

## バルチャー投資家と会社再建

松尾 順介

はじめに

前回のレポートでは、バルチャー・ファンドのマネージャーをとりあげ、彼らの素顔がそのおどろおどろしい名前とは裏腹に、きわめてソフィステイケートされた投資家たちであることを紹介した。彼らはその投資手法を駆使して、巨額の資金を運用し高いパフォーマンスを達成している。

しかし、重要なことは、このようなバルチャー投資の存在が、会社更生にとってプラスになるのかどうかという点である。すなわち、社会的厚生という観点からすると、破綻企業はその企業価値を最大限引き出す形で再建されることが望ましいと考えられる。例えば、壊れた機械はそのまま廃棄されればゴミであり外部不経済をもたらすが、それがリサイクルされれば資源となる。このような観点からバルチャー投資をみると、彼らの投資は確かに投資収益を追求するものであり、メディアなどでは時には敵対的買収を行ったことで社会的非難を浴びたレイダースなどと同様の扱いをされる場合がある（実際かつて敵対的買収で有名になったカール・アイカンはその後バルチャー投資を行っている。また、バルチャー投資家自身もこの呼称を避け、スペシヤル・オポチュニティ・インベストメントまたはスペシヤル・シチュエーション・インベストメントと称している）が、他方ではその投資行動が破綻企業の更生に寄与している側面もあると考えられ、破綻企業の再建とバルチャー投資の関係を考察した研究も行われている。

したがって、本稿ではこのテーマでの研究のうち最も興味深い結論を引き出していると思われる、Hotchkiss (ボストン大学) と Mooradian (ノースイースタン大学) の研究、"Culture investors and the market for control of distressed firms" を紹介し、この点について検討したい。同研究はバルチャー投資家が経営参加した場合に焦点をおいて考察しているが、日本でもバルチャー投資が行われるとすれば、このような経営参加型になる可能性があると考えられ、その点においても興味深い示唆を与えるものとなっている。

### 1 研究の対象と基礎的データ

Hotchkiss & Mooradian の研究は、バルチャー投資家が投資先企業の経営に介入した場合を対象に、会社再建後のパフォーマンスを検討することによって、彼らがより質の高い経営を行ったかどうかを判断しようとするものである(第1表参照)。

この研究はSECへの届出書(1120-D) および各種ニュース・ソースをもとにしているが、それによると、一九八〇年から九三年にかけて公募社債にデフォルトの生じた二八八社のうち一七二社(全体の六〇%)において債権の売買など、バルチャー投資家の投資行動がみられた。ここで、バルチャー投資家の関与があった企業と関与がなかった企業をそれぞれバルチャー企業、非バルチャー企業とよび、両者を比較すると、第一に総資産額(簿価ベース)の中央値はそれぞれ五億四五三〇万ドル、一億九〇三〇万ドルとなっており、バルチャー企業の方が大きい。第二に、長期債務に占める公募債の割合(中央値)はそれぞれ〇・四〇、〇・五〇であり、いくぶんバルチャー企業の方が低い。第三に、長期負債の種類(中央値)はそれぞれ七・〇、五・〇となっており、バルチャー企業の負債構造の方が複雑なものとなっている。第四に、レバレッジは両者ともに相当高い比率となっ

