

# 構造改革と投資銀行業務

一上季代司

## 1 はじめに

構造改革を旗印に掲げた小泉新政権が発足した。今求められているのは、総需要の拡大策ではなくサプライサイドの変革である。バランスシート調整や既存事業の再編・強化など企業収益を高めるための経営改革と新事業・イノベーションを起こしやすい形での構造改革である。こうした構造改革に対しては、証券化（資産流動化）、M & A、MBO、ベンチャー投資など、いわゆる投資銀行業務を通じて証券界が貢献できる余地は大きい。むしろ、投資銀行業務の精緻化、拡大、進化こそが、日本経済の構造改革を推進させるといっても過言ではない。そこで、以下ではわが国における最近の証券化、M & A、MBO、ベンチャー投資等の現状について簡単に概観してみた。

## 2 証券化 進展する不動産の証券化・流動化

表1にみるように昨年の資産担保証券（Asset-backed Securities）の年間発行額は二兆五千億円弱で、前年度比二〇％の増加となっている。角度を変えて企業の資金調達額に占める割合からその大きさを見て、二〇〇〇年度の資金調達額（一四兆四四百億円）の一六・七％を占める（ちなみに、最大の資金源は普通社債の七兆六四百億円で五二・九％、ついで増資三兆七一百億円、二五・七％となっている）。すなわち資金源としても無視でき

表 1 国内ABSの年間発行額

(単位) 億円

証券化対象資産	1997年	1998年	1999年	2000年
自動車ローン	800	1,687	4,992	3,749
リース	1,246	3,130	5,307	4,991
消費者ローン	75	119	492	511
ショッピング・ローン	0	998	1,950	1,305
CBO/CLO	2,900	4,392	5,424	2,336
CMBS	0	0	1,577	5,897
RMBS	0	0	674	3,878
生命保険基金	0	0	0	1,800
その他	33	542	100	167
合計	5,054	10,868	20,516	24,634

(注) オリジネーターが日本国籍のABSを集計。CBOは社債担保証券、CLOはローン担保証券、CMBSは商業用不動産ローン証券、RMBSは住宅ローン証券

(原資料) 日興SSB調べ。

(出所) 「日経金融新聞」2001年2月2日付け。

ないウエイトを占めるにいたっている。SPC法の全面改正<sup>(1)</sup>で売手が組成しやすくなったこと、ならびに低金利下で運用難に悩む機関投資家が利回りアップを目指してABS投資を積極化していることなど、売り手と買い手両サイドの事情が重なってABS市場は急拡大している。

さて、最近のABS発行の特徴として、対象資産として不動産ローンが急増していること、大型案件が増えていることなどがあげられる。例えば、商業用不動産ローンでは、オフィスビル、工場、ショッピングセンター店舗、ガソリンスタンド、ホテルなど対象不動産も多様化しており、住宅ローンでは第一生命保有の住宅ローン二万件を証券化した案件が二、〇八一億円の大型発行となっている。こうした不動産の証券化は今後、ますます増えそうである。

その理由として政府与党の緊急経済対策などにより銀行保有の不良債権処理が「待ったなし」となってきたこと、東証が会社型<sup>(3)</sup>

不動産投信(日本版REIT)の上場市場を創設(三月)したことなどの環境変化があげられる。不良債権そのものの売却については三、四年前に外資系投資銀行の斡旋による数兆円規模(簿価ベース)のバルクセルが行われたが、最近ではモルガン・スタンレーが不良債権のABSを組成した(三本、計約一千億円)ほかはあまり

進んでいない。その理由として、わが国の銀行融資では同一担保にたいして二重、三重の抵当権が設定され権利関係が入り組んでいる場合が多く、これが担保不動産の売却ひいては不良債権売却のネックになっていることが挙げられる。このため政府与党は担保不動産の債権者間の権利を調整する「権利調整委員会」の新設を打ち出している。また金融庁は不良債権のデータベースを整備して売買を促す環境整備に乗り出している。

