

ディストレス投資の条件と展望

松尾 順介

はじめに

前回のレポートでは、日本で初めてのディストレス投資事例と考えられる、アドバンテッジ・パートナーズ社の運営する投資会社A P M社による富士機工電子への投資事例を考察したが、この間大和証券S B キャピタル・マーケットが「ジャパン・リカバリー・キャピタル・パートナーズ」と命名するディストレス専門のファンドを設立したほか、未来証券が「みらい一号」と命名したプライベート・エクイティ・ファンドを設立、その投資対象としてディストレス企業も視野に収めるといった動きが表面化しており、いよいよ日本でもディストレス投資がスタートしたといえるだろう。

そこで、本稿では、これらの投資ファンドを紹介した上で、日本でこのような投資が本格的に展開されるためにはいかなる条件が必要かについて考えたい。とくに、今秋には倒産関連法改正（民事再生手続）が予定されており、その影響も大きいと推測される。

1 最近の事例

まず、今年七月に発表された「ジャパン・リカバリー・キャピタル・パートナーズ（J R C P）」は、大和証券S B C Mと米国の投資銀行ロスチャイルドが共同で設立したものであり、総額四〇〇億円を目前に現在募集が行われている。ロスチャイルドはもともとM & Aなどのアドバイザー業務に秀でており、すでに一九九七年秋から Rothschild Recovery Fund L.P.を運用しこの分野でのノウハウを有しているとされている（例えば、同ファンドは一九九九年二月には破綻した韓国のセメント会社ハラ・セメントへの投資、一九九九年四月には米国のAnker Cool Groupへの投資などを行っている）。J R C Pの主な投資対象は、①不良債権、②ワークアウト、③その他資産、となっており、このうち①については本邦金融機関の保有する不良債権が対象となり、②については再建過程にある本邦企業の証券・債権等への投資とともにそれらの企業への短期運転資金貸付なども対象となり、さらに③については本邦企業または公的機関の放出する資産が対象となっている。このうち興味深いのは、②のディストレス企業への投資であるが、ここではロスチャイルドが従来行ってきた手法を応用して、（a）短期貸付・運転資金の提供（D I Pファイナンス）、（b）有価証券投資、（c）資産購入・営業譲受などを行うとされている。まず（a）については、売掛債権または在庫資産を担保とし、投資利回りをベースとした交渉で金利を設定し、（b）については、社債や株式を大口保有して再建のアドバイスをを行うなど再建手続への影響力を行使することが考えられる。また、（c）については、破綻企業の資産継承会社を設立して、そこを通じて融資を行うことも考えられる。ただし、前回紹介したA P M社の事例とは異なり、破綻企業へ経営者を派遣して主導的に再建することはせず、再建過程でアドバイスをを行い、できるだけ早期に事業管財人となるスポンサー企業または投資家を見つけ出すという戦略を採用することである。これは、前者については日本では経営者を対象とする労働市場が形成されていないこと、後者についてはファンドの運用期間に制約があり、再建完了まで資金を固定することが困難であるためと考えられる。

なお、J R C Pの総額は四〇〇億円であるが、このうち二〇〇億円は海外機関投資家、残り半分は国内機関投

資家から調達する予定である。また、募集に際しては、最小コミットメント額を一〇億円とし、六営業日前までの事前通知によって払い込みを行うことが義務付けられている。

他方、未来証券の「みらい一号」は、投資事業有限責任組合の形態をとっており、一九九九年七月に設立された。投資対象は、国内未公開会社の発行する株式、転換社債、新株引受権付社債などであり、出資金総額一四億円、投資期間五年（ただし、存続期間満了後も清算手続き上、二年を限度に一部の業務を行う場合がある）となつている。したがって、これは未公開株に投資を行い、株式公開や未公開株式市場、あるいはM&Aによって資金回収を図る、プライベート・エクイティ・ファンドであり、必ずしもデリストレスト証券に専門的に投資を行うものではない。実際、現時点ではビッグボーイ（北海道の酒類ディスカウンター）やラップマスター（東京にあるシリコンウエハー研磨装置製作会社）といったベンチャー企業に投資しており、まだデリストレスト投資は行っていない。ただし、未来証券の筆頭株主であるとともに設立母体である日本アジア投資は、数年前に会社更生法申請を行った本間物産（山形）に投資した実績があり（この案件では、カウボーイが事業管財人に選任され、日本アジア投資は全体の三〇%相当の出資を行った）、今回のファンドでもデリストレスト投資を検討している。

現時点では、両ファンドともまだデリストレスト投資を実際に行っていないが、いずれ近いうちに投資が行われるものと考えられる。

ところで、日本においてデリストレスト投資が本格的に拡大し、デリストレスト証券市場が成立するためにはどのような条件が必要だろうか。一般に、市場の成立条件を論議する際、三つの条件が必要と考えられる。第一は客観的条件、すなわち取引対象が十分に供給されるかという点である。第二は制度的条件、すなわち市場インフラが整っているかどうかという点であり、決済システムや情報ベンディングシステムなども含まれるが、デリストレスト投資に関しては、倒産法制なども含まれる。第三は主体的条件、すなわち取引主体である投資家が存在するかどうかという点である。そして、米国のデリストレスト証券市場は、このような条件を満たしていると思われる⁽¹⁾。以下、市場成立の客観的条件、制度的条件および主体的条件という観点から考察する。

