

(2009/05/29)

第20回「銀行とPEファンドは企業を再生できるか」

2008年度の企業業績の悪化が明らかになり、それとともに与信関係費用が銀行の決算を圧迫するようになってきました。企業は他人任せで景気の回復を待つのではなく、自助努力で業績回復を図らなければならない局面を迎えています。それが貸し手である銀行にとっても非常に重要な課題になりつつあります。

特に日本の場合、企業の生死を分けるのはメインバンクが貸出先をどのように格付けし、どのような貸し出し対応をしているか次第と言っても過言ではありません。このこと自体の是非は別途論じますが、そういう現実を踏まえ、企業再生を円滑に進めるために銀行とPEファンドがどのように協調していけばよいのかを考えてみたいと思います。

1 問題債権とされる企業の類型と銀行の対応

銀行が企業を「要注意先」「要管理先」「破綻懸念先」など、いわゆる「問題債権」のカテゴリーに分類し、借り入れの継続が困難になる「問題先」扱いになってしまうのは、大別して以下の場合です。

- (1) 資産価値が目減りによって、負債が資産を上回った場合。すなわち債務超過の場合
- (2) 一時的な要因ではなく、構造的・継続的な赤字が発生している場合
- (3) 反社会的勢力の関与や粉飾決算など、コンプライアンス(法令順守)に問題がある場合

(1)はバブル崩壊に伴う不況時によく見られたものです。企業が借り入れをもとに過剰な資産を保有し、その価値の下落によって引き起こされるケースが多かったのです。過剰な資産の中には本業に関係する余剰設備もあれば、本業とは関係のないゴルフ場などの資産もありました。なお、債務超過の判定は会計上の資産・負債の評価とは別に、銀行独自の保守的な評価に基づいています。会計的には純資産がプラスであっても「実質債務超過」であると銀行が判断することも多いので、留意が必要です。

現在発生しているのはむしろ(2)です。世界同時不況の中、輸出主導型の企業を中心に売上高が急減した結果、固定費の削減が追い付かず、前期に続いて今期も赤字が予想されるようなケースです。ただし、そうした企業の中には強い技術力や人材を擁しつつも、世界的に異常な景気の落ち込みという明確な要因によって赤字になっているような企業もあれば、もともとコア技術や人材が弱く、経営資源を集中すべき事業の絞り込みもできていなかったような企業が、いわば「トドメを刺された」ケースもあると思います。

そして、今後は(2)が原因で(1)につながり、より深刻な事態に陥ると予想されます。赤字が続けば利益剰余金が減少するだけではありません。会計上認められていた繰延税金資産の取り崩しが認められなくなったり、工場や営業所などの個別資産も収益の回復が見込めなければ減損処理を迫られたりする可能性があ

り、その結果、債務超過に陥る場合もあります。

銀行は要管理先や破綻懸念先債権が増えると貸倒引当金を増額しなければならないほか、自己資本比率規制である「バーゼルII」においては、信用力が低い債権ほどリスクウエートが高くなってしまいます。こうした問題先への与信には消極的にならざるをえないばかりか、早期に回収するインセンティブを持つこととなります。特に自行がメインバンクでない場合には貸出期限内に回収し、メインバンクに頼るように言う、いわゆる「メイン寄せ」という現象が起きがちです。

そうすると、メインバンクはまず「貸し付けに対して現在、担保や保証などが十分かどうか」を考え、「ここで問題先企業を法的整理に追い込んだ場合と、必要に応じ他行の債権を肩代わりしてでも企業を生き延びさせる場合のどちらが回収率が高いか」を判断しつつ対応することになります。ただ、破産など清算型の法的処理を取った場合、担保はファイヤーセール(投げ売り)されるとの仮定に基づき、担保価値が低くなると考えるのが通常であることと、銀行の公共的使命も考え併せた上で、銀行としてはなるべく企業を生き延びさせ、再生させて格付けの引き上げによって貸倒引当金を繰り戻したり、債権を回収したりしようと試みることが多いと思います。

2 企業再生——銀行だけでできること、できないこと

一口に企業再生といっても、その対応方法は債務者企業の状況に応じて様々です。戦後の日本ではメインバンクが債務者企業の経営に関与し、人を送り込んで最後まで面倒をみるといった慣習がありました。現在では再生手法も多様化しています。銀行に求められるコンプライアンスの側面をも斟酌(しんしゃく)し、銀行だけでできることと、できないことを十分に見極めて判断する必要があります。

