

早期事業再生研究会報告書

～早期着手と迅速再生を旨とする新たな事業再生メカニズムの確立に向けて～

平成15年2月

早期事業再生研究会

【目次】

はじめに ... 1

第一章 何故、今、早期再生か 3

- 1. 事業再生メカニズムの変遷 3
 - (1) 70年代まで～メインバンク主導の私的整理のメカニズム 4
 - (2) 80年代～メインバンク機能は低下したが経済成長と資産インフレが
問題の顕在化を回避 4
 - (3) 90年代～破綻コストの顕在化と事業再生メカニズムの不在 4
- 2. 新たな事業再生メカニズムの確立に向けて～早期着手と迅速再生 5
 - (1) 急速に進みつつある事業再生に関する制度面、金融面での環境整備 5
 - (2) 早期着手と迅速再生に向けて残された課題 7
 - (3) 新たな事業再生メカニズムの姿 10

第二章 早期着手に向けて 11

- 1. 経営（企業）が主導する早期事業再生のメカニズム 12
 - (1) 早期着手を促すキャッシュフロー経営への転換とこれを支える開示慣行の定着 12
 - （キャッシュフロー指標群活用の意義：早期着手のベンチマーク） 12
 - （実務での活用が進みつつあるキャッシュフロー指標群） 12
 - （早期事業再生関連指標群の開示慣行の定着） 14
 - （証券取引所をはじめとした市場における自主的な開示の充実） 15
 - （法律に基づく開示制度の充実への期待） 16
 - (2) 早期着手を促すコーポレートガバナンス体制の確立 16
- 2. 従来型メインバンクシステム下の事業再生に代わる新たな早期事業再生のメカニズム... 17
 - (1) 早期着手を促す事業別キャッシュフロー着目型の融資慣行 17
 - 企業の資産担保価値に着目する従来型融資の早期事業再生上の問題点 17
 - （債権者が債務者企業の経営に関与するタイミングが不明確） 17
 - （債権者間の債権放棄などの事業再生コストの分担割合が不明確） 18

事業別キャッシュフロー着目型の融資慣行への変化の兆しとその効果	19
(従来型融資慣行から事業別キャッシュフロー着目型融資慣行への転換の兆し)	19
(事業別キャッシュフロー着目型融資慣行がもたらす事業再生上の効果)	20
(2) 関係者の意識改革による事業別キャッシュフロー着目型融資慣行の促進	21
(新たな融資慣行の普及のために必要な関係者の意識改革)	21
(3) 競争促進による事業別キャッシュフロー着目型の融資慣行定着の促進	22
(4) キャッシュフローの担保化に向けた担保制度の整備	22
(事業活動の一体性を確保するための新たな担保制度の役割)	22
(担保制度の新たな役割に向けた制度設計の必要性)	23
3. 投資家及び株主が主導する早期事業再生のメカニズム	25
(1) 事業再生に対する投資を促す上で不可欠なローン市場の整備	25
(融資慣行の変化とローン市場の整備、 これらがもたらす事業再生を目的とした投資活動の活発化)	25
(銀行から投資家へと債権が移転することによる事業再生上の効果)	26
(ローン市場の整備に向けての課題)	27
(ローン市場インフラの整備)	28
(2) 企業再生ファンドに関する組織法制の整備	28
(3) 過剰供給構造是正のために不可欠な事業再生型の事業再生の促進	30
(事業法人による事業再編型の事業再生の促進)	30
(独占禁止法の運用の透明化)	31
4. 着手遅延を招かない債権者・債務者の関係の構築	32
(1) 着手遅延を招かない債務者の姿勢	32
(再生着手の遅延に繋がる行為の法的なリスク)	32
(着手遅延を招かないための債務者の姿勢)	34
(2) 着手遅延を許さない債権者の姿勢	34
(金融支援に伴うリスクの認識)	34
(債権者側の対応)	35
(債務者に対するモニタリング手法の転換)	36
(3) 着手遅延に経営者を走らせる過度の個人保証の是正	36
(企業再生と一体化した経営者個人の再生モデルの定着)	37
(個人保証人の再生手続に対する金融機関の合理的な対応)	37
(自由財産の範囲の拡大)	38
(包括根保証に依存しない融資慣行)	38

第三章 迅速再生に向けて	40
1. プレパッケージ型事業再生の展開	40
(1) 民事再生法を用いたプレパッケージ型再生手続の定着	41
(2) 改正会社更生法を用いたプレパッケージ型更生手続の活用	41
(3) AHM手続の試行	43
2. 事業再建型の法制度の活用を躊躇させる障害の解消	43
(1) 金融検査における債務者区分の適切性検証基準の明確化	43
(2) 証券取引所の上場廃止基準の見直し	44
(3) 少額債権弁済制度を活用した取引債権保護の定着	45
(4) 適切な報道慣行の確立への期待	46
3. 事業再生を促す融資、税制上のインセンティブの充実	47
(1) ニューマネーの供給	47
(事業再建型法制度の活用時におけるつなぎ融資)	47
(透明性の高い私的整理の手続におけるつなぎ融資)	48
(事業再生のための融資促進への期待)	49
(2) 事業再生に関する税制	50
4. 事業再生を担う専門家の育成とその積極的な活用	51
(1) 事業再生を担う人材育成の強化と活用のための環境整備	52
(米国における事業再生のプロセスと人材の関わり)	52
(日本における事業再生人材の現状)	53
(「事業再生人材育成センター」への期待と行政による支援)	53
(2) 事業再生における外部人材の積極的な活用	54
(外部人材の活用の有用性)	54
(「事業再生実務者協会」への期待と行政による支援)	54
(中小企業の再生への支援)	55
おわりに	56

はじめに

産業再生・雇用対策戦略本部は、昨年12月、過剰債務問題と過剰供給構造の解消を目指して「企業・産業再生に関する基本指針」を定めた。その中で、過剰債務問題への対応の一環として、「早期事業再生ガイドライン」を策定するとしている¹。その趣旨は、早期着手と迅速再生を旨とした事業の再生を促すことにある。過剰債務の原因となる不採算部門の再生・整理は、その着手が早ければ早いほど容易に実行することができる。また、過剰債務に陥った段階では、コアになる有益な経営資源を過剰債務の原因となっている不採算部門から極力迅速に切り離すことが、「事業の再生」を実現する上で不可欠であるからである。

ところが、我が国の事業再生の現状を見ると、商法を始めとした事業再編法制や民事再生法や会社更生法などの事業再生の観点からの倒産法制の整備が進み、DIPファイナンスによる資金調達や企業再生ファンドによるリスクマネー供給など再建途上の企業にとっての金融手法は充実しつつあるものの、事業再生に着手するタイミングが遅く、再生にも時間を要する傾向にある。90年代後半以降、倒産現象は増大しており、特に上場企業の破綻が相次いでいるが、メインバンク主導による私的整理の合意形成がうまく行われず、やむなく倒産法制を活用する段階では、事業の劣化が進み既に手遅れになっている現状が窺われる。不良債権の増加や過剰債務の累増は、一面では、早期着手や迅速再生が実現していない結果とも言える。

他方、我が国においても、キャッシュフローに着目して事業選別基準を設け、事業別の収益状況を開示し外部の評価を積極的に仰ぐことにより、早め早めに事業再生への取り組みに着手し高収益を挙げている企業もある。また、不幸にして過剰債務構造に至った場合でも、法的な再建手段を迅速に活用することによって、雇用の削減や取引先への混乱を抑えつつ事業の再生を果たした例もある。こうした事例が示唆することは、事業に変調が生じ始めた段階で問題を先送りすることなく企業自らはもちろんのこと、当該企業の株主、債権者といった利害関係主体においても、事業再生着手を促しうる体制を構築し、早期に事業再生への取り組みを開始すること、そして仮に過剰債務構造に立ち至った段階では、用意された法制度や金融の手段をうまく使いこなして時間をかけずに事業再構築を果たすことが、事業再生を円滑かつ成功裏に達成する上で不可欠であるということである。

¹「企業・産業再生に関する基本指針」(2002年12月19日：産業再生・雇用対策戦略本部決定)における「 過剰債務問題への対応」のなかで「(3)早期事業再生ガイドラインの策定」が明示されている。

早期着手と迅速再生を可能とする事業再生のメカニズムを実現するには、倒産法制の整備のみでは不十分である。我が国では、企業（経営陣）と銀行、株主の間で、長期的な関係が重視されてきたが、これからは事業の収益性に着目して、三者の間で新たなモニタリングの体制を築き、早期着手が自ずと促される仕組みを確立することが必要である。経営の評価軸の変更や融資慣行の転換、より積極的な株主行動の実現が必要で、これを促す制度面での対応も不可欠となる。迅速再生を実現するためには、私的整理の活用可能性を念頭に置きつつ、必要な場合には、倒産法制の活用も回避してはならない。倒産法制の活用に関しては会社の破綻という側面と事業再生という2つの側面があるが、我が国では前者が強調され、倒産法制の活用が忌避されてきた。これからは、むしろ、事業の再生という側面に注目して、倒産法制を積極的に活用する土壌を築くことが必要となる。また、事業の迅速な再生を果たす上で、過去の経営のしがらみを克服することも必要で、内部の人材のみならず外部の専門家人材を躊躇なく活用する発想も必要となってくる。

こうした取り組みは、一面では、日本経済に深く根ざした意識・慣行・しがらみをときほぐしていく作業に他ならない。また、不良債権処理の加速、産業再編の実現といった課題への取組が、旧い慣行を断ち切り、新たな慣行を形成する可能性がある。この点に着目しながら、第一章以下で旧い慣行の是正に向けて民間が取り組むべき課題、制度面で行政が取り組むべき課題を明らかにする。

第一章では我が国における事業再生メカニズムの変遷を跡づけ、メインバンクシステムが機能しなくなった現状を事業再生メカニズム不在の状態と捉えた上で、早期着手と迅速再生を旨とした新たなメカニズムの要点を提示する。

第二章では早期着手を促す仕組みを提示する。キャッシュフローに着目した企業経営、融資慣行、株主行動を確立し、債務不履行が避けられない状況に至るまで問題を先送りすることなく、事業に変調が生じ始めた早期の段階での自力再生を促すとともに、こうした新たな慣行を支える制度面での対応を提案する。

第三章では迅速再生を促す仕組みを提示する。法的整理や外部の人材をうまく使いこなすことが迅速な再生を実現する上で不可欠であり、法的整理の活用を阻害する制度や慣行の改革、事業再生専門家の育成・活用などを提案する。

第一章 何故、今、早期再生か

1. 事業再生メカニズムの変遷

「事業の再生²」にはいくつかの段階がある。事業の変調に早めに気づけば、企業が自力で事業の再構築を実行すれば済む。これが事業再生の基本であり、「早期着手」がキーワードとなる。他方、事業の変調を放置し、有効な手だてを講じなければ、債務超過の状態になり債権者から金融上の支援（金利減免や債権放棄など）を受けざるを得ない状態になる。この段階では、債務超過を解消すると同時に不採算部門をコアとなる事業から切り離し、抜本的な事業再生を速やかに実行することが基本であり、「迅速再生」がキーワードとなる³。

ところが、90年代以降、上場企業の倒産が相次ぎ⁴、不良債権と過剰債務が増大し続けている⁵。早期着手と迅速再生が機能していないことの背景には、資産デフレが継続する中、事業再生の着手が遅れて事業価値が毀損している傾向にあることに加え、不良債権問題を背景に銀行の体力が毀損している中で、メインバンク⁶主導の私的整理については銀行間で負担割合に関する合意がなかなか得られないことが挙げられる。また、法的整理の活用には破綻というレッテルが貼られ、事業再生に不可欠な信用の維持が難しいという問題も指摘できる。

² 本報告書においては、企業体の存続・再生ではなく、キャッシュフローを生み出す「事業」の再生に主眼を置いて検討を行っている。

³ 債務の調整を伴う事業再生には、当事者間の合意により主要な債権者の協力を得て行ういわゆる「私的整理」と、裁判所の監督のもと公平負担を旨として行う「法的整理」がある。私的整理も法的整理も、事業を継続して残債の返済を行う「事業再建型」と、事業を形成する資産を売却して残債を返済する「清算型」がある。民事再生法や会社更生法は事業再建型の法制度であり、破産法などは清算型の法制度である。清算型であっても、事業を停止して会社の資産を別々に売却するばかりではない。清算型の手続においても、事業を継続しながら、事業を構成する財産を一体として売却することができる場合には、事業を買い取る側がその再生を担うことができる。私的整理は、当事者同士の合意が必要なので、反対する債権者に負担を強制できないため、全債権者を巻き込んだ実行が難しいという問題がある反面、主要な債権者の合意形成で実行ができるので、例えば少額の債権を持つ多数の取引債権者への支払いは保障しながら、主だった金融債権者との間で債権放棄などの合意を得ることにより、悪影響を最小限に抑えるというように柔軟な計画を立案することができる（また、裁判所の関与する法的整理と比較して、時間、コスト共にかからないメリットがある）。法的整理は、この点、裁判所が関与して多数決に基づき、全ての債権者の負担により実行が可能であるが、同じような債権カットを行ったとしても、法的整理には「破綻」「倒産」といったネガティブなレッテルが貼られ、取引債権者や従業員への不安を惹起し、事業の継続に支障がでるといったマイナスの面がある。

⁴ 70年代32件 80年代16件 90年代前半12件 90年代後半40件 最近3年間55件で推移。
出所：「全国企業倒産集計（帝国データバンク）」（資料 - 1 参照）

⁵ 不良債権残高の推移については、資料 - 2 参照。

⁶ 企業にとって借入残高のシェアが最も高い主力金融機関であるだけでなく、株式持ち合いや役員派遣等を通じた企業経営への密接な関与、社債発行の受託銀行の兼務、あるいは経営危機に際しての中心的な支援の実施等、企業と関係を有する多数の金融機関の中で主導的な役割を担うことが期待されている銀行を指す。

私的な再生も法的な再生も機能しないのが現状であるが、歴史的に振り返って見ると、私的整理による過剰債務企業の迅速な再生メカニズムはメインバンクが収益力と経営体力の範囲で処理コストを十分に吸収できる状態にあった70年代までは有効に機能していたと評価されていた。そこで以下では、我が国における事業再生メカニズムの歴史的変遷を跡づけ、我が国の事業再生のメカニズムが抱える限界を明らかにする。

(1) 70年代まで～メインバンク主導の私的整理のメカニズム

当時は、安定的な株主構造や法的再生制度が整備されていなかったことを背景に、メインバンクシステムの一環として、債務者企業の経営が危殆に瀕すればメインバンクが経営者を派遣し金融支援を講じながら事業再生を図ることが行われていた。債務者企業も、経営が危殆に瀕すると銀行の介入を招くため、これを回避するために早めに事業再生を自力で図るインセンティブがあったと言われている。法的整理の活用については、破綻企業の烙印を押されることに伴うデメリットが大きく、これを避けるために私的整理が進むという合理的な事業再生メカニズムが機能したという意味で、法的整理へのペナルティが内整理⁷を促すという補完的なメカニズムの存在した時代と言えよう。

(2) 80年代～メインバンク機能は低下したが経済成長と資産インフレが問題の顕在化を回避

80年代に入り、大手企業の銀行離れが進み、銀行と企業の変化する中で、メインバンク機能は低下していった。また、不動産価格が高騰する中、中小企業等に対する不動産担保融資への傾注が見られた。上場企業の倒産件数も80年代は70年代の約半分に減少しているように、経済成長と不動産価格の高騰が企業の破綻の発生自体を抑制するとともに、破綻が生じた場合でも、その処理に要するコストは、結果的にメインバンクを含めた銀行セクターで吸収可能な水準に止まっていたというのが実態である。80年代は、事実上メインバンク主導の事業再生メカニズム不在の中でも経済が回る時代であった。

(3) 90年代以降～破綻コストの顕在化と事業再生メカニズムの不在

90年代に入り、今日に至るまで経済の低迷と資産デフレが続いている。この結果、企業の業績悪化が、経済成長に伴って自然に治癒されることが困難になるとともに、実際に破綻が生じた際の処理コストを不動産価格の上昇で補う

⁷ 主要な債権者が債務者等と内密に協議しつつ行われる私的整理。

ことが不可能となったため、大型倒産の増加とも相俟って、不良債権処理損が増加し銀行体力の毀損が進んだ。過剰な債務を解消すればコアとなる事業を継続して再生することが可能な案件であっても、抜本的な事業再構築とともに、過剰債務を解消するために十分な債権カットやデット・エクイティー・スワップ（debts-for-equity swaps：DES）といった合理的な財務再構築への取組が困難となっている。特にメインバンクと非メインバンクの間で負担のあり方を巡って合意が得られず、事業の再生が遅れるという弊害も顕在化している。

私的整理がうまくいかない場合には法的整理を活用することが有効であるが、法的整理の活用には依然社会的ペナルティが高く、債務不履行が目前に迫ってやむなく法的整理に着手する結果となる。ところがこの段階では事業価値の劣化が激しく、大幅な債権カットやDESなどの財務リストラが必要となる一方、連鎖倒産・雇用不安を招く結果⁸、倒産現象は避けなければならないという見方を助長しているという悪循環に陥っている。このように90年代は、顕在化した破綻処理コストを経済が吸収できない環境になり、事業再生メカニズム不在の弊害が顕在化した10年間と言える。

2．新たな事業再生メカニズムの確立に向けて～早期着手と迅速再生

（1）急速に進みつつある事業再生に関する制度面、金融面での環境整備

こうした事業再生メカニズム不在の事態を改善するため、2000年以降、精力的に倒産法制⁹の改革が進められてきた。2000年に和議法に代わって民事再生法が施行され、2002年には会社更生法が抜本的に改正された。2003年には破産法改正も予定されている。また、私的整理に関しても、2001年に私的整理に関するガイドライン¹⁰が制定された。

（株）整理回収機構（RCC）には2001年に企業再生部門が設置されている他、2003年には（株）産業再生機構の設立が予定されているなど、不良債権処理と一体となった事業の再生を主要業務とする公的な機関も立ち上がりつつある¹¹。

⁸ 資料 - 3 参照

⁹ 破綻処理や窮境企業の救済のための法制には、破産法、特別清算（商法）、民事再生法、会社更生法、会社整理（商法）がある。民事再生と会社更生は再建するために活用され（会社整理は、民事再生法の成立により役割を終えたとして廃止の方向で検討されている）、破産と特別清算は清算するために活用される。

¹⁰ 私的整理ガイドラインは、金融界と産業界の代表者、学識経験者等によって、「真に再建に値する企業の私的整理に関する産業界・金融界の経営者間の一般的コンセンサス」として、2001年9月19日に策定されたものであり、その内容は、私的整理に係る手続を定める規定と再建計画の内容を定める規定から成り立っている。

¹¹ 事業再編や事業再生に関する制度整備の動向については、資料 - 4 参照。

事業再生に対する金融制度も相当程度整備されている。DIP¹²ファイナンスとは再建型の法制度を活用して事業再生に取り組む企業に対して、事業継続によって生み出されるキャッシュフロー¹³に着目して行う融資であり¹⁴、占有継続債務者（Debtor-In-Possession）と呼ばれる従前からの経営者が担う事業再生への融資という意味でDIPファイナンスと呼ばれている。DIPファイナンスは、いわゆる倒産企業に対する融資であるが、過剰債務が解消され事業の将来性があれば回収に支障が生じることはなく、また、事業再生が成功裏に終わらない場合においても、倒産手続内で優先的に弁済を受けられるという意味で比較的安全性の高い融資であると言える。DESとは債務の株式化のことで、DESによる株式を取得する投資家（債権者）は、過剰債務解消後の企業の株主として事業再生の確実性をモニタリングし、公開益・値上がり益や高配当などの事業再生のメリットを得ることが可能となる。企業再生ファンドや戦略的にM&A¹⁵を行う事業法人は、事業再生の途上にある企業の株式を取得して経営権を獲得し、事業再生を主導しながら、株式の保有・売却に伴うリターンを得ることを目的とする。また、DESで発生する株式を取得する主体としても活動する。証券化の技術は銀行が持つ貸出債権を小口化して多くの投資家に売却することを可能とし、新たな資金調達手段となる。いずれの制度¹⁶も会社の状態は悪いが会社が持つ事業の再生可能性があれば、その将来収益性に着目して投融資を行おうとするもので、「法的整理＝破綻」という概念が金融の世界では崩れつつあるとも言える。

¹² 手続申立後もそれまでの経営陣が会社の経営を継続することが許される場合に、経営を継続する者を指すために用いられる用語。米国のチャプターイレブンも民事再生法と同様、旧経営陣が引き続き経営を継続することが可能であり、引き続き経営を行う者を「Debtor-In-Possession（占有を継続する債務者）」と言い、その略が「DIP」であって「ディー・アイ・ピー」または「ディップ」と発音する。

¹³ キャッシュフローとは現金の動きである。本報告書においては、キャッシュフローに着目して事業の将来収益性を判断し事業価値を判断していく重要性を指摘している。従来の企業経営では、利益が重視されてきたが、減価償却費等、会計処理の方法によって数字が異なるため、正確に事業価値を把握するには適当ではなく、近年では真の収益力を把握するためにキャッシュフローが重視されつつある。2000年に導入されたキャッシュフロー計算書では、大別すると、営業キャッシュフロー、投資キャッシュフロー、財務キャッシュフローの動きを把握することが可能。事業の継続を判断する場合には、営業キャッシュフローがプラスであることが大前提とされる他、営業キャッシュフローから事業の継続に必要な投資分を引いたフリーキャッシュフローも重視される。

¹⁴ これまでに行われているDIPファイナンスでは、手形や売掛金債権等に担保が設定されていることが多い。DIPファイナンスの融資判断の実行上の留意点や過去の事例を論じるものとして、企業再生実務研究会「企業再生の実務」313頁（2002年）、赤羽貴＝小山潔人「企業再生ファイナンス実務の現状と法的諸問題」債権管理98号76頁（2002）等。

¹⁵ 「Mergers（合併）& Acquisitions（買収）」の略で、他社の支配権や営業権の獲得を目的に活用され、合併は2つ以上の会社が1つの会社に統合されることで、買収は対象となる会社の株式や資産の買収がなされる。

¹⁶ 金融に関する制度整備の動向については、資料 - 5 参照。

この結果、我が国の事業再生の動向もかなり様相が変わりつつある。かつて私的整理中心であったものが、近時、法的整理活用案件のウエイトが上がってきている¹⁷。いまだその内容は破産法による清算型の案件が中心だが¹⁸、これからは民事再生法や会社更生法など事業再建型¹⁹の案件の比重が高まると予想される。

(2) 早期着手と迅速再生に向けて残された課題

このように私的整理から法的整理へ、清算型から再建型へと変化の兆しは見られるものの、依然清算型中心であることからわかるように、その活用が十分有効になされているとは言い難い。制度は整備されたものの、早期着手、迅速再生という本来の使われ方が根付いていないのが現状である。

こうした現状を大胆に要約すれば、以下のようになろう。我が国では倒産現象に対するネガティブな評価が確立しており、経営者としても会社の延命に奔走する余り、倒産法制などを活用して事業の本格的な再生に着手するタイミングは遅れがちになる。キャッシュフローが途切れても手形を使えばなんとか資金繰りをつけることも可能であり、破綻に至った場合に個人保証の履行を迫られることへの懸念が事業再生への早期着手を決断させない傾向を助長している。融資に当たって不動産などの企業の保有資産価値が重視され、事業の状態をモニタリングする融資契約を結ぶことも無かったため、債権者である銀行が早め早めの段階で債務者企業の経営に関与することが難しい。株主が経営に対して積極的に関与する行動原理も十分機能してこなかった。このため、債務不履行の危険性が高まった段階でようやく私的整理を試みるものの、銀行間で債権放棄の負担の分担について合意を得られなければ、やむなく法的整理に至る。この段階では既に手遅れで、大幅な債務の免除を伴う再建か、清算に追い込まれる。結果、再建を目指す場合でも、債権の回収率は極めて

¹⁷ 資料 - 6

¹⁸ 倒産の内訳については、資料 - 7 参照。破産法を活用した事業再生事例もあり、大倉商事やベネックス（旧社名ベンカン）が挙げられる。

大倉商事：本林徹「破綻企業のM & A成功法」 marr 2000年12月号 インタビュー記事

ベンカン：オ口千晴「倒産処理は会社再建から事業再生へ」 marr 2002年10月号 インタビュー記事。

¹⁹ 両法律とも「企業の再生」ではなく、「**事業**の再生」を目的としている。

民事再生法 第一条（目的）

この法律は、経済的に窮境に有る債務者について、その債権者の多数の同意を得、かつ、裁判所の認可を受けた再生計画を定めること等により、当該債務者とその債権者との間の民事上の権利関係を適切に調整し、もって当該債務者の**事業**又は経済生活の再生を図ることを目的とする。

改正会社更生法 第一条（目的）

この法律は、窮境にある株式会社について、更生計画の策定及びその遂行に関する手続を定めること等により、債権者、株主その他の利害関係人の利害を調整し、もって当該株式会社の**事業**の維持更生を図ることを目的とする。

低く、雇用機会の喪失や連鎖倒産を招くことが多い。こうした倒産の実態が、倒産現象に対する見方を厳しいものとし、倒産法制を使った事業再生への取組を遅らせている。

処方箋は明快であり、問題を先送りすることなく早期に着手し迅速に再生を図れば事態は大きく改善する。米国における事業再生メカニズムは、極力私的整理で済ませようとする我が国と異なっている。まずは私的整理で事業再生を試みることは変わらないが、一部の債権者が同意しない場合などには、チャプター 11 と呼ばれる再建型の倒産法制²⁰を活用して、迅速な事業再生を目指すことが一般的である。私的整理で事前に計画の成立に必要な債権者の同意を得てから法的な手段を活用する手法は、「プレパッケージ型事業再生」と呼ばれているが、倒産法制を事業再生の手段としてうまく活用することで、早期着手、迅速再生を促す仕組みがあると言われている²¹。

すなわち、米国においては倒産法の活用に対するネガティブな評価は少なく、債務者企業が比較的容易にチャプター 11 を活用して財務の再構築を企図することができる。このため、債権者は債務者企業がこうした財務の再構築を要するような事態に陥らないよう常時モニタリングを行う強いインセンティブがある。融資に当たっても資産価値ではなく事業収益に着目して行われ、融資契約に基づいて事業収益の状態を一定程度に維持する内容（財務制限条項²²）が盛り込まれるのが一般的である。さらには、返済能力を上回る貸付を行った債権者に対しては、その債権が劣後的に取扱われる可能性も存在している。この結果、事業に変調が生じ始めた早期の段階で、事業再生への取組が開始される。また、債権放棄や D E S、M & A 等

²⁰ アメリカ連邦倒産法は、1978 年に全面改正され（その後も適宜改正されている）、1 章から 13 章までの全 8 章で構成されている（12 章以外の偶数章は存在しない）。再建型の手続は「第 11 章（チャプターイレブンと呼ばれる）」であり（清算型の手続は「第 7 章」）、事業再生が行われやすい設計がなされたが、改正当初は、現在の日本と同様、制度を活用するタイミングは遅く、破産を恥とする考えが強かったと言われている。

²¹ 米国では、過剰債務にある企業が納入業者から円滑に商品を仕入れる手段としてチャプター 11 を申請するケースも多く、早期事業再生を促す要因となっている。これは、倒産前の窮境企業への出荷にリスクがある一方、法的手続により共益債権が保護されることについて、納入業者に広く理解されていることが背景にある。

²² 財務制限条項とは、通常、社債に関して社債権者保護の観点から付される各種の特約条項、例えば社債発行企業における負債制限条項や配当制限条項、利益維持条項や担保提供制限条項等をいうが、今日、銀行による融資契約においても「コベナンツ条項付融資」（債務者が一定の事項についての将来の作為・不作為を約する契約上の条項を含む融資）として財務制限条項が盛り込まれるケースが現れている。このようなコベナンツ条項としては、「財務諸表の一定期間内の提出」、「担保差入れの制限」といった融資固有のリスクに関わるものから、「法令の遵守」、「定款内容に沿った業務執行」といった債務者の経営リスクに関わるものまで含まれるが、財務制限条項は債務者の財務上の一定の指標につき遵守すべき数値を定めたコベナンツ条項の一形態である。井上貴彦「三和銀行におけるコベナンツ条項付融資の導入」金融法務事情 1595 号(2000 年 11 月 25 日)28 - 31 頁参照。

を要する事態になった場合にも、関係者の合意形成は迅速に進む。チャプター 1 1 活用に対する社会的経済的障壁が低く、私的整理においてもチャプター 1 1 活用可能性を前提に交渉がなされるため、当初は実質多数決でも最終的に全員の合意にまで至ることが可能となるからである。このため、私的整理の段階で再建計画について主要債権者との間で合意した後、DIPファイナンスの供与や合意形成迅速化などの必要に応じて法的整理を活用するプレパッケージ型再生が機能している。

我が国においても、数は少ないが早期着手・迅速再生が行われた例もある。企業自身による経営判断により早期着手が図られた事例²³としては、キヤノンがあげられる。同社は、98年にはパソコン生産や独自方式の液晶ディスプレイ事業から撤退、人員をデジタル複合機の開発等新しい事業分野に継承し、不採算部門からの撤退に成功した。

迅速再生の事例²⁴としては、私的整理ガイドラインや倒産法制を活用した事例がある。市田（和装老舗大手）や岩田屋（地方の老舗百貨店）は私的整理ガイドラインを活用することによって、上場廃止にもならず、法的整理による場合の倒産というイメージを受けることなく再生が行われた。また、山田機械工業は早い段階で法的整理を活用した案件であり、幹部職員が早い段階でオーナーを説得し、事業価値が劣化しないうちに民事再生手続を活用したことから、約55%の高い弁済率を確保し、雇用についても約8割を維持した。さらに、協栄生命や千代田生命などが更生特例法による更生手続をわずか約6カ月で終了した案件としてある他、信販会社ライフのように、会社更生法に基づく更生手続を約10カ月で終了し、50%を超える高い弁済率を実現した例もある²⁵。

²³ キヤノン：「電機メーカーとここが違うキヤノン、リコー強さの秘密」WEDGE 2003年1月号

²⁴ 個別事例の詳細については各文献参照。

市田：芹沢修「和装老舗・市田の事業再生スキームと事例検討」債権管理97号（2002年7月）

岩田屋：内梨晋介「老舗百貨店・岩田屋の事業再生の事例検討」同上

山田機械工業：松島英機「良い倒産 悪い倒産」（2002年、講談社）

協栄生命：高木新二郎「更生特例法による生命保険会社の再建」債権管理93号（2001年7月）

千代田生命：坂井秀行「更生特例法に基づく千代田生命の再建処理の道筋」同上

ライフ：栗田雅裕・佐藤正謙「消費者金融会社アイフルによる更生会社である信販会社ライフの買収」NBL743号（2002年8月15日）下河辺和彦「更生事件における管財業務の実状 - 信販会社ライフの事例 - 」金融法務事情1610号（2001年5月5日）

