

# 大手証券会社の企業再生業務

〜プリンシパル・インベストメントを中心に〜

松尾 順介

はじめに

本稿の課題は、日本の国内大手証券会社の企業再生関連業務の現状を紹介し、現在抱えている課題を考察することである。なお、大手証券会社の再生関連業務として、再生アドバイザリー業務、再生ファンド組成業務および再生関連のプリンシパル・インベストメント業務があげられるが、特にプリンシパル・インベストメントを中心に考察する。

この数年間、企業再生ないし事業再生は、相次ぐ破綻処理の中でブームの観を呈していたが、最近の景気回復の波を受け、現在、企業再生ブームは終焉したとまで言われるようになってきている。筆者は、この二、三ヶ月の間、国内大手証券会社の企業再生業務担当者や投資ファンドの担当者等にインタビュー調査を試みたが、二、三年前に比べて、その取り組み姿勢は多かれ少なかれ消極化しているという印象を受けた。少なくとも、企業再生業務が一時のピークを越えたのは事実であろう。

このように大手証券会社等が企業再生業務に対する取り組み姿勢が消極化した背景としては、景気回復が持続する中で、大手銀行の不良債権処理が一巡し、大型の投資案件が減少したことが挙げられる。かつてはマスコミ

などでも、問題企業リストなどが取りざたされていたが、そうした報道も最近では見当たらなくなった。また、地方の案件には、再生対象案件も残存しているが、後述するように、これらは大手証券会社の取扱い対象とはなりにくい要素が多く、全体として対象となる案件が減少したことが挙げられる。

したがって、このような状況の中で大手証券会社のプリンシパル・インベストメントの投資対象は、法的手続き等に至った破綻案件から、不採算部門の整理や経営再編・合理化といった案件に移行しているが、各社のプリンシパル・インベストメントの金額は増加しており、この業務そのものは拡大している。

本稿では、国内大手証券会社の再生業務として、アドバイザリー業務と再生ファンド組成業務の現状を簡単に概観した上で、今回インタビュー調査を行った、野村プリンシパル・ファイナンスおよび大和証券SMBCPリシパル・インベストメントの再生に関連したプリンシパル・インベストメント業務を考察する。<sup>(1)</sup>

## 1 再生アドバイザリー業務

### (1) 野村証券の取り組み

野村グループでは、二〇〇三年六月野村証券に再生プロジェクト室を設立し、野村総合研究所の協力を得て、積極的に企業再生支援活動を開始した。人員体制は、専任メンバー一五名、シニア・アドバイザリー・メンバー二〇名程度、アドバイザリー・メンバー七〇名程度と一〇〇名規模を当初から確保した。このうち専任メンバーのコアメンバーは、M&Aや財務アドバイザリーなど投資銀行業務のエキスパートであった。

再生プロジェクト室の業務は、①再生プランニング業務（再生対象企業の財務・ビジネスに関するデュー・デリジエンス、再生プラン作成支援、成長戦略グラントデザイン作成支援、法律・会計面でのアドバイス、など）、

②金融スキームの構築業務（資金調達、とくに機関投資家・ファンド・事業法人からの資金調達のアレンジメント、M&Aやライアンスに関するアドバイスや支援、証券化スキームの組成、など）、③実行支援業務（経営ビジョンの策定支援、組織・業務・システムなどの構築に関する策定支援、MBO・IPO支援、など）であった。

同プロジェクト室の手がけた代表的な法的手続案件は、会社更生法案件として、新潟鐵工所、ファーストクレジットなど、民事再生法案件として、青木建設があるが、法的手続会社の事業部門ごとの買収（売却）案件も手がけているほか、法的手続に至っていない経営不振企業の再生支援も多数行った。

しかし、現在同プロジェクト室は、元の企業情報部に編入されている。その理由は、案件が減少したためである。

## （2）大和証券グループの取り組み

かつて大和証券S Bキャピタル・マーケティングでは、事業開発部がアドバイザリー・サービス業務を担当していた。事業開発部は、人員五〇〜六〇名（うち弁護士一名、証券アナリスト七名、MBA一〇名）を有していた。なお、事業開発部では、①さまざまなエクイティおよびデット・ファイナンス、証券化・流動化、自社株消却など、企業経営の効率化・戦略化、②事業提携、MBO・第三者割当等による事業再編、持ち株会社化、関係会社の株式公開などによるグループ経営強化、③連結会計、税効果会計、企業年金会計など会計制度の見直し、④民営化による株式売り出し、生命保険会社の株式会社化、従業員持ち株会・401Kプランの導入、などアドバイザリー業務全般を担当しており、同社の各投資銀行業務部門と連携して業務が行われていた。その後、大和証券S M B Cへの社名変更（二〇〇一年四月）とともに、企業再生アドバイザリー業務は、事業開発部から切り離さ

