

平成 16 年 9 月 7 日

事業再生市場と銀行の役割について

三井住友銀行
執行役員・戦略金融統括部長
安藤 圭一

1. はじめに

本稿においては、わが国における事業再生市場の特徴を銀行の視点から整理し、今後の事業再生市場の課題について、「銀行の役割」といった観点を中心に提言することとしたい。

2. 銀行の事業再生への取り組みの特徴

バブル経済期において、銀行は企業の事業性や成長能力といった事業素質に重点を置いた融資姿勢から、担保価値主体のいわゆる不動産融資へ傾斜した。金融自由化以前の規制金利下での体制が、リスクに見合ったリターンを取らなくとも、倒産等の損失を十分カバーできる利潤を銀行にもたらしており、このことが融資残高増加競争に拍車をかけ、銀行による不動産融資への傾斜が長期化する原因となったとも言われる。この不動産融資への傾斜の長期化が、銀行の審査能力、すなわち融資対象企業の事業性や経営者に関する評価能力の低下をもたらした。

その後バブル経済が崩壊したことに伴い日本経済がデフレスパイラルに陥り、バブル期に醸成された過剰供給構造が、個々の企業の経営努力で解消できる規模のものではなかった、バブル経済という景気の陰で構造不況業種に対する改革への圧力が弱まり改革が先送りされた、高度成長期のような「成長による治癒」が期待できなくなった、などの問題点が表面化し、大型企業倒産が相次ぐこととなった。また、前述の不動産融資への傾斜により銀行の企業経営に対するモニタリング能力が低下したことが、バブル経済の崩壊後の銀行における事業性・人物本位の審査体制への回帰を一層難しいものとした。その結果、銀行による事業再生の着手が遅れがちとなったことは否めない。

銀行は、不動産融資の不良債権化など、バブル経済の後始末に忙殺されて、長らく効果的な改善策を打ち出せずにいたが、1990年代中ごろより、自己査定制度を導入し、リスクに見合ったリターンを追求すべく信用リスク管理体制を構築する一方、その後政府により発表された「緊急経済対策(平成13年4月)」や「金融再生プログラム(平成14年10月)」等に従って、バブル期に生じ長期に亘り手付かずになっていた不良債権や大口問題先の処理を優先的に進めてきた。その結果、主要行においては、本年度中に破綻懸念先を中心とした不良債権問題を解決できる目処が漸く立ったというのが実情だろう。

銀行が不良債権処理を進める中で、いわゆる大口問題先の処理に関しては、銀行主導で策定された再建計画は財務リストラに偏っており、本業の強化策がおざなりにされた、銀行は自ら

の負担を回避するために、小出し先送りの支援を繰り返した、等の批判がある。しかしながら、バブル経済崩壊後における資産デフレが想定していた以上のスピードで進行し、かつ長期化したことから、債務者企業が再建計画に基づき本業の再構築・強化策を実行しても、デフレがさらに進行することで、当該計画実行の効果が相殺されてしまった、事業再生に関する制度が整備される1990年代後半までにおいて、私的整理や法的整理を利用する際には、以下の制約等が存在した、という背景もある。

- ・ 法的整理を利用した場合、法的整理手続きの申立＝倒産、すなわち企業の死というイメージが定着していたこと等から、商事債権者や一般消費者の支援を得られず、債務者企業が有する事業価値が大きく毀損してしまう懸念が強く、法的整理は最後の手段という認識が強かったこと。
- ・ 私的整理においても、国税庁による法人税法基本通達（9-4-2）における、債権放棄に伴う寄付金課税の範囲や合理的な再建計画の定義が必ずしも明確でなかった、同通達に基づく国税庁の認定取得に、長いものでは1年以上の時間を要した、等から、私的整理を利用した債権放棄等の金融支援には、常に税務当局による寄付金課税がなされるリスクが伴っていたこと。
- ・ 銀行サイドにおける、株主への背任性や債権者である預金者への詐害性の排除のために、支援対象企業の株主責任や経営者責任を、どの程度明確化する必要があるか定かではなかったことから、私的整理を利用した債権放棄等の金融支援には、常に株主・預金者から訴訟がなされるリスクが伴っていたこと。
- ・ 債務者企業に対する安易、過剰な債権放棄は、モラルハザードに繋がる惧れがあること。
- ・ 債権放棄に関する国税庁の無税償却認定基準が、「再建計画は5年以上の長期計画で、支援後3年程度は課税所得が計上されない様な程度の負担を負わせること」とされた時代もあり、債務者企業の相当な自助努力を前提としていたこと。

