

## 日本の事業再生と産業再生機構の役割

斉藤 惇

関理事長 それでは、大変お待たせしました。ただいまから、今月の「資本市場を考える会」を開催したいと思います。

今日は、御案内しましたように、株式会社産業再生機構の斉藤惇社長をお招きしまして、「日本の事業再生と産業再生機構の役割」という題でお話を伺うことになっております。

斉藤様は、証券界御出身であられますし、お手元に御略歴をお配りしてありますが、野村證券で活躍された後、九八年にスミセイ投資顧問にお移りになり、また二〇〇三年四月から、特に請われて株式会社産業再生機構の社長に御就任になり、大活躍をされていることは皆様御存じのとおりでございます。

御記憶の方もいらつしやると思いますが、一年ちよつと前にこの「資本市場を考える会」で御講演をお願いしまして、産業再生機構の仕組み等についてお話をいただいたところでございます。これまでに産業再生機構は四一件の再生案件に参画をされまして、これからさらに最後のエグジットという段階に至るまで、まだまだ難しい問題を抱えていらつしやると思えます。

企業再生問題への関心が深まっている中で、いろいろなお話を率直に語っていただけるとはいいかとお楽しみに期待しております。

それでは斉藤社長、どうぞよろしくお願いいたします。

## はじめに

御紹介にあずかりました斉藤でございます。

今副理事長から御紹介がありましたように、この研究会で二度まで皆様方に産業再生機構についてお話をさせていただく機会を与えていただきましたことについて、大変ありがたく思っております。

前回は、機構とは何かということを中心に説明を申し上げたかと思えます。あれから一年少し経ち、一応「買取り事業」が本年三月末で終わりましたので、今回の講演では、過去に我々はどのようなことを実施し、どのように考えてきたか、また、現状はどのような問題があることが分かったかということを中心にお話を申し上げたいと思います。

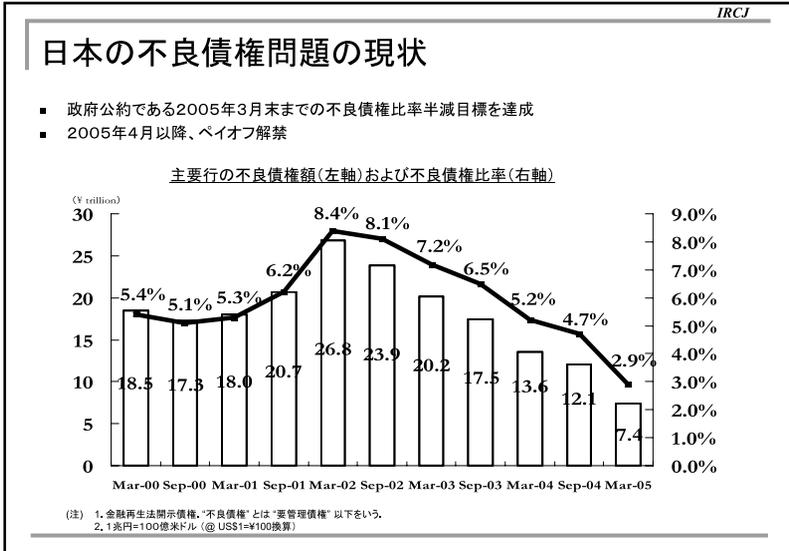
お手元の資料に沿って、かなり飛び飛びになると思いますけれども、お話しさせていただきたいと思えます。

### 一、産業再生機構設立の背景

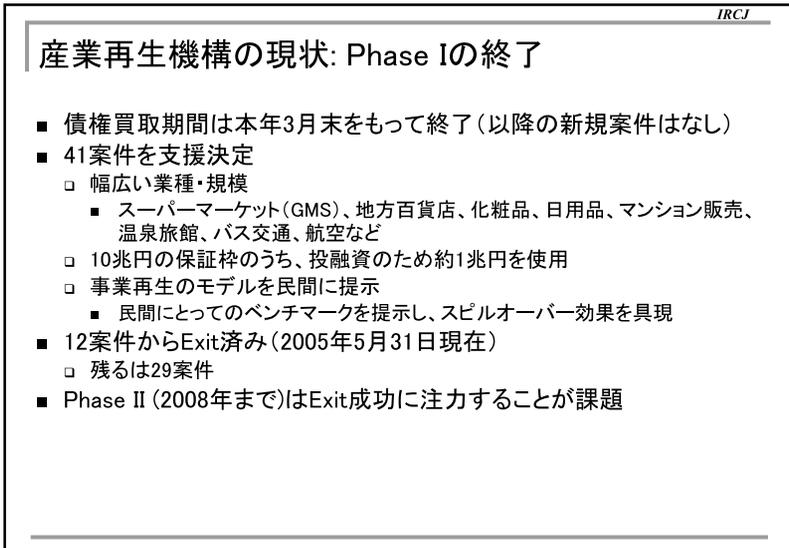
(1) 産業再生機構の現状—Phase Iの終了  
御案内のように、小泉内閣のスタート時点から、不良債権問題が非常に重要な問題でありました。「金融機関の不良債権を二年で半減する」という約束でスタートしたのですが、統計によりまして、図表1にありますように、主要行の不良債権比率は今や三%以下になってきたようでありま

す。  
図表2に示されていますように、私どもは、この二年間で四一件の支援を決定いたしました。業種は多岐にわたっております。実際に持ち込まれ

(図表 1)



(図表 2)



て検討した案件は一〇〇件を超えておりますが、ただ、いろんな理由で四一件の支援しかできなかったということでもあります。

我々がお受けできなかった理由の一つは、経営者の交代について意外と抵抗があつたからです。

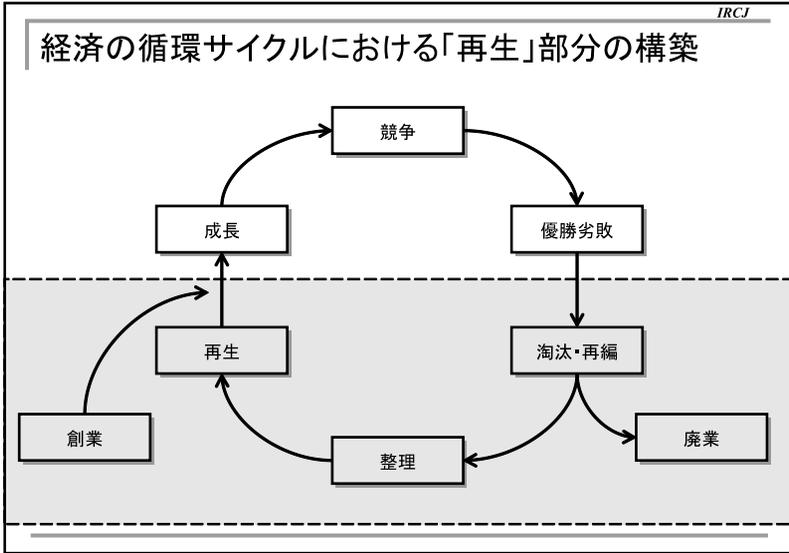
国のお金を使って支援する以上、当然再生が必要になるような窮境の原因をつくつた経営者は全員責任をとつていただくということは、我々の考えでは常識であります。大企業はそれほどでもないのですが、温泉旅館やオーナー企業の場合には、このことがなかなか御理解していただけませんでした。そういう場合は、支援はできませんと断りしたケースがかなりありました。

御案内のように、機構に与えられた予算は一〇兆円です。当時の塩川財務大臣に一〇兆円という予算をつくつていただいたのですが、我々が使つ

た資金は、延べ一兆円前後であります。このことについては、新聞などでは、一〇兆円もあるのに一兆円しか使っていないという批判がありますし、アメリカのハーバードやプリンストン大学の先生方の中にも、「一〇兆円あるのだから、もっと警戒に使えばよかつたではないか」という意見をお持ちの方が意外とおられます。

しかし、我々の考えは、「不良債権を処理するのにそんな大金は要らない」という考え方であります。今まで、政府は、公共投資等々を含めて百数十兆円、銀行への公的資金の投入等々を入れまして二〇〇兆円を超えるような金を使つてきました。GDPの半分位の金を投入したわけですが、経済のリカバリーには効かなかつた。我々は、それは使い方の問題であつたという考えを持つています。抜本的な政策さえしっかりしていれば、一兆円といえは極端ですが、数兆円あれば、経済の

(図表 3)



回復はあり得ると思っております。

四一件のうち、一三件については、もう既に株も債権も売却しましたので、残りは二八件です。

私どもの会社は二〇〇八年三月に解散することになっていきますので、それまでに株や債権などの資産を全部市場に売却してしまうことになっていきます。

(2) 経済の循環サイクルにおける「再生」部分の構築

図表 3 には、「経済の循環サイクルにおける『再生』部分の構築」と書いてあります。釈迦に説法ですけども、いわゆる自由主義経済、資本主義経済の持っている一つの骨組みは、社会的秩序が競争によってつくられるということです。優勝劣敗が秩序を生み、倫理観を生む。