(1) 銀行だけでできること

銀行だけで可能な対応には、大別して以下のようなスキームが考えられます。

- 1) 融資残高を維持しつつ経営・管理部門に人材を派遣し、リストラの推進、モニタリングの強化などを通じて地道に業績の回復を待つ
- 2) 債務が過大な場合、銀行(主にメインバンク)の貸付債権を債務超過が解消する程度まで放棄する。その派生形として、同額を債権放棄ではなく普通株・優先株に転換する(デット・エクイティ・スワップ=DES)
- 3) これらと併せて、銀行グループの証券会社のM&A(合併・買収)仲介機能などを活用して他社との合従連衡を図り収益力・信用力の向上を果たす

これらは長年続いてきた銀行の対応であり、一見すると問題ないようですが、実際には以下のような論点を抱えていることに留意が必要です。

第一にメインバンクが人材を派遣して企業経営の主導権を握れば、本来株主を中心としたステークホルダー(利害関係者)に目配りして経営すべき取締役会が、特定の債権者の利益のために存在することになりかねません。株主などとの利益相反が起きる可能性があり、企業のガバナンス(統治)のあり方としては重大な問題をはらむものといえます。取締役は株主総会の決議で定められるとか、銀行派遣の人は取締役会の過半数を占めていないなどの反論も可能でしょう。しかし取締役以外に派遣されている人材の存在を含め、取締役会の意思決定の「実態」が問われる場面も想定しておく必要があります。

第二に、それが緊急時の対応として許されたとしても、結果が失敗に終わった場合の「貸し手責任(レンダズライアビリティ)」が問われる可能性があります。債務者企業の株主のみならず、銀行の株主、他行からの批判も注意深く視野に入れておく必要があります。

第三に、銀行がDESを行なう場合には、銀行法・独占禁止法の制約から最終的には5%以上の議決権を持ってません。勢い議決権のない種類株式が発行されることになりがちですが、これが将来の配当負担や株式の希薄化の不安を呼び、当該企業の経営不安要因になることもまれではありません。また、わずか5%の議決権の株主が債権者としての立場で経営を実質支配することについて、利益相反の謗りは免れません。

最後に、グループ会社の活用についても利益相反取引の可能性に常に目配りしておく必要があります。例えば傘下の証券会社を通じて企業に公募増資をさせ、その資金で貸付金を回収するといった行為や、銀行の優越的な地位を利用して融資先同士を無理に合併させるといった行為が典型で、十分な説明責任を果たすことが必要です。もちろん銀行が実質的に支配するPEファンドの投資家の資金を使って融資を回収するような行為も問題になるでしょう。

(2)PEファンドとの連携によって可能となるスキーム

銀行がPEファンドの機能を活用することによって、以下のようなスキームが可能になります。選択肢が大きく広がるのが分かります。

- 1) PEファンドが議決権の過半ないし相当割合を保有した上で、企業再生の専門家によってハンズオンで企業に厳しい経営改善を施すとともに成長戦略もサポートする
- 2) 銀行自身がDESを実施するのではなく、貸付債権をPEファンドに売却し、PEファンドがそれを普通株に転換することで、大株主として経営に参画する
- 3) PEファンドが用意する受け皿会社を使って、営業譲渡や会社分割などのスキームを駆使し、不採算部門やノンコア部門をコア部門から切り離して再生を図る。不採算部門やノンコア部門に遊休不動産や不稼働資産なども含まれると考えれば、さらに選択肢が広がります
- 4) 第三者割当増資をPEファンドが引き受けることによる資本の増強
- 5) 後継者難などによる事業承継が課題の中堅・中小企業のオーナー株をPEファンドが引き取り、経営を近代化しつつ後継者の育成を図る
- 6) 企業再生や事業構造の転換に時間を要する場合は、いったんPEファンドが経営者らとともに市場から株式を買い取って非上場化し、じっくりと再生に取り組む(経営陣が関与する企業買収=MBO)

- 7) 株価が低迷する中で企業再生を実現するまでの買収防衛の必要が合理的に認められる場合、PEファンドを新株などの割当先とする買収防衛策を導入する
- 8) 再建型の法的整理(会社更生法や民事再生法など)を採用する場合でも、事前に必要な当事者の合意を取り付け、申請後のスポンサーをPEファンドと定めた上で申請する(プレパッケージ型法的整理)。これにより法的整理のダメージは大きく減り、営業継続も図ることができる