第1表 サンプル・データ

	企業数と比率	総資産 (100万ドル)	公募債/長期債	長期債の種類	レバレッジ	EBITD/総資産	同業種の調整済み EBITD/総資産	カバレッジ・ポイント
バルチャー投資家の関与がない場合	116	629.2a	0.5c	6a	0.97	0.027	-0.076	1.76c
第11章による再建	45	190.3	0.5	5	0.9	0.038	-0.053	0.8
ローンデットによる再建	38.80%	600.1	0.48	6.3	0.94	0.027	-0.084	0.59
ローンデットによる再建	45	272.2	0.43	6	0.91	0.06	-0.051	0.86
第11章申請後に買収	38.80%	709.5	0.53	5.6	0.93	0.04	-0.059	1.45
第11章申請後に買収	6	146.7	0.54	5	0.86	0.062	-0.026	0.84
ローンデット後に買収	5.20%	165.2	0.46	4.6	0.97	0.073	-0.028	26.01
ローンデット後に買収	1	137.1	0.46	5	0.87	0.08	-0.021	9.76
清算	0.90%	636.2	0.43	3	0.92	0.076	0.005	0.84
清算	19	637.4	0.53	6.8	1.17	-0.028	-0.121	-0.32
バルチャー投資家が関与した場合	16.04%	117.8	0.54	7	0.97	-0.01	-0.109	-0.13
第11章による再建	172	1740.5	0.44	7.8	0.99	0.022	-0.079	0.58
第11章による再建	121	546.3	0.4	7	0.93	0.039	-0.044	0.73
ローンデットによる再建	70.30%	1436.4	0.44	7.7	1.03	0.044	-0.056	0.68
ローンデットによる再建	30	535.6	0.39	7	0.95	0.061	-0.042	0.69
第11章申請後に買収	17.40%	1698.9	0.37	7.2	0.88	0.051	-0.05	0.98
第11章申請後に買収	6	531	0.31	5	0.96	0.055	-0.038	0.79
ローンデット後に買収	3.50%	1957.7	0.5	9.7	0.81	0.062	-0.057	1.09
ローンデット後に買収	6	198.8	0.39	7.5	0.75	0.102	-0.039	0.78
清算	3.50%	1006.7	0.69	8	1.08	-0.409	-0.544	-3.01
清算	9	891.5	0.74	8	0.95	0.11	-0.036	1.05
清算	5.20%	5869.8	0.55	8.9	1.01	-0.039	-0.147	0.11
清算	5.20%	3492	0.65	7	0.98	-0.025	-0.153	-0.48

(注) 上段は平均値、下段は中央値、またa,cはそれぞれ有意水準1%、10%を表す。

第2表 バルチャー投資家による債権の購入

	購入 件数	バルチャー投資 家による債務と 5%以上の株式 との交換件数	バルチャー 投資家の 保有株式 比率	購入された債 権の割合	投資先企業の 総資産 (100万ドル)	公募債/長期債	レバレッジ	EBITD/総資産 (業種別調整)	カバレッジ レシオ
バルチャー投 資家の購入	287	150	18.4% (10.2%)	33.7% (n=88) (30.0%)	1997.3 (655.9)	0.462 (0.413)	1.013 (0.947)	-0.058 (-0.039)	0.707 (0.769)
銀行債務の 購入	40	28	24.5% (12.5%)	39.4% (n=20) (33.0%)	1375.5 (850.5)	0.334 (0.319)	1.175 (0.948)	-0.098 (-0.045)	0.347 (0.374)
その他私債 の購入	29	21	21.8% (11.7%)	29.4% (n=9) (21.5%)	1332.9 (382.0)	0.408 (0.409)	1.116 (0.929)	-0.063 (-0.041)	0.638 (0.353)
公募債の購入	143	101	17.9% (10.6%)	32.4% (n=59) (30.0%)	1697.2 (592.8)	0.556 (0.539)	1.016 (0.950)	-0.032 (-0.031)	0.967 (0.916)
優先株の購入	20	-	-	14.4% (8.1%)	5831.1 (2328.6)	0.400 (0.361)	0.845 (0.960)	-0.077 (-0.052)	0.424 (0.082)
普通株の購入	55	-	-	15.4% (8.3%)	2069.8 (620.8)	0.367 (0.321)	0.925 (0.878)	-0.132 (-0.055)	0.533 (0.724)

(注) 上段は平均値、下段は中央値。nは事例件数

第3表 経営者の交代と支配権

パネルA	経営者の交代						
	ワークアウト			第11章破産			
	社数	デフォルト 前にCEO交代	ワークアウト でCEO交代	社数	デフォルト 前にCEO交代	更生案提示前 にCEO交代	CEO交代
非バルチャー企業	44	15.9%	36.4%	64	21.9%	60.3%	81.7%
バルチャー企業	33	24.2%	36.4%	133	17.3%	52.3%	80.9%

