



JRI news release

企業再生ビジネス活性化に向けた課題

2003 年 10 月 3 日

株式会社日本総合研究所 調査部

経済・社会政策研究センター

<http://www.jri.co.jp/>

（会社概要）

株式会社 日本総合研究所は、情報システム・コンサルティング・シンクタンクの3機能により顧客価値創造を目指す知識エンジニアリング企業です。システムの企画・構築、アウトソーシングサービスの提供に加え、内外経済の調査分析・政策提言等の発信、経営戦略・行政改革等のコンサルティング活動、新たな事業の創出を行うインキュベーション活動など、多岐にわたる企業活動を展開しております。

名 称：株式会社 日本総合研究所（<http://www.jri.co.jp>）

創 立：1969年2月20日

資本金：100億円

従業員：3,429名

社 長：奥山 俊一

理事長：柿本 寿明

東京本社：〒102-0082 東京都千代田区一番町16番 TEL 03-3288-4700（代）

大阪本社：〒550-0013 大阪市西区新町1丁目5番8号 TEL 06-6534-5111（代）

本レポートに関する照会は、調査部 藤田（TEL03-3288-5054）までお願い致します。

fujita@rsc.jri.co.jp

《要 旨》

1. 急増するファンドによる企業再生

企業再生ファンドとは、再建可能な事業を持つ企業に対して投資を行い、投資先企業を再建させたうえで株式公開(IPO)やスポンサー企業への売却(M&A)により高いリターンを狙うプライベート・エクイティの一種。リターン追求には、過剰債務の処理と同時に問題企業の事業再編や経営指導を通じて企業価値を高めるアプローチが一般的。わが国では政府が2001年秋の改革先行プログラムにおいて、企業再生ファンドの設立促進を盛り込んだことを契機としてファンドの設立・投資が活発化。2003年7月には投資枠が1兆円を超過。

2. 再生ファンド増加の背景

企業再生ファンドが最近急増した背景としては、返済条件を緩和して、再生の時間を引き伸ばす銀行主導型の企業再建手法が1990年代以降利用できなくなったこと、銀行の不良債権処理が「要管理先」にまで進捗し、債権の正常化が銀行の重要な問題と認識されるようになったこと、近年企業の組織再編や再生手続に関する法的整備が著しく進んだこと、の3点を指摘可能。

3. 残された課題と提言

(1) 私的整理にも法的整理と同様の税のメリットを

私的整理においても恣意性がなく合理性がある場合には、法的整理と同様の税制のメリットを認めるべきである。

(2) プレパッケージ型法的整理の制度整備

適切な情報開示を条件として、事前の債権者の同意に法的整理段階での拘束力を認める手続を整備し、簡易迅速な「プレパッケージ型」再生を可能とすべきである。

(3) 不良債権関連情報の整備

銀行の系列を超えて不良債権取引に関する情報を集約し、幅広い投資家層がアクセスし、効率的にスポンサーや営業譲渡先を探し出せるようにすべきである。これらの情報開示は、不良債権の価格発見の円滑化や不良債権ビジネスの報酬適正化にも資する。

(4) DIP ファイナンスの促進

事業再生手続きに入った企業に対する融資(DIP ファイナンス)を開示債権の対象外とし、一般共益債権に対する優先弁済権を認めて、銀行の積極的な融資を後押しすべきである。

(5) 投資事業有限責任組合法の制定

対象を中小企業に限定することなく、事業買収目的の投資組合を一般的に認めるべきである。

(6) 不良債権ビジネスへの投資家層の拡大

投資信託関連法令を改正し、企業再生ファンドに対する投資信託を広く認めるべきである。

4. 今後の企業金融のあり方

企業再生ファンドを活用した事業再生の成功例が現れてくるなかで、銀行自身も企業金融の手法を変化させていく必要がある。すなわち、企業金融の適切なモニタリングと相俟って、銀行自身が企業再生ビジネスを新たな収益源とすること、市場での貸出債権の転売等、市場型間接金融の仕組みを活用しながらモニタリングを強化する融資方法を採用すること、経営者個人の包括根保証に代えて、財務制限条項等を活用して融資先企業の経営を規律付けるとともに、経営者個人の資産状況に応じて保証債務額を限定すること、が期待される。

以上

1. 急増するファンドによる企業再生

企業再生ファンドとは、未公開株式に投資するプライベート・エクイティの一種である。その特色は、再建可能な事業を持つ企業に対して投資を行い、投資先企業を再建させたうえで株式公開（IPO）やスポンサー企業への売却（M&A）により高いリターンを狙うことにある。リターン追求の方法は、単に問題企業に対する債権を安く買い集め、転売・回収して利益を上げるアプローチ（いわゆる「ハゲタカファンド」）は現在では殆どなくなり、過剰債務問題の処理と同時に、問題企業の事業再編や経営指導を通じて企業価値を高めるアプローチが一般的に。

