

事業再生スキームから見た事業の証券化の可能性と課題

長崎大学経済学部 深浦厚之

1. はじめに

1993年の特定債権法の施行を契機とする日本の証券化市場は、今日、約5兆円の市場規模を記録するに至った。制度導入以後の十数年は、不況や金融危機に翻弄された時期であったことを思うと、比較的順調な立ち上がりであったと言える。もっとも、日本のGDPは約500兆円であるから証券化市場の規模はその1%に過ぎず、アメリカの同比率が約26%であることに比べれば微々たるものかもしれない。

しかし、証券化市場の展開が日本の金融システムに及ぼした定性的な影響は小さい。身動きが取れなくなってしまった経済的資源を再評価し、新たな価値を引き出そうという方法論は、日本の金融システムにとって新たな展望を見出す契機になったことは間違いない。そうした動きが背景にあったからこそ、「市場型間接金融」「貯蓄から投資へ」といった標語に象徴されるような流れが形成されるに至ったといえよう。その反面、証券化はあらゆる懸案を解決できる魔術であるかのような錯覚が広まったことも事実であるが、そういった誤解も最近ではほぼ解消されつつある。

証券化とは、非流動的な資源と流動的な資源を交換するための1手法である。一般に企業は非流動的資源の供給主体、投資化が流動的資源の供給主体となるから、結局は、企業が企業活動を継続するために必要な資金を獲得するための新たな金融手法と理解することができるだろう。そして、企業が保有する非流動的な資源の経済的な特性に応じて、証券化もいくつかのタイプに分けることができる。

一つは誤った意思決定のために、資源が非流動的状態に留まっているケースである。このような資源に対しては別の方法で流動性を与えなければキャッシュフローを得ることができない。不良債権はその典型である。もう一つは、正しい意思決定が実行されていないために非流動的な状態に留まっているケースであり、たとえば知的財産権を保有する企業がこれに相当する。

知的財産権それ自体は「アイデア」「技術」に過ぎず、経済的価値を発生させる自立性を持つわけではない。つまり、知的財産権は「事業化」というもう一つのステップを経ることによって、初めて潜在的価値が経済的価値として結晶するのである。しかし、事業化という意思決定が正しかったとしても（言い換えれば、ある程度の確度をもって収益の発生を予測できるとしても）、そのための資金を手当てできなければ始まらない。このような場合の資金調達手段として有効性に期待が集まっているのが事業の証券化(Whole Business Securitization、以下WBSと略記)に他ならない。

WBSが事業化(事業の立ち上げ)に有効ならば、同時に事業再生にも有効なのではないかと考えるのは不自然ではない。現在は破綻しているが、過去に実績を記録した施設や経営ノウ

ハウに、一定額の資金を投じて破綻に至った直接原因を取り除けば、事業を再生できるのではないか、そこに WBS の手法を用いることはできないか、というわけである。

本稿は、こうした関心に基づき事業再生という視点から WBS の仕組みや展望について論じてみたい。まず第二節では、WBS をめぐる制度的な動きとして注目される資産流動化法・投資信託法・信託法の改正の経緯について簡単に触れる。特に、信託法の改正が事業再生を強く意識したものであることを述べる。ついで第三節と第四節では、WBS の先駆的な事例をいくつか紹介し、どのようなケースにおいて WBS が用いられるのかについて検証するとともに、日本の WBS の事例にも言及しつつ、実際に WBS にはどのような手法が考えられるのか、どのような事業に適しているのか、投資家のリスク負担構造はどうなっているのかなど証券化固有の問題を解説する。第五節では事業再生スキームとしての WBS の可能性、また、第六節では財政再建策としての WBS の可能性について触れることにする。

2 資産流動化をめぐる法整備

ここでは、資産流動化をめぐる法整備の最近の経緯をざっと振り返っておこう。

(1) 資産流動化法・投資信託法の改正

周知のように日本の債権流動化は 1992 年に制定された「特定資産の流動化に関する法律（特定債権法）」を嚆矢とし、その後、証券化市場の発展と足並みを合わせるようにさまざまな法律が施行されていった。それらは 2005 年に「特定目的会社による資産の流動化に関する法律」の改正という形で集約され、現在、「資産流動化法」と言えばこの改正法をさすのが一般的である。既存法の改正という形ではあるが、日本版の慈善信託制度（チャリタブルトラスト）・特定目的信託などの新機軸が導入されたという意味で、改正前の資産流動化法から見れば大きな前進となった。

旧特定債権法は、特定資産（リース債権・クレジット債権）だけを流動化を対象とした限定的な規定であったが、流動化のための典型的な仕組みを明文規定として定めたものであり、その意義は大きい。事実、その後の資産流動化・証券化市場は、同法が準備した 3 つの仕組み（譲渡方式・組合方式・信託方式。同法第二条 4 項および 6 項）を、実務上の観点からブラッシュアップするという方向で展開していった。したがって、実務的に使いやすい仕組みに人気が集まるのが当初から予測された。（財）日本資産流動化研究所（特定債権法上の指定調査機関・2001 年解散）によれば、1993 年から 2001 年までの間に、特定債権法による総調達額は 202,026 億円に達しており、その内訳は信託方式 156,764 億円（77.6%）、譲渡方式 31,104 億円（15.4%）、組合方式 289 億円（0.1%）であった。証券化スキームとして信託の有用性に注目が集まるようになった背景には、こうした事情がある。