2 デリストレスト投資の客観的条件

まず、客観的条件についていうと、デリストレスト投資対象の供給は、企業倒産の増減に左右され、その意味では景気動向や産業構造の変化に大きく影響される。ただし、日本の場合、今後の企業倒産の動向やそのあり方は、日本型経済システムの転換によっても、大きな影響を受けるものと考えられる。

なかでもメインバンク制度の今後の変化は企業倒産のあり方を大きく変化させるものと考えられる。というのは、メインバンクは取引先企業が危機に陥ったとき、通常救済的な行動をとってきたからである。たとえば、メインバンクは債務の返済猶予、金利減免、あるいは追加融資などによって金融支援を行い、また役員派遣などによって再建計画策定を主導し、場合によっては経営陣の更迭や資産売却、さらには合併・吸収などの手段も講じた。そして、その間メインバンクは債権者間の交渉や調停を執り行ってきた。その結果、多くの場合メインバンク主導のもとに、倒産が回避された。したがって、メインバンク関係を有する大企業の会社更生法申請は、メインバンクが再建に深く関与し、尽力した後（いわばメインバンクが見放した形で）行われるのが通例であった。そのため、上場企業の会社更生法申請件数は少なく、申請企業はメインバンク不在ないしメインバンク関係が希薄である企業がほとんどであった。つまり、明確なメインバンク関係を有する企業がデリストレストに陥った場合、メインバンクが主導して、ワークアウトやリオーガニゼーション（DIPファイナンスを含む）を行ってきたた

め、法的な手続きが回避されたといえる。その結果、デイトレス状態に陥った企業は、市場原理にさらされることはなかった。なぜならば、デイトレスト企業の債権者たちは、メインバンクと交渉し、メインバンクに対してより大きな責任を負担させようとする一方、その見返りとして一定の協力を義務付けられる。そのため、債権者は債務者企業と直接交渉することも、また債権を転売することもなく、デイトレス投資の介在する余地がなかった。

しかし、このメインバンク関係は、今後大きく変化する可能性がある。私見では、メインバンクの機能の根幹は、集中的融資動員機能であり、それを担保するものとして救済的機能が存在したと考えられる。その観点からすると、直接金融の比重が拡大し、企業の資金不足が解消するとともに、融資集中機能の役割は低下し、メインバンク関係も弛緩すると考えられる。実際、最近の倒産事例にはメインバンクが救済的機能を果たさなくなった事例（たとえば日本国土開発）が見られる。したがって、メインバンクの救済的機能が低下すると、自ずから当事者間でのワークアウトやリオーガニゼーションが行われるようになり、そこにはデイトレス投資の余地が生まれるものと思われる。

(5)

3 デイトレス投資の主体的条件

第二に、主体的条件としては、①情報を分析し投資判断するノウハウが投資家側に蓄積されていること、②デイトレス投資のようなハイリスクの投資を行う投資家層（ここには投資ファンドのような機関投資家が含まれる）が形成されていること、が挙げられる。

①については、社債を例に挙げると、適債基準などによって、リスクの高い社債を市場から長年にわたって排除してきたために、日本ではデフォルトのデータはきわめてわずかであり、また投資する側にもこのようなノウハウの蓄積は乏しいと思われる。しかし、前述のAPM社の事例では、経営コンサルタント会社が有する経営ノウハウがここでは生かされていると見ることができるとは、デイトレス投資のノウハウを、パッシブな投資に必要なノウハウと、アクティブな経営参加型の投資を行う際のノウハウに分けるとすると、前者のノウハウの蓄積は現在の国内金融機関において不十分であると思われる。しかし、後者のノウハウは、経営コンサルタントなどの間で一定程度蓄積されている可能性はありと推測される。ただし、経営参加型でも、積極的に経営者を派遣して再建にコミットするとなると、経営者の労働市場が日本では狭隘であること、さらにこの分野の経営者に求められる資質や能力が多様であること（たとえば、経営破綻した中堅・中小企業の場合、基本的な経営管理そのものが未整備である場合が多い。したがって、派遣された経営者は、経営管理体制全般を整備した上で、経営戦略を立案・実行し、さらに業界や取引先との関係も維持するなど、多種多様な業務を遂行しなければならぬ）、などの点が障害になるものと思われる。そのため、経営参加型の投資が行われるとしても、経営者の派遣には自ずから限界があるだろう。したがって、海外ですでに十分なノウハウを蓄積している外資系金融機関と提携するとともに、経営アドバイスのような再建支援を行いながら投資するというスタイルが現実的であると考えられる。

(6)