3．事業再生に関する制度整備の進展

1990年代後半より、政府を中心として次の事業再生に関する制度整備が進められた。これにより、上述の制約については解消しつつあるのが現状。

- ・ 全国銀行協会が事務局となって取り纏めた「私的整理ガイドライン」の公表や改正産業活力再生特別措置法に基づく「わが国産業の活力の再生に関する基本的な指針」の制定により、私的整理において支援対象企業の財務内容の改善目標が定められたことや株主責任や経営者責任の明確化の程度が示されたことで、銀行が私的整理を進める上での指針が明確化された。

- ・併せて、上述の手続きを利用した私的整理については、9-4-2を始めとする税制措置の適用が可能となり、再建計画適用要件判断において、企業の再生を重視する考え方が浸透してきたと実感される様になった。
- ・政府による一連の倒産法制の見直し（民事再生法の施行、会社更生法の全面改正等）が進展したことにより、法的再建手続き申立の心理的ハードルが下がったことや、「法的整理手続きの申立＝倒産ではない」という意識改革が産業界・マスコミを中心に進んでおり、銀行が裁判所による利害調整機能を活用できる状況になってきた。
- ・要管理先等の事業再生をターゲットとした産業再生機構が設立され、銀行が利用できる事業再生手法の幅が広がった。

なかでも、産業再生機構については、要管理先等の事業再生市場の開拓、銀行間調整機能、事業再生のモデルケースの提示、という重要な役割を果たしてきたことが挙げられる。

（１）要管理先等の事業再生市場の開拓

外資系を中心とするファンドが、ここ数年において銀行から買い取った債権の大半は、再生の見込みの少ない破綻懸念先以下の担保付債権であり、彼らは担保処分から得られる回収キャッシュフローの現在価値で債権買取価格を算出し、投資案件として妙味があるもののみを買い取っていたのが実情（本稿においては、これらのファンドを「事業再生ファンド」と区別して「不良債権ファンド」と呼ぶこととする。）。したがって、銀行が要管理先等の債権売却をこれらのファンドに打診しても、価格算定不能などの理由で謝絶されるか、担保価値に近い価格しか提示されず、当該債務者企業の事業再生の可能性が織込まれた合理的な価格で売却するのは困難であった。この原因として、要管理先等を中心として事業再生に取り組むファンドが少なかったことが挙げられる。産業再生機構がこの分野をターゲットに事業再生機能やメインバンク以外の債権者への債権買取機能を提供したことは画期的なことであった。

さらに、回収キャッシュフローの割引現在価値を投資基準とした不良債権ファンドとは異なり、産業再生機構はビジネス・デューディリジェンスを始めとした種々のデューディリジェンスを実施することで、将来の収益キャッシュフローをベースとした企業価値評価手法に基づく価格提示を行っており、同機構が提示した債権買取価格決定についての考え方は、今後この分野へ参入する事業再生ファンドの考え方の一つの指針となりうると考える。

（２）銀行間調整機能の提供

産業再生機構が果たしている２点目の役割として、同機構を利用することにより、私的整理が

イドラインと比較してより短い期間で完全なプロラタ負担による処理が可能となったことから、私的整理を通じた事業再生の取り組みが加速されたことが挙げられる。

産業再生機構の設立前においては、私的整理ガイドラインを利用することによって、ある程度メイン寄せを回避した債権者間の調整が可能であった。しかしながら、同ガイドラインにおいて債権者間の負担割合については、「衡平性の観点から個別に検討する」とされており、全取引金融機関に対して相応の金融支援を求めることは依然として難しいのが実情。したがって実務上は、ガイドラインの対象となる債務者の取引銀行が、例えば全部で30行あった場合には、上位10行に金融支援を求めるなど、どこかで線引きをする。その結果、その他20行が金融支援を負担しなかった分を当該10行で負担しなければならないことになり、これらの負担を巡って調整が難航するケースが少なくなかった。また、当該10行の中でも、メイン、準メインは他の主要行よりも重い負担とすることが多かった。

産業再生機構が私的整理の取り組みを加速させたことは、私的整理ガイドラインの利用件数が導入後2年6ヶ月で14件（平成16年3月末日現在、注）に対して、産業再生機構の利用件数が設立後1年3ヶ月で21件（平成16年7月末日現在）と、私的整理ガイドラインの半分の年月で1.5倍の実績をあげていることから明らかである。