1990 年代後半に入ると不況が深刻化し、低金利・金融システム不安といった懸念のもとで

間接金融方式の実効性が低下するのだが、他方、デフレのもとでは貯蓄の実質価値が高まるため、国民資産の相当部分は依然として預貯金によって吸収され続けたのである。そうした預貯金の多くが国債を通じて政府部門に還流したのだが、その流れを民間部門へ引き寄せるために、必ずしも銀行システムを介さない資金循環経路の確立を求める声が「貯蓄から投資へ」というスローガンとともに高まっていった。こうした流れの中で2000年を越えるころから、代表的投資スキームである投資信託に関心が集まり、低金利を嫌った資金の受け皿として成長し始めたのである。

日本の信託制度は、大正11年信託法以来の長い歴史を持つが、実質的には貸付信託を中心とする一種の長期貯蓄機会として定着しており、財産の管理運用といった本来の信託機能はそれほど強く求められてこなかった。これは近代的信託制度が導入された終戦直後は、国民資産がほとんど形成されていなかったこと、戦前から続いてきた日本の信託方式がアメリカ型信託とは構造が異なっていたこと（これは委託者指図型投資信託として現在に至っている）、などが原因であったと言われている。しかし前段で述べたような環境変化の中で金融システム全体として信託機能を高める必要が生じ、投資信託法や信託法を改正・整備が求められるようになった。

言うまでもなく、資産流動化法の中に特定目的信託制度が導入されたこともこうした信託制度そのものをめぐる展開と無関係ではない。特定目的信託制度（資産流動化法第二編）では、オリジネータ（原委託者）は対象となる資産を、資産流動化を目的とする特定目的信託（受託者）に信託して信託宅受益権を得、それを投資家（受益者または委託者）に取得させることによって資産から生じる収益（信託収益）を分配する。この場合、信託契約はオリジネータと受託者の間に成立し、信託受益権の保有者は権利者集会を通じて、受託者に対して一定の権利を行使することができるのである。

他方、投資信託法（「投資信託および投資法人に関する法律」）を言う。投資信託スキームとしては、投資家によって構成される投資組合が資産の運用主体となる会社型投資信託（同法二条19項）、委託者かつ受益者である投資家が集合体として受託者（信託銀行など）を通じて投資を行う委託者非指図型投資信託（同法二条2項）、信託契約が委託者と受託者の間にのみ成立し、委託者に資金を提供する投資家は信託契約の当事者にはならない委託者指図型投資信託（同法二条1項）の3つが準備された。

(2) 事業再生に向けた信託法改正の流れ

2006年3月末日、信託法の改正案が国会に上程された。信託協会や日本経団連が直ちに早期成立を求めるコメントを発表するなど改正案成立に向けた機運は高まっている。制定以後90年を経過した法律を時代に合わせて見直すことが必要であることはむろんであるが、今回の改正案が特に注目されているのは、委託者と受託者を同一人とする信託宣言（改正信託法案第3条第3号）と、積極財産と消極財産双方を信託財産とすること（同法案第21条1

項 3 号)が認められる方向にあるからである。これによって、企業や個人が保有する財産の一部を自ら信託として分別管理することが可能になる。同時に、信託受益権を投資家に販売すれば、企業は事業そのものを裏づけとする新たな資金調達経路を得ることになる。こうしたスキームを事業信託と呼ぶことがある(ただし、事業信託という言葉が法令上定義されているわけではない)。

企業の資金調達として考えると、信託宣言+事業信託という戦略には二通りの用い方がありうる。第一は、収益部門を切り離して信託勘定に移すというものであり、これによって企業は有望な事業部門を強化することができる。独自に社債を発行できないが有望な技術や特許等を保有する中小企業にとっては魅力的な選択だろう。もう一つは、不採算部門を切り離して別途資金を調達し再生を試みるものである。不採算事業のリストラを行う場合、当該部門を信託勘定として切り離せばリストラや再生計画に専念することで可能になるため、迅速な処理が行われるだろう。事業再生スキームとしての潜在性が指摘されるゆえんである。

この二つの類型は逆のベクトルを持つものであり、混同が生じる余地はほとんどない。しかし、実際に信託受益権が販売されるとき、対象となる事業がいずれのケースに相当するかを、すべての投資家が正しく判断できるとは限らない。信託受益権を直接購入する投資家の場合はまだしも、信託受益権が別の投資信託に組み込まれている場合には、最終的な投資家に対しての情報開示が非常に重要になる。こうしたことから、金融庁は特に投資家保護の観点から、信託業法の改正案を提出している。

このように前向き・後ろ向きいずれの方向においても、信託制度は使い勝手がよいと印象づけられるのだが、次の2点に注意をしておかなければならない。

第一に、こうした仕組みを利用したとき、資金調達コストがどのように変化するかは一概に判断できない。たとえば前者のケースであっても、低業績部門を抱えた本体の資本コストが必ず上昇するわけではない。それは切り離れた好業績部門を将来どうするかに依存する。将来、好業績部門を本体に復帰させることが予定されており、投資家がそれを予想に織り込むならば、一時的に好業績部門が切り離されていても、中長期的には資金コストが低下するかもしれない。

