

産業再生機構と企業再生の課題

<要 旨>

日本経済が活力を取り戻すための必要条件として不良債権問題の早期解決が主張され、金融庁、銀行も問題解決のための努力を行ってきた。しかし、銀行から切り離したとしても、不良債権の保有主体が変わっただけであれば不良債権問題が解決したとは必ずしもいえない。銀行のバランスシートから切り離された後、存続可能な企業をいかに再生させていくかが、日本経済を活性化させるために重要なポイントとなる。こうした中、金融・産業一体となった再生を行う目的で産業再生機構が設立された。

産業再生機構の特徴は、非メイン銀行の債権を全額買取る、存続期間が設けられている、キャッシュ・フローをどれだけ稼ぎ出すことができるかによって企業価値を判断する、迅速な決定を行う組織体制となっている、民間のノウハウを積極的に活用しようとしている、といった点である。いずれも、迅速、公正かつ効果的に企業の再生を行うための工夫がなされている。

さらに、産業再生機構を利用すれば、メイン寄せの動きによって企業再建が遅れる・頓挫するといった問題点を回避することができる、再生機構が中立の立場の調整役となることで再建計画への移行が円滑化することが期待される、銀行の不良債権のオフバランス化が進む、債権者の権利関係が整理されるため、不稼動資産の売却や他社への一部事業の譲渡が容易となり再建計画が進めやすくなる、わが国で企業再建のノウハウが蓄積される、などのメリットを得ることができる。

その一方で、案件の持ち込みがあるか、わが国産業全体への影響はそれほど期待できない、適切な価格で買取りが行なわれるか、非メイン銀行からの買取りが進むか、

企業再建のための人材が不足している、といった今後解決していかなければならない問題点や、現時点では不透明な部分があるのは確かである。

中でも問題なのが、債権買取りがどの程度進むかという点であろう。産業再生機構設立にあたっては不良債権処理を加速させるという側面が強く働いたと思われる、銀行が債権を売却するインセンティブはそれほど強くないと考えられる、といった点から判断すれば、債権買取りが期待ほど増えない懸念がある。しかし、そもそも産業再生機構は、企業再生の枠組みを整備することによって再生事業を活性化させることを目的として設立されたものである。企業再生のモデルとなるような案件がいくつか出て、そうした動きが他の再生ビジネスを刺激することになれば、十分目的を果たすことになるのではないかと。再生機構の設立によって不良債権処理が一気に進み、経済成長率が高まるといったことは、もともと期待すべきものではないであろう。



【照会先】調査部(東京) 小林真一郎

E-Mail : skoba@ufji.co.jp

はじめに

日本経済が活力を取り戻すための必要条件として、不良債権問題の早期解決が主張されてきた。金融庁による特別検査が2度にわたって実施され、着実な不良債権処理が図られる中、銀行も不良債権処理を進めバランスシートからの切り離しを行っている。増加を続けていた不良債権残高はようやく減少に転じており、引当率も向上するなど、一定の進展が見られる。また、りそなへの公的資金注入決定後も金融市場に大きな波乱がなかったことから、不良債権問題が金融危機に発展するとの懸念も薄らぎつつあり、銀行の株価は上昇に転じている。

もっとも、銀行の不良債権処理の中には、債権の保有者が銀行から整理回収機構や内外の投資家など他の機関に移っただけのものもある。銀行から切り離しただけでは、不良債権問題が解決したとは必ずしもいえない。銀行が債権放棄を行い、また債権をバランスシートから切り離す際に損失を出せば、それだけ債務者の負担が小さくなるかもしれない。しかし、債務者の過剰設備や過剰雇用の問題が放置されたままであれば、財務体質の改善は一時的なものにとどまる可能性がある。銀行のバランスシートから切り離された不良債権については、債務を負っている企業が存続可能かどうかという見極めがまず必要であり、存続可能な企業をいかに再生させていくかが、日本経済を活性化させるために重要なポイントとなる。

そこで本稿では、企業再生の現状と課題、さらに今後の展望について、産業再生機構を中心として整理、分析を行った。

1．産業再生機構設立の目的と基本的な機能

(1) 産業再生機構設立の目的・概要

再生機構の設立目的は、過大な債務を負っている企業のうち、再生が可能な企業について事業再生を図る、不良債権処理を促進させることにより、円滑な金融仲介機能を回復させる、政府の関与を通じて、金融・産業一体となった再生を行う、の3つである。従来は銀行の不良債権をいかに減らしていくかが政策の大きな課題となっていたが、今後は銀行の不良債権問題だけでなく、銀行のバランスシートから切り離された債権をいかに再生させていくかに政策の軸足が移ろうとしている。これまでのような銀行の債権放棄を中心とした企業再建では（法的整理による企業再建も、広い意味ではこの範疇に含まれよう）企業の財務体質の改善が一時的に進んだとしても、業績の悪化によって再び財務体質が悪化するというリスクが残る。企業が十分な収益をあげられるよう、事業の大幅な再編や見直しが必要である。

再生機構の設立は、2002年10月に初めて構想が発表された後、2003年5月には業務が開始されるという異例の速さで進められた（図表1）。これは、機構の立ち上げが遅れれば

遅れるほど企業価値が劣化し、再生できる企業も再生が不可能になってしまうという危機感の表れともいえよう。

(図表 1) 産業再生機構の設立経緯と今後の予定

2002年10月30日	「改革加速のための総合対応策」で設立提唱
11月19日	具体化のため産業再生・雇用対策戦略本部設置
12月19日	「企業・産業再生に関する基本指針」で方針提示
2003年 4月 2日	改正産業活力再生特別措置法（改正産業再生法、当初99年10月施行）と産業再生機構法成立（9日より施行）
4月16日	発足（業務開始は5月8日より）
7月中?	第1号案件発表?
2005年3月末まで	買取期間終了（2年間）
2008年3月末頃	解散予定（設立後約5年）

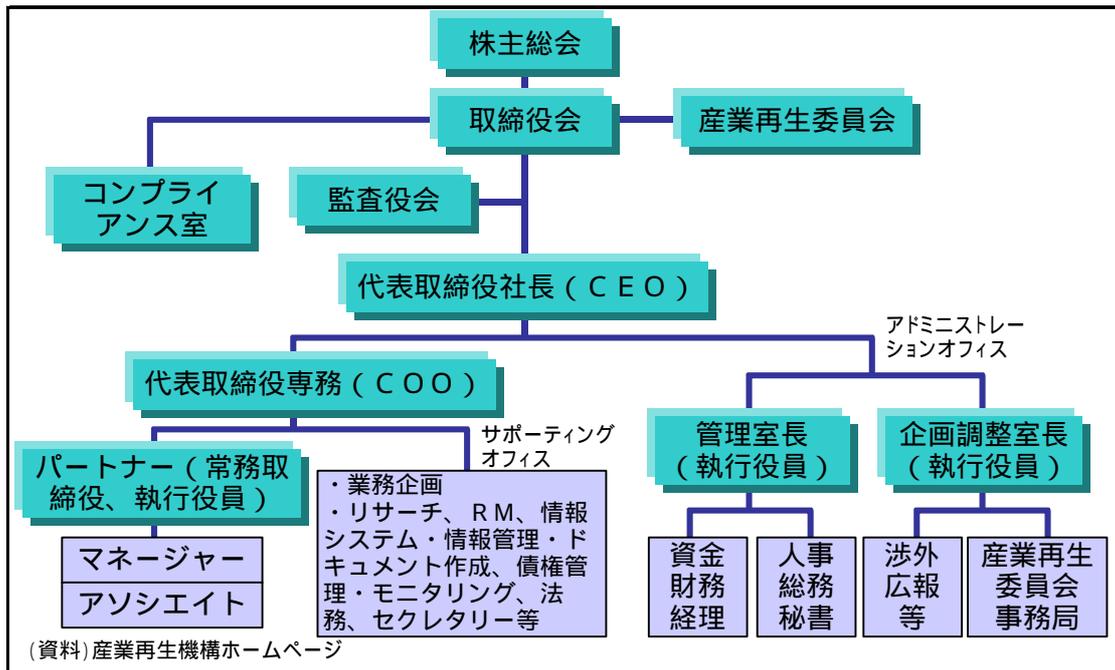
再生機構は預金保険機構を大株主（実際には民間銀行が預金保険機構を通じて産業再生機構に出資している）とする民間の株式会社で、会社の経営者、スタッフともに実務経験者を中心に集められている（図表2）。