ただし、これは推測であるが、ベンチャー投資のノウハウに比して、デイトレス投資のそれは、獲得しやすいためと思われる。というのは、ベンチャーの多くは新技術開発に重点があり、新技術の可能性や市場性を判断しなければならぬのに対して、デイトレス投資は、すでに市場の評価にさらされた財・サービスを提供している企業に対して投資判断を下すわけであり、十分にリサーチするだけで、不確実性は相対的に低下する場合が多い

と考えられる。

②については、個人金融資産残高一二〇兆円といわれながら、米国に比して、厚みのある投資家層が形成されない要因のひとつは、機関投資家の投資行動にあると思われる。例えば、内規によって、投資適格のトリプルB格の債券ですらそもそも投資できない機関投資家が多数あるといわれているのはその端的な現れであろう。しかし、最近の運用難によって、このようなあり方は徐々に転換を余儀なくされている。また、今後の日本版ビッグバンの進展によって、運用競争が激化するため、今後機関投資家の行動が変化する可能性は大きいと思われる。

4 デイストレス投資の制度的条件

第三に、制度的条件としては、①破綻企業の情報開示、②迅速に会社更生を行うための倒産法制の整備、が重要である。

まず①については、日米間で裁判所の手続き過程の情報開示に大きな相違があり、これは裁判所の情報開示に対する姿勢の相違によるところが大きいと考えられる。したがって、日本でデイストレスト証券市場が形成されるためには、何らかの公式的な情報開示制度が整備される必要があり、そのためには現行の裁判所での手続きをよりパブリックなものとするか、あるいは破綻後の継続開示を証券取引法などで制度として義務づけることが必要であろう。ただし、後者については、年二回では事後的流動的な変化に対応できないという難点や、有価証券報告書提出に要する費用負担の問題があり、前者については、裁判所の保守性や、改革を主導する利益集団の欠如という難点があるため、このような情報開示は困難であると否定的に考えられた。しかし、前回のレポートで

述べたように、今回のA.P.M社の事例は、管財人を通じて情報が提供されており、この点で新たな可能性があると考えられる。

次に、②については、現行の日本の倒産法制が、迅速な会社更生を進めるように機能していないために、会社更生が遅延し、更生期間が長期化するといわれていた。実際、米国の倒産法と比較すると、少なくとも更生手続き開始要件の問題、DIP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あった。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形になりがちであった。しかし、これらの点については、現在日本でも、倒産関連法の見直し作業が進められており、九九年秋の国会に法案が提出される見通しであることが報道されている。これによると、経営不振企業が破綻前でも裁判所に手続き開始を申し立てできるようにする、社外の管財人でなく業務に詳しい経営陣が経営を継続できるようにする、再建計画の合意に必要な債権者の議決権の割合を三分の二程度に引き下げる、などといった規定が盛り込まれており、破綻企業の早期再建が重視されるといわれている。この倒産法制改正によって、制度的な条件が整備される可能性はあると思われる。

まとめ

このような投資が今後定着・拡大するかどうかを展望するためには、以上の三条件が整えられるかどうかを十分に吟味する必要があるが、私見では主体的な条件や客観的な条件はかなり成熟してきていると考えられる。むしろ、制度的な条件を早期に整備し、このような市場のインフラ整備を推し進めるべきである。昨今、ベンチャー投資に対する制度的な支援を主張する声が強く、その重要性を否定するもので決してないが、デイトレス投資に対する制度的基盤整備の重要性も大きく、緊急性という点ではベンチャー以上であるかもしれない（実際、ベンチャー投資については、「ベンチャー・バブル」という見方もある）。その意味では、今秋に予定されている倒産関連法制の改正（民事再生手続⁽²⁾）が期待される。米国でも七八年連邦倒産法が倒産企業の再建を促進し、このようなデイトレス投資の拡大に大きく貢献したと言われるからである。したがって、稿を改めて、この倒産法制改正とその影響を考察したい。

なお、本稿は投資を勧誘するものでも、投資判断材料を提供するものでもない。これらのファンドへの投資については、各社に直接問い合わせていただきたい。

未来証券株式会社：

〒一〇三—〇〇二五 東京都中央区日本橋茅場町一丁目九番四号 長寿ビル八階
TEL (03)-3639-1811 FAX 03-3639-1813 <http://www.niraisec.co.jp/>

大和証券SBC事業開発部：

〒一〇三—八二八九 東京都中央区八重洲一丁目三番五号
TEL (03)3243-2211 (代表) <http://www.daiwa.co.jp/daiwasbcn/index-s.html>

- (1) 米国デイトレスト証券市場に関しては、出稿「米国のデイトレスト証券市場とバルチャー・ファンド」、「インベストメント」、一九九九年八月、を参照されたい。
- (2) 今秋の倒産法制の改正については、以下の文献を参照されたい。

法制審議会倒産法部会「民事再生手続（仮称）に関する要綱案」、「NBL」、No. 六七〇、一九九九年八月一日
商事法務編集部「民事再生手続（仮称）に関する要綱案の概略」、「商事法務」、No. 一五三四、一九九九年八月五日
山本弘「新再建型手続の目的・機関・開始」、「NBL」、No. 六六四、一九九九年五月一日