第二に、資金調達面と同時に資金運用面にも配慮が必要である。好業績部門であれ不採算部門であれ、一部門を切り離すという行為はその部門を従来と異なる方法で運営し、それによって収益を得る(あるいは損失を回避する)ことが究極の目標であるはずである。また、切り離された部門を受け入れる信託勘定にとっても、投資家に分配できる収益を確保する必要がある。つまり、資金は調達するだけで役目を終えるわけではなく、事業に振り向けられる(運用に振り向けられる)ことによって本来の機能を果たすことができるのである。どのようなスキームを使う場合でも資金調達が最終目的ではないことは正しく認識しておかなければならない(なお、本稿執筆時点での各種報道によれば改正信託法が今国会で成立する見込みは少なくなったようである。また、日本の証券化市場の推移については、「資産流動

化と投資家保護に関する調査報告書（各年版）」（(財)日本資産流動化研究所・1993年から2003年）、「証券化の法と経済学」（高橋正彦・NTT出版・2004年）、「私の資産流動化教室」（木下正俊・西田書店・2004年）等が参考になる。）

3. ヨーロッパにおける WBS

(1) WBS の基本的構造

WBS はそれまでの伝統的な証券化の発展形態として登場したものである。そのきっかけになったのは1994年にスウェーデンの福祉施設賃料に基づいて行われた証券化であった。当初、福祉施設を運営する地方自治体が施設を SPC に譲渡するという形が考えられたが、地方自治体が資産を譲渡する際の法的根拠に疑念が生じそのままでの実施が難しくなった。加えて、自治体以外に適当な施設運営体が見つからず、最終的には Secured Loan Structure (担保融資)として知られる方法が採用されている。

ただ、この事例は、物的施設だけではなく、事業全体（物的資産＋経営ノウハウ）の価値を証券化することへの関心を引き起こした。1995年、英国において高齢者向け介護施設事業（Craigmoor Nursing Home）、ホテルチェーン事業（Phoenix Inn）を対象とした証券化スキームが誕生し、さらに、1997年7月、investcorp社が新たな法律構成のもとで高速道路ドライブイン事業（Welcome Break）の証券化スキームを立ち上げている。現在は investcorp 社のケースをもって WBS の第一号と考えることが多い。そして、その後、英国を中心に資金調達の主流として普及していったのである。

ここで WBS の基本的なフレームワークを確認しておこう（図1）。ただし、図1は骨格となる部分のみを表しており、実際にはここには表示されないさまざまな組織も関与することになるので注意されたい。

(イ) 事業の特定

通常の証券化は収益を生み出す資産の特定から始まる。WBS では事業を行うためのノウハウと必要な資産をオリジネータが特定するところから始まる。つまり、ハード面での資産の存在だけではなく、それをどのように事業化するかというソフト面の準備も必要となる。

(ロ) 事業 SPV (Special Purpose Vehicle) の設立

事業資産を受け入れるため、オリジネータは別法人である事業 SPV を設立し、当該資産を譲渡移転する。なお、事業 SPV は本稿で便宜的に用いる名称であり、実施上は具体的な法律構成によって呼称が変わる。英語圏では Property SPV とも呼ばれている。

(ハ) 発行 SPV の設立

投資家に対して証券を発行して資金を集めるための発行 SPV を設立する。発行 SPV も本稿での呼称であり、英語圏では Issuer SPV と呼ばれている。通常の証券化では、資産の譲渡を受けた SPV がそのまま証券を発行するのが基本である。

(二)発行 SPV による事業 SPV への貸付および事業の実施

発行 SPV は投資家から集めた資金を事業 SPV に貸し付けることにより、貸出債権を保有する。これが発行した証券の償還のための源泉となる。事業 SPV は借り入れた資金を使ってオリジネータから事業のためのノウハウを雇用し、資産と結合させることで事業を展開、収益の一部を発行 SPV に返済する。

オリジネータは、その事業遂行能力をもって事業全体に積極的に関わっていくが、言い換えれば、WBS における裏づけ資産は、オリジネータの関与なくしては収益を生み出すことができない資産であることを含意している。つまり、それ自体では収益を生み出さないという意味で自立性を欠く資産であり、それに呼応するオリジネータのノウハウ=事業能力が証券化の原動力になっている。「事業」の証券化と呼ばれるのはこのためなのだが、資産の高い自立性(オリジネータと切り離されても収益が生み出される)が要求される通常の証券化との大きな違いに注意されたい(表 1 参照)。

よって、WBS では、資産とオリジネータの結合により事業を遂行する部分(灰色部分)と、事業のみを裏づけとする資金調達部分(白色部分)が、明確に機能分離される(こうした議論の詳細は筆者自身の「WBS(Whole Business Securitisation)と間接金融」(2004 年九州経済学会第 54 回大会(九州大学))および「通常の証券化、WBS と間接金融」「証券経済研究」第 49 号 2005 年」を参照のこと)。