(図表 2) 産業再生機構の会社概要

名 称	株式会社産業再生機構 (Industrial Revitalization Corporation of Japan、略称：IRCJ)	
設 立	平成15年4月16日	
本店所在地	東京都千代田区丸の内3丁目3番1号 新東京ビル	
資本金	505億7百万円（増資完了時）	
株 主	預金保険機構、農林中央金庫（増資完了時）	
役職員数	70名程度見込み（2003.5.8現在）	
役 員	代表取締役社長 産業再生委員	齊藤 惇（元野村證券副社長）
	取締役 産業再生委員	高木 新二郎（独協大教授、弁護士）
	取締役(非常勤) 産業再生委員	翁 百合（日本総合研究所主席研究員）
	取締役(非常勤) 産業再生委員	奥山 章雄（日本公認会計士協会会長）
	取締役(非常勤) 産業再生委員	田作 朋雄（経営コンサルタント、日債銀出身）
	取締役(非常勤) 産業再生委員	松田 京司（預金保険機構理事、日銀出身）
	取締役(非常勤) 産業再生委員	三木 利夫（元新日鐵副社長、元日銀審議委員）
	常勤監査役	日野 正晴（元金融庁長官、元検事）
	代表取締役専務（最高執行責任者）	富山 和彦（前コーポレートディレクション社長）
	その他、非常勤監査役2名、顧問1名、常務取締役1名、執行役員5名	

組織の中で、最も重要な役割を果たすのが産業再生委員会であり、ここで企業が再生可能かどうかの最終判断を下すことになる（図表3）。COO（Chief Operating Officer、最高執行責任者）以下の組織が実働部隊であり、債務者の再建計画のチェック、企業価値の算定、銀行や投資家との交渉を行う。現在、5チームに分かれており、各チームに5～10名程度が配置されている。なお、銀行との利益相反を回避するため銀行からの出向者はゼロで、官庁からの出向者も5名にとどめている（2003年6月現在、財務省、日銀、検察庁各1名、経済産業省2名）。

(図表 3) 産業再生機構の組織



(2) 業務内容と行動計画

次に具体的な業務の流れを見ていこう。図表 4 は再生機構における典型的な個別案件の取扱フローを図示したものである。図表に沿って流れを説明すると、下記のとおりとなる。

債務者や債権者（メイン銀行）が再生計画を添えて事前相談を行う。再生機構で事前審査に着手する。

事前審査で概ね問題なしと判断されれば、債務者と債権者の連名にて正式な支援申請を行う。なお、
、
は厳格な秘密保持の下で行なわれる。

産業再生委員会にて再生の可能性を協議する。再生可能かどうかの判断は、協議入り後、その日のうちに決定される。

再生可能と判断されれば、その概要を公表する。再生機構は速やかに非メイン銀行に対して再生計画を説明し債権買取りを申し込む。この時に買取り価格、回答期日も提示する。必要に応じて非メイン銀行に対し、債権回収の権利行使の一時停止を要請する。

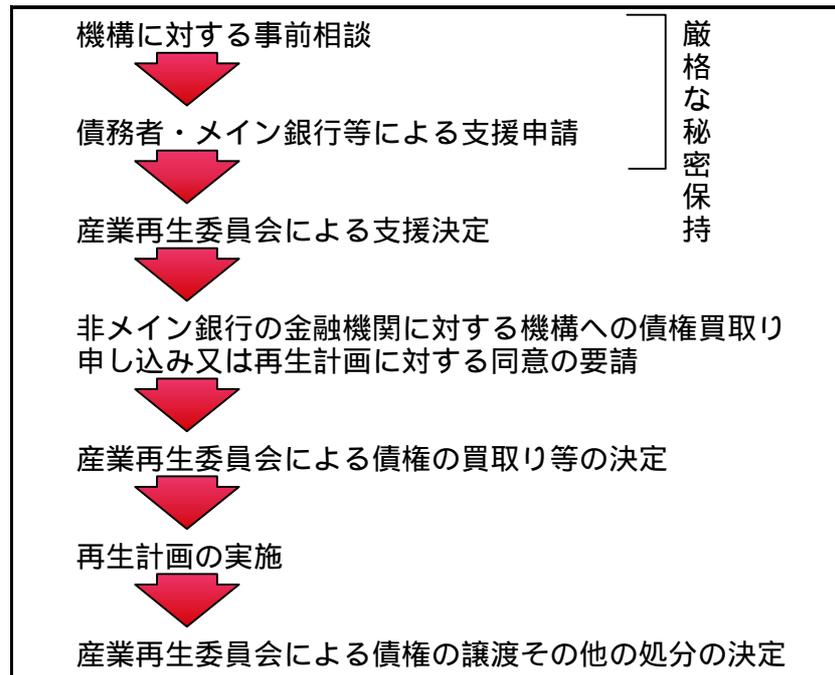
非メイン銀行の応諾を得て買取りが決定される。

再生機構とメイン銀行で再建計画の進捗度合いをチェックする。

3年以内に再生機構が第3者（金融機関、スポンサー、自力での資金調達など）に譲渡し、再建が終了する。

この中で重要となってくるのは、
の案件の持ち込みがあるか、
の非メイン銀行との間で買取りが進むか（債権の集約化が可能か）、
の計画どおりに再建が進むかである。再生のポイントや問題点については後ほど説明することとするが、今回の試みが成功するかどうか最大の鍵を握るのは
であると思われる。

(図表 4) 産業再生機構における案件取扱フロー



(資料) 産業再生機構ホームページ

なお、新聞報道などによると、具体的な行動計画は以下のとおりとなっている。

銀行から買取る貸出債権は今後 2 年間で 7.3 兆円を計画(非メイン銀行の要管理債権の大半が対象となる見込み)

政府は今年度予算で 10 兆円の買取り枠を用意 (買取り資金は政府保証付で銀行などから調達)

追加融資の総額は 5 年間で 2,000 億円を見込む

企業再生の可否は 2 ~ 3 ヶ月と短期間で結論を出す

合計で 100 社程度の買取りを行う計画 (人員に限界があるため、大企業を対象の中心とする計画)

もっとも、行動計画は一般に公表されているわけではない。第一号案件の発表が当初の予定から先延ばしになっている状況から判断すると、買取り額、買取り社数については、枠を越えてしまうよりも計画にまで達するかどうか懸念される。また、企業規模についても、再生機構が期待するような大規模な企業の持ち込みがわずかにとどまる可能性もある。