これはアメリカを中心とするピュリタニズム

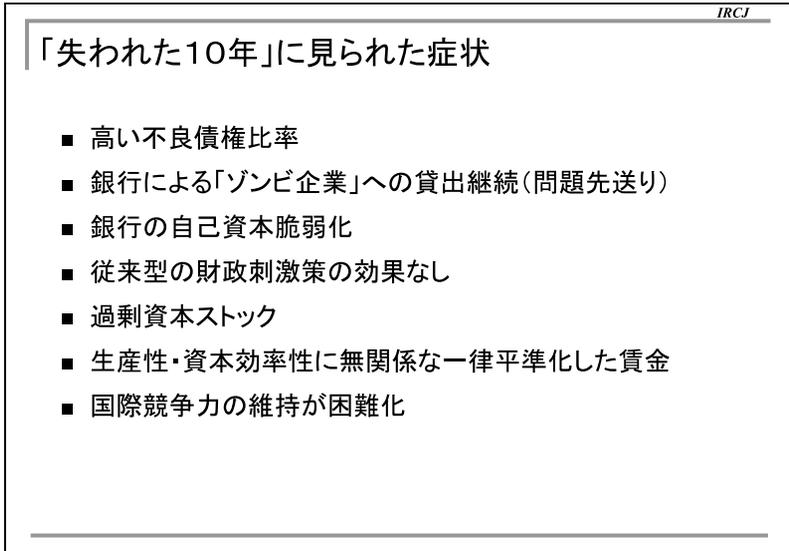
の宗教的感覚に起因するものもあるかと思えますけれども、この競争社会観が社会秩序を構成する。当然、その過程では再編があり淘汰がある。そして、負けた者は廃業する。負けた者というのは社会が企業として求めない存在なのですから、それが廃業することは、むしろ社会の効率化に役立つことです。また、再生とともに新しい事業にも自由に参加する。それが行政などの外からのパワーではなくて、市場からの力でぐるぐる回る。これが普通の、特にアングロアメリカンを中心とする資本主義の骨組みだと思います。

これを、きちんとワークさせるために、いろいろな制度、システムが必要になります。例えば税金や法律的な仕組み、あるいは社会的な価値観、倫理観というものがつくられていくものであると考えます。

(3) 「失われた一〇年」に見られた症状

「失われた一〇年」といわれています。それ以上の年月にわたって失われたのかもしれませんが、デフレを経験した日本は、実はこのサイクルがうまく回らないサイクルになっていたということであろうと思います。図表4に『失われた一〇年』に見られた症状」と書いています。一、二点挙げますと、後で詳しく説明いたしますが、一つは、関係者がおられると非常に失礼になるかもしれませんが、私どもは金融・証券問題が論じられていた時代から、「間接金融への過剰な依存が、将来日本経済を窒息させるであろう」ということを主張してきました。現実それが証明されてしまったということであります。歴史を振り返ってみますと、日本の間接金融システムは、実は第二次世界大戦直前に軍を中心とした体制によってつくられたものです。それ以前の日本は、すぐれて

(図表 4)



自由経済の国家であった。むしろ、直接金融についても一般に考え方として根付いていた国だったと思います。

もうひとつは、生産性、資本効率性に関係なく平準化した賃金を支払ってきたことです。これは上場企業などの場合ですが、大学を出た二二歳か二三歳の従業員については、労働一単位当たりの利益率がいくらであるうが、どんな企業に入っても給料が一七万円なら一七万円の初任給で始まる。その後は、一番無難な「年齢」に従って給料が上がっていく。無難なという意味は、だれも「年齢」の構成に対しては批判ができないために、これが一番無責任であり、逆にいうと楽なシステムです。このように生産性に関係のない一律賃金を支払ってきたわけですから、社会主義国家体制に近い。この考え方は、先ほども申し上げたように、戦前に戦争を遂行するために軍を中心に取り

入れられた制度に関連しています。

例えば、農家に対する異常なほどの保護政策は、農家の長男あるいは次男、三男たちが兵隊に行く、あるいは戦死された方の未亡人の方々の生活を見なければいけないという問題が背景にあつて、国家による農家などの特定の産業に対する特別な保護制度がつけられました。そのような制度が戦後もずっと残って、定着してしまつたという問題があります。こういう状況が戦後延々と続いてきました。インフレ経済のもとでは顕在化しませんでした。デフレに入つて、はじめて我々は非常に厳しい試練を受けたということになります。

(4) 「失われた一〇年」の診断—「市場の失敗」

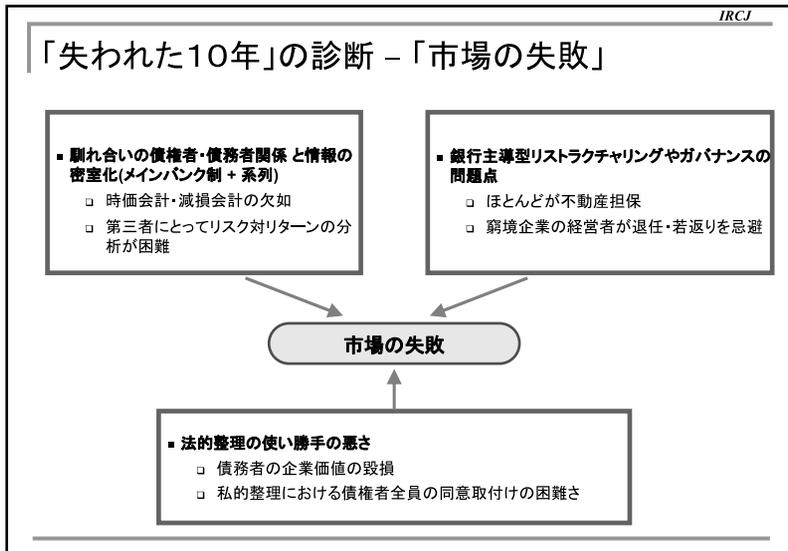
図表5では、「市場の失敗」という話をしていきます。どちらかというと今の話に続くような話で

す。皆さん御存じのとおり、日本の社会は非常に縁故経済です。中国経済について、よく「人知経済」だとか「縁故経済」といいますけれども、欧米人から見ると、日本も非常に縁故経済である。その人を知っているか知っていないかということの方が、資本論理よりも重要な役割を果たすということがあります。

また、日本は、余り自己主張をしない社会です。それから、金銭的リターンの極大化を、本当は求めていながら、それを主張することをよしとしない社会です。これはごまかしの社会に近いと思います。こういうことが、結果的には資本効率性をあいまいなものにしてきたのではないかと思えます。

もっとも、あえて詭弁を弄すれば、「調和性の高い人間性豊かな社会である」、「金がすべてではない」といえば、何となくほんわかとするような

(図表 5)



社会になるわけですが、実は、その「ほんわか社会」のコストは非常に高くつくのです。先ほどいいましたように、フィリピンやインドネシアを合計しても届かないほどのGDPを海に捨てても、国の経済が復活しないという高いコストを払って、なおかつ経済そのものはシュリンク（縮小）し続けてきていたということではないかと思えます。

もう一つは、やはりコーポレートガバナンスの核になります銀行の貸出の技術と思想の問題です。これはやはり「不動産担保主義」に起因します。貸したお金が何に使われて、どれだけ事業、リターンを生んでいるかということよりも、貸出のためにとった担保が幾らであるか、その担保価値がどれだけ毀損したかの方にむしる関心がある。銀行の審査部では、貸したお金が、一単位当たりどのくらいのリターンを生んでいるかとい

う査定よりも、担保の価値は幾らであるかについて査定するということを重視するようになったのだと思います。したがって、銀行としては、どういふ行動をとったかという点、結局は早くお金を回収したい。そのために貸金をカットしろ、経費を削減しろ、あるいは子会社の中で利益の出ているところを売り飛ばしてお金を返せという姿勢で臨んだために、デフレをさらにデフレ化させるといふことを繰り返してきたのです。

マクロ経済学者は、需要喚起のためには資本の投入が必要であると主張しますが、たとえ資本を投入しても、ミクロの世界では大きく穴があいていて、それが企業の再生のために使われていない。いわゆる相乗効果、乗数効果が一と二の間位しかない経済になってきたということです。いくら大金を注いでも、この経済環境では市場の回復はなかったのではないかと思います。もちろん、

法的整理や私的整理の不十分さという問題はあったと思います。

(5) 「政府の失敗」

と同時に、図表6にありますように、市場の失敗だけではなく、いわゆる「政府の失敗」というものもあつたと思います。

政府の失敗に関しては、「トップダウン資本主義」という言葉が学者によって使われておりますけれども、官業というのは、本来資本の論理では機能しないものだと思います。官の仕事に資本の論理を求めること自体が矛盾していると思うのです。

もともと官の仕事において、資本的リターンを求めるのであれば、それは民間の仕事であつて政府の仕事ではない。しかし、そのところは少しあいまいで、官的な介入がありながら、官に利益

(図表 6)

<small>IRCJ</small>
…と同時に「政府の失敗」も回避すべき
■ トップダウン資本主義における官業の役割
□ 先進国へのキャッチアップ過程では新規ビジネス開始や民間資本不足の充足として官業も有効
□ しかし、民業が自律的に発展を遂げた段階では民業発展の阻害となることも
□ 官業は資本の論理で機能しない＝「政府の失敗」
■ 官による経済への介入は量的にも時間的にも最小にとどめるべき

