

事業再生市場の現状と今後の課題に関するシンポジウム・議事録

パネルディスカッション第1部

「事業再生市場の現状と産業再生機構が果たしている役割」

平成16年9月7日(火)

【司会(中村)】 引き続きまして、パネルディスカッションに移らせていただきます。

恐れ入ります。お立ちの方はご着席をお願いいたします。

それでは、私のほうより、パネラーの皆様をご紹介させていただきます。壇上、向かいまして左手より、日本経済団体連合会産業本部産業基盤グループ長・阿部泰久様。

三井住友銀行執行役員戦略金融統括部長・安藤圭一様。

東京富士法律事務所代表弁護士・須藤英章様。

経済評論家、21世紀政策研究所理事長・田中直毅様。

産業再生機構代表取締役専務・富山和彦様。

MKSコンサルティング、MKSパートナーズ代表取締役社長CEOマネージングパートナー・松木伸男様。

日本政策投資銀行事業再生部長・横山洋一郎様。

モルガン・スタンレー証券会社マネージングディレクター兼チーフエコノミスト・ロバート・フェルドマン様。

以上の皆様にご議論をいただきます。モデレーターは、内閣府産業再生機構担当室長の藤岡文七様にお務めいただきます。(拍手)

それでは皆様、よろしくをお願いいたします。

【藤岡】 ご紹介いただきました藤岡でございます。よろしくお願いいたします。

皆様、本日はお忙しいところ、ご出席を賜り、ありがとうございます。

まず、本パネルディスカッションの運びについて、簡単にご説明申し上げます。本パネルディスカッションは2部構成です。第1部におきましては、「事業再生市場の現状と産業再生機構が果たしている役割」というタイトルのもとに、近年、活発化しております事業再生市場の現状と今後、及びその課題について、概略的にご議論いただくとともに、その中におきまして、産業再生機構の活動、役割をどのように評価されるかについて、ご議論いただきます。

第2部ですが、10分の休憩を挟みまして、「事業再生市場の活性化に向けた今後の課題」といたしまして、産業再生機構の活動も含めて、我が国の事業再生市場が抱える具体的課題、及びその対応について、ご議論いただきたいと思います。

産業再生機構の債権の買取り機能というのは来年3月までと、法律で定められております。後半ではその買取り機能の終了後、いわゆる機構後において、民間ベースで事業再生を円滑に行ってい

くための諸課題についても、ご議論をいただきます。

本日は、各界を代表する著名な論客8名の方にお集まりいただいております。いただきましたご意見は、いずれも個人的なご見解として、ご所属、お立場等には無関係なものをご理解させていただきます。したがって、恐縮ですが、討論進行中、皆様を「さん」づけで呼ばさせていただきます。ご了承いただきたいと思ひます。限られた時間の中で、忌憚のないご意見をいただければと思ひます。

それでは、パネル討論に移らせていただきます。最初のテーマは事業再生市場の現状とその評価についてでございます。キックオフは長年、プライベート・エクイティー・ファンドを経営され、事業再生の分野でも精力的に活躍されている松木さんをお願いいたします。松木さん、よろしくお願ひします。

【松木】 それでは、お手元にこういうサインカーブみたいなのと、丸い円をかいたものが届いていると思うんですが、それをごらんになっていただきたいと思ひます。かなり釈迦に説法のところもあるんですが、なぜ今、プライベートエクイティー市場が日本で注目されているかというのを簡単に説明したのが、この図でございます。今、多分、景気の循環が底を打っているというふうに、皆さん、既にお思ひでしょうが、その間に景気のピークを迎えた1990年、バブルが崩壊して、それから14年間、ずっと坂を下ってきたわけです。この景気の循環の中で、いわゆる投資をするファンドがどういう時期に成果を上げやすいかというのを示したのが、この図でございます。ベンチャーキャピタルファンド、つまり投資をしたときのコストと、それからそれを証券市場で売却するときの差額の利益をとるベンチャーキャピタルというのは、経済が成長しているときに最も成果が上げやすい状況にあります。

そのピークを迎えた後、下がり始めますと、景気のいいときの価格がまだ期待値として残っていますので、何もうまく回らないというのが一般的でございます。さらに、それが進みまして、もう耐えられないという状況になってきますと、不良債権ファンドが大変効率よく動き始めます。その不良債権がある程度片づく、今度はビジネスを片づけなくてはいけないので、バイアウトのファンドがわりとうまく流れるというのが、景気循環に対してファンドのパフォーマンスがどう関係するかということでもあります。

世界の機関投資家の方たちは、各国の市場から、今、景気がどういう状況になるかを見た上で、ベンチャーキャピタルファンド、それから不良債権ファンド、あるいはバイアウトファンドに投資されております。基本的には同じ方たちが投資しております。こういうことがわかっていると、私は1990年にベンチャーキャピタルファンドをつくってしまったんですが、これは大変な目に遭いました。17社に投資して、8社で公開したんですが、少しもパフォーマンスが出ないと。1996年ごろからこのバイアウト市場に目をつけまして、ヨーロッパの繁栄を見ましてやり始めたんですが、ここへ来て、やはり大変な活況を呈しているという感じがいたします。

そこまでよろしいでしょうか。

【藤岡】 どうもありがとうございました。

次に、フェルドマンさん、エコノミストとして最近の動きをどのようにごらんになっておられるでしょうか。

【フェルドマン】 現状のことですけれども、再生機構ができる前、できた後と比較して何が違うかといいますと、部品がうまくかみ合っているというところが一番大事だと思います。どういうことかといいますと、再生機構へ行く案件に関して、やはり自動的に税制処理が簡単になる、あるいは自動的に残る債権の債権分類がよくなっていくということができるんです。今まではそういうことができなかったもので、さっき、田作さんがおっしゃったような情報の非対称性が問題になっていたんですけれども、そういう自動的な措置ができるようになって、うまくかみ合い始めたという感じがします。

もう一つは、評価の基準が非常にはっきりしているところもあると思いますけれども、数年前、あるイギリス大使館の昼食会に行ったときに、金融庁の方と大使の前でマイカルの話をしていました。銀行のマイカルに対する評価は何で甘い評価なのか、何で金融庁が許したのかということを知りたいんです。だって、マイカルの債券が100円当たり20円で取り引きされたり、非常にバランスシートが傷んだり、負債比率が非常に高い。そういう中で、何で単なるグレー、問題債権と認めないのかと聞きました。金融庁の方が、だって我々は官僚でしょう。わかっているのは銀行だから、彼らの判断に任せるしかないでしょうということをおっしゃったんです。

もうびっくりしました。何で給料をもらっているのかと思いましたけれども、その後、どうなるのかと申しますと、やはり金融庁もそれではまずいということがわかりまして、銀行が再生プランをちゃんと評価しているかどうかをチェックする機能を金融庁の中につくったわけです。だから、計画をちゃんと評価する機能ができたわけです。

もう一つは、やはり民間の人たちをプロセスの中に入れましょう。すなわちスポンサーをつけないと、案件が成り立たない。あるいは、つけそうにもないものはやらないということになったんです。だから、やはり市場のチェックをしっかり加えようということもあったんです。

もう一つは、情報管理ですけれども、やはり機構ができるまではもういろんなうわさが走り回って、何がほんとうか、何がうそかがわからなくなってしまうという状態だったんですが、機構ができてからは、正式に何をやっているかをほんとうにできるまで話さないようになったことは、非常にプラスだと思います。まだまだ新聞に書かれているものは信用できない、誤報がかなりあるんですけれども、再生機構から出ていないということは信用できることだと思いますので、情報に関してはかなりきちっとやっている、そのプロセスは信用できる形になってきたということだと思います。

ですので、政府のやるべき分、すなわち税制の扱い、あるいは債務者区分の扱い、これがうまく

かみ合えるようになってきたことが、最初の貢献だと思います。なぜこれができたのかといいますと、いきなりできたわけではないと思います。やはり金融庁が検査マニュアルを改めて、よくしたということだと思います。検査や監査を厳しくしたことがあると思います。特に竹中プランになってから、会計士や監査役も非常に厳しく見られるようになってきたという感じだと思います。そういう意味で、竹中さんは非常にいいことをやったと思います。福沢諭吉以来、日本を良くした学者というところまでいったかわからないけれども、結構いいプランだったと思います。

会社更生法はもうずっと前からできていたんですけれども、これはやはり日本のプロセスの中で、日本の民主主義の中で何かやるべきだということもあって、日本国民の知恵が動き出したこともあると思います。民事再生法もあったと思います。

