

日本におけるディストレスト証券市場の現状と課題

松尾 順介

はじめに

米国ではディストレスト証券 (Distressed securities : 経営悪化ないし破綻企業の発行した証券) に対する投資が確立しているとともに、それを対象とする市場も成立し、相当の規模を有している。日本でも最近の企業倒産の増加、さらにメインバンクの救済機能の低下という状況の下で、破綻企業に対し投資ファンドが投資する事例も相当数見られるようになってきている。つまり、日本でもディストレスト証券市場の成立条件が成熟あるいは整備されつつあるといえよう。そこで、本稿では、簡単に日本のディストレスト証券投資の現状を概説し、ディストレスト証券市場の課題を、投資対象に関する客体的条件、投資主体に関する主体的条件、法律等に関する制度的条件、という三つの観点から考察する。

1 日本におけるディストレスト証券市場の現状

一九九〇年代の日本では、「ディストレスト」案件への投資は、銀行の不良債権を外資系投資銀行や投資ファンドが大幅な割引価格で買い取る、いわゆる不良不動産投資を意味しており、とくに多数の案件を一括して買い取るバルクセールが相当な割合を占めていた。しかし、最近ではこのような不良債権投資は減少し、経営悪化ないし経営破綻した企業に対する投資が増加している。

表1は、経営悪化ないし破綻企業に対して投資ファンド等が再建目的で投資した主な事例をまとめたものである。案件としては、会社更生法や民事再生法といった法的処理案件が多いが、法的手続に入っていない経営不振・悪化企業への投資案件も見られ、最近では私的整理のガイドラインを利用した案件への投資も見られる。また、投資手続は当該企業の第三者割当増資を引き受けるものが大半であり、とくに法的手続に入った企業の場

表1 投資ファンド等による企業再建型投資の主な事例

投資決定ないし実施時期	投資先	投資先の状況	投資ファンド
1998年11月	富士機工電子	会社更生法	アドバンテッジ・パートナーズ
1999年12月	日本長期信用銀行(新生銀行)	金融再生法	リップルウッド
2000年5月	幸福銀行(関西さわやか銀)	金融再生法	日本インベストメント・パートナーズ
2001年1月	東京相互銀行(東京スター銀)	金融再生法	ローンスター
2001年3月	川 電気	民事再生法	ソフトバンク・インベストメント
2001年4月	ヴィクトリア	経営悪化	ジャフコ
2001年5月	日本コロンビア	経営不振	リップルウッド
2001年6月	宮崎シーガイア	会社更生法	リップルウッド
2001年6月	マルトミ	民事再生法	オークツリー・キャピタル・マネジメント
2001年8月	ケンウッド	経営再建中	スパークス・アセット・マネジメント投信
2001年9月	サワコー	民事再生法	ソフトバンク・インベストメント
2001年9月	日興電機工業	会社更生法	ジャパン・リカバリー・キャピタル・パートナーズ (大和SMBC+ロス・チャイルド系)
2001年9月	ダックピブレ(さくら野百貨店)	民事再生法	政投銀・みちのく銀などのファンド
2001年9月	ベンカン	民事再生法	シュローダー・ベンチャーズ(現、MKSパートナーズ)
2001年12月	アスキー	債務超過	ユニゾン・キャピタル
2002年2月	富士車両	民事再生法	野村プリンシパル・ファイナンス
2002年3月	市田	私的整理	ジャパン・リカバリー・ファンド(東三銀など)
2002年4月	ダイヤ建設	経営悪化	サーベラス
2002年4月	木下工務店	経営悪化	サーベラス
2002年8月	日本ケミテック	民事再生法	日本アジア投資
2002年8月	雅秀エンタープライズ	会社更生法	ローンスター
2002年11月	ファーストクレジット	会社更生法	ローンスター
2002年12月	ダイエー	経営不振	主力銀行と政策投資銀行によるファンド
2002年12月	エステコーポレーション	民事再生法	ローンスター
2002年12月	ヘルツ	民事再生法	山田ビジネスコンサルティング
2002年12月	エア・ドウ	民事再生法	政策投資銀などによるファンド
2003年2月	星電社	経営悪化	アドバンテッジ・パートナーズ
2003年3月	東八ト	民事再生法	ユニゾン・キャピタル