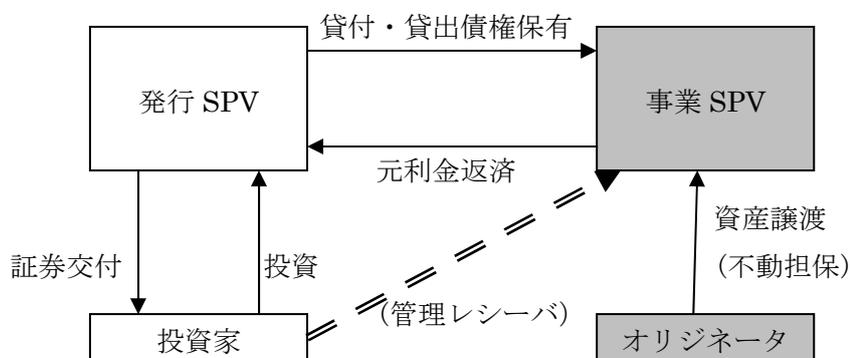


図 1 WBS の基本的なフレームワーク

通常の証券化	WBS
SPV が一つ(資産を譲渡される SPV が同時に証券を発行)	SPV が二つ(資産を譲渡される SPV と証券を発行する SPV が別組織)
資産の独立性が高い。	資産の独立性が低い。
トゥルーセール	トゥルーコントロール

表 1 通常の証券化と WBS の違い

ところで、投資家が保有する証券は、事業 SPV に対する貸出債権に裏づけられている。オリジネータのノウハウは証券を直接裏づけるわけではない。つまり、貸出債権を介在させることによって、オリジネータの破綻リスクから投資家を隔離するという構造になっているのである。むしろ、オリジネータから事業 SPV への資産譲渡に際しても真性売買性（トゥルーセール）が求められるのだが、発行 SPV と事業 SPV の貸出債権を介した関係の中に、WBS の本質が秘められているといつてよい。

本稿では図1のスキームを持つ証券化のことをWBSと呼んでいる。というのは、単独のSPVを用いて、特定事業部門の収益だけを裏づけとする証券化スキームもすでに存在するからである。たとえば、マンションや賃貸ビジネスビルなどの建設の際に、将来の家賃収入を証券化して建設資金を調達する開発型証券化や、映画の興行事業収入を証券化する映画ファンドなども、広い意味では事業を証券化していると言えるからである。本稿ではこれらを事業型証券化と呼び、WBSとは区別することにしたい。

図1からもわかるように、WBSは通常の証券化に比べてスキームが複雑であり、これはオリジネータに対して追加的負担を強いることになる。事実、SPVが複数になればその設立費用だけは倍増するだろう。ではなぜこのような面倒なスキームを使う必要があったのか。このことを英国の事例を振り返ることで考えてみよう。

(2) 英国における WBS

表2は英国で行われたいくつかの事業の証券化を、その経済効果とともに示したものである(S&Pの資料による)。伝統的な資金調達の場合、EBITDA倍率がおよそ4～5倍程度であることからすれば一定の効果は期待できるようだ。また、調達機関も20年以上と長いものが多い。このほかにもHogshead and Dome(パブチェーン)、Granada Compass(ホテルおよび保養施設)、Yorkshire Water(水道事業)、Powell Duffryn(港湾サービス事業)、First Group(空港サービス事業)、Thorn(情報機器レンタル事業)などの事例が報告されている。

業種	事例	EBITDA 倍率
パブ・レストラン・ホテル事業	Alehouse(パブのリース事業)	—
	Avebury(パブのリース事業)	8.5
	Pubmaster(パブのリース事業)	8.5
	Punch Taverns(パブのリース事業)	7
	Punch Funding(パブのリース事業)	8
	Unique Pub(パブのリース事業)	9.5
	Welcome Break(高速道路ドライブ)	10

	イン)	
	RoadChef(高速道路ドライブイン)	12
	Hotel Securitisation(各地のホテル 8件の運営事業)	7
レジャー・娯楽 事業	Tassauds(マダムタッソー蠟人形館)	7
	Really Useful Theatres(ロンドン中 心街の13劇場運営事業)	8
運送事業	City Aviation(ロンドンシティエア ポートの管理運営事業)	9
	Wightlink(ワイト島フェリー運航)	9.5
施設管理運営事 業	Westminster Healthcare(福祉介護事 業)	6
	Craegmoor(福祉介護事業)	—
	London International Exhibition Center(総合展示場運営事業)	—

表2 英国の事業証券化の事例（－は数値入手不可）

これらの事例を見ると、証券化が行われた事業には以下のような共通した特徴がある。

- (イ) 固定的な施設を利用することによって展開される事業であること。いずれも建物や輸送機器など固定的な設備・施設を中核資産とする。
- (ロ) 参入が比較的困難である事業であること。固定的な施設のための初期投資が巨額であること(ホテルなど)、許認可事業であること(運送事業など)により、参入が制限されている。
- (ハ) 事業形態の変化が少ない、もしくは事業環境が安定的な事業であること。事業そのものの形態が短期間に急変することが少なく、事業の全体像の把握や収益の予想が容易である。
- (ニ) キャッシュフローを生み出しやすい事業であること。“日銭”を稼ぎやすく、収益予測が比較的容易である。