もう一つ、非常に大事なポイントですけれども、やはり経営者の市場ができたと思います。再生機構がやっている案件を見ても、どこかから引退した人たち、60歳代、70歳代でもまだ頑張りたいという人たちがたくさんいます。こういう人たちをどうやってうまく利用できるかという、非常に大事な資源の使い方をよくした部分があると思うので、やはり労働市場も金融市場も官庁の動き方がかみ合ってきたという印象がしますので、やはり違うなという感じがします。

【藤岡】 ありがとうございます。金融庁へのエールとともに、幾つかのポイントを指摘されました。

次に、事業再生市場の行く末に重要な役割を果たされてきた政府系金融機関の立場から、横山さん、いかがでしょうか。

【横山】 私ども政策投資銀行が事業再生に取り組み始めたのは、今から3年前でございます。そのときはDIPファイナンス、法的整理に入った後の新規与信ということからスタートしたんですが、当時はDIPファイナンスとは何ぞやというところからスタートしていましたので、ここ3年間を振り返ってみますと、隔世の感があるというのが正直なところであります。DIPファイナンスのマーケットに限って申し上げますと、最初はやはり私どもの中でもいろいろ議論があって、法的整理に入った会社に追い貸しするのはどういうことかという議論も多かったわけです。我々が幾つか、単独でDIPファイナンスの事例を積み重ねていくうちに、やはり既存債権を持っておられる銀行が、その債権の回収を極大化するために新しい与信をするという意味での、ディフェンシブなDIPというのがメガバンクさんも含めて入ってこられた。

一方、さらにそういう既存債権を持たない銀行さんが、今度はDIPファイナンスのハイリスク、ハイリターン それほどハイリスクではないんですけれども、結構スプレッドをとれるというビジネスとして注目されて、東京スター銀行さんなどが積極的に入ってこられました。そういう意味で、かなり民間のプレーヤーが増えてきたと思います。

それと、我々がもう一つ、積極的に取り組んでいるのが、ファンド投資ということで、リスクマネーを供給する方法があったわけですが、これにつきましても今、横に座っておられる松木

さんのところのMKSパートナーズが福助に投資をしたり、それからこの後お話しいただきます佐山さんがおられたユニゾンキャピタルが、アスキーという会社の再生を手がけるということで、当初、先ほどの松木さんのお話にあったバイアウトを想定して、ファンドをおつくりになったところが、そのバイアウトの対象と事業再生の対象が、日本の今の段階はダブっておりますので、そういう意味で、かなりエクイティー、リスクマネーを供給するプレーヤーも増えてきたことがあります。

そういうリスクマネーを供給するファイナンシャルのスポンサーに対して、レバレッジをつけていくという意味で、今度は金融機関がそこにキャッシュフローベースにした融資をつけるというのも、いわゆるレバレッジバイアウトファイナンスというのが通常の会社ではなくて、法的整理に入った後の会社に適用されるようになってきたという意味で、さまざまなファイナンシャルなスキームないしノウハウが、事業再生のマーケットに出てきたと思っています。

既に、アスキーの場合は、ユニゾンキャピタルが入って、我々が、例えばみずほコーポレートさんと共同でレバレッジをつけて、再生して、ファイナンシャルなスポンサーから次は事業スポンサーである角川グループにバトンタッチして、エグジットをしたという具体例がプロセスとして完了しているところまで来ておりますので、そういう意味の事業再生のマーケットは、黎明期から実績が出る段階に来ているのではないかと考えております。

【藤岡】 ありがとうございます。

続きまして、事業再生に深く関与されておられ、また激動の時代を過ごされています金融機関のお立場から、安藤さん、いかがでしょうか。

【安藤】 今まさに、松木さんのお話にありました、この最初の絵にありますように、不良債権からこの下のカーブをバイアウトのほうに、ちょうど大きく変換する時期だということでございます。銀行自体もご存じのように、一昨年秋ですが、まさに金融再生プログラムということで、不良債権処理を加速しなければいけないと。来年3月末までに半減しなくてはならないという大目標がありまして、それで実際には2年前、3年前というのは不良債権の中でも破綻懸念先とか実質破綻、破綻先等の不良債権をかなり抱えていましたので、これをいかにオフバランスするか、早期にオフバランスするためにはどうするのかという観点を中心であったわけです。ですから、基本的にはバランスシートから外すことが目的でございまして、再生という観点ではなくて、むしろ処理型という形で、おそらくかなり銀行中心に、破綻懸念先以下の不良債権を中心に、どんどん売却処理をしていったというのが大きな流れです。

それで抱えていました不良債権をどんどん減らしていく過程で、具体的にはまさに去年の前半、あるいはおととしの後半ぐらいからですが、これも新聞等にも出ておりますけれども、銀行の持っている不良債権の中身は、むしろ破綻懸念先以下ではなくて、要管理先とか、その予備軍である要注意先、この辺にだんだんターゲットが当たっていったということなんです。ですから、我々も基本的には、もう一昨年ぐらいまでに破綻懸念先以下の不良債権というのはオフバランス、売却処理

をすることによって処理していったわけですが、次に要管理先、あるいはその予備軍である要注意先をどうするのかという処方せんを、検討せざるを得なくなったということなんです。

そこについては、基本的に破懸と同じように売却していいのかということになりますと、そうではありませんで、もともと引当コストの問題もありますが、むしろその辺は要管理先であれば要注意先や正常先に、いかに早期に企業の格付を上げていくかという観点になっていったわけなんです。そこでようやく、処理型からまさに企業再生、いかに自分たちの抱えているお客様の企業の再生を早期に図っていくか、その結果として要管理先を要注意先に上げ、要注意先を正常先に上げる、これをしなければもうだめだということで、いろいろ検討していったということでもあります。ですから、銀行自体も処理型から企業再生ということにかなり視点が移りました。

一方で企業再生という観点でいろいろ議論していきますと、意外とここは新たな収益ビジネスのチャンスでもあると、マーケットだということを再認識していったわけです。破懸先につきましては不良債権ファンド等にまさに100の債権を、10か15かわかりませんが、そのぐらいで売却して、基本的にはかなりのアップサイドがそういったファンドを中心に落ちていったわけですが、銀行としてもむしろこの不良債権ではなくて、再生ビジネスという観点では、その企業を再生することによって、あるいは再生過程で企業分割とかM&A、あるいは既存の貸し金をシンジケートローンにかえるとか、タームローンにかえるとか、そういった観点でいろんな収益ビジネスが転がっているのではないかとということで、ようやく昨年ぐらいだと思いますが、不良債権処理という観点から再生処理ビジネスに、かなりウエートがかかってきているということでもあります。

ですから、銀行としましてもこういった不良債権ビジネスにどうかかわっていくのか、デットプレーヤーとしてかかわっていくのか、あるいはエクイティーまで入れるのか、あるいは昨年ぐらいからいろいろできてまいりました、銀行系の再生ファンドを通じて収益をとっていくのか、これはこれからのいろいろな戦略になるわけですが、ビジネスとしてとらえ出したということでございます。

先ほど高木委員長からも厳しい言葉をいっぱいおっしゃっていただきましたが、銀行としても一生懸命やっていることは事実でございます、いろんな環境、あるいは税制上の寄附金認定の問題とか、あるいは自助努力はあくまで求めるべきだとか、いろんな考えもありまして、なかなか再生計画がうまくいかなかったという事実もあります、ようやく不良債権問題から銀行が脱皮しつつありまして、まさに再生ビジネス元年に来ているということだと思います。

【藤岡】 ありがとうございます。

銀行も昨年から変わってきたということでございます。

続きまして、産業界の立場から、阿部さん、お願いします。

【阿部】 まず、私はほかのパネラーの方々と違ひまして、実務家ではありません。経団連という団体から、むしろ制度論でこういう問題を考えてきた立場なのでありますが、経団連全体として、

こういう事業再生の取り組みに非常に熱心にやったというのは、実はこの2、3年かと思うのであります。失われた10年と言われておりました90年代の末ぐらいのころは、要は苦境脱出策として、やはりこれは構造的な不況であるからには、産業構造の転換を図らねばならないという、一昔前の経産省みたいなことを考えておりました、いろいろな手を講じてみたわけではありますが、新しい分野は誕生しても、やはり悪い部分が腐ったまま残っているということは変わらなかったわけであります。

