

産業再生の新たな枠組み —産業再生法の包括的な改正と狙い—

2002年12月に決定された産業再生・雇用対策戦略本部「企業・産業再生に関する基本指針」に基づいて創設される産業再生機構の設立関連法とともに注目を集めているのが、産業活力再生特別措置法（産業再生法）の包括的な改正である。改正産業再生法は、過剰供給構造の解消に向けて中核的な施策と位置づけられる一方、機動的な組織再編を可能にする商法・税法の特例措置を盛り込んでいる。

1. 産業再生法改正の背景と狙い

1) 事業再構築計画の認定実績と評価

産業再生法は、企業の生産性向上が停滞したことによる中長期的な潜在成長力の低下が90年代の経済低迷の要因であるとの認識の下、企業の事業再構築と経営資源の有効な再活用を支援する目的で1999年に制定された¹。産業再生法の基本的な仕組みは、2003年3月までに主務官庁の認定を受けた「事業再構築計画」を実行する企業に対して、さまざまな特例措置を認めるというものである。特例措置としては、①現物出資等における検査役調査の省略、②役職員へのインセンティブ（ストック・オプション）の付与、③営業全部の譲受け及び営業譲渡に関する特例、④債務の株式化（デット・エクイティ・スワップ）実施時の金融機関株式保有規制の緩和、⑤無議決権株式の発行枠の拡大、⑥税制上の優遇措置（会社設立・合併・増資等に要する登録免許税の軽減など）の6つの柱が用意された。ただしこれらの措置の中には、あまり使われなかったものや、商法改正によって実現可能となったため産業再生法認定取得の必要性がなくなったものもある²のが実態である。

施行以来、2003年2月初めまでに認定を受けた事業再構築計画は179例である。これらの事業再構築計画認定例を分析すると、①経済産業省所轄案件が多い、②税制優遇措置（と

¹ 産業再生法の制定経緯と施策の概要について橋本基美「最近の企業再編法制をめぐる動き」『資本市場クォーターリー』1999年秋号参照。

² 例えば、経営陣や従業員による企業買収形態であるMBO（マネジメント・バイアウト）あるいはEBO（エンプロイー・バイアウト）に対して、買収資金の出融資などの支援措置を設けたが、使われた実績はない。また優先株など議決権制限株式の発行枠拡大は2002年4月施行の改正商法で実現している。関雄太・岩谷賢伸「活発化しはじめたわが国MBOの現状と課題」『資本市場クォーターリー』2001年秋号参照。

りわけ登録免許税の軽減措置)を狙った計画例が多い、③2002年には流通・不動産・自動車セクターに属する企業によるデット・エクイティ・スワップ活用のための認定事例が増えている³、などの点が指摘できる。すなわち、事業再構築計画の認定を受けることは、主として持株会社設立の際の優遇税制を提供されることに等しく、申請企業には財務体質が比較的良好で企業再編・グループ再編に積極的な企業も含まれていた。しかし2002年に入って、財務体質の悪化から資本市場の信認も低下しているような大企業の認定事例が増えてきていたことがわかる。この経緯に象徴されるような2001～2002年に生じた産業再生法に対する期待の変化が、今回の包括的な改正にも影響を及ぼしていると考えられる。

図表1 事業再構築計画の認定事例(2003年2月6日現在)

		(件数、対全体%)					
		2001年度まで		2002年度		施行以来計	
担当省庁	経済産業省(旧通産省)	84	62.7%	32	71.1%	116	64.8%
	国土交通省(旧建設省、運輸省)	6	4.5%	8	17.8%	14	7.8%
	農林水産省	17	12.7%	3	6.7%	20	11.2%
	総務省(旧郵政省)	3	2.2%	0	0.0%	3	1.7%
	厚生労働省(旧厚生省)	4	3.0%	0	0.0%	4	2.2%
	金融庁	23	17.2%	2	4.4%	25	14.0%
支援策	登録免許税・不動産取得税の軽減、設備廃棄に伴う欠損金の特例など	116	86.6%	44	97.8%	160	89.4%
	政府系金融機関の低利融資	32	23.9%	10	22.2%	42	23.5%
	産業基盤整備基金の債務保証	6	4.5%	0	0.0%	6	3.4%
	検査役調査の特例	27	20.1%	0	0.0%	27	15.1%
	ストックオプション	3	2.2%	0	0.0%	3	1.7%
	無議決権株式発行の特例	1	0.7%	0	0.0%	1	0.6%
2社以上での申請		43	32.1%	21	46.7%	64	35.8%
合計認定計画数		134		45		179	

(注) 2002年度は2002年4月1日から2003年2月6日まで。また、担当省庁が2以上、もしくは、2以上の支援策を活用する例もある。

(出所) 経済産業省資料を基に野村総合研究所作成

³ 2001年度までにデット・エクイティ・スワップを実施した企業で産業再生法による支援を受けているのはスカイエンタテイメント1社のみであったとみられるが、2002年度は9社の見込みである(図表2参照)。関雄太「日本企業におけるデット・エクイティ・スワップ」『資本市場クォーター』2002年春号参照。