(資料) 新聞等の報道とインタビューによって作成。

合は、旧株を一〇〇%減資して、投資ファンドが過半数の新株式を取得し、経営権を掌握した上で、再建に乗り出す場合が大半を占めている。この場合には、投資ファンド側から新経営陣が派遣される事例も多く見られる（富士機工電子、川 電気、サワコー⁽¹⁾など）。その意味では、投資ファンドは株主の立場で、再建に関与しており、投資回収（いわゆるExit）は保有株式の売却⁽²⁾によって実現されるものと考えられる。

表2は、企業再建型投資に関わった、主な民間の企業再建型投資ファンドをまとめたものである。大きく分けると、国内系と外資系に分けられ、外資系はほとんどが米国内の大手の有名投資ファンドの日本法人である。また、さらに国内系は、銀行系、証券系、独立系などに分類され、独立系にはコンサルタント会社が母体となっている

表2 企業再建型ファンド運用会社

名称	系統	設立	規模	特徴
MKSパートナーズ	国内独立系	1985年6月	286.5億円	シュローダー・ベンチャーズから独立。ベンカンの再建を手がける。
フェニックス・キャピタル	国内銀行系	2002年1月	671億円	東京三菱銀行系。市田の再建を手がける。
アドバンテッジ・パートナーズ	国内独立系	1992年12月	210億円	コンサル系のPEファンド。富士機工電子の再建を手がける。
ジャフコ	国内独立系	1973年4月	300億円	98年から買収ファンド運用。ヴィクトリアなどを手がける。
ローンスター・ジャパン	外資系	1998年3月	42億ドル	米国の有名ファンドの日本法人。エステティ、Fクレなどを手がける。
BNPパリバ・ジャパン	外資系	1991年3月	140億円	仏パリバの日本法人。中堅中小企業に特化した投資。
野村プリンシパル・ファイナンス	国内証券系	2000年7月	420億円	野村證券の自己資金投資部門。富士車両など。
大和証券SMBCプリンシパル・インベストメンツ	国内証券系	2001年9月	500億円	大和証券の自己資金投資部門。日興電機工業など。
ユニゾン・キャピタル	国内独立系	1998年10月	380億円	企業買収ファンド。アスキーなどを手がける。
サーベラス	外資系	1999年	-	米国の有名ファンドの日本法人。ダイヤ建設など。
リップルウッド	外資系	-	-	米国有名ファンドの日本法人。新生銀行など。
オークツリー	外資系	-	-	米国有名ファンドの日本法人。マルトミなど。
スパークス	国内独立系	1989年1月	3785億円	投信運用会社として活動。ケンウッドなど。
ソフトバンク・インベストメント	国内独立系	1999年7月	1807億円	LBOファンドでサワコー、川 電気に投資実績。再建ファンドも設立。

(注) このほかにも、ダイエーやエアドゥ向けのファンド、地域の建設会社向けのファンド、メーカー系（三洋電機）のファンドがある。

(資料) 新聞報道およびインタビューによって作成。

もの（アドバンテッジ・パートナーズ）、投信運用会社が母体となっているもの（スパークス）、外資系から独立したもの（MKSパートナーズ）、ベンチャー・キャピタルが母体となっているもの（ジャフコ、ソフトバンク・インベストメント）などがあるが、これらのファンドは必ずしも企業再建型投資を専門に行うファンドではなく、プライベート・エクイティ・ファンドやLBOファンドも含まれている。また、証券系ファンドには、外部資金を調達するものではなく、自己資金で投資を行うプリンシパル・ファイナンスが含まれている。さらに、この表以外にも、三洋電機が設立したファンド、地域の経済団体が建設業の建て直しのために設立したファンド、政策投資銀行が中心となってダイエーやエアドウ再建を目的として設立したファンド、⁽³⁾などがある。

2 客体的条件における課題

証券市場成立の客体的条件は、投資対象の有無であり、デイトレス投資にとっては、倒産案件の増減が重要な客体的条件となる。倒産件数の増減は、景気の動向や産業構造の変化などに依存しているため、現在は倒産件数が増加傾向にあるものの、その将来的な推移を予測することはできない。しかし、市場経済である以上、一定の倒産が生じることは不可避であり、戦後の日本経済を考えても、多くの企業倒産が発生してきた。しかし、戦後の日本では、多数の企業がデイトレス状態に陥りつつも、それが投資対象となることはなかった。その主たる要因は、メインバンク制にある。

