

# 証券会社による企業再生アドバイザリー業務の現状

松尾 順介

はじめに

企業再生の重要性が高まる中、官民あげてさまざまな取り組みが見られ、銀行や証券会社も種々のサービスを提供し、ビジネスに結び付けようとしている。証券会社の企業再生ビジネスとしては、経営不振企業に対して行う企業再生に関するアドバイザリー・ビジネス、企業再生型投資ファンドを組成・運営するファンド関連ビジネス、証券会社の自己資金を企業再生型投資に振り向けるプリンシパル・ビジネス、などを挙げる事ができる。本稿では、そのうちでも企業再生アドバイザリー業務を具体的に紹介し、検討する。

## 1 再生アドバイザリー業務の概要

一般に、企業再生の対象となるような企業では、迅速な対応策の立案と実行が要求されることは言うまでもない。時宜を逸すると、顧客や取引先の信頼低下や優秀な従業員の離散などによって状況はさらに悪化し、再生の可能性は低下してしまうからである。しかし、当該企業にとって、限られた人員で、日常業務を遂行しつつ、再生に関わる業務も行わなくてはならず、マンパワー面で十分に対応しきれないだけでなく、再生計画の立案や実行などを適切に行うためには高度な専門性を必要とする業務も多々あるため、社内の人材では対応できない可能性が高い。

そこで、証券会社が提供できる企業再生アドバイザー業務としては、企業再生にかかわる専門的助言、企業再生ファンドへの仲介、提携先企業やスポンサーの紹介、などが挙げられる。

まず、専門的助言としては、財務・業務の精査、再生計画の作成支援、法律・会計面での助言など再生プログラムの作成に関する業務、金融スキーム（資金調達のアレンジ、M & A 仲介、証券化など）の構築に関する業務、再生計画の実行（経営方針の実現、組織や業務の再構築、株式上場やMBOの支援など）に関する業務などが挙げられ、場合によっては、社内のエキスパートを派遣することも考えられる。ただし、このような分野で専門的助言を行うためには、法務、会計、企業経営、証券分析、業界・市場調査、などさまざまな分野のエキスパートが必要であるため、このような業務を遂行できる証券会社は大手数社に限られるものと思われる。また、弁護士等の社外の専門家の紹介や選任に関する助言が必要となる場合もあるものと思われる。

次に、企業再生ファンドへの仲介としては、系列のファンドを有している場合も多々あり、そこに紹介することも考えられるが、その際はファンド運用とアドバイザー業務との間での利益相反性の問題がありうる。また、法的倒産手続に入った場合、スポンサー選定に当たって、透明性が重視される傾向にあり、透明性をどのように確保するかも課題となるだろう。

第三に、提携先企業やスポンサーの紹介としては、従来から大手証券会社はM & A 仲介業務に注力してきたことよって、豊富なネットワークを有しており、強みを発揮できる分野であろう。その際、支援を要請するスポンサー候補の選定や打診だけでなく、再建対象会社の資料整理やデュー・デリジエンス受け入れ態勢の整備、さらにスポンサー契約内容の確定や基本契約書作成、情報管理や対外公表に関する助言なども業務となる。

そのほかに、外部のターンアラウンド・マネージャーの紹介といった業務も考えられるが、日本では、米国は

どの専門家集団が存在していないことや、存在していても証券会社の提供する業務と重複する可能性がある。

## 2 日興コーディアル証券企業情報本部の取り組み

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、五〇～六〇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、全国一〇九の支店網、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、法人ビジネス部、コーポレートサービス部、支店法人支援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ィ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・インベストメントが担当することで、棲み分けがなされている。

同社企業情報本部の提供する主な再生アドバイザリー・サービスとして、案件の基本方針および手続きに関する助言、弁護士等、社外専門家の専任に関する助言、支援を要請するスポンサー候補の選定および打診、スポンサー候補との交渉に関する助言および支援、再建対象会社の資料の整理およびデュー・デリジエンス受入れ体制整備の支援、基本契約書など、スポンサー契約の内容確定および作成の支援、情報管理、対外公表についての助言、などが挙げられる。これらのサービスは、それぞれの再建段階によって適宜提供される。

たとえば、私的整理の場合、第一段階は、再建可能性の検討段階であり、まず対象企業の評価および対象業界の分析を行った上で、経営者・支配株主に対し、リストラクチュアリング計画や資産売却計画の立案などに関する助言を提供する。次に、第二段階は、再建計画案の作成段階であり、まず債権者説明用に必要な書類等の作成に関する助言を行った上で、合理性・経済性・実行可能性などの観点からさまざまな検証を行いつつ、再建計画案の作成を支援する。さらに、私的整理の公表に関するアドバイスや証券取引所等の関係機関に対する事前相談や届出等についても助言を行う。第三段階は、再建計画の実行に関するアドバイスを行う段階であり、これにはリストラクチュアリング計画の実行、提携・営業譲渡・合併等の実行、資産売却の実行などが含まれる。私的整理の場合、対象債権者の合意の得られる再建計画案が作成できるかどうか、手続の成否の鍵を握っているので、この段階がとくに重要である。他方、民事再生法の場合も、私的整理とほぼ同様のサービスを提供することになるが、申立て後の対応として、スポンサー候補企業の選定および交渉などについての助言サービスが加わり、適切なスポンサー選定と支援条件の調整が重要な鍵となる。日興コーディアル証券では、これらのアドバイザー業務を遂行する上で、豊富な経験に裏付けられた専門性、社外の企業再生専門家（弁護士、公認会計士等）や企業再生ファンド等とのネットワーク、さらに全国の事業スポンサーや提携先候補等に関する豊富な情報を有していることを強みとして挙げている。とくに、件数ベースで、同社は国内トップクラスのM&Aアドバイザーとしての実績があり、これが事業スポンサーや提携先候補を発掘する上で強みとなっている。