（注）帝国データバンク調査結果による。

（3）事業再生のモデルケースの提示

もう一つの産業再生機構の重要な機能として、産業再生機構は事業再生市場のパイオニアとして、事業再生のモデルケースを示してきた点を挙げることができる。

機構による支援決定のなかには、マツヤデンキのケースのように、法的整理と私的整理の隙間を埋めるようなプリパッケージ型の事業再生手法が打ち出された、うすい百貨店やホテル四季彩のケースのように、地域経済の活性化に寄与する案件が採り上げられた、九州産業交通、津松菱、三井鉱山のケースのように、公的機関から債権放棄を取り付けた、三井鉱山やカネボウ等のケースのように、資産査定・担保回収における損失や利益を事後的に調整する手法の導入が行われた、など、既存の慣行を打破した等の点で評価できるものが少なくない。

特に、非メインを中心とする「プロラタ原則（無担保プロラタ）」による金融支援やエクイティを中心とするフレッシュマネーの供給、マネジメント層への人材供給、金融機関相互あるいは政府系機関等との利害調整等には期待以上の成果を上げている。前述のように、外部のデューデリジェンス機関を活用しつつ、将来キャッシュフローを重視した事業計画の策定や企業価値評価に代表される洗練された再生ファンドの手法を正面から取り入れることで、銀行を始めとする金融機関の事業再生のあり方にも大きな影響を与えている。

更に、産業再生機構は支援決定を行う前の検討を、外部の専門家へアウトソーシングすることで、産業再生機構とターンアラウンドマネジャーのネットワークを構築するとともに、OJTの場を提供することでこれらの専門家の質を引き上げたことは、「機構後」の事業再生の場において、銀行と当該専門家が協働する過程で生きてくるだろう。

4．事業再生プレーヤーの増加と課題

近時、わが国の事業再生市場においては、事業再生ファンドやターンアラウンド会社の参入が増加しており、今後は、これらの主体がメインバンクの事業再生機能を補完・代替していくことが望まれる。

事業再生ファンドの形態としては、銀行の事業再生業務の延長上にある債権買取型ファンドや、エクイティを取得して経営権を握り、事業を再生させて利潤を追求するプライベートエクイティファンドがある。また、ターンアラウンド会社の主な業務としては、ファンドとタイアップして事業再生業務を受託、ファンドや企業の依頼に基づき人材派遣・紹介を実施、の2点。なお、本場の米国においては、銀行の紹介により事業再生を受託する会社や、自らエクイティの提供を行う会社も少数ながら存在する。

今後これらの主体が、わが国の事業再生市場において主要な役割を担っていく上での課題を整理すれば、次の通り。

(1) 事業再生ファンドの課題

事業再生ファンドが事業再生市場で主体的な役割を担うための最大の課題は、「資金調達」と「投資案件の確保」である。いずれの点も、事業再生ファンドの運営主体が単独で実施することは困難を伴うのが実情。したがって、事業再生ファンドが事業再生市場においてそのプレゼンスを高めるためにも、これらの障害となる点を取り除かなくてはならない。

まず、資金調達については、例えばリート（REIT）に倣って事業再生ファンドの上場化を可能とする制度整備を進めるなど、年金資金や個人投資家の資金などが事業再生ファンドへ流れるような仕組みを構築すべきであろう。その際には、事業再生ファンドの運営者が、許容リスクレベルと目標リターンの組み合わせとその適正性を投資家へ説明する等、アカウンタビリティ（説明責任）を果たすことで、両者が相互理解を深めていけるような環境整備が必要になる。

次に、投資案件の確保については、圧倒的な顧客基盤を有する銀行や証券会社等と協働することが不可欠である。事業再生ファンドが、銀行から継続的に案件情報を受けるためには、銀行が提供した案件情報について機密保持が徹底されることが肝要である。このことは、産業再生機構が検討している企業名が幾度となく新聞紙上等で明らかになったことが、銀行にとって同機構への案件持込を躊躇する一つの要因となったこともからも明らかである。

銀行にとっても、事業再生ファンドから債務者企業に関する提案を受けられる体制を構築することが、債務者企業に相応しい再建策を策定する上でも有用である。すなわち、エクイティホルダーとデットホルダーの健全な緊張関係の下での中再生計画を合意し実施することが、客観性・透明性を確保することに繋がり、その分ターンアラウンドの可能性も増加すると考える。

