

日本におけるディストレス投資

松尾 順介

はじめに

前回のレポートでは、米国のバルチャー・ファンドが破綻企業に投資を行う場合においても、単なるアービトラージュ型の投資ではなく、むしろ長期にわたって経営参加を行いながら投資を回収するケースが多く、かつこのような経営参加型のバルチャー投資のほうが会社更生に対する効果も大きいという実証研究があることを紹介した。ところで、このようなバルチャー・ファンドに代表されるようなディストレス投資は、日本では見られなかったが、最近投資会社が破綻企業の事業管財人になる事例が現れ、いわば経営参加型のディストレス投資が登場したといえる。

本稿では、このアドバンテッジ・パートナーズ社による富士機工電子に対する投資事例を両社へのインタビューに基づいて紹介し、日本でのディストレス投資について考察する。

1 富士機工電子の概要と経営破綻の要因

富士機工電子株式会社は、一九五四年錠剤製造機を制作する北城鉄工所として創業されたが、戦後は富士機工塗金株式会社と改称（一九四八年）し、塗金業を中心に業績を伸ばした。その後、一九六七年には半導体および電子部品の精密塗金に着手、一九七〇年には現社名に改称し、多層基板の本格生産を開始するとともに半導体関係プリント基板素材の本格生産を開始し、現在同社の事業はプリント回路基板および化成晶事業である。

本社および管理部は、大阪市阿倍野区阪南町にあるが、営業部、デバイス工場、化成晶工場は大阪府堺市石津町にあり、その他にプリント回路基板工場として大阪府南河内郡美浜町に美浜工場があるほか、東京、仙台、鳥取、福山、台北に営業所を有している。九九年二月時点での従業員数は四七八名であり、主たる取引先としてはアルプス電気、京セラ、シャープ、ソニー、東芝、三洋電機、三菱電機、ローム、大日本印刷、凸版印刷などであり、九七年三月期の売上は一五四億四九〇万円であった。また、同社製品はカスタム・メイドであり、製品の品質については業界および取引先から高い評価を得ていたといわれる。

また、同社は完全なオーナー経営であり、社長の北城義弘、その弟、そして娘婿で九〇%以上の株式が保有され、残りの部分が従業員持ち株会によって保有され、外部の株主はいなかった。また、メインバンクはさくら銀行であった。

同社が破綻に至った直接の要因は、同社関連会社二社の経営破綻によるものである。同社関連会社は富士プリントおよび富士ミクロであり、前者は鍍金装置等の製造販売を行い、後者はタブ（TAB）を使った基板を製造していた。このタブを原材料とする基板は、近年伸びてきており、将来有望視されている分野であるが、過剰投資によって債務が拡大し、結果的に経営破綻した。したがって、いわゆる財テクなどでの損失が膨らんだのではなく、関連会社への過大投資が破綻の背景となっている。なお、これらの関連会社と富士機工電子との関係は、資本関係のない人的関連会社であり、同一のオーナー社長であった。このため、富士機工電子のキャッシュ・フローはこれら関連会社への投資に充当され、かつ債務保証も行われていたが、経営に対するチェック機能は働かず、過去にもこれらの関連会社は経営危機に瀕し、そのために富士機工電子も一九九三年度および九四年度と二

期連続で赤字を計上したが、その際は市況の回復による富士機工電子の増益で埋め合わされていたといわれている。同社は、一九九八年七月一三日、会社更生法適用申請を行うに至ったが、その間も製品受注は増加しており、実際翌八月と九月の月間売上高は過去最高を記録しており、これら関連会社の破綻に伴う、資金繰り悪化による倒産であった。

2 投資会社による更生計画

同社が大阪地裁に更生手続き開始申し立てを行ってから一ヶ月半後、八月三十一日に開始決定が下され、一二月四日にアドバンテッジ・パートナーズ社が事業管財人として選任され、早くも一九九九年四月二三日に更生計画が認可されている。