従来、メインバンク制の下では、デイトレスト証券は流通市場で売買されることはなかった。というのは、社債に関しては、すでに述べたように、受託会社＝メインバンクが一括買取を行って処理され、投資対象とはならなかった。また、融資債権に関しても、ローンの転売市場は存在しなかった。そもそもメインバンクは、その

救済機能ゆえに、取引先企業がデストレス状態に陥るや否や、経営者派遣を行ったり、追加融資を行うなどして、経営再建を主導する場合が多く、デストレス状態の企業に外部資金が入る余地はなかった。つまり、米国の言い方をすれば、メインバンクはDIPファイナンスの提供などのリスクマネーの提供、CEO派遣などの経営者派遣、裁判所外でのワークアウトなどを通して、デストレス状態に陥った取引先企業のターンアラウンドを行っていた。つまり、ターンアラウンドはメインバンクによって囲い込まれていた。その意味では、メインバンク機能にはターンアラウンドがバンドリングされていたといえる。しかし、近年メインバンクの機能が低下するにともない、メインバンクがこれらのターンアラウンドを行う傾向が弱まっただけでなく、むしろ「貸し渋り」や「貸し剥がし」などと表現されるように、融資の引き上げによって多くの企業が倒産に追い詰められていることも指摘されている。したがって、デストレス状態の企業のターンアラウンドは、メインバンクから切り離され、アンバンドリングされる傾向が強まっている。それにもなつて、デストレス状態の企業に外部資金が入る余地ができたのである。この傾向は、今後も強まりこそすれ、弱まることはないと考えられる。とくに、デフォルトルト社債については、今後メインバンクが一括買取処理を行うことはなく、デストレス証券として取り扱われるだろう。その意味では、客体的条件は整っていると考えられる。

ただし、日本のデストレス企業の現状を見ると、その数は増加しているにもかかわらず、必ずしも投資ファンドにとって魅力的な投資対象は少ないという指摘がある。その理由としては、次の理由が挙げられる。

第一に、不況の長期化である。不況の長期化によって、企業価値が劣化したために、再建の可能性が著しく低下していることが挙げられる。企業が再建するためには、経営資源を集中できる業務や部門の存在が必須であるが、それすら失われている企業が多いといわれる。投資ファンドが経営再建に乗り出し、成功している事例を見

ると、技術面のノウハウであれ、顧客基盤であれ、いわゆる本業に強みの残っている企業が多い。

第二に、メインバンク関係の経路依存的存続が挙げられる。先に述べたように、メインバンク関係は弱体化する傾向にあるといわれているが、必ずしも崩壊したわけではない。むしろ形骸化しつつ継続していると思われる。メインバンク関係について、詳述する余裕はないが、メインバンク関係の基本的な要素は、銀行側が取引先企業に対して提供する保険機能である。これを拠り所として、取引先企業はメインバンクと長期固定的関係を結び、また非メインバンクはメインバンクに信用リスクを負担させていたのであるが、バブル崩壊以降、メインバンクは信用リスク負担を避けるだけでなく、デレストレス企業のメインバンクからは撤退するほうが有利な状況となった。しかし、非メインバンクにとって、メインバンクの撤退は信用リスク負担の増大につながるため、その撤退を牽制する。その上、メインバンクと非メインバンクの関係は複雑に絡み合っているため、相互に牽制しあう関係になっている。たとえば、A社のメインバンクが銀行、非メインバンクが銀行であり、B社のメインバンクが銀行、非メインバンクが銀行であるとすると、銀行は銀行がA社のメインバンクを降りることを牽制し、逆に銀行は銀行がB社のメインバンクを降りることを牽制するため相互にメインバンクから降りることができなくなっている。その結果、法的倒産手続に入るべき企業がそのまま放置され、またリストラクチュアリングを要する旧来型企業が温存されたため、ターンアラウンドを行おうとしても、すでに企業の「ゴイング・コンサーン・バリュウ」は著しく劣化し、再建可能性は低くなってしまっている場合が少なくないと思われる。

第三に、早期申立・早期再建型の倒産法制の不備が挙げられる。米国の倒産法制は、申立要件の廃止、DIP制度の導入などによって、債務者企業の経営者が早期に倒産手続を申し立てることを促し、それによって早期に企業が再建できるように設計されている。それに対し、改正前の日本の会社更生法は、申立要件が厳しく、かつ