これらのスキームは実務的に銀行が単独では難しいだけでなく、銀行自らが実施した場合には利益相反を生じ、コンプライアンス上の問題が発生する可能性があります。銀行が協働するPEファンドが、そのファンドの投資に関連する意思決定について直接的にも間接的にも銀行の影響力を受けないことが明らかである限り、そのPEファンドが企業の大株主として銀行(債権者)を含む各ステークホルダーの利益を十分に斟酌しつつ、法務・会計・企業経営の専門家集団としてハンズオンで企業の再生に取り組むのは、極めて理想的な企業再生の形態であると思われます。もちろん、その過程でそれが合理的であればメインバンク系列の証券会社や信託銀行などの力を借りることもあるでしょう。それがメインバンク自身の判断ではなく、独立系のPEファンドの判断であれば何らの利益相反もありません。

PEファンドおよびそのパートナーは、企業の再生が達成でき、その株式を円滑に売却でき、投資家が利益を得た場合に限って投資利益の一部を手にする仕組みです。その上、自らも高いリスクを取って自己資金を多額に投入しているので、投資時点での目線は厳しく、投資後の企業再生に対するインセンティブも非常に高くなります。

余談ですが、政府が企業に直接出資する場合には、こうしたインセンティブが誰にも働かず、誰もハンズオンで厳しい企業再生に取り組む者がおらず、企業の側にも甘えが生じます。企業再生につながらず、いわゆる「ゾンビ企業」の延命に終わり、結果的に国民負担が発生する可能性が否定できません。同じ政府の出資であれば、PEファンドにまず出資し、PEファンドが企業の再生に取り組む方がはるかに理にかなっています。

3 利益相反問題と会計上の連結問題——銀行とPEファンドの距離感

銀行がPEファンドと協働していく場合、細心の注意を払わなければならないのが利益相反と会計上の連結です。従来は、ややもすれば会計上の連結基準(次頁表1・2ご参照)で連結の対象外であればよいといった銀行の内輪の論理が優先されました。PEファンド運営会社への出資や役員OB派遣などを通じて、PEファンドに銀行の影響力を直接・間接に及ぼすことが許される雰囲気もあったと思います。

表1: 投資事業組合の連結について－日本基準

<p>投資事業組合に対する支配力基準の具体的な適用【子会社の判定】</p> <p>1. 業務執行を決定する権限全体のうち、その過半の割合を自己(自己の子会社を含む)の計算において保有</p> <p>2. 業務執行の権限全体のうち、その100分の40以上、100分の50以下を自己の計算において有している場合であって、かつ、次のいずれかの場合</p> <ul style="list-style-type: none"> ① 自己の計算において有している業務執行の権限と緊密な者および同意している者が有している業務執行の権限とを合わせて、当該投資事業組合の権限の過半数の割合を占めている ② 当該投資事業組合の重要な財務および営業または事業の方針を支配する契約等の存在 ③ 当該投資事業組合の資金調達(バランスシートに負債として計上されているもの)の総額のおおむね過半についての融資 ④ 当該投資事業組合の資金調達(バランスシートに負債として計上されているものに限らない)の総額のおおむね過半についての融資 ⑤ 当該投資事業組合の投資事業から生ずる利益又は損失のおおむね過半について享受または負担 ⑥ その他当該投資事業組合の財務および営業または事業の方針の決定を左右すると推測される事実の存在 <p>3. 自己の計算において有している業務執行の権限(当該業務執行の権限を有していない場合を含む)と緊密な者(※)および同意している者が有している業務執行の権限とを合わせて、業務執行の権限の過半の割合を占めているときであって、かつ、上記2の②～⑥までのいずれかの要件に該当する場合</p> <p>(※)「緊密な者」には、出資者である会社の役員もしくは使用人である者、またはこれらであった者も含まれる</p>



- 出資者の子会社に該当しない他の会社や組合、公益法人、NPO法人(特定非営利活動法人、法人・中間法人などの事業体や個人を介在させている場合であっても、当該出資者が当該投資事業組合の財務または営業または事業の方針を決定しているときには、当該投資事業組合は、当該出資者の子会社に該当
- 出資者(出資以外の資金の拠出者を含む)が当該投資事業組合の業務執行の権限の100分の40を有していない場合でも、出資額(または資金調達額)の総額の半分以上を多くを拠出している場合や当該投資事業から生ずる利益または損失の半分以上を享受または負担する場合等には、当該投資事業組合は当該出資者の子会社に該当