図表2 デット・エクイティ・スワップの実施企業と産業再生法の計画認可（2002年度）

企業	実施時期	債務株式化の概要（実質的な債務株式化含む）	再建計画の概要	産業再生法
松下興産 （未上場）	2002年6月	債務600億円の株式化 （内容の詳細は不明）	900億円の第三者割当増資（松下グループ200億円、松下家関連会社が200億円を負担）とセット	—
空研工業 （未上場）	2002年9月	債務70億円の株式化 （優先株・普通株を発行、九州銀行、みずほアセット信託、福岡シティ銀行が引受）	2003年3月までに65億円の無償減資も予定	02.09.17認定
ダイエー	2002年8月	債務2,300億円の株式化 （5種類の優先株2,200億円と普通株100億円を銀行（約1,150億円現物出資）、三井住友銀行（約575億円現物出資）、みずほコーポ銀（約575億円現物出資）に割当）	2002年6月に欠損金処理のため1115億円の無償減資、同時に既発行優先株の併合（10対1）、普通株の併合（2対1）も実施。 債務免除1,700億円とセット。02年8月末で債務超過解消 2002年12月にはあかつきキャピタルに100億円第三者割当	02.4.26認定
長谷工コーポレーション	2002年9月	債務1,500億円の株式化 （第1回～第4回A種優先株、第1回B種優先株を大和銀、中央三井信託銀、みずほコーポ銀に割当）	2002年8月に99%減資と株式併合（5対1）を実施 不動産の含み損などを一括処理して債務超過の解消	02.06.11認定
大京	2002年9月	債務600億円の株式化 （第1種～第4種優先株を発行、UFJ銀行450億円、みずほコーポレート銀行51億円、あさひ銀行48億円、UFJ信託銀行51億円が引受）	4,100億円の債務免除とセット マンション事業に専念するため賃貸ビル、海外不動産子会社などを売却。	02.08.29認定
住友建設	2002年9月	債務300億円の株式化 （無議決権優先株を発行、三井住友銀が2/3、住友信託が1/3を引受）	300億円の債務免除とセット 2002年8月に90%減資 2003年4月に合併・三井住友建設へ	—
いすゞ自動車	2002年12月	債務1,000億円の株式化 （第三者割当による優先株発行。主要取引5行が引受）	2002年8月に「新3ヶ年計画」を発表（GMの支援強化、北米SUV事業の再構築など）。同時にGMに対する100億円の普通株増資。 03年1月に欠損金処理のため898億円の無償減資	02.12.16認定
ケンウッド	2002年12月	債務250億円の株式化 （あさひ銀行が債権を原物出資しA種・B種優先株を引受）	2002年7月に「抜本再建計画」を発表。 同10月にスパークス・アセット・マネジメント投信、メリルリンチ・インベストメント・マネージャーズへの第三者割当増資（20億円）を実施。 03年3月期の債務超過を回避	02.12.19認定
藤和不動産	2003年3月	債務300億円の株式化 （A種・B種優先株をUFJ銀、三井住友銀、中央三井信託、住友信託、UFJ信託が引受予定。C種・D種優先株をUFJ銀行が引受予定）	2000億円の債務免除、および約90%の減資と株式併合（2対1）をセットで実施 1999年にも2900億円の債務免除を受けている	—
雪印乳業	2003年3月	債務200億円の株式化 （A種・B種・C種優先株を発行、農林中金、UFJ銀、みずほコーポ銀が引受予定）	300億円の債務免除（農林中金）とセット 2003年3月には普通株109億円の第三者割当増資による資本増強も実施	02.09.30認定
東洋シャッター	2003年3月	債務10億円の株式化 （優先株をみずほ銀行が引受）	2002年8月に90%減資（株式数変更なし）を実施 125億円の債務免除とセット（私的整理ガイドライン適用）	03.03.10認定
日本冶金工業	2002年度中	債務150億円の株式化 （無議決権優先株を発行する予定。みずほコーポ銀などが支援予定）	200億円の債務免除とセット（私的整理ガイドライン適用） 75%減資、株式併合（2対1）も行い期末債務超過を回避	03.03.11認定

（出所）各種資料より野村総合研究所作成

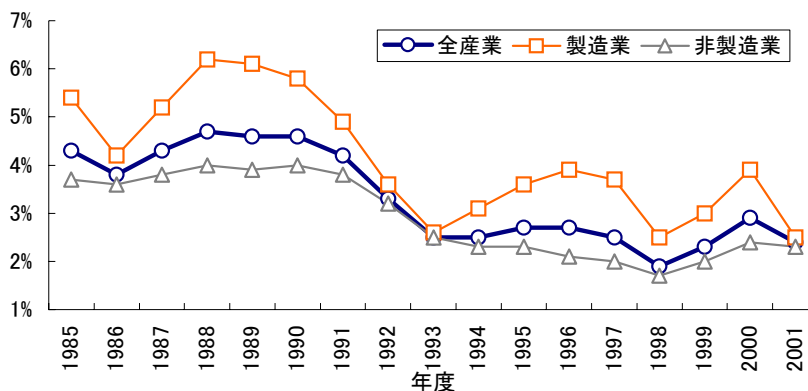
2) 改正の狙い

産業再生法は「改革加速のための総合対応策」（いわゆる総合デフレ対策、2002年10月30日公表）と「企業・産業再生に関する基本指針」（基本指針、2002年12月19日公表）を受けて改正されることとなった⁴。これらの指針および改正の背景には、わが国経済の長