れ、プリンシパル・ファイナンス部のリストラクチュアリング・アドバイザリー・チームに引き継がれた。同社のフィンシヤル・アドバイザー業務の主な内容として、①事業評価、資産評価、収益性評価、業界評価などの支援、②スポンサー募集のためのインフォメーション・パッケージの作成支援、③再生スキーム、支援ストラクチャーの立案、④スポンサー候補の発掘、接触、募集、⑤スポンサー候補との折衝、戦略的交渉支援、⑥スポンサー候補先および利害関係先に関する情報収集支援、⑦スポンサー候補先とのドキュメンテーション作業、⑧再建計画認可取得へのスケジューリング支援、⑨スポンサー候補先との事業支援の条件交渉、⑩債権者への説明資料作成、情報取りまとめ支援、⑪再建計画までのプロセス管理、⑫全体の取りまとめ、⑬その他再建に必要な作業に対する助言・支援、などを挙げている。

その後、大和証券SMB Cは、プリンシパル・ファイナンス部を廃止し、再生アドバイザリー業務を、主にM & A業務を行う企業提携部に移管している。他方、二〇〇一年一〇月、同社は新たに一〇〇％出資の子会社として、大和証券SMB Cプリンシパル・インベストメントを設立し、ここでは専門的に不良債権、金銭債権、プライベート・エクイティ投資業務および企業再生ファンド等の組成業務を行っており、企業再生ビジネスの主力をプリンシパル・インベストメントおよびファンド組成・運用に移しているようである。<sup>(2)</sup>この背景には、銀行系証券会社、外資系、さらに監査法人などの参入によって、アドバイザリー業務の分野の競争が激化し、手数料の引き下げ圧力が強まり、収益性が低下したことが考えられる。したがって、大和証券SMB Cの企業再生業務は、後述するように、ファンド組成とプリンシパル・インベストメントに移行している。

### (3) 日興コーディアル証券の取り組み

日興コーディアル証券では、企業情報本部が中心となって再生アドバイザリー業務を担当している。ただし、同部は、再生アドバイザリー業務に特化しているわけではなく、M&A業務全般を担当し、八〇〇九〇名程度の人員を有している。

同社の企業再生アドバイザリー業務は、この企業情報本部を核として、全社的な支援体制の下に業務執行される。まず、再生対象企業の情報収集は、全国一〇八の支店網、事業法人部門（上場事業会社を担当）、金融法人本部（銀行等の金融機関を担当）および企業法人本部（上場予備軍の会社を担当）が主に担当し、さらに当該企業の精査・再生策の作成・遂行については、企業戦略部、第二ソリューション企画部などが随時機動的に協力体制を作ることになる。なお、海外案件や大型案件は、日興コーディアルグループと米シテイグループの合弁会社である日興シテイグループ証券が担当し、プリンシパル・インベストメントは、日興プリンシパル・インベストメンツが担当することで、棲み分けがなされている。

なお、日興コーディアル証券の手がけた法的手続案件は、会社更生法案件として、タナカインターナショナル、民事再生法案件として、大日本土木、ニコニコ堂、音楽の森、小樽ベイシティ開発、高弥建設、植崎製作所、南海毛糸紡績、日本コーリン、原徳チェーン本部、栗村製作所などが挙げられる。ほかに、産業再生機構が支援決定した九州産業交通に対して、支援スキーム実行に伴う株式価値の試算サービスを提供している。さらに、日興ソロモン・スミス・バーニー証券会社（現、日興シテイグループ証券）と共同して、マイカル（二〇〇五年一月に会社更生手続き終結）のフィナンシャル・アドバイザリーに選任されている。

現在、この業務に関する同社の取り組み体制は変わらないものの、再生案件が減少したために、主力はM&A

案件に移行している。

この業務に関する大手三社の取り組みを見る限り、もともと業務内容にそれほどの差別化は見られず、投資銀行業務全般と協力しながら遂行されている点で共通していた。さらに、現在は、案件が減少する中で、企業情報部あるいは企業提携部といった部門で扱われるようになっており、他のアドバイザリー業務の一環として遂行されている点でも一致している。