パネルB	支配権						
	社数	バルチャー 投資家の CEO・会長 就任	バルチャー投 資家による大 口株式保有	バルチャー投 資家の取締役 会参加	バルチャー投 資家による過 半数の議決権 獲得	バルチャー投 資家による支 配権獲得	非バルチャー 投資家による 支配権獲得
非バルチャー企業	116	-	-	-	-	-	9 (8.0%)
バルチャー企業	172	27 (9.4%)	141 (49.0%)	80 (27.8%)	25 (8.8%)	47 (16.3%)	25 (8.7%)
銀行債務の購入	31	8 (2.8%)	27 (9.4%)	21 (7.3%)	7 (2.4%)	14 (4.9%)	3 (1.0%)
その他私債の購入	25	8 (2.8%)	23 (8.0%)	13 (4.3%)	6 (2.2%)	11 (4.0%)	5 (1.8%)
公募債の購入	87	10 (3.5%)	63 (21.8%)	38 (13.4%)	10 (3.6%)	17 (6.0%)	9 (3.2%)
優先株の購入	6	0 (0.0%)	5 (1.7%)	1 (0.3%)	1 (0.3%)	1 (0.3%)	2 (0.7%)
普通株の購入	23	1 (0.3%)	23 (8.0%)	7 (2.4%)	1 (0.3%)	1 (1.4%)	5 (1.7%)

ている反面、ともに同業種の資産収益率を下回っており、カバレッジ・レシオも一以下である。したがって、サンプル数はバルチャー企業の方が多いが、両者の財務状況はほぼ同じといえる。

次に、両者の更生過程を比較すると、バルチャー企業の場合、第一章更生は七〇・三%であるのに対し、非バルチャー企業は三八・八%で前者の比率が著しく高く、また第一章更生のバルチャー企業一二一社のうち一〇五社について、バルチャーによる最初の投資が第一章申請前に行われているとされている。したがって、バルチャー投資家が関与した場合、第一章更生にはいる可能性が高く、このことは一見バルチャー投資家が関与するとワークアウトが行われにくくなり、事態を收拾するために第一章申請せざるを得なくなるとみられるかもしれない。しかし、このことは必ずしもバルチャー投資家が破綻企業を第一章申請に追い込むことで、再建の妨害をしていることにはならない。なぜならば、Marcade GroupやAnglo Energyの場合<sup>(2)</sup>にみられるように、バルチャー投資家は第一章申請直前に債権を購入し、プリパッケージド・バンクグループによって迅速に企業の再建を支援した事例があるからである<sup>(3)</sup>。ただし、この研究では、なぜバルチャー企業の再建に第二章更生が多いのかについては十分説明されていない。

第三に、バルチャー投資家が購入する債権をみると、一七二社で二八七件の投資が行われている(第2表参照)。ここで銀行債務、その他私債および公募債の購入は合計二二二であるが、そのうち一五〇において、バルチャー投資家は五%以上の株式を購入している。また、債務を購入した場合、バルチャー投資家はその残高の三分の一以上を購入しており、これによって再建過程で影響力を行使することができる。さらに、投資先企業の財務状況については、レバレッジが低い場合に株式が購入され、カバレッジ・レシオが低い場合に優先順位の高い銀行債務ないし私債が購入されていることもわかる。

第四に、経営陣の交代とバルチャー投資家の経営参加について考察すると、CEOの交代についてはバルチャー企業も非バルチャー企業も近似的な数値となっている(第3表参照)。しかし、バルチャー企業の場合、バルチャー投資家は投資先企業の取締役会および経営において活動しており、八〇社(二七・八%)では取締役会への参加がみられ、このうち二七社(九・四%)ではCEOまたは会長(chairman)にバルチャー投資家が就任している。また、四七社(一六・三%)においてバルチャー投資家は相手企業の支配権を獲得している(ただし、ここで支配権とはCEOまたは会長に就任するか、あるいは議決権付株式の過半数を取得することと定義されている)。このように相当高い比率でバルチャー投資家が経営参加していることは、たとえ第一章更生の場合でもデリスト企業経営者は外部から規律づけられていることを示している。

