泉宿小町)	温泉旅館業	12.3億円 (H16.5)	足利銀行	約9億円	とちぎフレンドリー キャピタル
玉野総合コンサルタント㈱	土木系総合コンサルタント 事業	141.64億円 (H16.9)：玉野総合 コンサルタント 94.76億円 (H16.9)：玉野都市開発	UFJ 銀行	130.18億円	日本工営
㈱ダイエー 他11社	総合スーパー事業他	16,383.54億円 (H16.2)連結	UFJ 銀行、 みずほコーポレート、 三井住友銀行	4,050億円 (ほかに優先株式償却 1,920億円相当)	丸紅、 アドバンテッジ パートナーズ
ミサワホームホールディング ス㈱ 他30社	住宅事業、リフォーム事業 他	2,963.2億円 (H16.3)	UFJ 銀行	1,400億円 (ほかに優先株式償却 1,080億円相当)	トヨタ自動車、 野村ブリュンシバル ファイナンス、 あいおい損害保険
宮崎交通㈱ 他10社	乗合バス事業、貸切バス事 業、ホテル事業他	523.1億円 (H16.3)	宮崎銀行、宮崎太陽銀行	約244億円 (ほかに DES 5億円)	〔雲海酒造、 全日空、その他〕
㈱アビジャパン	パソコン (PC) スクール 運営	67.92億円 (H15.12)	りそな銀行	約39億円	ベネッセコーポ レーション
㈱オグラ 他1社	菓子卸売業	57.94億円 (H16.3)	北洋銀行	約31億円	養食
㈱鬼怒川温泉山水園 (鬼怒川プラザホテル)	温泉旅館業	79.11億円 (H16.5)	足利銀行	約70億円	とちぎフレンドリー キャピタル
鬼怒川グランドホテル㈱	温泉旅館業	43.29億円 (H16.5)	足利銀行	約34億円	フレンドシップ カンパニー
㈱釜屋旅館	温泉旅館業	20.27億円 (H16.3)	足利銀行	約16億円	とちぎフレンドリー キャピタル
金谷ホテル観光㈱	温泉旅館業及びビジネスホ テル事業	71.29億円 (H15.12)	足利銀行	約49億円	
㈱奥日光小西ホテル	温泉旅館業	8.12億円 (H16.9)	足利銀行	約4.76億円	ジーアールビー インベストメント インク

(資料) 産業再生機構支援決定時公表資料より作成

(注) 1. 借入金総額・金融支援額は、支援決定時公表ベース。

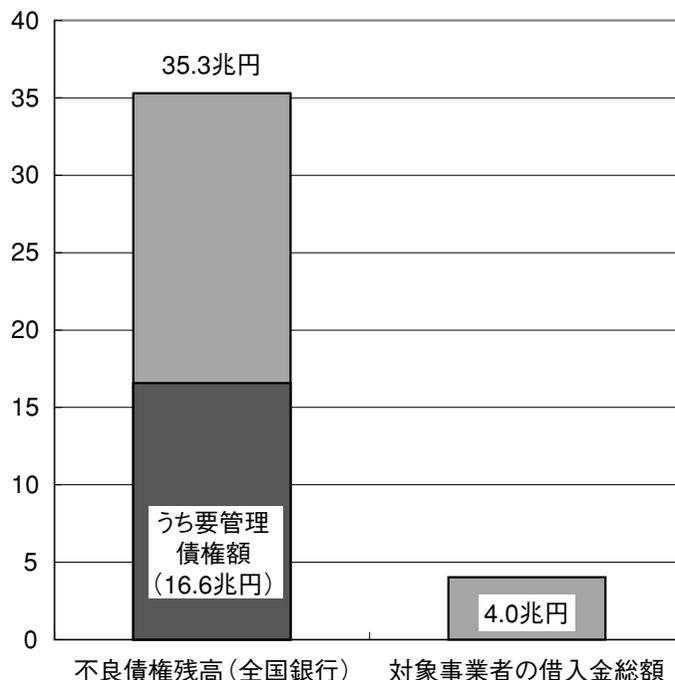
2. 最終スポンサーの () は、一部出資のみ。2006年9月末段階で最終 Exit していないのは、スカイネットアジア航空、アメックス協販、栃木皮革、宮崎交通、ダイエー (ただし債権の Exit のみ未済)。

とができる。そのうち産業再生機構が支援する対象と考えられていた要管理債権は約16兆5千億円であり、完全な1対1関係にはないが、要管理債権全体の約1/4が持ち込まれたと見ることができる(図3)。

産業再生機構への支援申し込みは、事業者、金融機関等(メインバンク等)による共同申請

主義であり、産業再生機構は完全に受身の対応であった。41件のほかにも事前相談に持ち込まれた案件はさらに多く、100件以上存在したが、実際に再生見込みがあり、諸条件が整って支援まで至った事業者は結局41件にすぎなかった。いったん検討されて支援に至らなかった事業者の背景には、①支援したとしても将来確実に再

図3 対象事業者の借入金総額と不良債権残高、要管理債権の関係
(兆円)



(資料) 金融庁資料, 産業再生機構公表資料より作成

(注) 1. 不良債権残高は, 2003年3月期全国銀行ベースのもの。

2. 対象事業者の借入金総額は支援決定時公表ベース。

生できる見込みがあるキャッシュフローを描くことができなかつたこと, ②仮に支援して再生できる見込みがあつたとしても, 再生計画そのもの(経営者の交代を含む)について事業者や関係者の合意を得ることができないなど, 産業再生機構が考えていた再生にあつて必要な最低限の条件を満たすことができなかったこと, などがある。

支援対象事業者への金融支援額(債権放棄, DES²⁾額合計)は, 1兆4311億円である。おおまかな捉え方ではあるが, この金額は, 担保等による保全分・非保全分あわせた借入金総額に対して平均で約35%に相当するが, 散布図(図

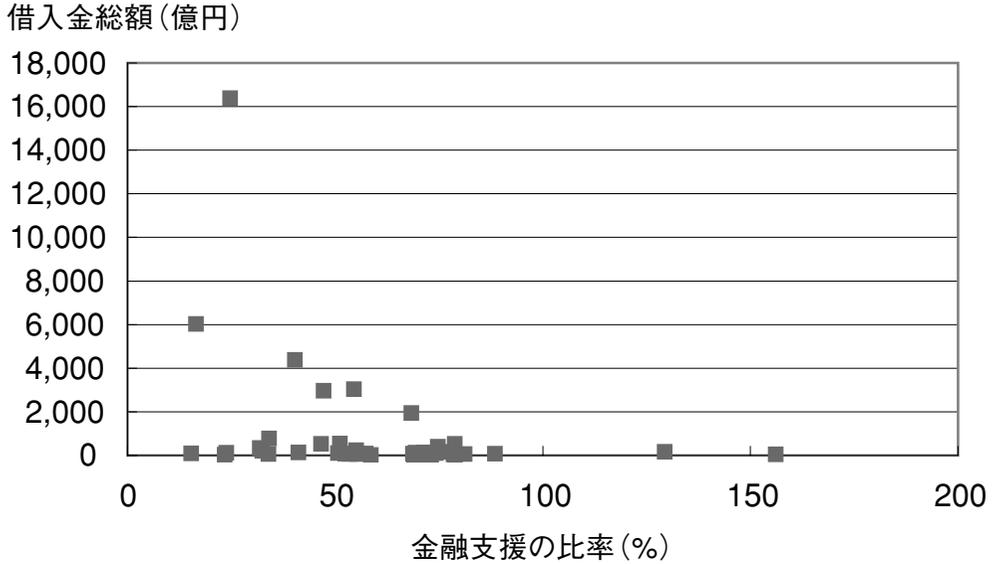
4)をみると, 支援額の借入金総額に対する比率はかなり高い先が多い。担保等によって保全されていない「非保全分」だけを分母に考えた場合, 債権者による金融支援額の比率は, 平均的にみてもさらに高い割合であつたことが推察される。なお, 産業再生機構の支援案件すべてにおいて, 再生計画において, 産業再生機構による私的整理の方が法的整理よりも回収率が大いことを確認することをルールとしていた。

Ⅲ-1-2. 支援決定事業者の業種別動向

支援決定事業者の件数の業種別シェアは, 図5の通りとなつた。製造業が9企業(カネボウを含む)であるが, そのほかはすべて, 非製造

2) デット・エクイティ・スワップ=企業の債務を株式に交換すること。債務者企業にとっては過剰債務を圧縮し, 自己資本比率を高める一方, 銀行にとつても, 企業再生にあつてアップサイドの利益を狙うことが可能となる。

図4 借入金総額に対する金融支援の比率

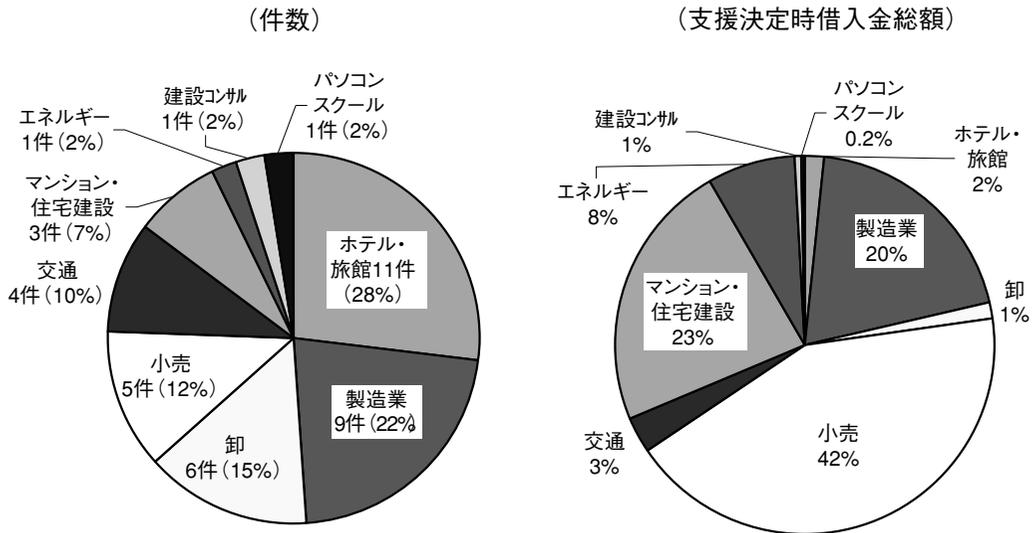


(資料) 産業再生機構公表資料より作成

(注) 借入金総額、金融支援額は支援決定時公表ベース。

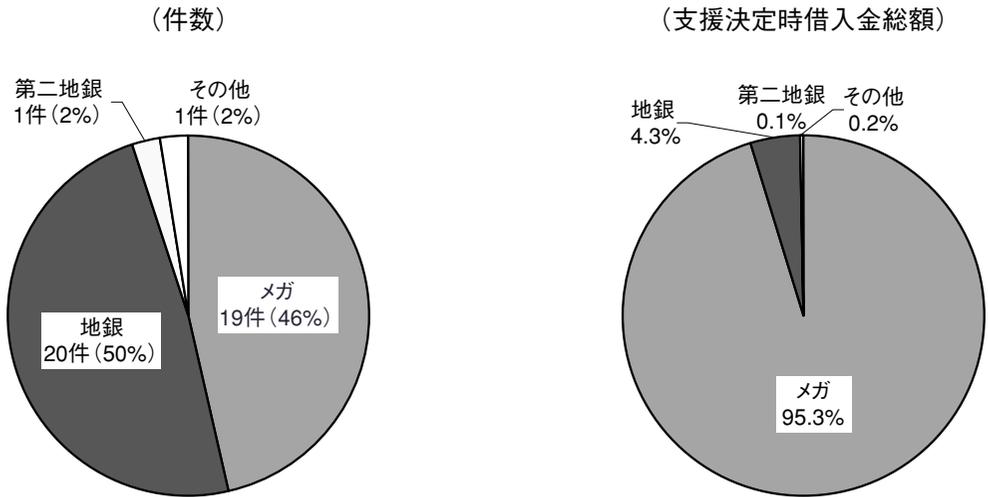
100%を超えるものがあるのは、子会社債務などを金融支援したケースがあるため。

図5 産業再生機構支援事業者の業種別シェア



(資料) 産業再生機構公表資料より作成

図6 産業再生機構支援事業者の持込銀行別シェア



(資料) 産業再生機構公表資料より作成

業である。製造業の中には、地場産業も含まれ、例えば、島根県の瓦製造業事業者群をアメックス協販(株)に集約・再編して再生を図るといった事例も扱った。非製造業のうち、卸・小売が11社、マンション・住宅建設が3社、このほかに件数で多いのは、ホテル・旅館である。2004年に破綻し、国有化された足利銀行持ち込みの温泉旅館等が多かったことによる。

これを借入金総額ベースで分類すると、件数と様変わりのシェア割となっており、ダイエー、大京、カネボウなど数少ない大企業の債務残高の大きさから、小売、マンション・住宅建設、製造業のシェアが高いことがわかる。

Ⅲ-1-3. 再生支援を申し込んだ銀行の内訳

支援対象事業者と連名で再生支援申し込みをした銀行等（ほとんどの場合がメインバンクであり、以下メインバンクという）の業態別内訳(図6)は、メガバンクが19件であり、旧UFJ銀行(ダイエー、ミサワホーム、大京等)と三井住友銀行(カネボウ、三井鉱山等)の大型案件に関する積極的な活用が目についた。全体として三井住友銀行は当初から活用が積極的であったが、後半になって東京三菱銀行との統合を決め不良債権処理に本腰を入れた旧UFJ銀行