⁴ 産業再生法改正案は2003年4月2日に国会を通過、同9日の公布と同時に施行された。

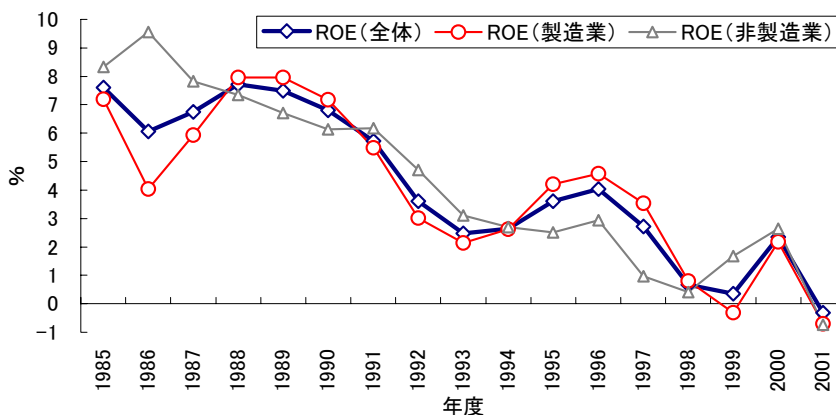
期低迷からの脱出が遅れるのではないかと懸念があげられる。図表 3 と図表 4 にみられるように、わが国企業・産業の資本効率や資産効率を示す指標は、1998 年度もしくは 99 年度にいったん底を打って上昇へ転じていたのだが、2001 年度（2002 年 3 月期）に再び大きく下落している。その再下落は、製造業・非製造業に共通の傾向であり、しかも上場企業の場合には全体で ROE がマイナスに落ち込んでしまった。このような、わが国企業における収益性指標の再悪化が 2002 年度の間に産業再生への危機感を醸成したともいえよう。

図表 3 わが国法人企業の総資産営業利益率の推移



(出所) 財務省「法人企業統計年報」より野村総合研究所作成

図表 4 上場企業の株主資本当期利益率 (ROE) の推移



(注) 利益 (分子) は当期ベース。

(出所) 東京証券取引所決算短信集計 (単体) より野村総合研究所作成

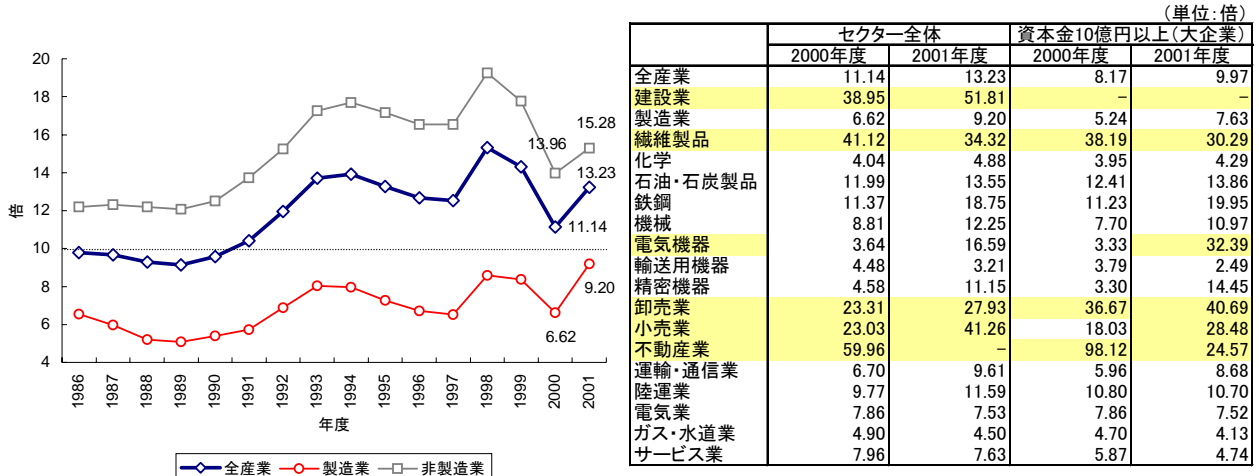
(1) 過剰債務構造の解消

わが国の企業セクターにおける過剰債務問題も再びクローズアップされている。法人企業統計によれば、負債の返済能力を示す有利子負債対キャッシュフロー倍率は平均で 2000 年度 11.1 倍から 2001 年度 13.2 倍に上昇している。業種別にみると、建設、繊維、卸売・小売、不動産で有利子負債対キャッシュフロー倍率が非常に高いほか、鉄鋼や電気機器で

も指標が 2001 年度に急に悪化していることがわかる。また、製造業の同比率は 2001 年度に 9.2 倍と史上最悪の水準へ上昇している。

このように、いったん好転していた各種指標が再び悪化へ向かったことを受けて、過剰債務問題の解決をはかることで企業・産業の生産性向上を支援しようというのが産業再生法改正の第一の意義といえる。