の最大化的なものを求める。最大化すると問題がある中で、中間的リターンを求めるといふあいまいな社会になっています。ということは、資本効率の観点からすれば、日本は、世界的にみて、非常に資本が毀損する使い方をしてきたと思いません。

そういう意味では、我々も半官の組織でありませんが、時間的にも量的にも最小でやるべきであると、我々自身をそのように位置付けております。

少し裏話的なのですが、産業再生機構がこのような案件を四〇件以上やり出しますと、やはり政治家の一部の方とか官庁関係でも、ひよっとするとこれはうまく使えるかもしれない、あと三年位存続期間を延ばそうという動きがなかったわけではないのです。ありました、しかし、それがマスコミ等々にも余り大きく報じられませ

んでしたのは、こちらから直接「我々は五年以上一切やる気がありません。自分たちでドアを閉めますから、もしどうしても政治の方でおやりになるなら、別組織をつくってください」とお願いに行つたからです。非常に生意気なやつらだなと思われたかもしれませんが、機構の若い職員を集めて、「どうだ、まだやるべきかどうか、どう思う?」と聞いても、「我々がやっている仕事そのものは本来は民間の仕事であつて、官的な組織は臨時的、ピンチヒッターとしてやるべきである」という答えでした。

確かに機構として、いくつかの役割はありました。その問題点も提出いたしましたし、またそれに対する改善点も提示しました。これ以上我々のような組織が存在するべきではないと思います。本来、企業再生は、典型的な民間の産業なので

## 二、再生を可能とする社会システム

### (1) 市場への橋渡し

先ほど申しましたように、ビジネスの再生というのは資本主義社会がぐるぐる回る中にビルトインされているビジネスなのです。なぜかと申しますと、当然資本主義そのものがかなり宗教的だとは思いますが、リスクに対するチャレンジはビューティフルなのです。あるいは英雄的なのです。十分なる知識と気力と体力とを持って新しい世界にチャレンジするということは、ある意味では非常に神聖に見られている世界であります。昔の航海時代から、事業は七割位失敗してきまして、失敗するけれども、失敗した人は必ずしも悪い人でもないし、ましてや一生負い目を負つよう

なことはあり得ない。むしろ再チャレンジあるいは再々チャレンジのチャンスを与えてやるシステムをつくることこそ社会として必要である。むしろ英雄だという考えであります。これこそ民間資本主義、民主主義、自由主義のシステムそのものだと思えます。

特殊なファンドは別として、日本でこのような本格的なプライベート・エクイティ・ファンドを非常に嫌われる方がおられます。その意味がよくわからないのですけれども。ある一部の方ですが、「ファンドはだめだ」という考えをお持ちの方に、「株はいいのですか」と聞くと、「株はいい」とおっしゃいます。この意味がさっぱりわからない。株がよくてファンドはなぜいけないのですか。ファンドというのは、一つの株ではリスクが怖いので、一〇の株に分散しているものです。同じなのです。もうけようと思ってやっているの

であって、損しようとか寄附しようと思って株を買っている人もファンドを買っている人もいません。もうけようというフェアでクリーンな倫理観の高い者同士が競争し合って倫理観の高いフェアで透明性の高い社会をつくるのであって、ファンドがなぜいけないのですかということなのですが、いまだにかなり抵抗があります。

再生の仕方を見ますと、実は、ファンドの方が、ストラテジックバイヤー（事業体）よりも厳しくアプローチしています。なぜなら、ファンドの株主やファンドマネジャーは厳しくリターンを追及しているからです。事業主ももちろん必死なのだと思えますが、我々の経験では、ファンドの方が、再生について非常に厳しいアプローチを行います。

もちろん、先ほど申しましたように市場の失敗、資本の無慈悲さあるいは凶暴性というのもあ

りますから、それはある程度官の介入によってフランスをとらなければいけないと思います。これは、特にヨーロッパのドイツやフランスを中心とする大陸系の社会では当たり前の考えであり、アングロアメリカンの社会でも、それはある程度必要であるというコンセプトはあります。例えばアメリカの民主党の政権論争を読みますと、そういうことが明確に書いてあります。

そこはバランスの問題ではありますが、原則論としては、やはり我々のような仕事は、民間の仕事だと思っております。あと三年ありません。二年半でございしますが、終わらねばならない。政府の失敗というのも、そういう意味であつたのではないかと思っております。

したがって、図表7にありますように、我々が使った「考え方」、「哲学」や「技術」は、全く市場原理に基づいて展開したものであり、民間べー

スで再生を行ったものであります。あくまでも市場規律に基づいた企業統治の枠組みを確立するという考え方でやってまいりました。それは必ず検証されるわけでありまして、我々の場合は、「買取り決定後三年以内に事業を市場に売却せねばならない」、「must」になっております。

市場というのは、当然ブロの市場であります。ストラテジックバイヤー、いわゆる同業的なバイヤーであろうと、先ほど申しましたような金融的、ファンド的バイヤーであろうと、買手は買手で、利益を最大化する目的で買ってくるわけですので、できるだけ我々の値段を叩こうとするはずで、叩かれてはいけませんので、そのためには、叩かれるようなあいまいさを持つてはいけません、十分合理的であり、値段として価値があると見てもらうために、いわゆる市場規律に基づいた再生計画を立て、実行してきたということでは

(図表 7)

<small>IRCJ</small>
<h2>市場への橋渡し</h2> <ul style="list-style-type: none"><li>■ 産業再生機構と他の官業との違い<ul style="list-style-type: none"><li>□ 民間企業の失敗は厳格な市場原理に基づいて民間ベースでおこなわれるべきもの</li><li>□ 産業再生機構は資本の効率性を尊重して市場規律に基づいた企業統治の枠組みを確立する</li></ul></li><li>■ 産業再生機構は買取決定以後3年以内に投入した債権や株式を処分しなければならないという制約の下に業務に取り組んでいる<ul style="list-style-type: none"><li>□ 支援対象会社の事業が3年以内に軌道に乗らなければならない</li><li>□ さもなければ、投資資金の回収に失敗し、国民負担につながる</li></ul></li></ul>

あります。失敗すれば国民負担につながって、そうなれば社長の私は国会で吊るし上げられるのだろーと思えます。

例えば政治家の先生が、「おれの出身地のダイエーの店は絶対つぶすなよ」とおっしゃるので、中心街が寂れるという理由からです。「先生、よくわかりました」と答えます。そこは、ダイエーの中でも、ずっと赤字の店舗であり、もう一年位赤字です。「私が最後にこの店のおかげで国民のお金が毀損しましたと国会でお答えするときに、私を批判しないでください。先生がそうしろといったからそういうふう国民のお金を毀損することになりました、というお答えしかできないですね」というような言い方をしております。

その辺の論理的矛盾ということは案外議論されなくて一面的な主張が非常に多い、これは、新聞なんかもそうです。大きな鳥瞰図のような見方を

して、一〇年、一五年後の日本をどうするかという感覚で問題を取り上げているものは非常に少ない。せいぜい来年か次の選挙をテーマにしたものですので、かなり厳しいアンチテーゼのような意見が当方に投げられてきます。

(2) メイン・事業者にとってRCJを利用するインセンティブ

御案内のように、産業再生機構がスタートしましたときも非常に厳しい批判がありました。機構をサポートしていただいたジャーナリストはほとんどありませんでした。やはり銀行が、機構の厳しい査定を非常に苦々しく思われた。ビジネスモデルを転換し、資本一単位当たりのリターンを求めるといって債権放棄をするという考え方は、銀行にとつては大変難しいことであり、銀行にとつては、当然ですが、いわゆる株主代表訴訟の

問題や預金者の逃避が非常に気になるところです。産業再生機構は、いわゆる継続価値（ゴイングコンサーンバリュー）を認めない素人集団であるというネガティブキャンペーンが非常になされました。スタート後の六カ月間、私にとって一番頭が痛かったことは、このネガティブキャンペーンを覆して、どうやって本当のところを理解していただくかということでありました。おかげさまで、皆様方のサポート等々があり、時間とともに御理解いただき、今や機構のやり方を自分たちのスタンダードにしようという銀行がほとんどになりました。大変ありがたく思っております。

機構を利用するインセンティブ等々については前回もお話しましたが、社会システムの中の税とというのは非常に重要であります。図表8にありますように、債権放棄を受けた事業会社には、債務免除益が出ますが、その場合の当該事業会社の事

(図表 8)

IRCJ	
<b>メイン銀行・事業者にとってIRCJを利用するインセンティブ</b>	
- 再生を可能とする社会的システム	
■ 中立性	<ul style="list-style-type: none"> <li>□ 私的整理の利点</li> <li>□ 多数の債権者間の利害のスピーディーな調整</li> </ul>
■ 専門家集団	<ul style="list-style-type: none"> <li>□ 役職員は多様なバックグラウンドを持つ専門家                             <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 会計士、破産法・税法専門の法律家、不動産鑑定士、ビジネス・コンサルタント等</li> </ul> </li> <li>□ 産業再生委員会</li> <li>□ 外部専門家との協働(米国RTCのようなアウトソーシングの活用)</li> </ul>
■ 税務上のメリット	<ul style="list-style-type: none"> <li>□ 銀行:                             <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 債権放棄損を税務上損金算入できる</li> </ul> </li> <li>□ 対象事業者:                             <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 債務免除益と欠損金の相殺</li> <li>■ 資産評価損の損金算入</li> </ul> </li> </ul>
■ 債権者区分の上方遷移	<ul style="list-style-type: none"> <li>□ 「要管理先」→「正常先」</li> </ul>

