

2013年2月7日
No.2012-015

円滑化法終了を迎える 事業再生市場の動向と今後の課題

調査部 理事 翁百合

《要 点》

- ◆ 中小企業金融円滑化法が3月末で終了となり、中小企業や病院、学校法人などの事業再生は待ったなしの状況となっている。私的整理を前提とする事業再生とは、以下の6つのステップからなり、いずれも適切な対応をとらないと、最終的には成功しない。6つのステップと成功の鍵は次の通りであり、いずれのステップも有機的に関係している。①企業分析～ビジネスの再生可能性の検証、②事業再生計画の策定～適切な企業価値の算定とそれに基づく債権のプライシング、③企業の株主、債権者間の利害調整～メインバンク、第三者などによる交渉、④出資や融資によるリスク負担とモニタリング～リスク負担者の存在、⑤企業の経営資源譲渡先、最終的な資本提供者の開拓～最終的な資本提供者の存在、⑥収益改善のためのコンサルティング～ハンズオンによる的確な支援。
- ◆ 産業再生機構は2003年に活動を開始し、41件の支援を実施し、2007年に活動を終了したが、①従来のビジネスモデルを転換し、事業再構築をしたうえで財務リストラを実施した点、②将来のキャッシュフローを勘案した企業価値の算定を前提にして、債権放棄を要請した点、③メインバンク以下原則プロラタで損失負担した点などに特徴がある。上記の6機能のうち、機構の関与は、債権者間の利害調整、出資（リスク負担）などに「中立的」「公的」存在としての効果が発揮された。当時事業再生市場は黎明期で、機構は呼び水効果を持ったといえる。
- ◆ 産業再生機構の活動後、事業再生のアドバイザーなど民間のプレイヤーは増加し、事業再生ADRなどの私的整理の環境も進んだ。会社更生法などの法的整理も、DIP型や商取引の弁済なども認められるようになり、私的整理との連続性も出てきた。しかし、専門家の活動は特に都市部中心であり、地方の企業の事業再生は進捗していなかった。

- ◆ 企業再生支援機構は、地方の企業再生を促進させるために、2009年スタートし、今まで28件の支援を決定し、12件がすでにエグジットしている。産業再生機構とほぼ同じ機能を持っているが、2009年12月から金融円滑化法がスタートしたこともあって、銀行の取り組みは区々であった。また非製造業中心であった産業再生機構とは異なり、医療法人や円高・空洞化によって影響を受けた製造業の扱いも多い。
- ◆ 企業規模別に中小企業の財務諸指標の動向をみると、資本金1千万円以下の零細な中小企業は自己資本比率が低迷を続けており、CF対比でみた借入金残高をみると危機があるたびに国の緊急保証制度などにより借入を行っている。一方で、収益状況をみると、売上高経常利益率が90年代以降大企業と中小企業の格差が広がっているほか、生産性も中小企業は低迷を続け、格差が拡大している。このように、収益性、生産性は改善しないにもかかわらず、特に資本金1千万円以下の中小企業について借入過多となっている様子が見えてくる。
- ◆ 事業再生は、ミクロの企業レベルの生産性の改善とマクロ的にみた資源配分の効率化に結びつくことから、これを広げていくことは日本経済の活性化のためにきわめて重要である。円滑化法終了に伴う激変緩和措置は重要であるが、中小企業の中には様々なレベルで経営改善、早期再生が必要な企業も多い。現在の中小企業の再生においては、コア事業の選択と集中という処方箋だけでなく、地域間または垂直間の連携・統合などによって事業再生が成功する場合もあり、メインバンクである銀行がその取引先ネットワークを生かし、主体的に取引先企業の再生支援に取り組むことが必要とされている。そのためには、中小企業政策全般について、中小企業の再生を支援する方向で推進し、環境を整備していくことが必要である。現状ではターンアラウンドマネージャーなどの専門的人材の育成、成功した事業再生モデルのノウハウの関係者間での共有などのほか、各地で作られている地域のファンドなどのリスクマネーの提供者を事業再生ノウハウとうまく融合させる取り組みが重要になる。さらに、中小企業だけでなく、病院や学校などの多様な事業再生を各地域で相談できる体制を拡大していく必要がある。病院については、様々な規制により早期事業再生が民間レベルで進みにくいので環境を整備する必要がある。加えて、窮境企業のM&Aや事業譲渡の際に、その従業員を雇用する企業にインセンティブを付与するといった対応も必要になる。いずれにせよ、事業再生を広めていくためには、関連する規制の緩和、法制整備や雇用のスムーズな流動化を促す仕組みなど、様々な環境整備も同時に進めていく必要がある。

本件に関するご照会は、調査部・理事・翁百合宛にお願いいたします。

Tel: 03-6833-1574

Mail: okina.yuri@jri.co.jp

はじめに

2013年3月末で金融円滑化法が終了となり、中小企業や病院、学校法人などの事業再生は待たなしの状況となっている。本稿では、2000年代以降の事業再生市場を鳥瞰したうえで、今後事業再生を本格的に進めていくための具体的課題を探ることとする。まず、事業再生（私的整理）のエッセンスと成功の鍵、公的機関である企業再生支援機構等が関与する場合の違いなどについて整理する。第二に、今後の政策課題を探るため、まず2000年代中期の産業再生機構の活動を評価する。第三に、その後の事業再生市場の変化を概観する。第四に、企業再生支援機構の活動を、公表資料をもとに産業再生機構と比較しつつ整理する。さらに、最近の中小企業の動向を分析し、事業再生市場の現状について概観したうえで、事業再生を本格化するために越えるべきハードルや政府の課題について検討する¹。

1. 事業再生の6つの機能

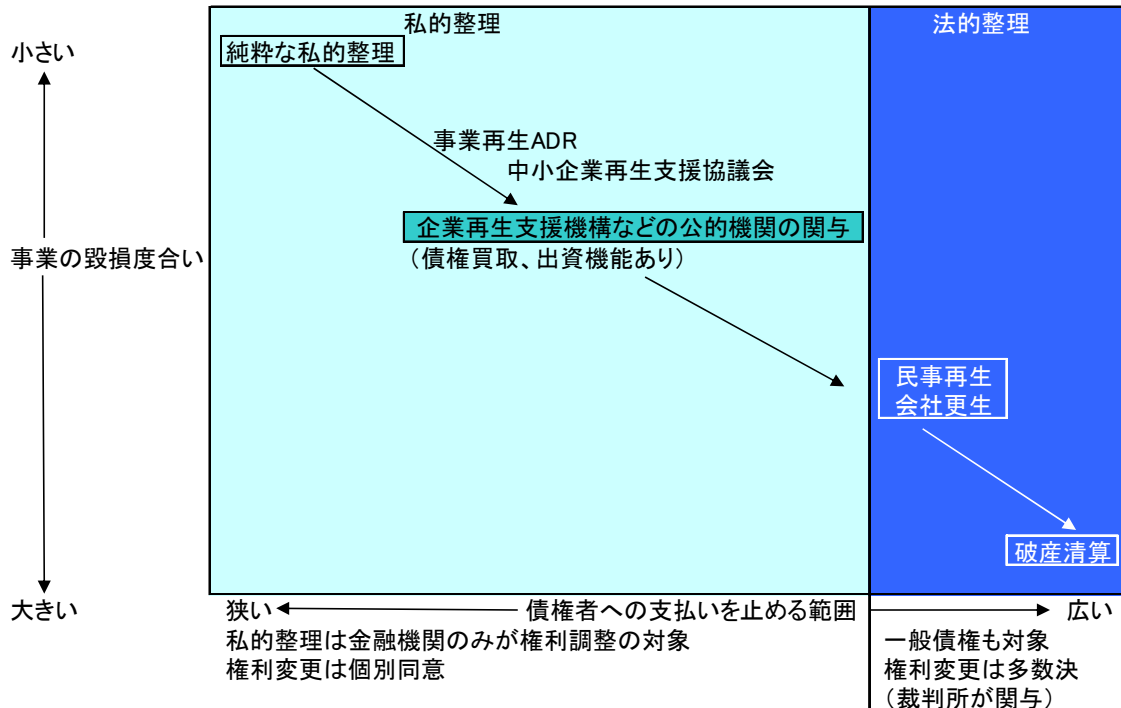
事業再生とは、経営が困難になった企業を再生することを意味するが、民間が主導する事業再生、公的機関が関与する事業再生、いずれもその取り組みは、6つの機能が必要であり、それぞれの過程における成功のポイントは『』内に整理できる（後で詳述）。

- (1) 企業分析～『ビジネスの再生可能性の検証』
- (2) 事業再生計画策定～『企業価値の算定とそれに基づく債権のプライシング』
- (3) 企業の株主・債権者間の利害調整～『交渉』
- (4) 出資や融資によるリスク負担とこれに応じた監視～『再生時リスク負担者の存在』
- (5) 企業の経営資源譲渡先、資本提供者等の開拓～『最終的資本提供者等の存在』
- (6) 収益改善のためのコンサルティング～『ハンズオンによる的確な支援』

なお、本稿では、私的整理を前提に検討を進めることとする。純粋な私的整理は、当該企業・メインバンクに加えて、再生のための一時的出資者として民間ファンドなどが取り組む（図表1の左上）。事業の毀損の程度が大きいなど、民間だけでは難しい場合、両再生機構など公的機関が関与した私的整理が行われる（図表1の中央）。さらに、それよりも事業の毀損が大きく、さらに偶発債務が見込まれるなど難しい条件を含む場合などに、民事再生法、会社更生法などの法的整理が選択される（図表1の右下）。本節では「私的整理」を前提に、まず上記の6つの基本機能を整理し、仮に官民ファンドである産業再生機構や企業再生支援機構などが関与した場合にどのような効果があるかについて、記述する。