## 2 再生ファンド組成業務

### (1) 野村證券の取り組み

野村證券による企業再生型投資ファンド関連業務としては、二〇〇三年二月、りそな銀行との連携での設立が合意された「中小企業等再生ファンド」（名称：ジャパン・ライジング・ファンド）の組成が第一号であり、その内容は①中小企業を対象とし、債権規模で一〇〇億円以上の案件は対象としない、②りそな銀行の事業運営の透明性を重視し、トーマツ・ターンアラウンド・サポート株式会社コンサルティング等のアドバイスを委託する、③オープン・プラットフォームとし、他の金融機関も利用可能なものとする、④りそな再生サービサーとの連携を中心にトータルでの企業再生に注力する、⑤最大出資の野村證券の出資をファンドの三〇%とし、特定の出資者に偏らせない、というものである。

また、野村プリンシパル・ファイナンス（野村ホールディングスの一〇〇%子会社）による企業再生型ファンドは、「ゴルフ・ジャパン」であり、これは二〇〇二年一月、ミサワリゾートおよびUFJ銀行と共同で設立合意されたゴルフ場再生ファンドである。ただし、同ファンドは、企業再生全般を目指すものでなく、ゴルフ場

の再生に特化したものである。

これらのファンド組成における特徴は、銀行と共同でファンド組成を行っている点であり、債権者である銀行と提携することで、案件の発掘が容易になるものと推測できる。また、単なるファンド組成ではなく、自ら出資を行っており、プリンシパル投資の性格が強いといえる。

## (2) 大和証券グループの取り組み

大和証券グループでは、企業再生ファンドに早くから取り組んでおり、当時の大和証券SBCMが二〇〇〇年二月に「ジャパン・キャピタル・パートナーズ・リミテッド・パートナーシップ (Japan Recovery Capital Partners Limited Partnership、以下JRCP)」を設立している。同ファンドは、国内系金融機関が組成した同種のファンドとしては、最も早く設立されたもののひとつであり、投資対象は、日本国内の経営再建中の会社株式会社など、主な資金拠出者・国内大手金融機関などであった。実際、会社更生法案件である日興電機工業などに投資している。

さらに、二〇〇一年一〇月、大和証券SBCMは、大和証券SBCMプリンシパル・インベストメンツを一〇%子会社として設立した。同社は、再生を目指す企業等へのプライベート・エクイティ投資、不良債権を含む金銭債権・不動産などへの投資、企業再生型ファンド等の組成・運用などを目的として設立されており、以下の再生ファンドを設立した。

まず、三井住友海上火災、三井住友銀行と共同して設立した「デイスター・ファンド」(二〇〇三年九月設立、投資枠・一〇〇億円)は、借入金過多のために財務リストラを必要としている企業の再生を支援するために、金

融機関から債権を買い取るファンドである。

次に、日本初の本格的な地域企業再生ファンドとされる「北海道企業再生ファンド」(二〇〇三年九月に活動開始、一〇〇億円)は、「北海道マザーランド・キャピタル株式会社」を運営会社とし、その五六・二五%は大和証券SMBCPリンシパル・インベストメンツが出資し、残りは道内の民間企業五社が出資している。

第三に、三井住友フィナンシャルグループ、ゴールドマン・サックス証券、日本政策投資銀行と共同設立の「日本エンデバーファンド」(二〇〇三年一月設立)である。同ファンドは、金融機関から債権を購入するファンドである。

第四に、「東京チャレンジファンド」(二〇〇四年一〇月設立、七五億円)は、東京都と都内金融機関が有限責任組合員となり、大和証券リンシパル・インベストメンツが無限責任組合員となっている地域再生ファンドであり、都内中小企業等の再生支援を目的としている。

最後に、「とちぎ地域企業再生ファンド」は、栃木県下の地域企業再生を目的として、日本政策投資銀行、栃木県内金融機関とともに共同出資しているファンドであり、中堅企業向けファンド(二〇〇四年八月設立、三〇億円)と、中小企業向けファンド(二〇〇四年一〇月、五〇億円)によって構成されている。

以上のように、同グループの再生ファンド組成は、大和証券SMBCPリンシパル・インベストメンツが担っており、他の二社に比して、多数のファンドを設立・運営していることが特徴である。さらに、これらのファンドは、金融機関、とくに三井住友銀行との提携によるものが多いことも注目される。



(3) 日興コーディアル証券の取り組み

日興グループでは、二〇〇〇年一〇月、日興アントファクトリー株式会社を英国のアントファクトリー・ホールディングスと日興プリンシパル・インベストメントの合併によって設立し、同社は、プライベート・エクイティ投資業務、ベンチャー投資、二次買収投資、ファンド組成・管理を目的としている。具体的には、「アントカタライザー投資事業組合」、「A F J Japan Integration Fund 1 Exempted Limited Partnership」を設立している。ただし、最近では、前者のファンドにて、民事再生案件である本間ゴルフに出資（二〇〇六年三月）しているが、それ以外には再生案件は扱っていないようである。

