

事業再生に取り組むにあたって

07/09/2004

日本政策投資銀行

事業再生部 横山洋一郎

1. はじめに

2001 年 4 月の政府の緊急経済対策において、金融再生と産業再生がわが国経済の最重要課題とされたことを受けて、日本政策投資銀行（以下 DBJ という）は事業再生に取り組むこととなった。以来、DIP ファイナンス及び事業再生ファンドへの出資等を通じて事業再生市場の発展を金融面から支援してきている。

再建型倒産手続として民事再生法が 2000 年に施行され、2001 年には私的整理ガイドラインと呼ばれる裁判所外で再建を図る為の手続指針が策定された。さらに 2003 年度には会社更生法も全面的な改訂を迎えた。そこには、裁判所の関与する範囲を適正化し、迅速且つ利用しやすい手続処理によって、出来るだけ再生を促進するべきという米国連邦倒産法の理念を取り入れようとする流れがある。

しかし従来からの我が国の大陸法系的法文化との歪みを内包している中で、手続きとしての倒産法を企業再建に活かしてゆくには、発展してきた金融技術・契約技術を取り入れた実務的な解決と共に、法の運用において関係者の意識をより再生指向に変革してゆくことが必要である。こうしたビジネスでの実際と法制度・運用の調和は、時間をかけての啓蒙と具体案件による実績の積み重ねによってはじめて可能となるのではないだろうか。DIP ファイナンス及び再生ファンド市場の先行的な開拓において DBJ が果たしてきた役割は、こうした側面から捉えることが出来る。

2. 事業再生に必要な資金調達（デット）

DIP ファイナンスの本来の趣旨は、再建型法的手続の円滑な遂行を支援するものであるが、さらに進んで、法的手続の早期終結を図るための Exit ファイナンスは、更生会社、再生会社のレッテルを取り去ってやることで、取引信用の回復・市場への完全復帰の迅速化を図る点において、実例によって予想以上の効果が確認されその重要性は高い。

また、新会社更生法において更生計画によらない営業譲渡についての規律が明確化されたように、更生・再生計画作成以前の早期の段階での営業譲渡のニーズは高まってきている。これに対応するべくレバレッジ・バイアウト・ファイナンス（LBO）の事業再生案件へ適用が拡大してきている。プレパッケージ型と呼ばれるスピーディな再生手続として、事業の毀損を最小限に食い止める早期営業譲渡スキームは、今後再生手法の新たな流れとして多用されるものと思われる。

そもそも再建途上にある企業の資金調達が困難な原因は、伝統的な意味でのコーポレートファイナンス（企業金融）が機能しない点にある。貸出先である事業主体の信用力についての銀行におけるリスク管理は、近年急速に高度化し、各銀行内での信用格付けシステムにより貸付時の財務データ等に基づく企業信用リスクの判定及び貸付後のモニタリングによって定期的な見直しを行うようになった。これはスコアリング・システムと呼ばれ、業種横断的な主要財務指標を複数選択しその評点合計によって格付けを行うものである。貸付後、当初貸付時の格付毎に企業の信用ランクがどのように推移してゆくか即ち経年リスクを、格付推移行列によってデフォルトデータとして蓄積し、新たな貸付に反映させて、ローンポートフォリオ全体のリスクを管理してゆくシステムである。

こうしたコーポレートファイナンスのリスク管理システムの中に当てはめると、法(私)的整理から再建を目指す企業への与信は、再建計画が認可（合意）されたとしても、実績として財務指標が一定の水準を達成しなければ、企業としての信用による与信を受けることは困難である。そこで、企業信用に基づかないファイナンスを受ける方策を模索する必要がある。