つまり、WBSの対象となる事業は、俗に言う“おいしい商売”ではないかということになる。固定的かつ巨額の初期投資に由来する規模の経済性の存在・許認可制度に支えられた既得権・安定的かつ確実なキャッシュフローの存在、等は、事業主体にとって決して手放したくない無形の経営資産であろう。しかしこうした利得は、事業を安定的に継続することによって初めて実現可能となるものであって、たとえ参入の脅威が少ないとしてもそれで安泰というわけにはいかない。資金調達必要性は依然として高いのである。

事業主体としては、事業に対する関与・コミットメントを維持して事業の利益を確実に手

にしたいと考える一方、必要な資金を投資家から集めたいのである。ここにジレンマが発生する。投資家から資金を集めるためには、投資家による事業への関与を一定程度認めなくてはならない。株式調達を行えば、経営参加を求める株主が登場するかもしれない。銀行から借り入れればメインバンクとして経営に介入される可能性がある。WBS においては、投資家の関与を発行 SPV 段階で遮断し、一方、オリジネータは 100%子会社である事業 SPV を通じて事業全体に対する支配力を維持できるのである。

(3) 不動産担保制度・管理レシーバ制度

先述のように、事業 SPV のリスクを発行 SPV から隔離すれば、投資家は事業リスク全体から隔離される。しかし、このようにして事業リスクを分離するだけでは不十分である。なぜなら、事業 SPV が債務超過になり破綻すれば、発行 SPV が持つ貸出債権が不良債権化し、必然的に投資家の保有する証券の価値も毀損されてしまう。すなわち、貸出債権を介在させる WBS では、事業リスクが貸出債権リスクに置き換えられるだけで、リスク分離が不完全に終わってしまう。これは証券化の成否にとっては致命的といえる問題である。

では、なぜ英国において WBS が可能であったのだろうか。これには、英国の倒産法制(特に不動産担保と管理レシーバ制度)が深く関わっている(図 1 参照)。従来、英国は企業・事業の存続を視野に入れた倒産法制を有していなかった。しかし、倒産時点において、時価に基づく清算を行うよりも、継続企業を器として事業を継続させた後で売却するほうが有利である場合が多いとの指摘が、特に金融機関(銀行)から提議された。これを実行するには、企業継続に寄与するさまざまな要素を、倒産時の債権債務関係を調整しつつ管理しなければならない。このため、企業の現在および将来の全財産を浮動担保(floating charge)として設定するという方法が採用されたのである。

浮動担保は企業が問題なく運営されているときには問題にはならないが、倒産に瀕したときに初めて担保として認識される。そして、債権者は浮動担保とそれを管理する管理レシーバを活用して、企業を継続させるのである。換言すれば、火急の事態において債権者が事業を確実にコントロールできる措置が準備されており、これを(通常の証券化のツール・セ・ールに対して) トゥルー・コントロールと呼ぶことがある(前掲表 1 参照)。

ただし、浮動担保は最終的には企業価値の換価が予定されている。つまり、それはあくまで倒産手続きの一環であり、企業存続が目的ではない。逆に言えば、企業が問題なく事業を展開する限り投資家は口を出さない(する必要がない)ので、事業の主導権は企業に帰るのである。しかし、こうした制度は明らかに債権者に有利な制度(creditor friendly)であり、これに対抗して借手が過度の防御措置をとるようなことがあれば、企業の経営権市場がかえって混乱する懸念があった。このため、英国では 2004 年 9 月をもって管理レシーバ制度は原則廃止となった。ただし、すでに先行した WBS 案件も相当数であることから、一定の要件を満たす限りにおいて管理レシーバを利用できるという例外措置が講じられている

(管理レシーバ制度については「各国の事業再生関連手続きについて」内閣府産業再生機構担当室 2005 年がわかりやすい)。

英国の経験からわかることは、WBS にとって不動産担保制度・管理レシーバ制度が不可欠ということではない。そうではなく、事業を立ち上げるための仕組みと事業破綻時に投資家に関与を引き出す仕組みをあわせて準備することが WBS には必要だということである。したがって、管理レシーバ制度を持たなくても、同様の効果を確認できる別の方法を講じることができればよいのである。特に、事業再生という観点から考えるときには、資金の出し手がそのような形で再生そのものに関わっていけるのかは非常に重要である。

4. 日本の WBS～具体的手法と可能性～

次に日本における WBS の取り組みを見てみよう。すでに日本には事業型証券化がすでに数多く登場しているが、図 1 に近いスキーム(つまり、SPV が二つ存在し貸出契約が介在する・オリジネータが実質的に事業に関わる)としては、2004 年 3 月に東京スター銀行が中心となって組成されたスキームがよく知られている。これは福岡を拠点とする遊技場運営会社福友産業のパチンコホール運営事業を対象とした約 130 億円規模のスキームであり、必ずしも英国で見られるような形ではないが、現段階では日本における WBS 第一号案件とされている(2005 年 12 月には(株)ダイエーがパチンコホール 16 店舗による同様のスキーム(230 億円規模)を新生銀行とともに立ち上げている。さらにドイツ証券も(株)ガイヤ・インベストメントの 700 億円規模のスキームを組成した)。スキームの詳細は東京スター銀行のニュースリリースに記載されているが、ここでは図 1 と対照させつつその骨格を確認しておこう(図 2)。