図表 5 有利子負債対キャッシュフロー倍率：推移と業種別状況



(注) 右表では、倍率 20 倍以上のセクターのセルに着色。「-」はキャッシュフロー赤字を示す。
 (出所) 財務省「法人企業統計年報」より野村総合研究所作成

(2) 一部産業セクターにおける過剰供給構造の解消

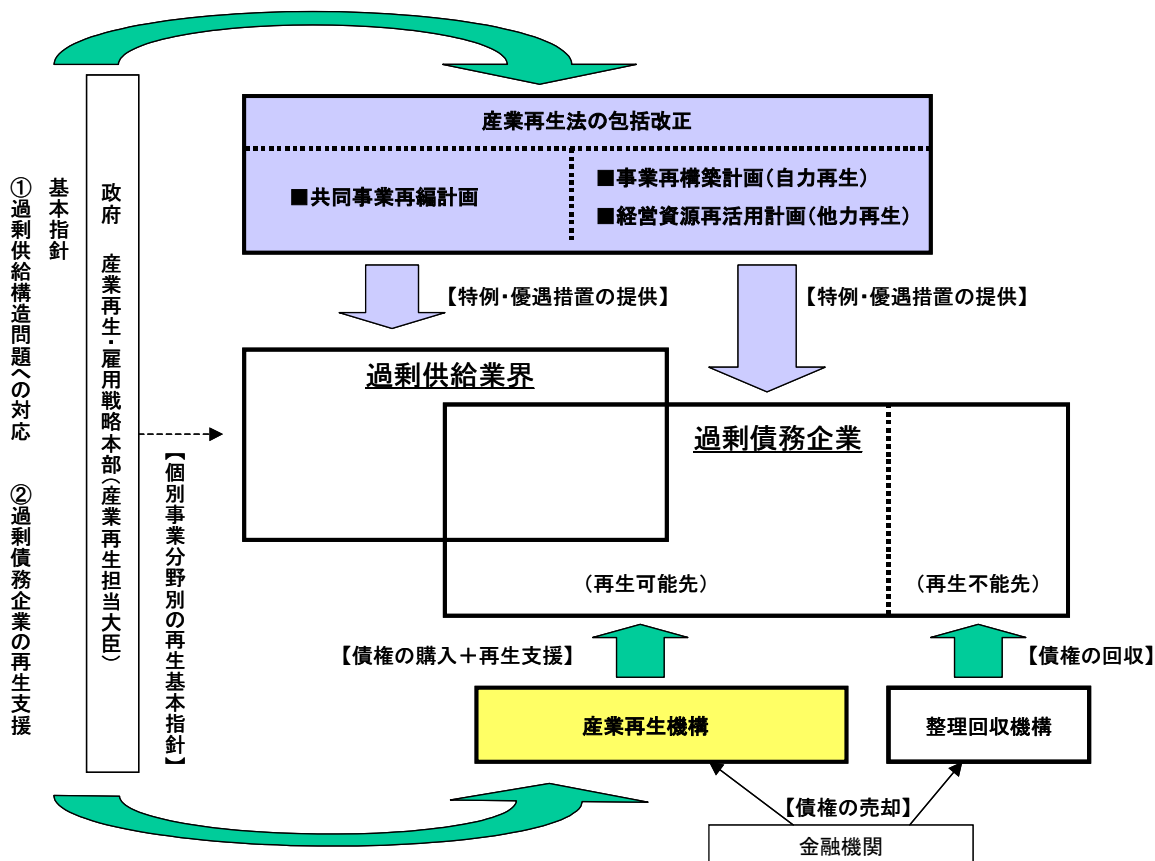
改正の第二の狙いとして、新設される産業再生機構⁵を通じて支援される個別企業の過剰債務問題の解決では対処できない、過剰供給状態にある産業セクターの構造調整に寄与しようということがあげられる。

産業再生機構構想に対しては、再生可能性があると判断される個別企業の債権を購入して再生を促すことから、一部の産業セクターが抱えている過剰供給構造の調整がむしろ遅れるのではないかとの懸念が大きかった。こうした懸念に対して「基本指針」では、過剰供給構造問題についてはセクターとしての設備廃棄や事業再編を考えるべきとし、その支援方策に産業再生法の抜本改正を中核に据えている。なお、基本指針では、改正産業再生法の支援対象は資産回転率・利益率などの指標が長期に渡る需給ギャップを示しているような事業分野に特定される（個別事業分野別に再生指針が策定される）としている。

このように、改正産業再生法は、過剰債務構造の解消、過剰供給構造の解消を狙いとして、総合的な支援策を用意しようとするものといえる。産業再生の大きな枠組みと産業再生機構＝産業再生法の役割分担については、図表 6 のように示すことができよう。

⁵ 産業再生機構設立関連法案は産業再生法改正案と同時に成立した（2003 年 4 月 10 日施行）。内容について小橋亜由美「産業再生機構について」『資本市場クォーターリー』2003 年春号参照。

図表 6 産業再生法の改正と産業再生機構の関係⁶



(出所) 野村総合研究所作成

2. 改正産業再生法の全体構成

今回の改正では、従来からある「事業再構築計画」に加えて「共同事業再編計画」「経営資源再活用計画」「事業革新設備導入計画」の3つの認定計画を創設し、4つの支援制度とした。これらの制度が改正産業再生法の第二章「事業再構築、共同事業再編及び経営資源再活用の円滑化」を構成する。

改正の第一の狙いである「過剰債務構造の解消」については、引き続き事業再構築計画を維持する一方、自社努力ではなく、企業再生ファンドや他の事業会社を買収によって再生させる場合⁷を想定し、新たに経営資源再活用計画を導入した。もうひとつの大きな狙い

⁶ 産業再生機構は、対象事業者に再生支援をするにあたっては産業再生法の各計画の認定申請を促すこと等により、施策の相乗効果を狙うべきものとされている（株式会社産業再生機構法第57条）。