²⁵ 1980年以降の会社更生法申立企業289社に対するアンケート調査「会社更生法の運用実態に関する調査報告（2001年4月：経済産業省）」によると、手続開始から認可決定までの期間の平均は26.4カ月（2年と2.4カ月）。一般更生債権の弁済率の平均は25.3%となっている。なお、民事再生法については、弁済率の平均は「民事再生法認可企業の実態調査（2001年11月：手国データバンク）」によると27.3%、認可決定までの期間については「民事再生事件 - 法施行後2年間の概況を振り返って - （NBL741号：2002年7月15日）」によると、204日（6か月と24日）となっている。

(3) 新たな事業再生メカニズムの姿

これから確立すべき新たな事業再生のメカニズムとは、私的整理ルールと法的事業再建ルールの秩序ある連続性が確保される中で、企業や個人の保有資産価値ではなく、事業の将来収益性に着目したモニタリング（ガバナンス）が投融資活動を通じて行われ、事業に変調が生じ始めた早期の段階で事業再生に向けた取り組みがスタートし、財務・事業一体となった再建が整然と行われる、といったものと考えられる。

これを実現するには、倒産法制の整備のみでは不十分である。我が国では、企業と銀行、株主の間で、長期的な関係が重視されてきた。これからは、むしろ事業の収益性に着目して、三者の間で新たなモニタリングの体制を築き、早期着手が自ずと促される仕組みを確立することが必要である。経営の評価軸の変更や融資慣行の転換、より積極的な株主行動の実現が必要で、これを促す制度面での対応も不可欠となる。迅速再生を実現するためには、倒産法制の活用を回避してはならない。倒産法制の活用に関しては会社の破綻という側面と事業再生という2つの側面があるが、我が国では前者が強調され、倒産法制の活用が忌避されてきた。これからは、むしろ、事業の再生という側面に注目して、倒産法制を積極的に活用する土壌を築くことが必要となる。また、事業の迅速な再生を果たす上で、過去の経営のしがらみを断ち切ることが必要で、内部の人材を重用するだけでなく、外部の人材を躊躇なく活用する発想も必要となってくる。こうした取組は、一面では、日本経済に深く根ざした意識・慣行・しがらみをときほぐしていく作業に他ならない。不良債権処理の加速、産業再編の実現といった厳しい環境が、古い慣行を断ち切り、新たな慣行を形成する可能性に着目しながら、第二章以下で古い慣行の是正に向けて民間が取り組むべき課題、制度面で行政が取り組むべき課題を明らかにする。

第二章 早期着手に向けて

～先送りを許さない企業、銀行、株主の新たな関係の構築～

我が国では債務不履行の危険性が高まった段階でようやく事業再生に着手するケースが多い。この段階では実質的債務超過の状態になっていることが通常であり、事業再生に当たって債権放棄が不可避となる。債権放棄に際しては、当然、株主責任と経営責任を明らかにした上で、債権者間で債権放棄の負担について合意が形成されなければならないが、こうしたプロセスには多くの時間を要する。

事業に変調が生じはじめた初期の段階で事業再生に着手をすれば、多大な時間とコストを要するまでもなく事業は再生し、過剰債務構造に陥ることを未然に防止することができる。このためには、企業、金融機関、株主がそれぞれ、債務不履行に至るまで問題を先送りにするのではなく、事業の状態を従来以上にきめ細かくモニタリングしながら、事業再生に向けた取組に早め早めに着手する慣行を築いていかなければならない。

我が国では、企業と銀行、株主の間で、長期的な関係が重視されてきたが、これからは、キャッシュフローに代表される事業の収益性に着目して、三者の間で新たなモニタリングの体制を築き、早期着手が自ずと促される仕組みを確立することが必要である。経営の評価軸の変更や融資慣行の転換、より積極的な株主行動の実現が必要で、これを促す制度面での対応も不可欠となる。以下では、経営（企業）、銀行、株主が主導する早期事業再生のメカニズムのあり方を提案する（「1. ～3.」）。あわせて、債務者企業における、粉飾決算や経営危機時における借入や、債権者側における金融支援など、場合によっては事業再生の着手を遅延しかねない行為にまつわる法的な責任の存在を明らかにし、着手遅延という問題の先送りにはリスクが伴う旨の警鐘を鳴らす（「4.(1)～(2)」）。さらに、事業破綻時の責任を過度に重くすることによって、中小企業の経営者に問題の先送りを助長させている個人保証の問題を取り上げ、その改善策を提示する（「4.(3)」）。

1. 経営（企業）が主導する早期事業再生のメカニズム

～キャッシュフロー経営²⁶への転換とコーポレートガバナンス体制の整備～

（1）早期着手を促すキャッシュフロー経営への転換とこれを支える開示慣行の定着

事業再生の早期着手を可能とするためには、企業自らが、事業毎に収益性をキャッシュフロー・ベースで常時モニタリングすることが必要である。また、企業が、こうしたキャッシュフロー・ベースの事業収益を積極的に開示することによって、金融機関や格付け機関等の外部から、早期着手のシグナルを受け取ることが可能となる。

本節では、金融機関や企業等において始まっている、キャッシュフロー・ベースで事業の収益性を把握しようという新たな取組と着目されている指標群を紹介するとともに、こうした指標群の開示慣行の定着、早期着手をより容易とするためのコーポレートガバナンスのあり方についての提案を行う。

（キャッシュフロー指標群活用の意義：早期着手のベンチマーク）

我が国においては、「債務不履行」がきっかけとなって漸く事業再生に着手される。債務不履行前は事業再生着手の必要性が認識されず、債務不履行直後（あるいはその直前）になって初めて要改善状態とみなされており、いわば青信号の状態と赤信号の状態しか存在しない考え方と言える。ところが現実には、事業の状態は連続的に変化し、特に債務不履行を境に事業価値は急速に劣化する。

したがって、債務不履行に立ち至るずっと前の段階、即ち、事業に変調が生じ始めた段階で、事業再生への取組が関係者によって着手されることが望ましい。こうした慣行を確立するには、「債務不履行」に代わる事業再生着手のタイミングを押し量る新たな指標群が企業や金融機関、さらには既存株主も含めた投資家等の関係者によって共有されなければならない²⁷。

（実務での活用が進みつつあるキャッシュフロー指標群）

この点に関して、近時、「事業の収益性」に着目して事業再生着手を促すような、

²⁶ キャッシュフロー経営に取り組む企業の例

日立 庄山社長 日経ビジネス（2002年11月25日号）

「従来は各事業グループに本社から売上目標を落としていたが、今回からキャッシュフロー・ベースの質を重視する考え方に切り替えたもはや売上高が右肩上がりでは延びる時代ではない。」

キヤノン 御手洗社長 週刊ダイヤモンド（2003年1月11日号）

「キャッシュフロー経営、連結経営はクルマの両輪といてもいい。」

²⁷ 新たな指標群の共有とは、企業評価軸の変革に他ならず、規模（売上高）や企業の資本に対する利益ベースでの収益性（ROE）に変わる指標として、事業毎のキャッシュフロー・ベースでの収益性、将来の収益性重視への変化をもたらすことになる。

新たな取り組みが債権者、株主、経営者の間で始まりつつある。

- ・ **金融機関による新たな取組**

- ～ **キャッシュフローに着目した財務制限条項付融資**

金融機関は財務制限条項付融資や行内格付け開示に取り組み始めている。財務制限条項とは、融資契約の条項の一つであり、具体的な財務指標（例えば利払い総額のキャッシュフローに占める割合など）を一定数値以上に維持することを約束し、四半期ごとや半期ごとなど定期的にこの財務指標の開示を求め、かりに一定数値よりも悪化すれば融資条件の改定を検討することを定めるといものである²⁸。この結果、銀行が債務者企業の経営改善への取組を以前よりも早いタイミングで促すことが可能となり、借り手も契約に定められた財務指標を維持するよう自己チェックを行う。この結果、債務不履行に陥る前の段階で、経営の規律を保つインセンティブが働く。

- ・ **資本市場におけるコーポレートガバナンスへの関心の高まり**

- ～ **企業経営に積極的に関与する株主の登場**

近年、我が国の資本市場においても、年金基金や外国人投資家が、保有株式について議決権を積極的に行使していくなど、投資価値の向上を目的として、企業経営に積極的に関与していく事例が見られている。これらの投資家は、株式の売買にかかる投資判断に際して、投資対象企業のキャッシュフローも重視するようになってきており、企業の業績悪化の最も初期の段階で、その是正を促す主体として機能する場合がある。

- ・ **企業再生ファンドや事業法人による投資活動**

- ～ **事業が生み出すキャッシュフローのモニタリング**

再生を要する企業の優良な事業に対して、投資を行う企業再生ファンドや戦略的M & Aを行う事業法人も登場している。こうした投資主体は事業の将来性を判断して投資を行い、株主として経営陣を監視する。事業をモニタリングするに当たっては、事業計画に基づくキャッシュフローが順調に生み出されているかがチェックポイントとなっており、事業計画に変調を来す事態になれば、経営陣の入れ替えも含めて早期に事業計画を練り直す。またこのことが、経営サイドに早期に事業再生を取り組むことを促すことになる。

²⁸ 経営が悪化した企業を再建するためには、当該企業のみならず関係金融機関の積極的な支援が不可欠である。現状では、企業再建のために一時的な金融支援により事業の立て直しの機会を与える手法が広くみられるところ、財務制限条項付融資を機械的に適用することで、金融機関の再建支援姿勢が後退しかえって企業の破綻が増加することは避けなければならない。米国でも機械的適用はかえって「貸し手責任（lender liability）」とされることもあるので、金融機関は通常、一時的・形式的条項違反に対しては免責（waiver）を与えて、その上で支援策を合議する。

・格付け機関の視点

～債務の履行確実性をキャッシュフロー・ベースの将来収益性で判断

市場において、格付け機関の活動も注目されてきている。格付け機関のサービスは、各企業が持つ事業の将来収益性をキャッシュフローその他の財務指標や定性的な要因からいかに正確に把握するかがその本質であり、こうした視点で市場関係者に企業の債務の履行確実性を示す。

・企業自身の取組

～事業選別基準の設定

企業自身が事業選別基準を設定する例も増えてきている。売上高ではなくキャッシュフローの概念を用いて事業の将来性を推し量り、一定の指標を達成できない場合は、定性的に当該事業の将来性等についての検討も加味しながら、早め早めに事業の選択と集中を実行しようとするものである。

これらの活動に共通している考え方は「事業の将来収益性」に着目するという考え方であり、キャッシュフローに関連した指標が主として活用されている。まずは、収益をキャッシュフロー・ベースで捉え、「収支がプラス」であることが大前提とされる。それに加えて、「キャッシュフローと負債の関係（有利子負債比率など）」、「キャッシュフローと利払いの関係²⁹（インタレスト・カバレッジ・レシオ³⁰など）」、ストックベースでは収益の蓄積である「自己資本と負債の関係（自己資本比率など）」といった指標群が主に活用されている。このようなキャッシュフローに着目した指標群を活用すれば、事業の変調を早期に把握することが可能となり、「債務不履行」よりも早期の段階で事業再生への取り組みが促される。こうした指標群を「**早期事業再生関連指標群³¹**」と呼ぶ。

（早期事業再生関連指標群の開示慣行の定着）

こうした企業や金融機関におけるキャッシュフローを重視したモニタリング慣行は未だ緒に付いたばかりであるが、こうした動きが本格化するためには、「早期事業再生関連指標群」を企業、銀行、投資家などの間で共有し、事業再生に着手する新たな判断材料として活用する慣行を根付かせることが重要である。

早期事業再生関連指標群は、健全な企業群と破綻に至った企業群の間に有意な差があるが、事業の状態を推定する上では、いくつかの留意事項が必要となる。数値

²⁹ キャッシュフローと元本・利払いの関係を表すデット・サービス・カバレッジ・レシオの活用が、金融機関を中心にはじまっている。本指標は、低金利下や金利減免を受けた場合においても、有効に企業の債務に基づくキャッシュフローアウトをとらえるものであることから、今後の普及が期待される。

³⁰ 金利払いをカバーするキャッシュフロー（収益）が金利払いの何倍あるかを示す指標。

³¹ 資料 - 8 参照

では推し量られない定性的な要素、典型的には経営者の資質などを十分勘案することは当然のことであるが、中小企業では自己資本比率が低く借入が多くなることや、経営と所有の一体化が見られるといった特性や、業種業態の特性などを加味すること、かつ絶対値よりも傾向が重要である³²。

早期事業再生関連指標群を定着させるためには、こうした指標群が積極的に経営サイドから関係者に開示されなければならない。これを促す仕組みとして、市場における自主的開示と法的開示制度がある。

（証券取引所をはじめとした市場における自主的な開示の充実）

早期事業再生関連指標群は、企業が自ら活用することに意味があり、こうした企業サイドの取組を促す上で、債権者である金融機関や投資家が果たす役割は大きい。この点で、証券取引所などが定める市場における自主的開示慣行を積極的に活用することは検討に値する。早期事業再生関連指標群の活用が始まったばかりの現状では、自主的開示に伴う効果を見ながら、柔軟に開示項目の洗い直しが行われ、早期事業再生を促すにふさわしい「デファクト・ルール³³」を形成することが妥当であると考えられるからである。

市場における自主的な開示慣行を促すものとしては、金融機関の財務制限条項や企業再生ファンドなどの投資基準、格付機関の格付け評価項目、証券取引所における決算短信³⁴などが挙げられるが、こうしたところで適切に早期事業再生関連指標群が活用されれば、企業サイドにおいて、より有利な条件で資金を調達するため、あるいは、市場で不利な扱いを受けることを避けるために、自主的な開示が進む。特に、株主と債権者からの要請が有効に機能すれば、企業サイドの自主的な開示も自ずと促される。従って、株主への開示としての証券取引所による開示ルール³⁵における採用、債権者による規律付けとしての融資契約中の財務制限条項における積極的な活用の効果は大きく、前者の実現と後者の普及を求めたい。

なお、証券取引所の開示ルールは、投資家保護の観点から設定されるが、早期事

³² 非公開企業（多くの中小企業）に関しては、事業と企業が一体であって融資慣行も従来型のリレーションシップ型であること、株主と経営が一体化していること、証券取引関連の規則が及ばないことから、金融機関と債務者企業との間でケースバイケースで対応することが現実的であり、財務指標については、中小企業信用リスク情報データベース（CRD）のような財務データベースの活用が有効と考えられる。

³³ 市場における競争により大勢を占めるに至った規格をデファクト「de facto（事実上の）」といい、それに対して、公的機関によって定められた規格をデジュリー「de jure（法定の）」という。

³⁴ 上場会社が上場ルールに基づいて決算内容を報道機関等に公表するときに用いられる書類。証券取引所の定める様式を使用することが慣行化しており、決算の概要をまとめたハイライト情報を記載する部分（俗に「1枚目」とその詳細等を記載する部分（添付資料）によって構成されている。資料 - 9 参照

³⁵ 証券取引所の開示ルールとは、株価に影響を及ぼす会社情報を上場会社が適時・適切に開示する枠組みを担保することを目的としたものであり、最低限の開示義務を定めた上場規則と、利用者・報道機関において開示慣行として定着している（又は定着を促そうとしている）内容に関する開示要請により構成されている。

業再生関連指標のうち、早期着手を促し投資家の保護に資すると考えられるものに関して、例えば決算短信における記載事項に採用することが期待される。

財務制限条項を伴う融資契約を普及させるには、シンジケート・ローン³⁶やプロジェクト・ファイナンス³⁷などを始めとした市場型間接金融³⁸や事業収益着目型融資の普及が不可欠となる。この点は、我が国の企業ベース中心の融資慣行の変革を伴うが、このための対応は次節で提案する。

（法律に基づく開示制度の充実への期待）

市場における自主的開示のみならず、商法や証券取引法などの法律に基づく開示制度³⁹の活用も有効であると考えられる。しかしながら、早期事業再生関連指標群の活用はいまだ緒についたばかりであることから、法的開示制度における活用に関しては、まず、金融機関や証券取引所などの市場における自主的な開示ルール及び証券取引法に基づいて2000年3月期からキャッシュフロー計算書の開示制度⁴⁰の効果を見極めつつ、効果的な情報開示制度の導入のあり方を検討することが妥当であろう。

（2）早期着手を促すコーポレートガバナンス体制の確立

我が国においては、終身雇用制が会社に対する忠誠心を高め、長期的視野での経営を可能にする利点をもたらす一方で、経営者を監督する取締役会は、内部で昇進してきた者によって構成されることとなり、経営者に対する監督機能が働きにくいとの指摘もされている⁴¹。

2002年の商法改正は、社外取締役が過半数を占める3委員会（監査委員会、指名委員会、報酬委員会）⁴²を必置とする、いわゆる米国型の機関制度の採用も可能としており（商法特例法21条の8第4項）、経営サイドには、このような委員

³⁶ 単独の融資案件に対して、複数の金融機関が、幹事行の取りまとめによる同一の契約により実行する融資。銀行間でリスクをシェアする。

³⁷ ある特定のプロジェクトに対する融資であり、その返済原資は当該プロジェクトが生み出すキャッシュフロー（収益）に限定される。

³⁸ 金融仲介機関を経由するという意味で間接金融でありながら、シンジケート・ローンに代表されるように、定型化され、譲渡を前提とするように市場性を持たせる金融形態。

³⁹ 一般投資家保護を目的とした証券取引法に基づく開示と、株主への受託者責任及び債権者保護を目的とした商法に基づく開示がある。

⁴⁰ 証券取引法24条1項・3項、企業内容等の開示に関する内閣府令第15条、同令第3号様式・第2号様式

⁴¹ キヤノンの御手洗社長は、終身雇用制の優位性の発揮には、フェアな競争に基づく実力主義が重要としている。（2001年「キヤノン - 高収益復活の秘密」日本経済新聞社）

⁴² 監査委員会：執行役の職務執行の監査を行う。

指名委員会：株主総会に提出する取締役の選任議案を決定する。

報酬委員会：各取締役と各執行役の報酬の内容を決定する。

会等設置会社制度に移行するという選択肢が用意されたことになる。社外取締役の効用に関しては様々な評価があり、委員会等設置会社と監査役設置会社のどちらが優れているかは一概には評価しがたいが、いずれの制度を活用するにせよ、事業再生に早期に着手するという視点からは、経営の情報開示が進めば進むほど、そして内外のシグナルが経営の耳に届くルートが多様であればあるほど早期着手を促す効果があると期待できそうである。

いかに情報を開示し、変化への対応を迅速に行うか、そのためにはいかなる会社組織を設計すべきか。こうした視点で、委員会等設置会社か監査役設置会社か、社外取締役や社外監査役の登用をどこまで行うか、内部統制の仕組みをどう組み立てるか、といった点が従来にも増して真剣に検討され、その選択に至った理由が十分説明されることが重要である。経営が自主的に早期着手に取り組むことが、事業再生を最も円滑かつ効果的に実行する上で有効であり、これにふさわしい体制を組んだ企業が、市場において支持されるようになる。経営サイドが事業再生を自ら担うに有効な体制を、積極的に提示することに期待したい。

2．従来型メインバンクシステム下の事業再生に代わる新たな早期事業再生のメカニズム

～事業別キャッシュフロー着目型の融資慣行の確立～

事業再生への早期着手の慣行を根付かせる為には、企業自らが事業別の収益性を従来以上に正確に把握し、なるべく早期に企業自らが事業再生に取り組むのが基本であるが、その際、債権者としての銀行の機能も重要である。債務者企業の事業収益をよりきめ細かくモニタリングし、早め早めに債務者企業に対して、事業再生への着手を促す機能が期待されるが、こうした視点で見た場合、従来型の融資慣行にいかなる問題があったかを検討し、事業別キャッシュフローに着目した新しい融資慣行の定着を提案する。

(1) 早期着手を促す事業別キャッシュフロー着目型の融資慣行

企業の資産担保価値に着目する従来型融資の早期事業再生上の問題点

企業や経営者の有する不動産などの担保価値に着目する従来型融資は、早期事業再生を行うという観点からは、以下のような問題点がある。

(債権者が債務者企業の経営に関与するタイミングが不明確)

第一に、債権者が早期事業再生を必要とする状況に陥った債務者企業の経営に関与しうる時期が不明確であり、結果、債権者による適切な経営関与のタイミングを

失するおそれがあるという点である。

特に、資産デフレが進行する中では、金融機関が、従来にも増して、債務者企業に対するモニタリングをきめ細かく実施し、事業に変調が生じ始めた段階で債務者企業の経営改善に向けた取り組みを効果的に促す仕組みを構築していくことが求められている。ところが、従来型の融資慣行においては、融資契約において、債権者が債務者企業の財務状況の変化に応じて経営に関与しうる要件や時期を定める（財務制限条項）慣行は根付いておらず、早期着手を促す仕組みとしては十分とは言えない状況にある。

従来型融資慣行における早期着手上の問題点は、経営と所有が一体化し外部からの経営に対するモニタリングが金融機関のみによって担われる中小企業において特に顕著であり、中小企業の事業再生着手を遅らせる大きな要因のひとつになっていると考えられる⁴³。

（債権者間の債権放棄などの事業再生コストの分担割合が不明確）

第二に、従来型の融資慣行では、財務の再構築に要する債権放棄等、債権者間の事業再生に関する負担割合が明確ではなく、結果、迅速な事業再生の障害になるおそれがあるという点である。

すなわち、従来型の融資契約では、他の競合する債権者との関係において自らの貸付債権を保護するため、債務者に一定の作為・不作為を義務づける約定（パリパス条項⁴⁴）を明確に規定することは、通常、行われてこなかった。このような規定がなくても実務上の大きな障害と考えられてこなかった背景には、再生企業と密接な関係を有するメインバンクが、事業再生の局面で最大の負担割合を分担するという暗黙の了解が存在したことが考えられる。

しかしながら、第一章でも指摘したとおり、事業価値が大きく毀損してから初めて事業再生に着手される一方、企業の銀行離れや不良債権処理の加速に伴う銀行の経営体力が低下していることで、メインバンクがこうした暗黙の了解に従うことが難しくなっている現状では、債権者間で事業再生に向けた合意が得難くなっている。特に複数の銀行が融資を行っている大企業・中堅企業案件について、メインバンクに重い負担を求める非メインの銀行等と、事業再生の成否の鍵を握るメインバンクによる、銀行間のメイン寄せを巡る争いが私的整理の円滑な合意形成を阻害す

⁴³ 中小企業等地域の企業は、地域金融機関をはじめとする地域の多様な利害関係者のガバナンスを受けている一方、当該企業の経営が窮境に陥った場合には地域の利害関係者との調整に時間を要するため、金融機関が早い段階で融資の引き揚げ等の条件変更を行うことが事実上困難であるとの指摘もある。こうしたケースにあっては、早期の事業再生着手の必要性につき、地域の関係者が広くコンセンサスを形成することが必要になる。

⁴⁴ Paripassu clause. 「平等条項」と訳されているが、通常、無担保社債において発行者がいかなる無担保債権者に対しても、当該社債債権者に優先した弁済権を与えない旨を約した条項をいうが、ここでは融資契約における同様の取決めを指す。武田他『四訂 金融証券用語辞典』（1993年、銀行研修社）中の「パリパス条項」参照。

る大きな要因となっており、債権者たる銀行間における事業再生コストの分担割合を事前に明確化する必要性が高まっている⁴⁵。

事業別キャッシュフロー着目型の融資慣行への変化の兆しとその効果

（従来型融資慣行から事業別キャッシュフロー着目型融資慣行への転換の兆し）

以上のことから、従来型の融資慣行は、本来、債務者の財務・経営内容を熟知しているべきメインバンクが主導して事業再生の早期着手や迅速再生を進めるための有効・適切な手段としては、もはや機能しているとはいえなくなっている。

このような現状を改めるためには、事業の継続を前提とした将来キャッシュフロー（収益力）を担保に融資を行うという、ゴーイングコンサーン（継続企業）への資金供給という企業融資の本来の姿に立ち返ることが必要である。現に、銀行業界を取り巻く近年の融資環境の変化の中で、このような事業別キャッシュフローに着目した新たな融資慣行、例えばプロジェクト・ファイナンス⁴⁶などへの転換を促すいくつかの兆しを見出すことができる。

第一に、資産デフレが進行する中で、資産価値を重視した融資慣行の資金回収リスクが高まっていることである。とりわけ不動産担保融資においては、大都市圏を中心にバブル崩壊後の地価下落がいまだ止まらない状況にあって、担保価値を長期にわたって評価し、維持し、換価・資金回収するコストがこれまで以上に増大している。このような融資環境の変化に伴い、銀行の貸出実務においても、資産価値だけに依存しない新たなリスク分散手法の開発がすすめられている。事業別キャッシュフロー着目型の融資慣行は、こうした新たなリスク分散方式の有力な選択肢となりうるものである。

第二に、金融機関による不良債権処理が加速される中で、銀行業務における収益構造の改善が強く求められていることである。そのため、銀行の貸出金利の設定方法も、これまで以上に信用リスクを敏感に反映した金利設定、すなわち信用リスクが高ければそれに応じて金利も高く設定するという、これまで以上に企業活動や財務状態に着目した金利体系への移行がすすめられている。このような金利設定方式の普及は、事業別キャッシュフロー着目型の融資慣行とも極めて整合的である。

第三に、銀行が、従来型の銀行業務から転換していく際には、過度に集中している与信リスクを分散する必要に迫られていることである。そのため、貸付債権を保有し続けて金利収入を得るよりも、シンジケート・ローンの組成や売却⁴⁷により手

⁴⁵ 高木新二郎「不良債権処理の加速と事業再生実務の変化」N B L 751号（2002年12月15日）参照。

⁴⁶ 日本におけるプロジェクト・ファイナンス市場の推移について、資料 - 10 参照。

⁴⁷ ローンの売買取引には契約上の貸手（lender）と借手（borrower）と譲受人の三者契約で原契約を消滅させ、新たに譲受人と借手との間で原契約と同一内容の契約を成立させる当事者代替（更改）契約（novation）貸手と譲受人の契約で債権だけを移転させる債権譲渡契約（assignment）譲受人が借手と直接の契約関係に入らず、譲渡人である貸手が借手から受領する元利金等の所定部

数料や転売収入を得るといったビジネスモデルが合理的な選択となりつつある。こうしたビジネスモデルに転換するためには、事業別のキャッシュフローや資金使途に応じた債権保全に着目した融資を行い、債権を売買可能な状態にすることが不可欠となる。

（事業別キャッシュフロー着目型融資慣行がもたらす事業再生上の効果）

事業別キャッシュフローに着目した融資慣行が導入されると、事業再生の局面で、次のような効果がもたらされることが期待される。

第一に、債務者企業の財務情報の開示と事業再生の早期対応の促進である。事業別キャッシュフロー着目型の融資慣行においては、当該事業が生み出すキャッシュフローが融資回収の源泉となることから、融資契約において、キャッシュフローに変調が生じれば融資条件の改定を求める旨の約定（財務制限条項）を設定することが一般的となる。このような財務制限条項では、債権者に対して定期的に財務諸表等を提出して情報を提供する義務や、キャッシュフローの変調を捉える様々な財務指標⁴⁸を用いて健全な財務比率を維持する義務等⁴⁹が債務者に課せられるため、債務者企業が債務不履行に陥るような深刻な財務状況の悪化に至る以前の段階で財務状況の変化を把握し、早期の対応を促す効果がある。

第二に、負担割合の事前のルール化による、事業再生の迅速処理の促進である。大型の融資案件では、貸出リスクの分散等の観点から、単一の金融機関による融資ではなく複数の金融機関による融資が活用されることがあるが、従来のメインバンクシステムのもとでは、非メインバンクがメインバンクに追随して融資をするという形で複数の金融機関による融資が行われることが多かった。事業別キャッシュフロー着目型の融資慣行のもとでは、こうした複数金融機関による融資は、通常、協調融資（シンジケート・ローン）として行われることになるが、そこでは主幹事行によるアレンジのもとに、同一の契約約款に基づいて協調融資銀行団（シ団）を結成し、当該約款中にパリパス条項を設けてシ団構成行間の負担割合を事前にルール化するのが一般的である。その結果、仮に事業が破綻したり、期待したキャッシュフローが得られずに債務不履行に至ったりした場合でも、シ団構成行間で負担のあり方について調整が難航する余地は極力排除されており、事業再生の迅速な処理を

分を譲受人に支払う旨の契約である参加持分権譲渡契約（participation）等がある。武田等、前掲書「ローン・トレーディング」の項参照。

⁴⁸ 代表的な財務指標としては以下のようなものがある。

・レバレッジ・レシオ：負債残高 / EBITDA（Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortizationの頭文字。金利・税金・償却費控除前利益を指す。）

・インタレスト・カバレッジ・レシオ：フリーキャッシュフロー（EBITDA - 税金 - 資本支出） / 支払利息

・デット・サービス・カバレッジ・レシオ：フリーキャッシュフロー / 元利返済額

⁴⁹ 具体的には、新規設備投資の制限（年間投資額の上限設定等）、配当・役員賞与の制限、新規借入・貸付等の制限、資産効率の維持（棚卸資産回転期間の上限設定等）、余剰資金発生時の強制期限前弁済等があげられる。

促進する効果がある。

（２）関係者の意識改革による事業別キャッシュフロー着目型融資慣行の促進

（新たな融資慣行の普及のために必要な関係者の意識改革）

このように、事業別キャッシュフロー着目型の融資慣行への転換の兆しはすでに現れており、これへの転換が早期の事業再生と迅速再生を加速する効果をもたらすことが期待される。しかしながら、こうした融資慣行への転換は、始まったばかりであり、シンジケート・ローンの新規融資全体に対する割合は未だ僅少な水準に止まっている⁵⁰。今後、既往融資の借り換えを契機として、シンジケート・ローンへと融資形態の転換が進んでいくことが期待されるが、こうした新たな融資慣行は、従来の金融機関と債務者企業との関係を大きく組み直すものであり、双方における意識が変わりながら、徐々に進展していくものと考えられる。