この会社更生においても注目されるのは、このアドバンテッジ・パートナーズという投資会社が事業管財人となったことである。通常、内容のよい企業が何らかの理由で破綻した場合、大手の同業他社が事業管財人となって破綻企業の事業を継承し、傘下企業に組み込むというパターンが多数見られ、実際裁判所の選定する管財人も有力な承継会社を見つけ出すことに尽力するといわれているが、この事例では一部上場のメーカー、仕入先企業、海外メーカーなど少なくとも五社の有力なスポンサー候補があったにもかかわらず、それら企業ではなく一見知名度の低い投資会社が事業管財人に選定された。

このアドバンテッジ・パートナーズとそのファンド（APM）については後述するとして、法律管財人によって同社が事業管財人に選ばれたのは、有力スポンサーの子会社などになるのではなく、自主独立で再建したいという従業員の強い希望を受けて、法律管財人が、富士機工電子の業績見込み、自主再建の可能性を検討した上で、

APM社が資金の出資元として相当であると判断し、裁判所がこれを認可したためである。

この更生計画の概略は、担保付債権約一七億円の全額および一般更生債権約八八億円の四〇%を一〇年間で弁済するというものであり、一般更生債権のカット率は一億円以下五〇%、一億円超については漸次弁済率が引き下げられ最大カット率七〇%となっている。したがって、弁済率は全債務の五〇%である。一般に、更生計画の策定においては弁済率の決定が最も重要な点であり、また紛糾する点でもあるが、この計画案で五〇%に決定された理由は、免除益と資産圧縮損の関係を試算した結果であるとされる。すなわち、会計上債務がカットされた部分は免除益として計上され、通常の法人税率が課される。しかし、破綻企業の場合、資産の圧縮が生じるため資産圧縮損が計上されることになり、免除益と相殺される。したがって、免除益と相殺される範囲で、かつ将来の収益見通しから判断して弁済が可能な範囲で、債務のカット率が決定された。

また、弁済期間の一〇年については、米国などと比較すると長期であるが、日本では短期間であり、この業界は競争が激しく売上げの振幅もあるためもつと短縮することも考えているとのことであった。

さらに、旧オーナーが保有していた旧株式は通常通り一〇〇%減資された。また、この過程で従業員の流出もなく、ほとんどの従業員は会社にとどまったといわれる。その理由は、前述のように同社の製品がカスタマー・メイドであるため、取引先からの受注に継続性があり、破綻後も取引先が流出しなかったことが大きな要因である。実際更生法申請当時も受注増のために仕事量は増加していた。

3 アドバンテッジ・パートナーズ社の投資行動

では、今回破綻企業の事業管財人となったアドバンテッジ・パートナーズとはどのような投資会社かについて

みてみよう。

まず、アドバンテッジ・パートナーズは、一九九二年に資本金四八七万円で設立され、本社は東京都港区である。同社の事業内容は、①新規事業の設立・運営、②投資ファンドの設立・運営、③経営コンサルティングとなっており、グループ会社として、欧州の付加価値税還付申請手続きサービスを行うメリディアン・VAT・レクレイム・ジャパン、企業向け保険販売代理業務を行うアドバンテッジ・インシユアランス・サービスのほか、一九九七年に設立の投資会社エイ・ピー・エム（以下APM社とする）がある。

今回の事例で投資を行ったのは、このAPM社であるが、同社はアドバンテッジ・パートナーズ六〇%、丸紅四〇%出資による設立である。また、同社には丸紅からの出向社員も派遣されている。同社が投資事業組合を設立し、投資先企業に投資するが、同組合ではAPM社が無限責任組合員として業務執行し、国内機関投資家約一〇社が有限責任組合員として出資することになる。これによって投資先企業一社あたり数億円から二〇億円程度の投資が可能となる。また、実際の投資に際しては、同組合は投資先企業に対するコンサルティングおよび経営者派遣をアドバンテッジ・パートナーズに委託しており、アドバンテッジ・パートナーズ側は経営者プールといわれる人材ネットワークの中から経営者を派遣する。この経営者プールには現在約一〇名がリストアップされている。ただし、今回富士機工電子に社長として派遣されたのは、アドバンテッジ・パートナーズのメンバー（中野宏信氏）である。