(2) ターンアラウンドマネジャーの発掘・育成

銀行が債務者企業の事業再生を進める上で直面する課題として、銀行が金融支援を実施し人材を派遣して「財務リストラ」に注力していても、経営者やその補佐となる人材、営業面や工場など現場のオペレーションを改革できる人材が企業内におらず、本業の強化が難航することが挙げられる。運良く、債務者企業の取引先にメインバンクと繋がり深い大手企業があり、メインバンクが人材派遣を依頼することができる場合もあるが、こういったケースは限られているのが実情。

従って、事業リストラを推進する企業が属する業界に精通し、強力なマネジメント能力を有する人材を発掘することが、効果的な事業リストラの実施には不可欠である。このためには、経営層・管理層（以下「経営層等」という。）についての雇用の流動化がさらに進展することが望まれる。具体的には、生え抜きの取締役がそのまま退任までその企業の経営のみについて関与するのではなく、他の企業の実業取締役・社外取締役となる等の慣行がわが国においても定着することが必要だろう。

わが国における大企業の雇用慣行の特色として、経営層等の企業間流動性が低く、その企業固有の組織文化の中での経営意思決定システムには適応できても、一旦他の企業へ移ったら十分な能力を発揮できない、という経営層等を生産してきたことを挙げることができる。また、年功序列人事の中で勝ち残った経営層等は一般に中高年層であるから、過去の成功体験にとらわれ発想やノウハウが陳腐化している等、他の組織への適用力が落ちている場合がある。こうした状況のなかで現状打破・事業革新・組織改革を主導するターンアラウンドマネジャーとなりうる人材は限られているのが実情。

とはいえ、人間は置かれた環境、提示された処遇・インセンティブ、周囲のサポート、目標設定、権限付与などのモチベーション策により見違えるように成長していくことも期待できる。したがって、少なくとも経営・財務など、経営者に不可欠な知識習得の機会を拡充し、銀行を始めとする大企業の雇用の流動化を是認、促進していく状況を創出することにより、実力・知識・見識の伴ったターンアラウンドマネジャーが数多く育つようになると考える。バブル後の不況期を経て価値観の多様化がスピードを上げて進展している今がその時期でなかろうか。

5. 今後の事業再生市場における銀行の役割と課題等

わが国において、債権売買市場を始めとする事業再生市場が未発達な理由として、案件の出し手（債権の売り手）である銀行の体制が整っていない一方で、事業再生ファンドを始めとする案件の受け手（債権の買い手）の数が依然として少ないことが考えられる。

これらの市場が発達するためにも、銀行が積極的な案件の出し手となり、事業再生ファンドやターンアラウンドマネジャー等の新たな事業再生主体を積極的に活用していく必要がある。他方、事業再生ファンドやターンアラウンドマネジャー等の支援が得られない債務者企業については、引き続きメインバンクが当該企業と協働して再建計画を策定することが求められよう。このような状況に対応するためには、銀行サイドにおいて、次の措置の手当や取り組みの強化が必要と考

える。

(1) 融資慣行の見直しによる早期事業再生の着手

企業が傷の浅いうちに再建計画を策定し、債権者に対して説明し了解を取り付け、全力で自力再生に取り組むのが本来の事業再生の在るべき姿であるが、経営者が自らを過信する結果、業績が大幅に悪化しても未だ債権者を始めとする第三者の言葉に耳を貸そうとしない経営者が存在する。

銀行が債務者企業に金融支援を行う場合には、コンプライアンス上、当該企業の経営者責任や株主責任の明確化が必要なものの、中堅・中小企業のように、株主＝経営者の場合は、経営者が金融支援は不要と拒み、責任を明確化するのが難しいケースが少なくない。その結果、銀行が経営者を説得するのに時間がかかり、その間に企業価値の劣化が進行し、手遅れになるケースが実際存在する。債務者企業がどのような状況に陥った場合に、再建計画や返済計画の提出を求め、債務者企業に口を出すのか、融資契約上明確でなかったことも原因であろう。

債務者・株主・経営者が、一定の財務指標等の基準をクリアできなくなった場合に、どのような経営改善アクションを実行すべきかを認識できるように、銀行は、財務制限条項の追加による貸出条件の明確化、シンジケートローンの活用による市場型間接金融への移行、企業の格付けを踏まえた金利の設定、等による融資慣行の見直しを引き続き推進していく必要がある。