¹ 本稿に示されている意見は、筆者個人に属し、企業再生支援機構の公式見解を示すものではない。

(図表1) 事業再生にかかる私的整理、公的機関の関与、法的整理の位置づけ



(資料) 産業再生機構公表資料に筆者が加筆修正

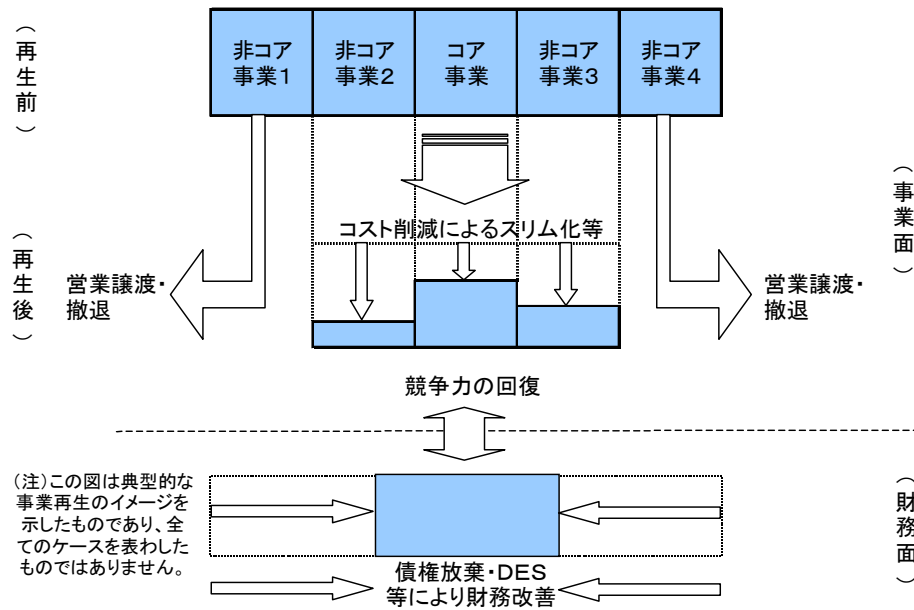
(1) 企業分析=デューデリジェンス～『ビジネスの再生可能性の検証』が鍵

まず、再生計画の基礎作りのために様々な角度から窮境企業の再生可能性、リスクの大きさについて詳細なデューデリジェンスを実施する。メインバンク、企業、出資者としては、デューデリジェンスの結果、再生計画を描けるかどうかを判断することになる。デューデリジェンスには通常かなりのコストがかかり、2～3か月の期間を要するが、公的な機関が関与する場合は、例えば中小企業案件では企業再生支援機構が一部コストを負担することにより軽減され、深掘りした分析ができるメリットがある。両機関が関与する場合は、縮小均衡となりがちな財務面のリストラだけでなく、対象企業が有している有用な経営資源に着目したビジネス面でのデューデリジェンスを重視する点が特徴である。

(2) 事業再生計画策定～『企業価値の算定とそれに基づく債権のプライシング』が鍵

次にデューデリジェンスの結果に基づき、再生が可能と判断された場合、事業再生計画を考える。財務的なリストラが先ではなく、どのように「事業」を再生するかをまず考える（産業再生機構の場合は「選択と集中」が典型的なイメージ(図表2))。その上で、事業による収益(キャッシュフロー)予想を前提とした企業価値を算出(ディスカウントキャッシュフロー(DCF)法など)し、これに基づいた財務リストラを実施する。必要金融支援(債権放棄等)額を算定、場合によってはDES(Debt Equity Swap)、またはDDS(Debt Debt Swap)などにより適切な資本負債構成を検討する。両機関が関与する場合はDCF法での債務返済能力を前提とした企業価値の算定に基づき、負担能力を超える部分は金融支援による財務リストラを行い、民間または機構による新たな出融資を伴う事業再生計画を策定する。

(図表2) 産業再生機構の場合の事業の再構築の典型的なイメージ (カネボウなど)

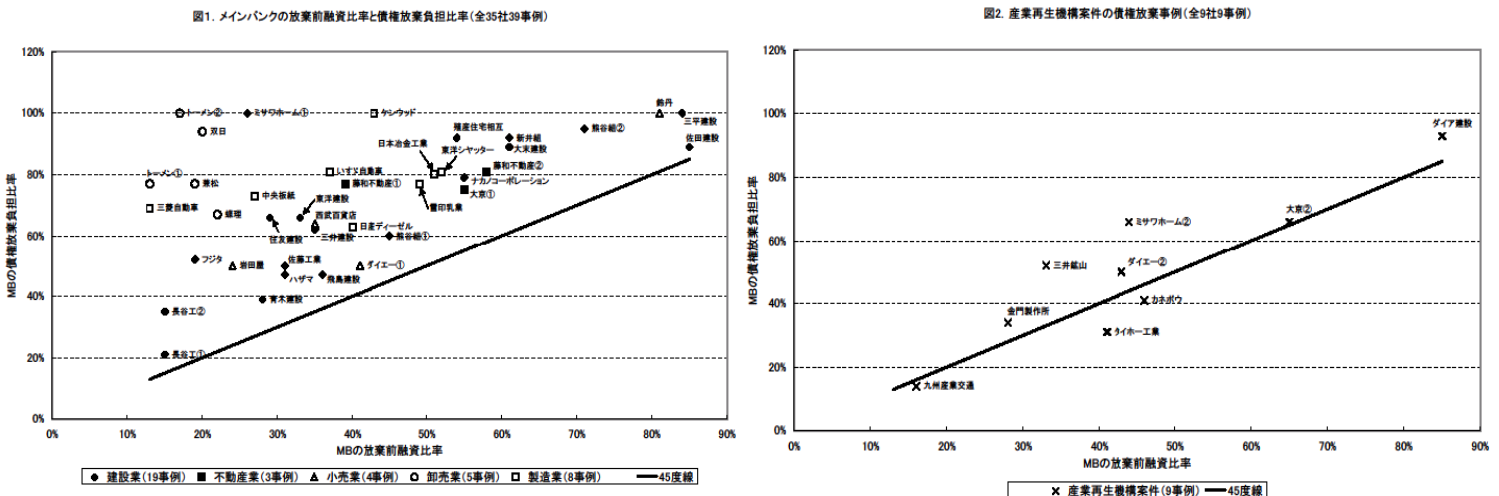


(資料)内閣府作成「産業再生機構に関するQ&A」

(3) 企業の株主・債権者間の利害調整～『交渉』の成功が鍵

事業再生計画では、通常既存株主の責任を果たすために減資等を実施するほか、メインバンク・非メインバンク共に債権放棄等を行い、損失を負担して再生を支援する。数多くの金融債権者が存在する場合、政府系機関や外国銀行が債権者の中に存在している場合、担保の権利関係などが複雑な場合などは、こうした合意をとりつけるのは難しく、交渉はきわめて厳しい。両機構は、中立的立場から金融債権者を調整し、「メイン寄せ」にならないようコーディネーターとしての役割を担う。したがって、多くの場合メイン・非メインバンクが同じ割合で損失を負担する(プロラタ負担)(図表3、福田・鯉淵 [2006]参照)。

(図表3) 産業再生機構以前と産業再生機構のメインバンクの損失負担の状況



(資料) 福田・鯉淵[2006]より引用

(4) 出資や融資によるリスク負担と監視～『再生時のリスク負担者の存在』が鍵

再生計画に添い、再生のために設備投資が必要な場合は企業やファンドなどの資本提供者が再生の段階初期から資金を拠出する。また、資金繰り支援が必要な場合はメインバンクが DIP ファイナンスを実施する。両機構は、既存非メインバンク等債権者から債権買取要請があった場合にはこれに応じて買い取り、当該企業に融資を継続する。また、再生のために不可欠で、すぐに民間の出資者が見つからない場合には出資する。産業再生機構の場合は、事前にスポンサー候補が再生計画の段階から関与したプレパッケージ型が多かった（総件数の約半分）。企業再生支援機構の場合は、28 件のうち 4 件しかない。