したがって、三社の特徴をまとめると、野村の再生ファンド業務は、プリンシパル・インベストメントの色合いが強く、大和は金融機関との連携での取り組みに注力しており、日興コーディアルは再生ファンドには積極的に取り組んでいないといえるだろう。

### 3 野村プリンシパル・ファイナンスの取り組み

野村グループのプリンシパル・インベストメントは、二〇〇〇年七月、野村ホールディングスの一〇〇%子会社として設立された野村プリンシパル・ファイナンスによって担われている。ただし、その業務内容は、以下であり、必ずしも再生案件に特化していないが、大型再生案件への投資で注目されてきた。

まず、同社の業務内容として次の業務が列挙されている。<sup>(3)</sup>

- ① 大株主からの独立（MBO）・・・経営陣・従業員を主役としたM&Aスキーム
- ② 戦略的非公開化・・・敵対的買収への対応、短期業績に左右されずに企業価値向上

- ③ 事業承継、株主構成の見直し・現在の株主構成を見直し、新たな株主構成の構築
- ④ 資本増強・成熟企業の更なる発展に増資引受を通じて関与
- ⑤ 共同投資・事業投資家と金融投資家のコラボレーション型M&A
- ⑥ 再生スポンサー・経営・資金・運営の三つの観点から企業再生をバックアップ

同社にとって、再生案件への投資は、掲げられた六つの業務のひとつであることが分かるが、後述するようにこの間多数の再生案件を手がけてきている。

次に、投資先企業への支援として、「経営陣とNPFによる、価値観の共有、経営分析の実施、成長シナリオの構築、といったステップを経て、大きく分けて以下に挙げる三つの支援を実施」することが明記され、①事業戦略推進・提携先開拓、営業支援（有力企業約九、〇〇〇社との密接なリレーションシップを基盤とした営業支援・取引先開拓・提携先開拓）、海外進出支援（グローバルネットワークを基盤とした海外進出支援）、②経営体制整備・人材派遣（豊富なマネジメントプールからの戦力派遣）、管理システム導入支援（SCM（Supply Chain Management：生産管理）・ERP（Enterprise Resource Planning：経営資源の有効活用）をはじめとする、各種経営管理システムの整備）、③財務戦略推進・ファイナンス支援（高度な金融技術を基盤とした資金調達支援、IPO支援（株式公開のサポート）が標榜されている<sup>(4)</sup>。つまり、同社では敵対的買収のような形をとらないことが強調されているものと思われる。

第三に、同社の主な投資案件を具体的に列挙すると以下である。なお（ ）内は投資時期である。<sup>(5)</sup>

ドワーワークス（二〇〇〇年一〇月）・オーナー社長の高齢化による事業承継案件である。二〇〇三年一月に第三者に売却し、同社初のイグジット案件でもあり、売却益は数十億円と報道された。

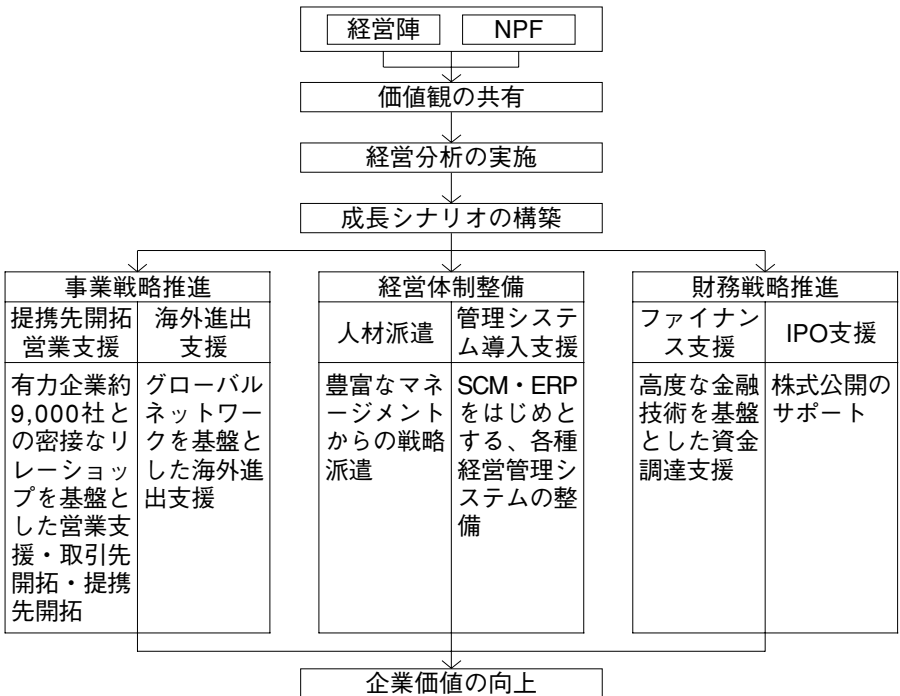
シーシアアイ(二〇〇一年七月)・・戦略的  
非公開化案件であり、経営陣主導でTOB  
実施(九九億円)、二〇〇四年七月に売却さ  
れたが、売却額未公表である。