(2) リスクに見合ったリターンの確保

銀行が事業再生市場への案件の出し手として機能するためには、債務者区分に見合った適切な引当が積み立てられている、当該債権のリスクに見合った金利設定がなされている、等が肝要である。具体的には、債務者企業の格付けに代表されるリスクに見合った適切な貸出金利を、常に徴求できる体制にしておく必要がある。

この貸出金利の適正化を推進する上で問題となるのは、「既に業績が悪化した企業に対する金利の引上げは更なる業績の悪化に繋がり、当該企業の合意を得られない」ということであり、銀行における貸出利鞘の改善が進展していない主な原因となっている。このような状況に陥るのを未然に防ぐためには、金利見直しに関する財務制限条項の設定により、どのような場合に金利が見直されるのか明確にするとともに、日々のモニタリングを徹底する等、企業の業績悪化の兆候をより早期に発見できる体制を整えることで、債務者格付けに基づく金利徴求をより厳格に運用する必要がある。

(3) 貸倒引当金に対するインセンティブ付与

米国においては、法人税の欠損金の繰戻還付適用期間が2年、繰越期間が20年認められてい

る、無税償却可能な範囲がわが国と比較して広い、ことから、銀行において多額の不良債権が発生するような事態に陥った場合には、当該不良債権を売却する等、早期処理を進めることについて税制が阻害要因とならないばかりか、場合によっては法人税の還付金も期待できる。他方、わが国においては、前1年の繰戻還付が認められているものの、財政上の事情により、当該措置は凍結されている、欠損金の繰越期間が7年である、無税償却の要件が必ずしも明確でない、など見劣りするものが実情。

早期事業再生に今まで以上に積極的に取り組むことで、銀行サイドには従来以上に早い段階で損失処理が発生すると考えられる。この損失に備えるためにも、貸倒引当金を積極的に積み増すインセンティブ策として、貸倒れに関する無税償却・引当の範囲拡大、法人税の繰戻還付の凍結解除と期間の延長、欠損金の繰越控除の期間延長、等の手当てが望まれる。

(4) 外部専門家の活用

銀行によるモニタリングの結果、債務者企業が実質的な債務超過に陥ったことが明らかになった場合、企業とメインバンクが中心となって再建計画を策定することが多い。このような事情から、再建計画の中身が財務リストラに偏ってしまう傾向があることは否めない。

再建計画の策定過程において、財務リストラに偏らず、抜本的な事業リストラ策を盛り込むためには、弁護士、会計士やターンアラウンドマネジャー等の外部専門家を積極的に登用する体制に改める等、銀行内部における企業調査体制をさらに充実する一方、必要に応じて、事業再生ファンドやターンアラウンドマネジャー等の外部専門家に事業評価等のプロセスをアウトソーシングできる体制にしておく必要がある。

(5) 私的整理における銀行間調整の迅速化

私的整理において銀行間調整が難航し長期化することにより、仕入先などの取引先企業の不信を招き取引停止を通告される可能性が高くなり、企業価値が毀損するリスクが高まる、再建計画の着手のタイミングが遅れることで、当初提出した再建計画の修正が必要になる、等の弊害が生じる。

この弊害を取り除くためには、各銀行が自行の短期的な利益を最大化することに過度に固執することのないように留意し、債務者企業の再生の観点から建設的な議論を尽くすことが肝要であるが、制度的な手当についても検討する必要がある。また、産業再生機構の支援決定案件でも問題となったが、公的機関による私的整理への協力については、何らかの制度的な担保が必要と考える。

(6) 人材の供給

再建途上にある企業に対して、銀行は従来から、在籍出向などの形で人材供給に協力してきたが、事業マネジメントのできる人材の供給についても、取引先企業や外部の人材会社と協働する等の方法により、検討していく必要がある。

このためには、事業再生に関わる様々な分野の企業、公的機関、専門家集団、事業再生ファンドが情報や意見を交換できる場が必要であり、このような機能の提供を事業再生実務家協会に引き続き期待したい。