の活用が積極化したため、メガバンクに関しては、結果的に支援申し込み銀行の偏りが出た。地銀は20件(うち足利銀行案件が11件)、第二地銀が1件、そのほか対象事業者が親会社(富士興産)と連名で申し込んだケース(富士油業)が1件あった。地銀も当初は様子見の姿勢であったが、後半に来て機構の活用が積極化した。これを借入金総額ベースでみると、メガバンクの持込債権が圧倒的に大きかった。

Ⅲ-2. 産業再生機構の再生支援活動

Ⅲ-2-1. 経済的機能からみた産業再生機構の役割と具体例

具体的に産業再生機構がどのような再生支援活動をしてきたのかを経済的機能から検証してみたい。以下、支援申請について事前相談してきた企業の、再生までの道筋に沿って機構の経済的機能を検証する。その際、どういった原則を明確にしながら対処し、どのような考えで例外を認めたり、余儀なくされたのか、についても、公表データの範囲でできるだけ具体例を用いて提示する。

(1) 「企業のリスク分析」の機能＝デューデリジェンス

- 【原則】
- ・ビジネスデューデリジェンスを重視
 - ・再生計画の基礎のために様々な角度から詳細なデューデリジェンスを実施
 - ・業務をアウトソーシングし、民間の専門集団を積極的に活用

再生の可否の判断に際しては、まず、支援候補事業者の情報を集め、事業者内に包摂するさまざまなリスクを評価分析することから始まる。対象事業者に関して、ビジネス（含むビジネス環境）、財務・税務、不動産評価、法務、土壌汚染など、事業の特性に応じて詳細にデューデリジェンスを行った。これは、産業再生機構の人員220名余（最大）で対処するには膨大な作業であり、積極的に会計事務所、弁護士事務所、民間シンクタンク等の専門家集団、外部民間リソースを活用する形でアウトソーシングを行った。アウトソーシング先選定の際には、集中を避け、利益相反のない先を選定した。

通常は、デューデリジェンスに原則として2～3か月の期間を確保した。支援候補事業者の財務デューデリジェンスに関しては、主に資産評価を厳密に行ったこと等を背景に、当該事業者の債務超過幅が拡大するケースがほとんどであった（後述）。

——大企業の場合、本体や子会社の企業の活動範囲が広範であり、デューデリジェンスに通常の案件以上の多くの時間を費やした。ダイエーのケースは、支援決定を出すためには2004年10月の事前相談開始は、買取決定の期限（2005年3月末）を考えると、ぎりぎりのタイミングであった。デューデリジェンスをしっかりと行うことが、事業再生の現実性を増すための原則であるという考えを持っていたことから、仮に10月のタイミングで支援申し込みがなかった場合、実際に産業再生機構の支援に至らなかった可能性も高かったと思われる。

【例外的にデューデリジェンスと再生計画作成を同時に行って対応したケース】

——カネボウの場合、化粧品事業についての花王との統合交渉破談の結果、化粧品事業だけがまず産業再生機構へ急遽持ち込まれ、しかも通常であれば、支援決定までのプロセスは秘密裏に進められるが、このケースは産業再生機構活用の意向がカネボウから公表された。産業再生機構は、カネボウ全体の早期再生が必要であるという判断から、いったんカネボウについて化粧品事業の切り出しを軸とする事業再生計画に基づく支援を3月に決定した後、カネボウ本体の詳細なデューデリジェンスを同時並行的に進め、カネボウ本体について5月に新しい再生計画に基づく支援を行うという手法を採用した。

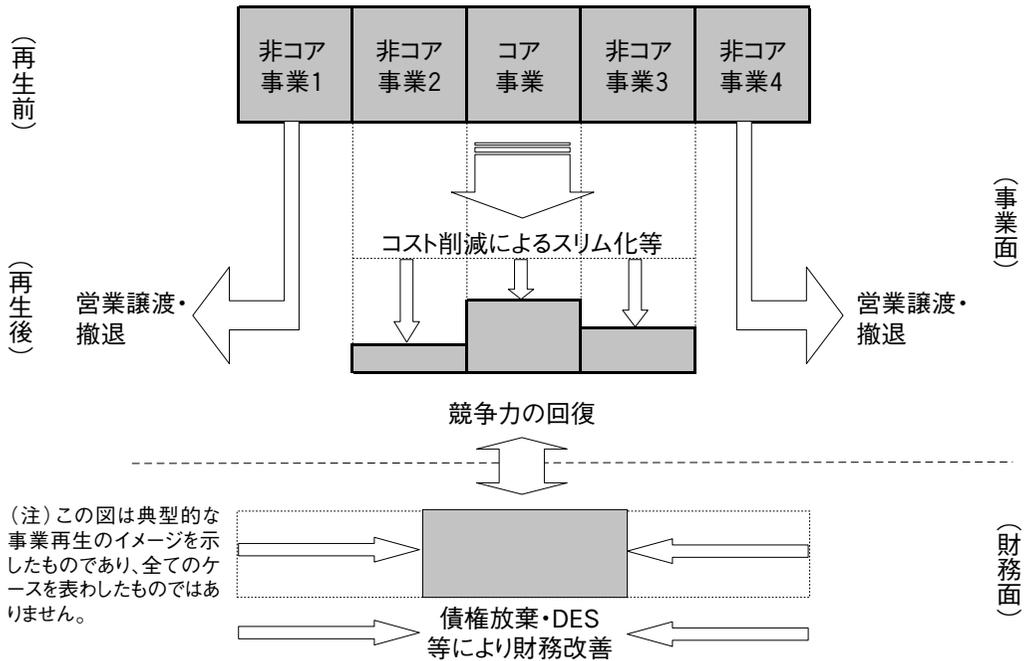
- (2) 企業に対する「事業および財務コンサルティング」機能＝再生計画の策定

- 【原則】
- ・キャッシュフロー予想を前提とした企業価値に基づいた財務リストラ
 - ・経営陣の責任追及を原則

次いで行われるのは、事業および財務両面からの再生計画の策定である（イメージ図については図7参照）。再生機構は、デューデリジェンスによって現状の資産負債状況や当該企業のリスクを把握したうえで、メインバンクと事業者とともに再生計画を策定する。コア事業と非コア事業を選別し、コア事業の新規設備投資を踏まえた積極展開と非コア事業からの撤退によって、得られる将来キャッシュフローを予想する。そのうえで、資金調達コストと将来キャッシュフローのリスクプレミアムから割引率を想定して、DCF（ディスカウントキャッシュフロー）法により企業価値を算定する。またEBITDA（利払い前、税引き前、償却前利益）を同業他社の株価などを参照することによってこれを確認する。この企業価値算定は、再生計画上重要であり、民間のアドバイザーにセカンド・オピニオンを求めたケースも多い。

そのうえで、必要な財務リストラクチャリング（望ましい資本・負債構成を考慮した上での債権放棄、減資、DES他および新規出資、融

図7 事業再生のイメージ



(資料) 内閣府作成「産業再生機構に関する Q&A」

資等)³⁾を検討する。必要な場合は、組織のリストラクチャリング(会社分割, 営業譲渡または統合, 子会社の法的整理等)を行う。Exit に関してのイメージもいくつかのシナリオを検討する。上場, 事業面での業務提携を考えたスポンサー応募, 投資ファンドを前提とした売却, 市場売却などいろいろな可能性がある。予めメインバンク等からスポンサー候補が示されている場合は, スポンサー候補の適格性について検討したうえで, そのスポンサーが適切であると判断された場合にはスポンサーの当該事業者の将来的な経営戦略上の関わり(子会社化, 営業譲渡等)についても再生計画に反映させる(この点については後述)。

当該事業者の窮境原因を作った経営者については原則として交代(特に, 代表権のある経営者は交代)してもらい, 新たに事業再生に取り

組むのに適切と思われる経営陣を内外から選択する方向で再生計画を立案する。経営者交代は, ①債権放棄などのステークホルダー間の利害調整を図る, ②産業再生機構が関与し, 政府保証という形で国民資産をリスクにさらすことによって再生を目指すという意味で, 国民への責任とけじめを果たすために必要ということだけではなく, ③過去のビジネスモデルとは決別し, 事業再生を推進するうえで, 会社内のモチベーションを高める, といった観点から必要である, と考えていた。

こうした様々な側面からの検討を, メインバンクと対象事業者と産業再生機構のスタッフの協同作業によって立案する。産業再生機構内でも, 産業再生委員会での議論のほか, 執行部役員, 社外取締役, 常勤・非常勤監査役で構成される役員懇談会(非公式セッション)でも, こ

3) この際, 今後の必要な設備資金の性格(コストの安いデット資金か, リスクの大きなエクイティ性資金か)に合わせた, 再生のための負債資本構成を考える。

の間支援の必要性・妥当性や再生計画に関して、何回も議論をし、執行部に対して意見を述べる機会が設けられ、支援決定時前より様々な角度から再生計画を検討する。最終的には、産業再生機構が、こうした事業再生計画を基にした支援申し込みを対象事業者およびメインバンクから受け取る。

【例外的に経営者が交代しなかったケース】

——経営者交代の原則を必ずしもとる必要がなかった例外的なケースとしては、代表者が既に経営悪化の責任をとり交代しているケースがある。例えば、ミサワホームの例では、既に前任者が経営悪化の責任をとって辞めたうえで、新しい経営者が選任されて日が浅く、そのまま留任とし、新しく決定されるスポンサーに委ねることとした。

(3) 企業のステークホルダー間の「利害調整」機能

- 【原則】
- ・メインバンク・非メインバンク共に債権者はプロ・ラタで損失負担
 - ・メインバンクは引き続き企業を支援、その他の銀行は債権を持ち続けて支援を続けるか、産業再生機構に債権を売却するか検討
 - ・既存株主の責任を果たすために減資等を実施

再生計画に基づく支援候補先に対する再生支援によって、再生の蓋然性が高く支援する意義があると産業再生委員会で意思決定されると、機構は当該企業と取引のある金融債権者に対し抜け駆けを禁止するために債権債務取引の一時停止を要請し、この事実と再生計画の概要を公表する。そのうえで、再生計画上の財務リスト

ラクチャリングを実施すべく、メインバンク以外の債権者および既存株主との調整に入る。

メインバンクは通常の場合、大口債権者として債権を一部放棄したうえで、残存債権を保有するか、または一部はDESに応じ、その後もメインバンクとしての役割を果たすべく、再生企業の資金繰り支援のためのDIPファイナンス⁴⁾などにも応じる。

メインバンク以外の債権者は、多くの場合、再生計画に基づく「一度限りの提案」を受け入れることを求められ、原則としてメインバンクとプロ・ラタ（按分）または極めてプロ・ラタに近い負担での債権放棄を要請される。産業再生機構は中立的な立場から、債権者に対して策定された再生計画を説明、再確認しつつ、当該企業に対する債権の処理方針について検討、決定を促す。再生計画に債権者が納得した場合は、債権放棄相当分+ α をディスカウントした価格で債権を機構に買い取ってもらうか、または債権放棄後も債権者として債権を保有し続けるかを決定する。機構に持ち込まれる案件は、この権利調整が難航したが故に持ち込まれたり、債権者の数が極めて多い大企業の場合があったため、この作業は難航することが多かったが、この再生計画で関係者が合意できなければ、事業毀損は進み法的整理にならざるを得ないことは明らかであったので、結果的に全ての支援企業について、権利調整を成功させることができた。産業再生機構の機能は数多くあるが、いわば「公的な機能」として最も効果を発揮したのは、この中立的第三者としての調整機能であり、この機能が着目されて銀行からの持ち込みが増加したと考えられる⁵⁾。

4) DIP (Debtor in Possession = 占有継続債務者) ファイナンスとは米国では破産法チャプター11に適用された企業に対する融資のことで、優先的な取り扱いを受ける（共益債権）としてリスクが限定されるものをいうが、わが国では民事再生法適用となった企業に対する融資を指す。産業再生機構の事業再生は私的整理であるが、事業再生までの間、事業価値を維持するために必要な運転資金の融資をここでは便宜上DIPファイナンスとよんでいる。

5) このほかにも、産業再生機構の支援を得た事業者の貸出債権の債権分類が引き上げられるメリットや銀行にとっては債権放棄分の無税償却、事業者にとっては債務免除益と資産評価損の相殺が法的整理と同じになるという税制上のメリットも、銀行や事業者に対して支援申し込みをする方向に働いたと考えられる。

既存株主も、原則として減資を行う。この場合、オーナー族と外部株主の減資比率を分ける場合もある。また株式併合を行う場合もある。新たな出資、DESが行われる場合は株主価値の希薄化も起こる。主要株主に対して責任を問うたのも、スポンサーが変わることによる企業価値向上、国民への責任とけじめ、利害関係者の公平性の観点から必要と考えていた。

——難航した権利調整の例は次の通りであり、苦勞の多い作業であったといえる。①大手企業で、数多くの債権者がある場合（大手企業のケースなどでは融資先が100行を超える例も存在）、②政府系機関の債権が存在する場合（例えば九州産業交通では、利害関係者として財団法人民間都市開発機構が入っていた）、③複雑な権利関係が存在するもの、④担保評価についての見解の相違、⑤外銀など債権放棄による事業再生の趣旨の理解が困難である銀行が混じっている場合、などである。また生命保険会社は、私的整理において債権放棄を従来経験したことがないケースがあり、交渉は難航した。

【例外的に債権放棄要請がなかったケース】

——早期事業再生案件の中には、タイホー工業(株)のように債務超過幅が小さかった結果、債権放棄要請をせず、いわば企業価値の実態を伴う形でのDESの要請のみとなったケースも存在する。

(4) 「リスク負担」機能とこれに応じたモニタリング機能＝債権買取、新規投融资

- 【原則】 ・ 既存非メイン銀行等債権者から買い取り要請があった場合には機構はこれに応じる
 ・ 再生のために不可欠で、すぐに民間の出資者が見つからない場合には出資