表2: 投資事業組合の連結について－日本基準

<p>投資事業組合に対する影響力基準の具体的な適用【関連会社の判定】</p> <p>次の場合には、投資事業組合が子会社にあたる場合または投資事業組合の財務および営業または事業の方針の決定に対して重要な影響を与えることができないことが明らかであると認められる場合を除き、当該投資事業組合は業務執行者の関連会社に該当</p> <p>1. 当該投資事業組合にかかる業務執行の権限の100分の20以上を有している場合</p> <p>2. 当該投資事業組合にかかる業務執行の権限の100分の15以上、100分の20未満を自己の計算において有している場合であって、かつ、次のいずれかの要件に該当する場合</p> <ul style="list-style-type: none"> ① 当該投資事業組合の財務および営業または事業の方針に重要な影響を与える契約の存在 ② 当該投資事業組合に対して重要な融資(債務の保証および担保提供も含む)または出資を行っていること ③ 当該投資事業組合の多くの投資先との間に、重要な投資育成や再生支援等、営業上または事業上の取引があること ④ その他当該投資事業組合の財務および営業または事業の方針の決定に対して重要な影響を与えることができることが推測される事実の存在 <p>3. 自己の計算において有している当該投資事業組合の業務執行の権限(自己の計算において有していない場合を含む)が、自己の計算において有している割合が100分の15未満である場合を前提とする)と緊密な者および同意している者が有している業務執行の権限とを合わせて、業務執行の権限の100分の20以上を占めているときであって、かつ、上記2の①～④までのいずれかの要件に該当する場合</p> <p>(※)「緊密な者」には、出資者である会社の役員もしくは使用人である者、またはこれらであった者も含まれる</p>



- 出資者(出資以外の資金の拠出者を含む)が当該投資事業組合の業務執行の権限の100分の15を有していない場合でも、出資額(または資金調達額)の総額の半分以上を多くを拠出している場合や当該投資事業から生ずる利益または損失の半分以上を享受または負担する場合等には、当該投資事業組合は当該出資者の子会社に該当
- 出資者(出資以外の資金の拠出者を含む)が当該投資事業組合の業務執行の権限の100分の20を有していない場合でも、当該投資事業組合に対して重要な影響を与える事実が認められる場合には、当該投資事業組合は当該出資者の関連会社に該当(実態に即した判断のため個別のチェックが必要)

しかし、この連載で何度も取り上げているように、PEファンドの基本的な責務は投資家に対する忠実義務・善管注意義務です。また株主を代表して株主利益の極大化を中期的に実現する必要があります。そのPEファンドが銀行の債権回収を第一の目的として活動することは利益相反の典型であり、許されません。

したがって、PEファンドの運営会社は投資決定にかかわる全ての面で特定の銀行の影響力を排除しなければなりませんし、そういう影響力の存在を疑わせるような事実は徹底的に排除しておくべきです(連載第5回ご参照)。

こうした独立系のPEファンドは、銀行とは常に対峙(たいじ)する存在でしょうか。PEファンドの運営会社は、その投資家や他の株主の中期的な利益を考えたときに当然、主要なステークホルダーである銀行との円満な関係の維持を望むはずで、また銀行も、実績があり信頼に足る人材が運営するPEファンドであれば、基本的な企業経営を委ねてきます。債権者としてPEファンドとのコミュニケーションを密にし、債務者企業のモニタリングも続けるといった役割に徹していけば、自分が貸し手責任を問われることなく、企業の経営改善が進むのではないのでしょうか。

PEファンドの運営者が投資家に対する忠実義務・善管注意義務に留意しつつも、銀行との密接な協働を望むのは当然です。また、特に企業再生を主な目的とするPEファンドの運営者は銀行業の事情にも通じている場合が多く、当然そうした事情に配慮して運営することになるでしょう。

銀行の一部には「やはり企業の面倒はメインバンクが最後まで見る」という意気込みを持つ人も多く、果ては「自たちが融資先を紹介したおかげでPEファンドがもうけすぎている」などと批判するような極論も見られます(もうけるのはPEファンドの運営者でなく一義的にはファンドの投資家なのですが、このあたりも往々にして正しく理解されていません)。

メインバンクの重要性はいささかも変わりません。債権者として銀行の支援を得ることは、企業にとって死活的に重要です。しかし、現在の規制下で銀行に単独でできることとできないことがあります。PEファンドの機能を使わないのは、単に企業再生の選択肢を狭めるだけです。そもそもPEファンドをはじめとする株主は、債権者が債権を回収した後の残存利益を得る存在です。株主が利益を得るということは銀行の債権保全の進ちょくと等しいのであり、むしろ高く評価すべきです。銀行はこれまで以上にPEファンドとの信頼関係を深めていこうと考えるべきでしょう。PEファンドの側にも、日本におけるメインバンクの立場をよく理解し、債権者を含むステークホルダー全般の利益に目配りしながら企業の再生に当たっていくという姿勢が必要です。