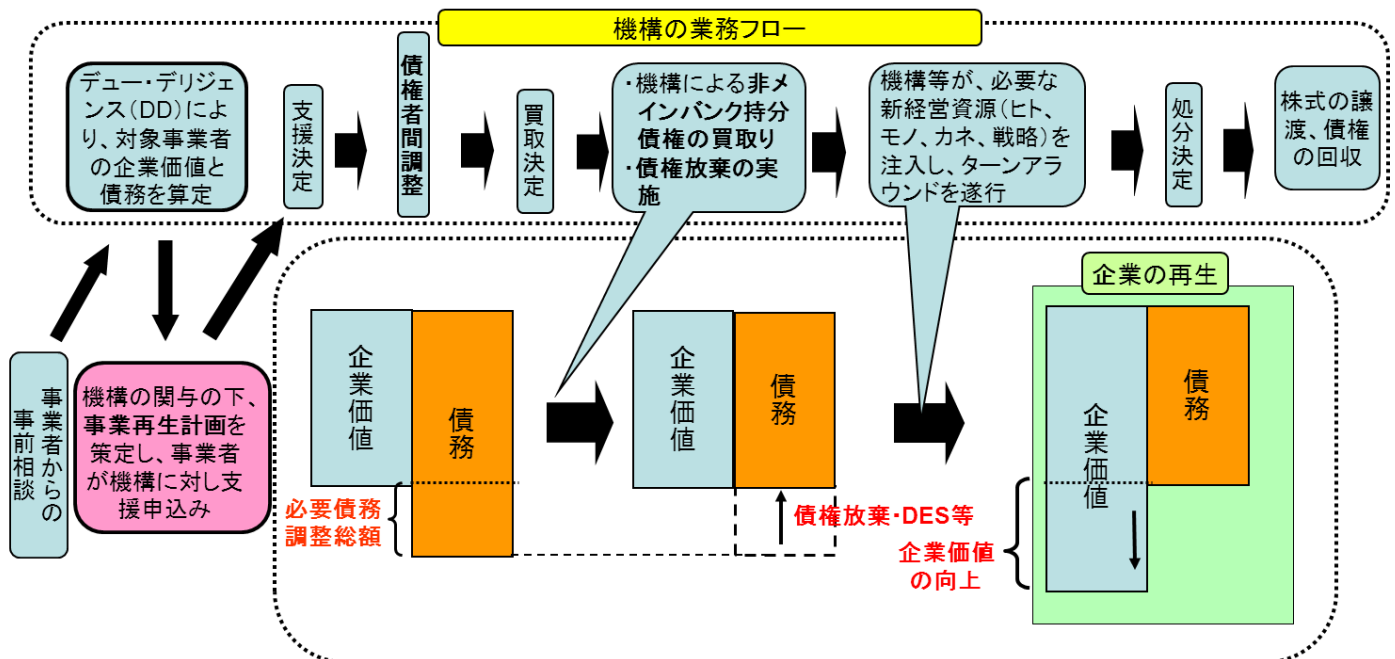
(5) 企業の経営資源譲渡先、資本提供者の開拓～『最終的な資本提供者の開拓』が鍵

企業の内外を問わず、すぐれた経営者（ターンアラウンドマネージャー）を探し出して、その経営者が再生を主導する。再生ファンドが民間であれば、できるだけ早期に高い価格で、資本提供者を開拓（IRR は二桁を狙うのが通常）、事業譲渡先もできるだけ早期に高い価格で売却できる先を探し出す。両機構には、ターンアラウンドマネージャー等のハンズオンによる人的支援も可能で早期再生実現によりスポンサーがつきやすくなるようにモニタリングする能力が備わっているほか、様々な情報が集まりヒト、モノ、カネといった経営資源の企業間市場の役割を果たすことが可能となっている。スポンサーについては再生を確実にする先を公平に選定する（フィナンシャルアドバイザーに意見を求める）

(6) 収益改善のためのコンサルティング～『ハンズオンでの適切な支援』が鍵

多くの場合、企業の自力再生に資する方向で専門家がビジネスノウハウを提供する必要がある。ガバナンス体制の強化、収益管理、給与体系革新等で収益の改善を図る。
以上の機能について、機構が関与するプロセスを図示すると、図表 4 のようになる。

(図表 4) 再生のプロセスのイメージ



(資料)企業再生支援機構

2. 産業再生機構（IRCJ）の取り組みと評価～2000年代初頭から中盤

2000年代初頭は不良債権問題に銀行が苦闘していた時期であったが、事業再生への機運はまだ乏しかった。そうした時期に「金融再生プログラム」で主要銀行の不良債権残高半減が目標となるなか、不良債権問題を産業と金融の両面から解決していくために初めて作られた官民ファンドが、産業再生機構である。産業再生機構は、株式会社形態の認可法人として2003年から2007年まで4年間活動し、国はその借入を保証した（民間と比較すると調達コストが低廉化）。ほとんどのスタッフは民間から登用され、最大時で150名のスタッフが集まった（出身は会計士、コンサルタント、弁護士、ファンド出身者など）。

産業再生機構は、支援を申し込んできた企業・メインバンクとともに、当該企業が再生できるかどうかを見極めて、支援を実施した。その支援結果の結果は次の通りである。

- 支援件数は41件、支援先債務残高合計は4兆円を超過したが、これは当時の不良債権全体の約1割（要管理債権の約1/4）。
- 支援対象者への金融支援額（債権放棄、DES 額合計）は1兆4,311億円で、借入金総額の約35%。しかし、7～8割のカットが殆ど。
- 業種別シェアは、中小旅館、卸小売など生産性の低い非製造業が件数では多かった。製造業は件数で22%。借入金ベースでは、ダイエー、大京、カネボウなどが大きく、小売、建設、製造業のシェアが高かった。
- 再生支援を申し込んだ銀行の内訳は、地銀が件数では多かったが、メガの活用も半数弱。メガでは、三井住友銀行、旧UFJ銀行の積極的活用が目についた。

以上のような支援結果であるが、産業再生機構や現在活動中の企業再生支援機構といった官製ファンドの事業再生の特徴は、次の通り整理できる。

第一に、従来のビジネスモデルを転換し、事業再構築を計画したうえで、財務リストラを実施する点である。従来のメインバンク主導型債権放棄は「財務リストラ先にありき」であり、ビジネスモデルの転換が足りない例が多かった。

第二に、資産を時価、負債を将来のキャッシュフローベースでの返済可能額と査定する点である。DCF法を前提とした企業価値評価で、債務の返済可能額を超えた部分について債権放棄してもらうことで（換言すれば不良債権の線引き基準が厳しかったこと）、出資者がリスクをとりやすくなった。

第三に、メインバンク以下すべて原則プロラタで損失負担する点である。メインバンクに過度の負担を求めず、交渉を機構にゆだねられることは、メインバンクの機構への支援要請への強いインセンティブにもなっている。破綻企業の場合、デットオーバーハング状況となり、経営者が経営を良くしようというインセンティブを失っている。このため、経営を立て直すために債務免除をする方向で債務者と債権者が協調するのがよいとわかっているにもかかわらず、債務免除額を合理的な交渉の枠組みで決定することは難しい。こうした事態において、第三者として透明性、公平性の観点から算出された債権放棄等の要請を「一度きりの提案として」交渉し、事態を打開するのが機構の役割である。

こうした事業再生の特徴を持つ産業再生機構が2000年代初頭において必要となったのは、従来メインバンクが慣行として負っていたメインバンク責任を、不良債権の深刻化で果たせなくなった事情が大きく、当時のメインバンクの補完機能を果たしたと考えられる。産業再生機構は様々な機能が

効果を発揮したが、特に、「公的」部門として強力な効果を持ったのは、①中立的立場に立った交渉の機能：ステークホルダー間の調整機能（含む公的機関との調整機能）であり、もうひとつは、②リスク負担機能であったと考えられる。その他の機能は、民間市場が発展していれば、機構が担わなくても済んだ機能といえる。特に「公的」存在故の弊害が最も懸念されるのはリスク負担機能であり、民間プレイヤーをクラウドアウトしたり、モラルハザードをもたらしたりしかねず、結果的に民間市場の発展の阻害となりえる。ただし、産業再生機構設立当時は、3. でみるように、リスクテイクする投資家の不在、専門家、ターンアラウンド経営者の不在など、事業再生市場は未成熟であったため、機構の活動はサンセットで終了し、「呼び水効果」を持った。

最終的に産業再生機構はすべての企業がエグジットし、黒字で終了した。この背景は、産業再生機構の機能が当時の状況にマッチしたことや職員の努力に負うところもあるが、2004年頃からのマクロ的な外需の伸びがフォローの風となって支援企業の経営環境を好転させた点も大きいといえる。さらに、産業再生機構活動当時窮境に陥っていた企業の特徴は、バランスシートを縮小し、「選択と集中」というビジネスモデルの転換で好転する企業が多かったことにある。多くの企業が窮境に陥った原因は、①日本経済の環境変化への対応の遅れ（「利益」よりも高度成長の幻想に基づいた「売り上げ重視」の経営）、②バブル期の過剰投資（ゴルフ場等）、③経営者のマネジメントの失敗、④コーポレートガバナンスの欠如（資本提供者、メインバンクによるデットガバナンスも有効に機能していない、社内統治体制の問題も）、⑤初歩的な経営管理の欠如などがあったが、41社の多くが、国内のコア部分に再生可能性が見込まれる企業であったため、再生が可能となった。

3. 産業再生機構の活動以降の事業再生市場の変化

2000年代初頭までの金融市場は、事業再生の阻害要因がきわめて多かった。当時の金融市場・事業再生市場における「市場の失敗」や制度上のネックは、以下の通りである。

- (1) 民間銀行の融資姿勢に問題があった（メインバンクのみに責任を押し付け（メイン寄せ）、不動産担保に偏りすぎるといった状況もあった）。こうした融資姿勢は、財務制限条項をシンジケートローンの契約時に付与したり、不動産担保融資が徐々に利用されるなど、少しずつ改善してきた。
- (2) 私的整理では、政府系金融機関は債権放棄できない状況があったが、信用保証協会も含めて、機構関与の場合は協力義務が求められ、私的整理の場合も多少柔軟化した。
- (3) 再生時の出資者の不足の問題は、2000年代以降、民間の事業再生ファンドが徐々に増加し、現在はリサ・パートナーズなど8社存在するが、まだ解決していない。
- (4) 事業再生のアドバイザーやターンアラウンドマネージャーは、民間市場における事業再生の経験者が産業再生機構出身者も含めて徐々に増加してきた。
- (5) 法的整理のハードルの高さがあったが、事業再生ADRなど私的整理の環境整備も進む（2007年）一方で、会社更生法に関しても商取引100%弁済、DIP型（経営者変わらず）、上場維持、プレパッケージ型などが採用されるようになり、私的整理との連続性が出てきた（2008年頃から）。