産業再生機構は、債権買い取りの段階で、メ

インバンクとともに支援事業者の債権者となり、当該事業者のリスクを債権者として負担する。また、コア事業の積極展開のため（あるいは非コア事業からの撤退のため）、新たな出融資（フレッシュマネー）が必要となるケースが多い。その際、新たな出資者がすぐに見つからない場合には、産業再生機構が全額または一部分の出資またはDESをする場合があり、その数は24社にのぼった（公表再生計画ベース、表2）。すなわち、約半数以上について機構がエクイティファンドの役割の一部を果たしたことになる。

そこでは、新たなプロジェクトに対するリスクを株主として産業再生機構が負担する。出資にあたっては、他の出資者や債権者などとの関係を考慮しつつ、各事業者の再生を確実に⁶⁾、また再生プロセスに対する産業再生機構のコミットのあり方に相応しい出資比率と株式の種類および発行価格を決定した。また、再生企業の資金繰り支援のために、メインバンクとともに運転資金を限定的に融資、または保証するケースもあった。

産業再生機構は、資金拠出をしている限り、資金拠出（リスク分担）の性質に応じて、債権者として企業再生をモニタリングするか、株主の場合には原則として再生計画により深くコミットした。

——産業再生機構は、前述の通り、当初からデットファンドとして認識されていた面もあり、三井鉱山や九州産業交通などに投資したことを皮切りに、企業の「国有化」である、といった批判を浴びた。しかし、前述の通り、産業再生機構は危機対応として作られたことを踏まえ、機構の一層の活用促進をより重視し、民間スポンサーがすぐに見つからず、再生のために出資が不可欠と考えられる場合は、リスクテイクに積極的に対応した。

一方で、メインバンクと事業者が、予めス

6) 例えば、再生を確実にするために、再生機構が保有する株式に対する配当負担、優先株の転換可能時期や償還請求権などを工夫する一方、再生企業の経営に対する議決権の付与などに工夫をこらした。

産業再生機構の活動と日本の金融の正常化について

表2 産業再生機構の支援企業への出資等状況（DESを含む）

九州産業交通(株) 九州産交運輸(株)他10社	交通グループへ 3.5億円出資及び DES 運輸グループへ 10億円出資及び DES
(株)うすい本社 (株)うすい百貨店	第三者割当増資 1 億円 (秋田銀行, 三越, 機構, 地元企業等)
三井鉱山(株) その他 3 社	DES200億円, 融資195億円
(株)明成商会 (株)イーケー	5 億円の出資
富士油業(株)	3 億円の出資
(株)金門製作所 他17社	30億円の出資
カネボウ(株)他34社	200億円の出資
(株)カネボウ化粧品	860億円の出資 2,800億円の融資 (うち1,500億円を平成16年12月に DES)
(株)ミヤノ	20億円の出資
(株)ホテル四季彩	2 億円の出資
スカイネットアジア航空(株)	34億円の普通株出資
(株)アメックス協販 他12社	機構, 再生ファンド等が3.1億円の出資
栃木皮革(株)	総額 2 億円の出資, 転換社債型新株予約権付社債の引き受け。 うち機構は35%。
(株)オーシーシー	15億円の出資
関東自動車(株)	機構と TFC が協調して, 計 3 億円の出資および新株予約権付社債の引受け
(株)ダイエー他11社	500億円の出資 (うち DES400億円, 払込100億円)
タイホー工業(株)	金融機関・機構による DES 13億円
(株)あさやホテル	TFC 及び機構が 4 億円の出資及び 8 億円の転換社債の引受け
(株)金精 (ホテル花の季)	TFC 及び機構が40百万円の出資
(有)田中屋 (温泉宿小町)	TFC 及び機構が30百万円の出資, 及び60百万円の転換社債引受け
(有)鬼怒川温泉山水閣 (鬼怒川プラザホテル)	TFC 及び機構が 3 億円の出資及び3.5億円の転換社債引受け
鬼怒川ランドホテル(株)	TFC 及び機構が 2 億円の出資及び2.5億円の転換社債引受け
(有)釜屋旅館	TFC 及び機構が70百万円の出資及び130百万円の転換社債引受け
金谷ホテル観光(株)	TFC 及び機構が150百万円の出資

(資料) 産業再生機構支援決定時公表資料

(注) TFC とは(有)とちぎフレンドリーキャピタルの略。

産業再生機構の活動と日本の金融の正常化について

表3 スポンサー候補が事前に持ち込まれ支援が決定した事例

事業者名	(業 種)	スポンサー	(業 種)
ダイア建設	(マンション分譲販売)	レオパレス21	(アパート建築請負・賃貸)
フレック	(食品スーパーマーケット)	シートウーネットワーク	(食品スーパーマーケット)
フェニックス	(スポーツウェアの製造販売)	オリックス	(総合リース)
服部玩具	(玩具卸)	タカラ	(玩具)
粧連	(化粧品・日用雑貨卸売業)	パルタック	(化粧品・日用雑貨卸売業)
津松菱	(百貨店)	ジャパンリカバリーファンド	(事業再生ファンド)
八神商事	(医療衛生用品等卸売業)	ピップフジモト	(医療衛生用品などの卸販売ならびにピップエレキバンなどの自社開発商品の製造、販売)
富士油業	(石油卸売業)	富士興産	(燃料油, アスファルト, 潤滑油の仕入販売)
タイホー工業	(工業薬品類の製造, カーケミカルの製造, 機械装置関連事業, エレクトロニクス関連事業)	シナジー・ファンド	(事業再生ファンド)
アビバジャパン	(パソコン(PC)スクール運営)	ベネッセコーポレーション	(通信教育等)
オグラ	(菓子卸売業)	菱食	(加工食品卸売業)
玉野総合コンサルタント	(土木系総合コンサルタント事業)	日本工営	(開発および建設技術コンサルティング業務ならびに技術評価業務, 電力設備 各種工事の設計・施工, 電力関連機器, 電子機器・装置などの製作・販売)
大川荘	(温泉旅館業)	八幡屋	(旅館業)
アメックス協販	(粘土瓦の製造販売等)	山陰再生ファンド	(再生ファンド)
うすい百貨店	(百貨店)	三越	(百貨店)
栃木皮革	(製革業)	とちぎフレンドリーキャピタル	(再生ファンド)
関東自動車	(一般路線バス事業等)	とちぎフレンドリーキャピタル	(再生ファンド)
あさやホテル	(温泉旅館業, サービスエリアレストラン事業)	とちぎフレンドリーキャピタル	(再生ファンド)
田中屋	(温泉旅館業)	とちぎフレンドリーキャピタル	(再生ファンド)
鬼怒川温泉山水閣	(温泉旅館業)	とちぎフレンドリーキャピタル	(再生ファンド)
釜屋旅館	(温泉旅館業)	とちぎフレンドリーキャピタル	(再生ファンド)
鬼怒川グランドホテル	(温泉旅館業)	とちぎフレンドリーキャピタル	(再生ファンド)
金精	(温泉旅館業)	とちぎフレンドリーキャピタル	(再生ファンド)
金谷ホテル観光	(温泉旅館業及びビジネスホテル事業)	とちぎフレンドリーキャピタル	(再生ファンド)

(資料) 産業再生機構資料より作成

ポンサー候補を念頭に置いた私的整理を、機構を介在させて成功させたいという⁷⁾ニーズは極めて大きいものがあり、結果的に24件もの案件が、スポンサー候補がプレアレンジされた計画案に基づく処理となった(表3)。これは、産業再生機構が介在した再生計画への信頼性が得られるようになり、より積極的に出資をしたいスポンサーが増えてきたことや、権利調整機能を機構に任せられることのメリットを民間スポンサーや、対象事業者、メインバンクが認識するようになったからと考えられる(スポンサー候補がプレアレンジされた再生計画案の論点については後述)。

【例外的に債権買取を実施しなかったケース】

—アビバジャパン(パソコン教室)のケースでは、ベネッセコーポレーションがスポンサーとして名乗りを上げて、早期に負債の一括弁済が予定されていたため、金融機関からの買い取り要請がなく、通常の場合では買い取り決定にあたる金融機関調整終了の段階で機構が新たなリスクテイクをすることなく、支援活動の全てが終了した。

(5)「情報の非対称性」に伴う問題への対処＝企業の経営資源(経営者等)とスポンサー(営業譲渡先も含む)の企業間市場としての役割と最終的な選定

- 【原則】**
- ・できるだけ早期に高い価格で、雇用を確保しつつ営業譲渡先を確保
 - ・企業の内外を問わず優れた経営者を探し出す
 - ・スポンサーについては再生を確実にする先を公平に選定

買取決定が行われると、再生計画を実行する過程に入る。産業再生機構にとっての課題は、再生計画を着実に実施し、買い取った債権をで

きるだけ早くリファイナンス(他の債権者を見つけ、債務の返済を受けること)し、産業再生機構が出資している場合にはできるだけ早期に民間出資者を見つけることである。

機構が出資をして再生活動に深くコミットしている場合、営業譲渡先や資産売却先に関しては、当該事業に関心を持つと思われる先にできるだけ幅広く打診して、最終的に売却価格や雇用の確保(営業譲渡先の場合)にも留意して速やかに売却先を決定する。

また、退陣した経営者の後任は、当該企業の内外を問わず、積極的に関係業界に人材を探し、適切な経営陣候補を探し出す。そうした社外からの新しい経営者の投入が、ビジネスモデルの変革に大きく寄与することを期待する場合もある。こうした意味において、産業再生機構には様々な情報が集中し、効率的な形で情報を提供できる仕組みができあがり、資源配分の効率化に寄与した面があったように思われる。

出資者の選定にあたっては、再生の道筋が付くとできるだけ早い段階で、産業再生機構が、広く同業または関連の事業者、ファイナンシャル・スポンサーに声がけをして、スポンサーを募る。また、支援決定が公表されると、M&Aの相手先、または当該企業に対する出資者として、関心を持つ企業からの打診があることも少なくない。

最終的にスポンサーは、いくつかの判断基準を設けて、何回かの選別過程を経て競争的に決定されるが、その際の基準としては、産業再生機構が、「再生を確実にする」という視点を主たる項目とし、出資額(プライス)に注目するほか、スポンサーの持つ経営資源と支援企業のビジネスモデルとの関連、市場における競争環境、スポンサー自体の将来性と信用度などの角

7) このような手法をプレパッケージ型支援ということもあるが、プレパッケージ型支援は、もともとアメリカ破産法第11条手続きにおいて、予め十分な情報開示をおこなったうえで更生計画案につき法定多数の債権者から同意書を得ている場合には、開示書類の審査や同意書の審査を行うだけで改めて更生計画案についての投票等を行わない手続きをいう(後述)。ここでは私的整理において予めスポンサー候補が持ち込まれる事業再生のことを指すため、区別してこのような言い方としている(詳細は、高木[2003]を参照されたい)。

度から客観的に分析し、決定する⁸⁾。

産業再生機構は、以上のように、「情報の非対称性」が大きかったり、ターンアラウンドマネージャー市場のように「市場自体が未成熟」であったりする場合に、事業者やファンド等再生にかかわる多様な情報を集め、企業や経営者の仲介役を担う機能を持った。アセット・マネジメント会社、人材支援会社でもあり、経営資源の企業間市場としての役割も担ったといえるだろう。

(6) 「経営コンサルティング」機能＝実践としての再生マネジメントノウハウの提供

【原則】 ・自力再生に資する方向でビジネスノウハウを提供

機構が出資をしている場合で、適切な経営陣やアドバイザーが見つからないケースには、機構のスタッフが、支援対象事業者の経営陣に原則として非常勤（場合によっては常勤）で加わり、事業再生を手がけることもある。また、社内から新しい経営陣が登用された場合においても、新経営陣を支え再生の環境を整備するためにスタッフが経営に参画する場合もある。このような場合、企業再生の過程で、財務管理・人事管理の抜本改革（システムの導入、給与体系の革新等も含む）、コンプライアンス体制の整備強化、顧客別収益管理などの経営管理ノウハウの提供や、生産設備の統廃合による生産性の向上、新しい付加価値ビジネスの方向性や営業基盤の開拓を探るビジネス・コンサルティングなど、当該事業者に欠けていたノウハウを積極的に機構が供給し、これによって地道なコストカットと収益増を図り、黒字化を果たす支援を

する⁹⁾。このように、産業再生機構が派遣した人材に付随していたビジネスノウハウの供給も、機構が果たした役割の一つである。足利銀行がメインバンクとなっていた旅館群に関しては、業務支援会社¹⁰⁾を立ち上げて、ノウハウを効率的に伝授する仕組みを作った。このように、バランスシートの改革に加え、地道な収益性の向上策を実現して、再生を実現しようとした。

Ⅲ-2-2. 産業再生機構の経済的機能の評価

このように、産業再生機構は様々な経済的機能を担ってきた。これらを全体として評価すると次の通りである。

第一に、これらの機能は戦後の日本において、従来メインバンクが一手に担ってきた。こうした機能をメインバンクが十分に担いきれなかった背景には、①90年代以降の長年の不良債権問題によりメインバンクの「体力」が低下した、といった「一時的・循環的」事情がある。例えば、足利銀行のケースは国有化にいたるまで、旅館群に対して金融支援をするだけの余裕がないまま、問題が先送られてしまった。また、融資の保全を預金者に対しての使命と考える銀行が、経済環境の激変から企業の再生のためには大幅な債権放棄と損失の計上を余儀なくされる場合が増えたことから、債権者と企業または債権者間で深刻な対立が生まれるケースが多くなったことも指摘できるだろう。同時に、②経済構造が大きく変化する中で、メインバンクがこれらすべての機能を担うことの限界が露呈してきた、といった「構造的」要因も底流しているように思われる。事業ごとに専門性が深まり、銀行員の目利き能力が必ずしもこれに追いつけ