UHT(二〇〇二年二月)・・店頭登録企業  
の戦略的非公開化案件であり、六〇億円規  
模のMBOが行われた。

富士車輛(二〇〇二年三月)・・民事再生法  
案件であり、五億円規模の第三者割当増資  
の主たる引受け先となった。二〇〇五年二  
月、再生手続きが終結し、二〇〇六年八月、  
社長と従業員によるMEOが行われた  
(買収額未公表)。

ダイクマ(二〇〇二年五月)・・業績不振企  
業に対する共同投資案件である。ヤマダ電  
機と共同で、従来のディスプレイストア  
から家電量販店への業態転換を促し、二〇  
〇三年五月、出資分をヤマダ電機に売却し

図1 野村プリンシパル・ファイナンスの支援体制



(出所) 同社HP、<http://www.nomuraholdings.com/npf/services/support/index.html>

た（譲渡額未公表）。

リゾートソリューション（旧ミサワリゾート、二〇〇二年一月）…資本増強のための第三者割当（三一億円）を引受けた案件であり、東証一部の上場を維持しながらの投資であることから、PIPE（Private Investment in Public Equity）案件とされる。二〇〇六年三月、コナミに一部売却、同五月、三井不動産のTOBに応じた。

ワンビシアークイブズ（二〇〇三年三月）…再生スポンサーとなった案件であり、バブル期の過剰債務（UFJ銀行）を削減すべく、私的整理のスキームを実施した。東京海上キャピタルと共同買収（五〇〇億円規模）し、二〇〇五年十二月、豊田自動織機に持分の一部売却した。

タンガロイ（旧東芝タンガロイ、二〇〇三年一月）…東証一部上場企業の戦略的非公開化案件である。東芝のノンコア事業売却に伴い、M&Aを実施（三九〇億円規模）した。なお、二〇〇六年七月、持分の一部を第三者に売却している。

スリオントック（二〇〇三年十二月）…M&A案件であり、日立製作所グループがノンコア事業の整理のために売却した。

大洋電機産業（二〇〇四年一月）…M&A案件であり、NECグループがノンコア事業整理を行うため売却した。

ハウステンボス（二〇〇四年六月）…会社更生法案件であり、スポンサーとして、合計二〇〇億円を出資し、現在経営再建を行っている。

ミレニアムリテイリング（二〇〇四年七月）…経営再建中のそごう（民事再生法案件であったがこの時点では手続き終結）と西武百貨店（私的整理）を傘下とする持株会社に対して、五〇〇億円出資（二〇〇四年七月…二

〇〇億円、二〇〇五年一月・三〇〇億円）し資本増強を行った。二〇〇六年一月、セブン&アイ・ホールディングスに全株式譲渡（譲渡価格・二三一一億円）した。

ワイエムシィ（二〇〇五年三月）・・IPOを準備するため、成長過程で多様化した株主構成を見直し、株主の集約を行った。

ミサワホーム（二〇〇五年六月）・・産業再生機構支援案件であり、ノンコア事業整理と財務リストラ（減資、DES、銀行の債権放棄など）を行うとともに、トヨタ自動車などと共同出資（計三三・四％、二五八億円）し資本を増強した。NPF・MG投資事業組合の出資額は、約一一一億円（一四・四％）であり、ほかにトヨタ（一三・四％）、あいおい損保（五・五％）となっている。

すかいらく（二〇〇六年六月）・・戦略的非公開化を行うために、MBOを実施した。TOBによる買取総額は、二六五三億円であり、買取のためのSPCの六三・三三％を野村PFの専用ファンドが取得した。