他方、日本版 R E I T については三菱地所や三井不動産などが今秋上場を目指してファンド立ち上げの作業に入っている。また外資系も、モルガン・スタンレーが首都圏を中心にビルや賃貸マンションを今後三年間で総額六―百億円、ローンスター（投資会社）も都内でマンションを、それぞれ R E I T の対象物件として購入する計画のようである。アメリカの R E I T 市場は九九年末で上場二〇三銘柄、時価総額一、五〇〇億ドルであり、わが国の R E I T 市場も早晚、数兆円の規模に上るとの予想もある。

ただ、証券化手法による不動産の流動化が本格化するためには、これまでの土地価格理論の根本的な転換が必要であろう。証券化による商業用不動産の売却価格は、基本的には将来のキャッシュフロー（賃借料や地代など）の資本還元価格となり、往々にして単純売却よりは低くなると予想されるからである。これに加え、A B S として仕立て上げるためには S P C 設立費用、不動産管理費用、弁護士費用など販売額の五%相当のコストがかかる。これまでの「高値覚え」が最大のネックといえるが、他方では、企業の抱える含み損の処理を義務付ける「減損会計」導入が具体化する中で、バランスシート調整への圧力が増すであろう。

### 3 M & A 市場 膨らむ企業再生ファンド

次に日本企業の絡む M & A 市場を見ると、二〇〇〇年は内 内（日本企業間、一、三四四件）、内 外（日本

表2 会社分割制度の利用を計画している主な企業

企業名	時期	目的
○NEC	2001年6月	POS端末事業等を日通工に移管
○ニッショー	2001年6月	スーパーストア部門を分社
○川崎製鉄	2001年7月	LSI事業部を分社
○さくらカード	2001年7月	住友クレジットサービスに事業移管
○サークルケイ・ジャパン	2001年7月	サンクスアンドアソシエイツと統合
○出光興産	2001年10月	LPガス部門を分社
○日興証券	2001年10月	持ち株会社に移行
○日立製作所	2001年10月	計測器事業など日製産業に統合
○日立化成工業	2001年10月	住宅機器・環境設備の分社
○みずほホールディングス	2002年春	グループ内事業の再編
○新日本製鉄	2002年4月	都市開発事業部と日鉄ライフを統合

(出所)「日本経済新聞」2001年3月27日付け。

企業による海外企業のM&A、二八八件)、外内(海外企業による日本企業のM&A、一三六件)、合計一、七六八件と過去最高の件数(前年度比四〇%増)となっている(野村證券金融研究所調べ、「日経金融新聞」二〇〇一年一月一九日付け)。連結経営を意識した企業が、事業分野を絞り込む「選択と集中」を進めたことが要因とされる。このうち内内のM&Aでは、「既存事業強化」目的が最も多く五二・二%で前年(四一・一%)からウェイトを高めている反面、前年には目的別一位であった「グループ再編」が四六・四%から三八・五%へと低下。企業がM&Aをリストラだけではなく、「攻め」へと積極的に利用していることがわかる。

昨年の民事再生法施行によって企業整理が増えたことに加え、株式交換制度(九九年一〇月)ならびに会社分割法制の創設・施行(二〇〇一年四月)など、M&A市場拡大への法的な環境も整備されてきている。なお、表2は、会社分割制度の利用を計画している主な企業をリストアップしたものである。

次に、やや仔細に見てみると、「既存事業強化」目的では、その方法として合併よりも資本参加(他社と共同)や資産買取りが主流となっている。つまり、合併のように経営権を完全取得するリスクの高い方法は見送られ部分的に事業や経営に参加する仕組みが企図されている。他方、

事業再編では前年同様、親子間やグループ企業同士の合併、出資比率の見直しなどの動きが見られる。こうした企業再編の活発化を受けて、公開会社の上場・登録廃止が昨年は六八社と既往最高となった<sup>(5)</sup>。

これに関連して最近の特徴としては、LBO手法のような欧米からのスキルの導入、M & AやMBOを目的としたファンドの組成が急速に増えている。例えば、モルガン・スタンレーと住友信託は、消費者金融大手アイフルに対し、ライフ買収資金一、七三〇億円としてノンリコースのLBO融資を実施した。LBO (Leverage Buy-out) は、買収対象資産を担保とする借入金で買収する手法で、買い手サイドとしては自己資金を上回る巨額の買収が可能となる。その案件にはアイフルが買収したライフの保有資産である消費者ローン三千億円を証券化し、それで返済するというスキームが付加されている。ノンリコースローンは返済の源資を担保に限定し、借り手が返済不能でも担保以外に請求権が及ばない(ノンリコース)、したがって権利関係が明確で証券化には不可欠な融資方法である。供与するにあたっては担保のキャッシュフローとそのリスクを精査する必要があり高度なスキルを要する。