## 2 再建後のパフォーマンス

彼らの研究では、再建後のパフォーマンスを分析することによって、バルチャー投資家がより質の高い経営を行ったかどうかという点についても検討している。ここでは、一〇—Kなどによってデータが得られる一九一社が対象とされている。

再建後二年間のパフォーマンスをみたものが第4表である。ここでは、営業収益が赤字である企業の割合が示された上で、営業利益/売上高比率および営業利益/総資産比率が示されている。また、これらの比率については、中央値、同業種の中央値とその中央値の差、同業種の中央値以下である割合が示されている。その結果、バルチャー企業と非バルチャー企業では、いずれの指標においてもバルチャー企業のパフォーマンスが高いことが窺まされている。ただし、バルチャー投資家の関与形態別に分けると、バルチャー投資家がパッシブ運用してい

る場合だけは、パフォーマンスは非バルチャー企業よりも低くなっている。逆に、バルチャー投資家の関与が強く、CEOまたは会長に就任した場合あるいは支配権を獲得した場合のパフォーマンスが最も高くなっている。このことは再建一年後も二年後も同じである。

次に、営業利益/売上高比率および営業利益/総資産比率をもとに、再建前と再建後の変化をみたものが第5表である。ここでは、再建一年前と再建一年後の比較および二年後との比較が示されているが、ここでも同じ結果が示されている。

第三に、再建後のパフォーマンス

第4表 再建後のパフォーマンス

	社数	営業損失 企業の割合	営業利益/売上高			営業利益/総資産		
			中央値	中央値 (業種別 調整済)	同業種の 値を下回 る比率	中央値	中央値 (業種別 調整済)	同業種の 値を下回 る比率
1年後								
非バルチャー企業	72	31.9%	0.054 <sup>b</sup>	-0.035 <sup>ab</sup>	64.0%	0.074 <sup>c</sup>	-0.043 <sup>b</sup>	63.9%
バルチャー企業	119	11.7%	0.071	-0.015	58.0%	0.086	-0.022 <sup>a</sup>	63.0%
再建企業に対して パッシブな場合	58	15.5%	0.053 <sup>a</sup>	-0.026 <sup>ab</sup>	72.4%	0.075 <sup>a</sup>	-0.039 <sup>ab</sup>	81.0%
再建企業に対して アクティブな場合	61	8.1%	0.106	0.013	44.3%	0.096	0.003	45.9%
CEOまたは会長就任	21	4.8%	0.129	0.023 <sup>a</sup>	25.0%	0.104	0.008	42.9%
支配権獲得	35	11.4%	0.102	0.018	38.2%	0.096	0.005	45.7%
大口株式取得	68	8.7%	0.097	0.006	48.5%	0.089	-0.001	50.0%
2年後								
非バルチャー企業	59	23.7%	0.068 <sup>a</sup>	-0.025 <sup>b</sup>	64.2%	0.064 <sup>b</sup>	-0.021 <sup>ab</sup>	63.7%
バルチャー企業	87	8.0%	0.094	-0.001	51.7%	0.102	0.000	48.3%
再建企業に対して パッシブな場合	41	12.2%	0.081 <sup>b</sup>	-0.029 <sup>ab</sup>	63.4%	0.082 <sup>b</sup>	-0.020 <sup>ab</sup>	62.5%
再建企業に対して アクティブな場合	46	4.2%	0.119	0.015 <sup>a</sup>	41.3%	0.112	0.010 <sup>a</sup>	36.2%
CEOまたは会長就任	17	5.9%	0.132	0.015 <sup>a</sup>	31.3%	0.112	0.003	35.3%
支配権獲得	30	3.3%	0.123	0.017 <sup>a</sup>	34.5%	0.110	0.021	30.0%
大口株式取得	51	3.9%	0.107	0.009	46.0%	0.107	0.003	45.1%