以上のように 2000 年代を通じて様々な努力がなされ、不良債権処理は進捗し、事業再生の件数も増え、M&A も活発化するなどの動きがみられたが、全体として専門家の活動は特に都市部中心であり、地方では進んでいなかった。

4. 企業再生支援機構（ETIC）の取り組み

こうした中で、主として地方の企業再生を促進させるために、企業再生支援機構が 2009 年 10 月から当初は 5 年間（うち支援受付は 2 年間）の期限でスタートした。再生の担い手がない地方の中堅中小企業の再生が主目的で、実際ほとんどの取り扱いが中堅中小企業であるが、大型案件も可能で、2 件実施した（JAL、ウィルコム）。基本的な組織・構造や 6 つの機能は産業再生機構と同じであり、その後 1 年間延長（金融円滑化法終了延長に伴い）、さらに 2013 年春にも組織改変される方向である。なお、金融円滑化法終了に向けて 2012 年 4 月の政策パッケージにより、支援基準（図表 5）を若干緩和した（具体的には、機構の投融资を伴わない案件では、生産性向上基準と財務健全化基準を 3 年から 5 年に緩和。さらにデューデリジェンス費用についても 10 分の 1 負担に引き下げ（従前は 1 億円か 4 分の 1 負担の低いほう））。

（図表 5） 企業再生支援機構の支援基準

<ul style="list-style-type: none"> ▶ 有用な経営資源を有していること。 ▶ 過大な債務を負っていること。 ▶ 主要債権者との連名による申込みである、又は主要債権者から同意が得られる等の見込みがあること。 ▶ 3年以内に「生産性向上基準」及び「財務健全化基準」を満たすこと。 <small>「生産性向上基準」：自己資本当期純利益率の2%ポイント以上向上、有形固定資産回転率の5%以上向上、従業員1人当たり付加価値額の6%以上向上等のいずれかを満たすことが必要。 「財務健全化基準」：「有利子負債≤キャッシュフロー×10」、「経常収入>経常支出」のいずれも満たすことが必要。</small> ▶ 機構が債権買取り又は出資を行う場合、支援決定から3年以内に債権又は株式等の処分が可能であること。 ▶ 機構が出資を行う場合、必要不可欠性、出資比率に応じたガバナンス発揮、スポンサー等の協調投資の見込み、回収の見込み等を満たすこと。 ▶ 労働組合等との話し合いを行うこと。
--

（資料）企業再生支援機構

企業再生支援機構（ETIC）と産業再生機構（IRCJ）の相違点は、以上のように、活動時期、目的の違いなどによるが、さらに印象的な点をあげれば次のようになる。

第一に、金融機関の姿勢である。IRCJ の場合は、金融庁が金融再生プログラムを進めていたため、2 年間という支援活動期間のうちになんとしてでも IRCJ を活用しようという金融機関の意思が感じられた。しかし、ETIC の場合は、円滑化法により銀行の利用姿勢は当初総じて消極的であった。金融機関の中でも、メガバンク、大手地銀に関しては、自己資本比率も高く相当引当てもしており、個別行による独自の再生プランも可能であるが、円滑化法によるリスク対応が主となって

いた第二地銀、信金、信組等の中には、円滑化法終了に向けて、機構への相談が増大している。そのような意味で、事業再生はメインバンクの意向次第の側面がある。

第二に、対象企業は、IRCJ の場合は、コアの再生可能性が高く、スポンサー候補があるが、過剰債務を抱えた企業が典型的で、その処方箋は、「選択と集中」という考えが意味を持つ例が多かった。しかし、ETIC の場合、現在の相談例は円高・空洞化、競争優位性を失った大企業の影響を受けた中小製造業が多い。地域の人口減など需要低下に直面して縮小均衡を余儀なくされている非製造業、医療法人、学校法人もある。したがって中堅企業の場合は、「選択と集中」の処方箋が効く場合もあるが、中小の場合は売り上げ減少に歯止めをかけることが難しく、むしろ他の企業との連携や統合などが意味を持つ場合が多い。前述の通り、スポンサー候補が予めあるケースは少なく、再生について相当な努力が必要な企業の相談が多くなっている。

2013年1月段階での支援結果のレビューは以下の通りである(図表6~9)。

- 支援件数は28件、既に12社がエグジット済み。債務残高は8,500億円を超過(うちJALが7,300億円)(図表6)。
- 支援対象者への金融支援額(債権放棄、DES額合計)は約6千億円で、借入金総額の約70%。JALをのぞくと平均6割強と、産業再生機構と大きく異ならない(図表8、図表10)。
- 業種別シェアは、製造業と医療法人が件数では多く、旅館など非製造業が比較的多かった産業再生機構と異なる。医療法人は民間ベースの再生がなかなか進みにくいことが背景にあると考えられる。借入金ベースでは、圧倒的大規模のJALの影響が大きい(図表7、図表9)。
- 再生支援を申し込んだ銀行の内訳は、地銀が件数では多い。メガの活用は地銀の半数弱。これら以外では信用金庫なども活用(都銀7、地銀16、投資事業有限責任組合1、信金2、商中1、債権回収1)。

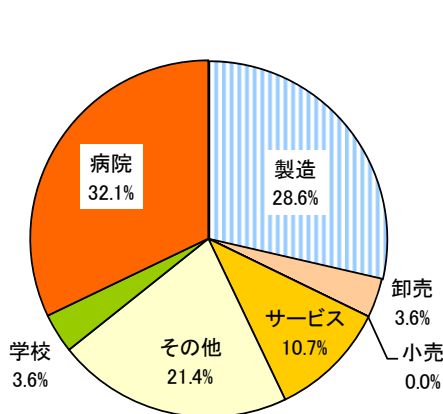
(図表6) 支援対象者リスト (平成24年4月まで)

支援決定日	支援対象事業者	事業内容
2010/1/19	株式会社日本航空等	航空運送事業、航空運送関連事業
2010/3/12	株式会社ウィルコム	電気通信事業、附帯事業
2010/3/26	セノー株式会社等	スポーツ関連器具の製造及び販売事業 トレーニング関連機器の製造及び販売事業 工事・メンテナンス事業
2010/7/7	医療法人養生院	病院及び介護老人保健施設の経営
2010/8/24	医療法人社団全人会	病院、訪問看護ステーション、デイサービスセンターの経営
2010/9/17	株式会社富士テクニカ等	自動車用プレス金型等各種金型等事業
2010/9/17	株式会社宮津製作所	自動車用プレス金型事業 自動車用樹脂成型金型事業
2010/12/2	会津乗合自動車株式会社等	一般乗合旅客自動車運送事業 一般貸切旅客自動車運送事業 一般乗用旅客自動車運送事業
2010/12/9	株式会社岸本医科学研究所等	臨床検査事業、試薬製造・販売事業、不動産賃貸事業及びその他事業
2011/2/3	藤庄印刷株式会社	総合印刷事業及びデジタル画像処理事業
2011/2/10	財団法人大原総合病院	病院、診療所、看護学校、訪問看護ステーション等の経営
2011/3/3	芝政観光開発株式会社	アミューズメント施設「芝政ワールド」の運営
2011/3/31	株式会社アーク等	新製品開発に関するトータルサービス 他
2011/3/31	医療法人博悠会等	病院、在宅療養支援診療所、介護老人保健施設、認知症対応型グループホーム等の運営
2011/4/15	ヤマギワ株式会社	特殊照明・オリジナル照明の開発販売、一般照明・インテリア商品の輸入販売
2011/4/28	株式会社沖創建設等	沖創: アパート建築事業、戸建住宅建築事業、賃貸管理事業、不動産賃貸事業等 建創: 不動産賃貸事業
2011/5/20	コロナ工業株式会社	アルミ裝飾製品等の製造販売及び加工、総合表面処理加工
2011/9/29	ジョイパック株式会社	清涼飲料受託製造(お茶・コーヒー・紅茶・果汁・野菜飲料・機能性飲料)
2011/9/29	株式会社室崎商店	漁業事業、冷凍倉庫事業
2011/12/1	株式会社グランピスタホテル&リゾート	ホテル(シティホテル、リゾートホテル、ビジネスホテル)、MC(運営受託)、総合海洋レジャー施設、ハイウェイレストラン、有料道路、ゴルフ場等の経営
2011/12/22	株式会社ダイマル、株式会社ディメール及び丸竹八戸水産株式会社	株式会社ダイマル: 水産加工品事業、商事事業、廻船問屋事業、株式会社ディメール: 食品加工品事業、丸竹八戸水産株式会社: 水産加工事業、商事事業、冷凍倉庫事業
2012/2/9	株式会社ヤマニシ	造船業、船舶修理業、鉄構造物製造業
2012/3/22	医療法人社団白銀会等	病院の経営等
2012/3/29	医療法人社団恵仁会	病院の経営等
2012/3/29	学校法人山本学園	専修学校の設置・経営
2012/4/5	医療法人社団三栄会	病院、診療所の運営
2012/4/12	医療法人盛全会等	病院及び介護老人保健施設の運営等
2012/4/12	医療法人真木会	病院、診療所の経営