またジャフコ(ベンチャーキャピタル大手)、ドイツ銀行、ローンスター(米投資会社)三社は、財務リストラを企画したスポーツ用品販売大手ヴィクトリアから小売り部門を買収した。目的は企業価値を高めて数年後に公開益を狙うというものである。具体的には買収の受け皿となる「ジャフコ・スポーツ・ホールディング、JSH」を設立し、JSHがジャフコ運営の投資事業組合から八〇億円の出資、ドイツ銀行から買収資産を担保としたLBO融資九五億円、ローンスターからは店舗・不動産の売却代金一〇〇億円(ローンスターから再びリースで賃借)を調達し、二七五億円をもって店舗と従業員を引き取り営業権を買い取った。この案件では、営業権買取りに伴う適正価格の算出などのアドバイザリーサービスのほか、未公開株投資、LBO融資、リースバック

などさまざまなスキルが組み合わされている。

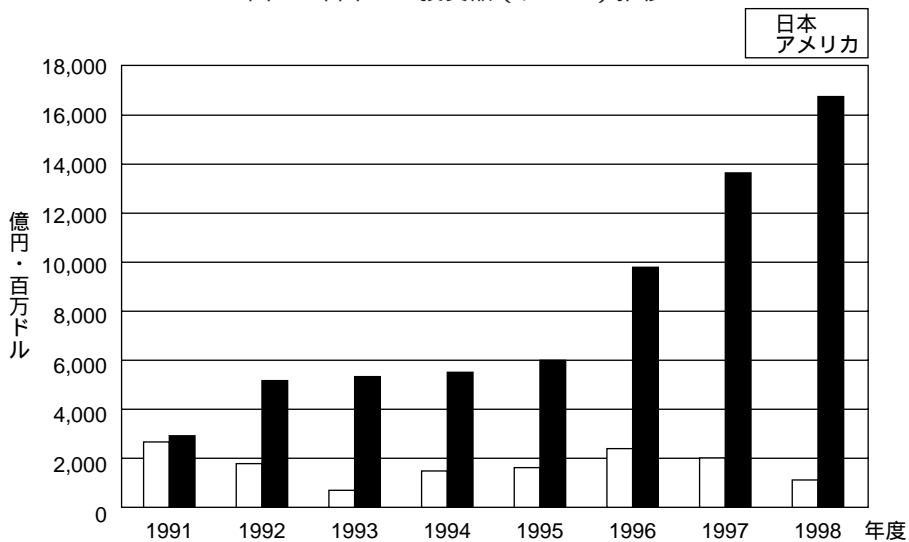
また九〇年代後半からわが国でもMBOが散見されるようになったが、最近では富士や興銀、東海など国内銀行による仲介の案件が増えていることも特徴である。大企業等の特定部門の部門長が外部から資金を調達して営業権を買い取り、自らは経営者となって分離独立するのがMBO (Management Buy-out)、外部の投資機関等がその特定部門を買い取り、経営者を送り込むのがMBI (Management Buy-in) である。MBOやMBIは、買い手サイドとしては分離独立させた部門を営業内容とする企業への投資、いわゆる未公開株投資(プライベート・エクイティ・ファイナンス、Private Equity Finance)であり、いずれも、分離した後で企業価値を高め公開益を狙うのである。それが投資のインセンティブとなる。

こうしたM&Aの買収資金として、とりわけ外資系金融機関が邦銀や商社と提携してファンドを組成する事例が最近多く、向こう三年間で一兆七五百億円の規模になるとの予測もある<sup>(6)</sup>。日本経済新聞「二〇〇一年一月八日付け」。

