

及川ゼミ

事業再生と産業再生機構

及川ゼミ 和田美香

1. 研究動機

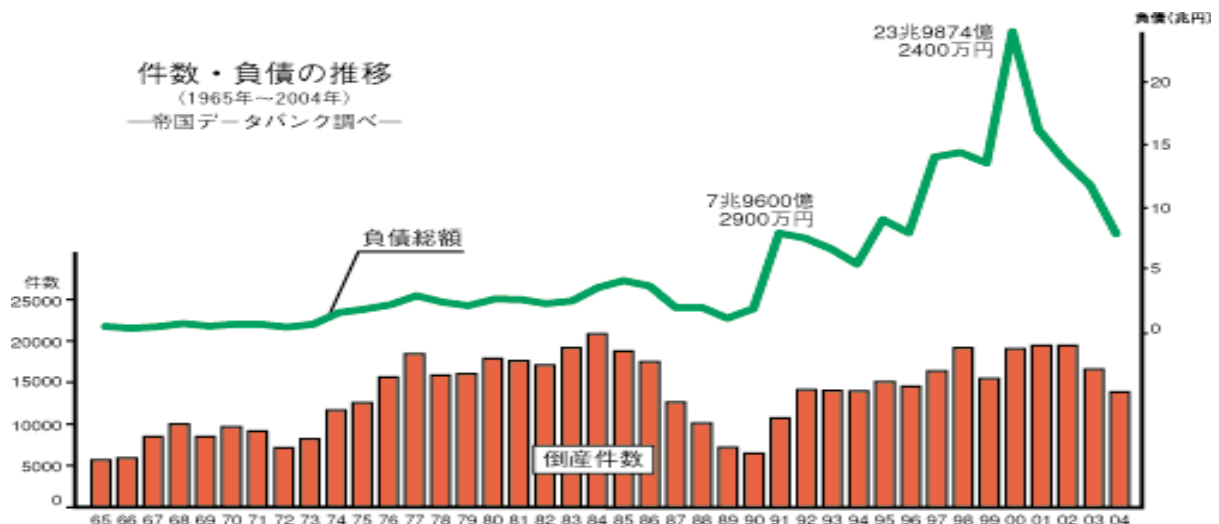
日本経済が停滞し続ける中、窮地にある事業の再生について世間の関心が高まってきている。こうした状況の中、産業再生機構が設立された。そこで、本研究では、官と民の両者が事業再生に取り組むことの意義および問題点を明らかにし、産業再生機構による支援企業の事例が、今後の事業再生のモデルとして成り立つかを検討する。

2. 事業再生

事業再生とは、企業全体ではなく特定の事業のみを再生・再建することである。事業再生市場は、これまで我が国においては発展していなかったが、基盤を整えれば活発化する産業といわれている。

近年の経営不振の原因は、バブル期の過剰投資の失敗に基づくものだけではなく、事業自体の不振によるものがある。企業に赤字部門と黒字部門が存在する場合、巨額の赤字によってその企業が倒産すると、その会社が有する黒字部門の事業価値まで否定することになる。これは日本経済にとって有益なこととはいえない。黒字部門に特化すれば再建可能な倒産事例や、過剰な債務によって業務は好調であるにも関わらず経営難に陥る事例は多い。このような場合に、株主責任・経営責任を明確にさせた上で、会社の継続ではなく、価値ある事業のみを継続させる取り組み、すなわち事業再生が望まれるのである。

図表 1 企業倒産の全国状況



倒産件数			負債総額	
1万3837件			7兆9273億9200万円	
前年比	件数	16.8%減	前年	1万6624件
	負債	32.6%減	前年	11兆7700億3800万円

(帝国データバンクより抜粋 <http://www.tdb.co.jp/>)

## 及川ゼミ

## 3. 事業(企業)再生ファンド

事業再生ファンドとは、再建可能な事業を持つ経営困難な企業に対して投資を行い、投資先企業を再建させ、企業価値を高めた上で株式公開(IPO)やスポンサーへの売却を通して高いリターンを狙うことを目的としている。

## (1) 再生ファンド増加の背景

## 銀行主導による企業再建の限界

これまでの銀行による企業再建策は、既存債務の返済条件を緩和による時間的引き延ばし、債権放棄、景気回復による事業の好転を期待する方法であった。しかし、1990年代以降は資産価値の下落が続いたことにより、この手法は限界となった。

## 不良債権処理問題

銀行の不良債権処理が、破綻先から破綻懸念先、要管理先にまで進歩しているところに、大手銀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問題と認識されるようになった。これまでは破綻懸念先企業に対し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、銀行は不良債権処理に消極的であった。

## 早期着手・迅速再生の体制整備

- ・ 金融持株会社の解禁、合併法制の見直し(1997年)、株式分割制度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)など事業再生に対する法的整備が進捗した。
- ・ 中小企業投資事業有限責任組合法の制定(1998年)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年)により限定されていた投資対象企業も拡大した。
- ・ 過剰債務の有力な解消法である「債権の株式化」に関して独占禁止法(銀行の株式保有は5%まで)の抵触、債権評価額の決定方法や検査役の要否等、実務的な問題点や立法が相当部分解決した。
- ・ 2001年に小泉政権は『改革先行プログラム』の中で、「日本政策投資銀行、民間投資家、RCC(整理回収機構)等に対し、企業再建のためのファンドを設立し、またはこれに参加するよう要請する」と宣言した。日本政策投資銀行は、事業再生ファンドの投資者として、独立系ファンド会社やその他のファンド会社の出資を行った(2004年3月末時点21件超)。国策債権回収会社であるRCCは、改革先行プログラム以前から回収のための企業再生には取り組んでいたが、改革先行プログラム後は、RCC機能強化の施策を行ない、ファンドの仕組みを整え、企業の再生に取り組んでいる。2003年9月までに173件という企業の再生を公表しており、事業再生ファンドは活性化しつつある。