業の損金との合算の問題や銀行に発生した支援損と銀行自体の利益との合算の問題、特に在庫等々の資産の評価損の合算の問題については、法的整理においては税法上準備されているのですが、私的整理においては、合理的再生計画であると国税庁が認めたものに限って、そのような税法上の適用を認めるということになっていました。その場合には、国税庁と折衝をしてみないと結果は予測できない。最終的な判断者は、国税庁長官になるわけであります。これではなかなか再生計画にチャレンジするインセンティブが働かなかつたわけでありますけれども、今年の四月に税法が変わりました。私の理解するところでは、例えば弁護士や第三者的な方の意見に基づいて再生計画を立てた場合には、ほとんどの場合「合理的再生計画」であると認定されて、法的整理と同様の税法上の取扱いが認められるようになりました。今ま

で、法的整理以外のケースでは、このような取扱いは認められていませんでしたから、機構は非常にユニークな税務上のメリットを持っていたということではないでしょうか。

図表8の一番最後に書いてあるこのところは非常に問題でありまして、産業再生機構に持ち込めば、必ずしも銀行の資産が自動的に正常化するということではありません。金融機関の基本的な考え方は、先ほど申しましたように、債権放棄は避けたい、債権放棄を避けるためにいろいろ経費カットをする、できれば、バランスシートの右側が債務超過を起こさないように、資産の価値を膨らませておきたい。インフレの時代はそんなことをしなくても膨らんでいきました。不動産等々の資産価値が上がりますから、時価会計であればあるほど上がっていったのかも知れません。しかし、デフレになって、皮肉なことにデットバ

リュウ（負債価値）はデフレとともに価値が下がることはありません。左側のアセットバリュウ（資産価値）は下がっていくけれども、右側のデット（負債）は三年前、五年前、一〇年前と同じ価値で残っている。これがバランスシートがアンバランス化した最大の問題であります。

したがって、銀行や事業会社がどういうことをしてきたかということ、バランスシートの左側をできるだけ膨らませておく。膨らませておくということは、デフレが進めば進むほど実体価値とは乖離していったということであります。そのような状況の下で、国家計画でいくら橋をつくらうが道路をつくらうが、实体经济が改善するはずがありません。その問題に手をつけないまま、九五年以来、一〇〇兆円の公共投資を繰り返している。結果的には、まさしく泡のように消えてしまったということだと思えます。

### 三 “実態” バランスシートの解明

#### (1) コアとノンコアの区分

そこで、我々は、図表9にありますように資産価値をコアとノンコアに分けて企業価値を見ることにしています。

例えば、カネボウといったときに皆さんどういうイメージをお持ちかもしれませんが、ある人は合繊会社、ある人は綿の会社、ある人は化粧品会社、このくらいのイメージだと思います。しかし、実は一三〇から一四〇の事業をやっております。しました。御存じかどうか知りませんが、シートケの最大の育成会社でもあります。ジュースもつくっていました。カップヌードルもつくっております。飲料水の配達会社を持っているとか、とにかく何が何だかさっぱりわからないというの

が実態でありました。それが上場されていたのです。これは定款のどこにも書いてありません。そういう国なのです。定款に書いていない仕事を堂々とやってもだれもチェックしない国というのも、これもまた珍しいと思います。

我々は、それをコアとノンコアに分けて、コアは化粧品やシャンプーなどのホームプロダクト、それから漢方薬品です。宣伝するわけではありませんが、葛根湯は大変風邪に効きます。それから、新しく開発しました大豆を使ったアイスクリーム。脂肪の全くないアイスクリーム。こういうものは、キャッシュフローを生んでいるということで、これはコアに区分しました。

コアについては、継続価値もある程度有しておりますが、ベースになるのは、ディスカウントキャッシュフロー（割引現在価値）をベースに現在価値を査定するという査定方法を採用していま

(図表 9)

IRCJ

## “実態” バランスシートの解明

$$\begin{aligned} \left[ \text{企業価値} \right] &= \left[ \text{事業用資産の価値} \right] + \left[ \text{事業に使われていない資産の価値} \right] \\ &= \left[ \text{事業から生まれるキャッシュフローの和} \right] + \left[ \text{事業に使われていない資産の価値} \right] \end{aligned}$$

- 企業価値を求めるために多様な方法を採用
  - [負債の価値] + [株主資本の価値]
  - 企業の生むキャッシュフロー(DCF)の和/ 企業の資本コスト、EBITDA マルチプル
- 日本の金融市場の持つ構造的問題点
  - リスクフリー金利、株式市場の時価総額、ローン売買の密室性など
  - 対象企業が事業ごと・工場ごとのキャッシュフローを把握できていることは皆無
- 産業再生機構以前に多用されたデット・エクイティ・スワップ(DES)の問題点
  - 価値の失われた債務の一部を資本に転換することにより、企業価値の毀損を隠し、かつ金利負担を逃れるトリック
  - メザニンの多用(転換社債、議決権の無い優先株)
  - 優先株の普通株への転換が不可能に近い設計(転換期間が20年後、転換価格が実際の企業価値と大幅に乖離)
  - 事実上、会計的な意味で実態は永久劣後債であり、本来「要管理債権」ない「破綻懸念債権」であるにもかかわらず、優先的エクイティとして低率の引当

す。

ノンコアについては、原則解散価値に近い評価になります。したがって、減損はもちろんですが、れども、場合によっては市場価値そのものを価値評価に入れる。解散ですね。そういうことをやりました。

いくつもの工場があります。私はカネボウの工場をほとんど全国回りましたけれども、工場を回ると、工場のコーナーには化学物の廃液が溜まっている。だれも注意も払わないわけですが、この土地を売るうとすると、ダイオキシン問題とか汚染問題で大変なのです。約三メートル位掘って埋め直すのです。それだけで数億円かかります。土地を売るために数億円かかるとか、工場が建っているために工場を倒すのに三億円かかるとか、そういうのが現状です。

これを一つ一つ丁寧に回って、なおかつそれを

簡単に外人なんかに売るなよという声も一方では出ますから、地元の方を回ったり、従業員をできるだけそのまま引き取っていただけませんかというお願いをするとか、だからといって我々の査定以下の値段では譲渡できない。我々が毀損してしまいますから。

そういうことで、丁寧にアセットバリュウを計算してやった結果、カネボウの場合でいうと、三五〇〇億円の特損を落としました。それで、三八〇〇億円のインタンジブル・アセットバリュウ（「のれん代」）を評価し、化粧品事業を譲渡して、なおさらに九八〇億円を銀行に放棄してもらって、ようやく正常なバランスシートになったわけですよ。

いずれにしても、そういう査定を繰り返して、いわゆる実態バランスシートを見出すということをやりました。これは、皆さんの方がよっぽど

口でありますので、簡単に申します。

(2) 「企業価値」という考え方

我々の一つの役割は、堀江さんの効果の方が大きいかもしれないませんが、企業価値という考え方を浸透させることにあります。証券界では、この考え方は、昭和五〇年位のコンセプションなのです。「私の履歴書」によれば、DCFはドラッカーが開発したということです。企業価値も、御案内のとおり、アメリカあたりでは三〇年、四〇年前からあるコンセプションであります。日本では、何かの拍子にこれが非常にポピュラーになって、その辺のまちのおばさんたちも、企業価値という言葉を使うようになっていようです、大変うれしいことだと思えます。

けれども、私は本当は、このエンタープライズバリュウというものなしに株式取引はないと思う

のです。余計なことですけども、今日は証券関係の方が多いので少しお話をさせていただきます。

証券会社の営業マンは何を売買しているのだろうか。東京証券取引所にある日立の株も、大証にある日立の株も、値段でいえばほとんど変わらな。あるいはニューヨークに上場されていて値段は同じである。値段を売買していても何の意味もない。エンタープライズバリュウのバリュウを見出すその競争が投資だと思つたのです。つまり、情報の売買こそ株式投資だと私は今でも思っています。値段を売買しても意味がありません。その意味では、最近になって、エンタープライズバリュウというコンセプションや考え方がかなり普遍化してきたのではないかと思つています。

内容については図表<sup>9</sup>に示してあるとおりですが、方程式を分解しているように、事業用資産の価値は、先ほど申しましたように、事業から生ま

れるキャッシュフローの和で計算しましたし、事業に使われていない資産の価値は、まさしくマーケットバリュウ、マーク・トゥー・マーケットといつものですが、これで査定をする。カネボウなんかの場合ですと、工場を一本一本そうやって売って歩きました。大きな工場はほとんど売りました。非常に悩ましかつたのは、日本の不動産の価値はどうやってつけられているのだろうかということ。全部ではありませんけれども、基本的にはその不動産から生まれるキャッシュフローを割り引いて不動産値段を出すのです。これが不動産のセキュリタイゼーションのベースになる考え方です。土地が狭くても、八〇階建てのビルを建てれば、一万坪の土地は八〇万坪になります。土地が狭いとか広いとかいふのは関係なく、使われるフロアはトータルどれだけで、それをいくらでだれが借りて家賃を払つか。その結果、いくら