#### 4 ベンチャー投資

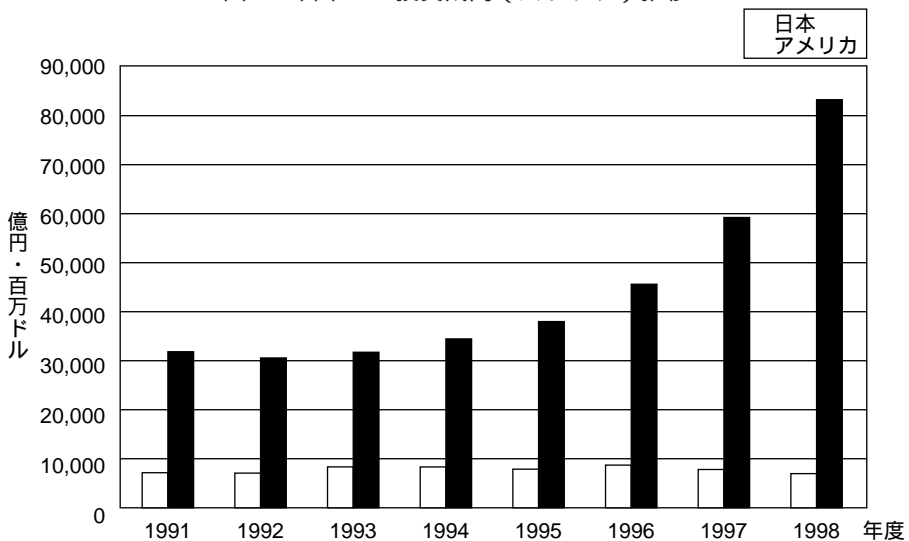
ところでプライベート・エクイティとしてはMBO、MBIのほかにはベンチャー投資がある。今、その規模をベンチャーキャピタルによる投資額に代表させてみると、九九年度の新規投資額二、三〇一億円、残高は八、一五五億円(本体投資三、五八八億円、組合投資四、五六七億円)となっている。新規投資額は前年比倍増となっているが、その背景として、大証ナスダック・ジャパン、東証マザーズ等の新興企業向け市場の創設、支援法制(投資事業有限責任組合法、新事業創出促進法など)の整備などが挙げられよう。もっとも、市場規模は既往最高であった九六年度(投資額二、四二七億円、残高九、一九三億円)を越えてはいない。また九〇年代後半から

図1 日米VC投資額（フロー）推移



(出所) 通産省 (経済産業省) 調べ

図2 日米VC投資残高（ストック）推移



(出所) 図1 に同じ

フロー（新規・追加投資）およびストック両面において日米間の格差は拡大している（図1、図2）。こうしてみるとベンチャー投資は先に見た証券化（流動化）、M&A、MBOと比べて相対的に低調のように見える。

次に最近のベンチャー投資における特徴を見ておこう。まず出口市場としての株式公開をみると、新興三市場合計で株式公開は二〇〇〇年中、一五七社（店頭九七社、大証NJ三三社、東証マザーズ二七社）うち、ベンチャーキャピタル（VC）の出資を受け入れている企業は一二五社、VCからの出資受入れ比率一〇%以上は、店頭二二社、大証NJ一七社、マザーズ一社となっている。大証NJ、東証マザーズでは早期上場の企業が多いことから、早期上場を目指す企業ほどVC受入れに積極的といえる。

すなわちVCサイドに見られる最近の特徴の第一はアーリーステージへの投資が増えていることである。先の新規投資額（フローベース）でも六二%が創業五年未満の企業向けとされる。第二の特徴は一件あたりの投資額が大きくなっており、社外取締役の派遣など育成型の投資（ハンスオン）が増えていることである。第三に、従来はVC本体による投資が主流であったが最近ではVCの組成したファンドによる投資が増え、これが主流となりつつあることである。既往ピークの九六年度残高九、一九三億円のうち、本体投資は六六・七%（六、一二八億円）であったが、九九年度には先ほど見たように四四・〇%に低下、逆に組合投資は三三・三%から五六%に上昇している。利益相反防止の観点からはファンドによる投資が望ましいことは言うまでもない。

いふなれば「カネも出すが、口も出さず」式の、アメリカのシリコンバレーシステムが徐々に日本にも浸透している訳である。ただ育成型VCには商法上の制約がある。VC側としては、少数出資比率であっても、投資した金額が初期の期待通りに使われているかどうかの監視、企業価値を高めるための経営支援など、利益保護のために取締役の派遣や会社の重要な経営戦略の決定に参画する必要がある。しかし、日本の商法はアメリカと違って