このような投資の仕組みを同社では、マネジメント・バイ・イン（MBI）・ファンドとよび、内部の経営者が外部の投資家からの資金によって企業の全部または一部を買取る、従来のマネジメント・バイ・アウトと区別している。MBIでは外部の経営者が外部の投資家からの資金とともに企業経営に参画する点が特徴である。その意味において、同社の投資形態は、今回のような破綻企業に対する投資だけでなく、むしろ未公開企業を投資対象とするプライベート・エクイティ・ファンドであり、同社にとって破綻企業への投資は、今回の富士機工電子が初のケースである。

今回の富士機工電子への投資は、すべて株式投資であり、旧株式はすべて一〇〇%減資によって消却済みであるため新株の第三者割当増資によって行われることになっている。その際、増資目標額は一〇億円であるが、APMはそのうち六億五〇〇万円を引受け、残り三億五〇〇万円は従業員持ち株会と取引先による引受けを検討している。この従業員持ち株会によっても引受けが検討されているところがユニークな点であるが、購入株数は個々の従業員の希望に応じて決定できるものとしている。ただし、今後場合によってはさらに外部の投資家に対して募集を行うこともありえるが、その額は従業員持ち株会の比率を超えない範囲とするものとしている。また、前述のように、新株は額面五〇円で、発行価格を一〇〇円としている。発行価格をこのように設定した理由は、発行済株式数を低く押さえるためである。つまり、第一に将来会社再建後にIPOを行うことが予定されているが、その際の一株当たり利益を高めること、第二にIPO後の株主構成についても配慮する必要がある、株主の分散化をさけること、といった点が考慮された。

現在の更生計画では一〇年で全額弁済を予定しているが、APM社としては計画の前倒しを企画しており、たとえば現在の更生債務を全額融資によって一括弁済し、更生計画を前倒しで終了した後、五、六年後を目標に株式公開するということも考えられる。

4 プライベート・エクイティ・ファンドとデイトレス投資

以上のように、APM社自体はデイトレス企業だけを投資対象とする米国型のバルチャー・ファンドというより、未公開会社を対象とするプライベート・エクイティ・ファンドであり、もともとは米国系の経営コンサルディング会社であるが、投資を行う組織として Bain Capital を運営し、出資と経営参加を行うところに特徴がある。そして、APM社も Bain Capital 型の投資をモデルとして、こうしたタイプの投資を日本で行うことを目指して設立された。したがって、デイトレスに対する投資はあらかじめ計画していたというより、今回偶発的な理由から、富士機工電子と接点ができ、投資することになったとされる。同社によると、今回のデイトレスト企業への投資から明らかになった点は以下である。

第一に、投資の入り口段階での入りやすさという点である。一般に、業績が順調に推移している会社は、未公開会社であっても、外部からの資本の導入や人材の受け入れに消極的である場合が多く、そこにプライベート・エクイティ投資の難しさがあるが、その反面経営難に陥っている企業や更生法の適用会社は、経営に携われる人材や新規の資本を探しており、その点で投資しやすい。⁽¹⁾

第二に、投資判断を行う場合、破綻理由および財務内容などの企業内容を明らかにする必要があるが、今回管財人が積極的に情報を提供し、たとえば調査報告書も管財人を通じて入手することができたため破綻理由や企業内容も明らかとなった。そのため投資が行いやすかった。ただし、法律管財人による情報提供は、正当な目的を有する相手方であることを確認し、厳格な秘密保持契約を締結した上で行われている。

第三に、投資対象として困難な点は、一般に更生計画が長すぎて投資期間に合致しないという点である。これは外部の投資家からの資金を運用する場合、大きな難点といえる（この点については、筆者は米国のバルチャー・ファンドのマネージャーに対してインタビュー調査を行った際、一件の投資期間は長くて五年程度という回答を得たが、日本の投資家も同様であり、一五年、二〇年といった更生計画では投資対象となりにくいと思われる）。

5 米国との比較

以上、APM社の富士機工電子に対する投資事例を両社へのインタビューをもとに紹介した。筆者の見聞する限りでは、これは日本でデイトレス企業に対する投資としては初めての事例ではないかと思われる、日本でも米国のようなデイトレス投資が出現したといえるだろう。したがって、以下筆者なりにこの事例のインプリケーションを米国のデイトレス投資と比較しながら考察する。