今世紀の初め、ちょうどミレニアムを過ぎたあたりから、どうも従来型の景気対策とか、あるいは産業構造の転換という議論とは違う取り組みが必要ではないかということに気がつきまして、そこでようやく、金融システムの安定化と言われていることと、裏側にやはり債務者側企業としての、いわゆる3つの過剰の処理を急速に進めなければならないということが思い至ったわけです。ここに思い至るまでに、何年かのむだな時間を費やしてしまったわけであります。その後は比較的、世の中の流れが速かったと思うわけでありますが、ご承知のとおり、先ほど高木先生の話で、倒産法と言ってはいけないと言われたので、事業再生法と言うんでしょうか、民事再生法の制定でありますとか、会社更生法の改正、あるいはさらに最近は動産抵当担保法の議論まで進んでいるわけでありますが、公的な整備、あるいは税制の対応等がかなり進んできたわけでありますけれども、まだまだこれからいろんな課題が残っているのは、後半の課題にします。

2つだけ申し上げたいと思うんです。経団連の取り組みとして、この数年間、紆余曲折ありましたが、やはり非常に大事なことは事業再生ということの中身がようやくわかってきたと。それまでは、やはり産業の構造転換でありますとか、あるいは企業の再建と。企業再建と事業再生は同じようで違うということに気がつきましたのは、実はここ2、3年かと思うのであります。その企業自体としてはかなり苦境に達しても、事業そのものの中身を見ていけば、いろいろできることがあると。事業を再生するのが重要であって、企業の再建ではないということに、経営トップの方々の思いが至ったのが、やはりここ2、3年であろうかと思えます。それが非常に世の中を進めた原因の1つだと思えます。

もう一つは、外科手術を大規模にやることについて、コンセンサスができたということであります。ここの機構の仕組みにつきましても、かなり議論があったわけでありますけれども、短期集中的に処理を進めるためには公的な関与を含めた外科手術をやらねばならないと。民間でできるようになってくれば民間に任せればいわけでありますが、少なくともこの時点では公的な関与が必要だということに、やはり、ある意味で経団連、経済界のトップのコンセンサスを得たということは、今に至る大きな流れかと思っております。

幸か不幸か、景気の順調な回復もありまして、世の中はかなりよくなっていると思うのでありますけれども、この間、経団連として一番重要であったことは、事業再生というものが、それぞれの取り組みとして大事であるということに思いが至ったことかと思っております。

以上です。

【藤岡】 どうもありがとうございます。

法曹のお立場から、須藤さん、どのようにごらんになっていますか。

【須藤】 早期事業再生の担い手といいたしめようか、媒介者としめして、産業再生機構ができる前は、私的整理ガイドラインに基づく私的整理というものが大きな役割を担っていたかと思ひます。このガイドラインは先ほど講演をされめした高木先生が座長になって、めとめられたものなんですめが、高木先生から、須藤、おめえ、手伝えということめ駆り出されめして、私的整理ガイドラインの案件の専門家アドバイザーというものを何案件か担ひいたしめした。

専門家アドバイザーというものは、手続の初期の段階め、債権者会議め弁護士と公認会計士がセットめ専任されるめんですめが、会社がメインバンクの助力、指導のめとにつくった再建計画め公正妥当か、あるいは履行が大丈夫かめ、この辺を調査、吟味すると。そして意見書をつくって、金融機関、債権者の皆さんに開示をめして、それに基づひいて判断をめしてめらう、そんな役割をめするわけなんですめが、そんな専門家アドバイザーを、非常に多ひいもので、10件ぐらひ手がけることができました。

この私的整理ガイドラインめ最近、よく指摘されめているのが、メイン寄せの問題めであります。私的整理ガイドラインめ原則としては再生計画、あるいは再建計画の内容というものは、公平、公正でなければいけなひい。公平ということめ、要するに債権額に案分する形で、債権額プロラタとか、あるいは保全されめている分を除いた信用残プロラタというよな言い方をめしてめおりますめが、それによつて負担するのめが原則であるということめなっているめんですめが、なかなかそのとおりにいきめせん。つひつひ主要なメインバンク、あるいは準メインあたりが多ひいを負担するという解決めなされめてめおります。

この原因は何かめといひますと、1つは私的整理めですから、全債権者の同意をめ得なければいけなひい。そうすると、こんな案めではなかなか通らなひいだらう、この辺は緩和しなひいとというよなことで、つひつひ主力銀行のほめが負担を多ひいにかぶるよな案をめとめめがちめであると。これが1点めありますめが、もう1点めは金融機関の関与の度合ひめが非常に深かった。例えば役員を派遣めしてめたり、いろんな経営上のコミットメントめが非常に多過ぎたというよなことがめあつて、このよな窮境、あるいは破綻に至つた原因めメインバンクめ関係があるめのではないかめというよな指摘をめ受けるために、それを勘案めして負担を多ひいにするという側面めがあつただらうめと思ひます。

しかし、そういう特殊要因めがない限りめは、なるべくプロラタ原則を貫こうめということめ、金融機関めだんだん案件を重ねていく上め、そういう気持ちめになりました。非常に画期的な事案めというのめは、実は神戸の海洋土木会社めがござひいめしたが、これはメインバンクめはかなりのシェアをめ持てめしてめましたが、役員派遣めも何もないと。プロラタ原則を曲げる理由めはないめということめ、完全プロラタの案をめ提案したことがござひいめした。もちろん風あたりめは相当強かつたわけめがござひいめますが、メインバンクめは、いや、これはやはりこのとおりめを通したいめということめ、最後の日めといひますめが、

第2回債権者会議というところで可決・否決が決まるものですから、その日を迎えたんですが、残念ながら全債権者からの賛同というわけにはいきませんで、初めて、私が経験したガイドラインの案件では唯一、不成立に終わった案件でございます。

実は、これはその日のうちに民事再生の申し立てがなされて、その民事再生も、ごく最近ですが完結したということで、このあたりは後でまたお話し申し上げますが、そんなことが現状でございます。つまり、完全プロラタを原則としながらも、なかなか貫きにくいという点でございます。

もう一つ、私的整理ガイドラインにつきまして、原則、非公開であるために、どんな手法がとられたかということが、なかなか皆さんの共有財産にならないということが指摘されております。これは確かにそのとおりでございまして、私どもはいろんな法律雑誌にこの事案について紹介してくれということをお願いすることがあるんですが、非公開、つまり公開することの了解を得ないために、どこまで書いていいのかということに迷いまして、ついつい筆が進まないという点がございます。欠点とも言えるんですが、ただ逆の面から見ると、世間あまり知られずに、つまりお客様に知られずに案件を処理したいというユーザー側から見ると、私的整理ガイドラインでいく場合には、全く世間に知られずに、これは公開会社では無理ですけども、非公開の会社であればそのまま処理できるということで、使いやすいというメリットの1つになっているかとも思います。

とりあえず、以上でございます。

【藤岡】 ありがとうございます。

それでは、次に産業再生機構の実務の観点も含めまして、富山さん、いかがお考えですか。

【富山】 事業再生市場と言っても、何かすごく狭い市場のことを言うようにちょっと聞こえてしまうんですが、実はそもそも論からすると、企業間の競争がありますと、そこでいろんな企業の再編とか、事業間のM & Aとか、ある意味で外科的な、戦略的な方途が必要になると。そういった大きな資本市場の機能の一部が、実はこの事業再生市場なんです。実はそうやってとらえ直さないと結構、誤解が起きるところがあって、そういった大きなコンテキストの中で、どうやったら産業社会全体として効率的な事業なり、人材なり、お金の配分ができるのか。先ほど、阿部さんがおっしゃった視点が、私も非常に重要だと思っていて、実は日本においてはその機能が非常に脆弱であると。その機能が結構、失敗をしてきたというのが、金融機関的な意味の不良債権という問題よりは、むしろ困窮企業が長い間、放置されたまま立ち枯れを続けて、そのままつぶれもしなければ、マーケットから退出もしない、何となくそのまま残ったまま、だんだん立ち腐れていくという現象が日本じゅうで起きているその背景にあると思っています。実は、それが日本の産業競争力を弱めていく非常に大きな要素だと、私どもは思っていて、そういった意味合いで言うと、市場の機能をどう強化するか、市場の失敗をどう未然に防ぐか、それからもし起きた場合に、どう迅速に失敗に修正をかけるかということが、実は大きな課題だと私は思っております。