ファンドには、予めプロの投資家から金銭出資枠を確保し、事後的に再建対象企業を選定して複数に分散投資する「ファンド型」、個別企業の再建のために、事業スポンサーを中心に、取引金融機関、外部の投資家らがファンドを組成する「個別企業型」がある。

（図表1）ファンド型と個別企業型の例

種類	名称（運営企業）	主な出資者
ファンド型	NMC.2002.L.P. （日本みらいキャピタル㈱）	NTT データ、森トラスト、カテナ、日本政策投資銀行
	日本リバイバルファンド （フェニックス・キャピタル）	東京三菱銀行、三井住友銀行、パシフィックマネジメント
個別企業型	さくら野百貨店企業再建ファンド	武田、日本政策投資銀行、みちのく銀行
	ダイエー企業再建ファンド	UFJ銀行、三井住友銀行、みずほコーポレート銀行、日本政策投資銀行
	エア・ドゥ企業再建ファンド	全日本空輸、日本政策投資銀行、北洋銀行、札幌銀行

（出所）各種報道より日本総合研究所作成

従来、わが国では主取引銀行の債権放棄などにより企業再建を手がける場合が大半であったが、政府が企業再生ファンドの設立促進を 2001 年秋の改革先行プログラムに盛り込んだことを契機として最近ファンドの設立・投資が活発化。2003 年 7 月には投資枠が 1 兆円を超過した¹。わが国の預金取扱金融機関の要管理債権は 2002 年度末時点で 19.2 兆円あり、潜在的市場規模は相当大きい。

（図表2）金融再生法開示債権の推移

（単位：億円）

	1998 年度末	1999 年度末	2000 年度末	2001 年度末	2002 年度末
金融再生法開示債権	425,510	409,350	429,850	524,420	445,070
破産更生等債権	142,050	112,470	110,610	103,960	87,020
危険債権	203,910	197,040	186,270	229,120	166,200
要管理債権	79,550	99,840	132,970	191,340	191,840

（出所）金融庁

¹ 日本経済新聞 2003 年 8 月 20 日

2. 再生ファンド増加の背景

このように企業再生ファンドが最近急増した背景としては以下の三点を指摘可能。

(1) 銀行主導型企业再生の限界

従来の銀行主導の再建策は、既存債務の返済条件緩和による時間引き伸ばしの手法。その間に資産価値の上昇、景気回復による事業性の好転を期待。1990 年代以降は資産価格の下落が続いたことから、この手法は限界に。

従来の銀行貸出は企業のバランスシート全体に対するものであり、個別の事業性やキャッシュフローに着目するものではないため、銀行から事業ごとの切出しや統合というリストラクチャリングの方策を提示することが困難。

貸手、借手という立場の違いによる利益相反の可能性、銀行からの人材派遣等のしがらみから大胆な施策が困難。

(2) 不良債権処理の進捗

銀行の不良債権処理が破綻先から破綻懸念先、要管理先にまで進捗しているところに、昨年秋に大手行の不良債権比率を 2005 年 3 月末までに半分程度に低下させることを目標とした「金融再生プログラム」が打ち出されたことで、企業再生による債権の正常化が銀行の重要な問題と認識されるようになった。従来、破綻予備軍である要管理先に対しては、早期処理による損失発生やレピュテーションリスクを恐れて、銀行自らは積極的に動きにくかった。

(3) 早期着手、迅速再生への体制整備

近年、持ち株会社の解禁(1997 年)、合併法制の見直し(1997 年)、株式分割制度(2000 年) など、組織再編に関する法的整備とともに、産業再生法施行(2000 年)、私的整理ガイドラインの策定(2001 年)、改正会社更生法施行(2003 年)など、事業再生に関する法的整備が進捗。

中小企業等投資事業有限責任組合法の制定(1998)により、税制メリットを享受できる国内投資ファンドの法的根拠が明確になり、さらに産業再生法の改正(2003)により限定されていた投資対象企業も拡大。

過剰債務の有力な解消方法である「債務の株式化(デット・エクイティ・スワップ)」に関して、独占禁止法(銀行の株式保有 5%ルール)との抵触、債権評価額の決定方法や検査役検査の要否等、実務的な問題点が立法や判例により相当部分解決。