(7) 不動産ファンドの活用

不動産ファンドにはリート(REIT)という上場の道が開かれており、わが国においてもリスクマネーを集められる一つ的手段として定着している。

バブル経済崩壊後のデフレ下においては、銀行においては不動産融資の焦げ付きの発生が、企業においては不動産価値の大幅下落が、いわゆる時価会計の導入に伴い、それぞれの経営の足を引っ張り、銀行や企業は資産処分に追われていたのが実情。銀行は企業に不動産会社を紹介する等の方法で企業の資産処分のサポートを実施したが、なかには資産処分が進まない案件もあった。銀行における不動産融資の処理や企業の不稼動資産処理に際しては、不動産会社の紹介のみならず、リートを始めとする不動産ファンドの活用を進めていく必要がある。

(8) M&A機能等の拡充

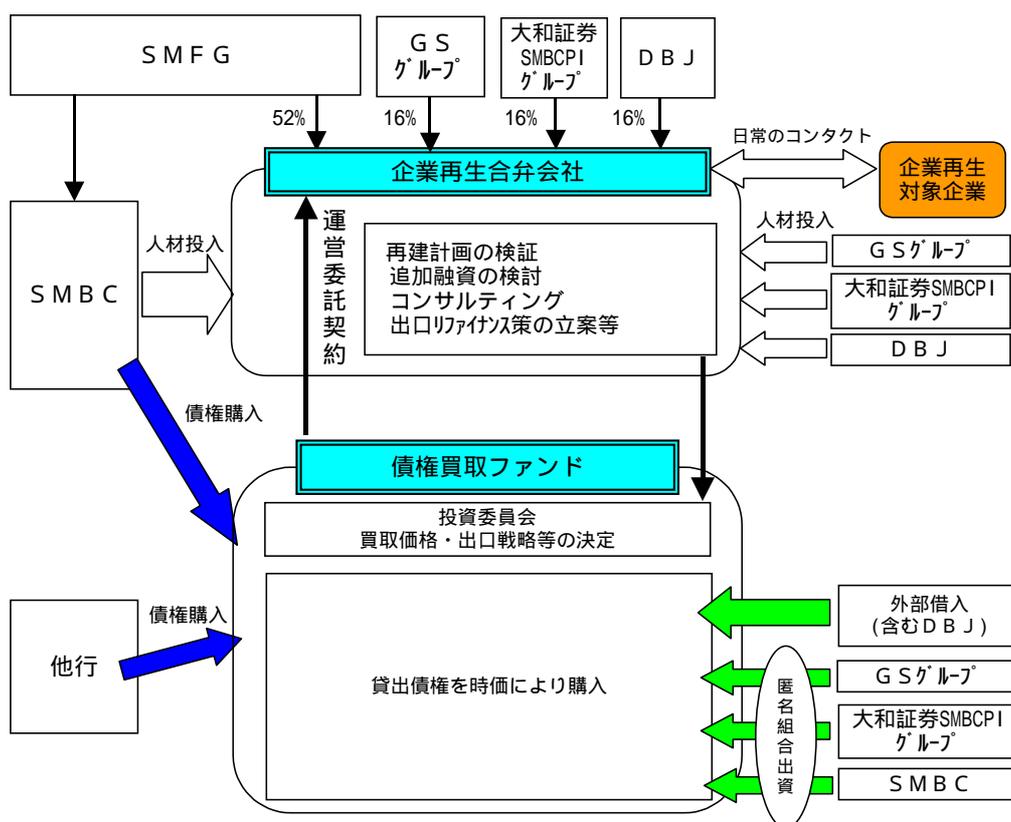
産業再生機構を始めとする事業再生ファンドのイグジット(出口)としては、IPO、M&A、シンジケートローンの組成、等が考えられる。銀行が有する顧客基盤等を活用し、事業再生ファンドのイグジットを提供することは、新規顧客獲得・既存顧客との取引深耕につながり、新たなビジネスチャンスとなる。したがって、今後この分野へ進出していくことが銀行の課題となろう。特に、M&A業務については、事業再生ファンドの投資対象となりにくい中小企業のスポンサー探しにも必要な機能であり、同業務の更なる強化が必要と考える。

6. おわりに ~事業再生市場におけるリスクマネーの還流の促進~

わが国の事業再生市場が発展する上で、銀行が事業再生案件の代表的な出し手となることが重要であることは前述の通りである。

さらに三井住友銀行は、大和証券SMB Cプリンシパル・インベストメンツ、ゴールドマン・サックス証券及び日本政策投資銀行と協働して、日本エンデバーファンドとそのターンアラウンド会社となるSMFG企業再生債権回収株式会社を立ち上げることで、案件の受け手としての役割にも参入している。