例えば、キャッシュフローに着目した新たな融資形態に転換するということは事業のリスクに見合った金利体系に移行することに他ならず、従来からの取引関係を変更することとなる金利改定を伴う融資形態転換が他行との関係で難しいという事情がある。また、債務不履行に至る前の段階で金融機関から介入を受けることに対する債務者サイドの抵抗感が強く、財務制限条項を付けた新たな融資契約の導入がなかなか進まないのが実態である。事業別キャッシュフロー着目型の融資慣行においては、将来のキャッシュフローの予測が重要であるが、この点についても企業と銀行の合意がなかなか得られないとの指摘もある。

しかしながら、今後は、金融機関サイドにおいては、収益性の向上を目指す中で、金利引下げによる融資量の拡大を競うのではなく、信用リスクに見合った金利体系⁵¹を構築しつつ新規の貸出先を開拓するといった収益構造に基づくビジネスモデルにシフトしていくと見込まれている。債務者サイドの新たな融資慣行への抵抗感も、経営者自身が事業別のキャッシュフロー・ベースに着目する方向に転換する中で薄らいでいくと見込まれる。融資条件の改定を巡る交渉は当事者の努力によるしかないが、最近行われている行内格付けを借り手に開示するという試み⁵²などを通じて、貸し手と借り手の間の認識のずれを粘り強く解消していく努力が重要である。

なお、キャッシュフロー融資慣行は、資産がなくても優良な事業を展開し得る企業には融資が付きやすくなるというメリットも確認されるべきである。この点に関しては、既に日本政策投資銀行が財務制限条項を導入した融資を始めている⁵³。こ

⁵⁰ 資料 - 1 1 参照

⁵¹ 現時点では、信用リスクに見合った金利体系になっているとは言い難い（資料 - 1 2 参照）。

⁵² 例えば、UFJ銀行においては、顧客に行内格付けを開示し、その考え方を説明することにより、銀行と顧客との間で財務状況やその問題点等についての認識を共有することを通じて、透明性の高い取引関係の構築に取り組んでいる。週刊金融財政事情2002年7月1日号18-22頁参照。

⁵³ 日本政策投資銀行では、アスキーグループ、長崎屋、富士高分子等へのシンジケートローンに

うした政府系金融機関における試みが民間慣行の変化を促すことも期待したい⁵⁴。

(3) 競争促進による事業別キャッシュフロー着目型の融資慣行定着の促進

近年、不動産担保に頼ることなく事業のキャッシュフローに着目して中小企業向け融資で実績を挙げているノンバンク等⁵⁵が出現している⁵⁶。こうした金融技術上の能力を有する新たな金融事業者が、銀行との競争を通じて、事業収益着目型の融資慣行を定着させることが期待される。特に、高い収益性が見込まれる有望な事業をもちながら担保となる不動産を有しないために、従来は銀行からの融資が得られなかった中小・ベンチャー企業等に対し、事業収益に着目した融資が提供されることへの期待は大きい。

このようなノンバンク等による事業別キャッシュフロー着目型の融資慣行を促進させるためには、資金調達をより行いやすくするため、投資家保護等の観点も踏まえた、債権の流動化・証券化の促進が求められる。

なお、2002年10月に公表された金融再生プログラム⁵⁷及びその作業工程表を受け、金融審議会が信託についての検討が、また、産業構造審議会 産業金融部会⁵⁸では、特定債権法の見直し、信託機能の活用、公的保証の拡充などの検討が開始されたところであり、早急に成案が得られ、必要な規制改革が実現することを求めたい。

(4) キャッシュフローの担保化に向けた担保制度の整備

(事業活動の一体性を確保するための新たな担保制度の役割)

従来の融資慣行は抵当権等に基づく資産の換価価値に支えられてきたが、これから事業別のキャッシュフローに着目した融資慣行を定着させるのは、これにふさわしい担保制度の整備が必要となる。

において、各種財務制限条項を導入している。

⁵⁴ 近年、スコアリングモデル(財務データをベースとして計量分析を行い、リスクに見合った融資条件を設定する)を活用して中堅・中小企業向けに無担保融資を行う民間金融機関が増加している。金融財政事情2003年1月27日号参照。

⁵⁵ 金融機関の類型については、金融仲介機能の有無により、金融仲介機関とその他の金融機関に分類することが可能である。金融仲介機関は、さらに銀行をはじめとする預金取扱機関と保険会社等の非預金取扱機関を区別することが可能である。その他の金融機関については、証券会社や短資会社等がこれに含まれる。ここでノンバンクとは、預金の受入れを行わずと信業務を行う非銀行金融機関の総称として使用しており、リース会社や信販会社等の行う業務等を含めて考えている。

⁵⁶ 三洋電機クレジットが設立した三洋倶楽部は、美容、医療、中古車などの特定業種に特化し、不動産担保をとらずに経営内容を評価して融資を実施している。日経ビジネス2002年8月26日号参照。

⁵⁷ 金融再生プログラムについては、<http://www.fsa.go.jp/kinsai.html>参照。

⁵⁸ 産業構造審議会産業金融部会「新たな企業金融機能のあり方に関する検討小委員会」において、

例えば、近年の「プロジェクト・ファイナンス」と呼ばれる融資形態では、債権者は、特定の事業のキャッシュフローに着目した融資を行うとともに、その際には事業に要する資産を包括的・一体的に担保に取り、その返済については当該事業以外の事業収益や財産を引当にしない、いわゆる「ノン・リコース」であることが通常である⁵⁹。この場合、担保の目的は、債務不履行に際して多数の担保物件を個別に処分して債権を回収することにあるのではなく、キャッシュフローを生み出す事業の一体性を維持すること（防御的機能）にある。

すなわち、もし、事業を構成する個別の資産に対して、他の債権者等の第三者からの権利行使がなされると、事業を構成する資産が散逸し、事業が予定通りのキャッシュフローを生み出すことができなくなるおそれがある。そこで、債権者は、そのような他者からの権利行使を排除するために、担保制度の防御的機能を利用する。また、債務者による事業継続に問題が生じた局面においては、債権者は事業の運営に必要となる資産の一体性を維持したままで、別の健全な事業運営主体へ事業を譲渡し、融資の回収を図ることも、担保を付する目的となる⁶⁰。

（担保制度の新たな役割に向けた制度設計の必要性）

事業活動の一体性の確保という担保の防御的機能を有効に発揮させるためには、事業活動を組成する土地、建物、機械設備、車両運搬具、商品、売掛金、現金、無体財産権等のすべての資産に対して、低コストで、有効な担保権を設定することが可能でなければならない。

現行制度上も、土地、建物、機械等の事業用資産に一括して財団として担保を設定する制度として、1905年に制定された工場抵当法を初めとして9つの財団抵当法が存在している。しかし、財団を構成する資産が入れ替わるたびに財団組成物権の目録を作成しなおさねばならず、かつ、工業所有権以外の知的財産権（著作権等）などを財団に含めることができないとの不都合が実務上指摘されている⁶¹。また、1958年に制定された企業担保法は、債務者の総財産に一括して担保を設定することを認めているが、社債の担保としてのみ利用が可能であり、かつ、その効

3月を目途に検討を行う予定。小委員長は、柳川範之東京大学大学院経済学研究科助教授。

⁵⁹ 具体的には、特定目的会社（SPC）を組成し、ノン・リコースの対象となる事業資産を債務者の一般財産から分離する等の手法が用いられる。国内における代表的な事例として、ユニバーサル・スタジオ・ジャパンへのプロジェクト・ファイナンス等がある。また、事業会社が特定の財産を引き当てとしてノン・リコース・ローンの借入れをする際には、ローンの債権者との間で、その特定の財産以外の債務者の財産は借入債務の引き当てとしない旨の取り決め（いわゆる責任財産限定特約）が行われる。このような特約の法律関係に関する論点を整理したものとして、金融法委員会「責任財産限定特約に関する中間論点整理」金融法務事情1625号（2001年10月25日）7頁参照。

⁶⁰ プロジェクト・ファイナンスにおける担保徴求の意義については、江口直明＝豊原信治＝塚谷昭子「日本におけるプロジェクト・ファイナンスの法律的側面（下）」金融法務事情1567号（2000年1月5日・15日）74頁参照。

⁶¹ 資料 - 13参照

力も弱いとの難点が指摘されている。以上のほか、譲渡担保⁶²の手法を用いることにより、現在でも倉庫や工場にある製品や商品や原材料や仕掛品等の棚卸資産について、実務上、一括して担保を設定することが行われているが、公示制度が存在していないことの不備が指摘されている⁶³。

事業別キャッシュフロー着目型の資金調達手法を今後さらに発展させていくためには、その制度的インフラとして、事業の収益を担保として確実に把握することを求める債権者の要請に資する形で、早急に担保制度の整備が実現されることが望まれる⁶⁴。企業法制研究会（担保制度研究会）⁶⁵では、前述のような現行制度上の問題点を指摘したうえで、事業の収益性に着目した融資を活発にすべきであるという提案を行っているところである。今後、このような視点を踏まえて、現行の担保制度に基づいて形成された権利関係との調和を図りつつ、キャッシュフロー型の融資を支える新たな担保制度の実現に向けて担保・執行制度の改正が検討され、早急に実現されることが期待される。

⁶² 債権者が債務者に対して有する債権を担保するために、物の所有者又は権利者が、物の所有権又は権利を債権者に移転すること。担保を設定した者が、目的物の占有を移さなくてもよいので、機械・備品など営業に使用する動産についても担保として利用することが可能となる。

⁶³ 棚卸資産等の動産の所有権の移転は、対象となる物の「引渡し」をもって、当事者以外の第三者にも主張することができる（民法178条。なお、第三者に対して、法律関係の効力を及ぼすことを「対抗する」といい、そのための要件を「対抗要件」という）。しかし、この「引渡し」は、占有改定で足りる（占有改定とは、ある動産が譲渡人から譲受人に譲渡される際に、譲渡人が、譲渡の対象となる動産の占有を物理的には移動させずに、それ以後は譲受人のために占有をする旨の意思表示をすることにより「引渡し」を行うことをいう）。したがって、占有改定で行われた譲渡担保は、その前後で何ら外形的事実に変化がない。そのため、譲渡担保を利用した融資が積極的には行われていないことの理由として、譲渡担保による所有権の移転が外形に明確でないことが挙げられている。なお、債権譲渡の第三者に対する対抗要件は、民法上、債務者への通知又はその承諾とされているが（民法467条）多数の債権の一括譲渡を行うとすると、個々の債務者ごとに通知・承諾の手続を経ることの負担が重いという不都合が指摘されていた。そこで、法人の債権譲渡を円滑にするため、1998年に「債権譲渡の対抗要件に関する民法の特例等に関する法律」が制定され、法人が有する金銭債権の譲渡等について登記による新たな対抗要件制度を創設するなどの措置が講じられた。なお、リース、クレジット債権の流動化に関しては、1992年に「特定債権等に係る事業の規制に関する法律」において、対抗要件の充足方法としての公告制度が採用されている。

⁶⁴ 近時、収益性に着目した担保制度の利用の意義が注目を集めている。内田貴「第22回法学講演会 担保法のパラダイム」法学教室266号（2002年11月）7頁等参照。

⁶⁵ 企業の資金調達について、従来の不動産担保に依存した融資では限界にきており、事業の収益性に着目した資金調達方法へと転換していく必要がある。金融技術の進展により資金調達方法は多様化しているが、民法等における従来の制度では十分に対応できていない部分もあると考えられることから、そうした法制度の改正を提案することを目的として、経済産業政策局長の私的勉強会として、獨協大学の高木新二郎教授を座長に昨年2月から7回に渡り研究会を開催、提言をまとめている。（<http://www2.meti.go.jp/report/data/g30128aj.html>及び資料 - 14参照）

3. 投資家及び株主が主導する早期事業再生のメカニズム

～新たな融資慣行がもたらす債権売買市場の発達、事業法人や企業再生ファンドによる投資環境の整備～

経営者に早期着手を促す主体は株主であり、投資家である。また、企業が過剰債務の状態になった場合には、過去の経営の方針にこだわることなく抜本的な事業再生を効果的に進めていくため、当該事業の再生を担う能力がある株主が経営権を取得して、新たな経営陣を送り込み事業再生を主導していくことも有効である。我が国では、変化の兆しはあるものの⁶⁶、株主が積極的に経営を監視する行動原理はいまだ十分に機能しているとは言えないが、ここ数年、企業再生ファンドの活動や事業法人によるM & A活動が活発になりつつある。特に過剰供給構造を是正しながら事業再生を図るためには、同業他社が主役となった産業再編型の事業再生が活発に行われることが必要であり、この意味でも事業法人によるM & Aが注目を集めている。こうした事業再生を目的とした投資活動が活発になれば、既存の経営者に対して買収を回避するため事業の早期着手を促す効果も期待でき、事業再生において必要なスポンサーを容易に見つけることも可能となる。

本節では、事業法人や企業再生ファンドによる事業再生への参加をさらに促進し、こうした新たな主体が株主として早期事業再生プロセスを主導する慣行を確立するための環境整備について提示する。

具体的には、銀行から新たな投資主体へ債権を譲り渡すことで、これらの主体が事業再生を担う株主（投資家）として活動する基盤を提供する機能を果たすローン市場の整備の必要性を提示する。ローン市場の整備によって債権が適正な市場価格で評価されるようになれば、ファンドや事業法人による投資が可能となるという意味でローン市場の整備は、投資活動促進のための必要条件とも言える。その上で、企業再生ファンドの活動を促す上で必要となる組織法制度の整備、事業法人が主導する事業再編型の事業再生を促すためのM & Aに関連する事業再編法制の見直しや、独占禁止法上の運用の透明化に関して、提言を行う。

（1）事業再生に対する投資を促す上で不可欠なローン市場の整備

（融資慣行の変化とローン市場の整備、これらがもたらす事業再生を目的とした投資活動の活発化）

メインバンク制のもとで、我が国の事業再生案件は、長らくメインバンクをはじめとする金融機関と債務者企業の間で処理されてきた。たとえば、ローンが組成された後も当該ローンを組成したメインバンクたる銀行と債権者の関係が継続し、債務者企業の経営状況をモニタリングし、事業価値の再生を担う役割は基本的にオリ

⁶⁶ 資料 - 15 参照

ジナルのローンを組成したメインバンクの能力に依存してきた。

そのため、事業破綻時にあっても、最大債権者であるとともに株式持ち合いを通じて有力株主あるいは役員のパイプラインとなっているメインバンクは、事業再生において中心的な役割を担っていたために、事業再生案件を投資案件として金融市場において処理することは稀であった。近時、事業再生を担う企業再生ファンドや戦略的投資家と呼ばれる事業法人の活動が注目されてはいるものの、これまで、こうした主体による事業再生の投資案件が少ないとされてきたのも、こうした銀行が最後まで債権を抱え続けるという日本的な慣行がその背景にある。

しかしながら、銀行と債務者企業との間の株式の持ち合い構造は徐々に解消しつつあり⁶⁷、メインバンクによる債権管理のあり方も、事業別キャッシュフロー着目型の融資慣行への転換に伴い、ローン転売によるリスク軽減の方向に変質しつつある。とりわけ、従来、我が国の金融活動において極めて低調であったと指摘されてきた、間接金融と直接金融を結び付ける中間領域（シンジケート・ローン、ローン・パーティシペーション⁶⁸や不良債権を中心とするローン転売等）の金融技術の活用が、近年、銀行を中心に積極的に取り込まれるようになってきている。こうしたローンの流通、ローン債権の証券化といった「市場型間接金融」の手法を活用することにより、銀行から機関投資家へのリスクの橋渡しが容易となることから、事業法人やファンドなどが、株主として事業再生の有力な担い手として参加することが期待される⁶⁹。

（銀行から投資家へと債権が移転することによる事業再生上の効果）

このように銀行が最後までローンを抱えるのではなく、銀行は債務者の内部情報を精査してローンを組成し、ローンを新たな投資主体が買い受けることで、ローンの売買市場が拡大すれば、事業再生の局面で以下のような効果が期待される。

第一に、銀行以外でリスク負担能力を有し、かつ、事業価値再生の成功による高いリターンを追求する投資主体が債権を取得する道が開かれる。銀行・機関投資家間での売買を前提に組成されるローンには、コベナンツが付されることが多いが、これにより、ハイリスク投資におけるリスク・コントロールが容易化する効果が期待される。さらに、これらの中には、事業のキャッシュフローに着目して投資対象

⁶⁷ 一方で、金融機関保有株式の価格変動リスクは、金融機関経営の大きな不安定要因となっている。日本銀行は、こうした状況を踏まえ、このリスクの軽減によって金融システムの安定を確保するとともに、不良債権問題の克服に着実に取り組める環境を整備する観点から、金融機関が保有する株式の買入等を行うことを決定し、2002年11月29日から開始している（http://www.boj.or.jp/seisaku/02/seisaku_f.htm）。

⁶⁸ 貸し出し債権そのものを移転するのではなく、債権から発生する元利金の受け取りなどの経済的利益と、債務不履行などの与信リスクや金利リスクのみを投資家に売却する。債権譲渡方式と異なり、債権者・債務者間の権利義務関係には変更が生じないため、債務者への通知の必要もない。

⁶⁹ 大手和装商社の市田の再生に当たっては、メインバンクである東京三菱銀行と三井住友銀行が組成したジャパンリカバリーファンドが金融機関の債権の一部を譲り受けた後、その一部を債権放棄し、残額を現物出資して市田の増資新株を取得した例がある。

を決め、債権を株式化して株主として企業経営に關与することを目的として債権を取得するものもあり、早期に事業再生を促す担い手として期待される。

第二に、新たな投資主体が登場する結果、これらの主体による投資資金を通じて、元来ハイリスク・ハイリターンという性質を持つ事業再生プロジェクトに対し、よりリスク許容度の高い資金の供給が促進される。(元本割れが想定されていない)預金の運用を行い、自己資本比率規制⁷⁰に服する銀行が取りうる与信リスクには自ずから一定の限界があるが、ローンの転売が可能となれば、事業再生の担い手は、よりリスク負担の能力が高い最終投資家層から資金を調達してハイリスク・ハイリターンの事業再生案件への投資を行うことが可能となる。

第三に、債権の売買を通じて債権の客観的な時価評価が形成される。債権の時価がより客観的に明らかになれば、事業再生案件への投資判断を行う前提となる事業価値の推定も容易になり、事業再生の合意形成が早まる効果がある。

(ローン市場の整備に向けての課題)

このように、銀行から投資家へと債権が移転する仕組みができれば、投資家がローン市場を通じて早期着手や迅速再生に参加することが可能となる。このためには、債権が取引される市場が不可欠となるが、我が国においてローン市場の整備が遅れている。これにはそもそも債権の売買になじみやすい事業別キャッシュフロー着目型の融資が行われてこなかったところに原因があり、これへの対応は前節で提示したが、債権の売買固有の障害も指摘しなければならない。

我が国では、金融機関と企業の間で長期的な債権債務関係が形成されてきたため、債権者が変わることに對する債務者の抵抗が大きく、債務者情報の投資家への開示についての懸念も強い。例えば、債権が転売されるとつぶされるといった懸念や銀行との長期的な関係がなくなることによる不安などがその典型である⁷¹。

もっとも、こうした抵抗感については、多数の投資家が参加するシンジケート・ローンを組成できたこと自体が当該企業の市場における評価を向上させること、流動性リスクプレミアムの低下を通じて借入金利の低下をもたらす可能性もあること、個別債権の流動化が困難な中小企業においても、A B C P⁷²やC L O⁷³等

⁷⁰ 銀行等が保有する貸付金や有価証券等のリスク資産に対する資本金や引当金等の自己資本の比率を指す。国際業務を営む銀行等については、パーゼル銀行監督委員会が1988年に8%という統一基準(いわゆる「B I S基準」)を設定している。

⁷¹ なお、米国においても、借り手は、債権の転売に当初から積極的であったわけではなかったが、資金調達手段の多様化や貸出条件の透明性向上といったメリットへの認識とともに拡大したとされている。藤田研二・菱川功「米国におけるローン債権市場の発展とわが国へのインプリケーション」マーケット・レビュー2001-J-3(日本銀行金融市場局2001年3月)参照
(http://www.boj.or.jp/ronbun/ronbun_f.htmより入手可能)

⁷² 「Asset Backed Commercial Paper」資産担保型コマーシャルペーパー。売掛債権や手形債権などの債権を特定目的会社(S P C)が譲受け、その債権のキャッシュフローを裏付けにS P Cがコマーシャルペーパーを発行するもの。

⁷³ 「Collateralized Loan Obligations」類似の貸付債権を一定額以上集めたうえで、S P Cに譲渡

により債権を集散的に流動化する手法が開発されてきており、これが中小企業に対してより有利かつ多様な資金調達を可能とすること、などについて関係者が認識を共有することにより、徐々に緩和していくものと思われる。

また、金融機関がローンの売却を行う場合、当該ローンに対する引当水準と市場における需給により形成される価格との兼ね合いにより、売却損が生じる可能性がある。この点については、引当金の計算方法、ローン市場とその背景となる金融資本市場の構成、事業再生と企業金融に関わる制度・慣行等の様々な点における関係者の努力が求められる。

（ローン市場インフラの整備）

さらに、債権の売買が活発化し、ローン市場が整備されるためには、市場インフラの整備が必要である。具体的には、取引において使用される契約書類等のフォーマットの統一、債務者企業の財務情報についての開示のルールの整備、ローンの価格や格付け情報の充実などである。

市場関係者によりローン市場の健全な育成・整備を目的に結成された、日本ローン債権市場協会（J S L A）⁷⁴は、ローン組成・流通段階での契約書雛形や債務者の情報開示のルールなど正常債権流通市場における行動規範を策定、提示しているが、これらの雛形や行動規範の市場における定着が期待される。

また、市場においては、債権価格や信用リスクについての情報を提供する企業や格付け機関が既に現れており、取引の増加とともにこうしたサービスが充実されていくものと思われる。

なお、これらの諸課題について、全国銀行協会は、貸出債権市場協議会を設置し、銀行や機関投資家、事業法人その他関係団体の参加を得て、本年3月までにとりまとめを行うべく、ローン市場創設に向けた検討が行われているところであり、市場インフラ整備に向けた課題の明確化と解決策の提示に期待したい。

（2）企業再生ファンドに関する組織法制的整備

株主として債権者以上に積極的に経営に関与し、事業再生の主体となるものとして企業再生ファンドへの期待は高い⁷⁵。現在、この企業再生ファンドを組成するに当たっては、ファンドに法人類似の主体性を認めつつも、課税はファンドではなく

し、これを裏付け資産としてSPCが証券を発行するもの。

⁷⁴ 日本ローン債権市場協会（J S L A）は、民間の市場関係者により、2001年1月1日に設立された任意団体。

⁷⁵ 近年、外資系を含め、多くの企業再生ファンドが設立されている（資料 - 16参照）。なお、政府においても、「改革加速プログラム」（2002年12月）に基づき、日本政策投資銀行から、企業再生ファンドへの出資制度を拡充し、債権放棄等の金融支援以前の早期事業再生のためのリスクマネー供給の促進を図ることとしている。

ファンドへの出資者（最終投資家）になされるという税制上のパススルー性を兼ね備えた組織を活用する。また、ハイリスクの投資資金の提供を促すため、投資の損失が生じても投資家の責任は出資の範囲に限定されるという組織の構成員の有限責任性を確保しなければならない。

民法上の組合はパススルー性はあるが構成員はすべて無限責任を負い、株式会社などの法人は構成員の有限責任性はあるが税制のパススルー性は認められていない。英米法圏では、一般的に経済活動を行う団体として、パートナーシップと呼ばれる個人と会社の間の中間の存在である組織があり、パススルー性が認められている。この類型としてリミテッド・パートナーシップと呼ばれる投資家としての構成員の有限責任性を有する組織が認められており、ファンドの組織としても広く利用されている⁷⁶。我が国においては、こうした組織として、中小企業等投資事業有限責任組合が用意されているが、この制度は、投資対象が原則中小企業に限定されることから、大企業向けの企業再生ファンドは、ケイマン⁷⁷等の海外の制度や匿名組合を活用することが通常である。

こうした組織の活用にあたっては、手続上の費用が嵩むこと、税務上の課税対象となるか否かの取扱いが不明確であることから、その活用をそもそも躊躇する向きもある。このため、2003年には産業活力再生特別措置法（産業再生法）の改正により、同法の認定を受けて事業再生を行う事業者や、主務大臣の認定を受けていなくても財務内容が毀損していることが明らかであるため事業再生を行うことが必要である事業者に対する投資を中小企業等の要件無しでも可能とするよう検討している。また、投資事業として株式や新株予約権等の取得だけでなく、金銭債権を取得できるようにすることで、事業者の債務を集約し、株式に転換することで事業再生に着手することができるよう検討している。さらに、補助事業として法的整理中の企業に対する投資や投資先企業への金銭の貸し付け等の再建支援も可能とする方向で検討が進められている。今後は、企業再生ファンドの活動をさらに促すため、産業再生法の認定事業者や中小企業に限定することなく、投資事業そのものを担うことができる有限責任組合法制度を早急に整備すべきである。

また、ファンド（投資事業）のみならず、ベンチャー事業やジョイントベンチャーなどにおいて活用されている米国におけるリミテッド・ライアビリティー・カンパニー（LLC）のような、構成員の有限責任性、法行為能力という法人の性

⁷⁶ 米国及び英国には、リミテッド・パートナーシップ（LPS）が一般法として存在しており、ファンドの事業主体として広く活用されている。他方、ドイツにも、会社法上、英米のリミテッド・パートナーシップ同様の組織である合資会社（KG）が用意されており、税務上も合資会社自体への課税はなく、出資者段階の課税であるため、ファンドの組成に適した事業主体として活用されている。LPSの構造については、資料 - 17 参照。

⁷⁷ ケイマン諸島はカリブにある英国領で、法人、所得、相続税等の税金がないタックスヘイブンとして有名である。タックスフリーのメリットの他に、非居住者でも会社設立が容易にでき、且つ自由な設計が可能とされている為、金融機関やファンドをはじめ欧米の多くの投資家達が、資産保護、二重課税回避目的等で利用している。

格を備えつつ、税制のパススルー性を有する新しい有限責任組織については、2002年の総合規制改革会議「第2次答申」において、より簡易な起業制度の整備の観点からも、「合理的かつ健全な事業組織形態のあり方について、私法上の問題点の整理と検討を行うとともに、併せて税法上の取扱いも検討すべき」とされていることから、できる限り早期に、実現に向けた検討を進めることが求められる⁷⁸。

（3）過剰供給構造是正のために不可欠な事業再編型の事業再生の促進

企業再生ファンドと同様、事業法人も、スポンサーとして事業再生の主体となることが期待される。特に同業他社の事業法人が積極的にM&Aを展開することとなれば、過剰供給構造の是正を図りながら、事業再生を図ることも可能となる。こうした事業再編型の事業再生を促す観点から、本節では、事業再編に関する規制緩和及び独占禁止法の合併規制の運用透明化に関する課題を提示する。

（事業法人による事業再編型の事業再生の促進）

同業種あるいは関連業種の事業法人がスポンサーとなり、事業再生に関与することも多い。これら事業法人は、合併、買収、営業譲受などを通じて事業の再編を行い、シナジー効果を発揮しつつ事業再生を確実なものとし、事業再生が完了した後においても、戦略的投資家として、事業に関与する。持ち株会社の解禁以降、累次の商法改正により、事業再編に関する規制が大幅に緩和され、我が国企業が関与したM&Aの件数は大きく増加している⁷⁹が、事業再生過程における企業からの営業譲受などの案件も出てきており⁸⁰、事業再生の促進の観点から、事業再編に係る諸規制のさらなる緩和が求められている。また、こうした事業再編を伴う事業再生の試みは、過剰債務の原因となっている過剰供給構造の是正にも資するものである。

また、「我が国の経済・財政運営と構造改革に関する基本方針2002」（2002年6月閣議決定）において、対日投資促進が経済活性化の戦略のひとつとして位置付けられ、国境を越えたM&Aに関する制度整備を推進することとされている。

こうした事業再編型の事業再生促進の観点から、金融庁においては、証券市場改革プログラムに基づき、強制公開買付制度の適用除外要件の拡大が検討されている。

⁷⁸ 経済界からの新たな有限責任組織のニーズは高く、日本経済団体連合会は、「複数の者が共同してリスクを分担しながら、新規事業に取り組む場合や、産業構造の転換に対応して、スクラップ・アンド・ビルドを進めるためには、全ての出資者の有限責任と、税制上の導管としての仕組みを兼ね備えた新たな事業形態が必要である。米国におけるLLC、LLPと同様の上記の事業形態を認める法人制度を創設すべき。」という要望を行っている（「平成15年度税制改正に関する提言（2002年9月5日）」）。

⁷⁹ 日本企業が2002年に関与したM&A件数は、2,244件で前年比25%の増（野村証券金融研究所）資料 - 18 参照

⁸⁰ 森精機製作所は、2002年9月、民事再生手続中の日立精機および日立精機サービスから、工作機械に関わる全事業を譲り受けた（譲受会社は森精機製作所の100%子会社の森精機ハイテック）。

また、経済産業省は、改正産業再生法により、事業再編型の事業再生を促進するために必要となる政策的支援と商法上の規制緩和措置などを一体的に講じることとしている。

この成果も見極めながら、2005年を目途とする会社法制の現代化において、事業再編に関する商法上の規定の見直しを検討すべきである。

（独占禁止法の運用の透明化）

また、事業法人による早期の事業再生への参加が促進されるためには、独禁法との関係において、事業再編が円滑に進展するよう、その審査等の透明性・迅速性が求められる。

例えば、事業再生のための債務の株式化を行うと一時的に銀行の保有株式が増加し、独禁法上の5%規制に抵触するケースがあるが、公正取引委員会は、昨年、この運用基準の見直しを行い、事業再生のために債務の株式化を行った場合は、事業会社の株式につき5%を超えた保有を可能とする特例を認めた。

また、事業法人が他社の事業再生を行う際に合併、営業譲受、共同出資子会社設立などを行うケースが多数見受けられるが、この際、独禁法に基づく企業結合規制が課せられる。この規制の審査の迅速性・透明性を向上させる観点から、昨年12月に産業再生・雇用対策本部で決定された「企業・産業再生に関する基本指針」においても、改正産業再生法の対象案件について、迅速審査類型を定めるとともに、一般の案件についても迅速審査類型を明確にすることとなった。この一般案件に係る迅速審査類型については、シェア25%など明確で客観的な基準⁸¹を用いるとともに、現在小規模案件及びシェア10%未満となっている「簡易審査類型（競争上問題がないとする類型）」の拡充につなげ、結果として、企業結合ガイドラインそのものを改訂することを検討すべきである。