のキャッシュフローを生むか。一スクエアメーターあるいは一フィート当たりいくらものキャッシュフローを生むか。これが世界的な不動産の価値査定なのです。

これは、私自身、一九九五年頃に、証券化を日本に持ち込んだのですけれども、マーケットに拒絶されました。日本の土地については、証券化がうまくいかなかったのです。あの当時、国債の金利は三・五％位です。リスクフリーレートが三・五％なのに、どのビルも、丸の内のビルで計算しても、キャッシュフローベースが〇・七％位しか回らない。ウルトラハイリスクで、〇・七％のリターンです。バリュウはないのです。バリュウはないのに、銀行はそこへお金を貸して不動産を買ってもらっていた。あるいは、もしあの日日本にセキュリティゼーションの技術が入っていたら、ああいう不合理な貸付は行われなかったはず

だと思えます。同じように、例えば工場を売るときに、その工場一単位からどれだけキャッシュフローが生まれているかという会計をやっている企業は、少なくとも我々がやった一〇〇社の中には一社もなかったということがあります。

これは、今後日本の経営者が絶対やらなければいけない。工場一スクエアフィート当たりいくらものキャッシュフローを生んでいるのかという会計がないのです。つまり原価管理（バジエタリーコストロール）という觀念が本格的にないということとです。そうすると、数字のない経営をやっているということとです。説明性がないし、普遍性がないし、主観が入ってしまう。世界で会話をするときには会話ができない。だから、日本人と会話しても、ビジネストークができないと特にアメリカ人がいうのは、何も彼らが非常にスノビシユであるからではなく、日本は、客観性がない、数字を

使わない経営だからです。こういうエンタープライズバリューというコンセプトは非常に大事だと思います。

(3) デット・エクイティ・スワップ (DES) の

問題点

それからもう一つ、図表9の下の方に書いているのですが、デット・エクイティ・スワップ (DES) という概念があります。これはアメリカでも比較的新しい概念で、再生のプロセスで出てきたのだと思います。デットをエクイティにスワップをかけるということです。これには当然理論があつて、デットをエクイティに変えるには、バランスシートの左側のアセットと比較しなければなりません。実は銀行が行った支援と称するDESというのは、アセットに何の関係もなく、デットをただエクイティと読みかえているだけのものが

非常に多かつたということです。

これは考えられないわけでありませんが、ここに一〇〇億円の借金があるとします。何千万円かの金利を払わなければいけない。銀行から見ると、それは貸出金になつていたので、金融庁の査定対象になる。こういう状況のときに、DESという形で、一〇〇億円の借入金を一〇〇億円のエクイティと呼びかえているわけです。まず配当がない。いわゆる特殊株、転換社債も含みますが、二〇年後に転換できますとか、およそ考えられないような転換価格とか、これは普通ですけれども、支配権がないとかあるとか、配当が劣後するとか、いろいろな種類があります。いずれにしても、銀行の勘定から見ると、当然一〇〇億円の永久劣後債が、エクイティ価値になつていて、きれいにみえる。だけれども、借りている企業の

実態は何も変わっていない。

我々はこれを「空DE S」という名前をつけていたのですが、これはダイエーのときに物すごい大きな金額が出てきました。我々はこれを無償償却し、ゼロに査定しました。これは銀行さんから机をたたいて怒られました。しかし、それをパランスシート上に残していても、ダイエーの再生は追いつかないのです。そういうことを三年前にやったためにダイエーは再生しなかった。そこを三年前に捨てておれば、恐らくダイエーはもっと早く再生の道を見つけていたかもしれません。いずれにしても、日本の経営、借り手、貸し手の間に、そういう非常にあいまいな、日本だけではないか通用しないような特殊なコンセプションがあったことは否めません。産業再生機構は、よかれあしかれ、そういうものを次から次へほじくり出してしまった。銀行にとっては非常に苦々しい

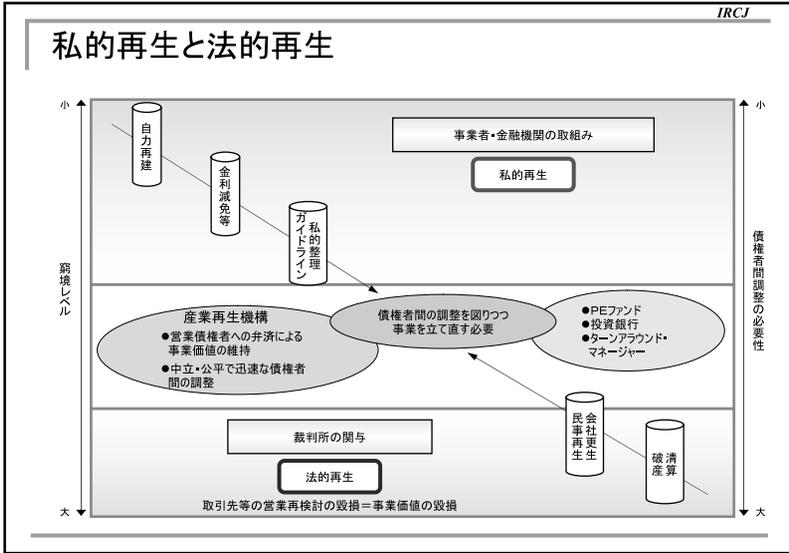
存在だったかもしれませんが。しかし、結果的には、金融庁もその辺からヒントを得るところもあつたのだと思います。その後、細かい問題は私も知りませんが、ある程度そういう刺激を社会に与えたのではないかなと今でも思っております。

#### 四、裁定者・仲介者としての産業再生機構

##### (1) 私的整理と法的整理

私的整理と法的整理については、前回も少しお話ししたかもしれませんが、図表10が一番わかりやすいと思います。これは、上の方にいくほど債権者間調整の必要性が小さくなるものです。下へ行けば行くほど債権者間の調整が必要になってくる。つまり、メインバンクと非メインバンクが最大ですが、その辺の調整が非常にややこしい。そ

(図表 10)



れから、窮境レベルで行くと、上に行けば行くほど窮境は厳しくなく、下へ行けば窮境レベルは非常に高い。こういう図です。

上の方には「私的再生」と書いてありますが、これが自力再生から始まって、いわゆる金利減免、これはよく行われていました。それから、私的整理ガイドラインができました。私的整理ガイドラインも非常によくできているのですが、やはり私的であるために一〇〇%全員の合意が必要である。これが一番難しいのです。

例えば、カネボウの場合は、一メインと一〇〇〇の非メインです。我々は一〇〇〇行全部回りました。実は全地銀、全第二地銀、全信金・信組を、我々は一軒一軒回りました。一回回ったのはだめであり、ひどいときは四回も五回も回って納得していただくということをやったわけでありません。幸い、四一件については、地銀をはじめ非メ

インが、おれはそれはのめないとはい行もおっしやらなかった。奇跡だといわれております。

セールストークは何だったかといいますと、我々には法的力は全くありませんので、強制権はありません。要するに、我々がやった査定や計算がどのくらい厳しく合理的であるか。それをもし拒否なされた場合は、もう法的整理しか残っていない。つまり下へ行くしかない。法的整理に行つたときに、裁判所の関与になります。そうすると、一番の問題は、一般商事債権、いわゆる商業債権です。例えばダイエーに、菱食が納品なされたとしてとしますと、菱食の債権も債権放棄の対象になります。これが法的整理の一つの厳しさとともに痛いところです。これを繰り返しているうちに、事業体が傷んでしまう。

マツヤデンキという大阪の会社の再生をやりました。電器屋さんです。これは、株式投資をやっ

て大失敗して、会社と私の区別がなくなっていたので、営業譲渡という形にしたのですが、傷み方が激しかったために、最初民事再生にして、すぐ産業再生機構法を適用した。

法的整理になりますと、ソニーや松下、三洋の債権が、全部ストップをかけられて債権放棄の対象になるわけです。それではマツヤデンキそのものが傷んでしまうので、そこは優先弁済を与えるようにするために、産業再生機構法をすぐに適用しました。

大阪の裁判所だけはそれを了解してくれました。現在でも、残念ながら東京の裁判所は、必ずしもそれを認めてくれていません。東京の裁判所の考え方は、私的整理と法的整理は、どちらかというと相対立するものであるという考え方であります。その辺は法律論争になってしまつわけです。

いずれにしても、産業再生機構というのはこの中間におりまして、今いいましたように、一〇〇%のアグリーはとらなければいけない。しかし、例えば三億円、一億円以下は放免しましょうということも認めていただけます。一般商事債権は当然対象にしませんので、傷み方が少ない、処理が迅速に進むなどの利点がありました。産業再生機構にはこういう特性があったわけです。

先ほどから何度も申しますように、我々機構はなくなりますので、すべて法的整理で処理できればいいのですけれども、そのように再生法を改正することは、民事再生法もついこの前できたばかりですし、会社更生法の改正もついこの前行われたばかりですから、簡単ではありません。