8) ただし、公正性を担保する観点から、民間業界の知見のあるフィナンシャル・アドバイザーに意見を求めるケースが多い。スポンサーのナショナルリティーや、事業スポンサーであるか、フィナンシャルスポンサーであるかといった形式的な要件での差別はない。

9) 企業再生とそのリストラクチャリングにあたっては、営業譲渡を行い、希望退職を募るケースもある。そうした雇用調整を行わないケースであっても、再生にあたっては従業員全体の理解を得て、インセンティブを促し生産性をあげていく必要もあるため、従業員、労働組合に経営側から説明責任を十分に果たして、円滑に進めて再生を図ることに配慮した。

10) 栃木県内の支援対象となった複数の旅館・ホテル事業者に対して、再生を支援するために、経理事務や予算管理などの業務支援のノウハウを支援するための会社。

なくなっている面もあるだろう。情報技術革新を背景に、資金の管理と情報処理の機能が分化しつつある、という金融機能のアンバンドリングが進んでいることも背景にある。既に、こうした分野にビジネスチャンスを見出して、企業再生ファンドのみならず、企業再生を専門とするコンサルティング会社などが、メインバンクと事業会社以外の第三者としてのフィナンシャルアドバイザーやビジネスアドバイザーとして、企業再生に関わるようになってきている。

第二に、産業再生機構が担った機能はいずれも相互に深く関連している。例えばデューデリジェンスなどの機能は、民間プレイヤーにアウトソーシングしたが、機構は、これらの補完的役割を担うと同時に、事業再生ビジネスとして全体をコーディネートしたところに、再生事業全体の効率性が発揮された面もあったと考えられる。また、機構独自の機能として、債権の買い取り機能を背景とした権利調整が果たせたことなどは、強力に事業再生を進めるドライビングフォースとして機能したといえるだろう。

第三に、これら再生にかかわる主たる機能の中で、最も「公的」な機能は、ステークホルダー間の利害調整機能とリスク負担機能であると考えられる。通常の私的整理であれば、メインバンクがこの機能を果たすことが期待されているが、プロラタでの負担要請は難航し、スタックしていたものが多い。産業再生機構が「公的機能」を担ったことによる最大の産物は、中立的な立場で利害調整にあたることができた点であると思われる。

一方、デューデリジェンスや再生計画の策定、企業間市場の役割などは、民間プレイヤーの市場が発展し、情報の非対称性が小さければ、機構が担わなくてもよかった機能といえるであろう。こうした情報の非対称性の存在、プレイヤーの不在という問題は、特に地方企業の再生案件で深刻であった。

また、公的組織であることに付随的な機能ではあるが、成果を上げたものとして、公的機関との調整機能を挙げておく必要がある。前述の

債権放棄等にかかる調整のほか、再生にあたって地方自治体等と調整をして、企業再生が地域全体の再生に広がるよう働きかけたケースも存在した。

——九州産業交通の場合、地元自治体である熊本市自身が市営バスを公営で運営し、九州産業交通の営業しているバスとの路線の重複で地域全体としてバス事業の運営が非効率となっていた。このため産業再生機構は、支援決定にあたって、熊本市が九州産業交通などとバス路線事業の見直しの調整をすることについて予め合意することを条件として、支援決定を行った。

——栃木皮革では、地方の中小企業の再生を手がける公的組織である整理回収機構と協調して再生を行った。整理回収機構はグループ会社の一部の再生を手がけ、事業再生ノウハウをより必要とする皮革製造部門を産業再生機構が担うという役割分担であった。

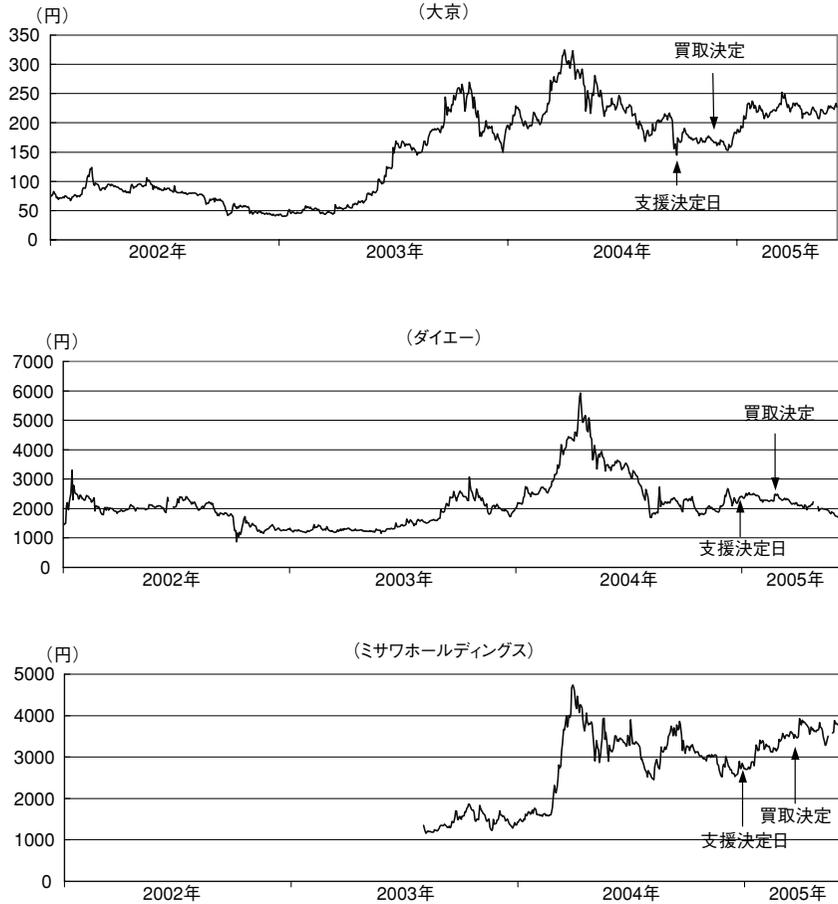
一方で、リスク負担機能に関しては、産業再生機構は、疲弊しているメインバンクなど、民間が負担できないリスクを負担することを前提としていた。しかし、この機能は、公的であるが故に弊害が懸念されたので、極力弊害を小さくしようと心がけた。この機能の弊害としては、一つは、機構なかりせば出現したかもしれない民間ファンドの資金投入や民間ビジネスの参入を妨げてしまう可能性が挙げられる。また、公的な信用補完としてリスクを負担してほしい、というモラルハザードの兆しが事業者や民間出資者から見受けられがちになったという点も指摘できる。ちなみに、機構の関与の検討の事実、機構や関係者に厳しい守秘義務が課されていたが、支援決定直前になって関係者が多数になることもあって機構の関与が報道されたものがあり、その場合はほとんど株価が上昇するなど機構の関与が信用補完として受け止められた（上場企業の株価推移は図8、支援決定前の段階でいったん株価が上昇している例がある）。

——一方、機構の関与が法的整理に近い経営悪化の連想を呼び、再生に大変な苦勞を伴った

図8 支援先上場企業、株価推移



図8 支援先上場企業、株価推移



(資料) ブルームバーグより作成

(注) 旧三井鉱山物流(株)は、2004年3月10日をもって、旧三井鉱山及び三井鉱山コークスを吸収合併。同日付で照合を三井鉱山(株)(新三井鉱山)に変更し、株式を上場。

ケースもある。例えば、明成商会の場合、再生機構の支援を受けたということが契機となって、当初取引先に動揺が広がり、再生計画をかなり下回る業績が続く状況となった。このため、機構が役員を派遣し、取引先の開拓、収益管理の徹底、人事管理のほか様々な地道な取り組みを率先して実践し、状況が好転し、Exitにこぎつけることができた。

このように、産業再生機構の役割は、確かに機能を集約することによって効率的に行われ、また公的機関であるが故に利害調整を強力に推

進し、リスク負担をすることができたという点で有効に機能した。また、メインバンクにかわって、審査や経営アドバイスを行うなど、民間プレイヤーの機能も与えられており、これが適切に行われたことによって事業再生を成功させた例も多かった。関係者からの信頼を勝ち得たのは、それらの機能のどれか一つではなく、この組織が、時限的に事業再生にかかわる機能を総合的に持ったことが背景にあったように思われる。

一方で、民間プレイヤーにモラルハザードを起こしかねない懸念も出始めたほか、民間プレ

イヤーが育つにつれてその成長を阻害してしまう懸念も出てきた。したがって、公的組織としての産業再生機構の機能は、緊急避難的な危機対応措置だからこそ是認でき、サンセット方式（時限付き）で設立したことが極めて妥当であったと考えられる。

このように考えると、産業再生機構は、民間市場の機能の欠落の一次的補完であった、と位置づけることができよう。デューデリジェンス、再生計画の立案、権利調整、リスク負担、再生マネジメントなどの機能は、本来はそれぞれの情報の非対称性を解決し、専門性を持った民間プレイヤーが成長し、市場を形成することによって同様の効率性が発揮されるはずである。産業再生機構は、いわばそのための「呼び水」として機能することを考えていたわけであるが、特にそうしたことを念頭において行った具体例を次に述べたい。

Ⅲ－３．事業再生にかかる新たな手段の試み

産業再生機構は、サンセット方式の時限的組織であり、２年間の買取期限の後、３年以内に処分を行うよう努めなければならない。このため、産業再生機構には、終了時点までの「市場環境の整備」の一端を担うことも、政策目標の一つと考えていた（政策目標の整理は後述）。実際に示した再生ビジネスモデルの提示が民間にとって参考になったと思われるほか、ここで蓄積されたノウハウはスタッフが民間市場に戻ることによって、民間に受け継がれるものでもある。また、事業再生ビジネスに関わる新しい試みも以下のように行った。

Ⅲ－３－１．民事再生法と産業再生機構法の併用事例

第一は、二つの法律を併用して、小売業に關して事業毀損を最小限に抑えながら再生を果たそうとしたケースである。法的整理の問題点としてしばしば指摘されるのは、流通業のような

業種に関しては、債権者平等の原則を徹底することから商取引債権が毀損してしまうため、法的整理に入ったとたん事業価値が大きく毀損してしまうことにある。そこで、マツヤデンキのケースでは、産業再生機構法と民事再生法の二つの法律を適用した。すなわち、民事再生法を使うことにより株主総会の特別決議に代えて裁判所の許可でリーガルリスクを抱える旧会社を営業譲渡することが可能となり、新会社の再生が可能となる。また、産業再生機構法を活用することにより、商事債権がカットされず、事業毀損が小さくすむ。スムーズな営業譲渡と一般債権の毀損防止を図り、この結果、事業価値が毀損しないうちに、スポンサーが早く現れて早期事業再生が可能となり、金融債権者の債権放棄額も小さく抑えられる結果となった。

Ⅲ－３－２．債権売却における「プロフィット・シェアリング」方式の導入

事業再生における非コア事業については不動産等の債権売却によって、リストラクチャリングを図るのが通常である。産業再生機構では、個別売却、バルクセールなどの手法で債権売却を行った。しかし、再生計画の段階では、産業再生機構は保守的に資産価値を査定するため、債権者からは独自の査定結果を示してクレームをつけ、再生計画通りの債権放棄が進まず、再生に踏み込めないという事態に陥りかねない。このため、産業再生機構では、資産査定をめぐる交渉難航を避けるべく、いったん再生計画上の債権者による債権放棄（債権者として残る場合）または機構への債権売却を行い、再生支援企業の資産売却を進める過程で益が出た場合には、債権者にもそれを一部還元するプロフィット・シェアリングの考え方を導入して早期事業再生を進めるように努めた¹¹⁾。

Ⅲ－３－３．スポンサー候補¹²⁾がプレアレンジされた計画案に基づいた支援

前述の通り、41件のうち、24件においては、

11) これは、米国FDIC（連邦預金保険公社）において活用されるロスシェアリングルール（破綻金融機関の資産負債を、できるだけ早く健全金融機関に承継させるために適用されるもの）にも共通する考え方である。

スポンサー候補が当初から念頭にある形で支援が行われた。すなわち、産業再生機構に支援申し込みの相談がなされた段階でメインバンクや対象事業者等が予めスポンサー候補を持ち込むケースであり、スポンサー候補が産業再生機構の支援決定時に公表されることによって、再生にあたって高い信用補完を得られるメリットがある。

こうしたスポンサー候補が事前に持ち込まれた場合は、産業再生機構としては、できるだけエクイティガバナンスは民間に任せるべきであるという観点、およびスポンサーをできるだけ早くつけることによって早期かつ確実な再生を図るという観点から、これを尊重したいという考えがある一方、スポンサーが誰であるかは再生計画の極めて重要な構成要素であり、より良いインベスター、バイヤーを幅広く公正に競争的に選別するよう努力することが必要である、という考え方もあった。したがって、機構は、スポンサー候補が持ち込まれると、その都度スポンサーとしての適正性、他の債権者に対する公平性、他のインベスター、バイヤー候補の可能性、スポンサー候補の見る企業価値の妥当性、スポンサー候補が当該企業を再生した場合の業界再編のシナリオなどを十分吟味し、事前に持ち込まれたスポンサーに委ねるメリットが大きいと判断されれば、スポンサーを予め認定し、支援決定をした。一方、インベスター、バイヤー候補が他にも十分予想され、既存のスポンサー候補以外の候補にも幅広く公正に挑戦機会を与えてより良いスポンサーを見つけるべく、最終的に競争的に選別することを決めたケースもあった。

産業再生機構における私的整理において、事業会社やメインバンクから、このような支援のニーズが極めて高かったことは、今後の事業再生市場の整備を考えるうえで参考になる。今後

の方向として、私的整理が成立せず法的手続きに持ち込まれる場合であっても、それまで進行していた私的整理の成果を取り入れて、信用力のあるスポンサーの地位の維持によって事業価値の毀損を回避しつつ、可能な限り早期に手続きを進行させることが望ましいケースも多だろう。一方で、M&Aが盛んになってきている現在、こうした手法を採用することが、幅広く公正に競争的に選別することによってより良いインベスター、バイヤーが見つかる可能性の芽を摘んでしまうこともあることを十分に念頭に置く必要がある。