イースタン（二〇〇六年九月）・・資本増強を行うために第三者割当て五〇億円を調達した。これは、設備投資計画を前倒して実施するためのものである。

最後に、同社の特徴として、投資案件は再生案件からMBO案件まで手がけており、最近は後者のほうが注目されるが多くなっている。また、投資額が巨大化しており、大型案件への取り組みが進められている。実際、野村ホールディングスのプライベート投資額は、二〇〇三年三月末三〇一六億円から傾向的に増加し、二〇〇六年三月末には四三九一億円となっている。

これらのことから、まず出口戦略の着実な実行がより重視されるようになってきている。次に、リスク管理の重要性も高まっている。野村ホールディングスでは、リスクマネジメント部門が、テラ・ファーマ（欧州のプラ

イベート・エクイティ管理会社で、野村と一任契約締結）を含む内外のプライベート・エクイティ投資を一体管理しており、投資案件が浮上した段階からリスク管理している。第三に、野村ホールディングスの場合、米国会計基準における投資会社会計を適用していないため、投資先企業が連結対象となり、投資先企業の収益変動が野村ホールディングスの収益変動要因になる。なお、野村ホールディングスでは、この点を考慮して、二〇〇五年三月期からプライベート・エクイティ投資先企業売上高および売上原価を独立の項目として開示し、さらにミレニアム・ホールディングス売却益を計上した二〇〇六年三月期は、この売却益を非継続事業からの税引前当期純利益として区分している。

#### 4 大和証券S M B Cプリンシパル・インベストメンツの取り組み

大和証券S M B Cによる企業再生型のプリンシパル投資の取り組みも、ファンド組成業務と同様に、大和証券S M B Cプリンシパル・インベストメンツ株式会社（大和証券S M B Cの一〇〇%子会社）によって行われている。前述のように、同社はファンド運営業務とともに自己資金での投資業務を行っている。

まず、同社の事業内容として、以下の業務が列挙されている。<sup>(6)</sup>

- ① プライベート・エクイティ投資…更なる発展・成長を目指す企業に対し、投資実行・人材の提供等を行い、企業価値の向上を目指す。また、公開準備中の企業に対する投資を行う。
- ② 不動産投資…金融機関および事業会社等のあらゆる資産売却ニーズに応じる。
- ③ 金銭債権投資…金融機関及び事業会社等のバランスシート改善の一助となるため、不良債権を含む金銭債権への投資を行う。

④ 各種ファンド組成・投資資産の種類別に「企業再生ファンド」、「地域再生ファンド」、「不動産投資ファンド」等の組成と運用を行う。

したがって、プライベート・エクイティ投資は多岐にわたる業務のひとつであるが、以下に見るようにその投資実績は増加している。

次に、同社の投資実績として、以下が挙げられる。

日興電機工業（一九九九年一月）・・元東証二部の自動車部品メーカーで、更生計画におけるスポンサーとして出資した（当初は米ロスチャイルドと合弁で設立したファンドで投資、投資額は七億円）。経営陣を外部から招聘。事業再生に向けて取り組み、二〇〇五年八月に更生手続終結。引き続き企業価値向上に向けた各種支援を実施している。

明星電気（二〇〇二年二月）・・東証二部総合環境観測システムメーカーで、大和P I等を引受先とする第三者割当増資を実施するとともに大株主より株式を買取。大和P Iより非常勤取締役を派遣。観測・制御システムに経営資源を集中する中で、二〇〇五年七月に株主割当増資による資本増強を実施し、生産拠点の統合等の構造改革に取り組んでいる。

オギハラグループ（二〇〇三年一月）・・非上場の金型メーカー、大和P Iを引受先とする第三者割当増資（四〇億円）を実施するとともに、創業者一族より株式の一部を買取。経営幹部を派遣し、国内外のグループ会社の再編、金型製造工程の合理化等を進めた上で、早期の株式公開を企図している。

アリストライフサイエンス（二〇〇三年九月）・・農薬メーカー、大和P I等による増資や既存借入金の新規口ーンへの借り換えにより財務内容の改善を実現するとともに、強みのある事業分野への一層の注力等の事業改革

に向けて取組中である。

アイング（二〇〇四年九月）・・非上場の総合アウトソーシング会社、平成一六年八月、大和P Iは社長等の保有する株式の一部を譲受。大和P Iのネットワーク機能等の活用により、事業の発展・成長を支援している。二〇〇六年五月、大和P Iが保有していた全株式をアイング株式会社の関係先数社に譲渡した。

キャビン（二〇〇四年九月）・・東証一部のレディスファッションメーカーで、大和P Iは創業者一族から株式を取得し、筆頭株主として、経営戦略の遂行、マーケティング戦略の強化、人材の提供等において積極的な支援を実施した。二〇〇六年四月、保有全株式を株式会社ファーストリテイリングに譲渡した。

