

「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」結果の概要

平成 16 年 9 月
内閣府産業再生機構担当室
事業再生実務家協会事務局

1. 主催者・共催者挨拶

(1) 主催者挨拶：金子 一義 内閣府特命担当大臣（産業再生機構）

- ・機構の債権買取決定期限である来年3月末が近づくなかで、「機構後」をどのように考えるかが課題。機構が現在果たしている役割は「私的再生と法的再生の隙間をつなぐ役割」。「機構後」においては、この隙間を私的再生と法的再生の双方から埋めていくことが必要。
- ・また、事業再生市場は活発化の兆しがでてきているが、事業再生を手掛ける人材や事例・ノウハウの蓄積、資金の流入等の面では不十分な状況にあり、今後、質量両面から充実を図っていくことが必要。
- ・機構が個々の案件のEXITに成功することに加え、これらの課題に道筋をつけることを通じ、機構という制度のEXITが円滑に行われる環境を形成することが重要。
- ・本シンポジウムにおいて、「機構後」に向けた諸課題について活発にご議論いただき、今後各方面において様々な取組みがなされることを期待。

(2) 共催者挨拶：松嶋 英機 事業再生実務家協会代表理事/西村ときわ法律事務所 弁護士

- ・いつの時代においても「事業再生」は必要であったが、今までは主に個々の企業を対象とする「企業再生」であった。近年、個々の事業に着目した「事業再生」という言葉が使われ始めてきているが、事業再生のための市場という面では問題が山積。
- ・一例を挙げると、「私的再生」と「法的再生」は対立概念として使われることが多いが、私的再生手続から法的再生手続に移行するという例を考えると、対立する概念としてではなく、ひとつの流れとして捉えることが重要。事業再生関係者がそのような意識の下、創意工夫を行っていくことが重要。

2. 基調講演

(1) 基調講演：「わが国における事業再生市場の現状と課題」

【田作 朋雄 プライウォーターハウス・ス フィナンシャル・アドバイザー・サービス株式会社 取締役パートナー】
不良債権処理と事業再生

- ・わが国において事業再生は不良債権処理の文脈のなかで捉えられてきたが、それだけに矮小されるべきでない。健全な企業であっても、個々の事業を見た場合に多少調子の悪い場合があるのは常であり、これを早い段階で再生させていくことは普遍的な課題。債務免除等の金融支援を得ずとも、事業を新しいものに新陳代謝をして顧客のニーズに応えるためのビジネスモデルを作ることはビジネスの鉄則。
- ・ペイオフ解禁、減損会計、新 BIS 規制、外国会社との株式交換等により経営環境が大きく変化するなか、不良債権処理の問題だけに事業再生を限定することは不適切。

財務リストラと事業リストラ

- ・「リストラ」は単に「首切り、人員整理」ではなく、ヒト・モノ（事業）・カネ（財務）の再構築を意味し、とりわけ「モノ（事業）」のリストラなき「事業再生」はありえない。
- ・「事業再生」の意味合いはその時代の状況によって変化してきている。「銀行や弁護士が昔から事業再生を行っていたので、今さら事業再生をあえて議論する必要はない」との意見もあるが、「事業再生」の中身次第。銀行が窮境企業を見捨てずに債務免除や追い貸し、人員派遣等を通じて挺入れをしていたらやがて景気が良くなって立ち直った、というのが古き良き時代の事業再生。
- ・90年代に入ってから景気循環的な要因の他に、少子高齢化、国際競争の激化等の構造的な要因が加わったことから、例え債務免除等を受けて身軽になったとしても、うまくいかないケースが増えている。構造変化を踏まえた大胆なビジネスモデルの転換を行わない限り、事業の再生を図ることは困難。財務リストラを受けることはいわば下駄を履かせてもらっているようなものであり、下駄の歯がすり減らないうちにいち早くモノ（事業）のリストラに入らないと、真の意味での事業再生とはいえない。
- ・真の事業再生を行えるのであれば、極論すれば私的整理でも法的整理でもどちらでもかまわないとさえいえる。債権者間で100%の同意を得られるのであれば私的整理で行えば良いし、反対する人があれば、（倒産のレッテルを貼られたり、商取引債権が保護されずに事業価値が毀損するという問題はあるが）出るところにでて多数決原理の下で行えば良い話。手続が違っただけで、事業再生を行うという一点において差異は存在しない。

産業再生機構の機能

- ・機構は、（ ）メイン寄せ防止、（ ）権利調整、（ ）事業再生モデル提示の3つの機能を担っている。
- ・機構が設立される際、機構不要論が叫ばれたが、民間だけに任せておくと余計悪くなるような局面もある。情報の非対象性や取引費用の存在等により、問題の当事者全員がそれぞれに合理的な行動をとった結果、全体としては本来望ましくない状況が固定化されるような場合（ゲーム理論でいうナッシュ均衡）である。日本におけるメイン寄せはこのナッシュ均衡に該当。負の均衡から脱するためにはゲームのルールを変える必要があるが、そのためには機構が一種の起爆剤となってこれまでのゲームのルールを打破することが必要であり、これが機構の第1の機能である「メイン寄せ防止機能」。
- ・第2の機能は「権利調整機能」。従来のルールを打破したからには新たなルールをつくる必要が生じるが、関係当事者間の話し合いの場を提供し、権利調整を行うというもの。機構という公平・中立な第3者の立場の機関が関与することにより、当事者間の情報の非対称性や取引費用等の問題が緩和。
- ・第3の機能は「事業再生モデル提示機能」。マツヤデンキをはじめ、機構の案件においては必ずビジネスモデルを転換。機構の案件のうち、既にかかなりの割合でスポンサーがついているのは、機構が行う抜本的な事業再生への評価の証。かといって、機構がやみくもに案件を手掛ける必要はなく、機構がいくつかのモデルとなる事業再生事例を示せば、それを参考にしつつ民間の主体が自律的に事業再生に取り組むことが可能となることから、それで十分。

事業再生の担い手としてのターンアラウンド・マネージャー

- ・以上により有効かつ実現可能な事業再生計画を作成したとしても、実行されなければ意味がない。これを誰が実行するかが問題となるが、これを適切に実行する能力のある経営者は残念ながら日本においては限られている。
- ・ターンアラウンド・マネージャーという言葉が最近流行っているが、発祥の地であるアメリカにおいては、窮境に陥った会社に役員として入り、人事や予算等の権限を持って、事業再生のための計画を短期間のうちに実行する人々のことを指す。これはせいぜい半年～1年位が勝負であり、その期間内に軌道に乗らない会社は再生不可能。その後、中長期的に坂道を登っていくような段階があり、これは3～5年かけないと水平飛行にまで持っていくことはできない。その後が水平飛行に入った後の通常の経営。会社を立て直すには短期的ターンアラウンド、中長期的ターンアラウンド、通常の経営の3つの段階があるが、段階ごとに求められる能力は異なる。それぞれを峻別することが必要。
- ・アメリカはガバナンスが徹底した国であるから、ターンアラウンド・マネージャーが入っていても上手く機能するが、日本においてはそれが徹底していないことから、ターンアラウンド・マネージャーが事業再生の担い手として活動しにくい要因が存在することにも留意。