例えば、さっき出ておりましたマツヤデンキのケースなどですと、いろいろ説明があったので、

あまり深くは繰り返しません、要は私的整理と法的整理の中間的な処理が、ああいう会社において企業再編をやる際には必要だったということなんです。では、どうして必要だったかというと、マツヤデンキの場合には実は、過去にインサイダー疑惑とか、いろいろな法律上の問題があって、遮断効をとりたかったんです。そうすると、実はM&Aのときに一番怖いのは、コンティンジェンシーライアビリティ、潜在債務なんです。この潜在債務を遮断できるかどうかによって、今度は新しく入ってくるスポンサーからすると、会社の買やすさが全然変わってきます。

そうすると、スムーズにそういう再編を起こそうと思うと、情報の非対称性と潜在債務の問題、コンティンジェンシーライアビリティを取り除かなければいけない。マツヤデンキの場合はそれが1つの条件でありました。したがって、どうしても法的整理を使いたいという状況があったんですが、一方で法的整理を使うと遮断効はとれるんですが、さっき出ていましたように、商事取引債権の問題、債務をどうするかという問題が出てきます。このときは、担当の裁判官と監督員と申し立て代理人が非常にすばらしい連携をとっていただいて、ある意味では、ある種のリスクもっていただいて、商事取引債務を事実上、全部払うことによって、ほとんど事業毀損が起きずに済んだんですが、実はそこで今度、私的整理を使ったほうが良いという部分もあるんです。

これも結局、もとをただせば、何を言っているかということ、非常に個別、テクニカルに事業再生問題云々よりは、実は日本のM&Aにかかわる全部に付随する問題が、凝縮的に起きているんです。したがって、それによって、例えばいろんな会社がみんな同じ事業をばらばらでやって、その結果、例えば韓国の会社とか中国の会社に個別撃破されていくことが、日本じゅうで今起きているわけですが、何で再編がスムーズに進まないかということ、実はそういうことを妨げるいろんな市場の機能不全の要因があって、実はこの事業再生市場の重要性というのは、実はそれを妨げるいろんな問題が全部、凝縮してここにあらわれてくると。ですから、ここでいろんな問題を解決することが、実はもっと広く、そういった日本全体の事業資源、経営資源の効率的な再配分に資するところ、非常に大事なのではないかと考えております。

【藤岡】 ありがとうございます。

それでは次に、今まで各界、事業再生についてはいろいろ進んできた、あるいは景気環境がよくなってきたというような話でありますとか、いろいろ話が出たわけでございますけれども、田中さん、日本全体、経済全体を見て、いわゆる今の事業再生市場の状況、あるいは事業再生をめぐる環境について、どのようにお考えですか。

【田中】 もう不良債権問題の話も回顧の問題に入ってきていますので、21世紀に入ったところで、日本経済がどういう変転をたどったのかということ、多分10年ぐらいしたら書こうと思っていますが、そのときに産業再生機構は1つの材料だろうと思っています。

きょう、冒頭からお話を伺っていて思うのは、産業再生機構が議論された2年前と、ここでは企業再生なのか、事業再生なのか、そういう議論も出ていますが、産業再生の話は出ていません。で

は、企業再生機構で、2002年のあの金融再生プログラムで相当、一方で痛めつけるので、どこかで救わなければいけないと、何かの形で特に事業会社を救わなければいけないという、国会といいましょうか、当時の内閣の中でそういう議論があったんだろうと思いますが、そのときに金融再生と言ったのでは最終的に政府保証がつくことは許されなかったでしょう。企業再生と言っても、多分難しかった。産業再生と言え、まあ通るかなというので、産業再生。しかし、その内容は何か。今、議論されている内容からいきますと、内閣府がスポンサーになってやる必要は全くないミーティングでして、私的自治の範囲内において議論すべきことであります。

法律の制定についてのご指摘もございましたけれども、この企業再生に絡んで、どういう法律、法制が重要かということを議論することと、政府が最終的に、清算した段階において赤字が出ていれば、それは納税者の負担にするという話とは全く関係のない話です。国会における法制定、立法活動を通じて、この企業再生、現在の我々の社会、事業会社が抱えているテーマというものをどう扱うのか。もっとふさわしい法制があるのではないかというのは立法活動の範囲でありまして、政府保証の話は一切かんでくる必要がないわけでありまして。では、なぜ産業再生機構が生まれることに合意があったのかというと、当時の金融再生プログラムの、2005年3月末までに何とか不良債権比率を半減すると、これは相当きつい政府の方針だと受けとめられたものですから、それでは、政府が多少保証してでも、何か仕組みをつくらうということに許されたんだろうと思います。

しかし、それだけでは多分、許されなかったから、これは墓碑に日付が入っているわけです。この機構はもう墓に日付が入っているやつですから、これで許された。このバランスで成立したものだというふうに、私には思われます。いずれにしろ、大きな日本経済の抱えているテーマは、不良債権処理がどの程度、これにもありとあらゆる政府の資源を割り当てなければならなかったかどうかについては、これは諸論あり得ることではありますが、いずれにしろ、決して優先順位が低い問題とは思われていませんでしたけれども、ついに今日ではこの2年間に一挙に変わりました。

そして、今、最も重要度が高いのは財政再建であります。どうやったらこの財政バランスというのは、日本において回復するのか。将来世代に対する負担の先送りを続けずに、いつになったら日本社会は持続性のある形になるのか。これをつくり上げることが日本の経済社会にとってプライオリティのナンバーワンです。したがって、必要のない政府の保証はすべてすぼめるべきであります。郵政改革がなぜ重要かというのもこの話ですので、我々はどうやらこの2年間に、民間企業を中心とした日本経済の底力を見せることによって、次の課題を迎えて、それに対応するようになったというふうに考えております。

【藤岡】 どうもありがとうございました。

皆様から一とおり、我が国の事業再生市場の現状、及びそれに対する評価をいただいたわけですが、ここでちょっとご自由に追加的、あるいは補足的に今ご意見がございましたら、お願いします。

よろしいですか。よろしければ、時間もございませんので第2の論点の、産業再生機構の活動に

関しましての議論に移らせていただきたいと思います。

先ほど、田中さんのほうからまさに産業再生機構ができました経緯、基本的なコンセプトとして私的自治の世界というのが事業再生のところではあって、特にまさに不良債権処理という事情があったから、この機構ができたのであると。本来、私的自治の世界ではないかという趣旨ではないかと思います。その後、今回いろいろ講演もいただきましたときに、なかなか私的自治の世界ではあるんだけど、機構後に向けてどういうふうに対応していくべきかというのが、本日のシンポジウムの趣旨でございます。

そういうことで、次のテーマにつきましては、その点も踏まえて、まず機構のこれまでの活動、それから機構についてどのように評価をするかということにつきまして、マーケットに近いエコノミストの立場から、まずフェルドマンさんをお願いしたいと思います。

【フェルドマン】 再生機構の活動についての評価という点ですけれども、まずその役割と貢献に対してコメントさせていただきたい。次は簡単に、最初の時点でどういうことが期待されて、どういうふうになったかということに関して話したいと思います。

まず、役割と貢献ですけれども、田作さんもおっしゃいましたけれども、市場の失敗と政府の失敗はもちろんあります。民間がうまくやらなかったということはもう見え見えということですから、だからといって、では政府にやってもらうということは必ずしも正しい選択ではないと思います。やはり政府が介入したときに、どういう被害が発生するかということをよくはかりにかけて考えるべきだということですが、再生機構の場合は非常にうまくいっていると思います。

具体的に再生機構はどのような役割と貢献をしたかといいますと、4点あると思います。1つはいわゆる機械モデル、あるいは自動車モデルと言ってもいいと思いますけれども、自動車はもちろん、エンジンだけがあって動くわけではないんです。タイヤだけがあって動くわけではない。ハンドルだけでは動かない。タイヤとエンジンとハンドルなどの部品を正しく組み立てて、初めて動くものだと思います。機構が見せたのは、やはり土地を正しく評価すること、経営者を正しく評価すること、事業計画を正しく設定すること、負債側をどうするかということ、負債放棄をどうするかということ、うまく組み立てて、例を見せたということだと思います。これは非常に大事なことだと思います。

例えば三井鉱山の場合は、機構の土地に関する評価と、銀行側が思った土地への評価はかなり違いがあったんです。だから、どうやって穴を埋めるかということ、専門家を呼んで見てもらったということです。これは米国のRTCがやったやり方に近いんですけれども、RTCの場合は、正社員が1万人しかいなかったんですけれども、下請は9万人ぐらい使っていたということです。やはり下請をたくさん使って、組み合わせて計画をつくるということは、1つの非常に大事な貢献だと思います。