ダイワ精工（二〇〇四年一〇月）・・東証一部の総合スポーツメーカー、大和P Iを引受先とする第三者割当増資（五〇億円）を実施した。

三井鉱山（二〇〇五年三月）・・東証一部の資源系メーカー兼商社であり、新日本製鐵、住友商事と共に産業再生機構が保有する株式の一部を取得した。コークス事業を核としつつ、選択と集中による企業価値向上に向け、株主三社それぞれのノウハウを活かしながら取組を進めている。

丸善（二〇〇五年五月）・・東証一部の書店大手で、大和P Iを引き受け先とする総額一〇〇億六二〇万円の第三者割当増資（優先株式）を実施した。投資実行と合わせ社外取締役を二名派遣し、同社の事業計画の遂行を支援している。

三井観光開発（二〇〇五年八月）・・非上場のホテル・レジャー施設を経営している。事業再生計画におけるスポンサーとして出資（総額七〇億円程度）した。外部から経営者を招聘し、既存営業施設の商品力強化と、事業の選択と集中、新規施設への展開等により株式公開を目指している。



三井住友建設（二〇〇五年五月）・東証・大証一部の建設、私的整理ガイドラインにもとづき再建中である。大和P Iおよび大和証券S M B Cを主な引受先とする総額六〇〇億円の第三者割当増資を実施した。金融支援をうけるとともに不動産事業を分割し、事業体質を改善した。大和P Iは社外取締役を派遣し、同社の経営計画の遂行を支援している。

三洋電機（二〇〇五年一二月）・東証一部の総合電機であり、大和P I及びゴールドマン・サックスグループ、三井住友銀行を引受先とする総額三、〇〇〇億円の第三者割当増資を実施した。取締役二名及び経営スタッフを派遣し、共同投資家とともに事業構造改革の推進・コア事業への経営資源の集中投下など会社の経営計画の遂行を支援している。

以上のように、大和証券S M B Cプリンシパル・インベストメントでも、投資金額は増加しており、案件も大型化している。ただし、再生案件は減少しているようである。また、同社の投資額のうち企業投資残高は、二〇〇四年三月末二四〇億円、二〇〇五年三月末三四〇億円、二〇〇六年三月末二二九〇億円、同九月末二五八〇億円と急増している。したがって、野村P Fと同様、出口戦略の重要性は高まっている。また、リスク管理の重要性についても同様である。ただし、大和証券グループ本社の場合は、米国会計基準を採用していないため、投資先企業については連結対象となっていない。

#### まとめ

以上、大手証券会社の企業再生業務の現状を見てきたが、再生関連業務は全体として消極化しているといえる。この背景として、以下の三つの要因が考えられる。

まず、冒頭に述べたように、景気回復によって大型案件が減少したことが挙げられるが、地方の景気回復が立ち遅れているのは事実であり、地方の中堅・中小企業には再生対象案件が多数残存しているものと推測される。しかし、これらの地方案件は、大手証券会社や投資ファンドが扱う上で、大型案件とは異なる困難さがあるものと思われる。まず投資案件としては小粒すぎて、コストに見合うリターンが取りにくいことである。特に、再生案件は経営戦略の再構築や経営インフラの整備などコストのかかる改革を行う必要があり、相応の人的資源を投入せざるを得ない。これは大型案件でも小型案件でも共通であり、小型案件であるからといって必ずしもそれに比例して損益分岐点が低下するわけではない。次に、地方案件には積極的なリストラクチュアリングに踏み込みにくい要因を抱えている場合が多いことである。地方の中堅・中小企業は、地方金融機関との結びつきが強いが、地方金融機関にも、取引先企業にも積極的なリストラクチュアリングのインセンティブに乏しい場合が多い。つまり、取引先の積極的なリストラクチュアリングのためには、債権放棄などの処置が必要であるが、そうになると金融機関側にも損失が生じるため、取引先に対して経営責任を明確化させる必要が出てくる。したがって、社長退任などの事態に発展するが、中堅・中小企業は経営者の個人的な技術力や信用力、あるいは知名度などが経営基盤を構成しており、それなしには事業が成り立たない場合が多い。そこで、両者ともに問題先送りを続けることになるのである。さらに、第三セクター関連の場合、大型案件が残存しているが、企業価値の劣化が著しく、再生可能性が低下している。これらの案件では、経営破綻が明確化すると、行政責任の問題が絡んでくるため、問題の先送りが続けられ、再生不能な水準まで企業価値が毀損している場合が多いと考えられる。