旧経営陣の残留も認められなかったために、債務者企業の経営陣は手続の申立をできるだけ回避しようとする傾向が強かった。そのために単に申立が遅延するだけでなく、俗に言う「整理屋」や高利金融に頼る事例もあり、企業価値が劣化する傾向が見られた。このために再建可能性が低くなり、投資対象としての魅力が毀損した場合もあつたと思われる。ただし、近年施行された民事再生法は、早期申請・早期再建型の倒産法制であり、また改正会社更生法でも申立要件を民事再生法と同じにし、旧経営陣を管財人に選任することが認められたため、この点は改善が期待される。

3 主体的条件における課題

市場成立の主体的条件とは、十分な投資家層が形成されていることである。米国のディストレスト証券市場を支える大きな要因は、投資家層の厚さという点である。先ほど紹介したように、ディストレスト専門に投資する投資ファンドが存在しているが、このようなファンドに資金供給しているのは、年金基金などの機関投資家である。そもそも米国のハイ・イールド債（いわゆるジャンク債）市場は、八〇年代には敵対的なM&Aのためのマネーゲーム的な市場とみなされていたが、M&Aブーム終息後も市場は立ち直り、その後も成長企業の資金調達手段として拡大している。その拡大をみると、主要な投資家としてミューチュアル・ファンドや年金基金などの機関投資家があげられ、これらがハイ・イールド債市場を支えている。これらの機関投資家は、一方では高格付けの投資適格債にも投資するが、他方ではその巨額のポートフォリオの一部をハイ・イールド債やディストレスト証券に振り向け、分散投資を行っている。

日本の場合も、個人金融資産は一、三〇〇兆円に達するといわれ、資金規模では十分な投資家層が形成されて

いると思われる。そして、最近では、国内投資家を基盤とする投資ファンドが相次いで設立され、企業再建型投資を行っている。しかし、これら国内系の投資ファンドによると、国内の機関投資家は必ずしも積極的に投資しているとは言いがたいようである。その理由として、次の二点が挙げられる。

第一に、ハイリスクの投資に対して、国内機関投資家のファンド・マネージャーは消極的である。本来、巨額の運用資金を擁する機関投資家は、ローリスク・ローリターンな投資対象からハイリスク・ハイリターンな投資対象にまで分散投資し、ポートフォリオのトータル・リターンを最大化しようとする。しかし、日本の機関投資家の投資行動は必ずしもそうではなく、ハイリスクのみならずミドルリスク程度の投資対象でもポートフォリオからはずそうとする傾向がある。たとえば、BBB格の社債投資ですら社内規則で規制しているところもある。このようなリスク回避型の投資行動は、ファンド・マネージャーの賃金・雇用体系に起因するものと思われる。つまり、ファンド・マネージャーといっても、日本型の終身雇用・年功序列賃金体系の下にあり、人事ローテーションの一環として運用業務に携わっているに過ぎない。そこでは、他人以上の成功が必ずしも直接的に報酬に反映しない反面、失敗にはペナルティが課され、昇進の障害となる。したがって、ファンド・マネージャーは、リスクをとることにディスインセンティブを有しており、結果的に運用姿勢も消極化する。

第二に、相次いで設立される投資ファンドがトラッキング・レコードを持たないことである。米国でも、これらの投資ファンドが資金調達する上で、重要な要素は過去のトラッキング・レコードであるが、新設の国内系投資ファンドには、当然それがない。その上、このような投資の歴史がないために、運用ノウハウについて必ずしも充分信頼されていないと思われる。米国では、ディストレス投資は、米国立戦直後の混乱期に遡ることができると言われる、一九三〇年代の大恐慌期にマックス・ハイネ Max Heine の設立した証券会社ハイネ・セキユリ

ティーズがこれを手がけて成功し、以降連続と続き、前述のように現在では多数のファンドが活動している。その間に、相当なノウハウを蓄積したと考えられる。とくに、一九七八年倒産法施行後、大口債権者として企業再建に参画する投資手法が確立するにつれ、ディストレス投資は大型化するとともに、高度化し、このような投資は、証券分析だけでなく、法務、財務、企業経営などのさまざまなノウハウを要するものとなっている。しかし、日本のファンドにはそのような歴史的蓄積はなく、それゆえ投資家の信頼を勝ち得ていない面があると思われる。