### 3 日興コーディアル証券によるアドバイス事例

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（同社

のフィナンシャル・アドバイザーに選任)が挙げられ、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、檜崎製作所、南海毛糸紡績、日本コーリン、原徳チエーン本部など(すべてフィナンシャル・アドバイザーに選任)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(民事再生手続中)のフィナンシャル・アドバイザーに選任されている。この案件で、同社は主としてマイカルの子会社・関係会社に関する支援を行っている。

まず、大日本土木は、近畿日本鉄道グループで、東証・大証・名証一部上場の中堅ゼネコンであったが、バブル期のゴルフ場建設の失敗などによって、経営不振に陥り、二〇〇二年七月に民事再生法を申し立てた。日興コーディアル証券は、支援企業の発見および支援条件の調整等を行うことを主な内容としたフィナンシャル・アドバイザー契約を同社と取り交わし、複数の支援候補企業に打診を行い、支援条件の調整を行った。具体的には、株式を一〇〇%減資した後の第三者割当増資の引受先として日本舗道を斡旋し、交渉の支援を行った。この事例では、日興コーディアル証券がフィナンシャル・アドバイザーとなったことで、迅速なスポンサー発掘および選定が行われ、かつ債務者企業の立場に立った支援条件の調整が行われたといえる。

次に、ニコニコ堂は、九州の中堅スーパーマーケットであったが、中国投資や大型店舗展開の失敗、デフレ下の業績低迷によって、二〇〇二年四月に民事再生法を申し立てた。日興コーディアル証券は、ニコニコ堂のフィナンシャル・アドバイザーとして、民事再生申請を含む再建計画作成を支援するとともに、スポンサーであるイズミを紹介し、さらにイズミとの交渉を支援した。再建計画の内容は、債権の九六%をカット(一〇年間で弁済)

し、旧株を一〇〇%減資した上で、イズミの出資によって、ニコニコ堂三九店舗（ただし、計画案が提出されるまでに四店舗閉鎖）のうちの大型四店舗をイズミが運営し、その他三一店舗を地元企業、取引先等の出資によって運営する、さらに本部のスリム化、不採算店舗の見直し、新規出店計画などを含むものである。この事例では、日興コーディアル証券がフィナンシャル・アドバイザーとなったことで、迅速なスポンサー発掘と選定が行われるとともに、債務者企業の立場に立った支援条件の調整が行われ、さらに適切な再建計画の作成によって、手続き期間が短縮したといえる。

第三に、二〇〇一年九月に民事再生法を申請したマイカル（二〇〇一年一月に会社更生法に移行）に対し、日興コーディアル証券は、日興ソロモン・スミス・バーニー証券（現、日興シティグループ証券）と共同して、フィナンシャル・アドバイザーを務めている。日興コーディアル証券は、主としてマイカルの子会社・関連会社に関わる支援を行った。たとえば、ユニフォームの企画・販売・レンタルを主業務とするエービーシーの全株式を、同業のテキスタイルレンタルに譲渡する案件、マイカルの社長による同社株式取得（MBO）案件、首都圏および関西圏に小型スーパ―を展開するポロロッカの全株式をマルエツに譲渡する案件、山梨でリゾート施設を運営する音楽の森（民事再生法申請）が星野リゾートに営業譲渡する案件、などである。これらの事例では、日興コーディアル証券がフィナンシャル・アドバイザーとなったことで、迅速な資産売却先の発掘および選定、さらに適切な譲渡または取得条件の調整が行われたといえる。

#### 4 被支援企業にとってのメリット

証券会社が再生アドバイザーを担当することで、再生対象企業に対し次のメリットがもたらされうるものと思

われる。

第一に、手続き期間の短縮化あるいは手続きそのものの効率化・迅速化といった点が挙げられる。前述のように、再生対象企業は、日常業務を継続しながら、再建に向けてさまざまな非日常的業務を遂行しなければならぬ。しかし、再生企業は、そのための専門的エキスパートやマンパワーを十分に有していない場合が多いため、迅速かつ効率的に手続を進められず、手続き期間も長期化しやすい。それにともなつて、企業価値がいつそう劣化し、再建可能性も低下することも考えられる。したがつて、専門的なアドバイザーが選任されることで、手続き期間が短縮され、再建の可能性も高まるものと考えられる。