それは、ノン/リミティッドリコースローンと呼ばれる企業内の特定の事業もしくは資産が生み出すキャッシュフローに依拠した資金調達手法であり、ストラクチャードファイナンスと呼ばれるものである。ストラクチャードファイナンスが進展するにつれ、デューディリジェンスの評価方法や法律的制度の枠組み、契約技術等のインフラも整備されてきた。これにより、例えば CMBS と呼ばれる商業不動産の事業価値に着目して証券化する仕組みを、法的手続に入っている会社に適用することにより、新規のファイナンスを獲得することも可能になる。また、受取手形・売掛金、さらには在庫といった不動産以外の資産もいずれもキャッシュへの変換可能性の観点からとらえることで、利用することができる。そうすると、すべての資産が担保として対象となりうるはずであり、担保の考え方を根本から変えてゆくことになる。従来の担保は、価値が下がらないと信じられていた土地や、売買市場が整備された有価証券といった資産に限定されていた。しかし、例えば汎用性がない在庫であっても特定の顧客にとって代替購入先がない場合、現金化の可能性は想像以上に高いこともあり、又リクイデーター (Liquidator) と呼ばれる換金処分を専門に行う事業者とのリスクシェアによって、より高いキャッシュフローの確保も可能になるのである。

3. リスクマネー供給の役割

不良債権処理は、間接金融による資金供給の削減（De-leverage）を意味する。マクロ的な資金循環の観点からみれば、金融機関の貸出残高の名目 GDP に対するウェイトを減少させる必要がある。

過去に遡って対名目 GDP 比の民間銀行貸出残高の推移を見ると、1980 年で約 65% であったのが、バブル期に急上昇して 10 年後の 1990 年には一気に 110% 台まで上

昇した。その後の「失われた 90 年代」の間、不良債権の処理を続け、その処理損失の累計額は 20% 近くに上っている。しかし、依然 80% 台後半であり、住宅ローンの積み上がり分を差引いても、大雑把に言えばまだ名目 GDP 比約 1 割の過剰な貸出が銀行のローンポートフォリオに残っていることになる。

そもそもこうした金融機関へ預貯金として流れる家計部門の資金余剰の一部を、株式投資等へシフトさせて、リスクマネーの供給を促がすことが構造的に必要である。英・米・オランダ等の国では、銀行ではなく機関投資家の傘下に資金が流れ、多様な資産に投資運用が展開され、リスクマネーの供給が構造的に整っている。

一方、未だプライベートエクイティ投資そのものが根付いていないわが国において、その市場育成は重要な課題である。この為、わが国のプライベートエクイティ市場へのリスクマネー供給を促進するのが DBJ の企業再建ファンド投資の目的である。プライベートエクイティ投資は、投資後数年間マイナスで推移し、5 年～7 年後に投資の果実が一挙に得られる投資パフォーマンスの特性（これは J カーブと呼ばれる）を持つ。それ故、機関投資家は、投資翌年から早々にリターンを期待することなく、長期的な視点から分散投資の一環として、プライベートエクイティ投資を考えることが重要であろう。

4. コーポレートガバナンスの視点

かつて銀行は、貸出審査に伴う情報収集や資金使途の監視を通じて経営監視機能を持つとされていた。しかし、バブル期に不動産担保に依拠した融資額の拡大を通じて貸出の規律を失い、貸出先企業に対するコーポレートガバナンス（企業統治）を著しく低下させた。又、不適格企業からの資金の回収と新たなビジネスへの新規融資を通じて行なってきた経済における資金の適正配分についても、不良債権処理過程で自らの体力を著しく消耗した為、機能不全をおこしている。

コーポレートガバナンスは、その企業の事業リスクを最終的に負担する株主の立場から行われることが、経営陣・従業員・取引先等その企業の利害関係者（ステークホルダー）の利益を最大化するために最も合理的である。それゆえ、銀行に代わって企業再建ファンドを含む株式資本投資家がコーポレートガバナンスの主体となって、過剰債務を抱えた企業の再生に取り組むことが重要であり、そうした流れを加速させる必要がある。

5. 事業再生への多角的なファイナンスアプローチ

会社法の改正によりさまざまな種類株式の発行が可能になり、資金回収について優先性の高いデットから、経営への関与によって積極的に企業価値をあげると同時にリスクを取りに行くエクイティ資金供給まで、資金調達の多様性が高まりつつある。これは最近のファイナンス理論である「証券の設計（security design）」にも依拠するものである。即ち、社債投資家・金融機関が供給するデットと株式投資家が投資する

エクイティを「キャッシュフローに対する権利」の配分と「コントロールに関する権利」の配分という 2 つの要素に着目し、投資家から資金を調達するためにいかなる内容の契約が最適かという角度から捉える議論である。