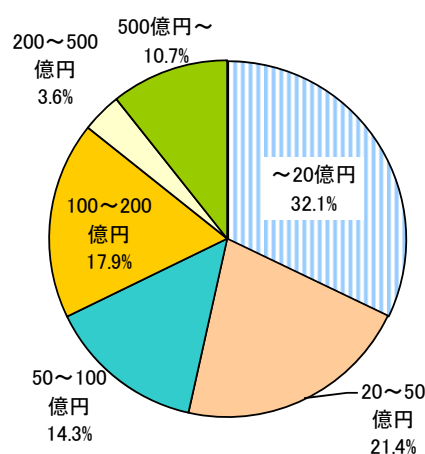
(資料) 企業再生支援機構資料より作成(色付きは、支援終了案件)

(図表7) 支援決定案(平成24年4月14日まで)の業種・売上高・負債総額別分類

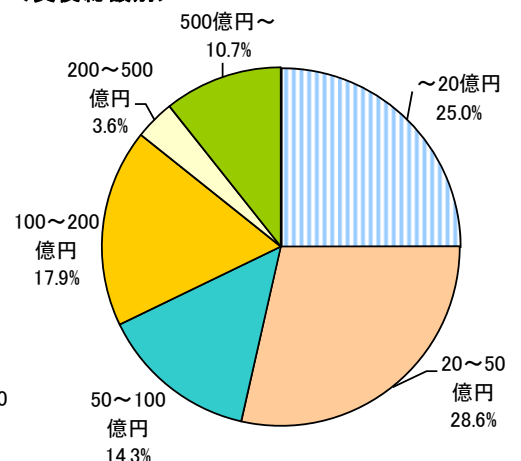
<業種別>



<売上高別>



<負債総額別>



(資料) 企業再生支援機構の再生支援事例集[2012]より抜粋

(図表8) 企業再生支援機構の支援企業や支援手法の特徴

	件数・対象事業者等
対象業種	○交通インフラ:2件(JAL・会津乗合自動車) ○通信業:1件(ウィルコム) ○製造業:8件(セノー・コロナ工業・ジョイパック・ディメール・ヤマニシ・金型3件→ アーク・富士テクニカ・宮津製作所) ○卸売業:1件(ヤマザキ) ○サービス業:3件(岸本医科学研究所:臨床検査事業、芝政観光開発:遊園地、 グランビスタホテル&リゾート:ホテルほか) ○病院:9件 ○学校(専門学校):1件 ○漁業:1件(室崎商店) ○印刷業:1件(藤庄印刷) ○住宅建築事業:1件(沖創建設)
機構が出資を行った案件	12件 (JAL・セノー・富士テクニカ・会津乗合自動車・藤庄印刷・芝政観光開発・アーク・ヤマギワ・コロナ工業・室崎商店・グランビスタホテル&リゾート・ディメール)
機構が新規融資・保証枠設定を行った案件	融資4件(JAL・博悠会・ディメール・三栄会) 保証枠設定6件(案件非開示)
機構が経営人材の派遣を行った案件	21件 (JAL・セノー・養生院・富士テクニカ・会津乗合自動車・大原総合病院・藤庄印刷・芝政観光開発・アーク・博悠会等・ヤマギワ・沖創建設・コロナ工業・室崎商店・グランビスタホテル&リゾート・ディメール・白銀会等・恵仁会・山本学園・三栄会・真木会)
出資・新規融資を行わず、債権買取りのみを実施した案件 (保証枠を設定したものを含む)	7件 (養生院・大原総合病院・博悠会等・沖創建設・白銀会等・恵仁会・真木会)
出資・融資・債権買取り・保証を実施せず、金融機関調整のみを実施した案件	8件 (ウィルコム・全人会・宮津製作所・岸本医科学研究所・ジョイパック・ヤマニシ・山本学園・盛全会等)
債権放棄依頼を行わなかった案件	4件(富士テクニカ:DES・DDS、博悠会:リスケジュール、グランビスタホテル&リゾート:DES+リスケジュール、盛全会等:DDS+リスケジュール)
DESを利用した案件	4件(富士テクニカ・アーク・コロナ工業・グランビスタホテル&リゾート)
DDSを利用した案件	7件 (養生院・富士テクニカ・ジョイパック・コロナ工業・ヤマニシ・三栄会・盛全会等)
機構手続外で事前にリース債務の調整が実施された案件	3件(コロナ工業ほか)
プレパッケージ型案件	4件(ウィルコム、全人会・岸本医科学研究所・コロナ工業)
会社更生手続を併用した案件	2件(JAL・ウィルコム)
第2会社スキームを利用した案件	13件(セノー・全人会・宮津製作所・岸本医科学研究所・会津乗合自動車・藤庄印刷・芝政観光開発・ヤマギワ・沖創建設・コロナ工業・ジョイパック・室崎商店・ディメール) (会津乗合自動車は、ノンコア部分を切り出し) (ディメールは、会社分割により1社に統合)
上場会社案件	3件(JAL・富士テクニカ・アーク)
公募社債が発行されていた案件	1件(ウィルコム)

(資料) 企業再生支援機構の再生支援事例集[2012]より抜粋

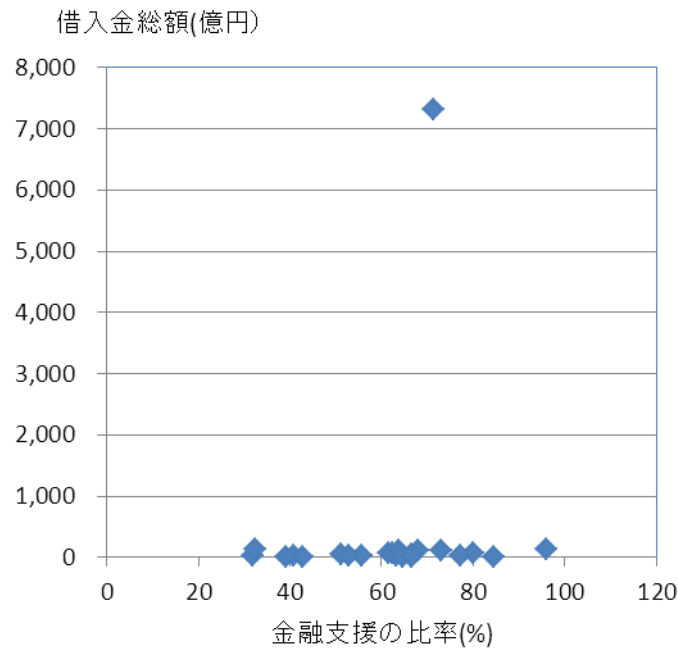
(図表 9) 医療法人の例

	養生院	全人会	大原綜合病院	博悠会等	白銀会等
支援決定日	2010年7月7日	2010年8月24日	2011年2月10日	2011年3月31日	2012年3月22日
所在地	神奈川県鎌倉市	東京都調布市	福島県福島市	大阪府大阪市	石川県金沢市
病院の機能	ケアミックス型	療養型	急性期型	ケアミックス型	療養型
病床種類・病床数	《一般病床》89床 《医療療養》109床 《老健施設》78人	《介護療養》167床	《一般病床》624床 ※本院 :429床 ※センター:195床 《精神病床》182床	《一般病床》89床 《回復期リハ》31床 《医療療養》29床 《老健施設》79人 《認知症グループホーム》36人	《医療療養》120床 《介護療養》44床
再建手法	・自主再建	・事業スポンサーへの事業譲渡	・自主再建	・自主再建	・自主再建 ・実質第二会社方式 (個人から法人)
金融支援の内容	・債権放棄 ・DDS	・債権放棄	・債権放棄	・返済条件の変更 (債権放棄なし)	・債権放棄
機構の関与	・債権買取 ・新規融資 ・経営人材派遣	・関係者間調整	・債権買取 ・融資の保証 ・経営人材派遣	・新規融資 ・経営人材派遣	・新金融機関アレンジ ・関係者間調整 ・債権買取 ・経営人材派遣

	恵仁会	三栄会	盛全会等	真木会
支援決定日	2012年3月29日	2012年4月5日	2012年4月12日	2012年4月12日
所在地	千葉県八千代市	神奈川県大和市	岡山県岡山市東区	群馬県高崎市
病院の機能	ケアミックス型	急性期型	急性期型	急性期型
病床種類・病床数	《一般病床》195床 《医療療養》120床 朝戸病院 《医療療養》52床	《一般病床》121床	《一般病床》74床 《療養病床》45床 《老健施設》100人	《一般病床》140床 高崎PET綜合画像 診断センター 《有床診療所》10床
再建手法	・自主再建	・自主再建	・自主再建	・自主再建
金融支援の内容	・債権放棄	・債権放棄 ・DDS	・DDS	・債権放棄
機構の関与	・新金融機関アレンジ ・関係者間調整 ・債権買取 ・経営人材派遣	・新規融資 ・経営人材派遣	・関係者間調整	・関係者間調整 ・債権買取 ・経営人材派遣

(資料) 企業再生支援機構の再生支援事例集[2012]より抜粋

(図表 10) 債権放棄割合の分析



(資料)企業再生支援機構公表資料より算出。

(注) 借入金総額は支援決定時公表ベースのもの。

2012年4月から円滑化法を2013年3月に終了させるために中小企業の事業再生を支援する政策パッケージが策定され、企業再生支援機構は中小企業の再生に中小企業再生支援協議会(後述)などと連携しながら一層前向きに取り組むことになった。このため、さらに相談受付を1年間延長し、支援要請を受け付けることとした。その後の状況は図表 11 の通りであり、自らの支援決定もさることながら、中小企業の相談に幅広く対応し、中小企業再生支援協議会と連携しながら、事業再生への取り組みを強化している。