第二に、スポンサー（あるいは譲渡先）選定の迅速化という点が挙げられる。大手証券会社は、かねてよりM & A業務に注力しており、独自のネットワークを有している。これらを利用して、迅速なスポンサー（あるいは譲渡先）選定を行うことができる。なお、迅速にスポンサー（あるいは譲渡先）を選定するためには、適切かつ迅速にデュー・デリジエンスを行い、十分な開示資料のパッケージを取り揃える必要があるが、これもアドバイザーの重要な業務である。また、スポンサー（あるいは譲渡先）選定の方式としては、複数の候補からオークション方式で選定する方式と、特定の候補を対象としてプロモーションを行うターゲット・デール方式とがあるが、いずれの場合でも、支援条件の調整や交渉が重要であり、これもアドバイザーの重要な業務である。なお、証券会社の場合、グループ内のファンドやプリンシパル・インベストメント部門を紹介・斡旋することも考えられる。

第三に、適切な資金調達スキーム作りとその遂行という点が挙げられる。再生対象企業の場合、資金調達として第三者割当増資やDIEPファイナンスなどが行われることが多い。アドバイザーは、前者の場合には引受先、

引受株数および発行価額の調整を行い、後者の場合は、DIEPファイナンスを提供する金融機関を紹介するとともに条件交渉を支援することになる。とくに、前者は証券会社の引受業務のひとつであり、証券会社がアドバイザーになることで、適切な発行条件の決定がなされると思われる。

第四に、適切な出口戦略の作成・遂行という点が挙げられる。出口戦略としては、現在のところ、スポンサーに事業の一部あるいは全部を譲渡することがほとんどであるが、証券市場に公開することを出口とすることも考えられる。破綻企業が再生し、上場した事例は少ないが、最近では新生銀行の東証一部上場があり、今後はこのような事例が増加すると考えられる。その際、引受部門と広い販売網を有する大手証券会社がアドバイザーとなることで、株式公開という選択肢が採用される可能性も大きくなるものと考えられる。

## 5 証券会社側の状況

第一に、日興コーディアル証券会社の企業再生アドバイザー業務は、投資銀行業務全般との連携の下で行われている。その理由として、前述のように、企業再生アドバイザー業務には、エクイティおよびデット・ファイナンス・スキーム作り、証券化やM&A、さらにIPOといった、さまざまな投資銀行業務のノウハウや機関連手との関係が欠かせないことが挙げられる。したがって、この業務が営めるのは、投資銀行業務のノウハウと人員を有する証券会社に限定されるものと考えられる。

第二に、企業再生アドバイザー業務を手がける証券会社は、現在のところ二〇社程度とされており、競争環境は厳しくなっている。日興コーディアル証券など大手三社のほか、外資系証券会社や銀行系証券などがこの分野に参入しており、さらに大手監査法人もコンサルティングの一環として、アドバイザー・サービスを提供し

ている。したがって、大型案件のフィナンシャル・アドバイザー契約取得については、かなり競争的な状況となっているように見える。

第三に、手数料については、着手金、中間報酬、成功報酬などから構成される場合が多く、一部に着手金のない場合もあるとされている。また、成功報酬部分は、移動資産の二〜三％程度とされている。ただし、前述のように、競争環境が厳しくなっていることから、手数料の引き下げ圧力は強まっており、一部にダンピング競争といわれる事態も生じているといわれている。また、手数料については、裁判所や監督員などから引き下げを示唆される場合もあり、必ずしも再生アドバイザー・サービスの役割が認知されていないという指摘もある。

第四に、ここでは取り上げなかったが、いわゆる銀行系証券会社の取り組みに対して、利益相反問題が指摘されている。つまり、銀行と破綻企業との間で債権債務関係があるにもかかわらず、当該銀行の証券子会社がその破綻企業のフィナンシャル・アドバイザーとなった場合、証券会社がフィナンシャル・アドバイザーとして、破綻企業の債権の大幅カットを提案すれば、逆に債権者である銀行は、回収額を削られ、損失が拡大することになり、親銀行と証券子会社間で利益相反関係が生じるというものである。しかし、現状では、このような関係については、あまり問題視されておらず、むしろ銀行が案件を証券子会社に紹介するような事例があることが指摘されている。

## まとめ

以上、日興コーディアル証券の取り組みを手がかりに、証券会社の企業再生アドバイザー業務を考察した。大手証券では、日興コーディアル証券以外にも、野村證券や大和証券SMB Cも同様の業務を行っている。また、

外資系や銀行系証券会社も同様である。これらの証券会社の取り組みを検討した上で、どのような課題や展望があるのかをさらに検討する必要がある。また、ファンド組成業務やプリンシパル・インベストメント業務への取り組みも進んでいるので、これらを含めた企業再生ビジネス全体を考察したいと考えているが、これらの課題については別稿を期したい。

\* 本稿を作成するに際し、日興コーポリアル証券企業情報部の下本謙一氏のご協力を賜りました。感謝申し上げます。また、本稿は、石井記念証券研究振興財団より賜った研究助成の成果の一部です。あわせて、同財団に感謝申し上げます。

(まつお じゅんすけ・客員研究員)