## (2) 再生ファンドの種類

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。

## (3) 地方の再生ファンド

地方の中堅・中小企業を対象とした企業再生ファンドが32都道府県に設立された。地方にも再生ファ

## 及川ゼミ

ンドブームが広がっている。

### (4) 福助の事例

靴下・ストッキング・肌着等の老舗メーカーである[旧]福助は、低価格の海外輸入品との競合や短期化する消費者嗜好への対応の遅れなどから、業績が低迷し、平成15年6月に民事再生手続の申し立てをした。MKSパートナーズは、[旧]福助の中核事業における経営資源の活用には改善の余地が大きく、早期の再生が可能と判断した。このため、受け皿会社となる[新]福助がMKSパートナーズの運営する事業再生ファンドの出資を受けて、アウターウェア部門を除く[旧]福助の事業資産を譲り受けた。そして「ファッションカンパニー」としての再生を図るべく、伊勢丹で「カリスマバイヤー」と呼ばれていた藤巻幸夫社長を迎え入れ、組織改革や新たな商品企画等を実施している。

## 4. 産業再生機構

### (1) 産業再生機構の概要

産業再生機構が再生対象とする案件は、コア事業でしっかり稼げるなど「有用な経営資源」を持つ企業であり、その手段は債権の買取から始まり、民間の再生ファンドと変わりはない。ただ資金の調達は随時、政府保証付きの借入れ(10兆円まで)なので、ファンドではないが、機構の基本行動はデッド投資から入ることを想定した再生プレーヤーである。機構は最長で2008年3月に解散を予定している。

### (2) 支援企業について

機構は2005年2月3日に経営不振企業の支援を41件で打ち切った。機構は事業再生の新たな手法を示しつつある。機構は支援事業の非メイン行から債権を買い取り、再建計画に基づく債権の一部放棄や債権の株式化(DES)などを実施し、場合により新たな出資なども行い、財務内容の健全化を図る。あわせて不採算事業の売却や閉鎖、コア事業を強化するなど選択と集中を進め、経営改善策を実施する。マツダデンキの支援では、法的整理の時に商事取引債権(売り掛け債権など)を全部払うことにした。このように、柔軟な解決を図るなど新たな再生方法や倒産法制の改善策を提示している。

### (3) 問題点

うすい百貨店に三越、ダイヤ建設にレオパレスなどエクイティの出し手、つまり出資スポンサーが最初からいる案件は、機構の民業を補完していくという趣旨にあっている。しかし、九州産業交通や三井鉱山のように、機構自ら出資する場合は、民間の補完という考えからはみ出している。機構は後に出資スポンサーを探す方針であるが、買い手がつかないということは機構以外は将来性があると判断していないことであるし、機構は仕事をしすぎていることになり、民間ファンドを阻害していることになる。

また、カネボウのように、民間に任せれば経営陣は花王か民間ファンドとの交渉に真剣に取り組んだのであろうし、それが決裂に終わっても、民事再生法の下で調整が行なわれ、営業譲渡の形で花王や民間ファンドに事業が譲渡されただろう。しかし、再生機構があったため、経営陣に甘えが生じ、民間に譲渡されるまでの時間が延期され、事業価値が大幅に低下したと思われる例もある。

## 5. 総括

産業再生機構は官制事業再生ファンドであり、民間の再生ファンドに今後のモデルとして有効に使われると考えられる。ただし、民間と違って機構には税務上の特典、つまり債務者区分上げや無税償却認定

## 及川ゼミ

などがある。今後は民間の活性化のために、これら税務上の改善措置をとるべきである。そうすれば、民間にとって機構の事例が更に有効になる。機構が仕事をし過ぎたと評した点も、今後再生機構が支援先企業を売り出す時、再生ファンド業界にとって良い投資機会となることで一応解決したと私は考える。

十分に整備されていなかった日本の市場において、事業再生に関する課題の提示などがなされたことで、産業再生機構は十分に役割を果たした。また、官が民間に先駆けることで再生事業に対する関心を高めたということで、再生産業の活性化が促進され、機構を設立した意義はあったと思われる。

事業再生市場はリスクは高いが、倒産企業や経営不振企業の再建を図ることで優良な事業が生き残り、更にはビジネスチャンスと考えた海外の再生ファンドなどから資金が流入する。その結果、日本経済が活発になり景気が上昇する。このことを勘案すれば、今後は、民間を圧迫しないためにも支援事業の再生を行った後は早期に解散すべきである。

## 参考文献・資料

事業再生研究機構編『更生計画の実務と理論』, 商事法務, 2004年。

和田勉著『事業再生ファンド』, ダイヤモンド社, 2004年。

神奈川大学戸田ゼミナール「日本経済回復と企業再生ビジネス」, 平成15年度「証券ゼミナール大会」。

産業再生機構 HP <http://www.ircj.co.jp/>

日本政策投資銀行 <http://www.dbj.go.jp/>

帝国データバンク <http://www.tdb.co.jp/>

企業再生ビジネス活性化に向けた課題 <http://www.jri.co.jp/>

高木新二郎(産業再生機構・産業再生委員長)著「産業再生機構の債権買取り期間後の課題 - 金融機関債権者との私的整理を普及実現させ法的再生の活用のために - 」, 産業再生機構関連 HP より。