(図表1) 日本エンデバーファンド・SMFG企業再生債権回収による事業再生スキーム



(資料) 三井住友フィナンシャルグループ報道発表資料

これは、一義的には、銀行が案件の出し手に止まらず、案件の受け手として事業再生におけるビジネスチャンス積極的に捕捉していくべきとの考え方に依拠しているが、他方では、メインバンクが融資先企業を最後まで支援することで、当該融資先の事業リスクを抱え込んでいたために、事業再生のプロセスにおいてリスクマネーの供給を自ら遮断しており、今後は、銀行が案件の受け手としても積極的に役割を果たしていくべきである、との考えに基づいている。

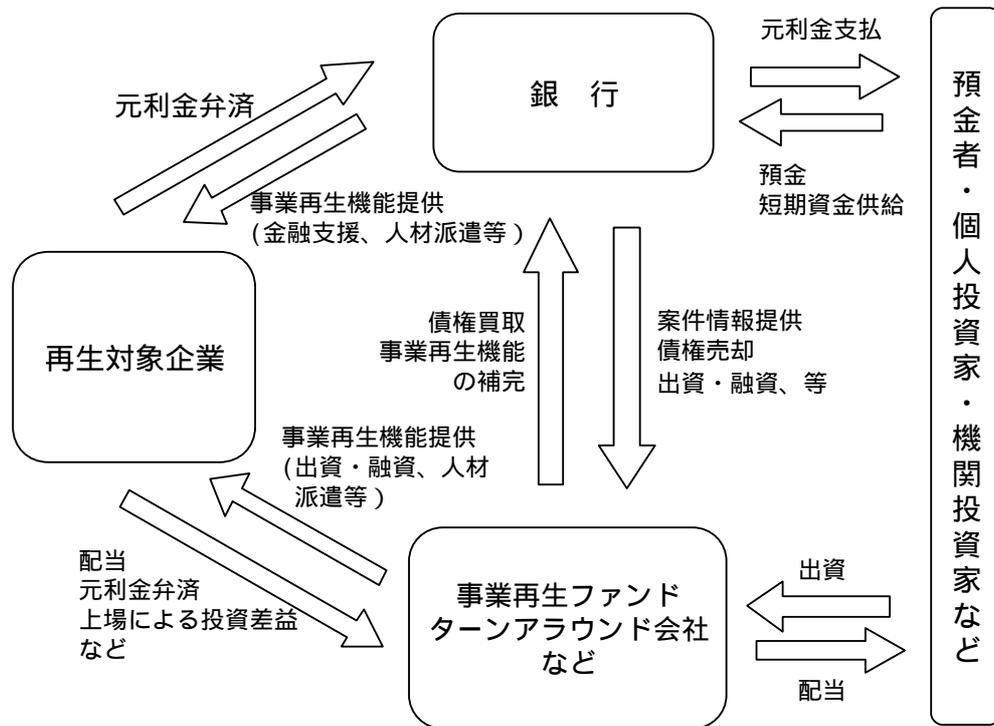
銀行が事業再生案件の出し手に加えて、受け手の役割を果たすことの意義は、次の通り。

- ・ わが国において、事業再生ファンドを始めとする事業再生プレーヤーが不足している状況において、銀行が自らファンドの運営者として関与していくことは、事業再生を企図する企業にとっても、事業再生手法の活用が広がること。
- ・ 特に、メインバンクとの関係を重視する企業については、メインバンクとの関係が切れることに不安を感じ、独立系事業再生ファンドからの支援に消極的となる場合があり、その場合における代替案となり得ること。

今後わが国において、銀行が事業再生案件の出し手として積極的に機能する、事業再生ファンドやターンアラウンド会社等を始めとする事業再生のプレーヤーが増加する、年金資金や個人投資家の資金を始めとするリスクマネーが事業再生市場に還流される、等を通じて、事業

再生市場が発達・活性化し、同市場におけるプレーヤーの事業再生機能の向上が促進されることで、企業の事業再生の可能性が高まり、その結果、事業再生の果実が年金資産の増加や個人資産の増加といったリスクマネーの出し手に還元され、更なるリスクマネーの供給のインセンティブとなる、という好循環が形成されることを期待したい。

(図表2) リスクマネーの還流と事業再生市場の発達



以上