第6表 回帰分析

	第11章破産				ワークアウト			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
定数	-0.118 <sup>a</sup> (-1.67)	-0.139 <sup>b</sup> (-2.15)	-0.124 <sup>b</sup> (-1.85)	-0.154 <sup>b</sup> (-2.10)	0.008 (0.13)	0.018 (0.33)	0.013 (0.21)	0.001 (0.02)
総資産の変化率	0.008 (0.76)	0.014 (1.31)	0.009 (0.88)	0.014 (1.30)	-0.006 (-0.57)	-0.055 (-0.64)	-0.007 (-0.61)	-0.002 (-0.20)
再建前の調整済パフォーマンス	0.084 (0.59)	0.089 (0.68)	0.115 (0.87)	0.096 (0.69)	0.431 <sup>a</sup> (5.24)	0.594 <sup>a</sup> (7.30)	0.433 <sup>a</sup> (5.27)	0.517 <sup>a</sup> (7.84)
CEO留任	0.032 (0.09)	0.047 (1.32)	0.056 (1.62)	0.041 (1.18)	0.046 (1.36)	0.024 (0.92)	0.042 (1.21)	0.029 <sup>a</sup> (0.99)
バルチャー投資家の関与	0.063 (1.62)				-0.003 (-0.09)			
支配権獲得		0.142 <sup>a</sup> (2.59)				0.266 <sup>a</sup> (1.71)		
支配権なし		0.005 (0.13)				-0.035 (-1.52)		
CEOまたは会長就任			0.192 <sup>a</sup> (2.87)				0.070 (1.48)	
CEOまたは会長就任せず			0.031 (0.84)				-0.009 (-0.26)	
取締役会に参加				0.113 <sup>a</sup> (2.63)				0.147 <sup>a</sup> (1.78)
取締役会に参加せず				-0.011 (-0.26)				-0.051 <sup>b</sup> (-2.11)
N	118	117	118	116	56	56	56	54
Adj. R <sup>2</sup>	0.02	0.09	0.09	0.08	0.47	0.60	0.46	0.57

(注) a, b, cはそれぞれ有意水準1%, 5%, 10%と表す。

スを多変量解析したものが、第6表である。ここでは、バルチャー企業のパフォーマンスを第11章破産とワークアウトに分類した上で、バルチャー企業のパフォーマンスを総資産、破産前のパフォーマンス、CEOの継続の三つの説明変数のほか、バルチャー投資家の関与を示すダミー変数で説明している。まず、第一の回帰式では、バルチャー投資家の関与したかどうかをダミー変数としているが、この場合は係数は正であるものの有意ではない。第二の回帰式ではバルチャー