3. 残された課題と提言

近年、企業再生に関する環境整備は大幅に進んだが、なお以下の問題点が残存。

(1) 私的整理に法的整理と同様の税のメリットを

現在、私的整理ガイドラインが制定されて、迅速・簡便な再生への道が開かれており、合理性がある場合には債権放棄による無税償却が認められている。しかし、ガイドラインを利用した場合であっても、資産評価損の計上や繰越欠損金の算入順序については、私的整理は法的整理に比べてメリットが小さい。恣意性がなく合理性が認められる場合には、私的整理に法的整理と同様の税制のメリットを認めるべきである。

(図表3) 各手続きの税務上の差異

	会社更生法	民事再生法	私的整理ガイドライン
資産評価損の損金算入 (法人税法第33条)	認められる	認められる	認められない
債務免除益に対する繰 越欠損金の算入 (法人税法第57条)	期限切れ欠損金から算 入	青色欠損金から算入	青色欠損金から算入
欠損金の繰戻還付請求 (法人税法第80条)	認められる	認められる	認められない

(出所) 日本総合研究所作成

(2) プレパッケージ型法的整理の制度整備

私的整理は法的整理に比べて簡便で、費用や時間の節約メリットがあるが、債権者全員の合意が必要であり、多数債権者が存在する場合には協議が困難。一方、法的整理は債権者間の公平を図る必要から手続きが比較的厳格・複雑で費用や時間が掛かる。米国においては、企業とスポンサー、主要債権者が事前に再建計画に同意した上で法的整理に持ち込む「プレパッケージ型」²再生が多用されており、迅速、低コストの企業再生を可能なものにしている。わが国の民事再生法にも届出債権額5分の3以上の同意があれば債権の調査・確定手続を省略できる「簡易再生」制度が用意されているが、米国のように法的手続きにおいて事前の同意が拘束力を持つことはない。適切な情報開示を条件として、債権者の事前の同意に法的整理での拘束力を認め、プレパッケージ型再生の利用を可能にすべきである。

(3) 不良債権関連情報の整備

現在、企業再生ファンドが再生案件を手掛ける場合、銀行が個別必要に応じて特定のファンドに対して情報を提供し、打診を受けた再生ファンドが密室でスポンサーや営業譲渡先を探すことが多い。これは、企業再生＝倒産というネガティブな認識が一般的な状況のもとでは、企業のブランド価値保護のためにやむを得ない面がある。しかし、早

² 予め債務者たる企業と主たる債権者、スポンサーが大まかな再建計画について合意した上で、法的整理

期の企業再生の着手が多くなり、必ずしもそれが倒産を意味しないとの認識が広がるようになれば、このような密室性を維持する必要性は小さい。むしろ幅広い投資家層にアクセスし、効率的にスポンサーや営業譲渡先を探し出すためには、銀行の系列を超えて不良債権取引に関する情報を集約し、投資家に提供することが必要。さらに、わが国でも企業再建を引き受ける米国の「ターンアラウンド・マネージャー」³に相当する人材育成の取組みが始まっているが、公募制の活用によって、再生案件と適切な人材を効率的にマッチングする仕組みを早期に整備することが重要である。これらの不良債権ビジネスに関する情報開示は、不良債権の価格や最適な解決策を見出すのに効率的であるばかりでなく、不良債権ビジネスの報酬適正化にも資する。

(4) DIP ファイナンスに関する問題

わが国では事業再生手続きに入った企業に対する融資を米国の制度に準えて「DIP ファイナンス」⁴と称しているが、銀行は不良債権が増加することから消極的姿勢。金融検査マニュアル改訂により、金融再生法上の債権分類については、合理的な再生計画が認可された場合には、非分類もしくは第2分類と扱うとされたが、銀行法上の開示債権については手当てがされておらず、なお銀行の積極的な融資を躊躇させる要因が残る。DIP ファイナンスについては、銀行法上の開示債権の対象としないように改定するほか、米国同様の一般共益債権に対する優先弁済権を立法的に認めて、銀行が積極的に DIP ファイナンスに取組めるようにすべきである。

また、米国での DIP ファイナンスの多くは融資枠契約の形式を採るため、再建企業の資金需要に機動的に 대응することが可能であるのに対して、わが国では融資枠契約が大企業や中堅企業に対してのみ例外的に認められ、中小企業には利息制限法や出資法の趣旨から認められていない。しかし、DIP ファイナンスが緊急かつ一時的な性質を有することを考慮すれば、DIP ファイナンスにおいては中小企業に対する融資枠契約を認めるべきである。

(5) 投資事業有限責任組合法の制定

現在の国内投資ファンドの法的根拠は、中小企業等投資事業有限責任組合法または産業再生法の特例措置による投資事業有限責任組合である。これらの法律に基づいて投資ファンドを設立すれば、有限責任組合員の責任が有限であることが法的に担保されるほか、課税も組合ではなく各出資組合員に対してのみ行われるメリットがある。しかし、前者は投資対象が中小企業に限られるうえ、事業者を債務者とする金銭債権の取得や融資もできな