2. 産業再生機構の特徴と問題点

(1) 産業再生機構の特徴

再生機構の最大の特徴は、非メイン銀行の債権を全額買取るという点である。これは、企業の再生が可能なケースであっても、メイン銀行と非メイン銀行の間で債権放棄の負担や再建計画の内容を巡って調整が困難であり、再生計画が進展しない場合などに有効である。再生機構はメイン銀行と非メイン銀行間の調整を行い、非メイン銀行の債権を買取ることによって債権の集約化を行う。集約化されれば、リストラの進展や事業の再構築が容易となる。例えば、従来は担保権が設定され売却が困難だった不稼働資産の売却が可能になる、他社への一部事業の譲渡が可能となるなど、事業の選択と集中が行える。また、債権者が再生機構とメイン銀行だけになることで、債権売却などの決定が容易になるというメリットもあるだろう。

2つめの特徴は存続期間が設けられていることである。企業再生ビジネスは本来民間部門で行うべきものであるため、民業を圧迫し、健全な市場育成を阻害してしまうのではないかと懸念がある。このため、債権の買取り期間は2005年3月末まで終了し（約2年間の期限を設定）、2008年3月末頃（設立後約5年）に解散する予定となっている。

特徴の3つめは、企業の価値を従来のように担保や資産評価によって判断するのではなく、キャッシュ・フローをどれだけ稼ぎ出すことができるかによって判断しようというものである。キャッシュ・フローを評価の物差しにすることで債権の売り手・買い手とも価値判断が容易になり債権の流動化が活発となることが期待される。

迅速な決定を行う組織体制（専門家で構成された少人数のチーム制）である点が4つめの特徴である。企業再建においては、関係者が多数存在するために調整や合意に時間を要し、その間に企業価値がますます劣化するということがあった。こうした事態を回避するためには、すばやい判断と行動を行える組織が不可欠である。

5つめの特徴として、アウトソーシングも含めて民間のノウハウを積極的に活用しているということが挙げられるであろう。例えば債権の買取り価格の決定においては、企業価値の適正な評価を行うと同時に、最終的な債権の買い手の想定する価格から大きく乖離してしまうことを避けるため、市場関係者の意見を極力参考にするとしている。

ここで、産業再生機構による企業再生手法と他の手法との違いを簡単に見ておこう。再生手法は、大きく法的整理、私的整理、その他に分類される（図表5）。法的整理とは民事再生法、会社更生法など裁判所の認可を得て行われる再生手法であり、いわゆる倒産を通じての再建方法である。これに対し私的整理は、メイン銀行を中心とする債権者と債務者間で協議を行って再生を図ろうという手法で、私的整理のガイドラインに拠る再生や産業再生機構を通じての再生がこれにあたる。

(図表 5) 他の再生手法などとの比較

名 称	法的整理		私的整理	
	民事再生法	会社更生法	私的整理のガイドライン	産業再生機構
申請先	裁判所	裁判所	*****	産業再生機構
申請者・提案者	企業または一定の条件下にある債権者	企業または一定以上の権利を持つ大口債権者・大株主	メインバンクと債務者	メインバンクと債務者
適用後の経営者	通常は経営陣が続投	管財人(ただし経営責任のない取締役は管財人に就任可能)	経営陣は原則交替だが、経営悪化に責任がないなどの場合には続投	経営再建に必要と判断されれば経営陣が続投
適用・認可の要件	債権者集会などでの再生計画決議と裁判所の認可	債権者集会での再生計画決議と裁判所の認可	債権者である金融機関の合意	産業再生委員会による支援決定
銀行の自己査定	破綻懸念先以下中心	破綻懸念先以下中心	要注意先以下	要管理先中心
目的・特徴・再生方法など	経営難となった企業の早期再建を目的として制定されたもので、破綻前の適用申請や経営者の続投が可能であることなどに特徴がある。会社更生法に比べると債権者の権利を制限する強制力が弱い。再生計画を作成し、計画に沿って再生を図る。	経営難となった企業が事業を継続しつつ再建を図ることを目的とするもの。再建可能との裁判所の判断が必要で、管財人の下で更生計画に沿って再建に取り組む。申請から認可までの期間短縮を狙って、2003年度より裁判所による更生手続き開始の認可条件の緩和や、裁判所への再建計画提出期限短縮などが図られた。	会社が法的整理に至る前の段階で再建を迅速かつ公正に行なうことを目的としたもの。債権者が債権放棄などを行う際のルールであり法律ではない。債権放棄などを含む再建計画に基づいて再生を図るが、メインバンクの債権放棄案が非メインバンクに受け入れられないケースもあり実績は少ない(2003年5月時点で8件)。	債務者・メインバンクが策定した再建計画が再生機構の基準を満たすと考えられるのであれば、再生支援を決定し、他の債権者からの債権買取りを行なう。債権者数が減少するため、再生計画が進めやすくなるメリットがある。再生計画が進めば3年以内に債権を売却する。
備考	2001年4月1日施行	2003年4月1日より改正、手続きを簡素化	2001年9月19日採択	2003年4月16日発足

その他の手法				
名 称	整理回収機構 (R C C)		民間再生ファンド	パルクセール
売却先	整理回収機構	整理回収機構(直接買取方式、信託方式、企業再生ファンドなど)	プライベート・エクイティ・ファンド(PEF)等	プライベート・エクイティ・ファンド(PEF)等
売却者	銀行など金融機関	銀行など金融機関	銀行など金融機関や管財人など	銀行など金融機関
売却後の経営者	*****	原則退任だが、適任者がいない場合などは続投も	原則ファンドより新経営者が送り込まれる	*****
適用・認可の要件	債権買収推進本部にて債権の買収を決定	企業再生検討委員会による支援決定・他の債権者からの合意取得	価格次第	価格次第
銀行の自己査定	破綻懸念先以下中心	破綻懸念先以下中心	破綻懸念先以下中心	破綻懸念先以下中心
目的・特徴・再生方法など	金融再生法第53条に基づく措置(53条買取り)。企業の再建が目的ではなく、回収を前提に健全行より貸出債権を購入。担保の処分や債権の売却などによって回収の極大化を図る。	53条買取りのうち、企業再生が回収を極大化させるのであれば再生を検討する。RCCが直接・信託方式などにて債権を買取り後、再生計画を策定し、他の債権者からの合意を得て計画を実行に移す方法、RCCにて再生計画を検証し債権者間の利害調整を行い、投資家から買取り資金を受託し(金銭の信託)債権者から債権を買取る方法などがある。	方法は様々。投資家から資金を集めて企業再生ファンドを組成し、その資金で再生が可能と考えられる経営難となった企業や破綻した企業の債権・株式などを買取り、人材派遣などの経営支援を行うケースが多い。新経営者の下で抜本的なリストラ、事業再編などを行って企業価値を高め、上場益や第三者への売却益で高利回りを追求する。	企業再生は前提としていない。
備考	1999年より開始、2005年3月末までの予定	2002年1月11日に改正金融再生法が施行され、同日企業再生検討委員会を設置	具体例については下表参照	不動産担保売却による利益などを狙ったもので、いわゆる「はげたかファンド」などが購入

(資料)新聞報道、その他各種資料より作成

民間再生ファンドの例

ファンド名	投資先
リップルウッド	日本長期信用銀行、フェニックスリゾート
ローン・スター	東京相和銀行
サーベラス	ダイア建設、木下工務店
ジャパン・リカバリー・ファンド	市田