⁸¹ これらの基準については、経済産業省経済産業政策局長の私的諮問機関である競争政策研究会において取りまとめ中である（「中間報告（案）～産業再生に向けた企業結合審査の迅速化・透明化～」資料-19参照）。

4．着手遅延を招かない債権者・債務者の関係の構築

～再生着手遅延行為に内在する法的リスクの認識の共有化と債務者に対する規律付けの手法の転換～

(1) 着手遅延を招かない債務者の姿勢

(再生着手の遅延に繋がる行為の法的なリスク)

過去の多くの倒産事例においては、債務者企業の経営陣が、会社の財政状態が悪化しているにもかかわらず、決算を粉飾してこれを隠蔽したり、将来の見通しが立たず、返済の見込みがないにもかかわらず、新たに資金繰りをつける努力を続けて過度の借り入れを招き、債務者企業の財政状態をより一層悪化させたりしていた事実が認められている。

このような行為を行った経営陣に対しては、刑事上および民事上の責任が追及されてきており、また、1997年には、会社経営の健全性や市場の透明性・公正性を確保するため、経済犯罪に対する罰則の強化も行われた。今後は、債務者企業において、粉飾行為等により再生着手が遅延した場合、市場に悪影響を与えることから罰則を科されることについても債務者企業は十分認識すべきである。

以下では、粉飾決算や経営危機における借り入れに関して、いかなる場合に経営責任が発生するのか、過去の裁判例に基づいて明らかにする。

粉飾決算

経営に問題が生じてきたときに、企業の経営者が陥りがちな不正な経営操作の典型例が、会計処理を操作して、損失を圧縮したり、架空の利益を表示したりする、いわゆる粉飾決算である。過去の倒産事例においては、粉飾決算を行った会社の旧経営陣の法的責任が認められることが多く、さらに近時においては、粉飾決算に監査証明を行った公認会計士に法的責任追及が行われる事例も現れている⁸²。

・ 刑事上の責任

証券取引法は、一般投資家の投資判断を誤らせ、有価証券の発行、流通の円滑と価格形成の公正を害することとなる虚偽の有価証券届出書、有価証券報告書等の提出を重く処罰している（証券取引法197条1号等）。このような市場ルールに基づき、証券取引等監視委員会が市場を監視しており、同委員会によって、虚偽の有価証券報告書提出等についての告発実績が積み重ねられている。また、有価証券報告書等の提出会社に限らず、株式会社の取

⁸² 証券取引等監視委員会は、2002年、フットワークエクスプレス（株）の監査業務を行った公認会計士が架空収益を計上するなどをした虚偽の記載のある有価証券報告書を提出した嫌疑（証券取引法197条第1号等）について刑事告発を行った。

締役が計算書類に不実の記載を行った場合には行政罰が科される（商法498条1項19号）。

また、過去の粉飾決算事件においては、虚偽の財務情報の開示だけでなく、さらなる刑事責任の成立が認められている事例が多数存在する⁸³。すなわち、粉飾決算に基づいて役員賞与を支給した行為に対しては特別背任罪（商法486条）が、配当可能利益がないのに配当（蛸配当）を行った行為には違法配当の罪（商法489条3号）が認められている。

・ 民事上の責任

粉飾決算を行った会社の役員は、これによって損害を被った者に対する賠償責任を負い（商法266条ノ3第2項、280条2項、証券取引法21条1項1号、24条の4等）、違法配当を行った取締役は、違法な配当額を会社に返還しなければならない（商法266条1項1号）。粉飾決算に対して監査証明を行った公認会計士または監査法人も、監査証明を行ったことについて故意又は過失があれば、損害賠償の責任が発生する（証券取引法21条1項3号、24条の4）。

経営危機時における借入れ

債務者企業の経営者が、会社が経営危機に陥ったにもかかわらず、将来の見通しがつかないままに当面の資金繰りをつける努力を続けた場合にも、経営者は民事上の損害賠償責任を問われることがある。

取締役は、会社に対して、その職務を行うについて善良なる管理者としての注意義務⁸⁴を負っているだけでなく（商法254条3項、民法644条）、悪意又は重過失による任務懈怠があった場合には、会社債権者等の第三者に対しても責任を負う（商法266条ノ3）。この取締役の責任は、特に中小企業の倒産において、経営者に対する個人責任を追及するための重要な判例法を形成しているといわれている。無理な資金繰りを続けていた経営者に対しては、過去の裁判例に照らせば、典型的には、「支払見込みのない手形の振出」、「融通手形⁸⁵の振出」、「返済の見込みのない借入れ」のような行為について、債権者

⁸³ 戦後、粉飾決算に基づく違法配当罪が問題となった事件として、サンウェーブ事件（東京地方裁判所判決1974年6月29日・判例時報470号56頁）、山陽特殊鋼事件（神戸地方裁判所判決1978年12月26日・商事法務826号25頁）等があるほか、近時、破綻金融機関の元役員に対して、虚偽の有価証券報告書の提出とともに、違法配当の罪でも刑事責任の追及が行われている。

⁸⁴ 任務違背行為を基礎付ける注意義務であり、行為者の属する職業や社会的地位に応じて通常期待されている程度の抽象的・一般的な注意義務を意味する。

⁸⁵ 「商業手形」と異なり、商取引の裏付けのない手形。手形の貸借や書合いだけで安易に資金調達が可能であることから、実体の伴わない負債を生ぜしめ、一旦資金繰りの破綻が生じたときには、手形支払人ばかりでなく、多方面にわたって連鎖倒産を引き起こす例が多い。

に対する損害賠償責任が認められやすい⁸⁶。

（着手遅延を招かないための債務者の姿勢）

経営者は、株主、金融機関、取引先、従業員等の広範な利害関係者の信用に応えつつ、企業活動を継続することが期待されているが、見通しの立たない事業継続を志向するべきではない。これまで見てきたように、過度にそのような取り組みを行えば潜在的に株主および債権者の損害を拡大する行為となる可能性があり、経営者自身の法的責任をも招来する。このことについての社会的な認識を高める必要がある。

一方、民事再生法の制定以降、制度面だけでなく運用面においても、私的整理ガイドラインに代表される財務再構築と早期事業再生のための手法の整備が着実に進められている。会社が過剰債務に陥った場合において、経営者は、企業の再建に最大限努力することは重要であるが、他方で、当面の資金繰りのみに腐心するのではなく、その再建可能性を検討し、財務再構築の必要度に応じて、躊躇することなく債権者との協議に入り、早期に事業を再生させることを目指すべきである。

（２）着手遅延を許さない債権者の姿勢

（金融支援に伴うリスクの認識）

過剰債務に陥った債務者が、将来の事業の見通しも立たないままに企業体の延命を続けることにより、債務負担額をさらに拡大させてしまうことも珍しくない。また、過去の金融機関の破綻事例においては、旧経営陣に対して、破綻前に行われた安易な金融支援に関する責任追及もなされているところであり、債権者側においても、安易な金融支援に伴う法的リスクを十分に理解することが必要である。

金融支援に伴う法的リスク

債権者側の役員は、自らの会社に対して善良なる管理者としての注意義務を負っている。したがって、回収の見込みのない追加融資を行った場合には、債権者側の役員はこれに伴って生じた自らの会社の損害について賠償責任を負う（商法266条）。もっとも、多くの裁判例において、取締役には広い裁量の幅が認められており、追加融資を行った取締役の経営判断が結果的に会社に損失をもたらしたとしても、それだけで取締役が必要な注意を怠ったと断定されるものではない。善良なる管理者としての注意義務がつくされたか否かの判断には、融資当時の状況に照らし合理的な情報収集・調査・検討等が行われたか、その状況と取締役に要求される能力水準に照らし不合理な判断がなされなかつ

⁸⁶ 債権者に対する取締役の責任を認める法制は我が国に限られるものではなく、例えばイギリス法の下では、会社が倒産した場合又は倒産するおそれがある状況の下においては、業務執行者は、株主だけでなく、会社債権者の利益に合致するように業務執行を行う義務があると考えられている。

たかなどを考慮する必要がある⁸⁷。また、債務者企業に合理的な再建の見通しが認められる場合には、事業価値の劣化を防止するための運転資金供給を目的とした融資が抑制されることがあってはならない。そのためにも、早期事業再生の手段が整備されつつある今日の状況や、債務者企業に対してより早期の事業再生着手を求める観点を踏まえたうえで、金融支援に関する経営判断としての取締役の裁量の範囲が認識されていくべきである。

また、回収の見込みのない不正融資に際して、自己又は債務者企業の利益を図る図利目的などが認められるときには、経営陣に対して、刑事上の責任である特別背任罪（商法486条）が成立しうる。経営者は、積極的に自己の利益を求めて不正融資を行った場合だけでなく、「自己の面目信用が失墜するのを防止する」目的や「会社内での地位保全」といった目的で信用供与を継続した場合にも特別背任罪の成立を認める判例⁸⁸が現れていることにも留意すべきである。

（債権者側の対応）

したがって、債権者側においては、金融支援に際して、債務者企業の将来の収益性に着目し、返済の見込みを十分に検討していくことが必要とされる。返済能力に疑いがある取引先への融資については、利害関係のない専門家の助言を得ることも検討されるべきであろう⁸⁹。事業継続の可能性が危ぶまれる債務者企業から追加融資を求められた際には、その再建可能性を十分に検討して、必要に応じて他の債権者も交えた協議を行い、適切な保全措置を講じつつ、新たな金融支援も含め合理的な形での事業再生に応じていくことが求められている。今後、このような取り組み

⁸⁷ 銀行の取締役が追加融資を行ったことについての責任を認めた東京地方裁判所平成14年4月25日（判例タイムズ1098号84頁）は、「銀行の取締役には、時々刻々と変化する経済環境の中で種々の事情を考慮の上、収益機会を求めて合理的に計算されたリスクに立ち向かう果敢さとともに、見込みのない事業から撤退する冷静な勇気が求められている」とし、取締役の経営判断の裁量を超えた善管注意義務違反があるためには、「判断の前提となった事実の認識に誤りがあったか否か、又は判断の過程・内容が取締役として著しく不合理なものであったか否か、すなわち、当該判断をするために当時の状況に照らして合理的と考えられる情報収集・分析・検討がなされたか否か、これらを前提とする判断の推論過程及び内容が明らかに不合理なものであったか否かが問われなければならない」としている。

⁸⁸ 判例は、特別背任罪の要件となる「図利加害目的」には、「意欲ないし積極的認容までは要しない」と解している（東京相互銀行事件、昭和63年11月21日最高裁判所決定・刑集42巻9号1251頁）。東京相互銀行事件では、被告人が従前安易に行っていた過振りの実態が本店に発覚して自己の信用面目が失墜するのを防止するためであったという動機が認定されている。また、自己保身のために不正融資を行ったと認められているものとして、イトマン事件（平成6年1月28日大阪地方裁判所判決・判例タイムズ841号283頁）を参照。

⁸⁹ 米国では、返済能力を上回る貸付を行った債権者や過度に債務者を統制した債権者に対して、法的整理時にその債権を劣後的に取り扱う法理（equitable subordination）が形成されており、この法理が安易な金融支援を抑止する効果を果たしているといわれる。そして、実務的には、返済能力のない企業への融資についての責任を回避するため、融資に際して、債務者企業の支払能力について第三者からの意見書（solvency opinion）を取得することも行われている。

によって、適切な融資慣行が定着していくことが期待される。

（債務者に対するモニタリング手法の転換）

今まで我が国では、債権者・債務者間の長期的取引関係の維持を重視するあまり、その契約関係において、事業の収益性を継続的にチェックして、その時々々の事業の状況に応じて、融資条件を随時見直しの対象としていくことが求められてきたわけではない。むしろ、債権者が、債務者企業に対して役員や従業員等を派遣するなど、契約によらない手法によって、債務者企業の経営に対するモニタリングが図られてきたともいわれているが、このようなモニタリングの手法には、債務者の経営に対する過度の介入をもたらすリスクも指摘されていた⁹⁰。

近年、シンジケート・ローン等を中心として、我が国においても、財務制限条項を付けた融資など、契約上のモニタリング制度を重視する融資形態が見られつつあり、その数はさらに増加していくことが予想される。米国では、財務制限条項を用いて、債務者の不正開示を抑止する契約上の手当も広く行われている。そして、不正な情報開示が発覚した場合には、残債務についての期限の利益を喪失させて即時に返済を求めるようなデフォルト条項⁹¹の存在が、債務者の粉飾決算を効果的に抑止しているとの指摘がある。

今後、我が国においても、債権者と債務者との間では、長期的な取引関係の維持だけでなく、契約当事者として、経済合理性に合致する新たな債権者・債務者の関係を築いていくことが求められる。その際には、これまでのように金融機関が適切なモニタリングを行って早期に金融支援を行う方法のほか、米国での実務等を参考として、財務制限条項等を用いることにより、債務者の経営へのモニタリングの手法もさらに効果的になされていくことが期待され、これにより、債務者企業の財務諸表に対する信頼性が向上し、債権者と債務者双方にとってメリットが拡大する融資慣行が形成されていくことが望ましい。

（3）着手遅延に経営者を走らせる過度の個人保証の是正

債務者企業の経営者が、財政状態の悪化又は収益性の低下により、早期に事業再生に着手したいと考えたとしても、その取り組みを躊躇させてしまう大きな原因のひとつとして、経営者等の関係者が債権者に対して個人保証を負っていることが指

⁹⁰ 債権者が債務者の経営全般を管理支配していたような事実が認められれば、債務者の経営破綻時において、債務者に対する貸金の返還請求が、権利の濫用にあたる、又は信義則に反するなどの理由により、制限を受けることも考えられる。債権者の権利行使が、信義則に反するという理由で認められなかった裁判例として、平成10年3月6日広島地方裁判所判決・判例時報1660号112号。

⁹¹ 米国でも社債（公募債）による資金調達を行っている企業については、社債の発行条件との均衡上、融資契約中に財務制限条項は殆どなく、デフォルト条項も元利金不払い（payment default）、法的整理開始（bankruptcy default）、社債等における債務不履行発生（cross default）等のみであることも珍しくない。

摘されている。このことは、とりわけ中小企業の経営者に対して、民事再生法や会社更生法といった法的整理を活用した事業再生に踏み切れない状況を作り出していると考えられる。

今後は、企業財産と経営者の個人財産の厳格な分離を前提に、個人保証の存在を原因とする事業再生への着手の遅れを防止する手当を講じていくことが求められる。具体的には、すでに過大な保証責任の負担に陥っている経営者等に再生の途を開くためには、企業再生と一体になった経営者等個人の民事再生手続の運用を定着させることが有効であろう。加えて、破産法上の自由財産の範囲が拡張されることも、経営者等の経済生活の再生に資するものとなろう。また、会社債務の包括根保証人においては、自己の責任の範囲を正確に理解し、これを制限するための解約権が存在することも認識しておくことが重要である。

（企業再生と一体化した経営者個人の再生モデルの定着）

保証債務を負担している経営者の再生手法として、民事再生手続を利用して、企業再生と一体となった経営者の再生モデルが確立しつつある⁹²。東京地方裁判所では、会社と共に行われる代表者の民事再生手続開始の申立てについて予納金を一律に25万円と設定する運用を開始し⁹³、すでに年間70件を超える経営者個人の民事再生手続の利用が行われているので、このような再生モデルの運用が、今後、全国的に定着していくことが求められる⁹⁴。

（個人保証人の再生手続に対する金融機関の合理的な対応）

なお、上記のように企業再生と一体となった個人保証人の再生手続を実効あるものにするためには、金融機関が合理的な民事再生手続への対処を行うことが必要である。

事業再生事案に付随する会社経営者等の保証人の民事再生事件について、民間金融機関においては、事業の再生による経済効果を重視して、個人保証人の再生計画

⁹² 民事再生法は、個人債務者の利用しやすい制度として、債権調査や再生計画を可決するための手続等を簡略化した小規模個人再生手続（民事再生法13章第1節）という特別の手続を設けている。しかし、同手続は、無担保債務の総額が3,000万円を超えない者を対象としているため（民事再生法221条1項）、3,000万円を超える保証債務を負担している個人保証人には利用することができない。東京地方裁判所では、通常の再生手続を利用して、経営者の再生手続のモデルを確立しつつある。

⁹³ 民事再生事件の予納金額は、負債総額に応じて予納金基準額が設定されるのが通常である。例えば、東京地方裁判所では、負債総額5,000万円未満で200万円、5,000万円から1億円未満で300万円、と負債総額に応じて予納金基準額が増額され、1,000億円以上では1,300万円の予納金基準額が設定されている（東京地方裁判所破産再生実務研究会『破産・民事再生の実務（下巻）』（2001年、きんざい）129頁）。保証人は、会社債務に応じて巨額の保証債務を負担していることがあるため、負債額に応じて予納金を設定した場合には、予納金を支払うことが著しく困難となる。

⁹⁴ 典型的には、会社の代表者が、会社と同時に民事再生手続の開始を申し立てることが考えられるが、会社の代表者の親族や会社の従業員等が会社債務を保証している場合には、これら関係者も、同時に再生手続を利用することも考えられる。

の成立に同意する対応が定着してきているが、再生手続に關与する關係者の中には、經濟合理性から見れば、反對する理由がないのに反對票を投じる者があるとの指摘がある。

こうした關係者においても、保証人について、再生計画が認可されなければ破産が避けられず、破産配当よりも再生計画に基づく弁済による方が多くの回収が図られる⁹⁵こととなることを踏まえ、裁判所による再生手続の進行に基づいて監督委員⁹⁶や調査委員⁹⁷の調査結果やその意見を参考にしつつ、合理的な判断を行うことが期待される。經濟産業省は、こうした実態をまず把握した上で必要に応じて速やかに適切な対応を促していく。

（自由財産の範囲の拡大）

經營者等が会社の債務の保証責任を履行することができずに破産に至った場合には、破産財団に含まれずに破産者が自由に使うことのできる財産（自由財産）はごく限られたものとなる。現行破産法では、基本的に差押禁止財産と同一の範囲とされており、例えば、金銭については、標準的な世帯の一か月間の必要生活費を勘案して政令で定められた21万円が上限となるが（破産法6条3項、民事執行法131条）、2003年に予定されている破産法等の見直しにおいては、金額の引き上げを含めた自由財産の範囲の拡充が検討されているが⁹⁸、その実現を図るべきである。

（包括根保証に依存しない融資慣行）

中小企業向け融資においては、多くの場合、保証の限度額も保証期間も定められていない、いわゆる包括根保証が用いられてきた。包括根保証は、所有と經營の分離が不十分な会社に対する融資においては、經營者に対する經營責任を明確化する手段として有効に機能しているとの評価もあるが、過度な個人保証の典型であるとの批判もある。特に、会社の經營に直接關与していない者が保証人である場合には

⁹⁵ 裁判所は、再生計画による弁済率が、破産手続によった場合に予想される配当率を下回っているような場合には、再生計画案を決議に付さずに手続を廃止し、又は再生計画が可決されても再生計画の不認可の決定をする。

⁹⁶ 裁判所は、必要があると認めるときは、監督委員による監督を命じることができる（民事再生法54条）。監督委員は、債務者に対して、その業務及び財産の状況についての報告を求めたり、債務者の帳簿、書類その他の物件を検査したりすることができ（同法59条）、債務者の業務遂行や財産の管理処分に対する監督のほか、実務上、債権者集会での債権者の意思決定の参考に供するための意見書の作成など多岐にわたる活動を行っている。

⁹⁷ 裁判所は、必要があると認めるときは、調査委員による調査を命じることができる（同法62条）。調査委員は監督委員と同様に債務者の調査を行うことができる（同法63条）。

⁹⁸ 「担保・執行法制の見直しに関する要綱」（2003年2月5日法制審議会総会決定）では、差押禁止財産の範囲について、標準的な世帯の必要生計費の推移等を踏まえて「政令で定める額」を引き上げる見直しを行う他、現在は1か月間の必要生計費を勘案して政令で定める額とされているが、

こうした批判が強いと考えられる。また、判例によれば、包括根保証の形態を採用した場合でも、その被担保債権の範囲は合理的に制限され、かつ、保証人には、一定期間経過後又は事情変更に基づき、解約権が認められている⁹⁹ことから、債権回収の手段としても限界がある。

近時、個人保証の利用に際しては、保証責任の範囲を明確にさせることが、債務を保証する意思を明確化する上で効果的であるという認識が広まり、実務上も、保証人が経営者以外の者である場合には保証契約の締結に際して、保証責任の限度額と期間を限定したり、保証の対象となる債務を特定する慣行が進みつつある。今後さらに、包括根保証の問題点や限界についての認識が広まっていくことが期待される。

このような期限付限度根保証や確定債務保証の利用と相俟って、財務制限条項¹⁰⁰を利用したきめ細かいモニタリングや経営者の違法行為に対する損害賠償の責任追及制度¹⁰¹を補完的に活用することにより、包括根保証よりも合理的かつ効果的に経営者に対する規律付けが行われていくことが期待される。

2 か月間の必要生計費を勘案して政令で定める額に拡大することが掲げられている。

⁹⁹ 会社の経営を直接に担当していない者が保証人となっている場合には、このような責任の制限や解約権が認められやすいと考えられる。

¹⁰⁰ 米国の融資実務においては、財務制限条項に加えて、「Representations & Warranties」（表明及び保証）と呼ばれる情報開示などを債務者に約束させる条項や、融資契約後も一定の条件を充足しなければ融資の引き出しを認めないなど、債務者による行為を規制する契約上の工夫がなされており、債権者から債務者に対する複数のモニタリングシステムが講じられている。

¹⁰¹ 経営者が、放漫経営により会社の資産状態を悪化させたり、返済の見込みのない債務負担を行ったりするなどの違法行為により金融機関に対して損害を与えた場合には、金融機関は、経営者に対して、商法上の取締役の損害賠償責任（商法266ノ3）を追及していくことが可能である。

第三章 迅速再生に向けて

過剰債務に陥った段階では、コアになる有益な経営資源を過剰債務の原因となっている不採算部門から極力迅速に切り離すことが、事業の再生を実現する上で不可欠である。この段階では、財務再構築と一体となった事業再建計画をすばやく実行に移す必要があるが、近年の私的整理のプロセスでは、過度に事業価値が毀損してしまうまで着手が遅れていることから、不良債権問題を背景に体力が衰えている銀行間での合意が容易に形成されない状況になっている。

そこで、経営者が財務再構築と事業再構築が一体となった適切な再建計画を作成し、少額債権者への全額弁済を確保した上で、主要債権者との間で合意形成を目指し、仮に一部債権者の反対により合意が得られない場合には、法的整理によって最終決着を行う、というプレパッケージ型の再生手続を促進することが有効である。

こうした仕組みが機能するには、法的整理の活用を躊躇しないことが要件となるが、我が国には法的整理の活用を阻害する慣行や制度が残っており、これを早急に見直すことが不可欠となる。同時に、事業再生に関する融資上、税制上のインセンティブを高め、事業再生を担う人材の育成を急がねばならない。

本章においては、プレパッケージ型事業再生のモデルを提示し（「1」）、これを実現するために法的整理の活用を躊躇させる要因の解消（「2」）、事業再生を促す融資制度の活用や税制の見直し（「3」）、さらには、事業再生を担う専門的な人材育成のあり方（「4」）について、提案を行う。

1. プレパッケージ型事業再生の展開

我が国においては、法的整理を行うことに関して、強い心理的抵抗 大きな社会的制裁を受けて再出発が不可能となるのではないかという過度の不安などが存在している。また、法的整理に関する従来の制度や運用をみると、手続の申立て後に旧経営陣が完全に経営から排除されたり、裁判所が申立て受理の要件を高く設定したりするなど¹⁰²、使い易いものであったとは言い難い。こうしたことから、私的整理によって事業再生を完結させなければならないとの認識が生じ、プレパッケージ型事業再生が活用される余地は大きくなかったのが実状である。さらにいえば、関係者の同意を得る見込みがない場合には、事業再生への本格的な取組に着手することすら躊躇されてしまうような状況であった。

しかしながら、近年、事業再生に向けた法的整理に関する制度・運用は着実に整

¹⁰² 和議が活用されなかった原因は、例外的にあった和議の乱用事例に対する過剰反応や、和議で決定された支払いが実行されなかった案件に対する非難に裁判所が責任を感じて窓口を狭めてしまったことにあるとも言われている。高木新二郎『企業再生の基礎知識』（2003年、岩波書店）参照。

備されてきており、プレパッケージ型再生手続を有効に活用して迅速な事業再生を達成することが十分可能となっている。以下においては、最近実績を重ねつつある民事再生法を用いたプレパッケージ型事業再生と、制度改革に伴って今後の利用が期待される会社更生法を用いたプレパッケージ型事業再生について紹介していくこととする¹⁰³。

（１）民事再生法を用いたプレパッケージ型再生手続の定着

2000年4月に施行された民事再生法は、過剰債務企業の債務整理に利用される法的整理の基本手続としての運用が定着しつつある。民事再生法は、DIP型を採用しており、債務者企業の経営陣は、原則として、再生手続開始申立て後も、会社の経営権（業務遂行権）と財産の管理処分権を維持しつつ事業再生への取り組みを継続することを認められている。したがって、債務者企業の経営陣は、すでに関係者との間で自律的に進めていた事業再建計画を、裁判所が関与する再生手続の中で実現していくことが可能となる。

民事再生法においては、裁判所の運用上の努力により、迅速な手続進行が実現されつつあり¹⁰⁴、早いものでは申立てから30日以内に再生計画の認可にまで至る迅速な再生事例が現れている¹⁰⁵。経済産業省が、事業再生に携わる弁護士・公認会計士などの専門家やその他の関連団体からの協力を得て、こうした迅速再生の事例を参考としながらプレパッケージ型再生手続の代表的類型毎に運用モデルを作成・提示することにより、全国的に再生手続の迅速処理手法についての認識を広め、プレパッケージ型再生手続の運用を定着させていくことが期待される。

（２）改正会社更生法を用いたプレパッケージ型更生手続の活用

債務者企業がプレパッケージ型事業再生を試みる場合には、まず、（１）において述べたような民事再生手続の利用が検討されるべきである。しかし、債務者企業が、事業再建計画を策定し、主要な債権者からの同意を得ている場合であっても、一部担保権者又は株主からの同意が得られていないときには、民事再生手続の下でも事業再生を図ることは必ずしも容易ではない。また、事業の再生に当たって、増

¹⁰³ プレパッケージ型手続については、資料 - 20 参照。

¹⁰⁴ 民事再生法には、一定割合の債権者からの合意を得られれば手続きを省略できる、簡易再生及び同意再生という2つの特則が設けられており、プレパッケージ型事業再生を行うに際しては、両手続を利用することも考えられる。

¹⁰⁵ 民事再生法について、施行後2年間の分析によると、認可決定までの平均期間は約204日であるが、事前に全債権者または主要債権者との間で再生手続進行について協議を整えたうえで申立てを行うプレパッケージ型再生の件数は、東京地裁において12件あり、その平均の認可決定までの期間は44.8日、うち最も早いものでは28日となっている「民事再生事件 - 法施行後二年間の概況を振り返って - 」N B L741号（2002年7月15日）。

資による資本構成の変更や会社分割・合併等の大胆な組織再編を伴う場合には、民事再生法よりも会社更生法による方がより容易に実行が可能である。そこで、担保権者及び株主も手続に服させながら、大胆な組織再編を伴う事業再生を目指すならば、会社更生法を活用したプレパッケージ型事業再生を実行することが有効である¹⁰⁶。

会社更生法に基づく更生手続が開始されると、会社の経営権及び財産の管理処分権は管財人に専属するが（会社更生法53条）現行会社更生法の下では、会社の旧経営陣を管財人から排除する運用が定着していた。このため、会社の経営者は更生手続申立て後における事業再生の見通しを立てることが著しく困難であり、更生手続はプレパッケージ型事業再生の実現手段に適する手続とはいえなかった。

しかし、2003年4月に施行予定の改正会社更生法¹⁰⁷は、経営責任のある者は管財人になれないという規定を設けることで、更生手続開始決定時の取締役も管財人となりうる趣旨を明らかにしている（改正会社更生法67条3項）。

管理型手続としての枠組を維持しながらも、DIP型手続の長所を取り入れたものであり、この改正に込められたメッセージを十分に理解して、手続申立て時における取締役や専門家アドバイザー、手続申立てを行った代理人弁護士等であっても、適切な者については、これを積極的に管財人および管財人代理に選任することにより、手続開始前に進められていた事業再生のプロセスを活用して、迅速な更生手続を実現する運用がなされていくことが望まれる¹⁰⁸。

¹⁰⁶ 再生手続では、債務者の財産の上に存在する特別の先取特権、質権、抵当権および商事留置権は別除権とされて、原則として、手続の拘束を受けずに行使することができるが（民事再生法53条）会社更生手続では、これら担保権の行使も制限され、更生計画に定めるところによらなければ、その被担保債権について弁済を受けることができない（改正会社更生法47条、2条10項、同条12項）。また、民事再生法では、再生計画において減資とこれに関する定款変更は可能であるが、その他の会社の組織的事項については定めることはできず、別途、商法上の手続に従って行われることになる。これに対して、会社更生法では、更生計画において減資とこれに関する定款変更だけでなく、増資、社債の発行、株式交換、株式移転、会社の分割、合併等も行うことができ、商法上の手続を省略することができる（改正会社更生法第7章第1節）。

¹⁰⁷ 改正会社更生法は、更生手続の迅速化を図るため、更生計画案を提出すべき時期を手続開始の日から1年以内の裁判所の定める日までに限定している（改正会社更生法184条）。また、会社更生事件の実務においては、これまで担保権者との担保権の目的物の価額についての争いが手続の長期化を招いていたとの指摘もあるところ、改正会社更生法は、これを早期に確定する決定制度を新たに導入する（改正会社更生法153条から155条）など、手続の迅速化を図っている。また、改正会社更生法は、更生会社の営業の価値を維持するため、更生計画認可前においても、裁判所の許可を得ることによって、更生会社の営業の全部又は重要な一部の譲渡を行う余地を認めている（改正会社更生法46条）。これら改正会社更生法の規定を活用することにより、会社更生手続においても、迅速にプレパッケージ型事業再生が実現していくことが期待される。

¹⁰⁸ 裁判所による管財人等の選任に適否については、監督委員による調査（改正会社更生法37条）や債権者等が意見を述べること（改正会社更生法85条）によってチェックを受ける機会が設けられている。