まず、福友産業(オリジネータ)が 100%子会社としてインベストメント SPV(発行 SPV の相当)を設立し、さらにインベストメント SPV の 100%子会社としてプロパティ SPV を設立する。オリジネータはプロパティ SPV に事業のための資産(本件ではパチンコホール 7 件(うち 3 件はリース物件))を譲渡し、あわせて賃貸借契約により事業を継続する。一方、インベストメント SPV はプロパティ SPV に対してリコースローンを実施、その元金返済はオリジネータからプロパティ SPV に支払われる賃料をもってあてる。

本スキームが WBS と目される理由の一つは、投資家の立場にある東京スター銀行が発行 SPV に対して行うノンリコースローンの存在にある。インベストメント SPV はプロパティ SPV に対するリコースローンだけを行うから、結局、東京スター銀行はパチンコホール事業だけを対象にした貸出を行うことになる。逆に言えば、福友産業はパチンコホール事業だけを信用の対象として切り離すことが可能になったのである。

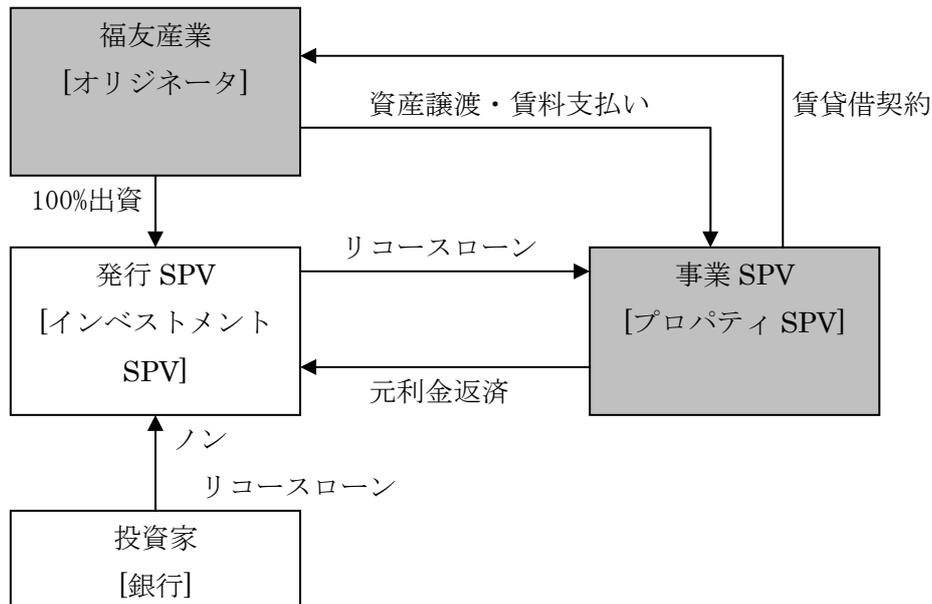


図2 日本の事例

厳密にはノンリコースローンに基づくリパッケージ証券などを投資家に販売しなければ証券化とは言えないが、オリジネータが譲渡資産に対して深く関与する事業遂行部分（灰色部分）と、当該事業を裏づけとする資金調達部分（白色部分）が分離されるWBSの重要な特徴が現れていることは注目に値する。

また、本スキームにおいては一定のEBITDA値を設定し、それを下回るような事態に陥ったときには、事業主体を入れ替えなければならない。このため、銀行がバックアップオペレータをあらかじめ指定することになっている。当然のことながら、バックアップオペレータは最終的な資金供給主体である銀行の利益の確保を目的とするから、結果的に債権者フレンドリーなスキームになっているといえるだろう。なお、同行はニュースリリース（2005年8月31日）において、ある農業法人について事業の証券化スキームを用いたノンリコースローンを実施したとしているが、筆者の判断ではこちらはWBSというよりは事業型証券化に近いようである。

5. 企業再生から見たWBSと今後の課題

最後に事業再生という観点からWBSの評価を試みる。先述したように、WBSそれ自体は、有望な経営資源に秘められた潜在的な収益機会を実現させるために、事業主体の事業に対するイニシアティブを維持しながら、投資家に対して有利な投資機会を提供しようとするスキームである。したがって、収益が発生する見込みがないと市場が判断した事業は早晩、淘汰されてしまうし、そうでなければ資源の無駄遣いを引き起こす。われわれの経済は、将来展望の描けない事業を温存させるほど豊かではない。

逆に、収益機会のある事業を市場が個別に評価し資金を配分できれば、有望な事業を市場メカニズムの中で正しく選別できるはずである(図3-1)。しかし、金融市場は資金調達主体ごとに評価を行い、事業ごと市場は(プロジェクトファイナンス等を除けば)成立しない。したがって、個別の事業の見通しが資金調達主体全体の評価に間接的に反映され、このため、有望の事業を持っているにもかかわらず、それが市場において評価されない(評価できない)という事態が発生する。オーバーハング効果などによって有望な事業を稼働させることができない場合、一部に極端に成績の悪い事業を抱えているため、企業全体の資金調達力が低下し有望な事業までも断念せざるを得ない場合などがそれである(図3-2。企業Aも企業Bもともに有望な事業を持っているにもかかわらず、不採算部門の存在によって資金を得られない)。