事業再生への「コントロールに関する権利」の度合いは再生後のアップサイドというより高いリターンに結実する可能性を秘めると同時に権利に対する責任の点からダウンサイドに陥った場合の投資価値の毀損を甘受することを意味する。一方、従来のプロジェクトファイナンスにおけるデットの供給は、キャッシュフローの優先性の確保を目指すために「キャッシュフローに対する権利」のみを判断基準としてきた。

従って例えばメザンファイナンスと呼ばれるキャッシュフローの優先性の低いファイナンス手法など多様化したリスク・リターンのバランスコントロールは、単なる資金回収リスクに対応したリターンを得る従来のデットのリスク管理に比し、より高度なものが求められる。事業再生過程で必要なさまざまなファイナンスの仕組みの構築とその中で必要なパーツを担ってゆく高度な金融・法務等の技術を駆使したプレーヤーの裾野の拡大が重要である。

6. リスクを見る目、リスクへの対処

米投資銀行ゴールドマンサックスのヘッドから転じて、クリントン政権下の 95-99 年に財務長官を務めたルービンシュタイン氏は、自らのキャリアを振り返って、「リスクを取ることは決してギャンブルではない。それは、確率に基づく意思決定 (probabilistic decision making) だ。どんなに魅力的なリターンであっても自ら破綻をまねくような賭けはしない。」と述べている。

当然のことながら、この教科書的なテーゼを不完全な情報しかない現実のマーケットで実践する場合、そこには数字に表せない定性的な要因に基づく判断が入り込む。ルービンシュタイン氏の場合、天性の直感とさらには運も味方したかもしれない。

振りかえって我が国の事業再生においてこうしたリスクを取ってゆく意思決定も、その決定の難しさをよく認識した上で、合理的かつ果断な決断力を養ってゆく必要がある。投資に対する定性的な判断すなわち直感あるいは感性のようなものは、天性の素質の面もあろう。投資判断業務は誰もが適性を持ち得ている訳ではないと考えるなら、長期的にこうした人材を市場で育成してゆくことが必要である。

更に重要なのはリスクを取ってしまった後の対処である。投資判断の意思決定時点では予測し得なかったファクターの影響で、損失が発生し拡大してゆく過程でどう対処すべきであろうか。一個人投資家として考えるならば、一定のラインでロスカットをして損失の拡大を抑える行動、「損切り」をすることも合理的行動である。これを組織としての意思決定として行う場合にもそのまま応用しなければならない。そこに、組織として損失を先送りしようとするさまざまな圧力が潜む。この点は、各人が自らの私財を投資したときと同じ判断を貫けるような工夫を施すことで、モラルハザードに陥る恐れを回避しなくてはならない。

7. 不良債権問題への対応

Financial Times 誌東京駐在の記者 Gillian Tett が執筆した“ Saving the Sun ” が昨年 9 月に出版された。日本長期信用銀行の崩壊と、これを外資ファンド、リップルウッドが買収し、新たなビジネスモデルに挑戦し新生銀行として再生する経緯を描いたドキュメントである。海外からの目でみた不良債権問題、外資ファンドによる買収、金融機関そのものの再生プロセス、そして日本がグローバルなファイナンスの世界においてどういう位置にあるかといった点において、さまざまな示唆に富むものである。

日本長期信用銀行は、伝統的なコーポレートファイナンスの顧客であった優良取引先が間接金融から離れる中で、ルーズな審査で不動産融資に傾斜してゆく。雪だるまのように増大していった不良債権の処理において、思い切った対策を取らずに追い貸しを続けて問題を先送りするうちに自壊するプロセスは、長銀特有のものではなく、他の邦銀にも共通して内在する怖れのある組織的、企業文化的な側面を含んでいる。

マクロ経済の回復という外部要因の好転を期待して、その場しのぎと数字合わせに終始し、痛みを伴う決断を避け続けて来た姿を、対岸の火事として見るべきではない。不良債権問題に対して、もはや先送りのな解決策は取り得ないことを改めて肝に銘じるべきである。

以上

(※本稿における意見は筆者個人のものであり、日本政策投資銀行の見解ではない。)