4 制度的条件における課題

制度的条件として最も重要な点は、倒産法制であり、とくに早期申請・早期再建型の倒産法制である。ただし、これについては民事再生法が施行され、貢献していると考えられるので、ここでは省略し、⁴⁾必ずしも法制度に明文化されない手続上のソフト面に注目しておきたい。

第一に、情報開示の問題である。ディストレス証券投資は、ハイリスクの投資であり、通常の証券投資と異なる様々なリスク管理が必要となり、そのためには情報の入手と分析が必要不可欠である。日本では、企業がいっただん破綻すると、たとえ上場企業でも情報入手は極めて困難になるが、米国では、ディストレス状態の企業に関する情報はかなり流布しており、それが投資判断の重要な材料となっている。その要因として、裁判所の手続に関する情報が、かなりの程度開示されていることが挙げられる。実際、米国では第二章再建手続に際しては、再建計画案などの書類が開示されている。ただし、破綻事件のすべての情報が公開されるわけではなく、経営陣は財務上および業務上の見通しを、無担保債権者の債権者委員会に伝えるが、委員会メンバーはコンフィデンシャルティ・アグリーメントに署名し、この情報を公開しないことを義務づけられる。したがって、一般的には、

債務者側の企業の業務を阻害する可能性のある、微妙な企業情報に関しては非公開であるが、投資家が当該企業の債務を購入する際材料となるような情報は公開されているといわれている。これに対し、日本では改正前の会社更生法上の手続については、審理は非公開で行われ、またその記録も閲覧できなかつた。部外者が知ることができるのは、決定がなされたあとの官報告示であるが、これも全文公開というわけではなく、この点日米間では大きな差があつた。ただし、改正会社更生法および民事再生法では、文書閲覧に関する規定が定められ、法律上は改善されている。しかし、実際の運用は裁判所の裁量に委ねられている部分も多く、現実にとどの程度開示が進むか注目されるところである。

第二に、裁判所の手続に関する権限の問題である。日本では、倒産手続に関しては裁判所の権限が強く、事実上裁判所主導で手続が進められる。それに反して、米国ではその権限はかなり限定されたものであり、当事者間の交渉で手続が進められている。米国の連邦倒産法では、連邦管財官制度があり、司法長官任命の連邦管財官が管財人の選任監督や倒産事件管理の役割を担当するが、連邦管財官の役割は、あくまでも事件の運営管理であり、具体的には管財人等の選任要求、債権者委員会の委員の任命、債権者集会の主催などが挙げられるが、実際には前述のDIPが経営を継続するため、通常管財人は選任されず、DIPと債権者委員会の交渉で手続が進められている。そこでは経験ある弁護士、ターンアラウンド・スペシャリスト、投資ファンドなどが参加して手続が進められている。これによつて、手続が円滑に進められるとともに、経済効率性が追求されるものと推測される。

まとめ

以上、日本におけるディストレスト証券市場の課題を検討した。ただし、これ以外にも、検討すべき課題は多

い。たとえば、米国の投資ファンドはデット・エクイティ・スワップをよく使うようであるが、日本では必ずしも十分に利用されているとは言えず、その背景にはさまざまな障害が横たわっているものと思われる。また、投資ファンドに関しては、税制面での課題もあり、税制優遇が検討されている。さらに、投資ファンドの組織に関する法的課題がある。これらについては、稿を改めて検討したい。

注

(1) これらの事例のケーススタディについては、拙稿「投資ファンドによる企業再建型投資」、『証券経済研究』、第三七号、二〇〇二年五月、参照。

(2) 本稿執筆中に、投資ファンドが経営再建を行ってきた関西さわやか銀行と三井住友フィナンシャルグループの関西銀行との統合が発表された(『日本経済新聞』、二〇〇三年四月一日および同日、参照)。報道によれば、投資ファンド側が三井住友側に関西さわやか銀行の株式を売却する予定だといわれている。これによって、投資ファンドはその投資を回収するものと見られる。

(3) 今年設立された産業再生機構も、政府主導のファンドという見方もできるかもしれない。なお、同機構については、二上季代司「日本の産業・企業再生の行方」、『証研レポート』、二〇〇三年一月、参照。

(4) 倒産法制に関しては、拙稿「投資ファンドによるディストレス投資と倒産法制」、『証券アナリスト・ジャーナル』、二〇〇二年二月、参照。

本稿執筆に際し、田頭章一教授(上智大学)より有益なコメントを頂きましたことを感謝申し上げます。

(まつお じゅんすけ・委託研究員)