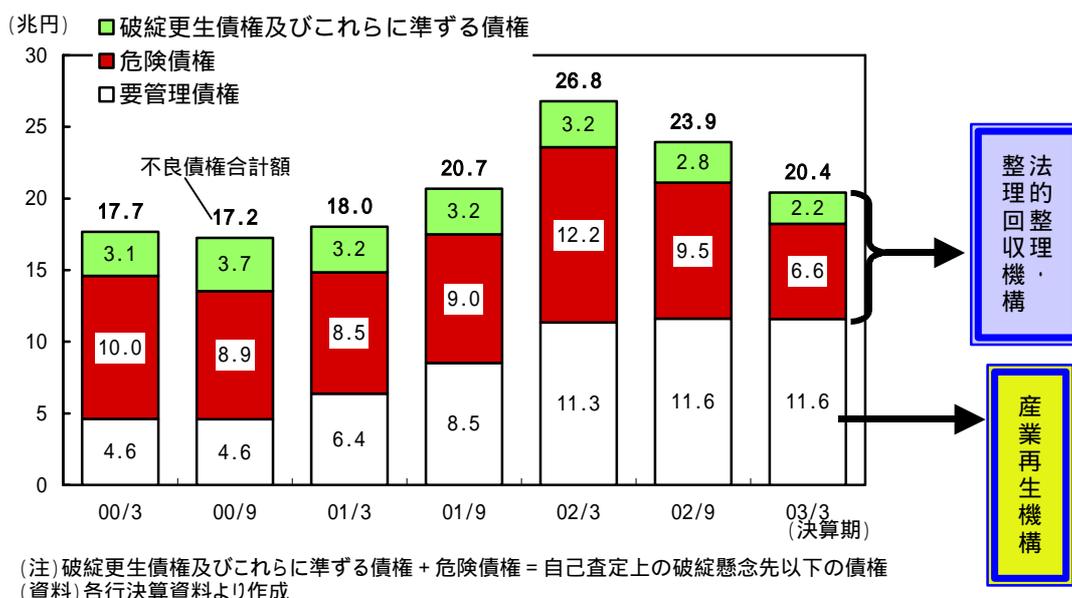
日本政策投資銀行、UFJ銀行なども再生ファンドを設立

その他の手法の中には、かならずしも再生を前提としていないものもある。整理回収機構（RCC）は回収を前提に健全行より不良債権を買取ることが本来の業務であるが、最近では再建を前提とした買取りも行っている。また、プライベート・エクイティ・ファンド（PEF）等では、広く投資家から資金を集めた上で、破綻の懸念がある企業やすでに破綻した企業の債権や株式を買取り、経営者を送り込んだ上で企業の再生を進めていく。企業再生が成功すれば、株式や債権の売却益が得られる。同じPEFであっても、銀行などが不良債権を一括して売却するバルクセールという手法では、企業の継続・再生が前提ではなく、企業の保有する不動産などの資産を売却する（企業を切り売りする）ことで資金を回収することを主な目的としている。いわゆる「はげたかファンド」なども、これにあたる。

産業再生機構による企業再生が他の方法と大きく異なる点は、私的整理によるガイドラインを除いて、他の方法が不良債権の中でも内容が悪い「破綻懸念先以下の債権」を対象としているのに対し、内容がそれよりはまだ良好な「要管理先債権」が対象の中心となっている点である。

図表6は主要行（都銀と信託銀行の合計）の再生法開示債権の推移を見たものである。2002年3月期をピークに不良債権は減少に転じているが、内訳を見ると、「破綻懸念先以下の債権」（図表中の「破綻更生債権及びこれらに準ずる債権」と「危険債権」の合計）が減少している一方で、「要管理債権」はほぼ横ばいで推移している。

（図表6）主要行の再生法開示債権額（2003年3月期）

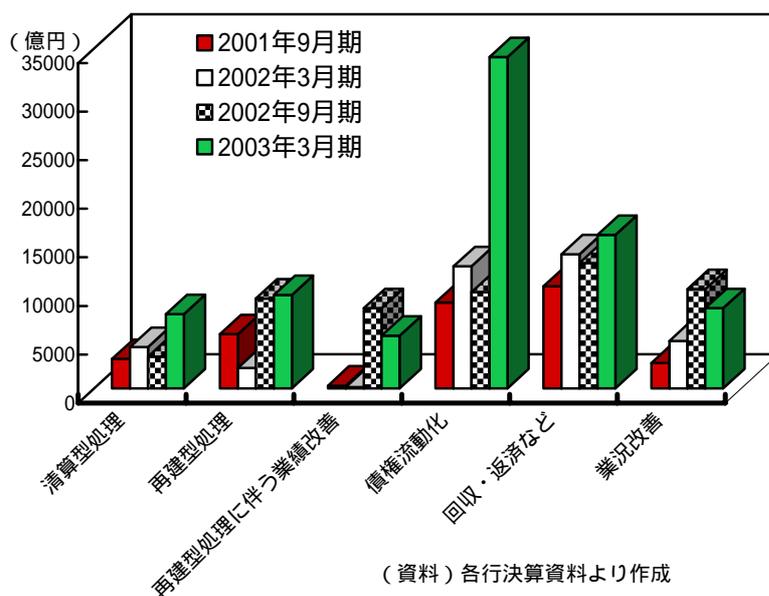


要管理債権と要管理先債権の違いについて

金融庁の金融検査マニュアルによれば、「要管理債権」とは「要注意先に対する債権のうち、元利金の支払いが3カ月以上延滞している債権（「3ヶ月以上延滞債権」）または経済的困難に陥った債務者の再建又は支援を図り、当該債権の回収を促進すること等を目的に、債務者に有利な一定の譲歩を与える等の貸出条件を緩和した債権（「貸出条件緩和債権」）」をいう。特定の債務者から「要管理債権」だけを抽出して買取ることはできないため、再生機構の買取りの対象となるのは、「要管理先債権」（債権の全部又は一部が「要管理債権」である債務者に対する債権）であり、一部に「正常債権」を含んでいる可能性がある。なお、「要管理先債権」の金額は発表されていないため、本稿では金額の推移などをみる場合には、便宜上「要管理債権」を使用している。

「破綻懸念先以下の債権」の減少については、整理回収機構への売却や法的整理によってオフバランス化が進んだためであると判断される。図表7は再生法開示債権のオフバランス化実績額について、処理形態ごとの内訳をみたものである。このうち、「再建型処理」とは会社更生法、民事再生法などの法的整理による債権放棄のことであり、「再建型処理に伴う業績改善」とは法的整理の結果、残った債権については返済の可能性が高まったとの理由で「正常債権」に格上げされたものである。また、足元で急増している「債権流動化」とは主に整理回収機構への売却やバルクセールによるものである。これらオフバランス化の主な手段となっているものは、「破綻懸念先以下の債権」に対してとられるケースが多いと考えられるものである。

（図表7）オフバランス化の処理形態ごとの内訳

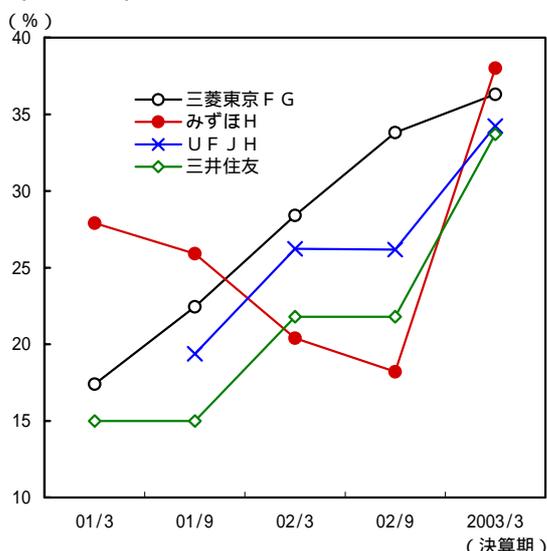


金融庁はオフバランス化の対象は「破綻懸念以下の債権」としており、これまで「要管理債権」についての処理は求められていなかった。このため「要管理債権」のオフバランス化があまり進まなかったと判断される。また、さらに内容が悪化して「破綻懸念先以下」に劣化する、あるいは再建計画の策定と銀行の債権放棄により「正常債権」に格上げとなるといったパターンを除けば、残高が減少する手段が少なかったことも原因であろう。