(3) AHM手続¹⁰⁹の試行

米国において新たな破産処理手続として研究が行われているAHM手続は、企業の再生にあたり、一旦、全債権を株式に転換し、最も優先権の高い債権者に配分するとともに、劣後する債権者や株主には、上位者から株式を買い取る権利を付与するという制度¹¹⁰である。

本手続による具体的な事業再生の事例は報告されておらず、未だ検討の段階ではあるが、再生企業の価値を特定することなく、債権者、株主への分配が可能であり、当事者間の交渉コストを大きく削減できること、債権者間、株主間における分配ルールが極めて客観的かつ透明であることなどから、将来における導入を視野に入れて、検討を深めることが必要と考えられる。特に、債権者の間で合意が得られた更生手続などにおいて、関係者の間で試行的に実施されることも望まれる。

2. 事業再建型の法制度の活用を躊躇させる障害の解消

プレパッケージ型事業再生とは、私的整理と法的整理を案件の性格に応じてうまく使いこなすことに他ならない。この点に関して、1で紹介したように、DIPを原則とする民事再生法が整備され、管財人が選出される会社更生法においても、経営陣が管財人に選任される道が開かれるなど、プレパッケージ型事業再生を実現する上で必要な倒産法制は十分整備されたと言ってよい。

問題は、法的整理を私的整理に比べて不利な扱いとしている（あるいはそう思われている）倒産法制度以外の制度慣行である。具体的には、金融行政における債務者区分の扱い、法的整理案件を一律上場廃止としている証券取引所の上場廃止基準、法的整理になれば、手続開始前債権の弁済禁止の影響が不可避的に取引債権者にも及ぶという一般的な認識、「法的整理＝破綻」とする報道による取り扱い、といった点が指摘されている。本節では、こうした法的整理活用を躊躇させる要因に関して、改善の方向を提示する。

(1) 金融検査における債務者区分の適切性検証基準の明確化

債務者に会社更生手続又は民事再生手続が開始されると、金融機関は、金融検査

¹⁰⁹ 米国のAghion, Hart, Mooreにより、1992年に提案された新たな倒産処理手続。

¹¹⁰ AHM手続につき、事例を紹介したうえで、日本での適用可能性を論じるものとして、山本和彦「倒産法改正と理論的課題 利害関係人の法的地位を中心として」NBL 751号（2002年12月15日）23～36頁。池尾和人・瀬下博之「日本における企業破綻処理の制度的枠組み」（『会社法の経済学 - 8章』1998年、東京大学出版会）。「M&A支援啓発事業 - M&A活性化の観点から見た倒産法制のあり方に関する調査」（1997年、経済企画庁委託調査）。

マニュアルによれば、この債務者を「破綻先」に区分することとなるが、会社更生計画や民事再生計画が認可されてから一定期間経過後においては、「破綻先」から上位の債務者区分に変更することは可能である。しかしながら、いかなる場合に債務者区分を上位に変更することができるのかが明確ではなかったこともあり、金融機関は、これまで債務者区分の上位への変更を積極的に行ってはいない。

この点につき、昨年12月、金融庁から「金融検査マニュアルの改訂案」が公表された。この改訂案においては、会社更生法または民事再生法の計画認可決定が行われている債務者については、5年以内に正常先に戻ることが可能な計画である場合など、一定の要件を満たしている場合には¹¹¹、債務者を「要注意先」と判断して差し支えないことを明らかにしている。この改訂案が実施されれば、債務者が短期に「正常先」に戻ることを実現する更生計画等が認可された場合には、速やかに上位の債務者区分に変更することが可能であることが明らかとなり、金融機関としても、会社更生手続及び民事再生手続中の債務者について、より迅速で本格的な事業再生に協力するインセンティブが働くようになる¹¹²。

この意味で、今回の「金融検査マニュアルの改訂案」¹¹³は、事業再建型の法制度の活用に対する金融機関サイドの障害を除去し、迅速な事業再生を促す措置として評価することができる。その早期の実現が図られることに期待したい。

(2) 証券取引所の上場廃止基準の見直し

証券取引所の上場廃止基準¹¹⁴では、法的拘束力の下で強制的に株主権の消滅や制限が行われることを勧告して、法的整理案件については一律にその手続の申立てを

¹¹¹ 同改訂案は、更生計画等が合理的であり、その実現可能性が高いものと判断して債務者を要注意先と判断して差し支えない場合として「更生計画等の認可決定後、当該債務者の債務者区分が原則として概ね5年以内に正常先（当該債務者が金融機関等の再建支援を要せず、自助努力により事業継続可能性を確保することが可能な状態となる場合は、債務者区分が要注意先であっても差し支えない）となる計画であり、かつ、更生計画等が概ね計画どおりに推移すると認められること」を挙げており、さらに「当該債務者の債務者区分が5年を超え概ね10年以内に正常先（当該債務者が金融機関等の再建支援を要せず、自助努力により事業の継続可能性を確保することが可能な状態となる場合は、債務者区分が要注意先であっても差し支えない）となる計画となっている場合で、更生計画等の認可決定後一定期間が経過し、更生計画等の進捗状況が概ね計画以上であり、今後も概ね計画どおりに推移すると認められる場合も含む」としている。

¹¹² また、当然のことながら、金融機関の自己査定が金融検査行政上妥当でないと判断される場合には、上位の債務者区分への変更は認められないが、こうした実務の積み重ねによって、いかなる内容の計画であれば、上位の債務者区分への変更が可能となるか、という点について、一定のルールが明確になることも期待できるようになる。

¹¹³ 「金融検査マニュアルの改訂案」の概要（<http://www.fsa.go.jp/news/newsj/14/f-20021226-4.html>）

更生計画等認可後の債務者区分関係

更生計画や再生計画の実現可能性が高い場合は、法的再建手続による場合にも上位の債務者区分に判定することができる基準を盛り込むこととした。

¹¹⁴ 現行の東京証券取引所上場廃止基準については、資料 - 21 参照。

もって上場廃止としている。

しかしながら、今後、プレパッケージ型事業再生が定着していけばより早期の段階で事業再生が行なわれ、必ずしも株主権の大きな毀損を伴わない法的整理を活用する案件が出てくることが見込まれることから、こうした案件の発生に証券取引所においても的確に対応していくことが必要であると考えられる。他方、事業再生には様々な形があることを勘案すると、証券取引所の裁量により、上場維持が可能か否かが決定されることは適切ではなく、できる限り客観的な基準・要件を設けることが必要である。

したがって、証券取引所において、法的整理の申立てのみをもって一律に上場廃止とする現行の上場廃止基準は改め、更生計画又は再生計画の具体的な内容や株式市場における評価が一定の基準・要件を満たすものについては上場を維持することが可能となるよう、上場廃止基準を見直すことが望まれる。

なお、具体的な上場廃止基準としては、基本的には、2002年10月から導入されている時価総額をベースとした基準の設定が考えられるが、法的整理、私的整理に関わらず適用されるべきである。

(3) 少額債権弁済制度を活用した取引債権保護の定着

取引先への信用を維持してその離反を防がなければ、事業を継続しながら再生を実現することは難しい。このため、私的整理においては、手続の対象となる債権者の範囲は金融機関債権者等に限定するのが通常であるが¹¹⁵、法的整理においては、手続開始前の債権に対する弁済は、金融債権や取引債権にかかわらず一律に禁止されるのが原則である（民事再生法85条1項および改正会社更生法47条1項）。こうしたことから、法的整理を躊躇させる要因として、手続開始により多数の取引債権の支払いを停止してしまうことで、取引先の離反を招き事業の継続が困難になることが挙げられている。

しかし、民事再生法および会社更生法は、少額債権弁済制度を設け、債務者企業が少額債権に計画認可前に弁済を行うことを認めている（民事再生法85条5項、155条1項および改正会社更生法47条5項、168条1項）¹¹⁶。この少額債権弁済制度は、少額の債権を早期に弁済することによって手続の関係人の数を減少させ¹¹⁷、その後の手続の進行を円滑にする効果等を有しているだけでなく、実務上、一定規模以上の企業の民事再生事件又は会社更生事件においては、企業の通常の取

115 例えば私的整理ガイドラインは金融債権者のみを対象とした手続である。

116 少額債権弁済制度の下で保護される債権の範囲は、債務者企業の規模・負債総額・弁済資力等により個別事案毎に決定される。

117 例えば、(株)そごうの民事再生事件では、2,838名の債権者のうち、少額債権弁済により、100%の弁済を受けて手続から離脱した債権者は、2,300名(81%)にのぼっている。

引債権について決済の円滑化が図られている実態も認められる¹¹⁸など、取引債権への円滑な支払いを可能にし、債務者企業の事業価値の維持に役立っている。したがって、こうした少額債権弁済制度が活用されている実務運用と、手続開始後の取引によって発生した債権は随時優先的な弁済を受けること（民事再生法119条2号および改正会社更生法127条2号）を併せて考えると、法的整理であっても事業価値の劣化を軽減しつつ事業再生を図ることは十分可能であると考えられる。

今後は、経済産業省が、事業再生に携わる弁護士・公認会計士などの専門家やその他関連団体からの協力を得て、こうした事例を集積することにより、少額債権弁済制度の運用が適切かつ有効な形で定着し、取引債権者の混乱を招かない法的整理も十分ありうるとの認識が広く浸透することに期待したい。

（４）適切な報道慣行の確立への期待

企業が民事再生手続又は会社更生手続の開始を申し立てたとしても、そのことは、企業の営業をストップさせ、事業体を解体・清算することを意味するものではない。また、事業再建型の法制度の利用には営業上のデメリットがあると考えられてきたが、それが解消されつつあることは前述のとおりである。したがって、民事再生手続又は会社更生手続の開始申立てを行った会社に対して、申立てがなされたという事実だけをもって、「事実上の倒産」又は「経営破綻」という表現を用いて報道が行われた場合には、その会社の事業の継続可能性に対する報道の受け手の理解を誤らせ、再建に悪影響を与えてしまうおそれがこれまで以上に高まっていることに留意しなければならない。

今後は、プレパッケージ型事業再生案件を中心として、高度の再建可能性が認められ、かつ、法的整理の申立てを行う事例が数多く現れることが予想される。これら高度の再建可能性が認められるプレパッケージ型事業再生案件では、数十日又は数か月で、事業再建計画が裁判所に認可され、債務者企業の再出発を図ることができると見込まれる。

近年、民事再生法や会社更生法の手続開始の申立てがなされた案件については、再建に向けた関係者の取組が開始された事実を客観的に伝える報道がなされるようになってきているところであり、こうした報道慣行の確立を通じて、申立て後に行われる取引や融資には法律上の保護が付与されるという事実も含め、正しい理解が浸透することに期待する。

¹¹⁸ 例えば、そごうグループの民事再生事件において、500万円以下の債権が全額弁済されたほか、第一ホテルの会社更生事件では300万円以下の債権が、信販会社ライフの会社更生事件では1,000万円以下の債権が全額保護された。

3. 事業再生を促す融資、税制上のインセンティブの充実

プレパッケージ型再生手続を有効に機能させるためには、法的整理と比べて不利となっている、現行の私的整理の扱いについても見直す必要がある。具体的には、法的整理に基づく再生に比べて、私的整理に基づく再生による方が、事業再生に対する融資が保全される度合いが低く、債権者、債務者双方にとって得られる税制上のメリットも少ないという問題がある。この点で、融資については、私的整理ガイドラインにおいては、手続中になされた追加融資に対しては既存の債権に優先して弁済を認められており、透明性の高い手続による場合には法的整理と同様の扱いとする慣行が定着しつつあると言える。

本節では、プレパッケージ型再生手続の促進の観点から、透明性の高い私的整理について、法的整理と同等のインセンティブを付することについて、提案を行う。

(1) ニューマネーの供給

事業再生の成否を左右する重要なポイントとして、債務者企業が事業再生に取り組むに当たり必要な資金をいかに確保できるかという点があげられる。すなわち、債務者企業が、長期的な視点で有効な事業再建計画を策定したとしても、その計画について関係者の合意を得るまでに一定の期間を要するので、その期間の一時的な資金需要が満たされない場合には、資金繰りの悪化により、事業再建計画の成立が不可能となってしまうおそれがある。従前、金融機関は、このような債務者側の資金需要に応じることについて積極的でなかったと言われているが、その背景には、事業再生の途上にある債務者に対する融資の取り扱いについて、十分な認識がなされてこなかった事情が窺われる。

(事業再建型法制度の活用時におけるつなぎ融資)

債務者の財政状態が悪化している場合、金融機関にとっては、そのような債務者に対して安易に追加融資を行うことには回収不能のリスクの問題があり、また、融資に際して、債務者からの担保の提供を受けたとしても、事後的に、担保を取得した行為が否認権により取り消されてしまうおそれがある¹¹⁹。しかし、債務者が民事再生手続又は会社更生手続の開始を申し立てた場合には、そのようなリスクを軽減する制度が設けられている。すなわち、債務者が民事再生手続又は会社更生手続の開始を申し立てた後に新規融資を行う場合には、既存の債権に比べて、優先的にそ

¹¹⁹ 否認権とは、債務者が財産的に危機的状況にあるときに、不法に財産を減少させる等の債権者を害する行為を行ったり、一部の債権者にのみを有利に取り扱って債権者間の平等を害する行為を行ったりした場合に、後からこのような行為の効果を取り消し、債務者から逸出した財産を回復して債権者間の公平を図るための制度である（破産法 72 条から 86 条、民事再生法 127 条から 141 条、改正会社更生法 86 条から 98 条）。担保権の設定についても、否認権の対象として取り消しの対象

の返済を受けることが可能となる¹²⁰。また、これら手続の申立て後において適法に行われた担保設定行為が、後から遡って取り消されることは考えがたい。このように、金融機関は、法制度上、債務者に対して、法的整理の申立て前に比べて低いリスクで融資を実行することが可能である。

（透明性の高い私的整理の手続におけるつなぎ融資）

債務者が法的整理を申立てる前の段階であっても、透明性の高い私的整理の手続が行われているのであれば、そのような手続の中で必要性が認められて行われる新規融資については、既存の債権に比べて安定的な回収を見込むことができる。たとえば、私的整理ガイドラインにおいては、手続中になされた追加融資に対しては、既存の債権に優先して弁済することを認めている¹²¹。また、このようなニューマネーの供給と同時にされる担保の設定については、その担保価値の取得が適正な価額に留まる範囲においては否認権による取消しの対象とならず、事後的に取り消されることはないと考えられる¹²²。また、2003年には株式会社産業再生機構の設立が予定されているが、産業再生機構法案には、追加融資について以下の規定が設けられている。（株）産業再生機構が支援を決定した債務者に対する融資で、買取決定までに行われるものについて、当該融資が債務者の事業の継続に不可欠であり、かつ支援決定された事業再生計画で金融機関等の債権放棄が予定されているときは、機構の確認を受けることができる。事後に移行した会社更生又は民事再生手続において、（金融機関等が事業再生計画に従って債務を現に免除した場合には、事業再生計画の対象外であった債権者の債権カット率を、私的整理を経ずに会社更生又は民事再生手続に入った場合よりも低く抑えることができたといえる場合

となることもありうる。

¹²⁰ 民事再生法は、手続申立て後、資金の借入れ、原材料の購入その他再生債務者の事業の継続に欠くことのできない行為をする場合には、裁判所の許可又はこれに代わる監督委員の許可によって、相手方の請求権を共益債権として保護することを認めている。共益債権となった債権は、他の旧債権に先立って、随時、弁済がなされることになる（民事再生法121条）。改正会社更生法は、手続開始申立て後において、保全管理人がその権限に基づいて行った借入れは、共益債権になることを規定している（改正会社更生法128条1項）。保全管理人とは、会社更生手続の開始申立ての後に、裁判所により、更生手続の開始についての決定までに期間、会社の業務及び財産に関して管理を行うものである（改正会社更生法30条）。保全管理人が選任されていない場合には、会社は、裁判所の許可により、新規借入れについての、相手方の請求権を共益債権とすることができる（改正会社更生法128条2項）。

¹²¹ 追加融資による融資金は、支払を停止する対象となる与信残高から除外されて、既存の債権に優先して随時返済される（私的整理に関するガイドライン研究会「私的整理に関するガイドラインQ&A」Q33）。

¹²² また、私的整理ガイドラインに基づく手続中に行われた追加融資のための担保設定は、他の債権者を害する行為ではなく、社会的に相当な（正当な）行為であり、事後的に否認権により取り消されることはない（私的整理に関するガイドライン研究会「私的整理に関するガイドラインQ&A」Q27）。なお、2003年に予定されている破産法等の見直しにおいては、ニューマネーの供給と同時交換的に行われた担保の設定を否認権の対象から外すことを明確にする改正が検討されている。法制審議会倒産法部会決定「破産法等の見直しに関する中間試案」の「第4 否認権」の項目

があることに鑑み、)他の債権者との間の衡平を害しない限り、更生計画又は再生計画による権利変更の内容において確認を受けた融資に係る債権について有利な差を設けることができる。これは、会社更生又は民事再生手続における一般原則を適用したものであるが、私的整理段階で金融機関等の債権放棄が行われれば、会社更生又は民事再生手続における衡平の判断に当たってその免除の有無、額等が勘案されることを具体的に示した初めての規定である。

(事業再生のための融資促進への期待)

このように、透明性の高い私的整理の実行や法的整理の申立ての局面においては、ニューマネー供給を促進するための一定の制度や慣行が形成されつつある。

こうした制度や慣行の形成に加えて、2001年より、政府系金融機関においては、民間金融機関との協調により、会社更生手続、民事再生手続又は私的整理ガイドライン等を用いて事業再生に取り組んでいる企業に対する事業資金融資の制度を開始し¹²³、事例の集積も進みつつあるところであり、また、当該企業あての融資に積極的に取り組んでいる民間金融機関も出てきている¹²⁴。

これら融資においては、事業再建計画の成立までの一時的な資金需要に応じるいわゆるDIPファイナンスだけでなく、事業再建計画の成立後に旧債務を借り換えるために必要となるリファイナンス資金もその融資対象に加えて、事業再生を迅速に終結させることにも役立っている。今後は、このような政府系金融機関の取組が呼び水となり、民間の金融機関によるさらなる融資の拡大がなされていくことに期待したい¹²⁵。その際、シンジケート・ローンの活用等により、大規模なりファイナンスにも円滑に対応できるような実務の蓄積が行われていくことも求められる。

を参照。

¹²³ 日本政策投資銀行、商工中金、中小企業金融公庫により、民間金融機関の参加も促すために、協調融資を原則とした融資制度が創設されている。実績については、資料 - 22 参照。

¹²⁴ 東京スター銀行は、2002年より、再生に取り組む企業向けの融資に注力しており、数件の実績がある(金融法務事情1665号(2003年2月5日号)17-22頁参照)。また、三井住友銀行は、再生・更生会社向けの融資を開始する旨表明している(日本経済新聞(2002年12月21日)参照)。

¹²⁵ 米国の連邦倒産法では、チャプター11の手続申立て後に行われるDIPファイナンスについて、管理費用(我が国の会社更生手続および民事再生手続における共益債権に相当)としての取扱いがなされるだけでなく、このような取扱いだけでは新たな与信を受けることができない場合には、裁判所の許可を得て、新たな与信により負担した債務に対して、その他の管理費用よりもさらに優先する地位(スーパープライオリティー)を与える制度が存在している。なお、我が国でも、民事再生手続又は会社更生手続においてDIPファイナンスには共益債権としての地位が与えられ、このようなDIPファイナンスは、事業再生が頓挫し、破産手続への移行がなされたとしても、破産手続において財団債権としての保護を受けることができる。したがって、DIPファイナンスが回収不能に陥るのは、破産財団が財団債権の総額を弁済することができないほどに不足している場合に限られる。現行制度上、破産手続中の財団債権のうち、DIPファイナンスは、破産法47条1号から7号に規定された財団債権に劣後する地位しか与えられないが、法制審議会倒産法部会では、現在、破産管財人の報酬等の優先的な費用を除くその他の費用と同じ順位に格上げする見直しを検討されている。我が国においては、まだDIPファイナンスへの本格的な取組が始められたばかりであるが、このような破産法の改正の動向や今後の実務の運用を踏まえた上で、DIPファイナ

(2) 事業再生に関する税制

事業再生の過程で発生した損益の税制上の取り扱いは、事業再生を成功裏に進める上で極めて重要な役割を果たす。具体的には、債務者側の資産の再評価に伴う評価損・評価益の取扱い¹²⁶、私財提供益・債務免除益があった場合の期限切れ欠損金の損金算入の取扱い¹²⁷があり、債権者側の債権放棄を行った場合の債権放棄損の損金算入の取扱い¹²⁸等がある。

法的整理と私的整理における税制の取扱いを比較すると以下のとおりである。まず に関しては、民事再生手続では資産の評価損の計上が認められており、さらに会社更生手続では評価損だけでなく評価益の計上も認められているが、私的整理では認められていない。 に関しては、民事再生法では青色繰越欠損金で不足する部分は期限切れ繰越欠損金の利用が認められており、さらに会社更生法では期限切れ繰越欠損金からの優先利用が認められているが、私的整理では、合理性のある資産の整理に該当すると認められた場合に限り、民事再生法と同等に期限切れの繰越欠損金の利用が可能となる。 に関しては、法的整理による場合は債権カットとなった部分は当然に損金算入されるが、私的整理では、合理的な再建計画に基づくものと認められるものに限り損金算入が可能となる。

近時、国税庁の「タックスアンサー」や「再建支援等事案に係る事前相談制度」等が整備され合理性の判断の透明化の取組が行われているが、「私的整理のガイドライン」の手続きに基づく債権放棄については合理的再建計画に基づくものとして損金算入を認める旨が確認されている。

近年における倒産の増加、不良債権処理の加速化に伴い、事業再生への取組が増加している中で、私的整理のニーズが高まっているが、事業再生の現場から、私的整理の扱いが法的整理と比べて不利であるとの指摘がなされている。債務者による私的整理を用いた事業再生の取組を遅滞させることのないよう、法的整理手続で認められている税制上の措置を私的整理においても認められるよう求める意見が多く出されている。¹²⁹

中でも資産の評価替えに関するニーズは以下の理由から強い。財務上の観点からの事業再生のプロセスは、資産の評価損益を織り込んだ実質債務超過の解消を抜

ンスに対する更なる制度整備の必要性も検討を行っていくべきである。

¹²⁶ 法人税法 33 条 2 項、法人税法 25 条、会社更生法 269 条

¹²⁷ 法人税法 59 条、会社更生法 269 条 3 項

¹²⁸ 法人税法 37 条、法人税法基本通達 9-4-1、2

¹²⁹ 「私的整理に関するガイドライン」運用に関する検討結果(2002年11月)においても、1. 会社更生手続又は民事再生手続が開始された場合と同様に、資産評価損を税務上損金に算入することを可能とすること、2. 債務免除益と期限切れ繰越欠損金とを損益通算するにあたり、会社更生手続が開始された場合と同様に期限切れ繰越欠損金から優先的に使用することを可能とするよう関係法令を改正すること、の2点が要望されている。

本的事業再生のスタートとするが、資産の含み損の計上が認められないと実質的債務超過の解消が行われないうまま残り、抜本的な事業再生が行われ難い。従って私的整理において抜本的な早期事業再生を促す為には、私的整理の手続きで債務免除が行われた場合に併せて資産の評価替えが認められるようにする必要がある。

こうした意見も踏まえ、企業に早期の事業再生を促す上で有効な税制のあり方を検討していく必要がある。その際には租税回避を防止する観点から、私的整理案件に関しても法的整理と同等に恣意性を排除した透明性の高い手続きが行われ、再生計画自体に合理性が確保されるようすることに留意すべきである。¹³⁰

4．事業再生を担う専門家の育成とその積極的な活用

我が国における迅速再生の成功例を見てもわかるように、過剰債務の状態から迅速に事業の再生を図るためには、外部の人材を活用しながら過去のしがらみを断ち切り、新たな発想で事業再生に取り組むことが成功の大きな要因となっているケースがある。米国では、事業再生を専門に請け負うビジネスが成立するほど、事業再生の人材層は厚く、こうした外部の専門家を躊躇なく活用して事業再生を図る慣行が根づいている。

この意味で、事業再生のメカニズムとして、必要ならば外部の専門家をうまく活用しうる環境を組み込む必要がある。他方、我が国では、圧倒的に事業再生の専門家が不足し、かつ、これを活用する風土にもない。

特に人材の不足は深刻である。昨年の倒産件数は約2万社に達し、戦後2番目の水準となり¹³¹、また、上場企業の倒産は29件と戦後最悪を記録した。不良債権処理を加速する中でこうした傾向は続くと思われているが、例えば、上場企業のような大規模な案件を清算ではなく再建の方向で再生しようとする場合には、20～30名程度の専門人材を数ヶ月間集中して投入してはじめて実効性ある再建計画が完成すると言われている。また、4大銀行グループは、取引先企業約4700社を対象に経営健全化に乗り出すとされており¹³²、地方銀行においても同様の取組が行われると考えられるが、これを実現するには膨大な数の専門家が必要となる。迅速再生を実現する上で最大の障害は人材問題といっても過言ではなく、本節では、事業再生専門家の育成と活用という2つの側面について改善の提案を行う。

¹³⁰ 米国の制度と日本の制度の比較については、資料 - 23 参照。

¹³¹ 帝国データバンクの調査によると、2002年の倒産件数は1万9458件となり、1984年の2万841件に次ぐ戦後2番目の水準であり、バブル崩壊後では最悪の水準。

¹³² 日本経済新聞（2003年1月29日）1面記事参照。

(1) 事業再生を担う人材育成の強化と活用のための環境整備

(米国における事業再生のプロセスと人材の関わり)

米国では早いタイミングで事業再生への着手が行われており、積極的に外部の専門家を活用した事業再生が行われている¹³³。すなわち、金融債権者は財務制限条項に基づき赤字決算等の業績が悪化した段階で、債務者企業に対して経営の改善を勧告する。勧告に従わないとデフォルト宣言を受け融資が回収されることから、これを避けるために、債務者企業の取締役会は現行の執行役員を更迭して、事業再建のプロであるターンアラウンド・マネージャー (turnaround manager) を CEO (Chief Executive Officer: 最高経営責任者) や CFO (Chief Financial Officer: 最高財務責任者) といった執行役員として選任する¹³⁴。また、近時は CRO (Chief Restructuring Officer: 最高再建責任者) という役職も定着している。米国においては各地に大小のターンアラウンド・ファーム (事業再建を業務とする企業) が存在しており¹³⁵、これらから派遣されたターンアラウンド・マネージャーが執行役員に選任されると、大企業を対象とする場合には、20名程度の補助者とともにチームを組んで事業再建に着手し、1~2年で企業の収益力を回復させて健全な企業にして退任すると言われている¹³⁶。新たな執行役員は、フィナンシャル・アドバイザーなどの中立的な専門家を雇い、M&Aや過剰債務についてはDESの活用や社債化等の再建策が検討される。

こうした金融債権者が主導する場合のほか、同様の手法でプライベート・エクイティ・ファンド¹³⁷などが株主として事業再生に寄与している。具体的には、過剰債務に苦しむ企業をターゲットとする企業再生ファンドの場合、対象企業の株式を取得し、経営者や専門性を持つ人材を送り込み、経営の建て直しを図った上で、会社の売却や株式の公開をすることにより投資の回収を行っている。

米国では、1980年代から事業再生がビジネスとして成り立っており、様々な専門家が事業の再生に関わっている。1988年には事業再生の専門家の団体として、ターンアラウンド・マネジメント・アソシエーション (Turnaround Management Association) が設立され、現在では5000人近くの加入者がいるよう¹³⁸に、非常に厚い人材の層が形成されている。

¹³³ 日本経済新聞 (2002年10月28日) 経済教室 (田作朋雄) 参照。

¹³⁴ それまでの経営陣が辞意を表明し、ターンアラウンド・マネージャーの選任を求めることもある。

¹³⁵ 大手としてはゾルフォ・クーパーやアリックス・パートナーズ等があり、それぞれ120~130名の人員を擁し、常時20~30の案件を処理している。

¹³⁶ ターンアラウンド・マネージャーについて詳述した文献として、高木新二郎『企業再生の基礎知識』(2003年、岩波書店) 101 - 110頁等。

¹³⁷ 市場に公開されていない株式を対象に投資を行うファンド (基金)。

¹³⁸ TMAのホームページ (<http://www.turnaround.org/>) 参照。加入者の内訳については資料 - 24 参照。

（日本における事業再生人材の現状）

昨年10月に政府から公表された「改革加速のための総合対応策」では、「平成16年度には主要行の不良債権比率を現状の半分程度に低下させ、問題の正常化を図る」¹³⁹としており、今後、不良債権処理が加速する中で多くの事業再生が行われる。このため、主要な銀行においては、貸出先を対象に不良債権化を防ぐアドバイスや要注意先に対する事業再構築の支援のために、専門の部署を立ち上げているところが相次いでおり、4大金融グループはもちろんのこと、地域の金融機関においても同様の取組が見られている。

こうした再生支援の動きが加速する中、事業再生の実行を担うフィナンシャル・アドバイザーについては、日本においても数年前から、外資系や国内系の投資銀行等がフィナンシャル・アドバイザーとして活動しつつあり、M & Aを行う場合の計画立案やスポンサー探しの場面等で活躍している¹⁴⁰が、今後の案件増加に対応可能なだけの厚い人材層が形成されているわけではなく、事業再生のためのアドバイザーを早急に育成する必要がある¹⁴¹。

また、企業再生ファンドでは、投資を実行した後に早期に事業を再建するために人材を送り込むこととなるが、日本みらいキャピタル株式会社では、あらかじめ人材を確保しておくことが重要との判断から、投資先に送り込む経営陣候補の人材を集める取組をはじめている。このように、ターンアラウンド・マネージャーに相当する事業再生を実行する経営者人材の育成も必要となる。

（「事業再生人材育成センター」への期待と行政による支援）

フィナンシャル・アドバイザーにしても、ターンアラウンド・マネージャーにしても、事業再生に要する法律・税務・会計・経営等の幅広い知識と、具体的な事案をもとにした実務的・実践的な経験が必要とされる。現状では、前者の基礎的理論に関して、事業再生に着目して教育を展開している例はなく、後者の実務経験から

139 「改革加速のための総合対応策」の「金融・産業の再生」 - 「1. 不良債権処理の加速策」参照 (<http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizai/index.html>)

140 2000年5月に会社更生適用を申し立てた信販会社ライフの手續では、スポンサー候補が多数名乗りを上げたため、候補先との交渉を行うアドバイザーにベアー・スターンズ・アンド・カンパニーを選定した。また、クレジット・ローン等小口債券を流動化することによって約2,700億円を調達しているが、そのアレンジャーとしてモルガンスタンレー証券会社が関与している。