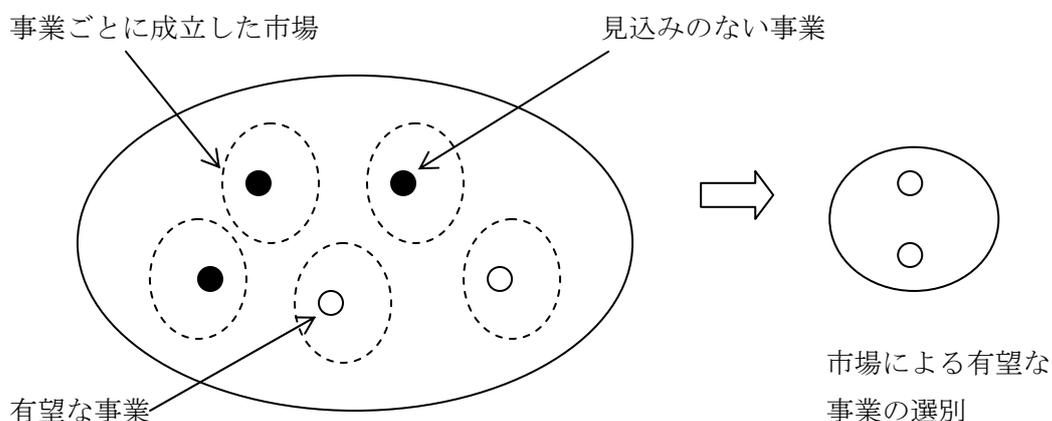


図3-1 市場による有望な事業の選別

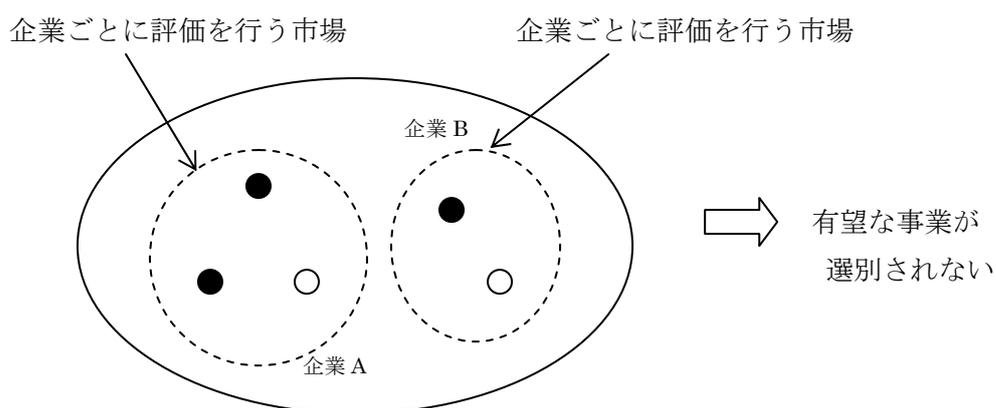


図3-2 市場による企業の選別

したがって、企業組織の枠組みを解消し事業を個別に評価できる市場を構築することは、資源の有効利用という市場経済の大原則に照らしてみても必要なことである。この意味で、

不採算部門とともに消滅の危機に瀕した有望な事業を再生させることは、社会的に意義のあることであり、その1手法として有効なのではないかという期待がWBSに対する最近の関心の背景にあるものと思われる。

また、標準的なWBSの場合（先掲図1）、発行SPVと事業SPVは同じオリジネータから派生した組織であり、発行SPVにとって事業SPVをモニタリングすることはきわめて容易である。これは、事業再生の対象となるような企業の場合、一般の貸出債権を用いればそのモニタリングコストは大きくなってしまふ。WBSスキームには、それらを内部化することによるコスト節約が可能になるとと思われる。最近、シンガポール・マレーシア・香港等でもWBSが実施されたという報告に接する機会があったが、そこでは上述のようなモニタリングコストの節約効果が強調されていた。具体的なスキームを確認していないが、おそらく複数のSPVと貸出債権を介在させたスキームではないかと思われる。

しかし、WBSがあらゆる事態においても最善の手法であるわけではない。少なくとも以下にあげるような点について、十分な情報と見通しを持った上でなければ、事業再生にWBSの活用を考えることは避けるべきだろう。

(1) 対象業種を選択

WBSを視野に入れる場合には、まず事業そのものの特性を慎重に分析しなければならない。英国の事例からも理解できるように、に適しているのは不況に強い業種（市場用語を使えば“ディフェンシブ”な業種）である。これは単に不況時にも収益が期待できるということではなく、将来収益の流列が景気動向に左右されない安定性を持つことを意味している。

ところが事業再生が必要な業種は、いずれも数年来の不況のあおりを受けて業績が低迷している業種である。つまり、そのままでは証券化の枠組みに乗せることはこの本質から考えて不可能なのである。

この矛盾を解消するためには、破綻時のリスクマネジメント措置を十分に手厚く措置することが欠かせない。業種そのものを変えることができない以上、WBSスキームを用いたとしても、事後的に破綻に追い込まれることもあるだろう。問題はそのときに事業の継続・清算を含めた再度の意思決定を行う構造が組み込まれているのかどうかである。