再生機構による債権買取りは、これまで手段が乏しかった「要管理債権」のオフバランス化を狙ったものである。さらに、「破綻懸念先以下の債権」の発生を未然に防ぐという効果も期待される。

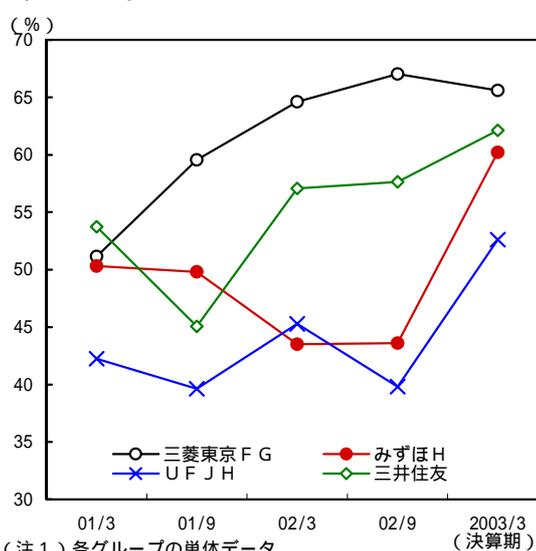
これまであまり想定していなかった「要管理債権」のオフバランス化を進めることは、銀行にとって債権売却損などの追加の負担が発生する可能性があることを意味している。もっとも、「要管理先」のうち特に大口債権者への債権についてはディスカウント・キャッシュ・フロー法（以下、DCF法）による資産査定が求められており、各主要行とも概ね対応済みである。図表8は4大銀行グループの「要管理債権」の信用部分（担保や保証などで保全されていない部分）に対する引当率であるが、DCF法導入に伴い急上昇している。その結果として保全率も概ねこれまでよりも高い水準に達しており、債権を売却した際に追加損失が発生するリスクが小さくなっている（図表9）。再生機構への売却に対する障害は減少していると考えられる。

（図表8）要管理債権の信用部分の引当率



（注1）各グループの単体データ
（注2）UFJHは01/3月期は未公表
（資料）各行決算資料より作成

（図表9）要管理債権の保全率



（注1）各グループの単体データ
（注2）UFJHは要管理先債権に対する保全率であるため、他グループより低水準となるが、信用部分の引当率から判断すると他グループ並の水準にあると考えられる
（資料）各行決算資料より作成

(2)産業再生機構を利用する利点

再生機構を利用する際の利点について、債権者、債務者、その他の観点から考えると、以下のとおりとなる。

債権者にとっての利点

- ・メイン寄せが回避できる：メイン寄せの動きが出ることによって再建が遅れる・頓挫するといった問題点を回避することができる。再生機構による再建が始まると非メイン銀行が債権の回収に走る懸念があるため、債権者の権利行使を停止させる「一時停止」が法律で認められている。
- ・債権者間の調整が容易となる：通常の私的整理では、メイン銀行と非メイン銀行の調整に時間がかかるが、再生機構が中立の立場の調整役となることで再建計画への移行が円滑化することが期待される。
- ・不良債権のオフバランス化が進む：非メイン銀行はバランスシートから不良債権を切り離せる。メイン銀行にとっても買取り対象となった債権は「要管理先」から「要注意先」に格上げされる（「正常債権」とみなされる）ことになるためオフバランス化が進み、また必要な引当率が低下するため引当金の取り崩し益が発生する。
- ・税務上のメリットが得られる：再建計画にそって債権放棄を行う際に発生する損失は、無条件で損金算入（無税償却）できる。

メイン寄せ

非メイン銀行の債権が減少し、その分メイン銀行に集中すること。わが国のメインバンク制の弊害とされる。債務者の業況が悪化した場合、融資順位の下位行は即座に貸出金の回収を図るが、この返済要請に応じないと延滞発生につながるリスクがあるため、メイン銀行がやむを得ずその返済原資を肩代わりすることがある。こうしてメイン銀行の融資額が突出してしまい、銀行の屋台骨まで揺るがしかねない状態に発展することもある。また、企業の再建計画においてはメイン銀行が中心となって計画を策定するが、債権放棄、金利減免、返済スケジュールの変更などを含むケースでは、メイン銀行の負担増を主張する非メイン銀行との間で調整が難航するケースが多い。非メイン銀行からの協力が得られず調整が行き詰まれば、計画が遅延したり、挫折することになり、場合によっては法的整理に至ることもある。

債務者にとっての利点

- ・ 改正産業活力再生特別措置法（以下、改正産業再生法）の認定先になれる：再生機構の支援基準は、改正産業再生法認定のための数値基準と基本的に共通であるため、同法の適用を受けやすくなる。これにより、税務上のメリット（一部の新規設備投資に対する特別償却の適用、登録免許税の減免など）、追加貸出（公的金融機関の低利融資など）を受けるメリットを享受することが可能となる。
- ・ 信用力が向上する：再生可能の認定を得ることで、信用力が向上することが期待される（ただし、予想していなかった企業が買取り対象となった場合には、逆に信用力が低下することもあり得る）。
- ・ 上場基準の特例措置が適用される：事業再生のために債務超過となった場合など、特例措置により上場は維持できる。また、上場廃止となった場合でも一定条件をクリアすれば、短期間での再上場が可能となる優遇措置がある。

その他の利点

- ・ 債務者の再建計画の進捗が容易となる：債権者の権利関係が整理されるため、不稼動資産の売却や他社への一部事業の譲渡が容易となり、再建計画が進めやすくなる。また、関係者が減ることから企業の合併や売却等が容易となる。
- ・ 再生ファンドの投資家がいけない点を補える：いったん再生機構が買取り、市場の厚みが増してから売却するという時間的な余裕が出る。また、売却によって事業再生市場の育成が図られる。
- ・ 企業再建のノウハウが蓄積される：一部の専門家にしかない企業再建の貴重なノウハウが蓄積され、また再建専門家（ターンアラウンダー）の育成が進むことが期待される。

(3)企業再生の可否の判断ポイントについて

企業の再生が可能かどうかを判断する産業再生委員会において、どのような観点から決定がなされるのか、簡単に考えてみたい。まず前提となるのが、本来業務（コア業務）がしっかりしているかという点である。有用な経営資源を有していながら、過大な債務のために業績不振に陥っている場合には、債権放棄と不採算部門・不稼動資産の切り捨てによって本来業務に資源を集中させ、企業の再生が可能となる。しかし、本来業務が不振である場合には、債権放棄を行ったところで、一時的に財務体質が改善するだけにとどまってしまう。

次に、清算価値よりも企業を存続させた場合の回収価値が多いと見込まれるかどうかを検討される。そのうえで、企業再生（具体的には、債権買取りから3年以内に売却ができるか、もしくは自力での資金調達が可能となる場合）の蓋然性が高いかどうか判断されることになる。価値の判断は、将来にわたって生み出されるキャッシュ・フローが十分かどうかで判定される。

さらに、出口基準を3年以内に満たせるかという定量的判断も加えられる。この出口基準とは、再生のための期間3年を終了した時点で達成できていることが前提となる基準であり、生産性基準と財務健全化基準の2つがある。これは改正産業再生法の認可を受けることができるかどうかの基準と同じ数値である。その内容はそれぞれ次のとおりである。