制度としての事業再生市場

- ・民間が機能していないからといって官が介入するという考え方には賛成できない。民間の人々はどうすれば得かを考えて行動しているのであり、民間が動かない背景には動かない方が得な理由があるはず。民間が動いた方が得だというインセンティブ（税制、情報開示強制、罰則強化等）を与えるような仕組み（「制度」）を作らないと、立派な形だけの法制度等を作ったとしても民間はそれを活用せず動かない。
- ・「制度」とは、個別の法制や税制等といったものだけでなく、それを使う人の意識やものの考え方までを含めた「共有予想（shared belief）」が世間に広まっていくことを指す。今後わが国において事業再生市場を整備させるためには、共有予想としての制度を整備していくことが必要。

(2) 基調講演 「産業再生機構が果たしている役割と今後の課題」

【高木 新二郎 株式会社産業再生機構 産業再生委員長】

産業再生機構は早期再生の文化を日本に根付かせることができたか

- ・産業再生委員長をお引受けした際、機構の活動を通じて、日本に早期再生の文化を根付かせたいと申し上げた。さらに100件ぐらい案件を手掛けたいといったことも申し上げた。大きなことをいすぎたと若干反省しているが、未だ日本に早期再生の文化は根付いているとはいいがたく、これからも努力が必要であるというのが現在の心境。
- ・産業再生委員長の職を自分の最後の仕事にしようと考えていたが、機構でやっていることを日本に根付かせるため、さらにもうひと働きしたいと考えている。
- ・機構の活動により、早期再生の文化が根付くためのきっかけは作った。事業再生が流行り言葉になるくらいに盛んになりつつあるが、中身がついてきているかということを考えると残念ながら必ずしもそうではない。各都道府県に中小企業再生支援協議会が設置された他、地域再生ファンド等もできつつあるなど隔世の感があるが、今後、これらの仕組みを通じて自

律的に事業再生ができる状況になったとまではいい難い。

- ・機構は、早期再生を根付かせるために、新しい再生手法を用いている。そのひとつが金融機関債権者との Out of court workout を行うこと。事業の毀損がおこる法的再生手続によらないで、金融債権者だけと話をつけて事業再生を行うこと。このように私的再生手続により早期再生を図ることはもはや世界的趨勢であり、日本においても根付かせることが必要。また、今後 workout を円滑に行っていくためには、私的再生手続と法的再生手続との連携をうまく図っていくことも重要。
- ・「機構後」において、このような文化をいかに普及・継承していくかが課題。

盛んになりつつある事業再生

- ・機構の設立に前後して、官民双方において事業再生のための様々な機関が作られた。メガバンクにおいても再生専門子会社を作ったことは非常に結構なことであるが、銀行との利害衝突を克服しているかという問題は残ることから、そのための努力が求められる。
- ・事業再生ファンドの増加も著しい。2003 年度における投資額は対 2002 年度比倍増したと報じられているが、今後その活躍を期待。
- ・サービサーについても、会社名に「再生」の文字が入るなど事業再生への取組みを強化。
- ・全体的として事業再生に弾みがついてきている。

産業再生機構が果たしている役割 - 事業再生の新しい手法

金融機関等債権者との Out of court multi-creditor workout

- ・機構においては、事業再生に関する新しい手法が盛んに用いられており、産業再生委員長への就任後、大変勉強させられた。
- ・債権者である銀行が中心となって作成した事業再生計画は、債権放棄等による銀行の損失を最小限に抑えるという目的と、事業再生を図るという目的との間で利害相反が生じるなかで、問題先送りの内容となり、結果として2度3度の金融支援を実施。
- ・機構においては、プロフェッショナル・スタッフが中立・公正な第3者の立場から事業再生計画を立案。機構は利害相反の問題に正面から向かい合い、2度3度と金融支援を要しない計画を作成。
- ・機構の設立準備時に銀行から派遣されていた出向者を親元に返したことにより、機構の活動について銀行から理解を得るのに時間がかかった面はあるが、利益相反の問題を回避するためには必要な措置であった。
- ・また、機構においては財務リストラだけでなく、事業リストラについてもしっかり取り組んでいる。銀行が主導して作った事業再生計画は財務リストラ中心であることが多く、ビジネスの専門家やコンサル等を利用することは少なかったが、機構の作成する事業再生計画においてはそこまで実施。
- ・また単なる B/S 上の純負債からだけではなく、DCF 法、EBITDA 倍率法等の手法を用いて将来キャッシュフローをベースとした企業価値を算出し、そこから必要な金融支援額を算出。
- ・その上で事業のターンアラウンドを実施。これは短期間に一気にこなすことが肝要であり、長期間居座り続けることはしない。

世界の Out of court multi-creditor workout

- ・ Out of court workout による早期再生は世界の趨勢であり、日本でもそのような文化を根付かせることが必要。
- ・ その源流は 78 年の米国連邦倒産法に始まるが、80 年代の後半に pre-packaged, pre-negotiated, pre-arranged chapter 11 の普及により盛んに。これらは out of court workout 先行型の手続。out of court workout を金融債権者で行うと同時にターンアラウンド・マネージャーを入れて、ターンアラウンドを図りながら合意に持ち込み、どうしても同意しない人が出た場合には多数決原理を用いるために法的手続に持ち込むという手順が踏まれる。つまり chapter 11 は倒産法ではなく倒産前の法律であり、事業再生法とでも称すべきもの。
- ・ イギリス、フランス等でも倒産法制の chapter 11 化が進展。
- ・ 裁判所が事業再生に慣れていないアジア諸国では、公的な資産管理会社（韓国の KAMCO、マレーシアの DANAHARTA 等）が多数決による workout を承認。

法的再生手続と workout との連携

- ・ 早期再生のための out of court workout を普及させるためにはどうすべきか。
- ・ Workout を行なうためには 100% の同意を取り付けることが非常に困難。私的整理ガイドラインの下でも非常に困難を極めたほか、公的性格を有する機構の案件においても、全員の同意を取り付けることは至難の業。それを乗り越えるための制度（会社更生法、民事再生法）を使い易くすることが必要。
- ・ 本来、会社更生法、民事再生法とも倒産前の手続であるが、この手続の下では事業継続に不可欠な商取引債権についてもカットの対象となることから事業価値が大きく毀損。これを何とか防げないか。
- ・ 法改正を行うことも一案。一方、東京地裁第 8 部や法務省は「(事業継続に不可欠な)少額債権」の範囲を柔軟に解釈することによって対処できるとの見解。その場合、いくらまでであれば「少額債権」として認められるのかが問題となる。ある大型の事案においては、商取引債権で一番大きいものは 38 億円であったが、これが「少額債権」として認められるのかについては議論がありうる。裁判所の柔軟な対応を期待する。目下新聞を賑わしている某企業にいたってはその額は 100 億円を下らない。経済合理性に基づき、その弁済を可能とするような措置を導入することが不可欠。
- ・ DIP ファイナンスの共益債権化の問題も重要。Workout の最中における DIP ファイナンスについては共益債権化すべきことが私的整理ガイドラインや機構法に明記されているが、法的再生手続に移行するとそれが認められなくなる。法的再生手続においても DIP ファイナンスの共益債権化を認めることが必要。

産業再生機構買取り期限後の問題

- ・ 事業再生は、本来民間で行うべきもので、国の関与は最小限度に抑えるのが鉄則。
- ・ 諸外国の資産管理会社で買取り期限の延長した例はない。日本でも同様とすべき。
- ・ そのためにも workout による早期再生を日本に根付かせることが必要。
- ・ かといって民間でできるからいいとするのか。人材育成のために英米並みに官民の資格制度を創設するのか。何らかの非営利的な準公的な機関を創設し、民間団体が関係省庁等の協力を得つつやっていくのか。RCC の企業再生本部がやっていくのか。いずれにしても何らかの方法でもうしばらくつなげないと、このまま野放しにするのは若干不安。