また、Asiamoney紙は、近年アジア全般で事業再構築案件が多く、各アドバイザーにおいても注目される業務となってきたことから、ストラクチャーの合理性、斬新性、着実に実行がなされていること、公平な再建計画となっていること等を評価基準に、2002年度からRestructuringに関する賞を創設している。2002年度のRestructuring Deal of the Yearとして、メリルリンチ日本証券がスポンサーとの暖簾交渉、債権者交渉、統合ストラクチャーの策定、海外を中心とする再保険債権者に対するグローバルテンドーオファー等、全般的なアドバイザーを務めた大成火災の案件（2002年11月更生特例法申立て）が内定している。

141 倒産処理を担当する専門弁護士によるノウハウや情報交換を目的として、2002年11月、「全国倒産処理弁護士ネットワーク」が設立されている。

得られるノウハウについても、専門誌や民間企業内部の研修などで紹介されることはあっても、体系的に関係者が共有するレベルまでには至っていない。

また、事業再生に関する理論的かつ実践的な知識を身につけた人材を効果的に育成するためには、現に事業再生に多く関わっている弁護士や公認会計士、フィナンシャル・アドバイザー等、実務に携わる様々な専門家による講義において、その実務上の経験がケーススタディなどの教材やカリキュラムを介して体系的に行われることも不可欠となる。

現在、民間が主導して「事業再生人材育成センター」の立ち上げが検討されているが、ここが事業再生人材育成に向けて先駆的な講義を集中的に実施し、さらには、こうした中核的な機関が、大学院教育における事業再生専門家の育成を念頭においたコースの創設などを呼び込むことに期待したい。平成14年度補正予算案においては、事業再生人材育成に対する助成措置が盛り込まれており、民間における人材育成への取組を、政府としても効果的に支援することが望まれる。

(2) 事業再生における外部人材の積極的な活用

(外部人材の活用の有用性)

人材の育成と合わせて必要なことは、抜本的な事業再生を実現するために、フィナンシャル・アドバイザーやターンアラウンド・マネージャーといった外部の専門家をなるべく早期に躊躇なく活用することである。

我が国では終身雇用制のもと、内部で昇格した者が企業経営に当たることが通常であり、従業員の意欲を高め長期的な視野で経営を展開することを可能とするなどの意義が認められる。しかしながら、事業が危機的な状況に陥り、過剰な債務を抱えるような状況に立ち至った場合には、外部人材を活用して、過去のしがらみから決別した大胆な取組を実行するほうが事業再生を成功に導きやすい。

常時においては終身雇用制を基本としながらも、経営危機時においては円滑に外部人材の活用が進むこととなれば、迅速な事業再生のみならず、常時における経営の規律を高め、早期事業再生への取組にも資することになる。こうした終身雇用制と統合的な人材活用の慣行が根付くことが、新たな事業再生メカニズムを構成する重要な要素となる¹⁴²。

(「事業再生実務者協会」への期待と行政による支援)

現在、事業再生ニーズの高まりを背景に、事業再生の実務を担う人材を必要とする企業と事業再生専門家をつなぐことを目的として、民間主導により、「事業再生実務者協会」の設立が検討されている。本組織による事業再生に携わる実務家の

¹⁴² 事業再生がビジネスとして定着していくためには、適正な報酬が支払われることも必要である。事業再生を成し遂げた場合の経済的価値を十分に評価した報酬が支払われることが求められる。

ネットワークの形成、経営者への普及啓発の活動も見込まれるところ、政府による適切な支援が望まれる。

（中小企業の再生への支援）

中小企業の再生支援については、多数かつ多様で地域性も強いといった中小企業
の特性を踏まえて柔軟に対応する必要があり、経済産業省は、各都道府県に中小企
業地域再生協議会を設置して中小企業が外部人材を活用する場を整備し、中小企業
の経営上の種々の課題に対してきめ細かに対応することとなっている。

おわりに

長期にわたって続いている低金利の故に、どうやら金利だけは支払えるが、元本を返済できず、しかもキャッシュフローが乏しいために、リファイナンス（借り替え）を受けることも困難な企業が少なくない。そうした数多くの企業は、需要の変化に応じた追加投資もできず、何らかの抜本的解決策を施して起死回生を図らなければ、いずれは時代に押し流されて淘汰される運命にある。様々な外的な要因に加えて、そうした元気がないままになっている多くの企業の存在も、日本経済の活力を失わせている原因の一つである。

そうした企業の病状を早く発見して治療を施し、迅速に企業の活力を回復させて、日本経済の担い手として復活させるにはどうしたらよいか。これが、われわれのテーマであった。債務不履行それも手形不渡りの直前又はその後に初めて表面化し、そのときには資産を遙かに超える巨額の債務を負担し、多数の関係者に迷惑をかけて、取り付け騒ぎを起こしパニックとなるのが、長い間の「特殊日本型倒産」の特徴であった。かつてほどではないにしても大きく変わったとは言えない。癌の治療と同様に早期治療のためには早期発見が不可欠であるが、何がそれを遅らせているのかを探るうち、長年の間に根を張った日本の企業の経営慣行や金融の文化の問題にぶち当たった。高度成長期やバブルの時代までは世界最高と賞賛された日本経済の文化であるが、資産デフレが進む中では問題を複雑にしているようである。いずれも改善の動きは認められるものの、従業員出身役員が大方を占め外部の者にさらされることが多くないコーポレートガバナンス、長年にわたって価格が上昇した不動産担保（根抵当権）に依存し、与信先企業の収益性をウオッチすることが多くない融資形態、持ち合い構造は解消に向かいつつあるとはいえ決して活動的とは言えない株主、法的整理イコール倒産という懲罰的な見方などなどであった。指摘されていたことであるが、調査の過程で、経営者が負担する個人保証の重圧も、絶望的な状態にもかかわらず、最後の最後まで粘らせてしまう要因の一つであることを知ったのは驚きであった。

始まったばかりであるが、既に社外取締役制度の採用、直接金融へのシフト、プロジェクト・ファイナンスやシンジケート・ローンの活用、ローン売買市場の整備、株式の持ち合い構造の解消、企業再生ファンドの登場、私的整理ガイドラインや事業再建法制の整備、産業再生法の改正や産業再生機構の設立など、法制度や慣行、実務など広汎な範囲にわたる改善が進められている。この報告書で指摘したように更なる制度改革も必要であるが、既に事業再建法制はかなり整備されて世界のトップ水準にまで達し、企業再生ファンドや DIP ファイナンスなど再生のための道具

立ても整いつつある。不況の脱出に向けて、それらを活かした様々な試みが今始まりつつあるが、こうした先駆的な活動を一層促し、そして定着させていくためには、わが国の企業や金融に関する文化を変革する必要がある、金融や企業の現場での努力が求められる。と同時に、企業の病巣を発見して、早めに治療を施すことができ、しかも倫理観を備えた多くの人材も必要である。リストラクチャリング・アドバイザーやターンアラウンド・マネージャーといった人達である。世界の隅々まで瞬時に情報が伝達される社会では企業の栄枯盛衰は激しい。早期再生迅速処理は不況脱出後も重要課題であり、そのための文化の構築と人材育成に向けた努力の継続が求められる。

早期事業再生研究会委員

(50音順 敬称略)

(座長) 高木 新二郎	獨協大学 法学部 教授
	ときわ総合法律事務所客員弁護士
阿部 泰久	社団法人日本経済団体連合会 経済本部 税制グループ長兼経済法制グループ副長
片山 英二	阿部・井窪・片山法律事務所 弁護士
齊藤 誠	一橋大学大学院 経済学研究科 教授
坂井 秀行	坂井・三村法律事務所 弁護士
静 正樹	株式会社東京証券取引所 上場部 企画調整担当課長
須田 徹	税理士法人トーマツ 理事長代表社員
田作 朋雄	PwC FAS株式会社 取締役・パートナー
中村 廉平	商工中金 法務室長
松下 淳一	学習院大学 法学部 教授
三好 眞	株式会社金融工学研究所 常務取締役
三好 康之	メリルリンチ日本証券株式会社 投資銀行部門 マネージングディレクター
安嶋 明	日本みらいキャピタル株式会社 代表取締役社長
柳川 範之	東京大学大学院 経済学研究科・経済学部 助教授
住田 昌弘	株式会社整理回収機構 常務執行役員
由良 芳従	全国銀行協会 UFJ銀行 戦略支援部 部長
横山 洋一郎	日本政策投資銀行 事業再生部 次長
オブザーバー	
大澤 眞	日本銀行金融市場局金融市場課長
川本 正一郎	国土交通省総合政策局建設業課長
木下 信行	金融庁監督局総務課長
松浦 直樹	中小企業金融公庫業務部次長
深山 卓也	法務省民事局民事法制管理官兼法務省大臣官房審議官(心得)
森 信親	産業再生機構設立準備室参事官

早期事業再生研究会審議一覧

第1回（平成14年11月15日（金））

- (1) 研究会の進め方について
- (2) 研究会における検討課題の全体像について

第2回（平成14年11月26日（火））

- (1) 早期再生、迅速再生を促すガバナンスメカニズムの形成について
- (2) 早期再生、迅速再生を可能とする金融環境の整備について

第3回（平成14年12月9日（月））

- (1) 早期再生、迅速再生を可能とする金融環境の整備について
- (2) 企業再建から事業再生スキームとしての倒産法制度の活用について

第4回（平成14年12月16日（月））

早期事業再生研究会報告書素案について

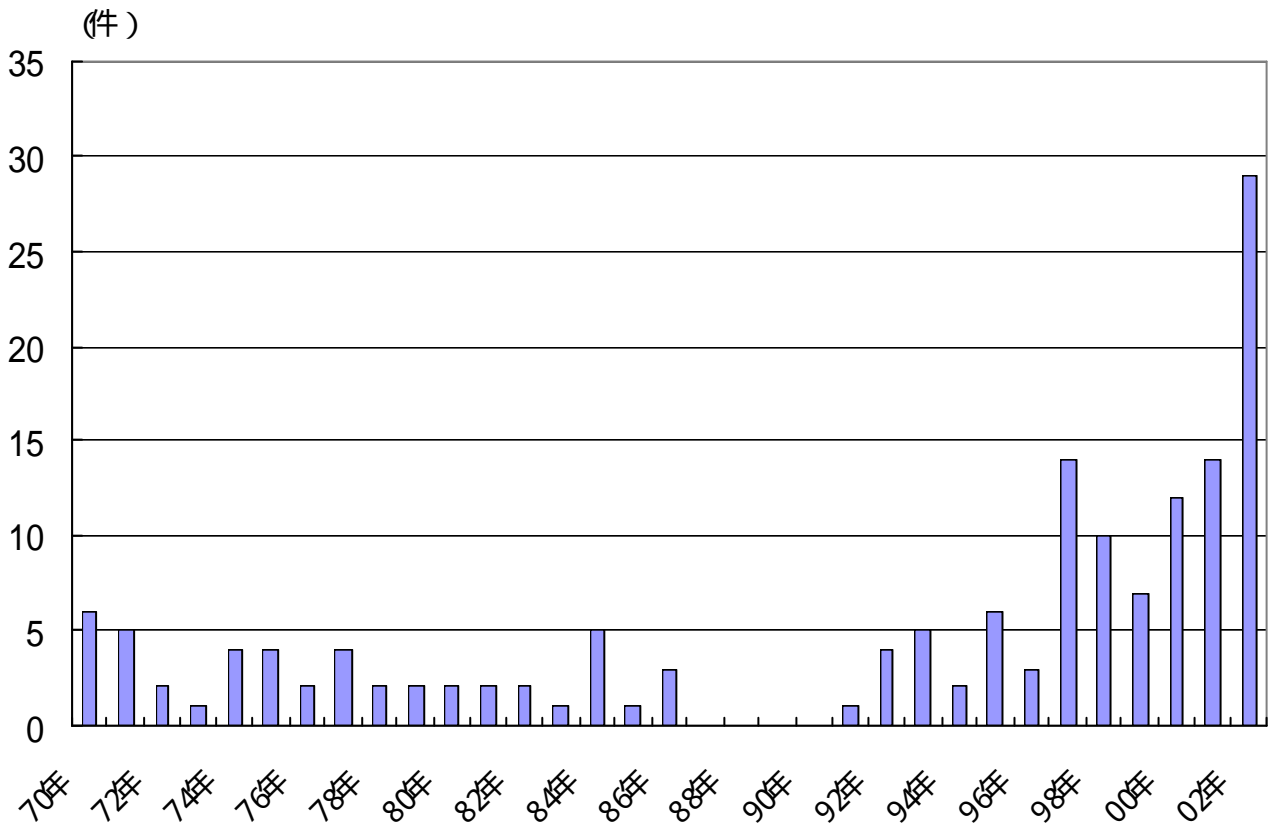
第5回（平成15年2月13日（木））

早期事業再生研究会（案）について

< 資料一覧 >

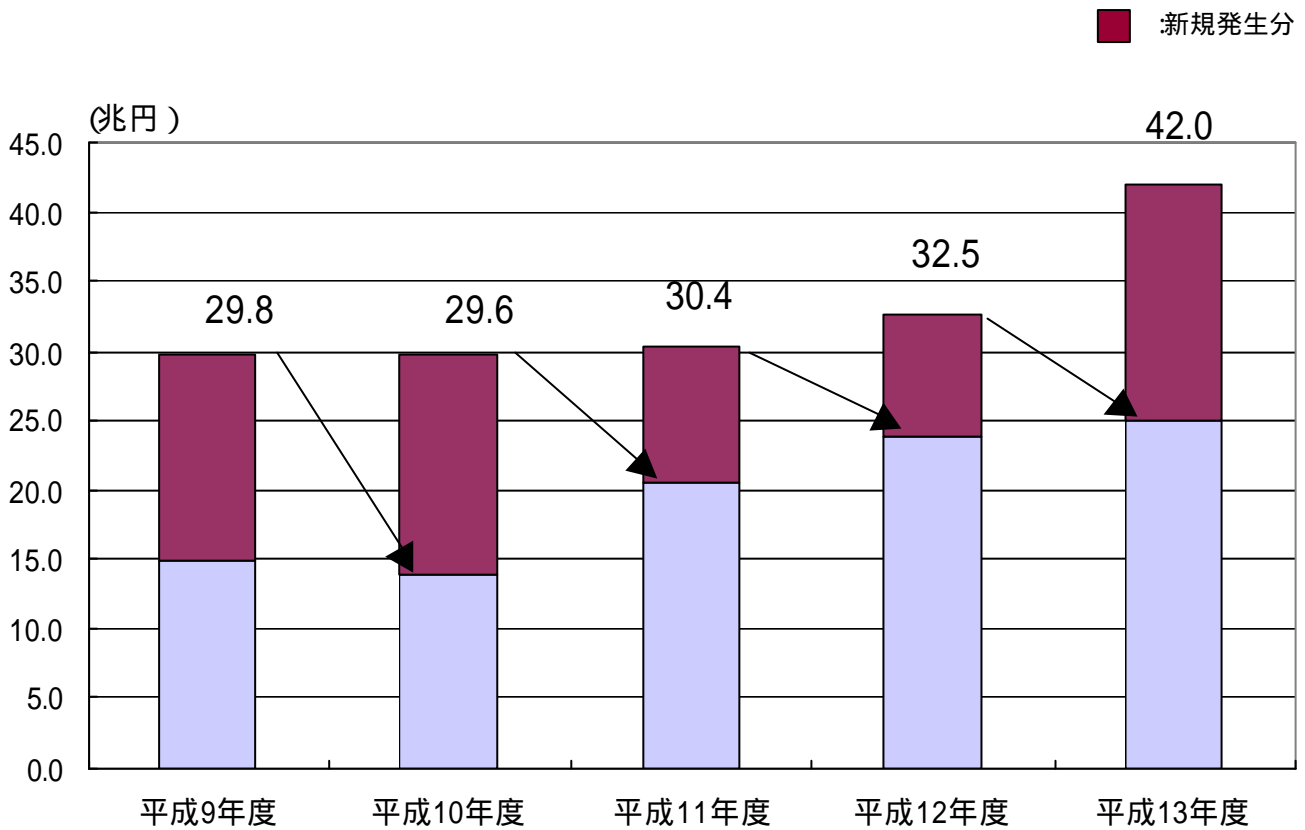
- 【資料 - 1】 上場企業の倒産件数推移
- 【資料 - 2】 不良債権残高の推移
- 【資料 - 3】 倒産企業 1 件あたりの負債額・従業員数、連鎖倒産の件数
- 【資料 - 4】 事業再編及び事業再生に関する制度整備の動向
- 【資料 - 5】 金融に関する制度整備
- 【資料 - 6】 私的整理・法的整理の推移
- 【資料 - 7】 倒産の内訳（2002年）
- 【資料 - 8】 早期事業再生関連指標群
- 【資料 - 9】 「決算短信（1枚目）」における「経営指標」の記載状況
- 【資料 - 10】 日本におけるプロジェクトファイナンス市場の推移
- 【資料 - 11】 シンジケート・ローン組成の推移
- 【資料 - 12】 信用リスクに見合った金利体系、金利設定をめぐる直近の動き
- 【資料 - 13】 財団抵当制度、財団抵当制度の利用件数
- 【資料 - 14】 資金調達手段と制度整備が必要な対象資産
- 【資料 - 15】 株主構成の変化
- 【資料 - 16】 主な企業再生ファンドの例、日本におけるファンドの活動状況
- 【資料 - 17】 リミテッド・パートナーシップの構造
- 【資料 - 18】 日本企業におけるM & Aの件数
- 【資料 - 19】 企業結合審査に関する6つのルールについて
- 【資料 - 20】 プレパッケージ型手続
- 【資料 - 21】 東京証券取引所上場廃止基準
- 【資料 - 22】 日本政策投資銀行、商工中金、中小企業金融公庫による事業再生融資の実績
- 【資料 - 23】 事業再生関連税制の日米比較
- 【資料 - 24】 米国ターアラウト・マシメント・アソシエーション：加入メンバーの内訳

上場企業の倒産件数推移



出所：「全国企業倒産集計」帝国データバンク

不良債権残高の推移



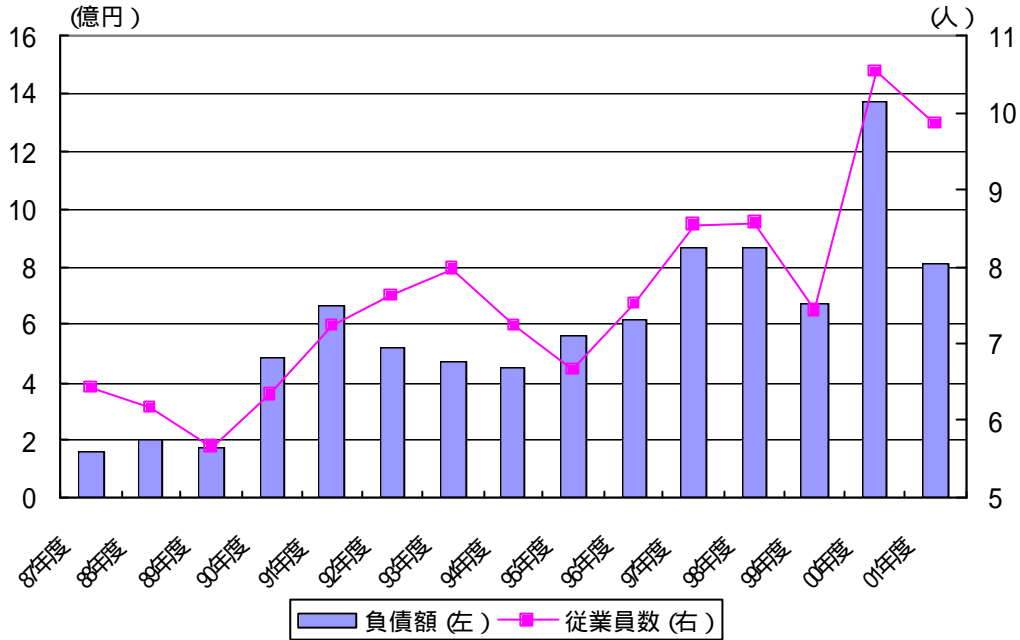
金融庁HPをもとに作成

新規発生分については

「トリレンマを断ち切る総合対策を- 産業 企業再生に公的資金を投入せよ -」(株式会社 日本総合研究所 調査部長 高橋 進)をもとに作成

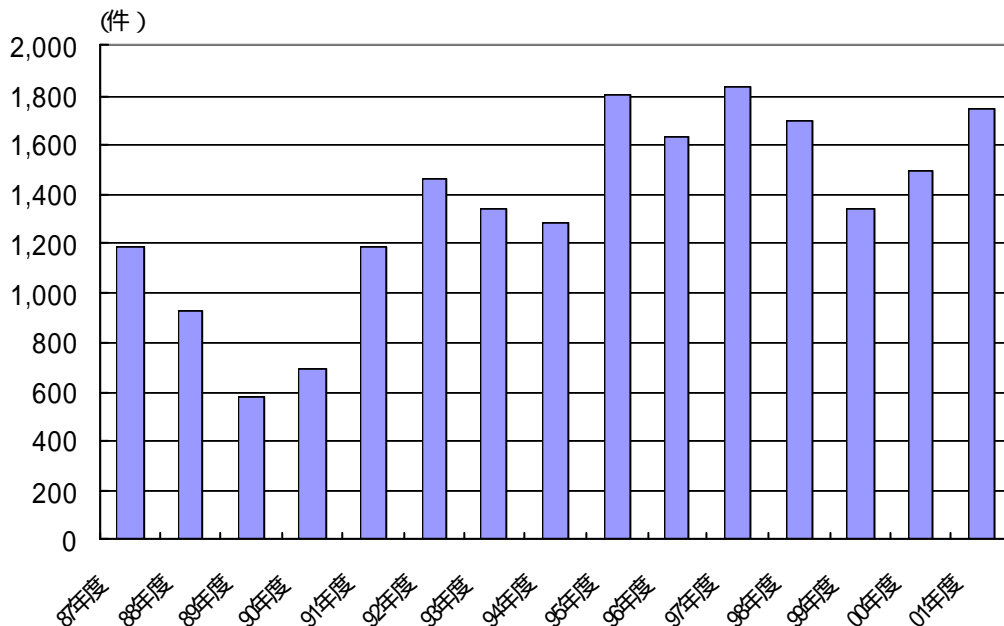
資料 - 3

倒産企業 1件あたりの負債額・従業員数



出所：全国企業倒産集計」帝国データバンク

連鎖倒産の件数



出所：全国企業倒産集計」帝国データバンク

事業再編及び事業再生に関する制度整備の動向

	組織再編関連の制度整備	事業再生関連の制度整備
96年		倒産法制の見直し開始
97年	持株会社解禁、合併法制の見直し	
98年		
99年	株式移転・交換制度	産業活力再生特別措置法施行
00年	会社分割制度	民事再生法施行
01年	組織再編税制	私的整理カイトライン制定
02年	連結納税制度	会社更生法改正
03年		産業活力再生特別措置法改正(予定) (株)産業再生機構創設(予定) 破産法改正(予定)

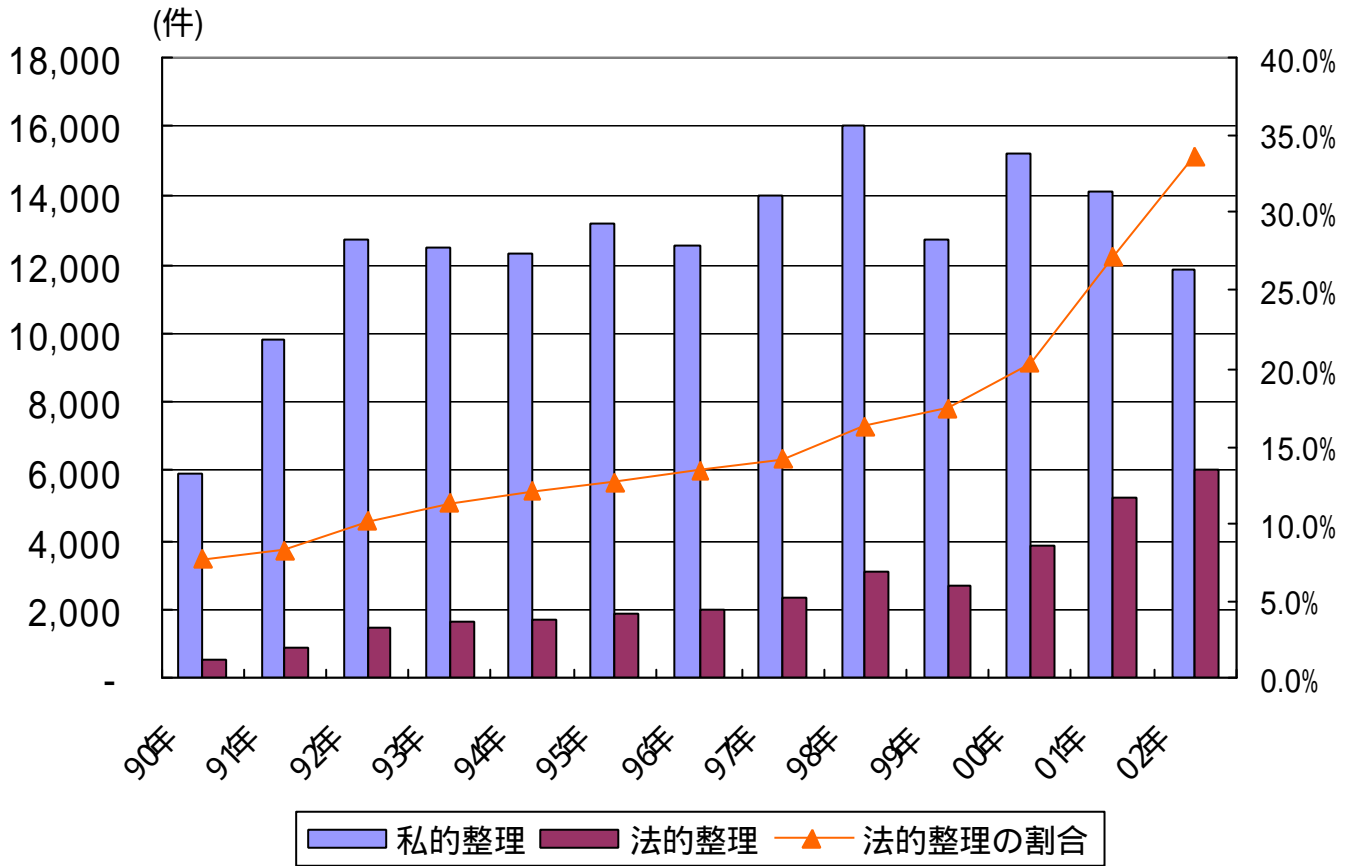
各種資料より作成

金融に関する制度整備

	DIPファイナンス	企業再生ファンド	デット・エクイティ・スワップ	債権流動化関連の制度
93年				・特定債権法制定
5				
98年		・中小企業等投資事業有限責任組合法制定		・特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律 (SPC法)制定 ・債権譲渡特例法制定
99年			・産業再生法による支援 (検査役調査の緩和他)	
00年			・民事再生法における減資手続導入	・SPC法改正 (資産の流動化に関する法律)
01年	・政府系金融機関による支援制度創設	・政策投資銀行による支援制度創設	・独禁法・銀行法の5%ルールの運用明確化	
02年 金融再生 プログラム		・RCCと企業再生ファンドとの連携強化		・中小企業貸出に関する新たな担い手の拡充 ・RCC等による貸出債券市場の創設 ・RCC等による証券化機能の拡充

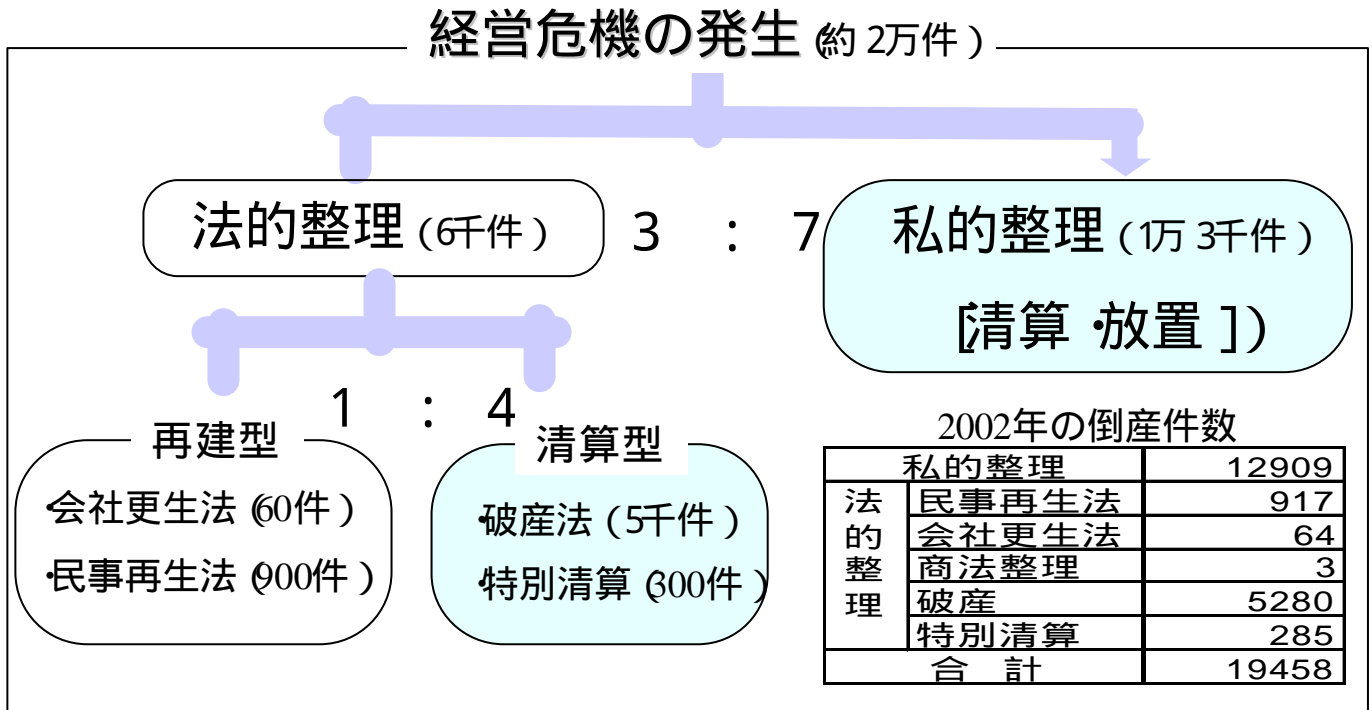
各種資料より作成

私的整理 法的整理の推移



出所：「全国企業倒産集計」帝国データバンク

倒産の内訳 (2002年)



出所：全国企業倒産集計「帝国データバンク」

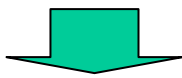
活用の流れ

活用される指標群

常時状態把握のための指標

株式時価総額 / 総資産

財務データの公開は、早くても4半期毎であるため、常時モニタリングの為に、市場データを活用することが有益。



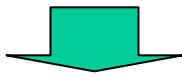
定期的状態把握のための指標

自己資本比率

CF対有利子負債比率

インテレスト・カバレッジ・レシオ

事業の状態をより詳細に把握するためにはキャッシュフローに着目しながら、財務データの分析を行うことが有益。



対応策検討のための情報

詳細なセグメント情報

事業再生への検討が必要と判断された場合には、より詳細な事業毎のデータが必要とされる。

キャッシュフロー

B / S

P / L

売掛金	買掛金	減価償却	当期利益
	自己資本		



キャッシュフロー
B / S、P / Lから算出

市場データ..