—ミサワホーム・ホールディングスでは、早くからトヨタグループがスポンサー有力候補として報道されたが、再生計画発表後にトヨタも含め他の企業との入札を実施し、最終的に決定された。スポンサー候補がブレアレンジされた事例には入らないが、トヨタブランドの信用補完が再生にあたってプラスに働いたと考えられる。

—これらの中には当初から明確に最終スポンサーと定められていなくても、一部株式を保有するという形で経営に部分的にコミットするケースもあった。たとえばうすい百貨店については当初から三越が一部出資を行った。

Ⅲ－４．小括：産業再生機構の事業再生の特徴と念頭にある政策目標

産業再生機構の行ってきた事業再生活動の軌跡は以上の通りである。ここで、改めて産業再生機構の行った事業再生の特徴と政策目標の二つの観点から、活動を小括すると、次の通りである。

Ⅲ－４－１．産業再生機構が手がけた事業再生の特徴

産業再生機構が手がけた事業再生の最大の特徴は、第一に、企業の現状を様々な観点から捉

12) スポンサーという語感には、倒産再建が例外的であった時代の残滓である窮境を救う後援者という消極的イメージがあり、むしろ今後は、ニューインベスター、バイヤー、ニューオーナーといった表現が適切である、といった見解もある（高木 [2005]）。

えたうえで、従来のビジネスモデルを転換し、「事業」の将来性を見極めたうえで、まず事業そのものを再構築するプランを策定し、それと整合的な形で財務リストラを行う点にあるといえる。従来の銀行が行ってきた典型的な事業再生は、銀行の体力維持を最優先した「財務」リストラが先にある事業再生が多く、事業の根本的な治療が後回しになっていた、という指摘が多い。第二の特徴は、当該企業の資産・経営資源をキャッシュフローベースの市場価格で評価する点にあった¹³⁾、といえる。そして第三に、一般的に従来のわが国のメインバンクが行ってきたと企業「救済」¹⁴⁾でもなく、企業の「清算」でもない、その間に位置する法的整理による再生に極めて近いが、より早期に事業価値の毀損を食い止め、根本的な治療を行うもの、といえる。その意味で、産業再生機構が行った事業再生活動は、銀行の従来型の「不良債権処理」の質を変える契機の一つとなったと考えられる。

Ⅲ-4-2. 政策目標

また、産業再生機構の活動を政策目標という点から改めて考えると、次のように整理できる。

産業再生機構の最優先の政策目標としては、支援企業の「事業価値の最大化」が挙げられる。この考え方の背景には、①個々の企業の事業価値最大化を市場原理を貫徹しつつ行なうことに

よって、マクロ経済的にみて資源の最適配分が図られ、金融と産業の再生が図られる（マクロ経済との関係については後述）、また同時に、②国民経済的にコストを最小にする（ロスを出さない）ことにつながる、という判断がある。国民経済的成本とは、産業再生機構は政府保証をバックに国民の資金をリスクにさらす形で事業を行っており、これに対して短期的にロスを出さないという意味もあるが、やや中長期的には事業再生ビジネスを通じて、資源配分の最適化を図ることによって中長期的な国民経済的なプラスをもたらす、ということにも通じる。その意味で①と②は同じ方向のベクトルである。

第二の政策目標として、民間にできることは民間で行い、機構の役割を最小限に止める、第三に、再生のビジネスモデルを示して事業再生市場整備のための一翼を担う、第四に、地域における混乱を最小化し、事業再生を通じて地域の活性化を図る、といったことも政策目標と考えてきている、といえるだろう。

勿論、政策目標間にはトレードオフの関係があり、特に第一の政策目標と第二の政策目標は、短期的にはトレードオフを起こすこともあり得る。そうした事態にあたっては、ケースバイケースでバランスをとりつつ最善の方法を採用するように対応した。

Ⅳ. 支援活動からのインプリケーション

次に、産業再生機構の活動を通じて結果的に浮かび上がってきたいくつかの論点について整理したい。まず、支援対象企業の共通点をサーベイしたうえで、なぜ不良債権問題が深刻化したのか、しかもこれらの企業はなぜ民間ベース

で早期事業再生ができなかったのか、一事業再生市場における「市場の失敗」は何だったのか—という観点から、企業および金融、市場整備面の課題を整理、指摘する。

13) こうした査定については、国民負担軽減を意識するあまり保守的過ぎるのではないかとの批判もあった。債権者との交渉にあたっては、前述のプロフィット・シェアリングの考え方を導入することによって、現実的な解決を図った。

14) 従来型のメインバンクによる企業救済については、シェアード [1996] が詳しい。

IV-1. なぜ不良債権問題が深刻化したのか— 支援対象事業者の共通点

41件の支援対象事業者が窮境に陥った背景については、支援決定時に公表されている。これらを横断的にサーベイすると、共通点が浮かび上がってくる。これらの企業の特徴は、支援対象先以外の数多くの不良債権先と共通していたように窺われる。

IV-1-1. 日本経済の環境変化への対応の遅れ

1980年代後半以降、日本経済は、資産価格の大幅な上昇と下落（バブルの発生と崩壊）という大きな経済の波を経験した。しかし、その背後には、少子高齢化の進行と経済全体の低成長過程への移行、企業の資金不足から資金余剰への変化、グローバル化とアジア近隣諸国の台頭という、本質的かつ大きな構造変化が進行していた。バブルの発生は、こうした大きな構造変化を覆い隠し、結果的に量的拡大を志向する方向で企業経営を続けさせる方向に作用した。支援した多くの企業は、バブル崩壊期以降も、売り上げ至上主義に基づいたビジネスモデルを捨てておらず、景気が回復すれば、また同様の量的拡大を図れば生き残ることができるという誤った認識で経営を続けていた先が少なくない。

—例えば不良債権問題の象徴的存在であったダイエーは、何度も債権放棄を繰り返し、その度に再生計画を実行してきたもの、過去からの事業拡大を続けた総合スーパーのビジネスモデル（GMS）を依然として引きずっていた。低成長期に移行し、顧客志向の多様化を背景に、流通業は専門店やコンビニエンスストアが売り上げを伸ばし、高度成長期に機能したGMSモデルは限界にきていたにもかかわらず、これの抜本的な見直しにはなかなか手をつけられなかった。こうした戦略転換ができなかった背景には、店舗展開の大幅な見直しができるだけの資金がなかったというだけでなく、経営陣と従業員の過去の成功モデルからの意識の転換が、なかなか容易ではなかったという側面もあったように思われ

る。

IV-1-2. バブル期の過剰投資

支援企業の中には、バブル期に前述の誤った先行き判断に基づいて、巨額の銀行借入によって過剰投資を行い、結果的にこの過剰債務が企業の競争力を殺いだ面が少なくない。多くの企業は、キャッシュフローを債務の利払いや元本返済に充てざるを得ず、新たな設備投資を行えず、従業員のリストラクチャリングにあてる資金すら手当てできずに同業他社の後塵を拝す結果になった先が多い。これらの企業の多くは、債務の権利関係が複雑だったり、メインバンクの体力低下などの背景から、過剰債務解消の目処が立たないまま窮境に陥っていた。

—例えば温泉旅館群は、バブル期に設備などに過剰投資を行い、大きな金利負担を抱えていた企業が多い。さらに、多くの企業に共通してみられるのは、バブル期におけるゴルフ場経営や不動産投資など本業以外の非コア部門への過剰投資である。こうした過剰投資がキャッシュフロー比過度の利払い負担となり、企業の収益を圧迫し続けた。

IV-1-3. マネジメントの不在—経営者の資質の欠如

こうした企業の経営者は、経営戦略の欠如だけでなくコンプライアンス上の問題を引き起こすなど、資質に問題のあった先も少なからずあった。また、経営状況の悪化を認識して、銀行団とともに財務リストラクチャリングも含めた何らかの経営再建計画を立てていた先もあったが、多くの場合、微温的な経営再建に止まり、従来の経営者が止まり続けたり、銀行から派遣された経営者が経営を担っても、従業員の改革インセンティブやモチベーションを引き出すことに失敗していた。

—典型的な例は、カネボウの例である。様々な事業分野に多角化を展開し経営が悪化したのが、それを糊塗するための長年にわたる粉飾決算が行われた。新経営陣が選定されたのちに、経営浄化委員会が設けられ、過去における粉飾決算を自ら公表し、旧経営陣を告発し

た。

IV-1-4. コーポレートガバナンスの問題

前述の通り、支援した企業の多くは、バブル期以降経営者が変わらず、結果的に経営戦略を抜本的に見直す機会を逸していた。これらの企業には、そうした経営者を淘汰するメカニズムが欠落していた。粉飾が行われていても、これが見抜かれないまま長年にわたり上場が続いていたほか、経営の実態を表していない株価が形成されていた企業もあり（上場企業の株価推移については前掲）、市場からの規律が働きにくい状況が続いていた。

また、債権者からのプレッシャーという観点でも、メインバンクからの経営者に対する規律づけは必ずしも有効に機能していなかった。特に中小企業については、オーナー経営者、またはその2世、3世に引き継がれた経営が長年続いていたケースが多い。これを抜本的に変えられるのは、長年の経営情報を知りえる有力なステークホルダーであるメインバンクのはずであるが、メインバンクがデット・ガバナンスを働かせられなかった。これには、大きな環境変化を背景にメインバンクの目利き能力が必ずしも十分でなくなったことや、過去において他行との競争関係から融資を伸ばすことが優先され、資金制約や金利引き上げによる規律づけが十分できなかったこと、メインバンクのみが企業の情報を知りえたためにメインバンクと企業が一心同体になって問題を処理せざるを得なかったこと、などが指摘できるだろう。

大企業、中小企業を問わず、社内の内部統治体制も貧弱で、極端なケースでは、たとえば業界ぐるみで談合を繰り返すなど、誤った経営が長年続けられていた先もあった。

——計測機器を製造する金門製作所のケースでは、水道メーターに関して業界ぐるみの談合が繰り返されていた。再生にあたっては、こうした談合体質からの脱却を一つの大きな目標としたコンプライアンス体制の抜本的な構築や、債権者による財務制限条項などを用いた規律づけも導入した。

IV-1-5. 経営管理ノウハウの欠如

非製造業を中心に、企業なら当たり前ともいえる明確な会計処理が行われず、キャッシュフロー概念での経営に乏しい先が多かった。流通業では不透明なリベートが透明な経理処理を行う上での大きな障害となっていた。また、公共交通をはじめとする運輸業では、顧客別または路線別の収益管理などの基礎的な経営管理が行われていないケースもあった。旅館や地場の中小企業も、多くは家族経営の延長上にあり、財務、法務、ビジネスいずれの面においても専門的なノウハウが欠けており、取引先のネットワークも貧弱なことから、事業再生の機会を失っている企業が多かった。

IV-2. 事業再生の阻害要因—事業再生市場における「市場の失敗」や制度上のネック

こうした企業群に対して、早期事業再生を促す外部からのプレッシャーはなぜ働かなかったのか。それは、事業再生市場において民間プレイヤーだけではなかなか再生が進まない「市場の失敗」があったからであると思われる。

産業再生機構が支援した先は、資産査定上は要管理債権が中心であったが、より具体的にみると、再生可能性はあると見込まれるが、規模が大きいために権利関係者が多かったり、権利調整がスタックしていたもの、またはメインバンクの体力的な余裕がなかったもの、といった特徴があった。経営が悪化した企業を病人にたとえれば、手術をすれば直る見込みの病気であるが、ホームドクター（メインバンク）だけでは対応が難しい手術であり、高度医療を提供する特定機能病院（産業再生機構）が必要な患者であった、とみることができよう。

それでは、ホームドクターでは解決できなかった、事業再生市場の「市場の失敗」や制度上のネックは具体的にどのようなものだったのか、次にこの点について分析・整理する。

なお、ここで、「事業再生」とは、経営の失敗に際し、あらゆる角度から経営資源（資金、人）を再配置することによって、企業価値の最

大化を目指すプロセスと考えている。その意味においては、清算という手段以外の法的整理(民事再生法・会社更生法)も、事業再生に含まれる。法的整理による処理は、2000年の民事再生法制定、2002年の会社更生法改正などにより法的整理の環境整備が進められてきたが、事業の早期再生という観点からは多くの課題を残している。これら環境整備によっても、法的整理に関しては、最終的な再生までに時間が長くなること、債権者平等の観点から商取引債権が毀損する可能性があること、法的整理が社会から「倒産」とみなされる傾向があること、裁判官の判断によってどのような整理が行われるか予想が不可能であること、などを背景として事業価値が大きく毀損する可能性があるという問題が残っている。例えば、小売業や卸売業などは、まだ現存する商取引債権の弁済が行われなくなるため、法的整理による事業再生を躊躇させる要因となっている。今後もこうした法的ネックに関しては見直しを進め、私的整理と法的整理の段差を小さくし、企業の再生が法的整理によってもスムーズに進められ、事業が毀損しないよう環境整備の努力を続ける必要がある。

本節では、特に断らない限り、法的整理には至らない、法廷外(アウトオブコート)における「私的整理を前提とした早期事業再生」における市場の失敗を念頭に置いて議論することとする。

IV-2-1. 政府系金融機関、信用補完制度など公的金融制度が早期事業再生のネックとなったケース

(1) 権利調整における政府系金融機関の存在

政府系金融機関は、本来外部性の存在など、政策目的にかなう対象事業ではあるが、リスクが大きく民間だけでは資金供給ができない場合において、公的にこれをバックアップするために存在する。つまり、公的金融とは、本来「市場の失敗」故に政府がリスクを負担して資金を供給する仕組みである。しかし、事業再生の局面では、逆説的ではあるが、政府系金融機関の融資の存在自体が市場の失敗となってしまう場