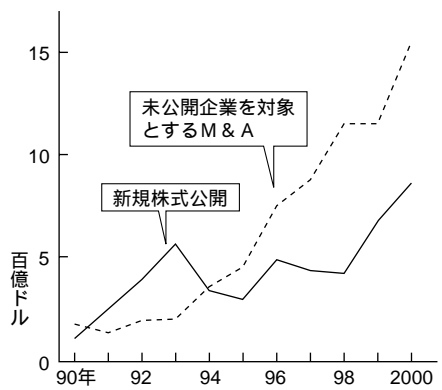


定款自治を認めておらず、取締役の派遣、会社経営の重要事項の事前承認、増資における新株発行のやり方など株主の利害調整に必要な事項に関する取り扱いは、「株主間契約」で行っているのが現状である。しかし株主間契約は法的拘束力がなく安定性に欠ける。先月一八日、法務省が公表した「商法等の一部を改正する法律案要綱中間試案」では議決権に関する種類株の創設が盛り込まれ、この面での改善がなされつつあるが、より一層の弾力が望まれる。

なお、出口市場としては株式公開のほか、M & A やファンド買い取りなどがある。ベンチャー投資の出口市場として、アメリカでは株式公開よりむしろM & Aの方が規模が大きい(図3参照)。日本でも株式交換制度によりベンチャー企業に対するM & Aが散見されるようになった。例えば、ヤフーによるP E I M社(携帯電話向け情報サービス)の買収(五四億円)、楽天によるプロムナート社(企業間電子取引サービス)の買収(二億三千万円)等がある。

またアメリカではファンドを運用満期以前に転売する市場もある。四半期ごとの時価ベースでの資産価値の公表がそうした転売を可能にしている。わが国では中小企業庁によるベンチャーキャピタル組成ファンドのパフォーマンス調査に応じている回答企業は二九社しかない<sup>(7)</sup>。ファンドの転売のみならず、ファンドへの投資を考えている国内企業年金向けにもこうした情報開示は必要であろう。

図3 米国での新規株式公開・未公開企業を対象にしたM & A



(注) 米トムソン・ファイナンシャル・セキュリティーズ・データ調べ。2000年は11月30日まで  
(出所)「日本経済新聞」2000年12月21日付け

表3 日本のM & Aの財務アドバイザー・ランキング

	金額 (百万ドル)	案件 数
1(1)ゴールドマン・サックス	33,534	22
2(2)メリルリンチ	30,935	12
3(6)モルガン・スタンレー・ ディーン・ウィッター	19,319	11
4(-)東京三菱銀行グループ	15,945	32
5(-)リーマン・ブラザーズ	12,302	5
6(8)野村証券グループ	11,977	67
7(7)みずほフィナンシャルグ ループ	10,498	72
8(-)日興証券	8,114	89
9(-)KPMGコーポレートフ アイナンス	5,423	10
10(4)ソロモン・スミス・バー ニー	5,191	14

(注) トムソン・ファイナンシャル調べ。2000年実績、公表案件ベース。カッコ内は1999年順位で、-は10以内に入らず。みずほフィナンシャルグループの99年順位は日本興業銀行の分

(出所)「日経金融新聞」2001年1月24日付け。

表4 M & Aの財務アドバイザー・ランキング  
(日本企業による海外企業のM & A)

	金額 (百万ドル)	案件 数
1(2)ソロモン・スミス・バー ニー	17,034	7
2(7)ゴールドマン・サックス	10,621	6
3(4)クレディ・スイス・ファ ースト・ボストン	9,832	2
4(3)メリルリンチ	9,190	6
5(17)ドイツ銀行	7,857	5
6(11)HSBC	5,463	4
7(12)JPモルガン	3,672	3
8(13)ABNアムロ	3,595	2
9(1)モルガン・スタンレー・ ディーン・ウィッター	1,405	3
10(5)リーマン・ブラザーズ	1,397	3