もう一つは経営者を見る目が大事だということ、再生機構が見せたと思います。投資家がいる

んな案件を見てきたんですけれども、だれが経営者になるのか、その人の根性、意気込みがどうなっているかということを見て、判断するところがあると思います。高木教授がさっき、12カ月以内は動かないと、うまくいかないということをおっしゃいましたけれども、やはり市場はこれを見ているということが、非常に大事なポイントだと思います。

3点目ですけれども、やはり再生計画がいいか悪いかということは、まず収益が出るか出ないかを見ること。次は、資産を評価すること。3番目で負債をどうするか。すなわち銀行が債権放棄をするか、減資するか、すなわち事業として成り立つかどうか、資産を正しく評価すること。その次はバランスシートの右側を見る。この順序が非常にはっきりとなったということだと思います。

4番目ですけれども、やはり期限を設けること。いつまでに何をやるか。それが間に合わなかったら失敗だ。3カ月以内に債権を非メイン銀行から買い上げることができなかったら、もうだめだという期限を設けると、デッドラインの意味が非常に大事だと思います。これは市場にとってすっきりする役割を果たしたと思います。

評価ですけれども、最初の期待はどうだったかといいますと、いろいろ批判があったと思います。単なるゾンビを延命させるものではないかという批判とか、民間をじゃまするのではないかという心配もありましたけれども、両方とも見事に外れた。完全に外れた。そういうことを言った人たちは、今どこにいるのかということをおっしゃいますけれども、やはり延命させていない、むしろ再生させているということは、もう見え見えだと思います。

ほんとうの目的は、やはりいろんな部品を一緒に組み立てて動かせること、もう一つは例を見せること、市場を教育すること、3番目はさっき教授がおっしゃいましたけれども、100件ぐらいやるということがあったと思いますが、1番目と2番目はほんとうによくやったと思います。3番目はやっていないんですが、実は質が量より大事だということも見せたと思います。うまくない案件をたくさんやって成功したかという、全然そうではないので、むしろノーが言えるという例を見せたと思います。私は三国人で、あまり都知事の支持者ではないという部分もあるんですけれども、やはりノーが言えるということが非常に大事だと思うので、やはり断っているということは再生機構の1つの貢献ではないかという気がします。

【藤岡】 どうもありがとうございました。機構への温かいお言葉をいただきました。

続きまして安藤さん、ご所属の銀行ですが、基本的には機構の積極的なユーザーになっていただいております。どのようにお考えでしょうか。

【安藤】 銀行としてはかなりたくさん持ち込ませていただいているほうでございますので、非常に当初の立ち上げの段階に比べますと、かなりコミュニケーションよく、うまく走っているというようには思います。

基本的に産業再生機構の評価というのは、現状、スポンサーがいる案件というのはもうそれでいいんだと思いますけれども、要するにスポンサーのいないものについてはいかにうまくエグジット

できるかということが一番大変でして、最初に絵をかいて、これだけの放棄をするといった外科手術というのは一応、スタートしたわけですが、先ほどからお話ありますように、いかにこれを事業として収益力ある会社に持っていくかというところが、やはり非常に難しいわけです。銀行自体も従来から、いろいろ私的整理等々を含めましてやっているわけですが、当然、外科手術とその後の再建過程というのが一番大変だというのは、やはりよくわかっています。今は環境がちょっと違いますが、実際、資産デフレの間にこういった形で事業再生するか。売り上げをいかに増やしていくか。基本的には粗利率です。売上総利益の絶対額をいかに増やすかと、この辺はもう極めて難しいわけです。ある程度の財務リストラはやりますし、経費の削減等は当然やるわけですが、実際にその事業に、いかに収益力をつけるかということにつきましては、後からもお話があるかも知れませんが、基本的にはぐるっと回って行きますと、やはり経営者、そして従業員のモチベーションをいかに上げるか、そういうところにずっと突き当たっていくんだと思います。そういう意味では再生機構の評価というのは、ある意味では3年後のエグジットを見て、どうだったのかという議論になるのが、まずベースになると思います。

ただ、立ち上げの今の段階でどうかということになりますと、我々としては高く評価しているということをごさいます、先ほど申し上げましたように、従来、昨年ですとまだ、先ほどの格付と同じ話になりますが、破綻懸念マーケット、それ以下のマーケットというのは市場にあったわけですが、要管理先以上の債権を売却するとなると、その価格はどうなるかというのが、銀行としてもわからなかったということです。ですから、実際にそういった不良債権ファンド等に要管理先等々の債権を見ていただきましても、基本的には担保処分価格、若干のプラスアルファ、そういった形になりまして、極めて乖離が大きいという水準だったわけです。実際はもちろん査定の問題もいろいろありますが、要管理先というのは要注意先の中の一環でございまして、金利を若干低くしているとか、約弁を若干小さくしているかということで、そういった要注意先の銘柄でございまして、どちらかというやはりキャッシュフローを見ていって、価格を決めなくてはいけないという観点があるわけです。

そういった中で、再生機構が誕生いたしまして、先ほどお話がありましたようにDCF法等々も含めまして、実際の事業の価値を算定していったということで、かなり銀行の考えている実質簿価といいますが、実際の時価と、産業再生機構の考えている時価というのが似通ってきたということかと思えます。そういう意味で、ようやく要管理先以上の、ある意味では再生マーケットの値決めがだんだんできたということです。値段のつけ方は、ではどうやってやるのかということについても、ある意味では産業再生機構が示していったと。債務超過の算定については、どういう形で見ると、あるいは従前のやり方についてもどうするのかということについての、ある程度の指標ができてきたということだと思えます。

それまでも民間ベースで、当然プライベート・エクイティー・ファンドがずっとありまして、同

じょうなことをやっていたわけですが、産業再生機構という大きな組織でこういったマーケットに出たということ、その産業再生のマーケットがまさに認知されていったと。そういう意味では、こういったマーケットをつくるための極めて大きな起爆剤になったのではないかというふうに思います。でもやはり、今後の問題ではございますけれども、当然、民間でできることですから、そのスタート台で大きなきっかけになったわけでございますけれども、それはそれとして、あとはやはり残りの出口をいかにちゃんとやっていくかという観点に、視点はだんだん移っていくというふうに思います。

【藤岡】 ありがとうございます。

続きまして、産業界のお立場から、阿部さん、どのようにごらんになっていますか。

【阿部】 まず、機構をつくる議論をしているときに、経団連の奥田会長に説明したときの言葉なんです。金融機関が債権査定を厳格化していくと、今まで要注意先だったものが要管理先、あるいは破綻懸念先に下がっていくと。そのときにRCCに行ってしまうのでは、整理回収機構と書いているが葬儀屋ではないかと。そうではなくて、きちんと事業を再生するための仕組みとして、要は病院が必要なんだと。それは機構なんですということを言ったところ、奥田が、では産業再生機構の上についている再生委員会というのは閻魔大王かと、その企業の生死を決めるのかと。そうではなくて、救うべきものを救う地藏菩薩ですと。高木委員長の顔を見ると、こちらのほうが近いと思うんですけれども。(笑)

ところが、奥田は閻魔大王ということだけ覚えてしましまして、あっちこっちで会見で、閻魔大王、閻魔大王と言ったために、産業再生機構は閻魔大王説が流れたということだったんです。

結果的に閻魔大王になっているかどうかというのは、今、支援されている案件は報告されておりますけれども、ここに至らなかった案件がどうなっているかわかりませんので、それはよくわからない、判断できない。おそらく救われていないものもあったかと思うのでありますけれども、やはり確実な数のものを救ってきたということとともに、大事なことはやはり数ではないと思うんです。ここで取り上げられなかったことがいろいろな問題だということではなくて、むしろ機構があって、その機構の存在が私的整理の円滑化を動かしていると。あえて言うと、機構は私的整理ガイドラインの奥の手みたいなところがありまして、私的整理ガイドラインでやれるんだけれども、債権者間の調整が進まないときに機構に持ち込めると。機構があるという存在意義が、実際に私的整理ガイドラインがうまく機能して、あるいは私的整理が円滑に流れていくことにつながっていれば、実は大成功だったと思うんです。

もう一つは、案件を具体的なことをあまり言っても仕方ないのでありますけれども、私どもが実は意外な効果があったと思っているのは、機構が実際に取り上げた案件について、やはり再生モデルというものが提示されてきたということだと思うんです。ほかのいろいろなところでやっておられるものは、どういうふうにやっているかというのは、実は公開されていない。整理回収機構も何