3. パネルディスカッション

(1) 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

事業再生市場の現状

【MKS コンサルティング/MKS パートナーズ 松木社長】

- ・景気循環の流れのなかで、どの時期にどのタイプのPEファンドが成果を上げやすいかということとの間には対応関係が存在。
- ・具体的には、ベンチャーキャピタルは経済が成長しているときに最も成果を上げやすい。景気がピークを過ぎて後退しているときは、景気がいい頃の感覚が期待値として残っていることから何もうまくいかないという局面となる。それがさらに進みもう耐えられないという状況になると不良債権ファンドが動き出すような局面を迎える。さらに不良債権がある程度片付くと、今度はビジネスを片付ける必要が出てくることから、パイアウトファンドがうまくいく局面となる。各国の機関投資家は、景気循環がどのような局面にあるかに応じて、もっとも高いパフォーマンスを上げることができるタイプのファンドに投資をする。
- ・現在は景気が底を打って、不良債権処理もかなり進捗しており、パイアウトファンドが事業再生を通じて利益を上げる好機にある。

【モルガンスタンレー証券 フェルドマン マネージングディレクター】

- ・事業再生市場を機構の設立の前後で比較すると、部品がうまくかみ合い始めてきたという重要な変化が認められる。機構以前の私的再生の下では、税制面の優遇措置や債務者区分の上方遷移が行われるかといった点において不確実性があったが、機構の案件においてはそれらが自動的に行われるようになり、事業再生がうまく回り始めた。
- ・また、金融庁において、銀行が事業会社の再生計画をしっかりと評価しているかどうかをチェックする機能をつくったことにより、事業再生に関する評価の基準がはっきりしてきたことも効果的であった。
- ・民間の主体を事業再生のプロセスの中に入れる、つまりスポンサーをつけないと案件が成り立たない、スポンサーが見つかりそうにもないものには手を出さないという原則を確立し、市場のチェックが働くようにしたことも重要。
- ・機構以前においては、事前に情報が漏れて、真偽の定かでない情報が飛び交うという状況が一般的であったが、機構ができてからは、すべてが整うまでは何も話さないという原則が確立されたことは大きな進歩。新聞に様々な情報が載っていることは事実であるが、これらが機構から漏れたものではないことは明らか。機構は情報管理をしっかりとっており、そのプロセスは信頼できるものになってきている。
- ・これらは一朝一夕にできるようになったものではなく、金融庁が検査マニュアル等を整備して検査や監督を厳しくしたことが背景にあり、金融庁の取組みを高く評価する。
- ・また、民事再生法の制定や会社更生法の改正は、事業再生市場のインフラとして不可欠のものであり、高く評価。さらに、再生事業者に外部から経営者を招聘することも一般化しつつあるなど、経営者の市場が形成されてきていることも重要な変化。

【日本政策投資銀行 横山部長】

- ・政投銀の事業再生への取組は3年前にDIPファイナンスを始めたことに遡る。当初は手探りであったが、近年ではメガバンクが既存債権の回収極大化を図るためのディフェンシブな意味でのDIPファイナンスを行っているほか、既存債権を持たない銀行も高いリターンを求めてビジネスとしてのDIPファイナンスを行うなど、民間のプレーヤーも増えてきており、隔世の感がある。
- ・政投銀が行ってきたもう一つの取組みとして、パイアウト/事業再生を行うファンドへの出資があげられるが、近年ではこのようなファンドの組成が進むなど、リスクマネーを供給するプレーヤーが増加。
- ・さらに、スポンサーとなる事業者にはレバレッジを効かせるための融資をつけ、再生対象事業の運営をバトンタッチしていくというプロセスが完了する事例も増えてきており、事業再生市場は黎明期から実績が出る段階に移行。

【三井住友銀行 安藤部長】

- ・銀行においては、「金融再生プログラム」における来年3月末までに不良債権比率を半減させるという目標の下、2～3年前は破綻懸念先以下の債権をいかにオフバランスするかが課題であり、不良債権の処理という観点から債権の売却等を実施。
- ・一昨年の後半ぐらいからは、要管理先や要注意先の扱いが焦点となり、それらを早期に再生することにより正常先に変えていくかが課題に。銀行の取組みは、従来の「処理型」から「事業再生」を通じた債権回収にシフト。
- ・最近では事業再生を新たな収益源、ビジネスチャンスとして認識し、その取組みを強化しているところ。

【日本経団連 阿部グループ長】

- ・日本経団連としても、景気対策や産業構造の転換といった従来型の議論ではなく、金融システムの安定化や、その裏側にある債務者側企業の過剰の解消や事業再生の重要性を認識したのはここ数年。近年、事業再生関連法制や税制の整備・改正等への取組みを強化。
- ・産業の構造転換や企業の再生よりも、企業に埋没している事業の価値を引き出すという意味での事業再生が重要。また、事業再生を行うために、企業の外科手術を大規模に行うことの必要性についてコンセンサスができたことは重要な進歩。

【東京富士法律事務所 須藤弁護士】

- ・私的整理ガイドラインに基づく事業再生においては、プロラタ方式による債権放棄は定着しておらず、依然メイン寄せが行われている。その要因としては、私的整理であるため全当事者の同意を得ることが難しく、メイン行が多くの負担を被らざるを得ないといった事情のほか、役員派遣や経営へのコミットメント等を通じて、メイン行が当該事業者の窮境原因に深く関与しているという指摘が多いことが挙げられる。
- ・神戸の海洋土木会社の事案では、メイン行の事業者の窮境原因への関与の度合いが低いことから完全プロラタを提案したが、全員の同意をとれずに不成立となり、民事再生法の手

続きに移行した。完全プロラタ方式を原則としつつも、なかなかうまくいかないことを示す典型的な事例。

- ・また、私的整理ガイドラインの事案は原則として非公表であることから、どのような再生手法がとられたのかが共有財産になりにくい点が問題。ただし、事業者側からすれば、対外的に知られずに事業再生を行えることがメリットになっていることも事実。

【産業再生機構 富山専務】

- ・事業再生市場は、企業の再編や事業間のM & A等の媒介になるという意味で、資本市場の機能の一部をなすものであり、産業全体として効率的な経営資源の配分を行う上で重要な役割を果たすもの。日本においてはこれが非常に脆弱であったことから、困窮企業が市場から退出せずに立ち枯れのまま存在し、これが産業競争力の低下につながった。このような「市場の失敗」をどのように是正するのが課題。
- ・マツヤデンキは、「市場の失敗」を防ぐために、私的再生と法的再生を組み合わせる必要があった典型的な事案。当該事案では潜在債務を遮断するために法的再生手続を用いるとともに、機構法上の私的再生手続を併用して商取引債権を保護し、事業価値の毀損を防ぐことにも成功。
- ・これは単に個々の事業再生の問題としてではなく、日本における経営資源の効率的配分を妨げている共通の問題として認識することが必要。