まず、米国では既発行の証券など（債券、手形、株式、銀行融資など）に投資されるのに対して、この事例ではいったん旧株式が消却された上で新株式を引き受ける形で投資が行われている。したがって、その点が異なるが、これは日本ではデッド・エクイティ・スワップが今のところ困難であることを考えれば当然といえる。

次に、米国のバルチャー・ファンドの場合、不良債権化した不動産投資を行っている場合があるが、多くはデイトレス投資に特化しており、継続企業への投資はほとんど行っておらず、せいぜい資金の一部をハイ・イールド債に投資する程度であると思われる。それに対して、APM社はプライベート・エクイティ・ファンドであり、デイトレスト企業に特化するわけではなく、継続企業への投資を主としている。その点大きく異なるが、これについてはデイトレスト企業への投資が今後日本でも普及するにつれ、デイトレス投資に特化したファンドも現れる可能性があるだろう。

第三に、米国のディストレス投資においても、バルチャー・ファンドが経営に参加する場合がむしろ多いことが実証されているが、今回の事例でも経営参加と投資が一体になっており、その点で米国でもよく見られる投資手法だといえるだろう。ただし、日本ではこのような投資が普及していないため、当然のことながらディストレス証券の流動性はほとんどなく、パッシブな投資が行われるにはまだ相当時間を要するものと考えられる。したがって、経営参加型の投資が当面主流となるだろう。

第四に、今回のケースでは管財人を通じた情報提供が行われ、裁判所もこのような情報提供を拒まなかったとされる。これは正当な目的を有する相手方であることを確認し、厳格な秘密保持契約を締結した上でなされたものであるが、従来、日本の裁判所は会社更生案件については守秘義務を理由に情報の公開を拒否しており、この点で米国とは大きく異なっていた。また、そのために日本ではディストレス企業への投資が困難であり、ディストレス証券市場が形成されない理由のひとつと考えられていた。したがって、日本でディストレス証券投資が行われるためには、情報公開の問題があると考えられ、裁判所が積極的に情報公開する可能性については否定的な見方もあったが、今回の事例はこの点で新たな可能性があることを明らかにしたといえるだろう。

最後に、更生期間の長さという難点については、法制面と破綻企業の経営者のあり方という面から考える必要があると思われる。

まず、法制面では、①更生手続き開始要件の問題、②DIP制度がないという問題が指摘できる。まず、更生手続き開始要件の制約がない米国のチャプター・イレブンに比べて、日本の会社更生法では開始要件に制約があるため、支払不能や債務超過などといった破綻事実がないと申し立てできないのが実状である。このために開始が遅れ、それが早期再建を遅らせる原因となっているという見方もなされていた。また、米国のようなDIP制

度がないため、多くの場合旧経営者は申し立て後に経営から排除され、その身分を喪失する。このため、あくまでも立場を維持するために申し立てを回避するインセンティブが働かざるをえず、万策尽きて申し立てに至るという形になりがちであった。しかし、これらの点については、いずれも今秋の倒産法制の改正で取り上げられ、破綻前申請もDIP制度も認められるように改正される見込みであることがすでに報じられており、これによって早期再建が促進される可能性がある。

他方、経営者のあり方という面では、日本の経営者は経営内容が極端に悪化し、経営が事実上継続不可能になるまで申し立てをしないという点で米国と異なっている。そのため、企業内容が劣化し、再建もより一層困難になることが指摘されている。これについては、経営者と企業の一体性が強いというコーポレート・ガバナンスのあり方、労働市場の流動性が低いこと、メインバンクが救済的機能を担っていたことなど、さまざまな側面から検討する必要があると考えられる。

(1) 筆者の推測では、入り口段階での投資のしやすさという点でいうと、ディストレス企業の場合、その企業のマーケットを調査すれば、すでに同社がどの程度市場で評価されており、今後の売上などの見通しが判断しやすい。これは、ベンチャー型の未公開企業の場合、新技術開発に重点があり、新技術およびその市場性の評価が難しい場合が多いのに比べると、すでにディストレス企業は市場の評価にさらされている点で投資判断がしやすいという点も指摘できると思われる。

*なお、本稿を作成するにあたり、関係者の方々から多大なご協力を賜りましたことを、感謝申し上げます。