第5表 再建後の変化

	営業利益/売上高の変化率					
	1年前と1年後			1年前と2年後		
	社数	中央値	中央値 (業種別調整済)	社数	中央値	中央値 (業種別調整済)
非バルチャー企業	69	0.0% (50.7%)	9.7% (52.2%)	56	3.5% (51.8%)	10.5% (51.8%)
バルチャー企業	115	19.0 <sup>a</sup> (57.4)	17.4 (56.5)	85	40.6 <sup>a</sup> (58.8)	34.1 (60.0)
再建企業に対して パッシブな場合	56	12.7 <sup>b</sup> (55.4)	4.1 (51.8)	39	0.0 (51.3)	-1.6 (46.2)
再建企業に対して アクティブな場合	59	31.7 <sup>a</sup> (59.3)	49.5 <sup>a</sup> (61.0)	46	57.3 <sup>a</sup> (65.2)	83.2 <sup>a,b</sup> (71.7)
CEOまたは会長就任	20	59.9 <sup>b</sup> (70.0)	126.8 <sup>b</sup> (80.0)	16	47.5 <sup>a</sup> (75.0)	100.1 <sup>b</sup> (81.3)
支配権獲得	34	11.3 (52.9)	58.8 (64.7)	29	40.6 <sup>a</sup> (65.5)	96.8 <sup>b</sup> (75.9)
大口株式取得	66	39.8 <sup>a</sup> (59.1)	43.3 <sup>c</sup> (60.6)	50	47.6 <sup>a</sup> (62.0)	65.6 <sup>b</sup> (66.0)
	営業利益/総資産の変化率					
	1年前と1年後			1年前と2年後		
	社数	中央値	中央値 (業種別調整済)	社数	中央値	中央値 (業種別調整済)
非バルチャー企業	72	6.3% (50.7%)	21.2% (56.3%)	59	29.7% <sup>c</sup> (59.3%)	45.9% (55.2%)
バルチャー企業	113	45.3 <sup>a,d</sup> (65.5)	32.1 (61.7)	85	45.7 <sup>a</sup> (70.6)	57.3 <sup>b</sup> (66.3)
再建企業に対して パッシブな場合	55	38.7 <sup>a</sup> (63.6)	2.7 (54.3)	38	29.8 <sup>b</sup> (63.2)	11.7 (58.9)
再建企業に対して アクティブな場合	58	47.7 <sup>a</sup> (67.2)	73.9 <sup>a</sup> (69.0)	47	63.4 <sup>a</sup> (76.6)	100.0 <sup>a,c</sup> (72.3)
CEOまたは会長就任	20	69.4 <sup>a</sup> (65.0)	110.0 <sup>b</sup> (75.0)	17	64.7 <sup>a</sup> (88.2)	102.0 (70.6)
支配権獲得	34	41.2 <sup>b</sup> (61.8)	72.9 (64.7)	30	62.1 <sup>a</sup> (73.3)	118.0 <sup>c</sup> (70.0)
大口株式取得	62	45.3 <sup>a</sup> (64.6)	47.2 (67.7)	51	45.7 <sup>a</sup> (72.5)	64.7 <sup>b</sup> (70.6)

(注) a, b, cはそれぞれ有意水準1%, 5%, 10%と表す。d, e, fも同じ。

―投資家が支配権を獲得したかどうかをダミー変数としており、この変数の係数は1%水準で正かつ有意であり、バルチャー投資家が単に関与するだけでなく支配権を獲得した場合、再建後のパフォーマンスがよりよいことが示されている。また、このことはバルチャー投資家が支配権を獲得しなかった場合のパフォーマンスが、バルチャー投資家が関与しなかった場合のそれと大きく異なるという前出の結果と一致するものとなっている。第三および第四の回帰式では、バルチャー投資家が再建企業の経営陣または取締役会で活動した場合と同じ関係を示しており、このことは前出の結果と一致している。すなわち、バルチャー投資家の関与が強いほうがパフォーマンスが良いことが高い有意水準で実証されている。

ただし、ワークアウトの場合はややこの点について明確ではないが、その要因はバルチャー投資家がCEOまたは会長に就任した事例は三件のみであり、また支配権を獲得したのも五件だけであるからである。したがって、サンプル数が少ないため有意な結果が出ていないと考えられる。

結論としては、これらの回帰分析の結果は第4表および第5表で示された結果と同様に、バルチャー投資家はその経営手腕によって付加価値を高めているという仮説と一致している。もしバルチャーが単にその先見性によって企業を選択しているだけならば、再建後のパフォーマンスはバルチャー投資家が大株主になっても有意に正の相関を示すことはなく、バルチャー投資家の関与形態にも関係しないと考えられる。しかし、再建後のパフォーマンスは、バルチャー投資家による経営参加、CEOないし会長就任、あるいは支配権獲得などと有意な関連をもっていることが示されている。

### 3. バルチャー投資によるバリュエーション効果

最後に、彼らの研究では、バルチャー投資家による株式および債券購入のアナウンスメントがもつバリュエーション効果についても検討している。このバリュエーション効果とは、バルチャー投資家が債権を購入したことによって、当該企業の債権の価格形成に及ぼされる効果のことである。例えば、バルチャー投資家が劣後債権を購入したことは当該企業の財務状況に関するプラス情報となり、逆に優先債権を購入したことはマイナス情報となるといった効果があるという研究もなされている<sup>(4)</sup>。しかし、バルチャー投資家がデレストレスト企業の経営に關して十分なスキルをもっていれば（とくに経営に参加した場合には）、バルチャー投資家の購入した債権がいかなる優先順位のものであっても価格形成にプラスに働くと考えられる。