【21世紀政策研究所 田中理事長】

- ・不良債権処理の問題は回顧の問題になりつつある。機構は21世紀初頭の日本経済に関する回顧録における一つのエピソードとなり得る。
- ・しかし機構の活動は、本来、私的自治の範囲内で行うべきこと。企業再生に関してどのような法律を整備すべきかという問題は立法府の立法活動のテーマとなり得るが、機構の活動の結果として損失が生じた場合にその保証するといったことは、本来、政府の活動の範囲に含まれるものではない。
- ・「金融再生プログラム」において厳しい目標が課せられたことから、激変緩和措置として政府保証をつけてでも機構のような組織を作ることが必要と考えられたのであろうが、それだけでは許容されないと予想されたことから、予め墓碑に日付をつけることでバランスが図られた。政府内のありとあらゆる資源を投じて取組まねばならない優先順位の高い政策課題であったかどうかについては議論があるであろうが、不良債権処理が終結を迎えつつあるなかで、いよいよその役割を終えつつある。
- ・現在、最も優先順位が高いのは財政再建の問題。財政バランスを回復し、将来世代に負担を先送りしない、持続可能な財政とするのが最大の課題。必要のない政府保証はすべて撤廃すべき。

産業再生機構の活動についての評価

【モルガンスタンレー証券 フェルドマン マネージングディレクター】

- ・一般的には「市場の失敗」と「政府の失敗」を秤にかけた上で、どちらがより相応しいかを判断していくことになるが、事業再生に関していえば、市場よりも機構の方が適切に行動して

いる。

- ・事業再生に対する機構の貢献は以下の4点。()適正な資産評価、適正な経営者の評価、適正な事業再生計画の設定、適正な資本・負債構成等をうまく組み立てて事業再生のモデルを示したこと、()事業再生において経営者の資質が決定的に重要であることを示したこと、()事業再生計画の良し悪しに関する評価の順序のあり方(事業の収益性の評価 資産の評価 負債水準の評価)をはっきりさせたこと、()それぞれの手続毎に期限を設けたこと。
- ・機構の活動については、当初、ゾンビ企業の延命を図るだけではないか、民業圧迫となるのではないかといった批判があったが、いずれも的外れであった。
- ・機構の当初の目的は、()事業再生の個々の部品を組み立てて動かせるようにすること、()モデル事例の提示を通じ市場を教育すること、()高木委員長が言っていたように100件ぐらいの数をこなすこと、があったと考えられる。このうち最初の2つについては十分に達成しているが、3点目についても実は量よりも質の方が重要。問題のある案件を手掛けて数をこなすよりも、むしろそのようなものに対してはノーということを示したことが重要。

【三井住友銀行 安藤部長】

- ・他行と比較して機構に積極的に持ち込んでいる。機構の設立当初と比べ、機構と銀行間のコミュニケーションも改善し、うまく機能しているものと評価。
- ・機構の評価という意味では、特にスポンサーがまだついていない案件について、3年後にいかにかうまくEXITを図っていくかということが課題。事業再編の絵を描いて、債権放棄等を行うといった外科手術的なことは既に行ったが、今後これらを事業として収益力のあるものにしていくことは非常に難しい課題。したがって、機構の最終的な評価は3年後のEXITを見て判断されるべきであるが、立ち上げの段階としての機構の活動については高く評価。
- ・従来、破綻懸念先以下のマーケットは存在したが、要管理先・要注意先のマーケットが存在しなかったことから、要管理先等の案件をファンド等に売却しようとしても、担保保全分+ぐらいの価格しか提示されなかった。しかし、機構が設立されたことにより、キャッシュフローをベースとした企業価値評価が一般的となり、銀行が考える時価との乖離が縮小。これにより、要管理先等を対象とする事業再生市場における値決めの指標が形成され、それが一般にも認知されつつある等、事業再生マーケットを形成する上での起爆剤となった。
- ・今後については、民間で行っていくこともできるので、機構の役割としては手掛けた案件のEXITをいかにしっかりやるかという問題に移っていくものと思料。

【日本経団連 阿部グループ長】

- ・機構の設立の際、機構は企業の生死を決める閻魔大王かといった議論があったが、自分自身は救うべきものを救う地蔵菩薩であると説明してきた。支援決定に至らなかった案件がどの程度あるのかは承知していないが、支援決定を経て公表されているものだけでもかなりの数の企業を救ってきている。
- ・また、大事なのは案件の数ではなくて、機構が存在していることにより、私的整理ガイドラインでダメであったら機構に持ち込めばいいといった形で、私的整理の活発化や円滑化につながっているならば成功であると評価すべき。
- ・RCCや私的整理ガイドラインの下ではどのような再生手法を用いたのかが公開されないのに

対し、機構の手掛けた案件においてはディスクロズされることから、事業再生のモデルが示されることも重要。

- ・また、個別案件についても機構でなくては出来ないものを何件が手掛けている。独禁法違反が原因となって破綻した金門製作所への支援では、公的性格を有する機構が関与することにより信頼回復が図られた。また、カネボウの件は日本の事業再生市場の未成熟さと経営者の事業再生への認識不足が表れた典型的な事例であったが、市場ではどうしようもなくなったものを機構が取り上げ、再生への軌道に乗せたことは意義深いこと。
- ・機構の活動の最終的な評価については、3年後のEXITの結果を見る必要があるが、現在までのところは非常に良く取組んでいるものと評価。

【日本政策投資銀行 横山部長】

- ・機構法上、政府系金融機関は債権放棄等の協力に応じることが明示的に規定されているが、これは非常に効果的であった。機構はDCF法やEBITDA法等の共通言語に基づき、ある意味での強制力をもって必要な債権放棄を引き出したが、金融関係の特殊法人もこうした共通言語に基づいて議論しなければワークアウトは進まないということを示したことは、自戒の意味も込めて意義深いことであった。
- ・案件数については当初の目標と比べ少ないとの批判もあるが、他のPEファンドにおいては20人位の人数で年間2件、2年間で4件程度手掛けるのが一般的であるが、機構は150~160人程度の人員でその8倍というオーダーであるから、これまでに二十数件という支援決定数は、支援決定までに至る半年程度の先行期間も含めて考えれば、決して少ないということにはならない。
- ・機構の最終的な評価は3年後のEXIT時における市場からの評価で決まることになる。
- ・機構が出資をするとともに融資をつけた場合、エクイティー・ホルダーとしての立場とデット・ホルダーとしての立場との間でコンフリクトが生じることには留意が必要。昨年、MKSが手掛けている福助の事案でデットをつける立場として関与した際にも相当にもめたが、両者間で利益が相反する面がある。両方を出した場合に生じるコンフリクトにどのように対処するのかは課題として残る。

【東京富士法律事務所 須藤弁護士】

- ・債権放棄を求める際にプロラタ原則を貫徹したことを評価。機構案件になったのであればプロラタで仕方がないという諦めの気持ちを関係金融機関に持たせたことは重要。これが契機となり、機構後における私的整理においてもプロラタ方式が原則であるという慣行が定着することが望ましい。
- ・機構が作成する事業再生計画は、深掘りされ、内容的にもしっかりしていることも評価。私的整理の下での事業再生計画はメインバンク主導の下で作成され、内容的にも財務リストラや事業リストラ等の措置が一通り含まれているが、真に事業を立て直すためには不十分。機構が事業再生計画の作成の仕方について新しい基準をもたらしたことは重要な貢献。

【MKSコンサルティング/MKSパートナーズ 松木社長】

- ・マツヤデンキは、価格面では他の量販店にはかなわないものの、高い粗利率を出しているこ

とから関心を持ち始めた。家電のコンビニというビジネスモデルを打ち出して、プレパッケージ型のワークアウトにより手掛けようと思っていたが、機構によるオークションで負けてしまった案件。