百件が、再生案件として取り上げられているようでありますけれども、何をどうやっているかよくわかっていない。その中で、機構がきちんとその時々ディスクローズをされておりますので、事業再生というものがどういうステップで、どういう手法でやられると、どういう効果が出てきていることがわりとわかりやすく示されていることが、事業再生モデルを世の中に提示していく上で、非常に大きな意義があったかと思っております。

さらに個別案件で言いますと、やはり機構でなければできないようなことを幾つかやっていただいた。個別企業を言って恐縮なんです、例えば金門製作所がございます。これはいろんな事情がありますけれども、言ってみれば要は独禁法破綻なんです。独禁法違反事件を度重ねたために、市場の信頼というか、まさにお得意様である地方自治体の信頼を失ってしまったと。これは普通に再生しても信用されないわけでありまして、やはり公的な関与があるところが入ったということが、かなり大きな力になっているかと思っております。

もう一つはカネボウ。これは言ってみれば、日本の事業再生市場が未成熟だということを示したような事件でありまして、あるいは事業再生に対する認識が経営者に足りなかったということがよくわかったということでもあります。どういう市場の失敗とか、市場ではどうしようもなくなってしまったものを、きちんと機構で取り上げていただいたことは大きなことだと思っております。

いずれにせよ、ほんとうによかったか、悪かったかというのは、エグジットまでわかりませんが、今のところ、手がけられた案件については評価できるものが多いと思います。

【藤岡】 どうもありがとうございます。

それでは、公的な性格を帯びる機関としては先輩格の横山さん、どのようにごらんになりますか。

【横山】 公的機関という立場から言いますと、産業再生機構法に政府系の関係の金融機関は債権放棄に協力するような要請が明示されていまして、これは非常に効果があったと思うんです。というのは、私どもも政府系の金融機関、あるいは特殊法人の1つですけれども、一応、銀行でありまして、キャッシュフロー、EBITDAなどという共通言語で話をするつもりになっているんですけれども、私的整理でもルールに従わない、共通言語を持たない人というのは頑固者では済まない場合があって、これはやはり産業再生機構が、ある意味での強制力を持って債権放棄を引き出したというのは、非常に効果があったのではないかと思っております。そういう意味では、我々を含めた金融をやっている特殊法人も、私的整理をやる以上、ちゃんと共通のルール、共通の言語を守るようにしないと、いつまでやってもワークアウトが進まないということが、自戒の意味も込めて、1つ言えると思います。

それから、案件数について高木先生が最初、100件というようなことをおっしゃっていましたが、案件の数は普通のプライベート・エクイティー・ファンドと比較すると、大体20人ぐらいのファンド規模で、年間2件とすると2年で4件。今の産業再生機構の人員の体制からすると百五、六十人で、8倍として30件とか、そういうオーダーですから、必ずしも20件、あるいは

30件というのは全然少ないことにはならないと思っています。

それから、当然、きょうから開店しましたという段階から、ディールのソーシングをやっているとしても、普通はリードタイムが半年ぐらいかかりますから、それも入れますと、案件数としては必ずしも少ないということにはならないと思います。ただし、債権の買取りだけで、事業再生のビジネスモデルのほうに全く手を入れないとすれば、もっと多数の債権買取りだけができただけかもしれませんが、実際の産業再生機構の果たした機能はそうではなかったわけですから、そういう意味では案件数としては相応のものをこなされているのではないかと思います。

それから、最終的な結果を我々の事業再生ファンド、DBJでやっているものも含めて同じだと思うんですが、先ほど安藤さんがおっしゃられていましたように、3年、5年して全部エグジットしたときに、マーケットからの評価を問われるということですから、現段階で最終的なことの判断はできないと思います。

それから最後に1つだけ、ちょっと私が個人的にひっかかっている部分がありまして、それは産業再生機構が出資をしてデットをつけた場合、融資をした場合は、出資の立場と融資をする立場というのはコンフリクトが起こるといえるのは、もう先ほどからいろんな話が出ていますとおりでありまして、当然ほかにスポンサーがいればエクイティーは出さないにしても、両方出したときというのは非常に矛盾点をはらんでいるといえると思います。

去年、ちょうど今ごろ、横におられる松木さんのところと、福助に対する営業譲渡をレバレッジバイアウトで、デットをつける立場で交渉していましたが、相当最後までずっともんだやっっていましたので、通常そういう意味でのデットエクイティーというのは牽制関係があるべきでありまして、そこについては両方出されたときのコンフリクトをどう対処していくかというのが、1つ課題として残るのではないかと考えております。

【藤岡】 どうもありがとうございました。

須藤さん、法律の立場から機構の役割、機能について、どのようにお考えでしょうか。

【須藤】 産業再生機構の活動について、私は2つの点で大きく評価をしております。1つは先ほどに関連するんですが、プロラタ原則といいましょうか、それを貫徹されたということでございます。機構案件になったのではもうしょうがないと、プロラタ原則でやむを得ないなというあきらめの気持ちが関係する金融機関、債権者に漂うと。これは大変なことではございまして、そのような、原則プロラタということが機構後の私的整理などのときにずっと伝統として残るといいなと思っております。

もう一つは、事業再生計画の深掘りの程度といいましょうか、作成の内容でございます。私的整理ガイドラインの場合、債務者会社が再建計画はつくるとい建前ですが、しかし実際にはそういうピンチに陥った会社の場合ですと、メインバンクさんが非常に手取り足取りと言いますか、かなり指導する形で作成される。その内容というのは、私どもに非常にわかりやすい内容でございます。

財務リストラをした上で経費を削減し、もうからない事業はやめて、もうかる事業に特化しよう。非常にわかるわけですが、しかし、それではだめなんだろうと思うんです。我々、素人が納得し、想像がつくような内容では多分だめなんだろう。もっと我々が、あ、こんな手もあったのかというふうに驚くような、その事業、事業の専門家がきらめきによって作り出すといったものがないと、おそらく後々、2年後、3年後にエグジットといいたましようか、市場でそれを売却したり、あるいは新しいファイナンスがつくようなまでに再生が成り立つということには、少し足りないだろうと思います。そういった意味で、再生計画の作り方について非常に新しい目といいたましようか、新しい基盤ができてきた。これが2つ目でございます。

以上です。

【藤岡】 ありがとうございます。

それでは次に、民間で機構と事業を同じくすると申しますか、その立場から、松木さん、いかがお考えですか。

【松木】 事務局から渡されたメモにマツヤデンキのことをというふうに、ちょっと書いてあったんですが、実はマツヤデンキというのは、私どもオークションで負けた案件でございまして、しばらく忘れていたのをまた思い出してしまったという。

でも、ちょっとその件でお話ししますと、マツヤデンキというのはご存じのとおり、家電の量販店なんです。最近、ヤマダ電機だとかヨドバシだとか、大変、大型の量販店が出てきまして、価格的にはとてもかなわないという会社だったんですが、実はほかの家電店に比べて非常に高い粗利を持っています。通常的大型店ですと7、8%あればいいかというところなんです。30数%という粗利があって、いったい何でこんなになっているんだろう。それから、ヤマダ電機だとかコジマ電機が周りであっても、その収益性を維持している店が幾つかあるんです。そういう店を見まして、いったいこれは何なんだというのから、私どもはこの関係に突っ込んでいったんですが、さっき高木先生がおっしゃっていたout of court workoutみたいにならないかというので、約8カ月、暑い夏を過ごしてやったんですが、結果的に私どもにアドバイザーが入っていますコンビニの人とかスーパーの人たちの中から、これは家電コンビニをやればいいんだと。スーパーというのはたくさん商品があって、お客さんが商品を選ぶんですが、コンビニというのは売れるものしか置かないようにしないと採算性が悪くなると。そういうお店づくりをすればいいんだというのが結論で、さっき高木先生がおっしゃっていたような家電コンビニというコンセプトが出てきて、これをプレパッケージでやろうといったところが、私どものチームのチョンボがありまして、オークションで見事に負けてしまったという結果であります。

ただ、そのプロセスで機構の方たちとかなり長いこと働くことになりまして、そのときの感想なんです。まず第一に非常に志が高い。これはリーダーの方々たちが非常にしっかりとしたディシプリンを持っていることからだというふうに、これはおべんちゃらではなくて、実際にそういうふ