この研究では、バルチャー投資が行われた企業のうち完全な株価データがあり、かつバルチャー投資家によって購入されたというニュース・アナウンスメントがその時点で流れなかった五七社について調査すると、購入のアナウンスメントが流れた二日間（前日と当日）で、株式のリターンは平均四・一七%（中央値〇・六〇%）となつている。また、公募債が購入された場合では、平均八・六四%（中央値二・八五%）となり、有意に正の値を示している。逆に、銀行債務が購入された場合は、普通株について負の影響を示している。さらに、バルチャー投資家の関与形態別にみると、バルチャー投資家がアクティブの場合、平均値は有意に大きくなっており、また支配権を獲得した場合、平均値も中央値も有意に大きくなっていく（第7表A参照）。

他方、バルチャー投資家が関与した企業のうち、債券価格データが入手可能な六一社については、普通株が購入された場合も公募債が購入された場合も、債券のリターンは有意に正の値を示しているが、銀行債務が購入されたアナウンスメントでは、負でかつ有意ではない。この結果は、株式について結果と同様であり、バルチ

第7表 バルチャー投資家による債券購入のアナウンスメントの  
株式および債権のリターン

パネルA 株式のリターン					
	リターン平均値	Z統計	リターン中央値	正の比率	サンプル数
債券購入					
銀行債務	-4.53%	-0.85 <sup>a</sup>	-4.17% <sup>a</sup>	20.0%	10
公募債	8.64%	3.27 <sup>a</sup>	2.85% <sup>a</sup>	55.6%	18
優先株	0.27%	0.34	0.33%	50.0%	8
普通株	5.98%	4.72 <sup>a</sup>	1.30%	61.9%	21
総計	4.17%	4.47 <sup>a</sup>	0.60%	52.6%	57
バルチャーがアクティブな場合	7.00%	4.23 <sup>a</sup>	1.50%	58.3%	24
バルチャーがパッシブな場合	2.17%	2.31 <sup>b</sup>	-0.20%	48.5%	33
バルチャーが支配権を獲得した場合	8.99%	5.49 <sup>a</sup>	3.35% <sup>a</sup>	68.8%	16
バルチャーが支配権を獲得しない場合	2.29%	1.84 <sup>c</sup>	-0.30%	46.3%	41
パネルB 債権のリターン					
債券購入					
銀行債務	-0.20%	-0.52	-0.20%	37.5%	7
公募債					
Dept purchased is senior	6.50%	2.06 <sup>b</sup>	3.00% <sup>c</sup>	66.7%	15
Dept purchased is pari passu	4.70%	2.36 <sup>b</sup>	1.10% <sup>c</sup>	71.4%	21
Dept purchased is junior	2.90%	0.72	0.50%	100.0%	4
All public dept purchased	5.20%	3.08 <sup>a</sup>	1.00% <sup>c</sup>	72.5%	40
優先株	1.50%	0.12	1.20%	87.5%	8
普通株	4.10%	2.36 <sup>b</sup>	2.90%	75.0%	8
総計	4.00%	3.05 <sup>a</sup>	0.60% <sup>c</sup>	71.4%	63
バルチャーがアクティブな場合	7.50%	3.48 <sup>a</sup>	1.00% <sup>c</sup>	76.9%	26
バルチャーがパッシブな場合	1.54%	1.11	0.20%	67.6%	37
バルチャーが支配権を獲得した場合	10.50%	5.34 <sup>a</sup>	9.00% <sup>b</sup>	88.9%	9
バルチャーが支配権を獲得しない場合	2.92%	1.26	0.01%	68.5%	54

(注) a, b, c はそれぞれ有意水準 1%, 5%, 10% と表わす。

ヤー投資家の関与形態別にみても、バルチャー投資家がアクティブであった場合、平均値は大きくなり、支配権を獲得した場合には平均値も中央値も有意に大きくなっている(第7表B参照)。