生産性基準：次の3つのうち、いずれか1つを満たすこと

- ・ 自己資本利益率（ROE）が2%ポイント以上向上
- ・ 有形固定資産回転率が5%以上向上
- ・ 従業員1人当たり付加価値額が6%以上向上

財務健全化基準：次のいずれをも満たすこと

- ・ 有利子負債のキャッシュ・フローに対する比率が10倍以内、計算式は下記のとおり

$$\frac{\text{有利子負債合計額} - \text{現預金} - \text{信用度の高い有価証券等} - \text{運転資金}}{\text{留保利益} + \text{減価償却費} + \text{引当金増減}} \leq 10$$

- ・ 経常収入が経常支出を上回ること（経常収支が黒字であること）

計算式は、経常収支比率(%) = 経常収入(売上高、営業外収益など) ÷ 経常支出(売上原価、販売費・一般管理費、営業外費用など) × 100

建設業の出口基準については、他産業と共通の生産性向上基準、財務健全化基準に加え、次の2つの項目を満たすことが要件とされており、他産業に較べ厳しい条件がついている。

過剰供給構造が是正されること

- ・ 事業規模の縮小（ただし、縮小傾向にない分野に特化した場合を除く）または2つ以上の企業の経営統合・事業再編を伴うこと

再生の確実性が高まること

- ・ 収益性を表す指標（利益率を示す指標等）、安定性を表す指標（資本の安定度、資本と負債の関係を表す指標等）、健全性を表す指標（固定資産と資本の関係を表す指標等）の3つの点で、再生計画（3年以内）の終了時点で建設業の平均的水準に近い水準となること。

(4) 産業再生機構の抱える問題点

産業再生のための枠組みは整備されたものの、実際の運用については問題点や不透明な部分が多い。これらをどれだけ克服できるかで、再生機構の存在意義が変わってくる。

案件の持ち込みがあるか

まず問題となるのが、そもそも案件の持ち込みがどの程度あるかという点であろう。すでに説明したとおり、案件はメイン銀行と債務者が再建計画を携えて申請を行うものであ

り、持ち込むべき案件を再生機構が指名するわけではない。メイン銀行は、追加損失が発生する可能性がある場合や現在進行している計画で再建が可能と判断する場合には、申請を見送る可能性がある。債務者も、再生機構の下で企業再生を行えばより効果的に再生が図れるとはいえ、3年後に債務が誰に買われるかわからない。また、3年間での再生が計画どおりに行かなければ、法的整理に持ち込まれる懸念があるが、これまでどおり銀行団と取引していればその懸念は小さいかもしれない。法的整理か再生機構の下での再建の二者択一を迫られている状況であればまだしも、「要管理先」は「破綻懸念先以下」と違ってすぐに法的整理を迫られるリスクが比較的小さい企業である。案件の持ち込みがどの程度あるかは、再生機構の存在意義を考えるうえで最も重要なポイントであり、後で詳しく検討する。

わが国産業全体にどの程度のインパクトがあるのか

産業再生機構で扱う企業だけで、わが国産業全体の再生が可能であろうか。企業の規模にもよるが、100社程度の再生では、産業全体への影響はそれほど期待できないだろう。また、需要が拡大しない中で、一部の非効率性が取り除かれたとしても、それだけで経済全体が活性化することは難しい。しかし、マクロ経済全体への影響はあまり大きくないとしても、ミクロ面では以下の点でプラスの効果が見込まれよう。

- ・ 再生機構による企業再生が概ね当初計画どおりに進んだ場合、過剰供給力（過剰設備）や過剰債務の解消が進むことになる。これまでキャッシュ・フローが十分でなかった企業も、キャッシュ・フローを生み出すことが可能な状況になっているので、新規の設備投資を行うことが可能となる。
- ・ 再生機構が関係することで法的整理に至るリスクが低下するとの見方から個別企業に対する不透明感が後退することや、銀行の不良債権問題が前進すると期待感の高まりから、株式市場にとってはポジティブな要因となるであろう。実際に再生が進む前に、こうした期待感が实体经济に好影響を及ぼす可能性がある。
- ・ これまで対応が遅れていた第3セクター、公的金融機関融資案件についても動きが出てくる可能性がある。
- ・ これまでは赤字が続いていた企業の業績が黒字に転換することで税収の増加が見込まれる。
- ・ 企業の再生計画が従来よりも一段と厳しくなり、また不採算部門の売却・撤退を行った場合に人員削減が加速する懸念がある。しかし、この場合、清算や法的整理の場合と比べての人員削減圧力は小さい可能性が高い。また、事業の再構築は必ずしも大幅な人員削減を伴うとは限らない。事業を再構築する場合には、有望な事業に資本や人員を集中的に配置することもあるためである。再建計画＝リストラ・人員削減という発想は、縮小均衡によって企業を存続させようという発想であり、資源の再配分によって得意分野に特化しようという企業再生の本来の考え方とは異なるものである。企業再生は雇用の

維持という意味では、むしろプラスと考えることができる。

買取り価格が適切か

買取り価格については、企業の再生を前提とした適正な時価、つまり再生計画におけるキャッシュ・フローを前提にDCF法により算定される価格となる。基本的には銀行の実質簿価（債権簿価 - 引当金）での買取りとなるが、必要なら適正金額まで引当金の上乗せを求められることになるため、銀行に追加の損失が発生する可能性はある。もっとも、前述のとおり産業再生機構が主な買取り対象とする銀行の「要管理先債権」は、特に大口先（100億円以上）についてDCF法による資産査定が義務付けられており、この点、銀行の売却希望価格と機構の購入希望価格の間に大きな乖離がなくなってきたと考えられる。銀行資産査定における割引金利は当初約定金利であるが、機構の使用する割引金利はそれよりも低い（機構の調達コスト程度と考えられる）ことも、売却希望と購入希望の価格の乖離を埋める効果があると思われる。したがって、金融庁検査で引当が適正と認められた債権については、両者の価格の間にあまり大きな差はないと考えられ、追加損失の発生を理由に買取りが進まない可能性は小さいであろう。

なお、再生機構が買取った価格を公表すると、再生機構が売却する際に買い叩かれる懸念があるため、買取った債権の処分が全て終了した時点まで非公表とされる。また、処分価格の公表は、仕入れ値が明らかになることを嫌って買い手が現れなくなる懸念があるため非公表とされる。このため、第三者は買取り価格、処分価格が適正であるかどうかは判断できない。マーケット・バリューと乖離しないよう市場関係者の意見を極力参考とすることとされているが、再生機構は債権の購入を希望する投資家の意見に偏り過ぎないように注意する必要がある。再生機構が支援を決定する前の段階から、すでに投資家による債権の購入希望が多数寄せられているようであり、再生機構も場合によっては非メイン銀行からの買取り完了後、即座に第3者の投資家に売却することもあり得るとしている。

非メイン銀行からの買取りが進むか

再生機構から非メイン銀行に対して提示される買取り金額は絶対的なものではなく、非メイン銀行に交渉の余地が残されている。買取りに当たって各銀行に求められる債権放棄額は、シェアに応じた金額とは必ずしも限らず、従来私的整理のようにメイン銀行の負担率が高めになることもあり得るため、非メイン銀行が負担率の変更などを要求する可能性はある。債権者に対する法的強制力は持たないため、再建計画や債権買取り価格に同意しない非メイン銀行が多ければ（債権者の何割が応諾すれば買取りが決定するか明確な基準はない）、支援決定は撤回されることになる。このタイミングではすでに債務者名が公表されているため、支援の撤回が債務者に与えるダメージは大きいであろう。

支援撤回といった事態を避けるためには、再生機構の調整手腕が問われる。一方、非メイン銀行には、再建を妨害したとして非難されるというレピュテーション・リスク（風

評のリスク)が発生する。また、非メイン銀行は不良債権のオフバランス化の機会を逸し、税務上のメリットも放棄することになる。これらの点を勘案すると、買取り金額があまりにも低くなければ、非メイン銀行が再生機構による買取りを拒否するケースは少ないのではないだろうか。