うに思いました。それから、能力の高い方たちが集まっていることは間違いありませんが、組織力としてもうまく機能しているなというのが、私が非常に感じたところです。

それからもう一つ、やはり公的機関であるということがいるんな意味で物事をやりやすくしているところはあると思います。このパイアウトとか事業再生の先輩であるアメリカの事例などで、トップ25%のプレーヤーの結果などを見ても、大体20%から30%ははっきり言って失敗するんです。逆を言うと、70%成功するというのは大変なことなんです。その例からいきますと、産業再生機構の投資された23件ありますと、大体4件から7件は失敗したとしても、これはよくやったという話なので、またジャーナリズムががーがー言う、大体、失敗するのが先に出ますから、成功するのはちょっと時間がかかるので、それが出たからといって、産業再生機構が仕事をしていないということには絶対ならないんだと。少なくともここにおられる方たちは、それをちょっと認識して帰っていただきたいというふうに思います。

アメリカのトッププレーヤーでもそのぐらいの確率ですから、今やっておられる仕事はかなりレベルが高いと思いますし、成功確率もかなりあると思います。プラス、公的機関というもう一つの付加価値がありますので、そういう意味からして、ぜひいい結果を出していただきたいと。それから、業界に対するインパクトは確実に与えています。私どもは別に競業していませんし、民業圧迫というふうにも全く感じていませんので、それは一言、つけ加えておきたいと思います。

【藤岡】 どうもありがとうございました。

次に、田中さん、実は私も政府担当の室長をやっています、今、1つ悩んでいますのは、機構の3月末買取りが終わるということになると、機構のファンクションが、例えば今おっしゃっておられるように高ければ高いほど、日本社会っていったいどうなっているんだと、私的自治の本来の社会というのはどうなっているんだろうかと。機構をそのままやめるということ自体について、どういうふうな評価をしているのか。逆に言えば、やめられるのかという批判が出てくるのではないかということ、1つ思っておるわけです。そういう意味から、機構で働いている人たち、それから政府の内部の人間も、この事業再生の世界は私的自治の世界だと、民事の世界ですねというのが基本的なコンセプトと考えておると考えますが、その点.....。

【田中】 機構の評価はまだこれからお仕事を続けられるわけですから、今の段階でとやかく言う話ではないんですが、ただ買取りにかかわる期間は終わろうとしていますので、私は産業再生機構ができたときに、これはもし価値があるとすれば、銀行が第三セクターを産業再生機構に持ち込んだときだと。あるいは私立学校とか病院、患者さんとか生徒さんがいるから、財務的には破綻していても破綻処理はできないというところが現実が増えていくわけです。そういうところをどうするのか。例えば病院について言えば、旧厚生省が地域医療計画という形で、要するに病院の存続というか、収益性を保証しているわけです。ですから、ベット数が増えると患者も増えるし、医療費も増えるという、因果関係をどう読むのか難しいと思いますけれども、そういう時期があって、し

かしそれが変わった。要するに学校にしる、病院にしる、政府が許認可を通じて深くかかわっているわけです。

それから、第三セクターに至っては、民と官と両方合わせてと言うんだけど、ご存じのように死屍累々ですよ。これもまた自治体とか個々の中央官庁が設立の段階で関与したとか、人を送り込んでいるとか、破綻処理に持ち込めない。こういう話をもしさばくんだったら、産業再生機構は悪くないと思ったんですが、金融機関も持ち込まれた案件はあまりないようですし、日本政府もこういう問題を集中的に処理するのが君らの役割だよという使命はどうも与えていないみたいですね。そういう意味からいきますと、日本政府の実行部門、いろいろ公共事業をあちこちでやる部門にも問題があることは、みんなわかっているわけですが、企画部門も我々にとってふさわしい問題に対して、ふさわしい手段を割り当てていない。そういうことを議論する力が相当磨耗しているということではないかというふうに、今思っています。

ですから、政府というのはセルフガバナンス、自己統治で、我々の政府ですから、我々の政府をどう設計するのかといったときに、決定的に力量が落ちているのは企画部門です。こういう問題に対してはこういう道具立てを割り当てると、それが最もふさわしいし、最もうまくいくという計算といえましょうか、とりあえずは机上の計算ですけれども、そういう計算をめぐらせた気配もないということに、我々の政府についてのつらさというものを感じております。

それから、企業再生、事業再生という話でしたら、きょう、お集まりの方は若い方ばかりですので、早川種三とか大山梅雄という名前を出しても、それ、何ちゅう人だと言われてしまうのではないかと思いますけれども、この方々が活躍されたのは昭和40年不況の前後、1965年の不況の前後のときですから、もう40年ぐらい前なんですけど、相当、立派な事業再生の仕事をされているんです。それはどういう法制のもとで行われたかといったら、会社更生法です。会社更生法を通じて、法的処理を通じる中で、企業再生の目をすくい上げた代表的な人たちです。その後、こうした人々のDNAが我が社会にどれだけ生かされていたかという問題が別途ありまして、これは民間サイドで本来、議論すべき話ですし、我々がマーケットで、あるいは法律というものを通じて、裁判所の法的処理を通じてでも、こういう事業処理ができるという事例はどこで消えたのかという話でありまして、我々はこの点を相当、深刻に考えるべきことではないかというふうに思っています。

それから、企業再生と事業再生、きょうも区分して議論されておりますけれども、これも日本経済の今後の先行きを考えた場合に、相当、明確な方向性というのを持っていたほうがいいと思うんです。今、大手のゼネラルマーチャングイングストアが産業再生機構との間で1つの案件になってきておりますけれども、2000年比でGMSと言われる業態の坪当たり販売金額をとってみますと、40%近いマイナスになっております。そういう業態になってきているわけで、そういうときに、何をどういう形でこれに対応するかというのは、もちろん個々の蓄積された力量があれば、それはすくい取ることが重要ですし、それは日本社会のためにも重要ですが、他方で処理しなけれ

ばいけない能力といいたししょうか、それはやはりあるんです。それはやはり前提にする。

他方、世界は、BRICSと呼ばれるように、ブラジル、ロシア、インド、中国だそうですが、確かにそうした国々が台頭することによって、日本で仕事が奪われるというよりは、日本に新しい仕事の領域が生まれているんです。BRICSに代表される非常に勢いのある途上国によって、我々は新しい仕事を得ている。しかも、それは相当、知識集約というふうと呼ぶのか、あるいは環境に対して従来よりもっときれいな経済活動に置きかわるとか、BRICSによって押し上げられている日本経済というのが、もう我々の目の前に出てきているわけです。それは、まだ一部の一番先を見た人から、あるいは見たと信じ、そういう確信を持った人たちから投資が始まっていますが、しばらくすると、もう少し予測能力の低いところにもわかってきますから、おそらく日本経済全体でそっちに行くと思います。

それを考えますと、産業再生はもちろんふさわしくない。要するに、そういう分野で起きていることは、どう考えても産業という問題ではないんです。そんな従来の言葉で産業と呼べるようなものではない。しかし、産業的に明確な1つの方向性が与えられていることはある。そういうときに、事業再生というのは何だろうかということは議論したほうがいい。それはだれが論ずるかといったら、どちらかといえば、私なんかは所属した業界人がもっと議論すべきことであって、こっちの能力もご存じのように相当落ちていまして、恥かしい限りなんです。この分野の能力、それをエコノミストと言うのか、呼び方はともかくとして、こちらの力量が低下していますので、頼りにならんとされる方も多いかもしれませんが、しかし、一生懸命に努力すれば、もう少しその絵も見られるようになるかと思しますので、そちらとの関連でここの事業再生の問題は論じられるところに来ているのではないかと。

いずれにしろ、これはどこかで、特に政府の範囲で人を集めるとか、置いておくという話ではなくて、もう金融再生プログラムが終わった段階で、基本的な機能は終わりました。ご苦労さまでした。で、墓石に日付を入れて、終わりということで、これは日本の産業史の中に十分役割はあるのではないかと思います。

【藤岡】 ありがとうございます。

それでは、富山さん、機構の当事者とされまして、これらの意見に対するご見解を含めて、お願いいたします。

【富山】 いろいろご意見いただき、ありがとうございます。

まず、基本的な問題設定として、今も結構、世の中を騒がせていますけれども、官か民かという、よくある問題構造ってわかりやすいので、そういう話が出てくるんですが、これはケインズ対フリードマンみたいな感覚なんでしょうか。

私自身、基本的にはこの会社に民間からプロパーで、前の関係を全部やめて、この会社にジョインして、まさに民間のプレーヤーがここにジョインしているわけですが、では、その背景はどこに