株式時価総額 / 総資産

時価ベースの自己資本比率

財務データ..

キャッシュフローの負債 (ストック、フロー) による標準化

自己資本比率

CF対有利子負債比率

	D
	E

$E / (D + E)$

類似指標

D / E

留保利益 / (D + E)

	D
	E

D / CF

インテレスト・カバレッジ・レシオ

r	
---	--

CF / r

類似指標

$CF / (r + \text{元本返済})$

CF: キャッシュフロー

E: 自己資本

D: (有利子)負債

r: 利払い

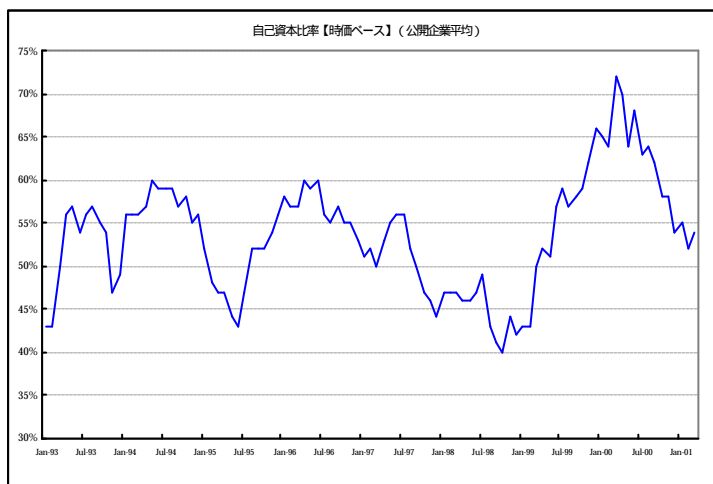
セグメント情報 (事業再生に必要なとされる詳細データ) ..

時価ベースの自己資本比率 (株式時価総額 / 総資産)

財務データの公開は、早くも4半期毎であるため、常時モニタリングを行うためには、市場データを活用することが有益。

株式時価総額は、理論的には当該企業が将来生み出すキャッシュフローの現在価値であり、自己資本の時価に該当するため、時価ベースの自己資本比率といえる。

但し、株価は短期的には必ずしも経営実態を反映せずに変動する可能性も高いためより詳細な分析を行うことが必要。



公開企業のデータより作成

【業種別平均】

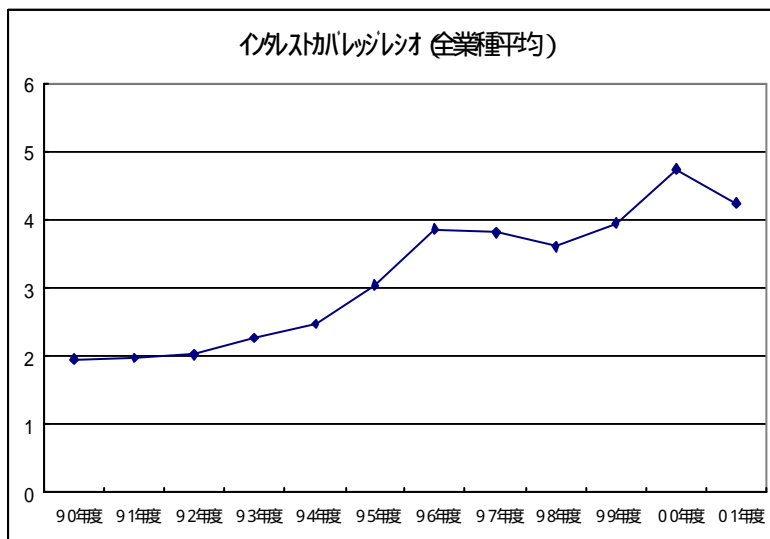
	00年度
全産業	54%
建設業	21%
製造業	61%
繊維製品	40%
化学	59%
石油・石炭製品	23%
鉄鋼	20%
機械	48%
電気機器	76%
輸送用機器	60%
精密機器	84%
卸売業	20%
小売業	75%
不動産業	30%
倉庫・運輸関連	33%
通信業	114%
陸運業	34%
電気・ガス業	25%
サービス業	136%

インタレスト・カバレッジ・レシオ (キャッシュフロー / 利払い)

キャッシュフローと利払いの関係を表す指標であり、水準が1倍であれば、収益の全てが利払いに消えている状態を表す。

低金利の現状では健全企業の水準は改善が続いている。金利水準により影響を受けやすいため、経済環境を把握しながら活用することが必要。

類似の指標 : デットサービス・カバレッジ・レシオ (CF / (利払い + 元本返済))



【業種別平均】

	00年度	01年度
全産業	4.7	4.3
建設業	-	-
製造業	9.0	6.4
繊維工業	1.2	1.8
衣服・その他の繊維製品	-	4.6
化学	12.4	8.6
石油・石炭	3.0	3.1
鉄鋼	4.2	2.5
一般機械	6.6	5.3
電機機械	12.9	1.5
輸送用機械	13.7	21.9
精密機械	10.5	3.0
卸売	1.3	1.4
小売	2.3	1.6
不動産	0.5	-
運輸・通信	4.2	3.2
電気	3.3	3.9
ガス・水道	8.8	10.9
サービス	9.8	12.8

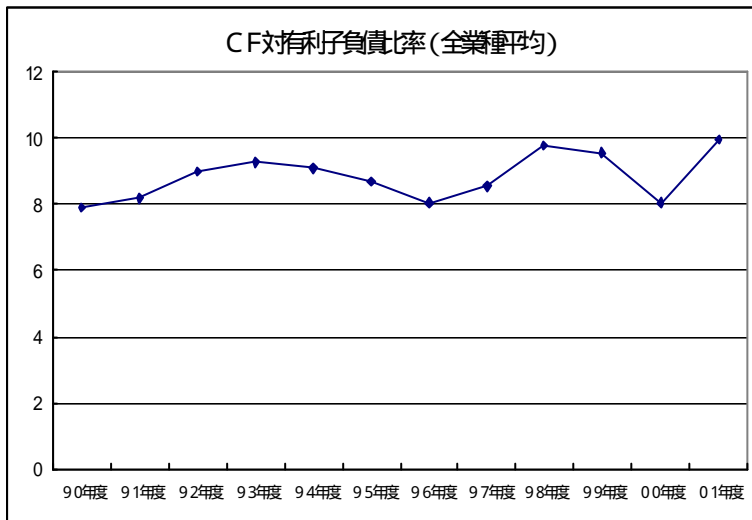
キャッシュフロー対有利子負債比率 (有利子負債 / キャッシュフロー)

キャッシュフローで有利子負債を何年間で返済することが可能かを示す。

キャッシュフローの水準によって変化し、債務超過企業については景気の状態によって変動が見られる。

有利子負債 : キャッシュに近い資産を有利子負債からマイナスする場合もある。

キャッシュフロー : 分母にはEBITDA、営業キャッシュフロー、フリーキャッシュフローをとる場合もある。



【業種別平均】

	00年度	01年度
全産業	8.0	10.0
建設業	-	-
製造業	5.2	7.8
繊維工業	46.2	28.3
衣服・その他の繊維製品	-	9.7
化学	3.9	4.3
石油・石炭	11.8	13.2
鉄鋼	11.0	20.2
一般機械	7.7	11.1
電機機械	3.2	34.9
輸送用機械	3.8	2.5
精密機械	3.8	17.3
卸売	36.9	41.0
小売	18.4	26.7
不動産	96.2	-
運輸・通信	5.9	8.6
電気	7.7	7.3
ガス・水道	4.6	4.0
サービス	5.6	4.9

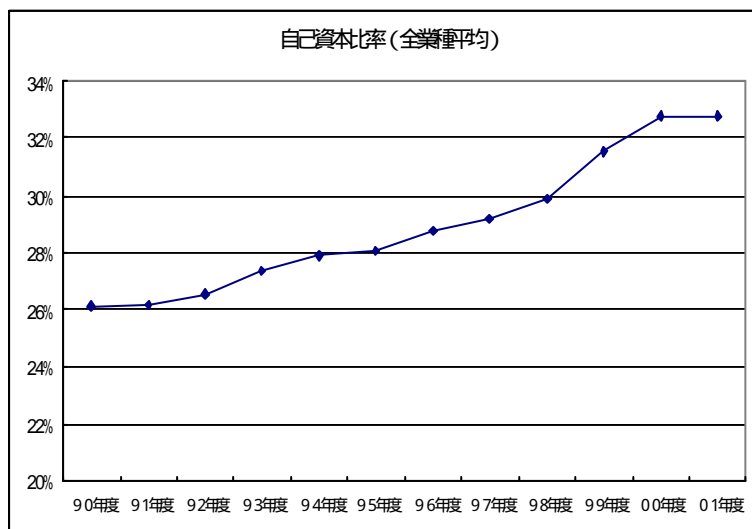
法人企業統計 (資本金 10 億円以上) より作成 (-) はCFがマイナスの場合

自己資本比率 (自己資本 / 総資産)

キャッシュフローの蓄積でもある自己資本が、会社の資産全体に対してどの程度あるのかを示す。

短期間で改善、悪化する指標ではなく、景気動向に関わらず、企業状態の善し悪しの判断に活用することが可能。

類似する指標 総資産留保利益率 (剰余金他 / 総資産)
D / E レシオ (有利子負債 / 自己資本)



【業種別平均】

	00年度	01年度
全産業	33%	33%
建設業	23%	22%
製造業	44%	44%
繊維工業	34%	36%
衣服・その他の繊維製品	55%	58%
化学	50%	51%
石油・石炭	18%	19%
鉄鋼	31%	30%
一般機械	45%	47%
電機機械	45%	43%
輸送用機械	50%	50%
精密機械	51%	51%
卸売	21%	21%
小売	35%	35%
不動産	11%	10%
運輸・通信	29%	28%
電気	18%	18%
ガス・水道	32%	35%
サービス	30%	29%

法人企業統計 (資本金 10 億円以上) より作成

早期事業再生関連指標群の活用にあたっての留意事項

各指標は、キャッシュフローと負債との関係を示す代表的な指標であるが、キャッシュフローに関するその他の指標の有用性を否定するものではない。

これらの指標は、業種に応じて相当のばらつきもあるため、業種特性に応じた活用をすることが必要。

将来性の判断に際しては、各指標の水準を出発点として、市場情報や、個別企業のトレンドも勘案しながら、関係者間で、人材や業種動向等定性的な判断を行い、評価されなければならない。

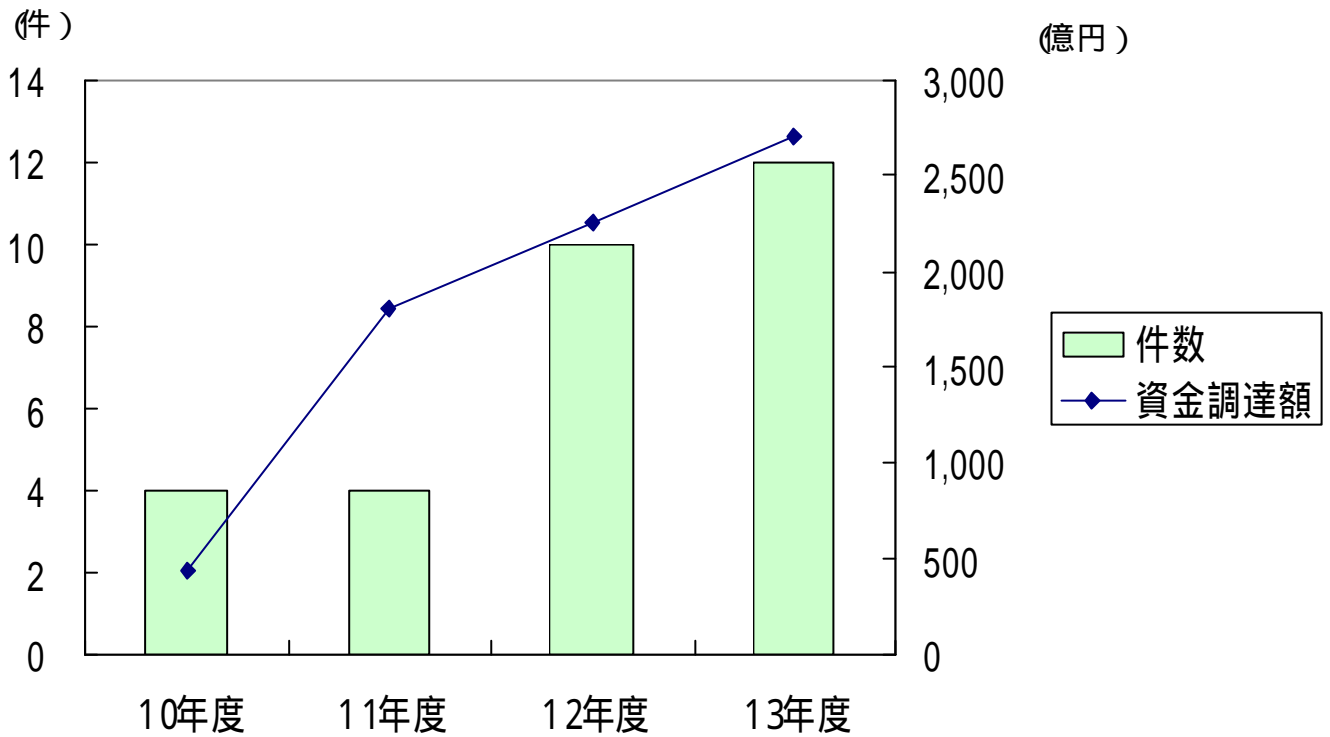
これらの指標は自己資本比率（公開企業のデータ）以外は法人企業統計のデータ（資本金10億円以上の企業を対象）から算出された数値であり、中小企業全般にも同様に該当するものではない。但し、同様の指標を活用しながら、事業判断の一助とすることは可能と考えられる。

注：なお、当該基準は産業活力再生特別措置法における計画認定に用いられている基準とは異なるものである。

決算短信(1枚目)における「経営指標」の記載状況

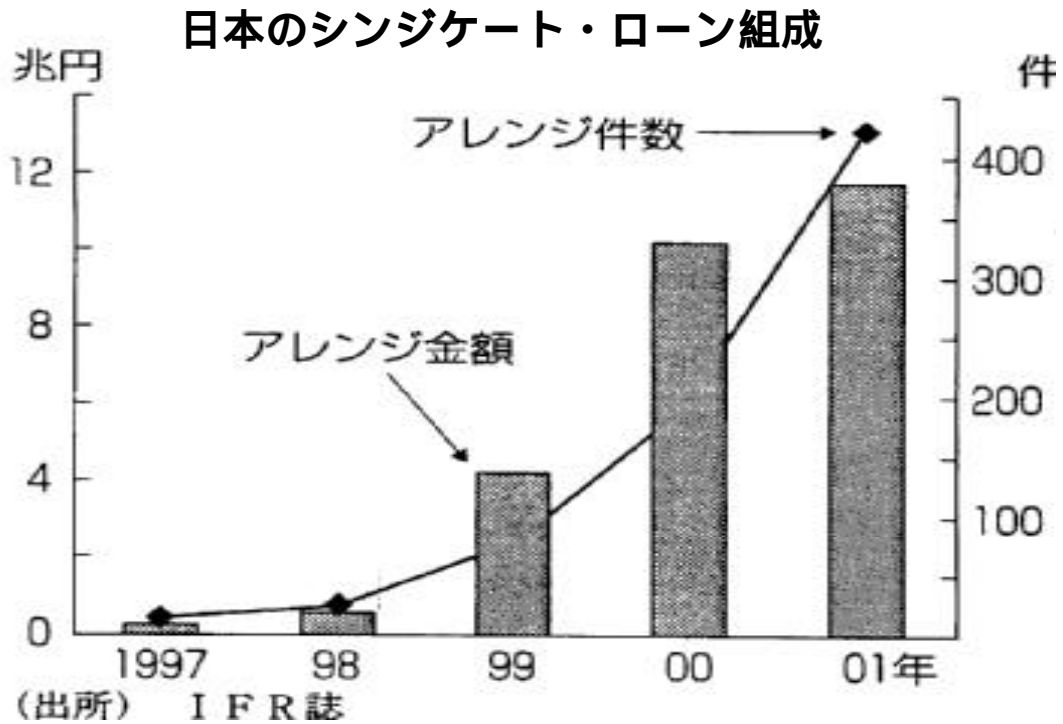
区分	記載項目	記載の開始時期	備 考
と投資者の投資判断のベンチマークとなってきた指標	1株当たり当期純利益(EPS)	昭和46年7月	
	潜在株式調整後1株当たり当期純利益	平成8年4月追加	
	資本金利益率	昭和46年7月	昭和52年4月削除
	株主資本当期純利益率(ROE)	昭和50年6月追加	
	総資本経常利益率(ROA)	昭和55年4月追加	
	売上高経常利益率	昭和55年4月追加	
	配当性向	昭和50年6月追加	
	株主資本配当率(DOE)	昭和55年4月追加	
	額面配当率	昭和46年7月	昭和52年4月削除
	株主資本比率	昭和55年4月追加	
	1株当たり株主資本(BPS)	昭和55年4月追加	
	1株当たり予想当期純利益	昭和59年4月追加	
	別業種	自己資本比率	平成9年10月追加
自己資本規制比率		平成9年10月追加	
ソルベンシー・マージン比率			添付資料中で記載

日本におけるプロジェクトファイナンス市場の推移



日本政策投資銀行のデータをもとに作成

シンジケート・ローン組成の推移



出所：シンジケートローンは新たなビジネスモデルの確立に向けた一つの回答」金融財政事情 (2002.8.5)

日本のシ・ローン

(01年データ)

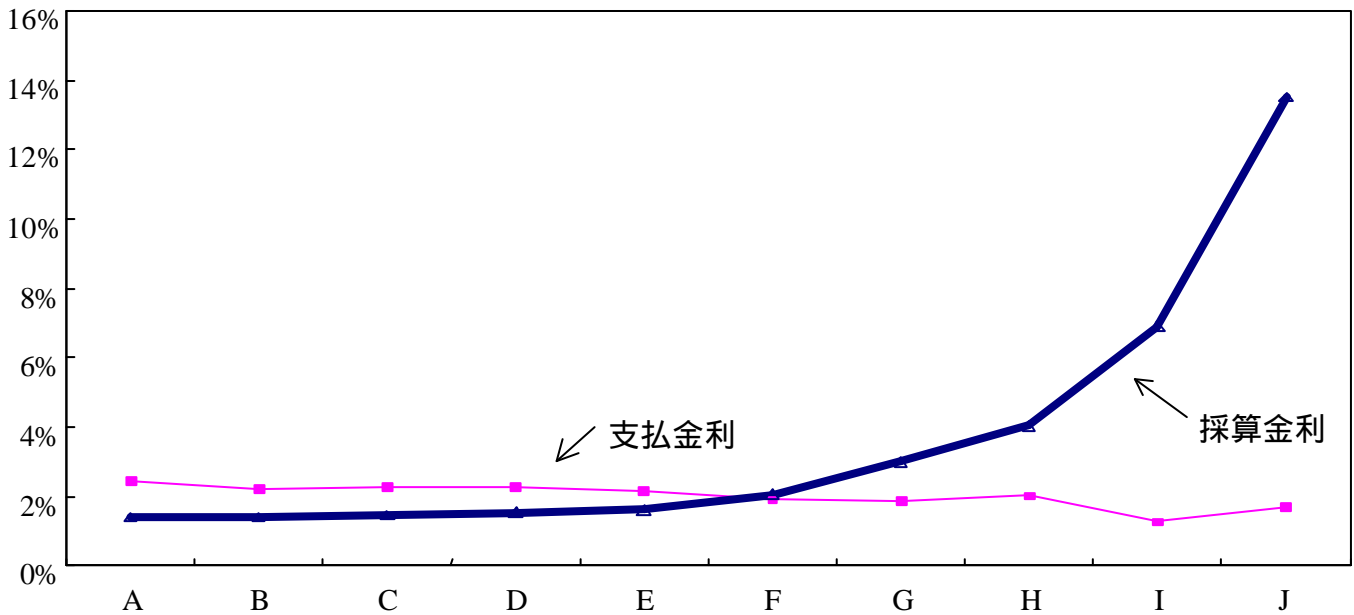
金融機関貸出 432兆円	社債 52兆円	シ・ローン残高 12兆円 約2%
-----------------	------------	------------------------

米国のシ・ローン

(00年データ)

相対貸出残高 410兆円	社債 240兆円	シ・ローン残高 130兆円 約20%
-----------------	-------------	--------------------------

信用リスクに見合った金利体系



(注) 支払金利 = 支払利息・割引料 / 有利子負債

採算金利 = 信用コスト率 * + 都銀短プラ * 回収率は一律50%と仮定。

・CRDより。

出所：宮内 篤「貸出モデルの転換に向けた制度設計のあり方」（日本銀行検査局ワーキングペーパーシリーズ2002-J-2：2002年12月）

金利設定をめぐる直近の動き ~ 新聞報道、レポート等

三井住友銀行

- ・企業向け貸出金利に信用力で最大4%程度の格差を付ける
- ・貸出先を5段階に分け、銀行の判断を債務者に伝えた上で金利交渉を行う
- ・標準金利は、自己資本比率20%程度、売上高経常利益率2.5%程度等、最も一般的な中堅・中小企業の場合、期間1年、無担保で年2.5%
- ・短期貸出のうち、不採算にも関わらず貸出を継続する貸出慣行は見直していく
(出所：平成14年4月7日 日本経済新聞)

UFJ銀行

- ・元利払い、有利子負債、営業利益などを勘案して借り手企業を10段階に格付けしている
- ・当該格付けを債務者に開示し、信用リスクに応じた金利設定交渉を行う
(出所：平成14年4月7日 日本経済新聞)

社団法人第二地方銀行協会

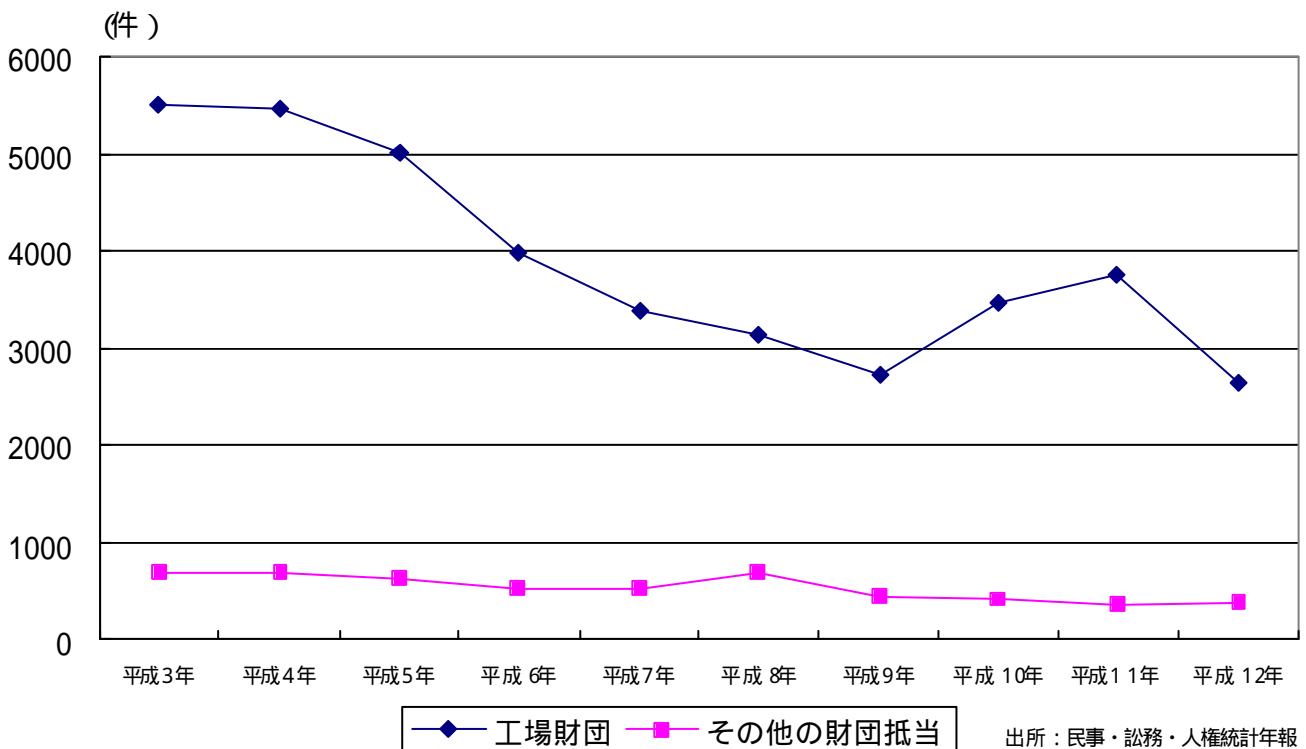
- ・「米銀の中小企業金融戦略等について」(新業務対応ワーキンググループ報告書)を発表
- ・リスクに見合った金利設定(プライシング)、既往取引先に対するねばり強い金利引き上げ交渉努力等を提案

財団抵当制度

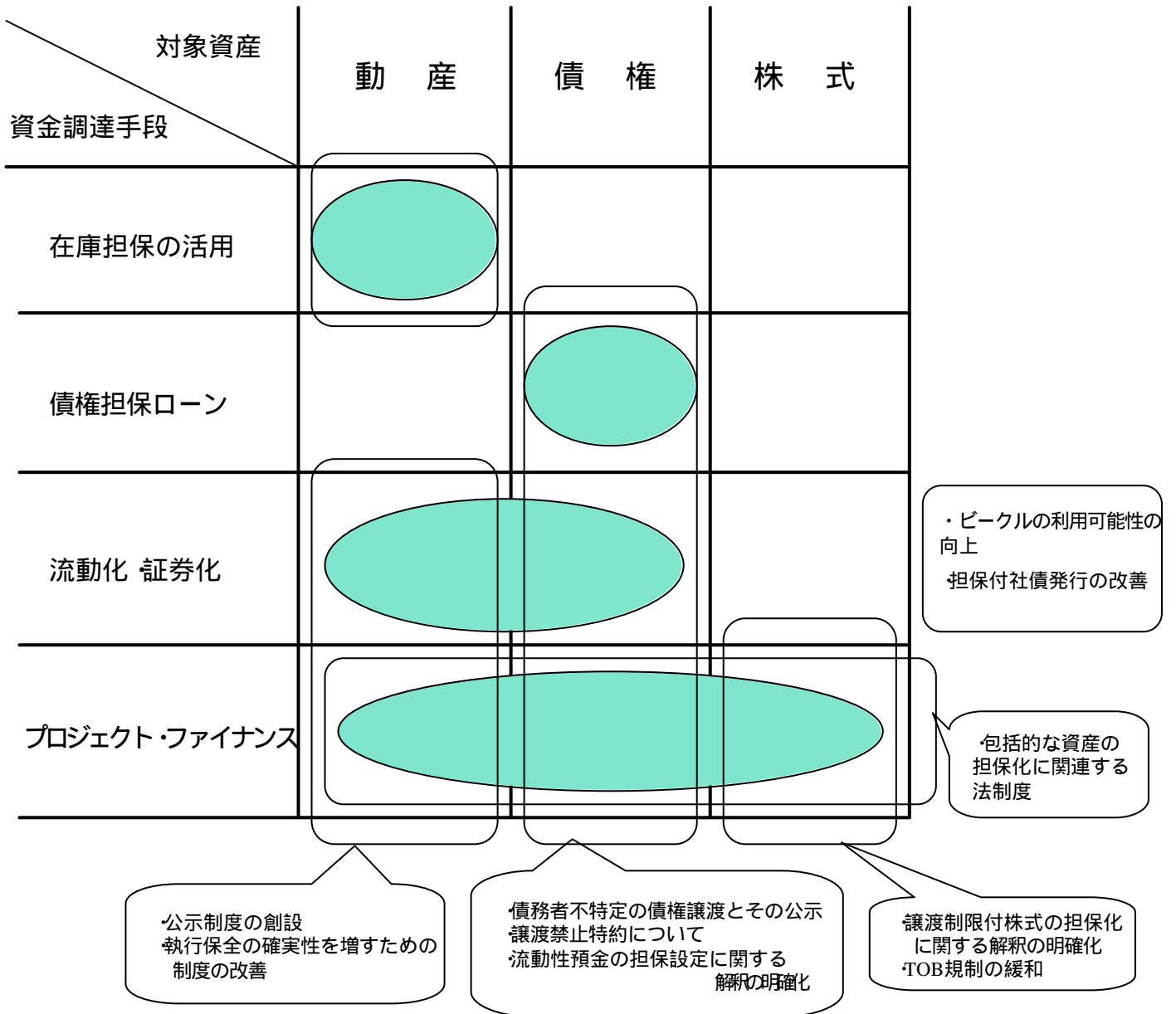
財団名	法律名	創設年
工場財団	工場抵当法	明治38年
鉱業財団	鉱業抵当法	明治38年
鉄道財団	鉄道抵当法	明治38年
軌道財団	軌道ノ抵当ニ関する法律	明治42年
運河財団	運河法	大正2年
漁業財団	漁業財団抵当法	大正14年
港湾運送事業財団	港湾運送事業法	昭和26年
道路交通事業財団	道路交通事業抵当法	昭和27年
観光施設財団	観光施設財団抵当法	昭和43年
自動車交通事業財団		昭和6年創設～昭和22年廃止