(図表 11) 政策パッケージ策定以降の作業状況

○2012年4月から10月末までの相談受付状況、作業状況

相談受付件数	198件(注1)
うち、金融機関や事業者等において調整中のもの (中小企業再生支援協議会との連携案件(注2))	109件 (10件)
うち、デューデリ等、事業者や金融機関と具体的な調査・協議を行っているもの (中小企業再生支援協議会との連携案件(注2))	16件 (6件)

(注1)本年9月末までの相談受付件数:87件

(注2)相互仲介ルールに基づき、機構と協議会とが相互に案件を仲介、協力して事業再生に取り組む事案

(資料) 企業再生支援機構

5. 円滑化法終了間際の中小企業と事業再生市場の動向

(1) 企業規模別の財務諸指標の推移

80年代以降の企業財務諸指標を、法人企業統計により分析すると次の通りである。

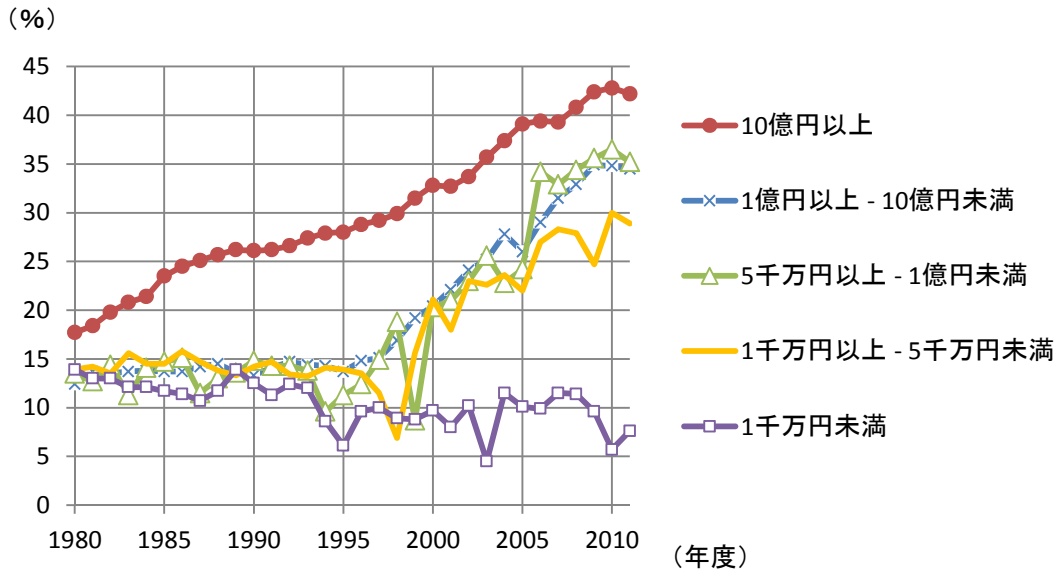
第一に、企業の健全性をみると、中小企業は、大企業の水準には届かないものの、全体としては90年代後半以降自己資本比率が上昇してきている（図表12）。しかし、資本金1千万円以下の零細な中小企業は、自己資本比率が低迷を続けている。こうした状況は、これまで信用保証協会の保証付き融資や円滑化法による返済の猶予が許容されていることもあり、零細企業に対してリスクが高くてもメインバンクなどから比較的容易に融資継続されてきたことが影響しているものと考えられる。CF対比でみた借入金残高（図表13）は、資本金10億円以上の大企業は5倍前後で安定しているが、資本金5千万円未満の中小企業の場合、10倍以上と高く、リーマンショックなど危機があるたびに国の緊急保証制度などにより借入を行っている様子が見られる。このように中小企業の借入金過多の状況は変わっておらず、資金繰りは安定しているため、結果的に危機感に乏しく事業再生に取り組む気運も乏しくなっていると考えられる。

第二に、企業の収益状況をみると、90年代に入ってから、売上高経常利益率の大企業と中小企業の格差が広がっている（図表14）。資本金10億円以上の大企業と1千万円未満の零細企業は、リーマンショック後の2009年にボトムをうち、現状は多少改善の傾向にある。ちなみに、売上高も1980年を100とすると、バブル期にピークを打ったあと、一貫して低下しており、どの規模の企業も売り上げ減少という状況に直面し、中小企業になるほど売上高は低下傾向にあることがわかる（図表15）。

第三に、企業の生産性を規模別にみると、従業員一人あたり付加価値も中小企業は低迷を続けている。資本金10億円以上の大企業は上昇を続けていたが、リーマンショック以降低下していることがみてとれる（図表16）。この間、資本装備率（有形固定資産／期中従業員数、労働に対する設備の装備）をみると、1980年代以降資本金10億円以上の大企業は上昇傾向にあったが、2000年代に入ると横ばいとなり、リーマンショック後低下傾向にある。中小企業は80年代以降一貫して横ばいで低迷し、必要な投資ができておらず、大企業との格差がきわめて大きい（図表17）。設備投資効率（付加価値／有形固定資産、資本の生産性）をみると（図表18）、全体として1980年代から97年ころまで低下し、大企業はその後も低下、中堅中小企業は2000年代になって下げ止まりの状況となり、若干格差が縮小している。

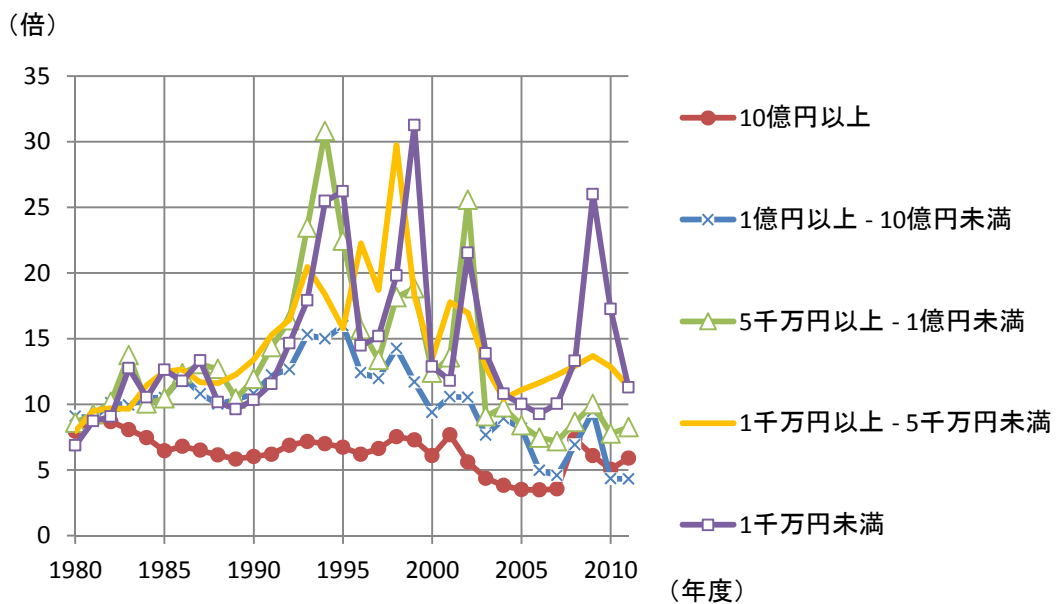
中小企業の特徴をまとめると、2000年代以降、自己資本比率については2極化し、中小企業の中でも零細企業は借入金過多の状況となっている。また、売上が伸び悩む中、収益性は、90年代以降大企業と中小企業の格差が拡大、生産性も資本装備率の格差などを主因として、その格差は傾向として拡大している。収益性が低く、生産性も低く、大企業との格差は広がっているが、特に中小の零細企業は資金繰りに困らなかったことから、必ずしもこうした状況の改善に動く必要を感じていなかった可能性がみてとれる。

(図表 12) 企業規模別にみた自己資本比率



(資料)財務省「法人企業統計」

(図表 13) 企業規模別にみた借入金／CF 比率



(資料)財務省「法人企業統計」

(注)キャッシュフロー = 社内留保* + 減価償却費計

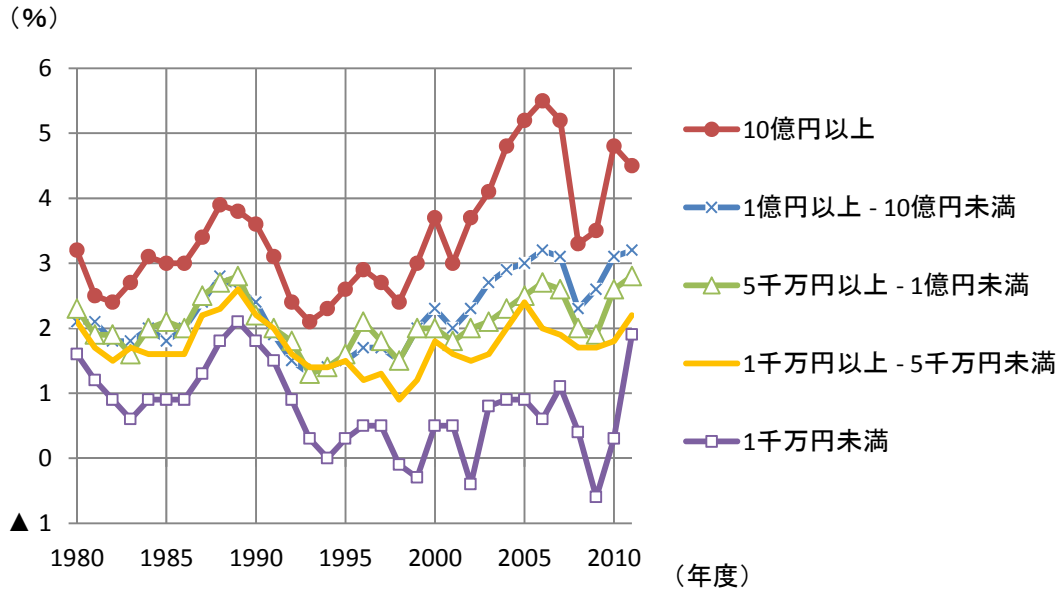
* [2006年度調査以前]