- ・そのプロセスにおいて機構の人々とかなりの期間一緒に働くことになったが、リーダーの方々が確固たるディシプリンを持っていることを反映し、志の高い人々が多いというのが率直な印象。能力の高い人々が集まっているほか、組織としてもうまくまとまっている。また、公的機関であることが物事をやり易くしている面もある。
- ・アメリカにおけるトップクラスのバイアウトファンドの実績を見ても 20~30%の案件では失敗しており、逆にいえば 70%の案件を成功させることは大変なこと。これを当てはめると、機構がこれまで手掛けた 23 件のうち 4~7 件は失敗するという計算になる。一般に失敗する案件は先に明らかになることから、それをもってマスコミが批判をすることが予想されるが、だからといって機構が仕事をしていないということにはならない。
- ・機構の活動が業界に大きなインパクトを与えたことは確実。機構の活動は我々のビジネスと競合しているとは思っていないし、民業圧迫であるとはまったく考えていない。

【21 世紀政策研究所 田中理事長】

- ・機構の評価については、これからまだ業務を行っていくわけであるから、コメントする段階にない。
- ・機構が設立される際、価値があるとすれば銀行が第 3 セクターや病院、私立学校等を機構に持ち込んだときであると考えていた。学校・病院とも政府が許認可を通じて深く関わってきた業種であり、第 3 セクターにいたっては自治体や中央省庁が設立の際に直接的に関与したり人を送り込んだりして、処理しようにも処理できない状況にある。これらを扱うのであれば機構も悪くはないと思っていたが、金融機関からそのような案件が持ち込まれていないようであるし、政府としても機構に対しそのような使命を与えていない。政府の企画部門が政策課題に対して適切な手段を割り当てていないと評価せざるを得ない。
- ・企業再生や事業再生ということであれば、昭和 40 年不況の前後に活躍した早川種三や大山梅雄のような先達は、旧会社更生法の下でそのような仕事を立派に行っていた。こうした人々の DNA が経済社会にどれほど活かされたかという問題は別途あるが、これは民間部門がマーケットや裁判所の法的手続きを通じて解決していくべき問題。
- ・企業再生や事業再生に関しては明確な方向性を持つべき。最近大手 GMS において機構活用を巡って議論があるが、2000 年比で日本の GMS の坪当たり販売金額は 40%近いマイナス。個々の事業で有用なものがあるのならそれを活かすことは日本経済のためにもなるが、処理されなくてはならない能力があることも認識すべき。
- ・近年の BRICs の台頭により、日本がこれらの国々に仕事を奪われる段階から、新しい仕事の領域が生まれるという段階に入ってきており、このような流れはやがて日本経済全体に波及することは確実。このように産業的にひとつの方向性が与えられていることを前提に、個々の事業再生の問題は論じられるべき。
- ・いずれにしても、金融再生プログラムが終了した段階で機構の役割も終わったと考えるべきであり、予定通りその活動を終えるべき。それでも日本の産業史の中で十分役割を果たしたといえる。

【産業再生機構 富山専務】

- ・事業再生は私的自治の範囲で行うべきことはその通りであるが、市場は失敗してきてきたことも事実。昭和40年代の話があったが、当時とは産業の競争構造や市場の状況、マクロ経済環境は変わってきている。戦法が変わればルールも変わってくるものであり、そのようななかで有効に競争が行われる仕組みを作ることが必要。今日的な意味での市場の失敗をどの程度まで正すことが出来るかというのが課題のひとつ。
- ・中長期的には、仮にもう一度バブルが弾けたときに同じことを繰り返して、また10年を失うのかという基本的な問題が存在。今の市場機能を前提とすれば、それが起こるリスクは高い。配布資料「事業再生市場の活性化に向けた今後の課題」は機構における業務等を通じて直面した日本における競争市場の機能不全をもたらしている要因をまとめたものであるが、これらをどのように是正していくかが課題。
- ・そのため機構のDNAをいかに残していくのかが課題。例えば、日本にはプロのマネジメント人材の市場は存在しないことから、事業再生を行う場合に経営者の選抜が常に問題となる。日本において人材は極端に大企業や政府に偏在し、有効に活用されていないが、これを流動化して経営者の市場を作っていくことが必要。
- ・機構の役割は市場の失敗や機能不全を補完することであるから、現実の市場よりも市場的に行動することが機構のあるべき姿。第3セクターや病院、財団法人なども実は機構に持ち込まれているが、市場の規律をベースとしてその事業性を評価すると、ほとんどのものが残念ながら不可という結論になる。また、事業として持続的にやっていくためにはガバナンスの問題が重要となるが、これらの案件ではガバナンスの問題が必ずネックとなる。機構には強制力がないことから、これら半官半民的な領域のものの再生を手掛けるには、機構とは別の枠組みが必要。
- ・エクイティー・ホルダーとデット・ホルダーの利益相反についてのご指摘は重要な問題を孕んでいるが、distressed の状況にある会社のキャッシュフローの質は、リスクの大きさでいうとエクイティーに近いハイリスクの領域に入っている。そこでレバレッジを効かせて事業を再生すれば、エクイティー・ホルダーに高いリターンが発生するという関係にある。通常会社ではローリスクのゾーンがあるので、デット・サイドとエクイティー・サイドが存在するような状況にあるが、distressed の状況においては、メザニンのような資本構成となっているので、そのような状況下でどのように企業統治を行っていくかというのも新しい課題。

(2) 第2部：事業再生市場の活性化に向けた今後の課題

事業再生実務家協会プレゼンテーション

【事業再生実務家協会 佐山常務理事】

- ・事業再生実務家協会の常務理事会が8月に2回に渡って議論を行った結果を報告する。
- ・機構の評価については総じてよかったが、エクイティーの供給についてはデットとの間で深刻なコンフリクトが生じることから慎重に対処すべきとの意見が多数であった。
- ・機構はこれまで私的再生と法的再生の隙間を埋める役割を果たしてきたが、それを可能としたのは公的な性格を有する機構の権威による部分も多かった。「機構後」においてはこの権威がなくなることから、多数の金融機関の利害調整や政府系金融機関の債権放棄等についての

ルール作りが必要。また、通常のローンだけでなく、メザニンの活用やシンジケート化等によりローンの多層化を図るといった仕組みづくりが必要。

- ・機構が関与することにより DD を通じて短期間のうちにいろいろな事実が分かるようになったほか、その過程も白日の下にさらされるなど透明性が増した。「機構後」においては会計監査制度の強化等によりこれを担保することが必要。そのためには監査法人に相応の監査報酬を支払うことや、監査法人を定期的に変更する等、会計監査制度のあり方の再検討が必要。
- ・PE ファンドではたかだか 20 人程度のプロフェッショナルによって運営されており、日本の経済に与えるインパクトには限りがある。機構においては 150 人余の人員が一体として事業再生のスキルを蓄積しており、買取り期間終了後、除々に市場に出ていくことになるが、これらの人々が日本の事業再生市場の発展に大きく貢献することを期待。特に重要であるのは、企業価値の評価の方法を転換すること。事業会社においては未だに企業価値というと B/S 上の純資産と考える傾向もあるが、機構においては多くの人員が収益性からエンタープライズバリュー (EV：事業価値) を算出して有利子負債を差し引くという基本的な考え方を日々実践している。企業価値に関するこのようなものさしを持った人々がこれから市場に出て行くことにより、事業再生市場の活性化につながる。
- ・また、DD についても多くの人々が短期間に効率よく実施するための修練を日々積んでいるほか、投資先の会社で実際に経営を行うターンアラウンド・マネージャーも育ちつつある。「機構後」を念頭におくと、機構において培われたプロフェッショナルの実務家が今後、事業再生市場に進出し、マーケットに定着することが必要であり、それをサポートしていくことが必要。
- ・現在の M&A 市場の状況は、投資の時点や企業価値を高めた後の売却の時点とも、ほぼ満足できるレベルに近づいている。日本の M&A 市場は未成熟で発展途上であることから、今後何倍にも拡大する余地がある。また、事業再生の資金的な供給力についても、現在では資金提供者が増えているので、ほぼ問題ない。しかし、人的な供給能力はまだまだ欠けており、この面において機構がこれまで果たしてきた役割や今後果たす役割は非常に大きい。
- ・ファンドを車にたとえると、一見車のようなものであるが、実際にはエンジンやアクセルのないような問題のあるファンドが多い。今後、7 割以上のファンドはなくなるというのが自論。このようななか、実際に機構関連で実務を積んだ人々が、動くはずのない車を動くようにしたり、自ら動く車を作ることによって、マーケットは大きくなる。
- ・「機構後」への円滑な移行を図るため、事業再生実務家協会としても積極的に議論に参加するとともに、協会としてできることは全面的に行って参る所存。