再建のための人材不足

企業を再建するに当たって適切な経営者がいるのかという点は、わが国では深刻な問題であろう。米国では、再建請負人が経営者に就くことが通例であるが、わが国では従来の経営者がそのまま留任することもあり得る。経営手法や会社の体質に変化がなければ、再建計画の遂行にも支障が生じる懸念も残る。

株主責任の所在はどうなるのか

再生機構が債権を買取る際に金融機関が債権放棄を行うなどの場合には、既存の株主は減増資手続により持分比率を引き下げるなどの責任をとるとされている。通常、減資の実施には株主総会の特別決議（過半数の株主が出席する株主総会で3分の2以上の賛成を必要とする決議）が必要となる。ただし、改正産業再生法においては、減資と同時に増資を行い会社規模の縮小につながらない場合には、株主総会の特別決議は不要とされている（商法の特例）。これはデット・エクイティー・スワップ（以下、DES）による債権の株式化を想定したものと考えられるが、再生機構の支援決定と同時に改正産業再生法の適用が決まれば、いきなり減増資が行なわれる可能性がある。この場合、株主責任のとり方が適切なのか、支援先になるとの思惑が高まったときに減資を嫌って株価が下落しないか、DESの金額が適切なのか、など不透明な部分がある。

その他の問題点

その他、達成されることが前提となる企業再生の基準が適正か、3年後に売却が可能か（新たな債権者やスポンサーが現れるか）、3年間という集中再建期間が適切か（景気の上昇局面・下降局面などのタイミングによって再生計画に差が発生しないか）、政治の介入を排除できるか（支援決定の段階で事業所管大臣に意見を聴くとともに、事業所管大臣が意見を述べることができ、債権買取り価格決定の段階、債権の売却等処分の段階で事業所管大臣に意見を聴かなければならないこととなっている）といった問題点も指摘できよう。

最後に企業再生が失敗した場合について述べておこう。まず、実績が再建計画にまで到達しなかった場合には計画が修正されることになる。この場合、再生機構とメイン銀行に追加の債権放棄が発生する可能性がある。それも難しい場合には法的整理等への移行が検討され、場合によっては時価で評価し直して整理回収機構へ売却することも想定される。もっとも、再建計画と乖離した場合でも、債権の買い手さえいれば大きな損失は避けられ

る可能性はある。逆に再建計画を達成できても買い手が見つからず、大幅にディスカウントして売却せざるを得ない（売却損失が発生）という事態も否定はできない。

なお、5年後の再生機構解散時に債務超過となった場合には政府が補填することになる。利益が出た場合は株主で分配後、残りは国庫に帰属することになるが、そもそも利益を追求する組織ではないため、大きな利益は期待できない。

(5)産業再生機構によってもたらされるもの

再生機構の業務が拡大するにつれて、わが国全体で企業再生への関心が高まり、取り組みが広がる効果は期待できる。実際に産業再生機構の設立に前後して企業再生の動きが活発化している。たとえば、政策投資銀行による再生ファンドの組成、整理回収機構による企業再生事業の立ち上げ、個別金融機関や一般事業法人による再生ファンドの組成、金融機関における再生専担部署の立ち上げや勘定の分離（例えば、不良債権の一部を分離して専門の子会社に譲渡し、外資からの資本参加も受けたいうで、外資と共同で処理を行うといった動き）などであり、すでにいくつか実績が出ている。

また、中小企業再生支援協議会の設置など中小企業に対する再生支援の取り組みが進んでいる。中小企業再生支援協議会とは、産業再生機構の創設にあわせて経済産業省が設置の方針を打ち出したもので、商工会議所などが事務局になって2004年度末までに各都道府県に1つずつ設置される予定になっている（一部地域を除いてほぼ設置済み）。再生機構の中小企業版とされており、すでに福井県、茨城県、秋田県において一号案件の完了が発表されている。支援活動の責任者（元銀行員や弁護士など企業再生の経験者）が中心となって問題点を整理し、再生の見込みがある場合には再建計画を作成し、金融機関など債権者との間での意見調整を行う仕組みである（ただし、不振企業向け債権を買取る機能はない）。

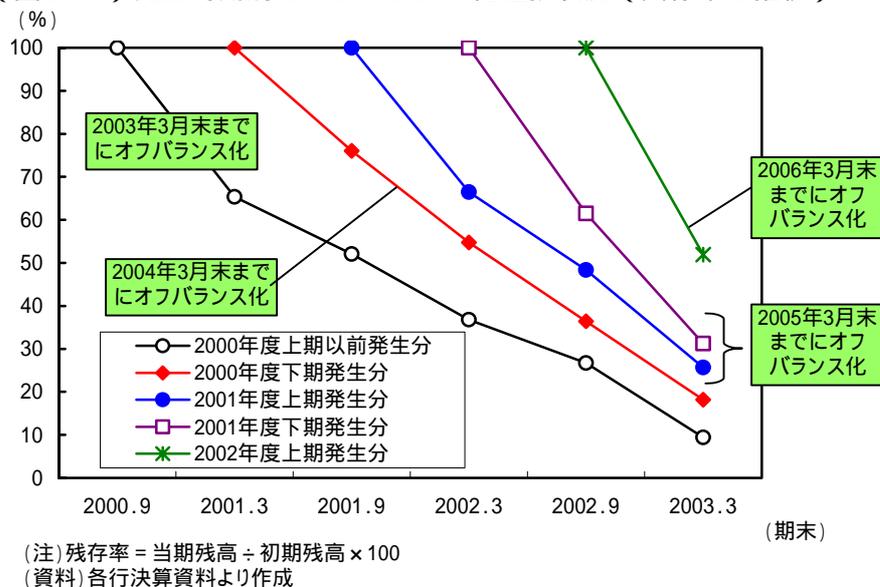
さらに、企業再建のノウハウの蓄積、再建専門家の育成の推進、再建市場の拡大などは、長い目でみればわが国経済にとってプラスの影響が出てくることが期待される。

3. 産業再生機構の存在意義と今後の課題

(1) 産業再生機構の設立に対する疑問点

これまで金融庁は銀行に対し、「破綻懸念先以下の債権」のオフバランス化を要求してきた。具体的には、主要行に対し「破綻懸念先以下の債権」の既存分について2年以内に、新規発生分は3年以内にオフバランス化することを求め（2001年4月6日の「緊急経済対策」）、さらに具体的な処理目標として原則1年以内に5割、2年以内にその大半（8割目途）について必要な措置を講じることが追加要請された（2002年4月12日の「より強固な金融システムの構築に向けた施策」）。図表10は、発生時期別の不良債権のオフバランス化進捗状況を見たものである。これによれば、概ね要請されたスケジュールに沿ってオフバランス化が進んでいることがわかる。

(図表10) 発生時期別のオフバランス化進捗状況（残存率の推移）



ところで、再生機構が主な買取り対象としている「要管理債権」は、現時点でも金融庁が求めるオフバランス化の対象にはなっていない。にもかかわらず、これまでの方針から踏み込んで、非メイン銀行から債権の買取りを進める（オフバランス化を促す）ことの意義は何であろうか。また、どのような経緯で最終処理すべき対象が拡大することになったのだろうか。そこで次に、最終処理強化に至った背景、「要管理先債権」（実質的には「要管理債権」ではなく「要管理先債権」を買取ることになる）の買取りの必要性について考えてみたい。