次に、最近のM&Aブームに伴い、外資系ファンドの国内への参入が相次いでいる。例えば、英系の有力投資ファンドのベルミラは、二〇〇五年一〇月から日本での活動を開始し、非公開化案件などを中心に、三年間で一

五〇〇億円の投資を計画している。また、コールバーグ・クラビス・ロバーツ（KKR）は、米国で設立された世界最大級の投資ファンドであり、米国の玩具チェーンのトイザラスを買収したことで知られるが、二〇〇六年四月から日本で業務を開始し、競争力の落ちた事業部門等への投資を目的としていることが報じられている。さらに、世界有数の買収ファンドである米国のベイン・キャピタルは、戦略的コンサルティング会社のベイン・アンド・カンパニーの幹部が独立して設立したファンドであり、MBO案件を手がけているが、今年の七月から日本で稼動し始めている。これらのファンドがどの程度再生案件に注力するかどうかは定かでないが、これらの資金流入によって、投資案件に対する価格が上昇し、投資利回りが低下していることは明らかである。これによって、短期的な鞘取りは難しくなり、長期的な関与の必要性が高まっている。いわば、バランスシートの右側だけの改善で短期売却できる案件は少なくなり、バランスシートの左側である資産内容の改善や経営インフラの整備、さらには抜本的な経営戦略の策定・実施など、より関与度の高い、長期的改革が必要となってきたものと思われる。

第三に、出口の不透明な大型の再生案件が散見されるようになっており、これらの事例も大型再生案件の難しさを示唆しているように思われる。例えば、リップルウッドが手がけた、宮崎シーガイアは、二〇〇五年末に新会社のリップルウッド・ホールディングス・ジャパン・インターナショナル（RHJI）がベルギーに上場し、公募で一〇〇〇億円を調達したが、これは投資期間の長期化を想定しての動きと推測される。また、野村プリンシパル・ファイナンスが手がけた長崎ハウステンボスは、支援当初二〇〇六年度に営業黒字化を目的としていたが、入場者数は支援を開始直前の二〇〇二年度の二七九万人から二〇〇五年度には一九五万人に落ち込み、赤字続きの状態が続いている。これらリゾートやテーマパークの場合、業界再編の流れに乗ることもできず、出口戦

略の難しさが表面化しているといえるだろう。

このような背景から、大手証券会社の企業再生業務は、いずれも消極化しているが、その反面ある程度業務として定着したという側面もあると思われる。つまり、企業再生とは、単純化すると、①財務面の改革、すなわち負債削減や資本増強といったバランスシートの右側の改革、②資産面の改革、すなわち資産のリストラや有効利用といったバランスシートの左側の改革、③営業面の改革、事業戦略再構築、コスト削減のための経営管理などの改革に大別されるが、これらの改革を遂行するためのノウハウは、再生案件以外の案件でも共通する点が多々あると考えられる。特に、証券会社の場合、財務面の改革支援や資産売却支援といった面に優位性があると考えられるが、これらは経営効率化案件やMBO案件、業界再編に関係した案件などにも共通だろう。したがって、証券会社の再生業務への取り組みは景気循環によって伸張するものの、一定の定着したビジネスとなるのではないかと考えられる。

#### 注

- (1) なお、今回のインタビュー調査は、主にプリンシパル・インベストメントを中心に行った。したがって、本稿における再生アドバイザー業務および再生ファンド業務に関する記述については、拙稿「証券会社の企業再生ビジネス」(証券経営研究会編『証券ビジネスの再構築』、日本証券経済研究所、二〇〇四年、第七章、一二六～一二五ページ)に依拠しており、当時のインタビュー調査等が基本となっている。ただし、その後追加的な情報を得ることができた部分については修正を施した。

- (2) なお、同社の投資業務については、大和証券SMBCプリンシパル・インベストメント設立前の一九九八年三月より

取り組みを開始している。

- (3) 同社HP、<http://www.nonmuraholding.com/npf/services/index.html> による。
- (4) 同社HP、<http://www.nonmuraholding.com/npf/services/support/index.html> による。
- (5) 本稿で列挙した以下の事例については、同社HP、プレスリリース、日本経済新聞によるものであるが、煩瑣になることを避けるため、各々の出所については省略する。
- (6) 同社HP、<http://www.daiwasmbcpi.co.jp/solution/index.html> による。

\*本稿執筆に際し、各社関係者の方々から多大なご協力を賜りましたことを厚く御礼申し上げます。

(まつお じゅんすけ・客員研究員)