を行い、直ちに従たる債権者との調整を経て速やかに再生される仕組み。米国において多用されている。

³ 経営破綻した企業や、過剰債務を抱えて破綻寸前の企業に乗り込んで、再建に取り組む専門家のこと。「再生請負人」とも呼ばれる。

⁴ 狭義には法的再生手続の申請後、再生計画決定までのつなぎ運転資金目的の融資を指すが、広義には再生計画決定後の必要なリストラ資金、設備資金に対する融資を含む。

い。後者も産業再生法の適用期間のみの限定措置であり使いにくい。事業買収を目的とする投資組合を一般的に認めるとともに、投資対象制限の撤廃が必要。

(6) 不良債権ビジネスへの投資家層の拡大

現在企業再生ファンドは、複数の機関投資家が出資するものが多いが、一層の投資家層拡大のためには、企業再生ファンドへの投資信託を設定し、広く個人投資家が出資する仕組みが考えられて良い。企業再生案件であることから公開株式への投資に比べてリスクが大きい、適切なディスクロージャーやファンド・オブ・ファンズ⁵方式でリスク分散を図ることで、個人投資家が出資しやすい商品設計の工夫が可能である。現在、中小企業等投資事業有限責任組合法に基づく投資ファンドへの投資信託の設定は法的に可能であるが、リミテッド・パートナーシップ⁶などそれ以外の形態のファンドに対する投資信託は法的に認められていない。投資信託関連法令を改正し、企業再生ファンドに対する投資信託を広く認めるべきである。

4. 今後の企業金融のあり方

このような企業再生ファンドを活用した事業再生の成功例が現れてくるなかで、銀行は企業金融の手法を変化させていく必要がある。

(1) 企業再生ビジネスを新たなビジネスモデルの中核に

大手銀行は企業再生の専担部署を行内に、あるいは別会社をグループ内に設けて本格的に企業再生ビジネスに取り組み始めている。銀行による企業再生ビジネスは、現時点では不良債権処理の延長として行われているが、将来的には企業金融のモニタリングと相俟って新たな収益源とすることが期待される。すなわち、現在企業再生ファンドが行っているサービスを、銀行自身で行える程度に内部で人材が揃ってくれば、銀行の企業金融における新たなビジネスモデルへと発展させることが可能である。

(2) 市場型間接金融を活用したモニタリングの強化

従来、銀行は担保に依存しながら、企業のバランスシート全体に対して貸出を行い、事業ごとの分析やモニタリングを欠いたため、銀行が融資先企業の特定事業の変調を察知することや、事業再編に関する有効な方策を発見することが困難であった。ところが、企業のキャッシュフローに着目し、財務制限条項を活用してモニタリングする融資方法を活用すれば、より早期の企業再生着手が可能になるばかりか、事業再編時の方策の発見も容易となる。さらに、銀行が貸出債権を市場で転売するようになれば、直接のリレーションシ

⁵ 直接株式や債券に投資するのではなく、投資信託に投資する投資信託。複数の投資信託を組み合わせることでリスクを抑えることが出来る。

⁶ 米国の制度。無限責任を負うジェネラルパートナーと有限責任のリミテッドパートナーからなり、投資を前提にリミテッドパートナーから資金を集め、これをジェネラルパートナーが投資をする。事業により得られた収益は契約に基づいてジェネラルパートナーとリミテッドパートナーで分配される。

ップを持たない投資家によっても企業のモニタリングが可能となる。このように、企業金融において市場型間接金融の仕組みを活用しながらモニタリングを強化する融資方法を取り入れていくべきである。

(3) 個人債務保証慣行の見直し

銀行が中小企業に融資する場合、人的担保として経営者個人の包括的な債務保証を要求することが一般的である。債務の保証には企業融資に対する信用補完と経営の規律付けの意味がある。しかし、事業に変調が生じた際には、保証債務の履行を恐れる経営者が再生手続の申し立てに躊躇するので、再生の早期着手が出来ないという弊害があった。既に負担している保証債務については、企業本体と一体となった経営者個人の民事再生手続が有効と考えられ、裁判実務でもその慣行の定着が試みられているところである。もっとも、今後の中小企業金融のあり方としては、経営者個人と企業の財産の明確な分離を前提に、コベナンツ（遵守条項）⁷等を活用したモニタリングによる経営の規律付けとともに、包括根保証ではなく、経営者個人の資産状況に応じた限度額に抑えた債務保証を要求することが望ましいと思われる。

以上

⁷一定の遵守事項に違反した場合は、融資条件の変更や期限の利益喪失による全額返済を定めた融資契約に付随する条項。