⁷ 「企業・産業再生に関する基本指針」では「他力再生の場合」と表現する。

である「過剰供給構造の解消」については、共同事業再編計画を新たに導入する一方、過剰供給と認定された事業分野に属する事業者が単独で行う取り組みに対して事業再構築計画による支援措置を提供するとしている。事業革新設備導入計画はもともと基本指針にはなかった構想だが、産業の国内空洞化に対応するため、企業が新技術の研究開発と実証段階を一体化したような革新的な製造拠点を日本国内に整備する場合、特別償却などによって支援しようとする制度として導入された。

なお、過剰供給構造の解消のための支援措置を効果的に発動するため、経済産業大臣はわが国産業の再生に関する基本的な指針を定めることができる（第2条の2）。また各省庁の大臣は、所管する事業分野における必要と特性に応じて、事業分野別指針も策定することができる（第2条の3）。また支援の内容面では、機動的な組織再編を可能とするよう、これまで以上に商法・税制の特例を拡充した。

改正法の第三章は「中小企業の活力の再生」である。改正前には「創業及び中小企業者による新事業の開拓の支援」という名称であった章、すなわち創業支援制度としての色彩が強かった箇所を、企業再生支援の枠組みとして大幅に修正した形である。

3. 過剰供給構造の是正と共同事業再編計画

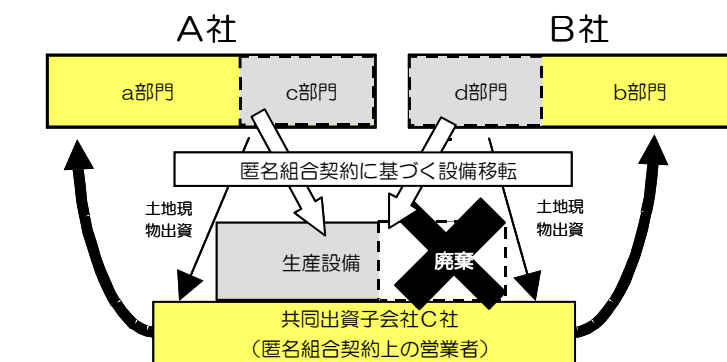
共同事業再編計画は、過剰供給構造の解消を目指して、二以上の事業者が共同して行う組織再編や設備廃棄を伴った事業活動を支援する制度である（第2条第3項、第5条）。

主な適用条件は、①施設の相当程度の撤去や廃棄その他の方法による当該事業分野における供給能力を減少させること、②複数企業が株式交換、株式移転その他、組織の再編成を伴うことの両方である（同条同項）。事業撤退を行わない場合、供給能力削減を示す定量的要件については、計画終了時点における修正 ROA⁸の2%ポイント以上の向上または有形固定資産回転率もしくは機械装置資産回転率の5%以上の改善などが「企業・産業再生に関する基本指針」に示された。

想定される共同事業再編計画の活用法は、図表7に示したように、ノンコアの事業部門について他社と共同で設備廃棄を行う目的で、共同現物出資子会社（商法上の匿名組合の営業者）を設立し、廃棄損を親会社通算できるようにする、といったものである。

⁸ 事業分野の特性に応じてキャッシュフローなどを修正する。

図表 7 共同事業再編計画を活用した再編の例



(出所) 経済産業省資料より抜粋

4. 投資ファンドの買収による再生と経営資源再活用計画

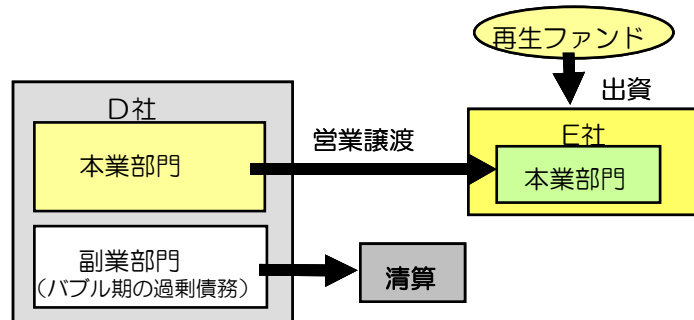
経営資源再活用計画は、他の事業者が事業を承継し、当該事業に係る経営資源を有効活用して当該事業の生産性の向上を図ることを支援する制度である(第2条第4項、第6条)。

「他の事業者」には、事業会社(後でみるように外国法人もあり得ると考えられる)のほか、いわゆる企業再生ファンド(プライベートエクイティファンド)や対象企業の経営者・従業員が想定されうる⁹。特例措置との関連では、迅速な再編を可能とするため、親会社・存続会社等の株主総会決議を必要としない「簡易組織再編」の対象が拡大することが注目される。例えば、簡易営業譲受けの特例は、改正前には譲り受ける会社の純資産の5%まで適用可能であったものが、改正後は20%まで認められる。

想定される経営資源再活用計画の活用法には、図表8に示されるように、例えば本業は好調だが、副業としての不動産投資などが原因で過剰債務状態に陥っている企業において、副業部門は清算して本業部門だけで企業を存続・再生させるパターンがあげられる。計画認定を受ければ、新会社設立の際の登録免許税減免などの優遇措置を享受でき、企業再生ファンドが現金を対価とする特定合併を目指すことが容認されるなど、さまざまな特例が認められることになる。