我が国事業再生市場の問題点

【産業再生機構 富山専務】

- ・機構での実務を通じて事業再生を行う上で障害となる様々な要因に直面した。例えば、経営者の個人保証は、経営者のモラル維持も兼ねて、これまでの融資慣行においてはつけることが一般的であったが、現在においては事業再生を妨げる大きな障害となっている。
- ・会計監査の問題についても、これまで機構でいくつかの上場企業を手掛けてきたが、機構が入ると今までの財務諸表は何だったのかと思うほど数字が変わる。監査法人を責めることは容易であるが、機構の大型案件ではものによっては 10 億円近い DD 費用をかけるなかで、これまでの監査報酬の相場は 1 企業当たり 2 ~ 3 千万円程度であり、監査法人の言い分としては

そのような低報酬でしっかりとした監査はできないということであろう。これに端的に示されるように、日本の企業社会を巡る様々な問題が事業再生の面に集約的に現れている。

【三井住友銀行 安藤部長】

- ・銀行としても、従来の取引形態を含む諸慣行を変えていかなければならないとの問題意識を持っている。従来、銀行は貸金、出資、人材の派遣といった形で企業に関する様々なリスクを集中的に負ってきた。右肩上がりの経済環境では上手く機能してきたが、資産デフレ等の経済情勢のなかには、事業再生に際して債権者、株主、経営者等の健全な対立関係のなかで計画を立てていくことが必要。
- ・従来、銀行は会社がおかしくなると最後まで債権を保有して、何年かかっても返済を求めるといった姿勢であったが、バブルの崩壊後、このリスクが一気に表面化して銀行の財務を毀損することにつながった。今後は銀行が負担してきたリスクを分散していくことが必要。そのためには、メインバンク制の見直しに加え、債権をマーケットに流せるような仕組みが必要であり、既存貸金にコベナンツをつける、シンジケート・ローンを組成する等、マーケット性のある貸金形態とすることが必要。今後は貸金内容毎にリスクに応じたリターンを求めていくとともに、リスクが顕在化し始めたらいつまでも抱え込まずにマーケットに流していくことが必要。
- ・事業再生市場が育たなかった要因のひとつとして、銀行が最後まで債権を抱え込み、自らの立場がエクイティー・ホルダーであるのか、債権者であるのか良く分からない立場で再建計画を作らなければならなかったということが挙げられる。問題債権を積極的にマーケットに出していくとともに、場合によっては PE ファンドにエクイティーを供給してもらい、その対立関係のなかから健全な再生計画を組んでいくことが必要。また、不動産における REIT 等も参考に、事業再生市場にもリスクマネーが流入するような仕組みを形成することも重要。

【日本経団連 阿部グループ長】

- ・私的整理と法的整理との間に余りにも隔たりが大きいのが問題。この乖離をなだらかにすることにより事業再生は非常にやり易くなる。例えば一時停止の効力や DIP ファイナンスの共益債権化の問題等について、私的整理と裁判所が関与する法的整理とで同一にすることは難しいとしても、その段差をなだらかにすることによってそれぞれの制度が使い易くなることが期待される。
- ・税制についても非常に硬直的であり、法制以上に使い勝手が悪い。例えば、債務者側の資産評価損の取扱いの問題があるほか、私的整理においてオーナー等が私財提供をしても、その利益を企業経営上の欠損金と相殺できないといった問題がある。また、債権者側においても貸倒引当金の計上に関して、それぞれの手続に応じて取扱いが全く異なる。それぞれの手続において、税制上の取扱いを異にする必要はまったくなく、通達ひとつですぐできることであるのであるから、是非対応していただきたい。

【モルガンスタンレー証券 フェルドマン マネージングディレクター】

- ・政府系金融機関については、制度上問題があり、あまり役割はないと考えている。民間銀行の貸出先に対する影響力が強まっているのは、金融庁が検査や債務者区分等を巡って銀行に

対し厳しくなっていることによるもの。金融庁が銀行に対するガバナンスを強化したことにより、銀行による業績不振企業の再生への取組みが促されている。しかし、政府系金融機関については、民間銀行と比べて強いガバナンスが働いているとはいえ、事業再生に積極的に取り組む姿勢が欠けている。

- ・同様のことは地方についても当てはまる。金融庁はメガバンクに対しては厳しくなっているが、地方銀行については一般にメガバンクに対するほど厳しい姿勢で臨んでいない。金融庁が地方銀行に厳しくならなければ、地方における事業再生は進展しない。
- ・「機構後」において、どのような条件により税制上の優遇措置や債務者区分の上方遷移を認めるべきかという問題も重要。以下の4つを条件として認めることを法律に明記すべき。
() 経営者を替えること、() 株主責任明確化のため、原則として100%の減資を行うこと、
() 債権者間の調整コストを減らすため、債権の集約を行うこと、() 3年以内に税制上の優遇措置をなくすこと等、締切りを設けること。これを条件に行うのであれば、機構のDNAが十分に継承されることになる。

【日本政策投資銀行 横山部長】

- ・政府系金融機関へのガバナンスという点は、昨年より金融庁の検査が入っているほか、民間並みの財務諸表を公表している。また、当行の不良債権比率はメガバンクのトップ行よりも低い水準にあり、自分自身は金融庁のガバナンスを強化していただいても結構であると考えている。
- ・機構のようにいつまでに役目を終えるといったサンセット条項はないものの、民業圧迫が生じないように十分に留意している。例えば、投資をする際はシンジケート・ローン等により民間と一緒にっており、リスクに対するリターンについても民間並みとなっている。DIPファイナンスの例をとっても、民間のプレーヤーが増えてきたことから通常のDIPファイナンスは行わなくなってきており、在庫担保を組み合わせたような新しい取組みを行うようにしているほか、ファンドへの投資についても、PEファンドの持分をセカンダリーで扱うような市場の育成に取り組む等、常に新しい取組みを行うよう心がけている。

【MKSコンサルティング/MKSパートナーズ 松木社長】

- ・日本におけるバイアウト・ファンドの歴史はたかだか3年程度。現在、ラーニング・カーブがどんどんあがっており、市場に参入する人々も増えている状況にある。機構に限らず、どこかの時点で大きな失敗事例がでてくることも予想されるが、それに懲りて皆いなくなってしまうようなことがないよう望みたい。産業として定着するよう、皆で努力することが必要。
- ・アメリカでは40~50年の歴史があることもあり、プレーヤーのレベルは非常に高く、一緒に仕事をすると相当の技量の差を感じる。今この業界でプロを自認する人がいたら怪しいと思った方がよい。肩書よりも実態で仕事をするような人々が現在ラーニング・カーブを挙げているところなので、これから5年間程度はまだまだ片付けなくてはならない案件があるなかで、無用な競争は避けつついい仕事をしていきたい。