アメリカの場合は、御案内のようにチャプターイレブンとか、それに伴うDIPファイナンスとというものが、法的整理の中にあります。ところ

が、日本は、法的整理に私的整理的な要素が十分勘案されていないものですから、現在私どもの高木先生を中心に、経産省や銀行協会などとともに、私的整理ガイドラインを見直して、第三者が入る場合、弁護士や、場合によっては裁判所が入る場合には、産業再生機構と同じような機能がワークするようにするための法制的な問題について討議を行っていただいております。そうなるかどうかわかりません。我々としては、そういうものを、何か遺産として残したいということ、提案しております。

(2) 株主責任について

ここで余計なことを一つ申しますと、よく新聞などで、産業再生機構はシニアデットを持っている銀行に債権放棄させておきながら、劣後の資産を持っている株主の価値をゼロにしないのはおか

しいではないかという批判があります。事情のわかつた新聞記者や論説の方がもっともらしくおっしゃるのです。我々だって十分わかっております。御案内のように、アメリカではほとんど法的整理です。エンロンでもワールドコムでも法的整理です。ですから、株主価値は命令でもって一気にゼロになります。株主がまず最初にペナルティーを食らわなければいけない。彼らが、コーポレートガバナンスとして会社を監視し切れなかつたのですから当然なのですが、私的整理の場合、商法で、株主価値をゼロにするためには、全株主の合意が必要なのです。当然、全員に集まってもらつて自体が無理ですけども、集まっても、価値をゼロにすることに賛成する株主がいるはずがないので、ここは再生法上非常に難しい。

そこで、我々は、カネボウのように、九九・七

%の減資をやつたわけです。三三一億円の資本金をたつた一億円にしました。したがつて、仮に言えば、粉飾等々に絡んだ、それを見逃した株主は、既に三三〇億の減資でペナルティーを食らつてゐるわけです。我々の論理は、これ以上のペナルティーを課す必要はないのではないかという論理があつたのですが、なかなかさういう論理を堂々と展開する場を与えていただけに上場廃止になつてしまいました。いづれにしても、日本の上場会社の場合には、せいぜい厳しい減資しか手段がありません。これは少し問題です。

非上場の会社の場合は、ほとんど除却してしまつております。ゼロです。温泉のオーナー、江戸時代から続いた先祖伝来の温泉を支援するときには、持ち株もゼロです。また、銀行がお金を貸すときに、このごろよく新聞に出ておりますが、結構大きな会社でも、オーナー会社の場合は、個

人の資産を担保に提供しています。これも、我々の立場からは納得できない。お金を貸すときに担保というのはわからないでもないけれども、貸したお金が生きているか死んでいるかの方が大事でしょうという論理です。

あるケースで、経営者の担保も執行するため、今までオーナーで大社長なので家も三軒く四軒、別荘もあるという方のところに行って、「申しわけないですけども、お持ちの三LDKだけ残します。あとは全部売却します、オークションにかけます」ということもせざるを得なかったのです。それは約束という契約でそうなっていて、資産没収は全部そうであります。

そうやって再生して、事業が再生してキャッシュが生まれてくる。スポンサーを求める。スポンサーがたくさん来られる。一応、我々も一メイン行だけ残っていますから、メイン銀行に「こう

いうところをスポンサーにしたいと思います」というと、ちょっとがっかりするのは、「そうですね、あの人は担保を持っていそうですね」と答えられるのです。私どもは、「もう担保よりもこの人に事業能力があるかどうかを我々は見て、この人がスポンサーとしていいのではないですか」ということを申し上げています。新聞によると、このごろは個人の保証、担保をとらないでベンチャー的な事業に融資する銀行もだんだん増えてきているというお話を聞きますが、大変うれしく思います。

事業に失敗したら、ある程度は当然あるにしても、身ぐるみはいで一生生活できないかもしれないところに追い込むのは資本主義社会ではないのです。これは社会主義社会でももちろんないし、何なんでしょうか。非常に特殊な社会だと思っています。日本のそのような悪弊は、私は除くべきだと

思います。

善意で事業に失敗して——もちろん、悪意とか犯罪で失敗したら、これはむしる嚴罰を与えるべきだと思えますけれども、善意で一生懸命ビジネスをやったら、やはり環境とかいろいろありますから、失敗もある。それに対しては、最低限のパニッシュをかけたなら、その後は大いに再生をエンカレッジしてあげる。頑張りなさい、もう一回事業にチャレンジしてくださいという社会にならないと、ひよつとすると中国なんかに負けてしまつのではないかと思えます。そういうことを再生事業をやりながら感じました。

## 五、ニューマネーの供給者

図表11には、エクイティを入れる理由が書いてあります。我々はデットの方が当然多いです。五

〇〇〇億円〜六〇〇〇億円というデットを入れておりますので、デットを健全に回収するためには、エクイティバリュウが出ないとデットバリュウが出ないというのは御案内のとおりであります。したがって、我々自身がエクイティを入れて、事業コントロールを行う。我々の社員が、場合によってはCEO、CFO、COOとなつて、あるいはいろんな方々に声をかけて、社長になってくださいとかCFOになつてくださいといつて企業に入つていただいて、エクイティを入れて、再生しております。

そういう意味では、日本にはターンアラウンド・マネジャーという市場がないと思いました。優秀な社長さんがどこかにおられないかと随分探しました。なかなか難しいです。

アメリカでもそう簡単ではありません。ただ、アメリカには、これが業としてある。これは、エ

(図表 11)

IRCJ	
<b>ニューマネーの供給者</b>	
■	3年間という短期間にV字型回復を実現するには、債権放棄による負債圧縮に加え、ターンアラウンド初期においてニューマネーの投下が必要
■	この点、ニューマネー供給者として最近プライベート・エクイティ・ファンドが数・規模ともに成長しているのは好ましいこと
□	邦銀によるプライベート・エクイティ・ファンド設立
□	外資参入
□	地域再生ファンド、中小企業再生支援協議会

グゼクティブの人材派遣会社とは違います。いわゆる普通の状況の経営者ではなくて、ターンアラウンド・マネジャーというのはかなりラディカルな、合理的な、場合によっては人に恨まれるかもしれないかもしれませんが、抜本的な改正を一気にやるような能力のある人です。法的知識もある程度あり、財務会計論もある程度わかり、そして実行する能力も高い意志の強い人。そして、三年、五年、一〇年いるのでなくて、二年でターンアラウンドできる人ということになります。

例えば、エンロンのターンアラウンド・マネジャーは、たしか二年であそこまで再建したと思います。ナスダックに上場して株価は上がっています。もともと、彼の報酬は驚くほどの報酬でありますけれども。

いずれにしても、そういう新しい人材のプール会社が、今から日本に必要かもしれません。それ

(図表 12)

IRCJ

## 窮境に陥った事業会社に共通した欠陥

- 事業ごとの収支、資金の動きを把握していない。
- 全体的な資金状況を捉えていない。
- キャッシュフローを生まない不動産や在庫を必要以上にもっている。
- 数字による把握が出来ていない。
- 減損会計を入れていない。
- システムが全くないか あっても旧式。
- 役員室、社長室が立派。厚い絨毯や役員専用エレベーターなど特典が多い。
- 本社企画室や社長室が大きな力を持っていて現場との情報交流が少ない。
- オーナー或は独裁的社長が自分の判断の過誤を認めない。成功体験が否定されない。
- 後継者 社員教育に熱心でない。

もまた新しい産業がもれません。

## 六、今後の課題

最後の方になりましたけれども、図表12には、実に蛇足であります。どういう会社が窮境に陥ったかというのをまとめてあります。これは大體共通しているのですが、先ほど申しましたように、数字によって把握していない経営、これがほとんど全部行われております。システムがちゃんとワークしていない。それから、役員室とか社長室がやけに立派だというのが共通しています。役員室専用のエレベーターがあるというのがかなり多いです。社員は、その役員室専用のエレベーターに乗ったことがありますというので、直ちに一般社員が乗れるエレベーターに変えるようにしました。

九州のバス会社は、すごい銅像が入り口に立っていたのです。私が行ってまず第一に、この胸像をぶっ壊してくださいというのから始まったのです。これをぶっ壊すのに二カ月ぐらいかかりました。物すごく抵抗感がある。つぶせない。入り口からは、なくなりましたが、どこかにあるのかもしれません。今、消えていますけれどもね。

そういう成功者は必ずおられるのです。ダイエーやカネボウもそうかもしれない。成功者が否定的な意見、自分を批判する意見をよしとするような会社はほとんど伸びています。大成功なさうな方が、おれが正しいんだといっている会社は、ほとんど全部だめです。時代が変わり、テーマが変わるのですから、ずっと正しいなんていうことは神様でない限りあり得ないわけでありませう。一番いいのは、成功した人が成功の絶頂ではっと身を引くことなのだ、私は男の美学として思いま

す。でも、それができなかつたら、やはり自分を批判する人間を高く買つ経営をやるのが非常に重要だと思えます。

余計なことをそこにたくさん書いておられますが、以上いろいろ申し上げてまいりましたけれども、我々としては、この一五年間に日本の大変な価値が失われました。一九三〇年代以降、先進国でこんな長いデフレに遭つたのは、歴史上に例がないのであります。やはり何かが間違つていたということだと思えます。