⁹ もし経営者がプライベートエクイティファンドと共同で継承すれば、いわゆるMBOとなる。

図表 8 経営資源再活用計画を活用した再編の例



(出所) 経済産業省資料より抜粋

5. 特例措置による企業再編手法の多様化

今回の改正によって、産業再生法の共同事業再編計画・経営資源再活用計画・事業再構築計画が認定された場合には、下記のような特例措置が活用できるものとされた。

1) 簡易な組織再編の特例

まず、認定計画に従って企業が営業譲渡・株式交換・会社分割などを行う際には、通常、影響の小さい組織再編だけに認められる当事者企業の株主総会特別決議の免除が、幅広く認められる（第12条の2～第12条の7、図表9参照）。また、認定事業者が企業グループ内部で再編を行う際には、当事者双方において、再編の規模にかかわらず株主総会特別決議が免除となる（第12条の2第2項など）。

図表 9 特例により拡大された組織再編の範囲

産業再生法による特例	通常の場合	拡大措置
簡易営業譲受 (第 12 条の 2)	他の会社から営業の全部を譲受ける場合で、営業の譲受対価が譲受ける会社の純資産額の 1/20 以下であれば株主総会特別決議が不要 (商法第 245 条の 5①)	1/20→1/5
簡易営業譲渡 (第 12 条の 3)	「営業の全部又は重要な一部の譲渡」の場合には、営業譲渡をする会社 (譲渡会社) における株主総会特別決議が必要 (商法第 245 条①)	譲渡財産が譲渡会社の総資産の 1/5 以下なら特別決議不要
簡易株式交換 (第 12 条の 4)	新たに発行する株式が完全親会社となる会社の発行済株式総数の 1/20 以下なら株主総会特別決議は不要 (商法第 358 条①)	1/20→1/5 1/50→1/10
簡易新設分割 (第 12 条の 5)	移転財産が分割する会社 (分割会社) の総資産の 1/20 以下なら株主総会特別決議は不要 (商法第 374 条①)	1/20→1/5
簡易吸収分割 (第 12 条の 6)	承継会社については、分割により発行する新株が発行済株式総数の 1/20 以下で、かつ交付金が純資産額の 1/50 を超えない場合には株主総会特別決議は不要 (商法第 374 条の 22①)	1/20→1/5 1/50→1/10
簡易合併 (第 12 条の 7)	合併新株が発行済株式総数の 1/20 以下の場合には、存続会社の株主総会特別決議は不要 (商法第 413 条の 3①2)。ただし新株は少しであっても合併交付金が純資産額の 1/50 を超えるときには簡易合併はできない (同条①但書)	1/20→1/5 1/50→1/10

(出所) 各種資料より野村総合研究所作成

なお、認定計画に従って現物出資、財産引受、事後設立によって会社を設立する場合には、検査役調査が不要となる (第 10 条～第 12 条)。検査役調査については、すでに 2002 年の商法改正において、企業が選任する弁護士、弁護士法人、公認会計士、監査法人、税理士、税理士法人などの証明を受けた場合には、裁判所選任の検査役調査が不要となるという緩和が行われていた (商法 173 条第 3 項) のを、さらに軽減した措置となっている。

2) 可能となるスピノフ

今回導入された特例措置の中で注目されるのが、特定株式等の交付に関する特例という形で、子会社のスピノフを認めたことである。すなわち、産業再生法による認定事業者は、商法第 293 条の 5 で定められた規定にかかわらず、認定計画に従って、取締役会決議により株主に対して特定株式等を交付することができる (第 12 条の 8)。ここで特定株式等とは認定事業者が議決権の 3 分の 2 以上を有する子会社株式等や経済産業省令で定める金銭を指しており、「特定株式」は当該事業者の特定関係事業者であって定款に株式の譲渡について取締役会の承認を要する旨の定めがない会社の株式である。また、交付の限度は配当可能利益の範囲内とされている。

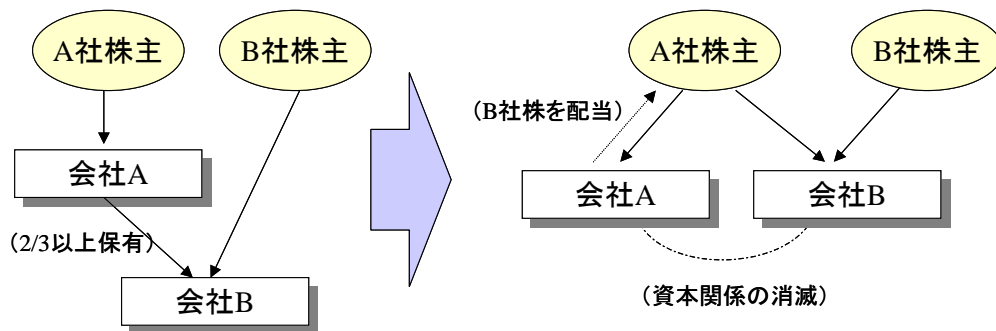
スピノフ (Spin-off) とは、子会社の株式を親会社の株主に対して現物配当として分配 (持株比率に比例して分配) する企業分割の手法であり、米国では通常、子会社を新しい公開会社とするときに用いられている¹⁰。スピノフは、いわゆる子会社公開と比較すると、