(注) トムソン・ファイナンシャル調べ。2000年実績、公表案件ベース。カッコ内は1999年順位

(出所)「日経金融新聞」2001年2月6日付け。

## 5 活躍する外資系金融機関

以上に見た不動産の証券化(流動化)、M & A、MBO、ベンチャー投資いずれにおいても外資系金融機関の活躍が目覚ましい。こうした投資銀行業務は、わが国では証券業務の「フロントティア」であり、それだけにマージンも厚い。一般に欧米投資銀行の最低資本コストは一五%であり、新規事業でそれだけの収益率を期待できる事業として、かつては「デリバティブ」があったのだが、今やそれもコモデティ化し、M & Aや不動産投資、未公開企業(プライベート・エクイティ)投資が有力な新規事業と期待されている。また、それを推進すべく母国の

年金基金等、機関投資家の資金をファンドの形で動員しているわけである。

したがって、資金源、スキル等の面で外資系は比較優位な立場にあり、こうした投資銀行業務で外資系金融機関が当面は先行するだろう。例えば、トムソン・ファイナンシャル調べによると、M & Aのアドバイザーランクは、内 内および外 内（日本企業を対象とした案件、一、五一七件、九九八億ドル）では上位一〇社のうち外資系五社、トップスリーは外資系となっている（表3）。内 外（日本企業による海外企業のM & A）ではすべて外資系となっている（表4）。

さらにベンチャー投資でも、九九年度の新規投資額（フロー）のうち、外資系ファンドによるものが四分の一程度を占めるとの推測もある（「日本経済新聞」二〇〇〇年一〇月二七日）。もっとも、外資系金融機関が新しい金融スキルを持ち込んでわが国金融証券市場の質的な発展に寄与し、それが日本経済の構造改革を促すとすれば、それは望ましいことであろう。

#### 注

- (1) 改正内容は、SPC設立の際の出資金を一〇万円へ引き下げ、証券化の対象を財産権一般に拡大、新たに特別目的信託（SPT）が認められ受益権の無記名化により市場での売却が可能になったこと、などである。
- (2) CMBISの発行はJPMorganのアレンジによる大京保有の賃貸マンション一、二〇〇戸の証券化が第一号とされているが、その後、二〇〇〇年には大和SBCMによるNEC本社ビル（五一四億円）、興銀証券によるコスモ石油のガソリンスタンド四〇〇店（三三六億円）などの事例がある。
- (3) 四月に明らかとなった緊急経済対策によると、既存不良債権は二年以内、新規発生の不良債権は三年以内の処理完了

を求められており、銀行に対して担保不動産売却へのプレッシャーがかかると思われ。なお、上場企業の固定資産売却は二〇〇〇年度実績（公表分のみ）で二四九社による三四一件、合計一・四五兆円であり売却益は差し引き七千億円であった（日本経済新聞「二〇〇一年四月三日」）。

(4) 分割法制のメリットとして、分割に際しての債務者の個別同意が不要、譲渡資産に関する裁判所調査が不要、分割部門の従業員の同意が不要、税制上の優遇などがあげられる。

(5) 市場別内訳は東証四二社、大証など二二社、店頭二二社（重複上場除く）。具体例としては日立国際電気（八木アンテナ、日立電子などを統合）、アサヒ（ニッカウイスキーを一〇〇%子会社化）、みずほ（興銀、富士、一勧の統合）、新光（新日本、和光の合併）、つばさ（太平洋、ユニバーサル、第一など四社合併）、経営破たん例ではさくら、ライフ、第一ホテル、日貿信などである。

(6) 主な買収ファンドと買収事業を担当する金融機関を挙げると、リップルウッド（米）・マリオット（米）、投資予定額（以下同じ）四千億円、サーベラスグループ（米）、二千億円、リップルウッド（米）・三菱商事、一、一五〇億円、GEキャピタル（米）・住友商事・大和証券SBCM、一千億円、ドイツ銀行グループ（独）、一千億円、日興証券、一千億円、カーライルグループ（米）、五百〜七百億円、チエースマンハッタングループ（米）、五七五億円、UBSグループ（スイス）、三百〜五百億円、AIG（米）、三百億円、野村證券、三百億円、などである。

(7) 通産省中小企業庁「一九九九年、日本のベンチャー・キャピタルに関する報告書」二〇〇〇年三月。

( ) にかみ きよし・主任研究員