合がある。

政府系金融機関は、法的整理以外において債権放棄が原則として認められない。したがって、事業者やメインバンクが、事業者の早期事業再生を図ろうとしても、債権者の中に政府系金融機関や財団法人民間都市整備機構などが絡んでいると、財務リストラクチャリングができない。産業再生機構は、産業再生機構法によって、政府系金融機関の協力義務を規定していたため、支援協力を法律上仰ぐことができたが、そのほかの政府系機関については、私的整理の限界から必ずしも簡単に支援協力を得ることができず、交渉を重ねて協力を仰いだ。

—例えば、九州産業交通の場合、財団法人民間都市整備機構の債権放棄が難しいことから、民間主導で債権者間交渉を始めること自体に限界があった。産業再生機構が介在したことだけでは、民間都市整備機構の協力義務はなかったため限界はあり、交渉は大変長引いたが、産業再生機構が公的機関であるということのメリットを生かして最終的には国土交通大臣と産業再生機構担当大臣の交渉によって、ようやく事業再生が可能となった。

(2) 信用補完制度のネック

信用補完制度も、上記と同様、民間金融機関から資金を調達しにくい零細な中小企業が公的な組織である保証協会から保証を受ける制度である。さらに中小企業金融公庫の信用保険制度によって、保証協会のリスク分散を図っている。保証付き債権が存在する企業の事業再生の場合、再生ファンドなどへ保証付き債権の譲渡が認められていないこと、また保証協会が求償権の放棄を法的手続きによる場合等を除いて行っていないこと、などが早期事業再生のネックとなっていた。産業再生機構が扱った案件の中にも中小企業案件が多かったことから、保証協会との交渉などを行うことによって時間がかかったケースがあった。

こうした制度については、問題点が指摘されたため、保証付き債権についても適切な基準を設けて譲渡先を拡大すること、また、保証協会

における運用を見直し、求償権の放棄等をより弾力的に見直すこと、など、より再生を支援できるように見直しされる方向にある（中小企業庁[2005] 参照）。

IV-2-2. 民間の融資慣行

(1) キャッシュフロー分析に基づかない不動産担保主義偏重の企業融資

わが国の企業融資は、企業の特定のプロジェクトに対する融資というより、「企業」そのものに対する融資であり、それ故に企業の保有する不動産担保に依存したファイナンス手法が圧倒的に多かった。41件のケースでも、設備投資資金という名目であっても、そのプロジェクトに対する将来キャッシュフローの分析が行われず、不動産担保さえ確保されていればよい、といった融資姿勢が圧倒的に多かったように窺われる。このため、何らかの原因によって当該プロジェクトのリスクが顕現化した場合、それによって生じ得る損失の負担にどう備えるかについて企業、銀行双方において認識は甘く、銀行も損失負担に対する備え（引当金または自己資本の配賦）を怠っていたため、処理の先送りが続いてしまったと思われる。

また、運転資金向け融資であっても、これらが次第に「根雪」となり、契約の更改時期になっても償還されずに従来の契約のまま更改されて、規律づけの機会を失うと同時に、さらに追い貸しを受けて、これが過剰債務になっていった例も少なくない、と考えられる。

こうした融資慣行は、早い段階で早期事業再生が必要であるというシグナルを銀行サイドが見落とすことにつながり、結果的に企業価値を毀損し、再生を遅らせることにつながった面が大きいと思われる。

(2) メインバンク以外の銀行によるメインバンク依存型の融資姿勢—（「メイン寄せ」）とこれに起因する権利関係調整のスタック 従来、メインバンク制は、日本の金融市場に

おいて、効率的とされてきた。しかし、メインバンクを含めた銀行部門全体の体力が低下する局面で経営が悪化した企業の事業再生を手がけようとする、メインバンク制は、むしろ企業価値の毀損を拡大してしまう方向に作用することが多くなった。

その理由は、メインバンク以外の銀行は、経営悪化時にメインバンクに責任を求め、債権の損失をメインバンクに求めることは暗黙の前提としており、「メイン寄せ」を求めるケースが多かったことによる。その背景としては、①融資審査の段階でそれほど当該企業についての情報を持っていないことから（情報の非対称性の問題がメインバンクより深刻）、情報をより多く保有するメインバンクに依存する審査を行い、これによりモニタリングコストの軽減を図っていたこと、②メインバンクは通常経営陣を派遣するなど過去の企業再建にかかわることが多いこと、などの理由がある。

しかし、メインバンク自身の体力が低下し、損失を負担するだけの業務収益や自己資本が不足したり、さらにメインバンクが他の債権者とのリスクシェアに納得感が得られない場合は、こうした従来型の解決策がとれなくなった。2001年に取りまとめられた私的整理ガイドライン¹⁵⁾でも、メインバンクが債権者調整のイニシアティブを委ねられることとされており、どうしても「メイン寄せ」を受け入れる再建計画案を作らざるを得ず、結局メインバンクにとってメリットが少ないものとなり、あまり使われなくなってしまった。

このように、「メイン寄せ」は、銀行全体の体力が90年代の金融危機を通じて低下してきたという環境要因もあったが、そもそもわが国の銀行の融資姿勢が、メインバンク依存型で、メインバンク以外が当該企業に対する信用リスクが顕在化した場合の損失負担について契約していなかった、という融資慣行自体が背景であり、

15) 私的整理ガイドラインは債権放棄などにより過剰債務の事業者の事業再生を公平かつ迅速に行うための手続的準則。

これが債権者間の対立をクローズアップさせ、早期事業再生を遅らせる大きな要因となってしまった。

加えて、1企業の債権者が極めて多くなっているケースも多い。この背景としては、①企業の新規資金調達にあたっては、株式調達については既存株主の希薄化を考慮する必要があるが、負債調達は既存債権者との公平性を考慮する必要がないこと、②企業にとって、メインバンク以外の取引先銀行数が多いことは一種のリスクシェアリングであり、企業トータルとしてのRMコストを勘案せず支社レベルで銀行取引先を広げたこと、等の理由から、企業が取引機会増大を企図して多数行からの負債調達に対して積極的に対応してきた結果、融資先が極めて多くなってしまったケースが多いと考えられる。

こうした融資慣行の問題点については、銀行・企業双方の認識が高まりつつあり、最近コベナンツ（財務制限条項）などが付与され、債権者間での詳細な情報開示を前提とした、シンジケート・ローンでの資金調達が増えている傾向にあるのは好ましいことである。

(3) メインバンク自体の機能不全

メインバンクは、企業にとっては極めて重要なステークホルダーである。しかし、経営が悪化している企業の場合多くは、メインバンクが融資の契約更改や金利条件の面でむしろ延命を促す方向で甘めに対応したり、追い貸しが行われているケースが少なくない。特に、上場していない未公開のオーナー企業のケースなどでは、株主からの経営者に対する規律はほとんど働かないから、メインバンクの融資先企業に対する経営ガバナンスの役割は一層重要であるにもかかわらず、規律づけが働いていない。こうした先の問題先送りは、まさに取引先企業にとって銀行による「ソフトな予算制約」の問題が顕在化したケースといえるだろう。

勿論、多くのケースでは、経営が悪化してから、何回かの事業建て直しをメインバンクが主導している。しかしこうしたケースでも、メインバンクの体力維持が優先され、思い切った債権放棄ができなかっただけでなく、財務リストラ先にありきの事業再生計画で、例えばダイエーのように、環境変化を踏まえたビジネスの側面からの事業見極めを必ずしも伴わない債権放棄を繰り返してしまったケースが少なくない。

このように、メインバンクの融資先企業経営における重要なステークホルダーとしての機能不全や、事業の目利き能力の乏しさが不良債権処理を遅らせた面も大きい。いずれにせよ、高度成長期には有効に機能したメインバンク依存型融資は、低成長期において必ずしも効率的なシステムとはいえなくなり、不良債権の解決を遅らせる一因となった。

(4) 事業よりもBS重視の資産査定

従来銀行は資産の自己査定にあたって、融資先企業の財務状態、バランスシートを主な基準として、資産査定、資産分類を行ってきた。しかし、そうした査定の慣行が、当該企業の事業の将来性（具体的には事業が生み出すキャッシュフロー）についての定量的把握の軽視につながっている。こうした自己査定を規定していた背景には、金融庁が指導していた検査マニュアルの存在もあった、と考えられる。

2004年になって中小企業融資に関しては検査マニュアルが改定され、融資先資産査定にあたって、一層キャッシュフローを重視する方向に舵が切られている¹⁶⁾。

(5) 個人保証の問題

わが国の中小企業向け融資は、多くの場合、経営者本人が債務返済を保証することを求めている。これは特に中小企業に不動産担保などが少ないうえ、財務諸表などが不透明で信用力が乏しいとみていることが背景としてあげられる。

16) 2004年2月に改訂された金融検査マニュアル（中小企業融資編）では、中小零細企業の債務者区分の判断においては、赤字や債務超過といった表面的な現象のみをもって判断することは適当でなく、キャッシュフローを重視して検証する必要があることを明確にしている。

特に、金額や期間に制限を設けない包括根保証といわれる保証契約などが存在している。このため、企業が事業再生にあたって、債務のリストラをしようとする、経営者は巨額の個人債務を負うことになり、これを避けようとする結果、事業再生が遅れることが少なくない。こうした慣行は、特に中小企業の事業再生をはばむ大きな要因となってきた、といえるだろう。

こうした個人保証は、包括根保証を無効にするなど、抜本的な見直しが行われる方向で議論が進んでいる。

IV-2-3. エクイティ調達へのネック―市場インフラの問題

わが国の多くの中小企業にとっては、回収が長期にわたる設備投資や、事業リスクの高い投資に振り向けるための、長期性のエクイティ資金の出し手がなかなかない。このため、銀行借入を繰り返すことによって長期性の資金を調達する結果になっている（いわゆる擬似エクイティ）。負債性資金よりも資本性資金を調達したい、というファイナンスニーズがある以上、こうしたニーズに対応する金融システムの構築が求められるが、中小企業の情報の非対称性は大きい。こうした中では、零細企業など、エクイティの出し手を探し出すのが難しいケースにおいては、メインバンクがより規律ある形で擬似エクイティを供給し続けるしかないが、中堅企業については事業再生を進めつつ、ネットワークを活用して企業再生ファンドや事業スポンサーを探し当てていくことが企業の成長のために必要となる。

もっとも、再生に対する出資に関しては、①再生計画自体にリスクがあって手を出せない、②地域性の高い企業などにおいては、必ずしも事業スポンサーや金融機関などに、そうした再生案件についての情報が行き渡らず、担い手が出てこない、という問題がある。さらに、③私的整理が成功せず法的整理に移行した場合、私的整理中に選定されたスポンサー候補の法的整理後の地位が未確定であることや、法的整理申し立て前の融資が一般債権としてカットの対象

となること、なども投融資を躊躇させる要因となっていると考えられる。

一方、上場企業は、本来資本市場から容易に資金調達ができるが、経営が悪化してしまうと、再生モードに入っても出資者が現れにくい場合がある。こうした場合も、問題は企業と投資家間の情報の非対称性にあり、経営悪化企業の開示されている財務諸表が必ずしも信頼を得ていないという点がある。このため、出資者としては、経営が悪化した企業の財務諸表の正確性に関して不安をもち、投資に躊躇するケースが多い。

実際、産業再生機構では、デューデリジェンスに多大な金額を投じたが、その結果多くの場合債務超過が拡大し、実態バランスシートはきわめて大きく悪化した。こうした問題の解決のためには、企業の適切な会計処理と情報開示の徹底、これを監査している監査法人の体制の抜本的強化を図る必要がある。また、証券取引所の上場審査についても改善の余地がある。

IV-2-4. 民間プレイヤー、人材の絶対数不足（市場の欠落）と情報の非対称性

企業再生は最初の3年間で勝負といわれる。どんなに立派な再生計画があったとしても、当該企業の中に経営者（最高経営責任者<CEO>、最高財務責任者<CFO>など）として入り、経営ノウハウを駆使して従業員のインセンティブを引き上げながら、企業再生を手がけるターンアラウンドマネージャー（再生請負人）がいなければ、再生計画は実現しない。アメリカでは、ターンアラウンド・マネジメント会社などに登録している経営経験者が多く、ターンアラウンドマネージャーが職業として定着し、その数も増加している。しかし、わが国ではそれほど広がりが無い。この背景には過去において人材の流動性が低かったことなども考えられる。特に、人材不足が深刻なのは、地方であり、企業再生にかかわる経営ノウハウのある人材はターンアラウンド・アドバイザーも含めて極めて少ない¹⁷⁾。

IV-2-5. 「市場の失敗」に対する解決の道筋

以上のように、早期事業再生をはばんできたネックは、民間金融機関の融資慣行等に起因する権利調整の難航、人材の不足、市場インフラの未整備、会計処理と情報開示の問題など様々である。金融面、事業面における様々な要素がからみあっており、このため、不良債権問題の解決がなかなか進捗しなかったといえるだろう。さらに、日本企業が資産評価をキャッシュフローベースや時価ベースにすることをためらい続けたのは、結果として長引くデフレが背景にあったといえるだろう。デフレによる資産減価に対して会計上より適切に対応していれば、もう少し企業の早い事業再生が可能だったかもしれない。これらの制度上の問題はいずれも少しずつ見直しが図られてきているが、いまだ十分ではない。

産業再生機構は、金融危機の最終局面において、こうした様々なネックにより苦境にあった

事業案件を結果的に拾い上げた形となったが、今後最大のネックである債権者間調整をスムーズにする仕組みなどの課題に取り組む必要がある。たとえば、「企業活力再生研究会」（経済産業省）の報告書で提案された、私的整理において関係者全員の同意が得られない場合、多数決原理で決着を図れるようにして私的整理と法的整理の間隙を埋める仕組みなども実現する必要がある。