¹⁰ 米国のスピノフについては、安田荘助・松古樹美・高谷晋介編著「株式交換と会社分割」日本経済新

コングロマリット・ディスカウントを解消することによる企業価値の向上分を現在の株主に帰属させることができる手法であることから、より株主の利益を重視した組織再編手法と考えられている。

本特例については、米国のスピノフとは異なって税務上の特例がなく課税取引となる予定であることから、どの程度活用されるかは不明である¹¹。しかし、配当利回りへの注目が高まっている中、公開の子会社を有する大企業などにおいては、株主重視の姿勢を前面に出しながらグループ再編を進めるという趣旨から、当制度の活用が検討される可能性もあろう。

図表 10 子会社のスピノフと株主（概念図）



(出所) 各種資料より野村総合研究所作成

3) 買収対価の柔軟化

認定を受けた事業者は、計画に従って株式交換・吸収分割・合併を行う場合、存続会社等が新株発行に代えて、金銭又は他の株式会社の株式を消滅会社等の株主に交付することができる（第12条の9）。ただし、この「特定合併等」の必要性については、主務大臣の認定を受けなければならない。また、合併契約書等には、消滅会社等の株主に交付すべき金銭もしくは株式の種類および数等について記載しなければならない。

本条に基づく特例によって、買収・合併手法の多様化が予想される。活用法の例としては、未上場の子会社が親会社の株式を交付することによって上場会社を合併する（傘下に子会社として収める）という方法があげられる¹²。図表11の例でいえば、A社、C社が上場企業であった場合に、A社が直接C社と株式交換することによって合併もしくは子会社化するよりも、子会社とC社で株式交換もしくは合併する方法を使った方が、総会決議等

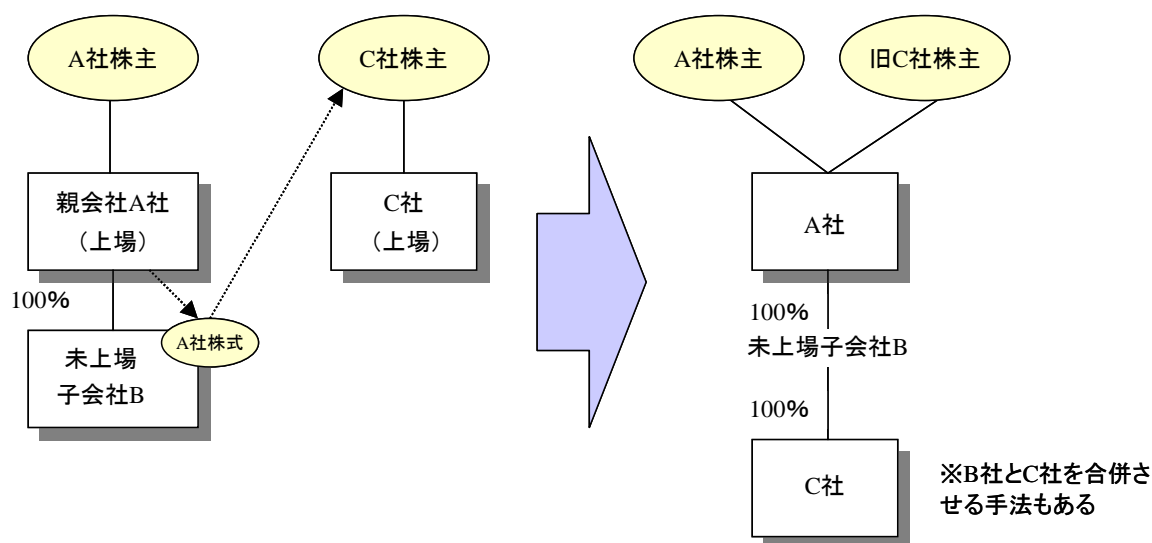
聞社（2000年）などを参照。

¹¹ 米国のスピノフは、内国歳入法355条に規定されている非課税組織変更（Tax-free Reorganization）とされれば、株主への課税は繰延べられ会社分割時には非課税となる。

¹² 三角合併（Triangular Merger, Forward Triangular Merger）などと呼ばれる。

の事務などが軽減されることになる。なお、この方式のなかで、子会社である B 社が親会社である A 社の株式を取得することが（合併契約書等に記載した交付すべき親会社株式の総数を超えない範囲で、また特定合併等の効力が生じる日まで）認められる（第 12 条の 9 第 4 項・同第 5 項、商法第 211 条の 2 参照）。