このような正のバリュエーション効果はバルチャー投資の動機と一致している。例えば、バルチャー投資家がデリストレストの解決を迅速に行うならば、企業価値は劣後債権者にも利益をもたらすほどに上昇する。また、この結果は劣後債権者に利益をもたらすボンドメールとも一致している。しかし、もし購入動機が純粹にボンドメールであれば、バルチャー投資家は投資先企業の経営に参加することはありえない。バルチャー投資家は経営に参加するか、または支配権を獲得する場合、株式および社債のリターンはより大きくなっている。このことは、バルチャー投資家が自らの分配を拡大させるために投資しているが、それ以上の効果があることを示している。

以上のように、この研究では、バルチャーによる債権購入に関連した再建後のパフォーマンスおよびバリュエーション効果が示されているが、ここで示唆されていることは、バルチャー投資家が経営上の手腕を投資先企業にもたらしているということである。全体的にみて、デリストレスト企業、とくに第一章更生会社の経営者は外部からの規律とは無縁であるという見方も誤っていると結論している。

まとめ

以上 Hotchkiss と Mooradian の研究 "Vulture investors and the market for control of distressed firms" を紹介した。この研究は、バルチャー投資家の関与と企業再建の関係を扱っている点で興味深いだけでなく、すでに見たように、膨大な事例を分析対象として緻密な分析を重ねた上で、きわめて明快な結論を引き出すことに成功している。この研究によって、バルチャー投資家の経営参加の度合いが強いほど会社更生にポジティブな影響をも

たらすことが示されたといえるだろう。

また、日本でバルチャー投資が行われる場合、このような経営参加型になる可能性があると考えられ、その点においても興味深い示唆を与えるものである。ただし、この研究では、更生計画の決定に要する期間とバルチャー投資家の関与との関係については十分検討されて降らず、バルチャー投資家が関与することによって、会社更生の決定は迅速化されるのかどうかは明らかでない。日本では、更生計画の決定までに時間がかかりすぎるものが従来から問題視されているが、バルチャー投資家の関与によって、この時間が短縮されるかどうかについても興味深い。この点については今後の検討課題だと思われるが、若干の私見を付け加えるならば、バルチャー投資家には更生計画の決定を迅速化するインセンティブがあると考えられる。すなわち、更生計画の決定までに事態が紛糾することは、その間に顧客の離散や有能な従業員の流出などによって、投資対象企業の価値が減価し、またその企業の再建も困難になる可能性が高く、バルチャー投資家としても極力無用の混乱は避けなければならぬものと思われるからである。

注

(1) Hotchkiss, Edith, and Robert, Mooradian, 1997, Vulture investors and the market for control of distressed firms, *Journal of Financial Economics* 43, 401-432.

(2) Marcade Group (九二年一〇月三二日第一章申請、九三年六月一七日確定)の場合、九二年一〇月五日、アポロ・アドバイザー・L.P.が優先債権の七三%を購入した。同社は再建について社債権者および債権者と長期間にわたって交渉を続けていたが、決着せず、アポロによる購入直後、アポロに支配権を与える、プリパッケージド・チャプタ

ー・イレブン更生計画が確定した。同計画では再建会社の株式の四八・八%を獲得する、アポロに対して七五〇万ドル資本注入を求めている。また、Anglo Energy (八八年二月二二日第一章申請、同年四月七日確定)の場合、Whitman, Heffernan & RheinのMartin Whitmanが八六年一月一八日、同社の全担保付銀行債務を購入し支配権獲得を目標としていることを明らかにした。Whitmanは新経営陣を派遣し、資産売却などを行った。Whitmanはプリパッケージド・チャプター・イレブンによって同社を取得し、六七%の持ち分を取得した。Whitmanは取締役会の過半数を占め、その幹部が同社の会長に就任した。

(3) プリパッケージド・チャプター・イレブンとバルチャー投資の関係については、Becker, Brian, 1995, An empirical examination of prepackaged bankruptcy, *Financial Management* 24, 3-18.

(4) Wruck, Karen, 1990, Financial distress, reorganization, and organizational efficiency, *Journal of Financial Economics* 27, 419-444.