(2)最終処理強化に至った背景

すでに述べたように、最初に2002年10月30日発表の「改革加速のための総合対策」(内閣府)および同日発表の「金融再生プログラム」(金融庁)で再生機構の設立が提唱された。しかし、その直前までは、企業の再生についてはRCCの不良債権買取りを強化する方針で話は進んでいる(例えば、直前の10月17日の経済財政諮問会議においても、RCCでの買取り強化は議題となっているが、再生機構についての構想は出てこない)。

このように突然構想が浮かび上がり、十分な議論がされないまま設立に至った背景には、不良債権問題の処理を加速させるという政治的な判断があったと考えられる。9月末に小泉内閣の改造が行なわれ、金融担当大臣に竹中大臣が就任し、その直後に金融分野緊急対応戦略プロジェクトチームが組成された。このPTでは、銀行の資産査定の強化、不良債権処理の加速、税効果会計の厳格化、引当の大幅な積み増し、場合によっては銀行の国有化などの方針が打ち出され、突然の方針転換は受け入れがたいとする主要行の猛反発を招いた。こうした中で、産業の再生という新たな方針が打ち出され、これまではオフバランス化の対象にはなっていなかった「要管理債権」の処理を銀行に推進させることになったと考えられる。

(3)要管理先債権の買取りをめぐるいくつかの論点

「要管理債権」のうち3ヶ月以上延滞しているものは、放置しておけばさらに業況が悪化し、「破綻懸念先以下の債権」(延滞期間が6ヶ月を超えれば「破綻懸念先」となる)になる可能性が出てくる。短期間で業績回復が見込めない場合には、再建計画の策定が必要となってくるが、この過程で債権者間での調整が難しそうであれば、この「要管理債権」を含む「要管理先債権」を再生機構に売却することは効果的である。

しかし、「要管理債権」は、すでに再建計画などを策定し計画を遂行中の「貸出条件緩和先」が大部分を占める(図表11)。しかも、「要管理先債権」の場合には一部に「正常債権」も含まれている。こうした「貸出条件緩和先の債権」を処分しようとする、以下のような疑問が出てくる。

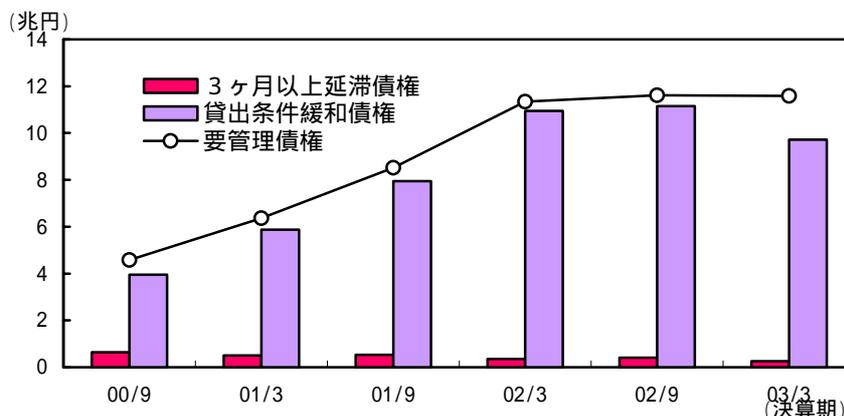
再生機構では、銀行間の調整が上手くいかず、一部に優良な経営資源を有しながら過剰債務に悩んでいる先を買取りの対象とするとしている。しかし、「要管理先」の多くは一応再建計画が存在している先である。再建計画があるが、どうもうまく行きそうになく、再度の再建計画を策定する必要がある(追加債権放棄などが必要になる)ケースでは再生機構の活用が有効であろう。しかし、計画どおりに進んでいる場合、再生機構が案件に入り込む余地は小さいのではないか。

既存の再建計画は甘過ぎるとして、再生機構が債権を買取することで再建計画を前倒しさせることは、企業の過剰債務問題を早期に解決させることにつながるかもしれない。ただし、時間がかかっても再建計画が達成可能なのであれば、銀行は「要管理先債権」を売却するインセンティブがない。なぜなら、現時点では売却損が出るかもしれないが、

債権を保有し続け、再建終了後に売却した場合には利益を得られる可能性があるためである。例えば、既存の再建計画を10年から3年に短縮させれば追加の債権放棄などが発生する可能性があるが、同じ債権放棄をするのであれば、債権を売却するよりも保有し続け、3年後に価値が高まった時点で売却した方が得である(再生機構に売却すれば、このメリットは得られない)。再建が確実と判断する債権を売却するインセンティブが、銀行にはどのくらいあるのだろうか。

再生機構による買取りから発生した損失分は直接償却でき税制上有利となるとされている。しかし、これは現状の税制を改正しないことを前提とした場合である。税制が改正され、不良債権を処理し易い環境が整えば、再生機構に売却するメリットは減ってしまう。債権の売却を促進させるよりも、税制を改正した方が不良債権処理や過剰債務解消にはより効果的ではないだろうか。

(図表 11) 3ヶ月以上延滞債権と貸出条件緩和債権の推移



(注) リスク管理債権と再生法開示債権の違いに加え、一部が破綻懸念先債権に含まれるため、3ヶ月以上延滞債権と貸出条件緩和債権を合計しても要管理債権には一致しない
 (資料) 各行決算資料より作成

(4) 過度の期待は禁物

以上のように、企業再生のための制度が必要であるというニーズがあったことは否定しないが、再生機構の設立にあたっては不良債権の処理を加速させるという側面が強く働いたと思われる、銀行が「要管理先債権」を売却するインセンティブはそれほど強くないと考えられる、といった点から判断すれば、債権の買取りが期待ほどは拡大しない懸念がある。このため、再生機構の業務に対して、現時点で過度に期待することは禁物であろう。

再生機構への債権の売却が進まなければ、銀行が不良債権処理を先送りしているという非難が出るかもしれない。しかし、「要管理先債権」の大部分を占める「貸出条件緩和先債権」は、必ずしも塩漬け状態になっているとはいえない債権である。また、「破綻懸念先以下の債権」とは違って、再生機構において再生させるか、法的整理に持ち込むかという判

断を即座に迫られている債権ではない。

そう考えると、売却される債権額が少額にとどまるばかりか、再生機構や出口で待っている投資家が期待するほど再生の蓋然性が高い債権が持ち込まれるケースが少ない可能性がある。むしろ、債権者間での調整が困難で、放置すれば近い将来に確実に法的整理に持ち込まれるという、より「破綻懸念先」に近い債権の持ち込みが主流となることもあり得る。

おわりに

産業再生機構の誕生により、「破綻懸念先以下」から「要管理先」まで企業再生の枠組みが整備されたことになる。「要管理先」の買取りが進めば、「破綻懸念先以下の債権」が増加するリスクが減少するとともに、銀行の不良債権残高も減少することが期待される。さらに、再生ビジネスの活発化、再生ファンド市場の育成・拡大といった産業再生の動きが盛り上がるきっかけになると思われ、こうした呼び水効果に対しては期待が持てよう。また、企業再生のノウハウの蓄積と人的資源の増加などが、将来のわが国にとって貴重な財産になることは間違いない。

一方、問題点が多いのも事実である。特に、どの程度の債権の買取りが進むかは現時点では不透明であり、買取り件数があまり増えない懸念がある。しかし、そもそも産業再生機構は、企業再生の枠組みを整備することによって再生事業を活性化させることを目的として設立されたものである。企業再生のモデルとなるような案件がいくつか出て、そうした動きが他の再生ビジネスを刺激することになれば、十分目的を果たすことになるのではないか。再生機構の設立によって不良債権処理が一気に進み、経済成長率が高まるといったことは、もともと期待すべきものではないであろう。