図表 11 親会社の株式をつかった合併スキーム（概念図）



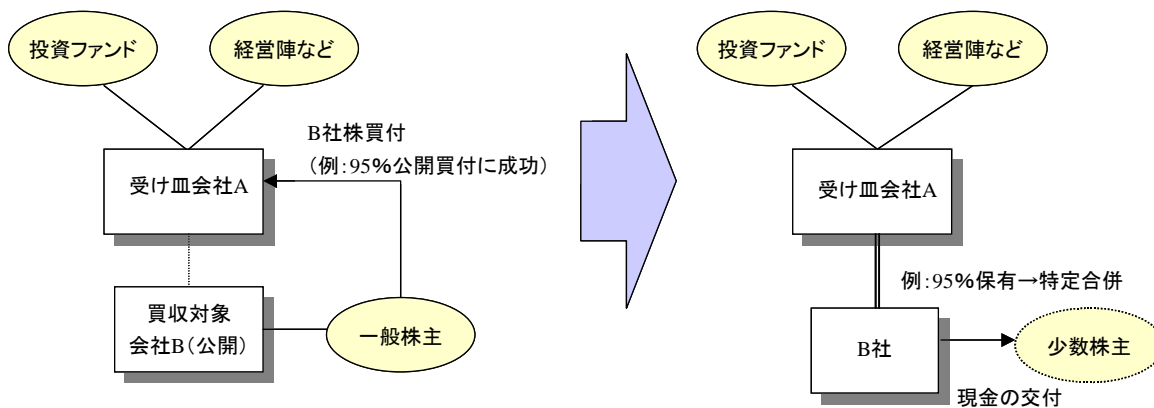
(出所) 野村総合研究所作成

第 12 条の 9 に基づく特定合併等ではまた、キャッシュアウトマージャー（現金交付合併）が可能になることも注目される。キャッシュアウトマージャーとは、現金を対価として少数株主の持分を買い取ることである。

前述の経営資源再活用計画が支援対象とするような、投資ファンドによる企業買収・再生は最近になって注目されているが、わが国において公開している買収対象会社の株式を 100% 取得し少数株主を排除する有効な方法がないことが、かねてより問題として指摘されていた。株式交換を活用する場合であっても、買収対象会社の少数株主に親会社株式を付与するものであるため、親会社・子会社を含めたグループ全体から少数株主を排除したい場合には使えない。したがって例えば、公開会社に対する MBO を行う場合、経営陣が受け皿会社を活用して MBO 対象会社の株式の 80% を取得し、さらに 100% の取得を目指す場合、受け皿会社の株式を交付することになるため、経営陣の 100% 所有は達成されないことになる。少数株主の問題は、今のところ実務的には必ずしも深刻な問題と受け止められていないようだが、場合によっては少数株主による反対のため、買収後の機動的な経営ができず、企業再生も思うように進められない、という事態に陥る可能性がある。そこで、米国の例などにならない、金銭を対価として少数株主を退出させるキャッシュアウトマージャーが導

入されるべきという声があったのを、今回の改正で取り込んだ形となっている。

図表 12 現金の交付による合併（キャッシュアウトマージャー）の例



(出所) 野村総合研究所作成

さらに、外国企業による日本企業（外国企業の子会社）の株式を対価とする買収や、完全子会社化取引などにおいても、第 12 条の 9 による特例が活用される可能性がある。

またこの他に、会社分割を行う際に、商法の規定（第 374 条の 4 第 1 項）により社債権者への個別の催告が必要なところ、無記名債権者は催告が不可能なため分割会社・新設会社の連帯債務となっていたが、認定計画に従って会社分割を行う際には無記名社債等の振替を管理する社債管理会社に催告すれば個別催告が行われたとみなす特例が導入された（第 12 条の 10）。さらに、株主総会特別決議が不要な簡素な減資手続（特定減資等）も導入されている（第 12 条の 11）。

6. 新たな枠組みの実効性

前節までみたように、今回の産業再生法改正では、従来の税制優遇措置に加えて、機動的な企業再編・合併に資する支援措置の強化が行われており、スピンオフなど注目すべき緩和も含まれている。また、他社・投資ファンドの努力による再生への支援が重視されている。産業再生機構が金融機関から買い取る予定の企業向け債権も、投資ファンドへのエグジット（売却）を想定していることから、企業再生における投資ファンドの役割は、今後より重要になっていくことが予想される。

一方、産業再生法の包括的改正が実効性を有するかどうかについては、課題もあげられよう。例えば、改正の主たる狙いである過剰供給構造の調整については、共同現物出資子会社による設備廃棄を支援するという以外に、具体性のある施策が描かれていない。過剰

供給構造にある業界を事実上指定し再生の方向を示すはずの「事業分野別再生指針」についても、2002年12月19日に国土交通省から「建設業の再生に向けた基本指針」が公表されただけで、その他の産業セクターに関する指針はまだ示されていないのが現状である。しかも、過剰供給構造にある業界では競争力のない企業の統合・淘汰はまぬがれないと容易に想像される一方で、基本指針および改正産業再生法では中小企業の活力再生を強調しており、各都道府県に一箇所程度「中小企業再生支援協議会」を設置することや政策金融機関に新たな支援融資制度を設けることなどを決めている。こうした制度の運用の仕方によっては、大規模な再編や地域をまたがった統合などが実現しにくくなる可能性すらある。

そもそも産業再生法の中核には、計画の申立・主務官庁の認定というプロセスがあるために、政府が好ましい再編・再生プランあるいはプロジェクトを選び優遇措置を与えるという性質を帯びやすい面がある。一方で、近時改革された倒産法制（具体的には民事再生法・会社更生法）、私的整理ガイドライン、経済産業省が主導して策定した早期事業再生ガイドライン¹³などでは、経営者および専門家が自主的かつ早期に再建に着手することが事業再生の要諦であることが繰り返し強調されている。産業再生への道のりとして公的な企業救済・管理に依存するのか、自由な発想による経営改革を支援するのが明快でないところに、わが国での議論にはいまだ混乱があるといえそうである。

(関 雄太)

¹³ 基本指針を受けて、経済産業省が事業再生の実務家、学識経験者等の参加を得て開催した早期事業再生研究会の議論を踏まえて策定したもの。過剰債務を抱える企業が迅速な事業再生に取り組むことを促すための環境整備について言及している（2003年2月に案を公表）。