しかし、民間金融機関の融資慣行是正、経営者などの人材の育成や金融市場の整備、信頼される情報開示、デフレに対する会計上の対応といったテーマは、不良債権処理促進のためだけにとどまらない、日本の金融と産業の活性化に必要な不可欠な中長期的な課題である。一つ一つの事業再生の過程で顕在化した日本経済停滞の様々な制度的なネックは、景気が好転したからといって放置するのではなく、早急に改革したり、慣行を見直す必要がある。

V. 産業再生機構の活動と金融の正常化、マクロ経済に対する影響

V-1. 最近の事業再生市場の動向

ここ数年、事業再生市場は、企業再生ファンドの増加、これに伴うM&Aの増加など、きわめて活発に動きはじめた。本節では、産業再生機構が設立された前後からの事業再生市場および不良債権市場を過去10年と比較しつつ概観する。そのうえで、ミクロレベルでの事業再生の広がりがマクロ経済、金融市場にどのような影響を与えたかについて検討する。

V-1-1. 事業再生案件の増加と民間プレイヤーの意識の変化

産業再生機構設立前後より、企業再生案件数は増加傾向にあり、銀行の不良債権処理についても、「事業再生のための不良債権処理」という方向に質的な変化を遂げた。時限的に各金融機関が専担の事業再生部門を設け、不良債権処理部門と関係を強化したのも、2002年後半から2003年のことである¹⁸⁾。そのような意味で、明らかに「事業再生」ビジネスの活発化という大きな潮流変化が生まれた、とみてよいだろう。

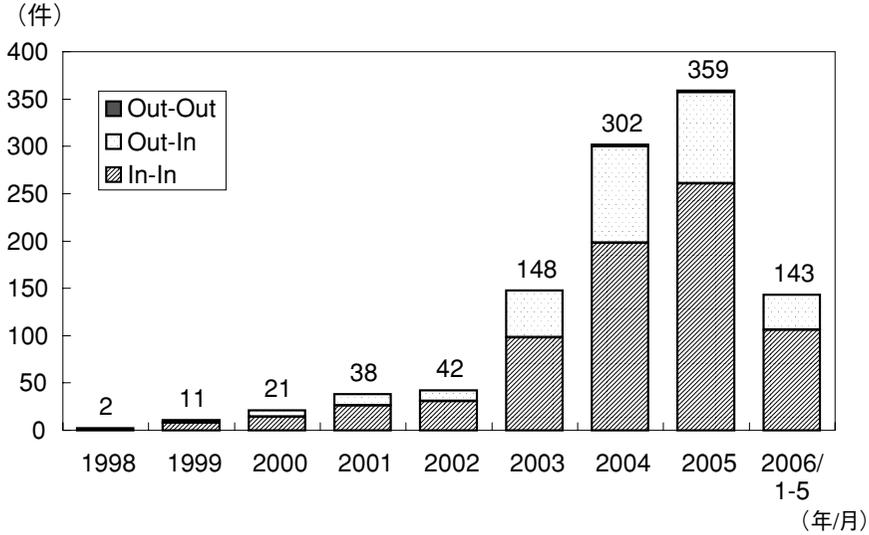
(1) 事業再生ファンドの広がり

事業再生にかかわる企業再生ファンドの数も

17) こうした危機感を背景に、高木新二郎氏等を中心に、事業再生実務者協会が結成されて、専門的な人材を育成しネットワークを展開していこうという活動が広がっている。

18) 多くの金融機関は、不良債権処理の最終局面として大型案件などの事業再生を手がける専担部門や子会社を設けたが、2005年以降解散し、より積極的かつ本格的にM&Aや事業再生ビジネスを手がける組織でこの動きを継承する方向にある。

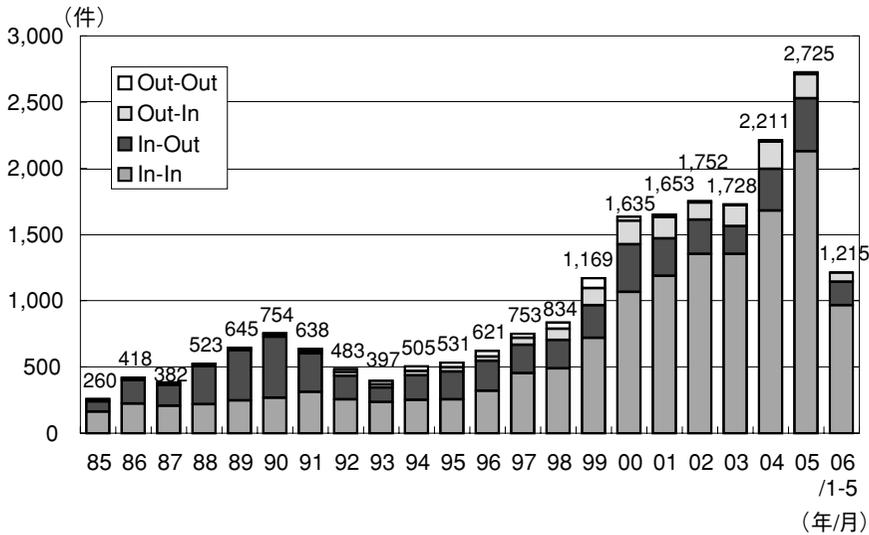
図9 日本企業に対する投資会社の M&A 件数の推移



(資料) 株式会社レコフ「MARR」(2006年7月号)

- (注) IN-IN 日本企業同士の M&A
 OUT-IN 外国企業による日本企業への M&A
 OUT-OUT 日本企業が海外で買収した企業が絡む M&A

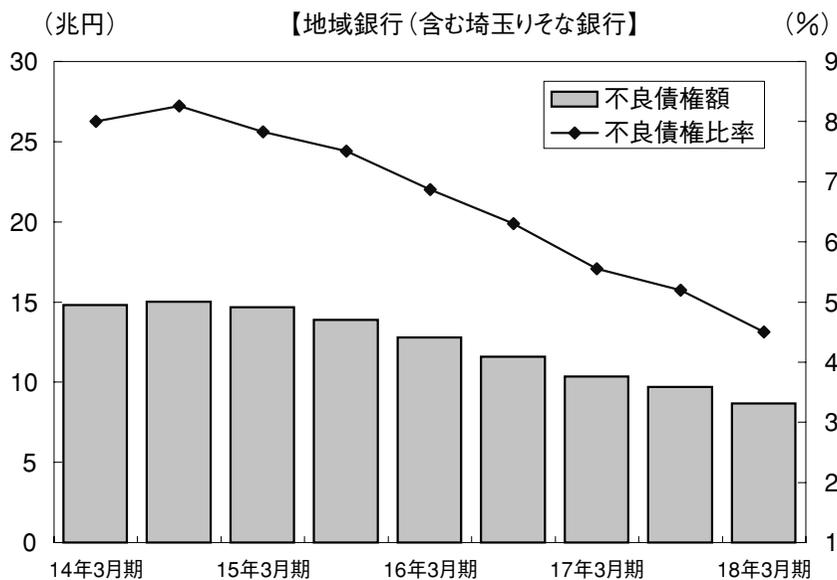
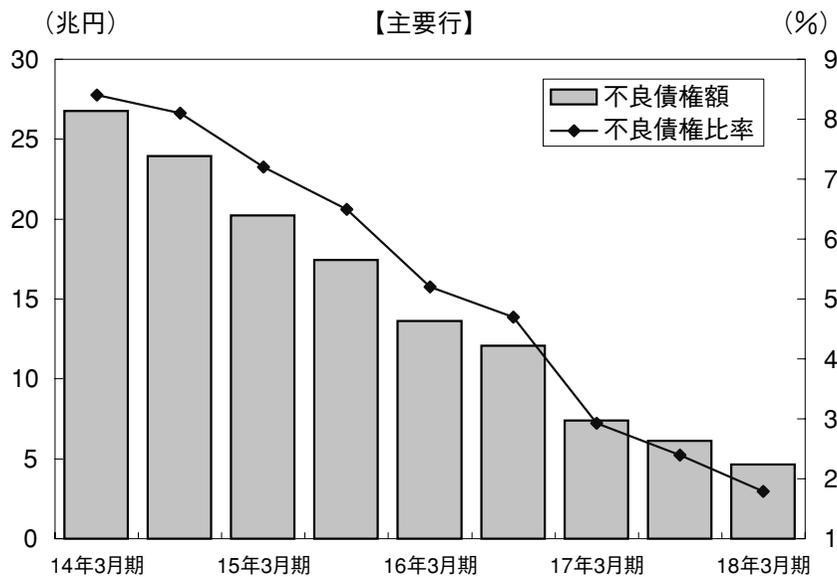
図10 日本企業の M&A の推移



(資料) 株式会社レコフ「MARR」

- (注) 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
 OUT-OUT 日本企業が海外で買収した企業が絡む M&A

図11 不良債権の処理状況



(資料) 金融庁

(注) 1. 計数は金融再生法開示債権ベース。

2. 18年3月期は、主要行は5月23日発表の速報ベース、地域銀行は6月9日発表の暫定集計値。

近年非常に多くなった。従来は政府系金融機関が出資した再生ファンドが主体であったが、近年は、独立系、銀行系、証券系、外資系など様々なバックグラウンドの企業再生ファンドが登場し、規模も大型のものが登場した。また、地方でも、中小企業の再生支援のために、各都道府県で中小企業再生支援協議会が発足した。こうしたことから、地域金融機関やファンド運営会社などが共同で地域密着型の企業再生ファンドを設立する動きも相次いだ。これらのファンドはエクイティでなく、デットを所有する例が多い。

(2) M&Aの活発化

事業再生が進むにつれて、債務比率が低くなり、新しい魅力を増した企業に対してスポンサーとしてエクイティを出資する企業も増加した。前項でみた、いわゆる再生ファンドといわれる投資会社(図9)だけでなく、事業会社が企業を買収する動きも近年増加し、高水準で推移している(図10)。この背景には、優良企業を中心に債務の返済が進むと同時に、収益改善からキャッシュが潤沢となり、ROEを高めるべく余剰資金を積極的にM&Aに振り向けようという動きが出てきていることも底流している。

(3) 不良債権処理の進捗

こうした動きを金融面からとらえると、事業再生に伴う銀行等債権者による債権売却や債権放棄が活発となり、不良債権処理が大きく進捗した。こうした不良債権処理の進捗と景気の回復もあって、不良債権残高は大きく減少した。金融再生プログラムで目標とされた大手銀行について2年間で不良債権を半減するという目標は達成され、地域金融機関においても、不良債権は減少傾向に転じた(図11)。

(4) 新しい金融手法の展開(DIPファイナンス、デット・エクイティ・スワップ等)

事業再生に伴う再生事業または企業に対するリスクマネーの供給手法も多様になった。従来DIPファイナンスは、日本政策投資銀行などの政府系金融機関が担っていたが、近年では、再生計画を履行するにあたって、メインバンクが

融資することが増え、東京スター銀行のように、DIPファイナンスに積極的に取り組む銀行もみられるようになった。さらに、デット・エクイティ・スワップ(DES)、デット・デット・スワップ(DDS)といった手法も取り組みが進んだ。DDSは、企業の債務を「資本的劣後ローン」に交換することである。長期の運転資金として融資されている根雪のような部分(擬似エクイティとよばれる)に関しては、資本性が高いということで、平成16年に一定の要件を満たせば、金融庁の検査マニュアル(中小企業融資編)上も資本と認められることとなった。これによって、より活用が進むようになった。

(5) 不良債権のプライシングの適正化と売買市場の発展

当初、わが国の不良債権売買市場は、破綻懸念先債権を中心とする市場であり、売却にあたっては、大幅なディスカウントを余儀なくされ、投資家も外人投資家を中心であった。しかしながら、事業再生の機運が盛り上がるにつれて、要管理債権を中心に再生を織り込んだプライシングがなされるようになり、要管理債権の売買市場が広がりを見るようになった。投資家も様々な企業再生ファンドなどに、裾野が大きく広がった。

V-2. 事業再生が金融正常化、マクロ経済全体に持つ意味

不良債権化した融資の対象企業の中には、有為な人材や価値ある資産を抱えながらも、これを十分に生かしきれていないケースが多い。事業再生は、非コア事業の切り離しという経営のリストラクチャリングを伴うが、当該事業が他の優れた企業に営業譲渡されれば、これによって人材が流動化し、潜在的な能力のある人的資源が生かされることにつながる。また、経営者の登用という点についてみると、従来は社内人事や、場合によっては経営に密接に関与してきたメインバンクから後継者が選ばれてきたが、これ以外の企業から登用することは、経営者の企業間移転を促進させることになる¹⁹⁾。同様に、

窮境企業が抱えていた非コア事業にかかる資産を売却し、新たな買い手に委ねることにより、資産を有効活用することも可能となる。

——カネボウの例では、繊維事業の一部を(株)セーレン等に売却するなど、様々な事業を他の企業に対して営業譲渡したが、この結果、雇用を確保しつつ、各事業の技術を継承する形で新しい企業にゆだねることができた。このように、雇用は確保されたまま、新しい企業へと流動化し、技術も継承されることが可能となった。

一方、金融の面でも、採算の合わない非コア事業継続のために投入されていた追い貸し資金を銀行がいったん放棄し、コア事業の強化に資するような設備投資等に資金を投下すれば、新たな収益を生む資金に入れ替わる。