「機構後」(買取期限終了後)に向けた課題

(法制面以外の課題)

【日本政策投資銀行 横山部長】

- ・ローンのシンジケート化が重要。機構の設立の背景として債権者間の調整が困難であったことが挙げられるが、これを簡単化するためには、最初に融資を行う際に皆が同じルールの下で行えば、相対で 100 行の金融機関が関与する場合と比べ、はるかに債権者間の調整が楽になる。債権者をひとつの契約の下に束ねて、リード・アレンジャー行がそれを仕切っていくという融資形態が普及していけば、債権者調整に係る問題が軽減する。また、この下では、ルールに頑として従わないような銀行は、最初からシンジケート団に参加させないということも可能。
- ・メイン寄せの問題についても、デットの構造を作る際に、メインバンクが通常のシンジケート・ローンとは別のポジションをとるために、求めるリターンに応じて様々な形態の融資を組み合わせることで行えば、際限のないメイン寄せを回避することが可能。
- ・高木委員長の論文で、私的再生が少ないフランスとイギリスにおける事例として、ユーロトンネルとユーロディズニーが挙げられていたが、これらはプロジェクト・ファイナンスの典型的な事例。プロファイにおいては、最初で契約で縛っていることから、あとは契約をどのように変更していくかだけが問題となり、ワークアウトを行い易いというメリットが存在。最初に契約で縛って入っていくという文化を築くことが、「機構後」において事業再生を自律的に行う上でのポイント。

【東京富士法律事務所 須藤弁護士】

- ・地方の案件では、債務免除か債権売却かということが問題となる。間組の案件では、債権者四十数行のなかに地方銀行がかなり含まれていたが、取引先に間組よりも状況の悪い事業者がたくさんあるなかで債務免除を行うと回収がつかなくなるので応じられないと回答。アドバイザーであった高木先生が、債権放棄ではなく RCC に債権を売却することで応じることで成功したことから、債権者全員の同意を取り付けることに成功した。このように、地方案件では債権売却の方が対処しやすい面がある。
- ・個人保証の問題についても、個人保証付きの債権を売却すれば、買取った方としても買取価格がそれほど高くないことから、保証している個人を破産に追い込んでまで回収を図ることが少ない等、解決が比較的容易。
- ・機構の評価に関する議論の際、機構の作成する事業再生計画は深堀りされていることを評価する旨述べたが、私的整理 GL に基づき作成した計画が不十分ということではない。自ら関与した私的整理 GL 関連の案件は全て順調に進んでいる。

【日本経団連 阿部グループ長】

- ・来年 3 月に機構が買取決定期限を迎えた後、一番困るのは地方の企業。事業再生市場が育ったといってもそれは東京の話であり、地方の状況はまだまだ厳しい。景気は全体としては良くなっているようにも見えるが、地方によってはまったくテイクオフできない状況。「機構後」を考えた場合、地方の比較的規模の小さい案件の再生を行う際に、これを単に私的整理と法的整理に委ねることはできない。

- ・ひとつの案はRCCの再生機能を活用すること。RCCにおいては案件の内容を開示しないことからどこまで役立つかわからないが、案件数はこなしているし、地域との連携にも取り組んでいると聞いている。あるいは政投銀や商工中金等、全国展開している政府系金融機関を活用することも一案。これらの機関が、地域の中小企業再生支援協議会等と連携を取りながら何かをしないといけない。
- ・いいすぎかも知れないが、機構を設立する際に政府保証枠10兆円を用意してかなり使い残すと見込まれるので、一度使うつもりで出したのであるならば、使い残しを思い切って地方に合わせるようなことも検討すべき。いずれにしても相当な挺入れがないと、地域の中小企業の再生は図れないと考えるべき。

(法制面での課題)

【三井住友銀行 安藤部長】

- ・私的整理で各金融機関をまとめていくことには限界がある。私的整理において取引銀行をまとめるには大変な労力と時間を要する。さらに、債務免除に対するモラルハザードの問題もあるため、金融機関としてはそのような形の支援を行うことには限界がある。
- ・機構は債権者調整を非常にスムーズに行ったが、公的な色彩があるからこそできたもの。「機構後」において、私的整理を同じような形でまとめることは難しい問題であり、法的整理の枠のなかで、一般取引債権者への弁済を行う等、私的整理の長所を付加する形で事業再生を進めることができるような環境整備が必要。

【東京富士法律事務所 須藤弁護士】

- ・法制面での課題としては、DIPファイナンスの取扱いと商取引債権の取扱いが存在。
- ・前者は正確にはプレDIPファイナンスと称すべきであるが、私的整理GLの案件でも一時停止をしてから成立の間までに運転資金が必要となるので、メイン行が中心となって運転資金の追加融資を行うところ、私的整理GLでは当該債権の弁済は他の債権に対し優先的地位を与えられているが、法的整理に移行した場合、法的に優先性は認められていないとの問題を指す。
- ・神戸の海洋土木会社の事案においては、私的整理GLが壊れて民事再生法に移行したが、会社の顧問弁護士のご尽力もあって、今後のDIPファイナンスについても協力をするという条件の下、当該プレDIPファイナンスが裁判所に共益債権として承認された。このようなことが一般的になれば、私的整理の下で供与したDIPファイナンスが法的整理の下でも保護されるということで、私的整理の下で多少担保が足りないといったときでもDIPファイナンスの供与が促進される。
- ・後者は、私的整理案件や機構案件においては、商取引債権を100%弁済した方が事業価値が毀損しないということで、金融機関債権者のみに負担を求め、商取引債権は保護することとしているところ、法的整理に移行した場合にまったく違う取扱いを受けることになるなど、両者間に垣根が存在することによりその橋渡しがスムーズに行われぬとの問題を指す。
- ・今回の倒産法制の改正に当たり、弁護士会として金融機関債権者のみに債権放棄を求めるようなパターンのものを民事再生法なり会社更生法なりに創設するべきではないかとの提案を行ったが、法制審議会での審議においては支持を得られなかった。しかし、改正会社更生法

や民事再生法においては、事業の継続のために不可欠な少額債権の弁済許可の制度が盛り込まれた。

- ・少額債権がどの範囲のものを示すのかが問題となるが、弁護士会と裁判所との非公式な意見交換の場においては、従来の制度の下での少額債権の弁済は債権者数を減らして手続の進行を円滑にするための、せいぜい数百万から1千万程度の弁済しか認められていなかったところ、今般整備された制度の下では、弁済をしないと事業継続のために著しい障害があるという場合に許可をするわけであるので、同じ少額債権とはいっても数百万のような額に限定されるものではないので、どんどん申立をしていただきたい旨の意向が示されている。
- ・ただし、高木先生のお話にあった38億円とか100億円といった場合にそのまま認めてもらえるかについては不安もある。商取引債権を100%弁済することが事業継続のために不可欠であることを示す論証がなかなか難しい。
- ・この点、先ほどの神戸の海洋土木会社の事案では、私的整理GL下の計画における一般債権に対する弁済率が38%であったところ(金融機関債権のみ債権カット)、民事再生法移行後の計画における弁済率は5%となった(商事債権も巻き添えにして一律カット)。深掘りの程度も異なるため単純な比較はできないが、法的整理に入って商事債権の弁済が滞ったことによる事業価値の毀損が大きいことを示す典型的な実例である。