内部留保 = 当期純利益 - (中間配当額 + 配当金 + 役員賞与)

[2007年度調査以降]

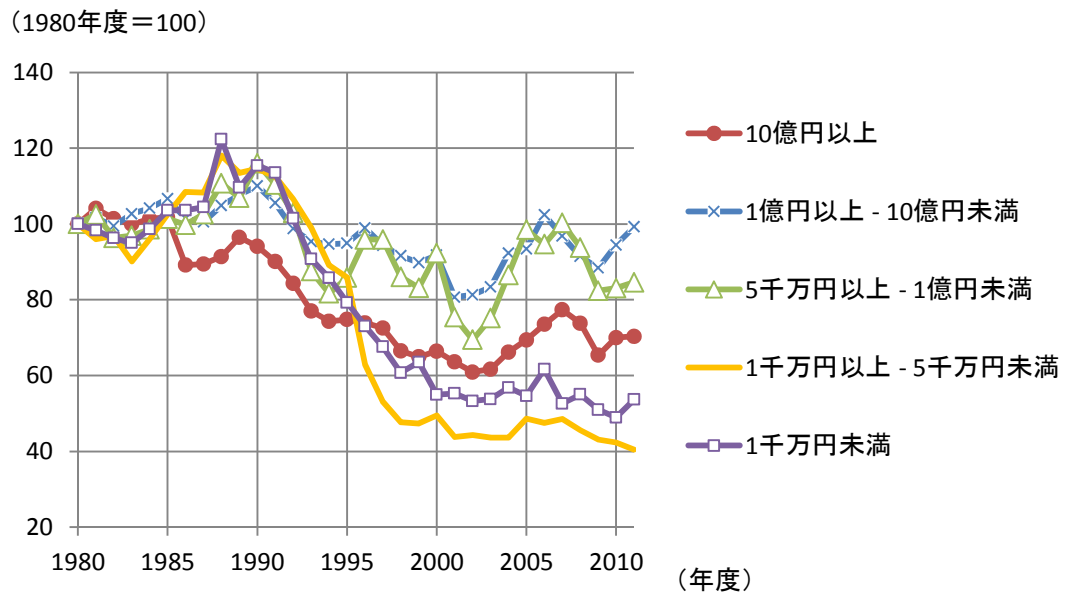
内部留保 = 当期純利益 - (中間配当額 + 配当金)

(図表 14) 企業規模別にみた売上高経常利益率



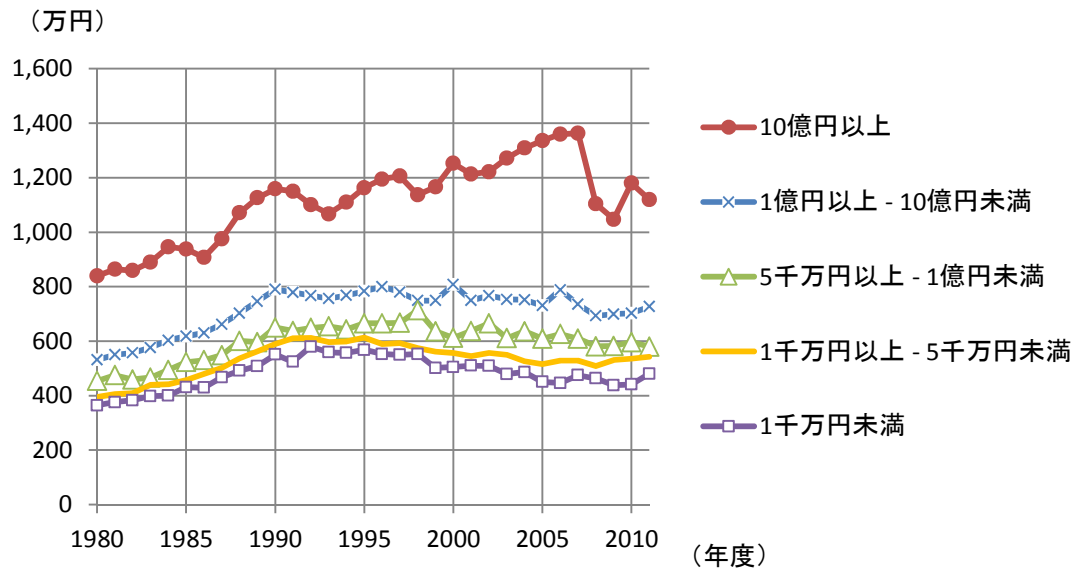
(資料)財務省「法人企業統計」

(図表 15) 企業規模別にみた一社あたり売上高推移



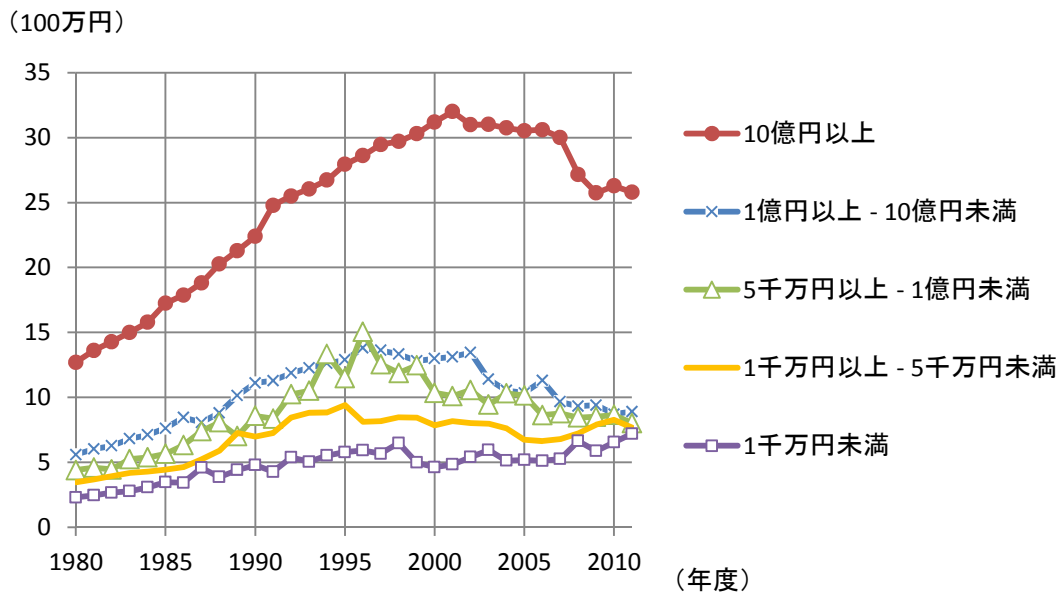
(資料)財務省「法人企業統計」

(図表 16) 企業規模別にみた従業員一人当たり付加価値



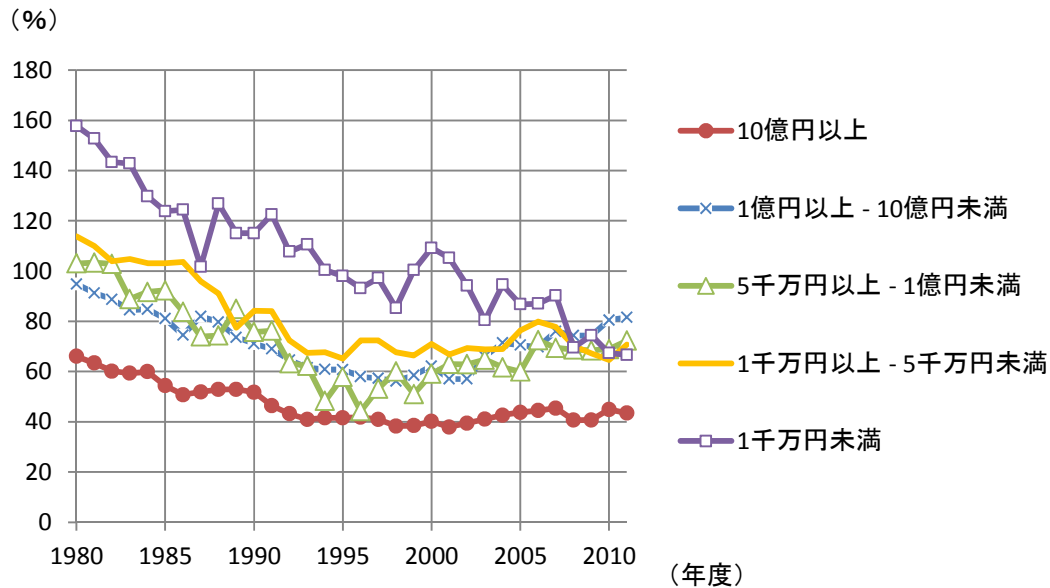
(資料)財務省「法人企業統計」

(図表 17) 企業規模別にみた資本装備率推移



(資料)財務省「法人企業統計」

(図表 18) 企業規模別にみた設備投資効率推移



(資料)財務省「法人企業統計」

(2) 事業再生市場の動向

以上のような背景から、企業再生支援機構が設立されてからも、これを積極的に活用しようという銀行、あるいは中小企業は限られていたように思われる。こうした中で、リーマンショックでマクロ経済環境が悪化し、加えて円高や技術競争力の低下から電機などここ1~2年で一部の日本製造業の優位性が失われたこともあり、本業のビジネスに打撃を受けている中小企業が増加している。さらに、地方では人口の減少が進んでおり、コストを削減しても売り上げを伸ばすことができず、単独では再生の絵が描けない企業も増加しつつある。金融庁が主導して2013年3月末に円滑化法終了を決定したことに伴い企業再生への機運が盛り上がってきた。