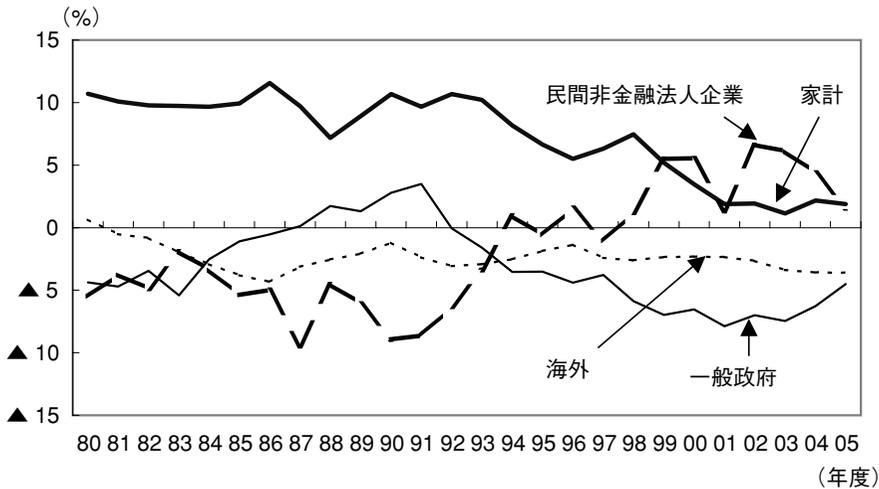
従来は不良債権処理が、破綻先債権の回収という面でしか語られなかったり、清算型の処理によって雇用が失われるというプロセスが一般的に強調されていた。こうした見方に立てば、

不良債権処理は深刻なデフレを加速するだけということになる。債権放棄という言葉が、単なる問題企業の先送りの手段として誤解されていた側面もある。

しかし、これまで見てきた通り不良債権処理が「適正な資産評価」と「真の事業再生」という質的な変化を伴う場合には、ヒト、モノ、カネといった企業の経営資源が流動化することによって、マクロ経済全体の資源配分の最適化を達成する方向につながる。これは結果的に、労働資源など生産要素の生産性を向上させたり、技術革新を通じて全要素生産性を高め、経済成長に寄与するものとなる。こうした事業再生は、不良債権処理が終了しても、人口減少、グローバル化という大きな環境変化が続く限り、継続する流れであると考えられる。

実際に、最近のマクロ的な資金循環をみると(図12)、事業再生の進捗と不良債権処理の進展から、企業部門にキャッシュが多くなり、余剰が大きくなった。こうしたキャッシュを、ROE

図12 部門別資金過不足の推移



(資料) 日本銀行「資金循環統計」、内閣府「国民経済計算」

(注) 1. 家計は個人企業を含む。

2. 国鉄清算事業団・国有林野事業特別会計の債務承継要因の調整を実施(98年度)。

19) 例えば、機構の支援先ではダイエーの樋口康行社長(前日本ヒューレットパッカード社長)などの例がこのケースにあたる。

を向上させるような設備投資に結びつけていけば、マクロ的な生産性上昇に結びついていくだろう（最近の事業再生が生産性向上に与える影響については、内閣府の構造改革評価報告書[2005] 参照）。

このように、ミクロの事業再生という手段は、マクロ的な資源配分の効率化を実現するために、極めて重要である。今回の景気回復との関係では、一つ一つの事業再生が景気回復に一例えば三井鉱山の再生が外需の盛り上がりによるコークス価格の上昇といったフォローの風に一支えられた面があった一方で、こうした、適正な資産評価と事業再構築に裏付けられた企業再生を通じて、足腰のしっかりした景気回復にも結びついたともいえるだろう。このような観点からみると、マクロ的にはデフレを早期に発見して、会計や税がマクロ経済に素早く対応できるようにし、ミクロレベルで企業の早期事業再生がスムーズに行える環境を整えておくことが、長期不況にわが国が再び陥らないための重要な鍵になるといえるだろう。

V-3. 事業再生が「産業」再編に持つ意味

一般的に、事業再生を果たして企業が魅力を高め、キャッシュを潤沢に持ち始めると、当該企業のエクイティに出資したい事業会社が出現する可能性を必ず高める。過剰供給とよばれる産業であっても、個別の企業がスピーディーにビジネスモデルを変革して事業再生を果たしたり、再生の過程で他の産業のスポンサーと結びついて新たなビジネスモデルを作り上げることによって、産業全体に影響を与え、活性化させることもある。こうした小さな事例が積み上がることによって、過剰供給構造が是正され産業全体の効率化が果たされ、さらなる産業再編につながることも可能である。

——例えば、産業再生機構が支援した事業者

は、1. でみたように、多くは過剰供給産業とよばれてきた業種であったが、卸売業など産業再編のきっかけにつながった事例は少ない。過剰供給産業といわれてきた産業の企業であっても、競争上の優位性を持っていたり、新たなビジネスモデルを持っているスポンサーに委ねる形で変革が行われ、再生に成功しつつあるケースがみられる。

具体的には、化粧品等卸売の粧連は、ビジネスノウハウに優れるパルタックという大手化粧品卸がスポンサーになることによって、大きな商圏を持つ卸売企業へと水平統合され、再編されていった。また、おもちゃ卸の服部玩具についても、おもちゃ製造業大手のタカラがスポンサーになることによって、川上との垂直統合が成立した。

なお、産業再生機構が実際に行ったことは、産業という視野での支援の是非ではなく、一つ一つの「事業」の再生可能性の追求と競争環境の創出であった、といえるように思われる。ミクロ的な「事業」再生というメカニズムを定着させ、その流れを作っていくことこそが、結果的に産業全体の活性化、金融システムの活性化に結びつくことを念頭に支援をしたといえるだろう。

実際、事業再生に成功して魅力を高めた企業は、企業価値が高まり、事業の魅力とレバレッジの低さから、買収対象にもなりやすい。先に見た最近の M&A 隆盛の傾向は、わが国における事業再生活発化の産物ともいえる。現在、企業部門の収益が回復して、潤沢なキャッシュを背景に企業価値を高めようという動きが活発化していることを考えれば、今後 M&A の隆盛は長く続き、企業価値最大化という個別企業の経営判断とこれを支える市場メカニズムにより、産業再編は一層進んでいくと考えられる。

VI. 公的金融改革に向けての視点

最後に、産業再生機構の活動が示唆する公的金融改革についての視点を、簡単に整理する。

VI-1. サンセット方式の導入

産業再生機構の特徴のひとつは、時限的組織である、という点である。金融危機を終結させるために危機対応の一つの装置として、事業再生ビジネスが未熟であり、一方で銀行の体力が極めて低下しメインバンク主導での経営悪化企業の再建が行き詰ったことを背景に、2年間で支援決定と買い取りを終了し、その後3年以内に最大限の努力によって、支援決定した企業を再生し完全に民間に戻すことを目標とした。産業再生機構が民間ビジネスの「呼び水」として期待され、この間に事業再生市場を育成することが副次的な課題となっていた、ということでもある。

こうした期限を設けることは、民業圧迫の懸念を持続させないという最大のメリットだけでなく、事業者やメインバンクが問題を先送りすることなく、支援要請を検討することができた、という極めて大きなメリットももたらした。さらに、再生に関しても、3年間で完全 Exit をすることが目標となり、短期間で集中的な再生を再生支援事業者に動機づけるスキームとなっている。

このように組織の存続時限を予め掲げ、これを厳格に守って運営を行っていることが、目標を明確にし、事業再生にかかわる主体のインセンティブを向上させることにもつながった。

VI-2. 民間スタッフによる組織、インセンティブ

また、産業再生機構のもう一つの特徴は、ほとんどのスタッフが民間で活動していた専門家であり、その行動原理は、基本的に市場原理に

基づいたものであったということである。機構のスタッフは民間企業や弁護士事務所、会計事務所などからの専門的な知識を持つ人材を中心に最盛期で220名以上が採用された。処遇は、能力と実績を反映した成果主義の給与体系とし、職員のインセンティブの向上を図った。執行部取締役（社長、専務取締役（COO）、常務）には、市場価値の高い民間のプロフェッショナルを抜擢し、社外取締役6人には外部の民間専門家を起用した。こうした株式会社形態と民間人で構成される公的金融機関は、従来の特殊法人組織の公的金融機関とは一線を画しており、有為な人材を集められたという点でも特筆すべきである。

市場原理に基づいた行動原理という点では、企業価値の算定もキャッシュフローに基づいて算定され、金利はリスクに見合った水準に設定され、一つ一つの案件に政策的な意図が織り込まれることはなかった。最大の政策的な要素は、次にみる借入金の保証枠ということになる。

VI-3. 政府保証

産業再生機構における借入金の政府保証枠は10兆円であった。しかし、前述の通り、産業再生機構の新規融資に関する判断は、民間ファンドや金融業者と同様、期間毎にリスクに見合った金利を設定、出融資の形で産業再生機構がリスクを負担する場合は、再生のために投融资が不可欠で、民間の出し手がすぐには見つからないが、短期間で民間に手渡していける可能性が高い、という場合のみ行った。したがって、政府保証がある結果、産業再生機構の資金調達コストは民間に比較すると低く、資金調達コストの低さは間接的に産業再生機構の出融資にかかわる金利や条件設定に関して、民間同業者より

有利に働いている²⁰⁾が、必ずしもこのことが民業圧迫に直結したわけではないと考えられる。

企業を再生し、必要以上のリスクを負って国民負担を出さない、という目標と整合する範囲で、基本的には出資に関しては民間優先とする原則を貫いたつもりであるが、様々な評価があり得るだろう。

VI-4. 組織のガバナンス

産業再生機構は、民間と同様の株式会社形態を採用した。取締役会を置き、常勤・非常勤監査役は取締役会に出席し、取締役会に対するガバナンスを確保した。

外部からは、個別企業の支援やスポンサーの決定等に対して、政治的な圧力がかかるのではないかと懸念が多く指摘されていた。これを防ぐために、企業の支援決定等に関しては、政治的に中立的な最高意思決定機関である産業再生委員会が決定し、政治家等から産業再生機構になんらかの接触があった場合には、産業再生委員会に報告する仕組みとした。また、主務大臣は支援決定に対して意見しか述べられない体制となっており、官僚を通じた政治的圧力にも対抗し得る仕組みとなっていた。執行部幹部に関して、ひも付きでない、市場価値の高い民間の人材を登用したことも、こうした懸念

を払拭させ、中立的な立場で使命に忠実な仕事を可能にした、といえるだろう。さらに、現役 of 検事の出自を受け、コンプライアンス室を作ることによって、守秘義務を役職員に厳正に課した²¹⁾。こうしたこともあって、政治的に支援決定が歪められず、中立的な決定が可能な仕組みができあがったと考えられる。

VI-5. 民間との役割分担(アウトソーシング)と新規ビジネスの創出

機構の実施するデューデリジェンスに関して、多くの作業を民間の会計事務所、弁護士事務所、シンクタンクなどにアウトソーシングした。こうしたアウトソーシングを通じて、産業再生機構の持つ様々なノウハウが広まった。また、メインバンク等とは協調して支援計画を練ったことから、銀行部門にも産業再生機構の企業再生のノウハウが広まった。こうした再生計画の考え方は、概略を公表することによって、民間プレイヤーに共有され、事業再生ビジネスに関する「呼び水」となった面がある、と考えられる。なお、今後産業再生機構が役目を終了して、スタッフが民間市場に帰っていった時点で、多くのノウハウが本当の意味で民間に定着することが期待される。

VII. おわりに

産業再生機構の活動は、個々のケースをみれば、試行錯誤の連続でもあり様々な批判もある

と思われるし、今後の全ての企業の Exit を見極めない限り²²⁾、また最終的にこれらの企業や

20) 再生企業の将来キャッシュフローを現在価値に割り戻す際、資金調達コストに企業の将来キャッシュフローのリスクプレミアムを加えたものが割引率となる。この際、産業再生機構の資金調達コストが低いので、割引率トータルも民間より若干低くなる。

21) しかしながら、機構以外の様々な関係者のルートからマスコミに支援企業名が事前に漏れることは少なくなく、これに関連して株価が変化したり、ステークホルダーの対応が変化するなど、再生支援にあたって多くの困難をもたらした。

22) 2006年9月末段階で、スカイネットアジア航空、アメックス協販、栃木皮革、ダイエー、宮崎交通が最終的に Exit していない。

事業がどのように成長するかを見ていかない限り、評価も定まらないだろう。しかし、日本の1990年代以降の金融危機最終局面で活動した産

業再生機構は、日本の金融システムの正常化に関して一定の寄与をしたといえるだろう。

参 考 文 献

- Ohashi, K. and Singh, M. [2004], “Japan’s Distressed–Debt Market” IMF Working Paper 04/86.
- 岩村充 [2005]『企業金融講義』東洋経済新報社.
- 翁百合 [2005]「産業再生機構の中間レビュー」*Business & Economic Review* 日本総合研究所2005.11月号.
- 金融財政事情 [2005]「体験的事業再生論」(5.23より6回連載).
- 経済産業省企業活力再生研究会報告書 [2005].
- 小山潔人 [2005]「アメリカにおける事業再生「出口」ファイナンスの現状」*金融財政事情* 2005.5.16.
- 高木新二郎 [2003a]「早期事業再生ガイドライン策定の背景とその内容の一部の紹介」.
- 高木新二郎 [2003b]「転換を迫られる会社更生の理論と実務」『債権管理』No.101.
- 高木新二郎 [2005]「早期事業再生の現在と近未来」(mimeo).
- 中小企業庁 [2005]「信用補完制度のあり方に関する検討小委員会とりまとめ」.
- 内閣府 [2005]「構造改革白書4」.
- 日本銀行 [2005]「事業再生ファンド」.
- ポール・シェアード [1996]「メインバンクと財務危機管理」青木昌彦、ヒュー・パトリック編『日本のメインバンク・システム』日本経済新聞社所収.
- 柳川範之 [2003]「事業再生の進め方—資源配分最適化が目的」*日本経済新聞経済教室* 2003.7.8.
- 金融ジャーナル各号.