【産業再生機構 富山専務】

- ・民間事業者は不可予測性を最も嫌う。法的整理に入った場合に何が起こるのかがどこまで予測できているかということは、経済的な行動をおこすに当たって極めて重要な意味合いを有する。商取引債権の弁済を行うためには事業再生に不可欠であることを証明する必要があるが、証明できないかも知れないといったリスクは市場が最も嫌う類のリスク。
- ・短期的には運用によってどう対処していくかということになるが、倒産法制についても市場のツールとして使いやすいものに変えていくことが必要。訴訟を起こして白黒つければよいとの意見もあるが、長期間裁判を争って決まったとしても、市場的には全く意味のないこと。結果が予め予測できることが、市場の機能をスムーズにする上で極めて重要であり、不可予測性をいかに排除していくかが立法技術上極めて重要。

機構の課題

【モルガンスタンレー証券 フェルドマン マネージングディレクター】

- ・機構が果たしてきたお墨付きを与える機能を、「機構後」においてどのように継承するかが問題となるが、他の機関が代わりに行うということではなく、この手続を法律化ないしガイドライン化するべき。機関を用いずに、理念で手続を継承させるべき。

【21世紀政策研究所 田中理事長】

- ・機構の果たしているような機能がなければ事業再生は動かないといった議論があったが、この分野を幼稚産業として政府が絡むことにするのが果たして適当なのか。投資に関わる分野はそろばんずくで行うことが前提となっているのであるから、「市場の失敗」が存在するというこのみをもって、政府保証をつけた行為を通じてこの市場に入るといことは認め難い。これまで政府は財政支出や債務保証等を通じて膨大な債務を負ってきているが、切り刻むような努力

がなければ財政再建の姿は描けない。

- ・この分野で努力すべき主体は他にある。例えば最近スタートしたロースクールでは、コーポレート・ファイナンスもアカウンティングも税法も教えないといった信じ難い状況にあり、学校には相当頑張ってもらわなければならない。裁判所においても相当努力をされていて、迅速に結論を下す、ビジネスにとって使いやすいものにするために努力をされているが、不十分である面もある。既存の制度を利用することに加え、これらの努力を行うことによって問題を処理することは可能。事業再生は21世紀において政府が関与すべき領域ではない。歴史の一コマとしてこういうものがあったということで処理すべき問題。

【MKS コンサルティング/MKS パートナース 松木社長】

- ・民間でできないから政府が行うという議論には必ずしも賛成ではないが、機構に関していえば比較的うまくいっていると認識。民間の人がたくさんはいたからそれなりに機能したというのがその理由のひとつ。
- ・また、我々が投資を行う際には、法律や税務・会計の仕組み等については所与のものとして捉え、その範囲内でなができるかのみを考えているが、例えばマツヤデンキのケースをとってみても、商取引債権への偏頗弁済の問題等が浮き彫りになり、少額債権の範囲を巡る問題等、様々な分野に議論が波及している。機構が絡んだこと等によって、現場でおこっている様々な問題が政府や法務省等に伝わりつつある事実ひとつをとっても、機構の果たした役割は大きいものと評価。

【産業再生機構 富山専務】

- ・事業再生は、様々な経営資源を産業社会のなかでどれだけスムーズかつスピーディーに事業環境や市場環境にあわせて再配分・再配置をしていくための市場のシステム。この点で日本は非常に遅れをとっており、対応のスピードも鈍い。これを再構築するためには、政府も含め相当真剣な取組が必要。
- ・既存のシステムは人、物、金をひとつの会社のなかに固定化。会社が一旦過剰債務の状態になると、これらは固定化されたまま腐っていく。この仕組みをどのように是正するかが産業再生につながる課題。本日議論されたようなことは、このような状況に対する問題提起であり、これらの問題に対して日本のシステムは依然脆弱。
- ・機構には政府保証の資金を用いて投融資をするという側面と、私的再生と法的再生の間を繋ぐ、チャプター11コートに近い役割を果たす側面がある。前者については、市場の失敗を補完する手段としては、最小限の期間で最小限の金額で済ませべきであると考え。その意味で買取期間の延長は、一般論としては避けた方がよいと考える。
- ・一方、チャプター11コートの役割については、より普遍的な課題であり、政府保証資金をどう使うかという問題とはまったく無関係。これは市場の失敗をいかにスムーズにするかという問題であり、各経営資源をスムーズな再配置・再配分をどのように行っていくかという市場機能や田作さんが基調講演でいわれた shared belief としての制度の問題。これについては引き続き真剣に議論していくことが必要。

(3) 会場との質疑応答

【会場A氏】

- ・平成13年頃に日東興行の再建の際に社長を務めていたが、その際、私的整理GLが利用できなかったほか、メインバンクがなかったことから、債権者調整に非常に苦労をした。そのようななか、スポンサーの候補としていくつかの外資が手を上げ、そのなかからゴールドマン・サックスを選らんだが、日本のファンド等からは一切オファーがなかった。現在では機構の活動の効果等もあって大分状況は変わってきているのかもしれないが、このように日本のプレーヤーに積極性が欠けることについてどのようにお考えか。

【MKS コンサルティング/MKS パートナーズ 松木社長】

- ・経験知の問題。外資の人々は不良債権の問題にしても、日本のプレーヤーがでてくるはるか以前にその収益性に着目して参入した。日本のゴルフ場や不動産を買い漁ったのも外資。これはあきらかに経験知の差であり、他のマーケットでの経験知をもっているからリスクも感じないし、収益を上げられることが分かっているから入ってきている。自身も当初はシュローダー・ベンチャーズと称して外資と組まないと資金が集まらなかった。平成13年当時は日本にプレーヤーが十分に育っていなかったということ。

【会場B氏】

- ・機構がなくなった場合、日本のファンドは小型のものが多いことから、外資系ファンドが幅をきかせることになると予想されるが、これをどのように評価するか。

【日本経団連 阿部グループ長】

- ・外資で何が悪いのか。開かれた市場のなかで資本の国籍がどこかということはあまり問題とはならない。日本人で日本の資本であれば良くて、外資ではだめといった考え方は不適切。

【会場C氏】

- ・ターンアラウンド・マネージメントは一般に事業の再生と財務の再生に分けて考えられるが、アメリカではまず事業の再生を施して、その結果をベースに改善したキャッシュフローをみてから企業価値を算定し、必要な財務リストラを施すのが典型的なパターンであるが、日本においては財務リストラが先であったり、同時並行して行ったりといった具合に、順番が異なるとの印象を持っているが、その理由は何か。
- ・アメリカにおいては、out-of-court, in-courtに関わらず、倒産をひとつの選択肢として考えてターンアラウンド・マネージメントを行うが、日本においてこのような計画的な倒産をあまり活用しない理由は何か。

【MKS コンサルティング/MKS パートナース 松木社長】

・事業の案を作ってやるのは通常であるが、たまたま日本においてはプレーヤーの大半の方々がファイナンシャル・バックグラウンドの方が多いので、トップラインのところをどうするかというところにはあまり時間を使わずに所与とみなし、それから先を精緻にしているという例が多い。これにより財務リストラの方が先行するということがよく起ってくる。ただ、財務のリストラだけを行っても無意味なので、これから事業の方をしっかりと行うようになっていくものと考えられる。

(2 問目に対する回答はなし)

(以上)