(2) トゥルナーコントロールの確保

常識的に考えて事業再生リスクは決して小さくない。だからこそ、リスクマネーを呼び込む必要があるとされ、WBSもそのための1手法と考えられることがある。リスクマネーを呼び込むことが経済再生の要であるという声は強い。ただ、その場合でも、リスク回避的な投資家を想定したスキーム設計が必要であることには変わりはない。倒産隔離措置や真性売買、対抗要件をめぐる議論はいずれも投資家が負担するリスクを小さくするものであり、さ

らに証券という標準化されたデヴァイスを用いることは、証券化がリスク回避的な投資家を想定していることを端的に表している。この意味で、破綻リスクが大きい事業再生にとって、事業再生に付随するリスクを投資家が事後的にコントロールするためのトゥルーコントロールを確保できるかどうかはWBSの成否にとって決定的であるといつてよい。

(3) 他の資金調達手法との連携

結局、WBSは事業の“自然治癒力”を基礎に投資家からの資金提供を受け入れるスキームであり、“内科的な措置”と言えるだろう。逆に、大規模な“外科的な措置”が必要な場合、WBSを使っても成果実現の前に事業が破綻する可能性が高い。つまり、もともと証券化可能な状況ではない。したがって、事業再生過程のうち、外科的な措置が必要な局面（おそらく事業再生の初期の段階だろう）には伝統的な再生手段を利用し、収益発生の見込みが生じた段階で、WBSを考えることが現実的なものかもしれない。言い換えれば、WBSだけに過度の期待をかけるべきではない。離陸時・上昇時・巡航時に応じたエンジンの微調整が必要なのである（図4）。

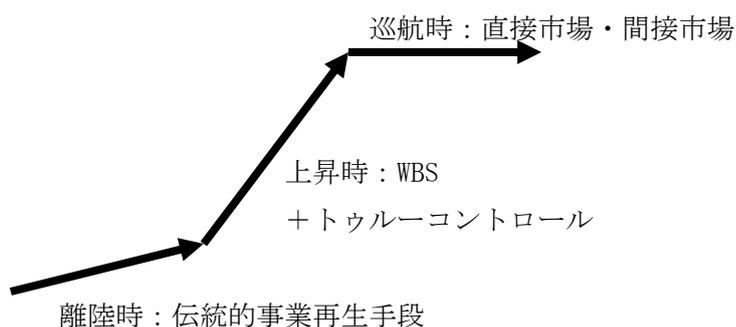


図4 他の手法との連携

6 財政再建とWBS

最後に経済政策的な話題に触れておきたい。「再生」という言葉が持つ響きに由来するためか、近年、政府の財政再建に証券化手法を用いることはできないかという議論がある。財政再建に関する議論は、もともとは国債残高を減らし、少なくともプライマリーバランスを均衡させようという意図のもとで展開されてきたのだが、あわせて成熟した経済において政府部門がどのような役割を演じるべきかという経済構造の根本原理に関わる議論も含まれている。

民間部門に委ねることができる部分は積極的に民間部門に開放する、というのが大きな流れになっている。その反面、公共部門が行うほうが効率上あるいは社会政策上望ましい領域もある。国民の安全や構成・公平に関わる公共サービスにはそのようなものが少なくない。それらの安定的供給を担保することは必要だが、かといって従前のように無条件に財政

資金を投じることも難しくなってきた。

つまり、特定の公共サービスの供給に関して、政府はそのノウハウを持っているが資金は十分ではないという状況が現出しているのであり、ここに WBS や事業型証券化を導入できる可能性がある。現在、公共サービスを供給するためのソフト・ハード双方を政府が自己勘定で保有するので、それだけ資産勘定が大きくなる。資産が大きくなれば必然的に負債も大きくなる。WBS や事業型証券化により、特定の施設を別組織に移転することが可能になれば、政府部門に公共サービス供給の機能を残しつつ、その市場価値を用いて市場から資金を調達できるかもしれない。その結果、市場からのガバナンスに沿った効果的な運営が行われ、長期的には財政への負担を減少させることができよう。

もちろん、解決しなければならない課題は多い。何といても政府資産（あるいは負債）が、市場の評価を受けられる状況になければならない。換言すれば政府部門のバランスシートが整備されていなければならないのだが、この点についてはなお道遠しの感も否めない。また、一般会計勘定で取り扱われる事業は、政府機能の中でも基礎的なものが多いことを考えれば、民間資金の気まぐれに頼ることは好ましくないかもしれない。

逆に言えば、特別会計勘定の中でも事業特別会計の中には、政府の保護・規制が強いわりには事業性が高く、収益も予測しやすいものも含まれるのではないか。それらは事業の証券化になじみやすいはずである。部分的にせよ民間市場からの調達が可能になれば、現在約 47 兆円に達する一般会計からの繰り入れを多少なりとも減額できるかもしれないと考えるのは、筆者の想像と期待に過ぎないだろうか。

6 おわりに

以上、事業再生への応用可能性ということを念頭に置きつつ、WBS に関わる諸論点について述べてきた。筆者はもともと理論経済学を専攻としているため、本稿も必ずしも実務経験豊かな読者諸氏の求める内容にはなっていないかもしれない。それは言うまでもなく筆者自身の勉強不足によるものであるが、同時に、WBS がスキームとして未成熟であることにも起因しよう。ここで論じた諸点が読者諸氏の一助となり、より効果的な事業再生手法の確立・WBS 手法の確立に資することができれば幸いである。