2000年代前半、事業再生ビジネスは大きく進展したが、現状でも東京以外の地域で企業再生に関わる人材と資本提供者は不足している。人材の点では、民間で実績を積んできたアドバイザーや産業再生機構に在籍したメンバーらが民間で活躍するようになるなど、裾野は格段に拡大しているが、その質は必ずしも全国レベルでは担保されていないように窺われる。また、企業の中に入って、経営者として再生を主導するターンアラウンドマネージャーが不足している。さらに、政策パッケージによって、協働作業を行うようになってきた都道府県の中小企業再生支援協議会²なども実績を上げはじめているものの、地域によって人材の層の厚みが異なりさらなる陣容の強化が求められる。資本提供者の不足も深刻であるが、最近地銀等が出資している地域再生ファンドが各地で増加しており、今後の出資者として期待される。ただし、最終的な事業の再生、継続発展には、中小企業の場合は、事業スポンサーが見つけれないと長期的に厳しい可能性が高いと考えられる。

中小企業は前述のとおり、マクロ経済環境の悪化や海外との競争の激化などから、コアビジネス

² 中小企業のために2003年の産業活力再生特別措置法によって設置が決まり、各都道府県に配置された組織で、常駐の専門家が中小企業の再生の相談を受け付け、再生計画などの策定を行うが、リスクを負う機能は持っていない。弁護士、地銀のOBなどが企業再生への助言を行っている。

の競争力が落ちているケースもあり、その場合再生の難度は高くなっている。再生に取り組む契機を与えるのは債権者である銀行であるが、前述の通り銀行もすでに引き当てを十分手当しているところは再生への取り組みに積極的であるが、引き当てが足りない場合には消極的であり、その差が大きい。再生への取り組みが積極的なところは、目利き能力、債権者間の交渉、地元ネットワークを生かした M&A の仲介などを行っている。地元企業の事業再生への取り組み姿勢は、メインバンクである地元地銀の影響を大きく受け、さらに地元地銀は、下位債権者である他のメガバンクの動向や金融庁のスタンスに大きな影響を受けている。

6. 事業再生と経済活性化—事業再生を一段と広げていくための課題

事業再生は、事業と財務の適切な再構築を伴うものであれば、窮境企業で生かされていなかった人的資源も活性化し、新たな設備投資も可能となり、企業の生産性向上に結びつく。また、事業再生が進み、企業の新たな活路が開かれれば、事業者などによる M&A を通じてマクロ的にみた資源の効率的配分にも寄与するはずであり、ミクロレベルの事業再生を広げていくことは、今後日本経済全体としての成長に結びつくきわめて重要な取り組みである。

(1) 円滑化法終了と求められる中小企業政策の転換

現在、そうした事業再構築を必要とする企業は大企業もさることながら、中小企業にきわめて多く存在し、再生可能性がある企業も少なくない。中小企業の中には簡単な経営支援で改善する先も多いと思われるが、窮境企業について再生を図ろうとすれば、コアの事業を立て直し、その事業の発展による CF ベースの企業価値評価によりバランスシートの負債を圧縮して財務リストラを行う一方、コストを低下させて収益を改善するという当たり前の処方箋を貫かなければ再生は成功できない。その決断ができるかどうかがかぎであり、再生の過程で最終的に当該企業の事業とシナジーのある企業の長期出資者が現れることが成功のポイントになる。

したがって、円滑化法終了に伴い激変緩和に留意することは必要以上の倒産を防止するためにきわめて重要であるが、中期的には再生への取り組みを促していくことが日本経済の再生のために不可欠である。そうした再生の取り組みは、当該企業や債権者にとっては一時的には厳しくてもこれを実現しないと、当該企業は長期的には生き残れず、単なる資金繰り支援を続けることは問題先送りに作用し、疲弊した中小企業が増加していくことになってしまう。この点、中小企業政策全般について、中小企業の再生や業種転換、統合や再編を支援し、生産性を向上させていくための政策の発想転換が必要になるし、そうした政策転換に基づき、銀行に対しても取引先企業の延命から再生支援の方向に経営の発想を転換させていく必要がある。中小企業の場合は、取引先銀行がその取引先ネットワークを生かし、事業スポンサーを見つける努力をしながら主体的に再生を支援していく必要がある。

(2) 求められる専門的な人材の育成、再生ノウハウの共有、リスクマネー提供者

事業再生に関わる専門的な人材の育成はきわめて重要である。企業再生支援機構が組織改編される予定の地域経済活性化支援機構（仮称）³や前述の中小企業再生支援協議会などでは、そうした人

³ 現在、企業再生支援機構をさらに、地域の中小企業に重点をあてて支援する組織に改組する方向で議論が行われている。たとえば機構が地域金融機関と連携し、地域金融機関の作ったファンドに

材を育成し、人材が民間に還って活躍できるようにする役割が求められる。また、こうした組織は、ターンアラウンドマネージャーの育成にも、心がけるべきであろう。個別再生案件においても、再生に成功した場合の報酬が得られるように工夫してインセンティブを付与する仕組み、たとえば再生の際のストックオプションを持たせ、再生計画にビルトインさせるなどの工夫を入れて、ターンアラウンドマネージャーの育成を図っていくなどの方策が考えられる。

また、成功した事業再生のプロセスや手法を関係者で共有していくことが重要である。たとえば、産業再生機構では九州産業交通、関東自動車など路線バスなどの公共交通を多く扱ったが、こうした公共交通の再生モデルはその後全国で適用され、現在公共交通の多くが再生している。このように、事業再生のモデルを関係者が学び、共有して民間で適用できるような仕組みを作ることも必要である。

さらに、再生の段階での資本提供者を増やしていく必要がある。民間の再生ファンドが活動しやすい環境を作るなど、市場の育成はきわめて重要である。この点、地域再生ファンドが全国に作られるようになってきていることは望ましいが、中小企業再生支援協議会やその他の民間事業者、または信頼できる事業再生のアドバイザーなどと必要なノウハウとうまく組み合わせ資金を有効に活用し、出資者のアップサイドを狙えるようにすることが重要である。

（3）事業再生を全国に広げていくための環境整備

中小企業再生支援協議会は、現在中小企業は取り扱うことができるが、所管官庁が異なることから医療法人、学校法人などは扱えない。企業再生支援機構に対して医療法人の再生支援相談が多かったことを考えると、今後中小企業再生支援協議会においても、各地域の医療法人、学校法人、農業法人など多様な法人の事業再生を相談できるような体制を敷くよう機能を拡充することが必要であろう。

医療法人の事業再生のための環境整備も必要である。主に医療行政分野では、厳格な病床規制により統合相手候補があってもすぐに実現できない、異なる法人形態の統合が難しい（たとえば医療法人財団と社団）、理事などの役員が病院関係者に限られている、企業のような会社分割が難しく、事業譲渡方式を取らざるを得ないなど再生手法が限られている、福祉医療機構の債権放棄が簡単にはできない、医療法人の場合、医師などでなければ出資ができない制約から資本提供者が現れないなど、多くのハードルを乗り越える必要があり、民間レベルでの私的整理が難しい状況にある。こうした状況を打開するための環境整備が急がれる。M&A が今後必要なのは、医療法人だけでなく、学校法人も同様である。少子高齢化に伴い、学校法人の統合は今後増えていくことが予想される。これらの法人の M&A 法制についても早急に整備していく必要がある。

さらに重要なのは、窮境企業の M&A や事業譲渡の際に、窮境企業の従業員を雇用する企業にインセンティブを付与することである⁴。当該企業の事業再生の際に新たに M&A や事業譲渡などにより苦境にある企業の事業を譲り受ける企業に対して、旧企業の雇用をできるだけ確保するようインセンティブを付与するような助成金を工夫する方が、スムーズな雇用の流動化と事業再生へのインセンティブ、そして成功を通じて、より経済の活性化に資すると考えられる。

以上

も出資する方向で業務を拡大するなどの内容を盛り込み、通常国会に法案が提出されている。

⁴ 平成 20 年に終了した不良債権処理就業支援特別奨励金のような助成金が有効である。

参考文献

翁 百合[2010]『金融危機とプルーデンス政策』第3～5章 日本経済新聞出版社

河本・渡辺・中桐・中井・田村・吉田[2012]「企業再生支援機構の再生支援事例集」『事業再生と債権管理』No.137

財団法人 商工総合研究所[2011]「中小企業の財務構造の変遷」

福田慎一・鯉渕賢[2006]「不良債権と債権放棄」『経済研究』一橋大学