人口が減る国で、一人当たりの生産性や一単位当たりの資本の効率性が上がらなかつたら、絶対的なGNPのバリューは下がっていくわけでありませう。あつという間に近隣諸国に追い越されてしまふ。もう明らかです。これを避けたいと思えば、一単位当たりの生産性を上げるしかない。そして、どちらかというと、世界的に共有されてい

る言葉を使う、そういうことが必要だと思いません。

残りしましたあと二年半で、カネボウやオーシーシーなどの手元の会社のスポンサーを見つけて、早く毀損のない状況で国庫にお金をお返しして、解散したいと思っております。

つまらない話ばかりいたしました、いろいろ差しさわりのある方もおられたかもしれませんが、一応ここで終わります、もし御質問があればお答えさせていただきたいと思いません。

関理事長 齊藤社長、どうもありがとうございました。

いろいろな論点を具体的にお話いただきましたが、非常に興味深い点があるように思っています。せっかくの機会であり、質問の時間も残していただいておりますので、この際何かお尋ね

になりたいとかそういうところがあれば、ぜひ御質問をしていただきたいと思います。いかがでしょうか。どうぞ御遠慮なく。

質問者 貴重なお話をありがとうございました。非常に簡単な質問で恐縮なのですが、機構では、四一案件の支援を決定されました。一〇〇件以上ある中で、これぞという決め手があったかと思われませんが、具体的に何かあれば教えていただきたいと思いません。

齊藤 四一案件については「事業の再生性」です。事業の再生性は、将来に向かってキャッシュフローを生んでいくかどうか、そういう事業に集約できるであろうかという点が一番大きいです。非常に健全に見える会社でも、どうも三年、五年とキャッシュフローがだんだんアクセラレートさねずに、逆にだんだん小さくなってしまふような会社に対しては、我々は再生の自信がないという

ジャッジをしております。

したがって、今かなり健全に見える会社でも、我々は、法的整理の方がいいのではないですかという回答をしています。その辺は、銀行と事業会社が判断なされるので、我々の方からどうすべきだと余り申し上げないのですが。四一件にあります一つの特徴は、結論はまだ出ていませんので、余り偉そうな強弁をいう資格もないのですが、多分キャッシュフローがちゃんと生まれて、外からバリュウをつけていただけだろうというものを我々は支援したということことです。

質問者 ありがとうございます。

関理事長 ほかにどなたかいらっしゃいませんかでしょうか。

質問者 貴重なお話、どうもありがとうございます。

ファンド資本主義という言葉がございませぬ。

お話の中でもありましたように、株主ならいいけれども、ファンドの投資家は余り歓迎されない。だけれども、いろんな意味で、ファンドには資金が集まりやすいと思つのです。漠とした質問で恐縮ですが、このファンド資本主義の行く末といますか、未来像というか、健全なリスクテカーを育てていくために必要とされるインフラとしては、今何が必要だとお考えでしょうか。

斉藤 なかなか難しい質問でございます。

ファンドというのは、当然ファンドマネジャーが、「私のファンドにお金を入れたらいい年金のかわりになりますよ」といってお金を集めたりしているのだと思つのです。したがって、ファンドの場合の方が、ステークホルダーといえますか投資家の、ある意味ではコーポレートガバナンス、ウオッチが非常に厳しいと思つのです。投資信託もそうかもしれませぬ。こんな運用の下手なもの

をやるかということになると思います。

そのファンドマネジャーが投資するときには、非常に厳しいチェックを行っていくわけです。一部の特種なファンドが、同じようにお金を集めてはいるのでしようけれども、グリーンメールとはいいませんけれども、少しそれに近い。強く増配を請求して、企業の方がやむを得ず増配をなさると決まったら、株が暴騰する、したところで売って抜けて、実は株主総会のときには株は一株も持っていないというのがいるのです。

私は、こういうのは非常に不健全だと思っています。そうではなくて、一九八七年ごろ、不動産を中心に、アメリカが非常に行き詰まった。経済が行き詰まるというのは、もちろん需要がないということもありますけれども、資金が枯渇して、特にリスクマネーが回らなくなると経済が行き詰まってしまう。

アメリカの一九八〇年代というのは、御案内のとおり、日本が非常に隆々として、アメリカから資本が出ていってしまつて、資本がなかったわけです。当時アメリカも年金は、運用が非常にまずくて、日本と同じように非常に非難、批判されたので、カルパスあたりを中心に、それならもう少しフリーハンドをよこせ。我々もプロを雇ってリスクをとるということで、州がリスクの許容を認めた。そうしたら、リスクマネーを供給し始めたわけです。その対象がIT産業だった。たまたま西海岸であつたということもあります。

今では立派な産業群ですけれども、当時は得体の知れない集団のようなITの若者に、年金が次から次へ金を入れていったわけです。その結果、IT産業が急速に育っていったし、そのリターンはすばらしいものがあつた。コーポレートガバナンスといいますが、ステート年金とかカレッジリ

タイアメントのような大学の先生の年金がそこに入っていましたから、非常に神経質な運用をしたのです。厳しいチエックをしました。要するに、株を買うというよりも、直接事業に投資していいということにしたのです。そういうファンドが、自分の年金とか国民年金とか、そういうものリターンを上げるために、ある程度リスクマネーを入れて、そのかわりプロとしてウオッチも厳しくするような社会制度というのは、非常に緊張感があつてきついですけれども、少なくともアメリカではそれが成功したことは証明されているわけです。

ですから、ファンド資本主義という意味がどういふふうに使われているかにもよりますが、私はアメリカでは、ファンド資本主義が非常にうまくワークした。もちろん、そこにあだ花みたいに少し変なものが出たことは確かです。しかし、決し

てそれはメインにはなっていない。御案内のとおり、そういうのは生まれたけれども、すぐに消えていった。

日本に來ているその種のアメリカのファンドと  
いうのは、アメリカとは限りません。アメリカでは受け入れられていないようなファンドが、日本で「アメリカだ」とかいうので、混同されている。非常に残念です。あたかも効率性を求めて正論を吐いているような形でやっている。やはりそこは国民が取捨選択すべきだと思えますね。

ただ、こういう形はよくてこつという形はいけな  
いとやってしまうと、なかなかさついうのは難しいので、今いろいろ法律も考えられているようですが、常識的なラインでやるべきだと思います。

リスクマネーが入ってくることは、むしろウエルカムだと思つた方がいいと思つたのです。いろんな厳しい株主が来て初めて、うちの会社も安全だ

と思う経営者がどれだけいるか。厳しい株主が来るのは嫌だなと思うと、やっぱりそれは厳しい経営ができないのではないだろうか。私はそう思いますけれども。

答えになっていなくて済みません。

関理事長 あとお一人ぐらいだと思えますけれども、どなたかいらっしやいませんか。いかがでしょうか。

それでは、私から一つ伺いたいと思います。

「ニューマネーの供給者」とありますけれども、これはさっきお話にもありましたように、この三年間のエグジットまでの期間で再生に向かってお金を出していく。それは外資系もあるのだけれども、大変厳しい注文がつく場合が多いということなのですが、仮にエグジットの段階に入って、だれがそれを買ってくれるかということになった場合にも、国内もあるし、また今のお話の外国の

ファンドが出てくるかもしれない。ニューマネーの供給者について、お見通しになったときに、外国のそういうことにトライしようという人と、国内のそういうことにトライしようとする人と、やっぱりまだ質的な違いがあるのかどうかという点はどうでしょうか。

それからまた、よく外国でいわれるように、LBOとかMBOとかという手法もありますね。エグジットのときに日本で既に入っている今のターンアラウンド・マネジャーですが、そういう人たちによってそういう手法がさらに活用される可能性も今後出てくるかどうか、そのあたりはいかがでしょうか。

斉藤 答えが逆になりますけれども、我々のエグジットでも、MBOのケースは、もう既に新聞報道がありますが、機械メーカーのミヤノについては、全従業員に株を与えてMBOをしようという

ことになりました。非常に従業員のモラルが上がって、我々の再生計画に対して二五〇%位のリターンで、今走っております。そのうちIPOをやるのだらうと思います。すばらしい例です。MBOは大いに結構で、カネボウなんかの工場売却も、かなりMBOで売却しております。

また、内外の差別については、私どもには考え方として全く差がございません、外国であろうが国内であろうが。いろいろおっしゃる方もありますけれども、しかしゴーンさんは日本では非常に歓迎されているのです。マツダも、長い歴史でいろいろトライしましたが、現在は、完全な外資であり、社長もたしかアメリカ人かと思えます。広島に行くと、防府あたりでは、カネボウはなくなっただけでもマツダがあるから大丈夫というくらいになっております。

外人が入って成功している会社はいっぱいある

のです。この前、テレビを見ていたら、リプルウッドはすごい宗教家でどうのこうのとやっていましたけれども、そのことはみんな知っています。彼はもともと宗教家ですから。

資本主義社会で、資本のマキシマムリターンを求めて正常にワークするものは、人種を問わず、私は結果的に国民のためになるのだし、一〇〇兆円、二〇〇兆円の金をむだ遣いするくらいなら、リスクマネーを海外から呼び込んでやっていった方が、一時七%近くまでいった失業率についても、あそこまではいかなかったと思うのです。もう少し心を広く持って、リターンをマキシマイゼーションするものは善であると考えた方がいいと思います。