出所 企業法制研究会 担保制度研究会 報告書

財団抵当制度の利用件数

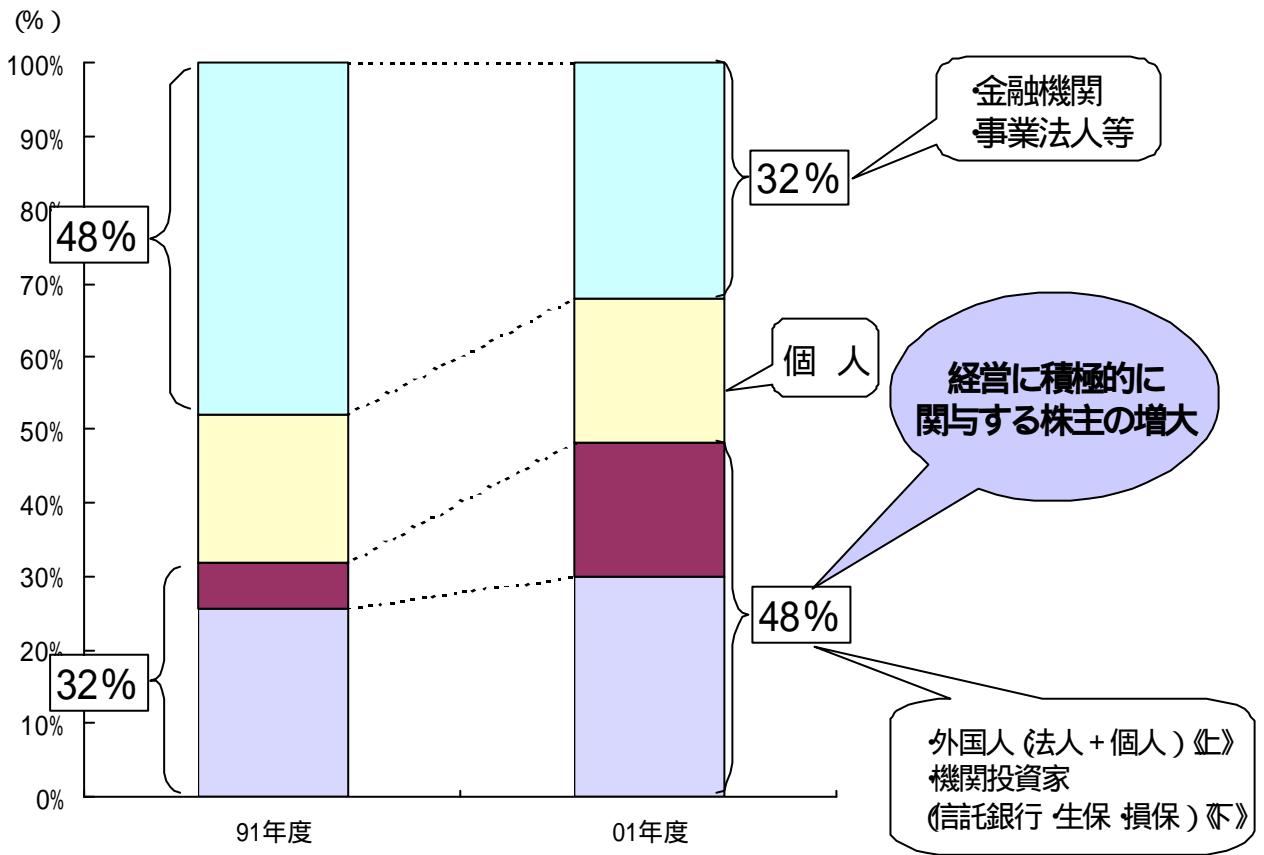


資金調達手段と制度整備が必要な対象資産



出所 : 企業法制研究会 (担保制度研究会) 報告書

株主構成の変化



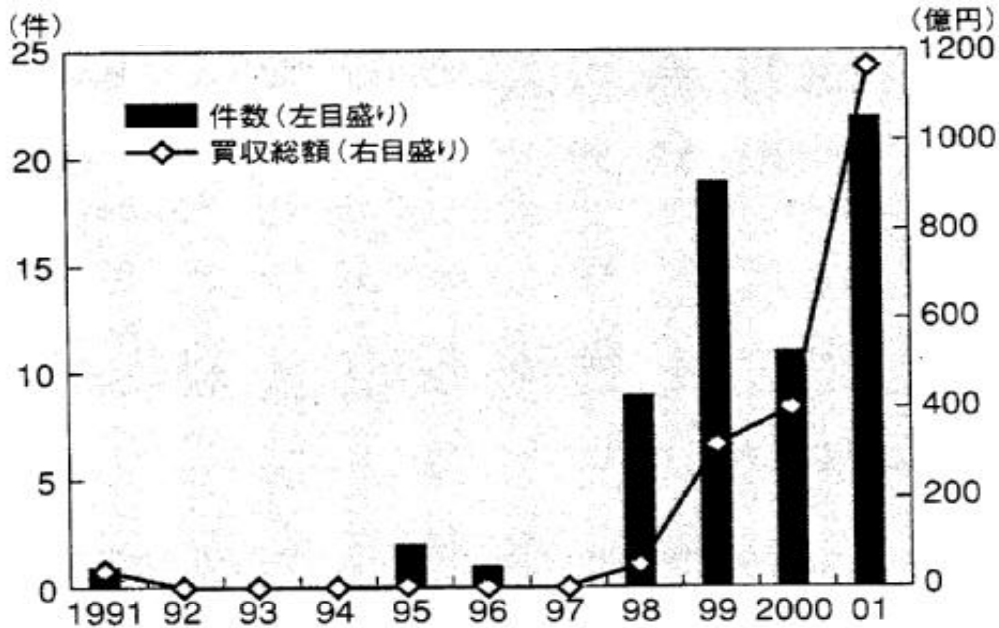
(全国証券取引所 平成13年株式分布状況調査より作成)

主な企業再生ファンドの例

	ファンド名 ()内はファンド規模	対象企業名
米 国 系	ローンスター (5000億円)	東京相和銀行
		エステティ開発
		ファーストクレジット
		東京シティファイナンス
	リップルウッド (1400億円)	日本長期信用銀行
		ナイルス部品
シーガイア		
日 本 系	サーベラス (1000億円)	日本コロムビア
		木下工務店
	MKSパートナーズ (500億円)	ダイア建設
		日本体育施設運営
		リクルートビルマネジメン
		ベンカン
	ジャパンリカバリーファンド (200億円)	マルコー
		市田
	ユニゾン・キャピタル (380億円)	オリエント信販
		キリウ
アスキー		
アドバンテッジ・パートナーズ (210億円)	アイクレオ	
	富士機工電子	
	キソコンソリューション	
	アクタス	
	国内信販	

各種資料より作成

日本におけるファンドの活動状況

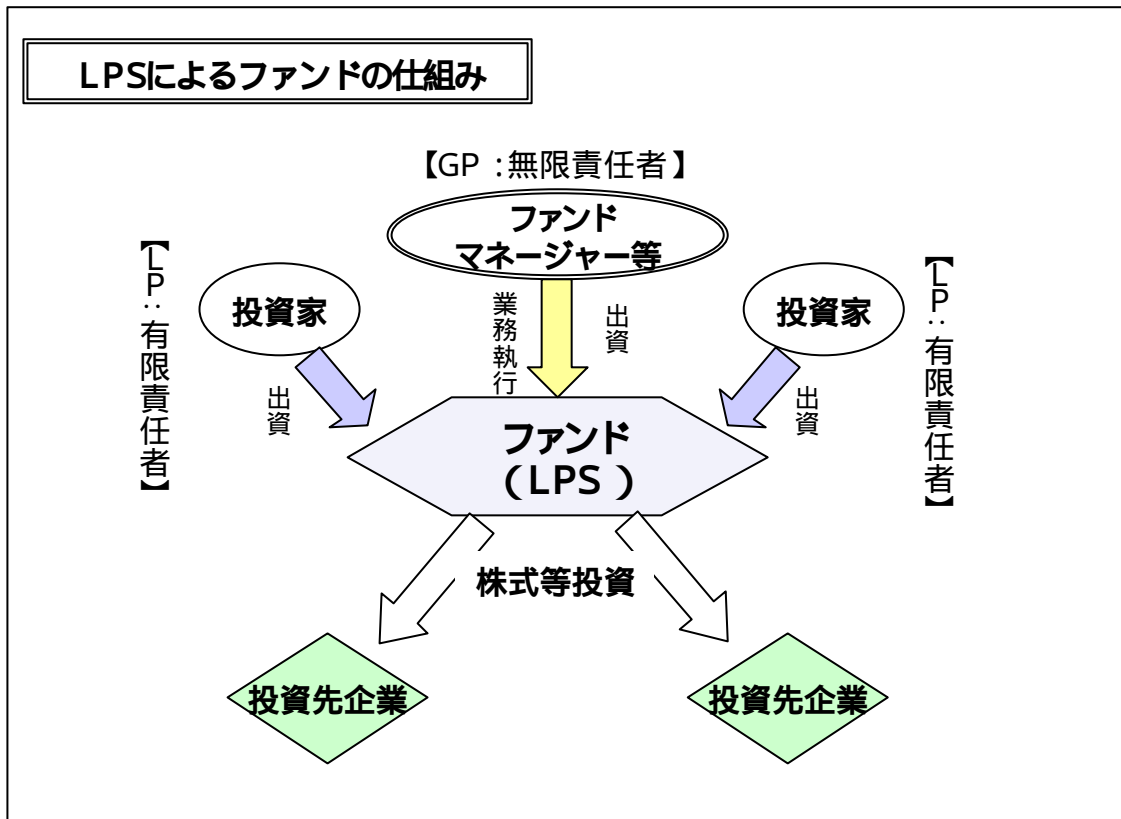


(出所)三菱総合研究所/中央青山監査法人

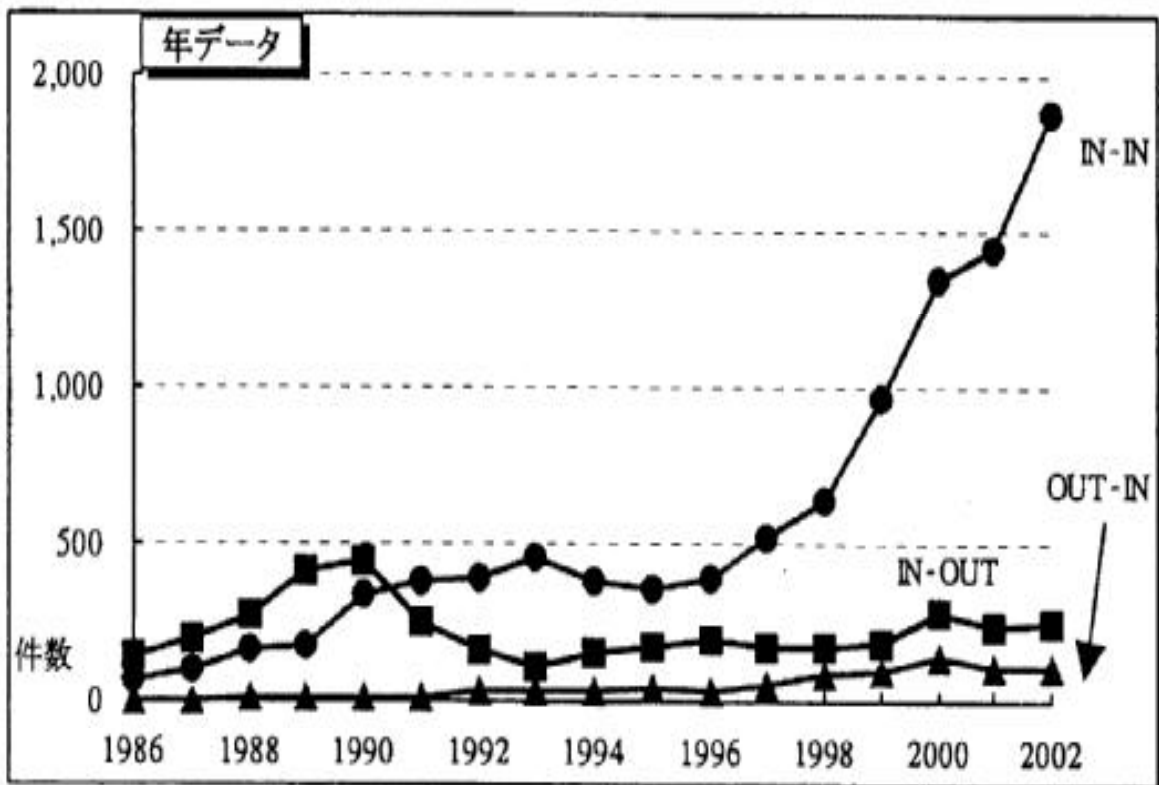
出所：「買収ファンドの研究」(2002.12.24 エコノミスト)

リミテッド・パートナーシップの構造

	日 本			米 国	
	株式会社	民法 (任意) 組合	中小企業等投資事業 有限責任組合	LPS	LLC
構成員の責任	全構成員 (株主) 有限責任	全構成員無限責任	GP : 無限責任 LP : 有限責任	GP : 無限責任 LP : 有限責任	全構成員有限責任
課税取扱い	事業体段階と構成員 段階の二段階課税	パススルー (出資者段階での課税)	パススルー (出資者段階での課税)	パススルー (出資者段階での課税)	パススルー (出資者段階での課税)
その他 (事業制限等)			中小企業等」に 対する投資事業に 限定		



日本企業におけるM & Aの件数



出所：「2002年の日本企業に関連するM & Aの動向」
野村證券株式会社 金融研究所

企業結合審査に関する6つのルールについて

競争政策研究会（座長：鶴田俊正専修大学教授）中間報告（提言概要）

～産業再生に向けた企業結合審査の迅速化・透明化～

【 .セーフハーバーのルール】

1. 結合後シェア25%以下の場合：シェア基準該当性についてのみの形式審査
2. 結合後シェア25%を超える場合で、以下の(1)から(6)までのいずれかの基準を充たすこと
 - (1) 結合後のシェアが50%以下である場合で、以下の ~ のすべてを充たすこと
 シェア10%以上の競争者又は当事会社以上のシェアを有する競争者が当事会社以外に2社以上存在すること
 上位3社シェアが80%未満であること
 結合により垂直的統合が生じないこと
 当事会社において過去3年間に協調的行為が行われていないこと
 当事会社が同一市場内の他社と共同生産・共同販売等を行っていないこと
 - (2) 結合後のシェアが50%以下である場合で、以下の 又は のいずれかを充たすこと
 輸入比率又は代替品比率が5%以上で、かつ過去5年間で価格又は国内事業者出荷額が5%以上減少していること
 過去5年間の新規市場参加者のシェアが5%以上あること
 - (3) 結合後のシェアが50%以下である場合で、以下の 又は のいずれかを充たすこと
 上位3位までのユーザーのいずれかが複数者から購入又は入札を実施している場合
 上位3位までのユーザーの購買シェアが70%以上であること
 - (4) 以下の 又は のいずれかを充たすこと
 首位企業以外の企業が事業撤退予定企業を再建目的で結合する場合
 産業再生法の計画認定を受けた企業結合であって、当事企業よりも競争に与える影響が小さい企業結合がないこと
 - (5) 過去2年間の国内価格が、海外価格と5%以内で連動している場合
 - (6) 以下の 又は のいずれかを充たすこと
 シェア10%以上の競争者が存在し、結合によるシェアの増加分が1%未満であること
 売上高の伸び率又は利益率で見他の競争者との格差が結合により縮小すること
3. 上記1.及び2.該当しない場合であるものの、適正な競争が確保されると立証された場合

【 .問題解消措置のルール】

1. 高度寡占市場（結合後の上位3社シェアが70%以上の市場をいう。）で結合により事業者数が減少する場合（合併、営業譲渡等をいう。）を行う場合であって、上記1.セーフハーバーのルールに該当しない場合であっても、既存競争者の競争力強化措置、新規競争者の参入促進措置又は競争阻害の防止措置の全部又は一部を申し出れば、競争を阻害するおそれがないものと取り扱われる。
2. 高度寡占市場で結合により事業者数が減少しない場合又は高度寡占化市場でない市場で結合により事業者数が減少する場合は、 のうち、既存競争者の競争力強化措置は行う必要はない。
3. 高度寡占市場でない市場で結合により事業者数が減少しない場合は、 のうち既存競争者の競争力強化措置及び新規競争者の参入促進措置は行う必要はない。

【 .市場画定のルール】

1. 上記 .セーフハーバーのルールの該当性判断にあたっては、商品市場は、 過去5年間に公正取引委員会が公表した画定市場又は当該市場と産業分類上同一の分類とされている市場、 製造業にあっては工業統計調査用産業分類の6ケタ分類、それ以外の業種では日本標準産業分類の4ケタ分類の市場、 当事会社が 又はA以外にデータをもって明らかにする画定市場のいずれかに準拠して行うことができる。
2. 地理的市場については、以下の3つの場合を除き全国市場とする。
 当事会社が小売業に属する場合は、行政区画としての市区町村を市場とする。
 過去5年間の公表事例において地理的市場が画定された財・役務の市場については、当該画定市場とする。
 当事会社が、全国市場又は上記 若しくは の市場以外の地理的市場をデータをもって明らかにして申請するときは、当該市場とする。

【 .審査手順・提出資料のルール / .審査期間のルール】

1. 上記 .セーフハーバーのルールの審査は、当事会社が該当するものとして主張するホワイトリスト又はセーフハーバーについて、審査に必要な資料として定められた様式、提出資料リストに基づいて行う。
2. 審査の結果は、当事会社が1.による必要な提出資料をすべて提出した時から30日以内に文書で行う。ただし、公正取引委員会が追加資料を文書で求めた場合は、この期間はさらに90日延長できる。

【 .情報開示のルール】

1. 公正取引委員会は、事前相談において審査した案件のうち、 当事会社から問題解消措置の申し出のあった案件、 .セーフハーバーのルールの2.及び3.に該当する案件のすべてについて、事案の概要、画定市場、審査結果及びその理由について公表する。
2. 上記1.の公表にあたっては、当事会社の企業秘密に属する事柄又は企業の競争状況に影響する事項は非公開とできる。

プレパッケージ型手続

私的整理による解決を主として再建に着手。必要ならば法的整理も活用し、迅速な再生を実現。多数決原理の働く法的整理との連続性により、私的整理においても合意の形成が行われやすい。

現状：私的整理、法的整理ともに活用は進まない

私的整理

私的整理の限界

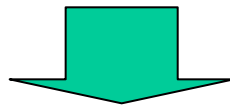
- ・合意形成が困難
- ・大胆な事業再編が困難
- ・再建途上の融資の保全が困難
- ・税制上不利

法的整理

法的整理の活用にはハードルが高い

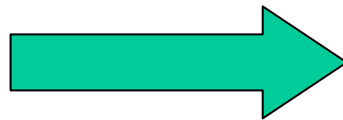
- ・債務者区分の引き下げ
- ・上場廃止
- ・取引債権者へ影響
- ・報道上の問題

連続的な活用はされない



連続的に法的整理に移行

私的整理



法的整理
(民事再生法 会社更生法)

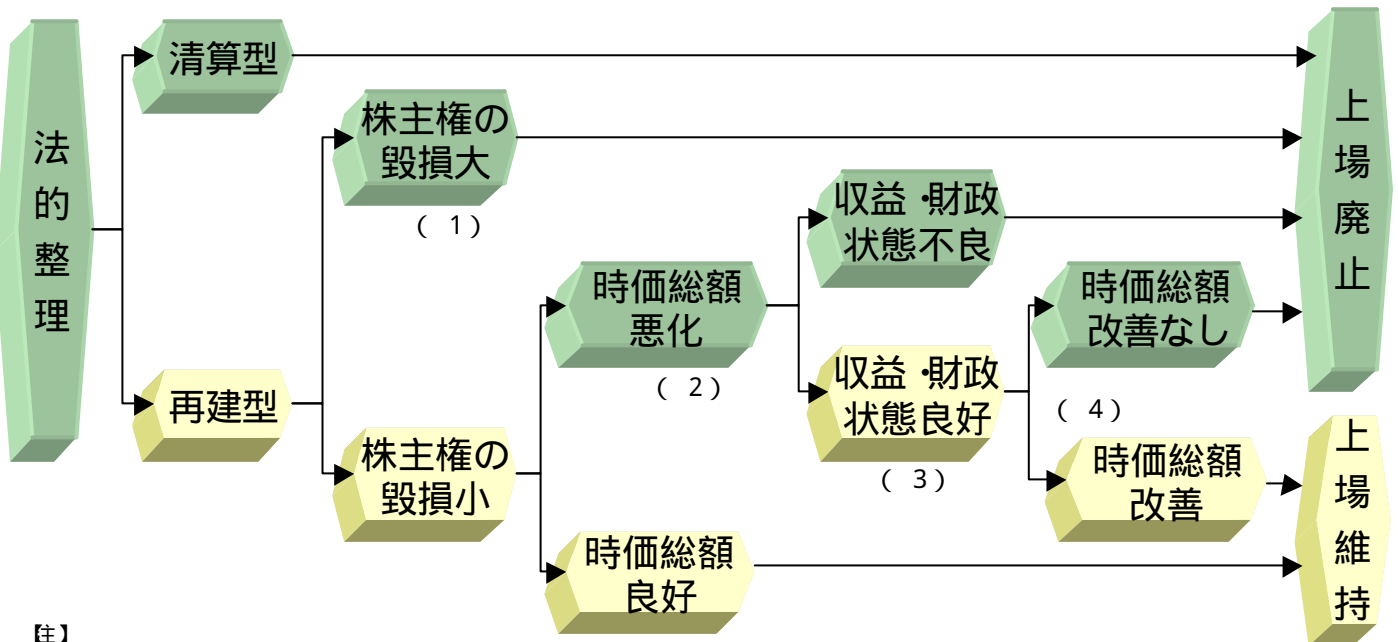
一部の債権者との調整が不能な場合
再建を大胆に進める場合

		基準名	
		株券上場廃止基準	
項目	上場株式数	4,000単位(注1)未満	
	株式の分布状況	少数特定者持株数(注2)	a又はbに該当する場合 a. 上場株式数の75%(当分の間80%)超(猶予期間1年) b. 上場株式数の90%超(所定の書面を提出する場合を除く)(猶予期間なし)
		株主数(注3)	下記の人数未満(猶予期間1年) 上場株式数が a. 1万単位未満の場合 : 400人 b. 1万単位以上2万単位未満の場合 : 600人 c. 2万単位以上の場合 : 1,000人+1万単位ごとに100人(上限2,000人) ただし、最近の投資単位(注4)が a. 10万円以上50万円未満の場合 : 上記による所要株主数の半数(400人を下限) b. 10万円未満の場合 : 400人
	上場時価総額	10億円未満(猶予期間9か月(所定の書面を3か月以内に提出しない場合は3か月)(注5))	
	債務超過	債務超過の状態となった場合において、1か年以内に債務超過の状態でなくならなかったとき(原則として連結貸借対照表による)(注6)	
	連結財務諸表等の虚偽記載等	a. 「虚偽記載」を行った場合で、その影響が重大であると当取引所が認めたとき b. 監査報告書等の総合意見が「不適正」等である場合で、その影響が重大であると当取引所が認めたとき	
	売買高	最近1年間の月平均売買高が10単位未満又は3か月間売買不成立	
	その他	銀行取引の停止、破産・再生手続・更生手続又は整理、営業活動の停止、不適当な合併等、上場契約違反、株式の譲渡制限、完全子会社化、指定保管振替機関における取扱いに係る同意の撤回、その他	

(注)

1. 1単位は、単元株制度を採用する場合には1単元の株式の数をいい、単元株制度を採用しない場合には1株をいう。
2. 「少数特定者持株数」は大株主上位10名、特別利害関係者(役員等)及び新規上場申請者が所有する株式の総数。
3. 「株主数」は1単位以上を所有する株主の数(大株主上位10名及び特別利害関係者並びに新規上場申請者が自己株式を所有している場合の当該新規上場申請者を除く)。
4. 「投資単位」は、1単位当たりの価格。

(参考) ニューヨーク証券取引所における破産法適用会社の取扱い



【注】

- (1) NYSEの自由裁量により判断される。
- (2) 上場維持基準802.01B(グローバル時価総額30営業日の平均が5千万ドル未満かつ株主資本が5千万ドル未満、グローバル時価総額30営業日の平均が15百万ドル未満、「グローバル時価総額基準」により上場した会社が上場時に満たした「グローバル時価総額基準」を下回った場合)のいずれかに該当している場合等が、「時価総額悪化」に該当する。
- (3) 当該会社に収益性があり(もしくはキャッシュフローが正)、又は明らかに健全な財政状態であると認められる場合が、「収益・財政状態良好」に該当する。
- (4) 上場維持基準802.01Bにおいて上場維持基準に抵触した上場会社より「業務改善計画書」が提出された場合の猶予期間(18か月)の手続き(802.02、802.03)に従う。

日本政策投資銀行、商工中金、中小企業金融公庫による 事業再生融資の実績

平成14年12月31日現在

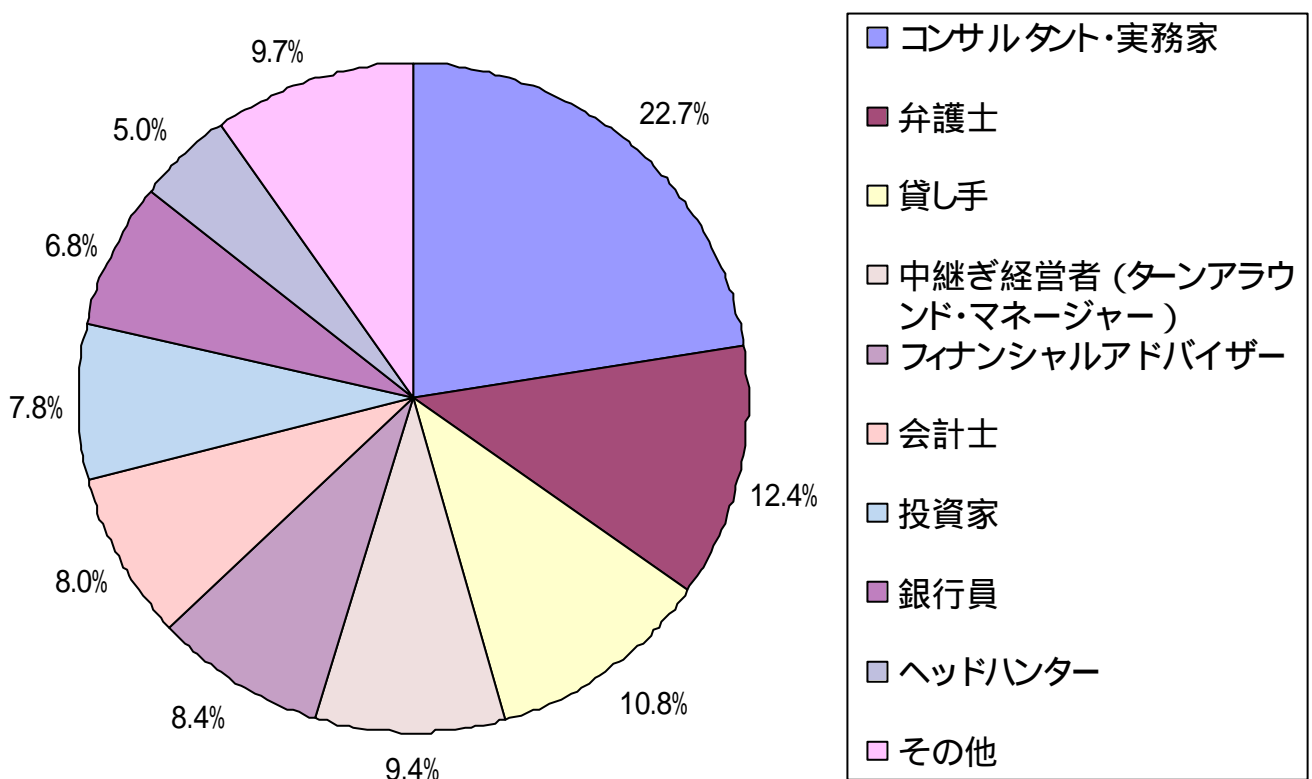
	日本政策投資銀行	商工組合中央金庫	中小企業金融公庫
貸付名	事業価値保全資金 事業基盤整備基金	事業再生緊急支援資金 事業再生安定化支援資金 事業再生促進支援資金	事業再生支援特別貸付
対象事業者	再生事業者（法的再建または私的整理ガイドラインに基づく私的整理事業） (1)再生事業者（再建計画認可後） (2)再生事業者から事業承継する事業者	商工中金と貸出取引を有する再生事業者（法的再建のみ） (1)再生事業者 (2)RCCに貸付債権が譲渡された事業者で、再生の協力が得られる事業者 (1)又は(2)の事業者から事業承継する事業者	(1)再生事業者（法的再建については再生計画等認可後） (2)再生事業者から事業承継する事業者（民間金融機関の協力が得られる事業者に限る）
対象資金	設備資金、非設備資金 (1)設備資金、非設備資金 (2)事業買い取り資金	短期運転資金 (1)短期運転資金 (2)設備資金 (3)長期運転資金 事業買い取り資金	(1)設備資金、長期運転資金 (2)事業買い取り資金、長期運転資金
貸出金利	一般金利	融資対象者ごとに個々に決定	(1)基準金利 + 1.6%（担保免除を受ける場合は免除部分につき + 7.3%） (2)基準金利（承継事業につき、一定の要件を満たす場合は特別利率（2億7千万円を限度））
実績件数	16件	21件	12件
実績額	25,166百万円	1,337百万円	995百万円

各種資料より作成

事業再生関連税制の日米比較

項目	米国連邦税法	我が国の法人税法
債務免除益の取扱	実質的債務超過額の範囲内までは非課税所得となる。	課税対象所得である。
法的整理の要否	実質的債務超過が要件であり、法的整理の採用は要件となっていない。	原則として法的整理の採用が必要となっている。
実質非課税の範囲	債務超過額相当額(プラス未使用の税額控除)。従って、原則として、払込資本額相当の実質欠損金は残ることとなる。	欠損金から資本積立金額を控除した額。未使用の税額控除額を活用することはできない。
資産の評価減	実質債務超過額算定に際して資産は時価評価される。	債務免除益とは別個の条文で規定され、原則として、法的整理の結果としての評価減が認められる。

米国ターンアラウンド・マネジメント・アソシエーション (TMA) 加入メンバーの内訳



出所 : TMA ホームページ資料より作成