あるかという、もう一度繰り返しになりますが、要は事業再生にかかわる領域というのは、今日的な意味で市場が失敗してきているんです。これは断固として失敗してきています。ですから、私的自治の世界で行えるべき問題であることは確かなんですが、失敗してきています。今、田中先生から40年代の話がありましたが、これは例えば産業の競争構造とか、市場の状況とか、先ほど田作さんが指摘されたマクロ競争環境は変わってきています。ですから、例えばサッカーも、戦法が変わればルールが変わります。例えばオフサイドのルールも複雑に変わってくるわけです。その中でより効率的な競争が行えるような仕組みが必要なわけで、そういった意味で言うと、今日的な意味で市場が失敗しているというのは、かなりはっきりしている事実だと、私は思っています。

したがって、それをどこまで我々が修正をかけられるか、あるいはそれに対する補完を一時的に果たすことができるか。それから、もっと中長期的には、例えばもう一度バブルの崩壊が起きたときに、またこの国は10年失うんですかという、基本的な問いがあると思います。今の市場機能を前提とした場合には、私はもう一回、10年を失うリスクはまだまだ高いと思っています。それはいろんな理由があるんですけども、例えばここに事業再生市場の活性化に向けた今後の課題というのを、皆さんのところにお配りしていると思うんですが、これは我々が仕事をしている中で具体的に、前々から、民間にいるときから感じていた、さっき申し上げた広い意味での日本の競争市場、それから民の間でのミクロの企業と企業の中の競争の中でどうやって産業を活性化していくか。私は競争の活性化こそが産業の活性化の根源であるし、日本的競争の再生こそが産業の再生の根幹だと思っていますので、そういったことをやっていこうとしたときに、実は日本の今のもろもろの仕組み、私が新聞のコラムでカイシャ幕藩体制と呼んでいる1つの仕組みが、実はいろんなところで非常に機能不全を起こしています。

もうちょっと言ってしまうと、それが実は若い人たちのある意味での挑戦心と活力を奪っています。ですから、先ほど田中さんがおっしゃったようなチャレンジャーというのが非常に出てきにくい社会風土、経済風土をつくっている部分があって、そういったものをどう直していくかというのが、実はほんとうに長期的に重要な課題なんだろうと思っています。そういった意味合いで言うと、先ほどフェルドマンさんがおっしゃったようなDNAというんでしょうか、例えばマネジメント人材、プロのマネジメント人材というものの市場というのは日本にほとんどありません。ですから、我々が実際に個々の案件で一番苦労するのは、経営者の選抜であります。経営者をどうやって探して、どうやって引っ張ってくるか。多分、松木さんなんか非常に苦労されているところなので、これは実は日本においてはほんとうに大変です。日本においては人材というのが極端に大きな名門企業、あるいは政府とかそういうところに偏って、ある意味ではデッドストックになっている部分があるんです。実はそういった問題に対処していかないと、ほんとうの意味での事業再生といいたいでしょうか、長期的、持続的な産業再生の礎にならないだろうと思っています。

それから、個々の質問に答える部分になりますが、1つ我々が考えなくてはいけないのは、我々

は、そういう意味合いで言うと市場の失敗とか機能不全を補完する立場ですから、我々のスタンスというのは現実の市場よりも市場的に振る舞うことだと、私たちは思っています。したがって、そのように行動しています。ですから、先ほどご指摘があった第三セクターの問題、病院、財団法人とかが実は結構持ち込まれています。銀行さんも結構持ち込んでおられるんですが、では市場の規律、マーケットディシプリンというものをベースにして、くどいようですが現実の市場よりも本来あるべき市場の姿というものを1つ想定して、我々が物を考えたり、判断する場合に、これはほとんどのものが残念ながら事業性で没です。ですから、さっき田作さんがおっしゃいましたが、そもそもそれは何をやったって、だめなものはだめなんです。ビジネスモデルとしてだめなものは、だめです。

それから、もう一つはガバナンスの問題。事業として持続的にやっていくときに、基本的にガバナンスの問題、だれが最終的にその会社を統治し、その統治責任を負うのかという、これは国の政治も同じ、先ほどセルフガバメントというお話がありましたが、そういうガバナンスの問題で、これが実は第三セクターの問題にしても、財団法人の問題にしても、病院の問題にしても、最後に絶対ネックになります。

では、例えば財団法人の場合に、その問題をクリアするために株式会社に改組しようということをおっしゃるとすると、実は当事者がものすごく抵抗します。要はそういうきついガバナンスにさらされるのは嫌だという甘えの構造が、この領域というのはいくらもびこっておりまして、実は私どもの法律の仕組みというのは強制力がないので、嫌だと言われてしまうと、そこで話がとまってしまう。それは先ほど田中先生がご指摘のとおり、今の仕組みの中では残念ながら、その壁を越えられないというのが現実です。したがって、こういった半官半民的な、あるいはガバナンスがあるような、ないような領域におけるある種の非効率の問題というのは、先ほど申し上げた市場の失敗とはちょっと別の質の問題だと思っていますので、おそらく違う仕組みの中で解決されていくのが筋なんだろうと思っています。

それから、最後に利益相反性のポイントが横山さんからございましたが、実はこの問題提起は重要な問題をはらんでいまして、実はいわゆる、英語で言うディストレストビジネスとかディストレストアセットになっている会社のキャッシュフローオリティというのはどういう状況にあるかということ、それはマーケットセキュリティラインと申しまして、難しい話で、いわゆるリスクです。リスクの大きさで言うと、基本的にはほとんどエクイティーのゾーンに入っています。要はかなりハイリスクのゾーンに入っていますので、本来、事業全体としてはほとんどがエクイティーのゾーンに入ってまいります。したがって、だからこそ、そこでレバレッジをかかすと、エクイティーポジションを持っている人にはかなり高いリターンが得られるという財務のテクを実は使うというテクノロジーがあって、そこできいてくるわけなんです。そうすると、通常の会社においては、実はもうちょっとアセット全体のリスクゾーンがもっとローリスクのゾーンにありますので、先ほど横

山さんがおっしゃったデットサイド、エクイティサイド間の利害対立というのが通常に存在する状況があり得るわけですが、実はディストレストの状態というのは、ある意味で全部、メザニンというんですか、中間領域に近い領域に入ってまいります。

そうすると、またガバナンスの問題に戻るんですが、そういう状況にある会社のガバナンスをどうするかというのが、さっき横山さんから指摘があった利益相反の問題と実は直接つながるんです。私はこの紙にも書いてありますが、実はそういったシステムの、例えばメザニンの問題をどうするか、あるいはそういったディストレストになっている状態のガバナンスの問題をどうするか。それは、実は先ほどの、現代的な意味での会社更生法はどういう機能を持つべきか。さっきアメリカとかヨーロッパの整理の法制がこの10年間、20年間に急速に進歩したという話がありましたが、これは明らかに競争市場が昔と違った形で、激しく、厳しく、スピードが上がっているから、ああいうふうに法律を変えているんです。したがって、そういった現代的な意味で言った場合、これは商法とか証券取引法の領域に入ってくるんだと思うんですが、確かにさっき指摘のあった構造的な矛盾を実ははらんでおります。

しかし、そういった問題をどういうふうに処理していくかというのは、現実問題として全体がメザニンのなところになってしまっていますから、デットとエクイティの中間的なゾーンの資本構成の会社に実はなっていますので、そこでどういうふうに企業統治というものをマネージしていくかというのは、実はこれも、ある意味で新しい問題です。これをどう処理していくかというのも、実は先ほど田作さんがおっしゃったような意味での制度的な解決というんですか、shared belief というものをどういうふうに、これはある意味で世界につながっていますから、そういった市場環境というのをつくっていくかというのも、大きな課題なんだろうというふうに、機構の活動を踏まえて、どちらかという機構ができなかったことばかり申し上げていますが、こういう議論をするときというのは機構が何をやったかよりも、未来に向けた議論、機構ができなかったことを議論したほうがいいと思ったので、そこに集中させてお話しさせていただきました。

【藤岡】 ありがとうございます。

もう時間が過ぎてしまいましたので、第1部はとりあえず、これにて終了させていただきます。中村専務にマイクをお返しします。

【司会（中村）】 皆様、どうもありがとうございました。

大変鋭いご指摘、また明快なご主張を伺いまして、大変、興味深く聞かせていただきました。

それでは、第1部はこれにて終了とさせていただきます、ここで再度、10分間の休憩をとらせていただきます。大変、恐縮でございますけれども、16時40分から再開をさせていただきます。よろしくお祈りいたします。