自分たち日本人が、我々自身が経験があるわけです。どんどん海外に出ていって、海外の土地からビルから機械から、買いまくったわけです。自

分たちはそんなことをしておいて、外から人が来  
だしたらけしからぬ、こういう発想はちよつとど  
うなんだろうと思います。

関理事長 それはそのとおりだと思います。再生  
機構がそういうお考えでやっているというのはよ  
くわかってはいるのですが、お選びになるときに、  
外人か国内かというのではなくて、これは託して  
いいかどうかという判定をしようとするときに、  
客観的に見ていると、やっぱり外国勢の方が、エ  
グジットの相手として選んだ方がいいなと思うよ  
うな状況なのか。それとも日本側が、さっきのM  
B Oみたいな話で、ほとんどエグジットを託せる  
ような体制に変わってきているかどうか、その点  
を伺いたかったです。

斉藤 ケース・バイ・ケースなのですけれども、  
例えば三景という会社については、MKSという  
松木氏がやっている日本の一番古いプライベート

・エクイティ・ファンドが株を持ちました。

日本の事業会社以外のファンドなどでも、相当  
長期的に事業をやるうところが出てきてお  
ります。ダイエーのファンド、あれもプライベート  
ト・エクイティ・ファンドです。だんだんそうい  
うのが育ってきていて、内外差は余りないのでは  
ないでしょうか。

関理事長 どうもありがとうございます。

それでは、そろそろ時間になりましたので、今  
日の「資本市場を考える会」は、これで終わりに  
したいと思います。

斉藤社長、どうもありがとうございました。

(拍手)

(ざいとう) あつし・株式会社産業再生機構社長

(本稿は、平成一七年六月一五日に行われた講演会の  
記録で、文責は当研究所にある。)

齊藤 惇 氏

略 歴

- 1963年 3月 慶應義塾大学商学部卒業  
4月 野村證券株式会社入社  
公社債部長などを歴任
- 1988年12月 同社常務取締役 資金債券部、開発商品本部担当  
1990年 6月 同社専務取締役 資金債券部、開発商品本部担当  
1995年 6月 同社副社長  
1998年10月 スミセイ投資顧問株式会社 顧問  
1999年 1月 住友ライフ・インベストメント株式会社 社長兼 CEO に就任  
2002年 6月 同社会長  
2003年 4月より株式会社産業再生機構代表取締役社長

主な著書

- 「兜町からウォール街－汗と涙のグローバル化－」金融ファクシミリ新聞社  
「夢を託す」東洋経済新報社 など

日本の事業再生と産業再生機構の役割

(資料)

IRCI

### 支援決定案件一覧(1/2)

(2005/6/15現在)

	上場・公開企業	機構の出資等	スポンサー選定の時期	スポンサー名	EXIT		
1	九州産業交通	交通	-	50%超	-	運輸のみEXIT完了	
		運輸	-	(50%超)	-		
2	ダイア建設㈱	●	※	◎	レオパレス21		
3	柳子すい百貨店	-	※	◎	三越		
4	三井鉱山㈱	●	50%超	-	大和證券SMB/CPI、新日本製鐵、住友商事	機構保有の優先株10%と普通株33/52を売却	
5	神明成商會	-	(50%超)	-	東京コンピュータサービス	●	
6	㈱マツヤデンキ	●	(2005/10廃止)	50%超	△	ニューMD/パートナーズ(新生銀行グループ)	●
7	㈱津松製菓	-	※	◎	ジャパソリカバリーファンド(フェニックス+ave/ら)	●	
8	八幡商事㈱	-	※	◎	ピップフジモト	●	
9	富士油業㈱	-	50%未満	◎	富士興産	●	
10	金門製作所㈱	●	50%超	-	-	-	
11	㈱大阪マルビル	-	※	△	大和ハウス工業	●	
12	カネボウ	カネボウ㈱	●	(2005/6廃止)	50%超	-	-
		㈱カネボウ化粧品	-	50%超	-	-	-
13	㈱フレック	-	※	◎	シーケーネットワーク	●	
14	㈱大川庄	-	50%未満	◎	八幡屋	●	
15	タイホー工業㈱	●	50%未満	◎	シナジーファンド	●	
16	㈱ミヤノ	-	50%超	-	-	-	
17	㈱ホテル四季彩	-	50%超⇒50%未満	-	とちぎフレンドリーキャピタル	1/4行い=60%売却済	
18	スカイネットアジア航空㈱	-	50%超	-	(全日空)	機構保有株式57%のうち約15%分を売却	
19	アメックス債権	-	50%未満	◎	山陰再生ファンド		
20	㈱木皮産業	-	50%未満	◎	とちぎフレンドリーキャピタル		

IRCI

### 支援決定案件一覧(2/2)

(2005/6/15現在)

	上場・公開企業	機構の出資等	スポンサー選定の時期	スポンサー名	EXIT	
21	㈱オーシーシー	-	50%超	-	-	
22	㈱フェニックス	-	※	◎	オリックス	
23	服部玩具㈱	-	※	◎	タカラ	●
24	相達㈱	-	※	◎	バルタック	●
25	大冢㈱	●	※	△	オリックス	●
26	関東自動車㈱	-	50%未満	◎	とちぎフレンドリーキャピタル	
27	三貴㈱	-	※	△	MKSパートナーズ	
28	㈱あきやホテル	-	50%未満	◎	とちぎフレンドリーキャピタル	
29	㈱金精(ホテル花の香)	-	50%未満	◎	とちぎフレンドリーキャピタル	
30	㈱田中屋(温泉宿小町)	-	50%未満	◎	とちぎフレンドリーキャピタル	
31	玉野総合コンサルタンツ㈱	-	※	◎	日本工業	●
32	㈱ダイエー	●	50%未満	△	アドバンテッジパートナーズ、丸紅	
33	ミサワホームホールディングス㈱	●	※	△	トヨタ自動車㈱、野村フロンティア、ファイナンス㈱、あいおい損保保険㈱	
34	宮崎交通㈱	-	※	△		
35	㈱アビジャパン	-	※	◎	ベネッセコーポレーション	●(機構の債権買取なし)
36	㈱オグラ	-	※	◎	養食	
37	南鬼野川道農山水園(南越(ワザト))	-	50%未満	◎	とちぎフレンドリーキャピタル	
38	鬼野川ランドホテル㈱	-	50%未満	◎	とちぎフレンドリーキャピタル	
39	㈱美智旅館	-	50%未満	◎	とちぎフレンドリーキャピタル	
40	金谷ホテル観光㈱	-	50%未満	◎	とちぎフレンドリーキャピタル	
41	美日光小西ホテル㈱	-	50%未満	◎	とちぎフレンドリーキャピタル	
全41件		9社 (うち廃止2社)	※⇒機構は出資せず に債権だけを持つ	◎ 支援決定前(25) △ 支援決定後(7) - 債権売却後(9) (※含む)	34件スポンサー決定済(見込み含む) (スカイネットアジア:全日空を含む)	完全EXITは12件

## 支援決定済案件と特徴的背景

対象事業者	特 徴
九州産業交通	・地方都市路線バスの統廃合問題 ・長都問題
三井鉱山	・歴史的背景から蓄積してきた諸問題 ・エネルギー政策(NEDOを含む)との関連
うすい百貨店	・「地方百貨店」産業の再生モデル ・長都問題
ダイア建設	・古典的な分譲マンション事業から新しい事業モデルへの転換による再生モデルの提示
明成商会	・過剰債務業界における業界再編のための前処理モデル
マツヤデンキ	・法的整理と私的整理の併用による新たな整理モデルの提示(事業毀損を最小化する整理スキーム) ・スポンサー候補間に競争原理による併済率向上
八神商事	・地方卸売業の業界再編のための前処理モデル
津松菱	・「地方百貨店」再生を軸とする地方市街地商店街の再生モデル ・ファンドスポンサーのプルバックモデル
富士油業	・親会社である富士興産の販売子会社支援 ・新日本石油グループの再編の中での機構活用
金門製作所	・製造業の再生モデル ・機構から30億円のエクイティー投資 ・業界の統合体質の改革
大阪マルビル	・過剰債務ホテルの再生モデル
カネボウ	・コア事業である化粧品部門の早期切り出し ・100に近い金融機関間の利害調整
ダイエー	・自社保有方式、全国展開へのこだわり、事業多角化：拡大路線、低価格路線への過度の依存との決別 ・不採算店の閉鎖、余剰スペースへの外部テナント招聘、食品SMを核とした積極的新規出店による再生モデル
ミサワホーム	・ゴルフ場開発、不動産担保融資等の非住宅事業、大規模土地開発事業への進出失敗 ・トヨタ自動車のスポンサーとする信用力強化、コア事業強化
温泉旅館	・旧足利銀行の与借先 ・民間投資家(とちぎフレンドリーキャピタル)と共同出資した業務委託会社による事業再生・経営管理支援