

証券会社による企業再生アドバイザー業務の現状（続）

松尾 順介

はじめに

前号のレポートで、日興コーディアル証券の企業再生アドバイザー業務を取り上げて、現状を紹介した。さらに、本稿では、野村證券と大和証券S M B Cの取り組みを取り上げ、引き続きこの業務の現状を紹介するとともに、この業務が直面している課題について考察する。

1 野村證券再生プロジェクト室の取り組み

野村證券では、二〇〇三年六月に再生プロジェクト室を設立し、野村総合研究所の協力を得て、積極的に企業再生支援活動に注力することになった。人員体制は、専任メンバー一五名、シニア・アドバイザー・メンバー二〇名程度、アドバイザー・メンバー七〇名程度と一〇〇名規模を当初から確保している。このうち専任のアドバイザーは、M & Aや財務アドバイザーなど投資銀行業務のエキスパートであり、また企業再生の分野で世界的に有名なリチャード・ギットリン氏（現在、ノムラ・インターナショナルP L Cのシニア・ストラテジック・コンサルタント）から戦略提言を得る体制をとっている。同氏は、各国政府の企業再掲関連法整備のためのアドバイザーとして豊富な経験を有するとともに、The American Bankruptcy Institute やINSOL International（倒産関係の弁護士・会計士の国際的団体）の会長を歴任している。また、倒産弁護士としても、各国の大型倒

産案件を担当している。再生プロジェクト室を支援する体制として、野村證券だけでなく野村総合研究所の各部門、更には、投資ファンド、不動産関連会社、環境調査機関、ターンアラウンド会社などの第三者機関、法律事務所や監査法人などの外部専門家などがある。

再生プロジェクト室の業務は、大別して三つに分けられる。まず、再生プランニング業務であり、これには再生対象企業の財務・ビジネスに関するデュー・デリジエンス、再生プラン作成支援、成長戦略グランドデザイン作成支援、法律・会計面でのアドバイス、などが含まれる。次に、金融スキームの構築業務であり、これには資金調達（とくに機関投資家、ファンド、事業法人からの資金調達）アレンジメント、M&Aやアライアンスに関するアドバイスを支援、証券化スキームの組成、などが含まれる。第三に、実行支援業務であり、経営ビジョンの策定支援、機能別戦略（組織・業務・システムなどの構築）策定支援、MBO・IPO支援、などが挙げられる。なお、この三つの業務は、企業業績悪化の原因究明から再生後の出口戦略の実行までに至る、何段階もの企業再生過程と連動するものである。

企業再生の過程に即して提供する業務を説明すると、次のようになる。主力金融機関から相談を受けたり、当該対象企業から依頼を受けたり、あるいはスポンサーになることを検討している企業から相談を受けたりと入り口はさまざまであるが、まず何らかの「再生」行動が必要な対象企業が存在しているとする。第一段階の再生プランニング過程では、まず現状分析を行い、悪化原因や回復のために必要な施策を検討し、再生の可能性が見込めるかどうか、またどのような手法が適切であるか等の方向性について、当事者間で共通認識を形成することが重要となる。この段階では現状の精査からの流れの中で、財務およびビジネスのデュー・デリジエンス、さらには清算価値評価、債権評価といった検討を行うが、ここでは、財務面での損益・資産分析、事業面での市場競

合分析やビジネスモデル分析、組織面でのガバナンス分析、人事面での人材・人事制度分析、さらに会社全体のシステム分析など多面的な分析も行う。その分析を踏まえて、再生プランを策定するが、ここでの主な業務は、事業計画、借入金返済計画、資金繰り計画、金融機関との交渉戦略の立案、スポンサー探し、事業再生戦略の立案、妥当な法的手続の検証、更生（再生）計画立案などの支援である。第二段階の金融スキームの構築過程は、関係者間の合意形成の後、デイルの実行までの過程であるが、合意形成段階では債権者交渉とパートナー交渉などが中心となる。また、デイルの実行では、投資家とのスキームアレンジメント、M & A 仲介、証券化スキームの構築、デット・エクイティ・スワップ、エクイティ・ファイナンスなどが主な業務となる。第三段階の再生プラン実行過程は、再生プランの実行、モニタリングから再生後の出口戦略の実施までを含む最終段階であるが、ここでは組織の再構築、営業体制の見直し、人事制度の見直し、システム統合、経営管理手法の導入、業務フローの見直し、アウトソーシングの実施、コスト削減など、さまざまな再建策の実行をモニターすることになる。その際、財務面では財務リストラ、新規資金調達、ファイナンス実施などの支援、事業組織面では、マーケティング、事業撤退・営業譲渡、アライアンス推進、ビジネスモデル開発などの支援、人材面ではターンアラウンドスペシャリストの派遣、などの業務を行うことになる。そして、最後の出口戦略の実施では、MBO、債権売買、MBI、IPOなどの出口戦略を支援することになる。

これら第一段階から第三段階までを通じて、再生プロジェクト室が関与することになるが、他部署の関与はそれぞれの段階によって異なっている。まず、第一段階では、法人担当セクションが再生対象企業の発掘を行うことを入り口とし、その後の対象企業の現状精査や再生プランのアウトラインを固めていく段階では、IBコンサルディング室、産業戦略調査グループ、財務戦略調査グループなど、野村総合研究所のスタッフも含めて支援体

制が組成される。次に、第二・第三段階では、M & Aについては企業情報部、証券化関連はアセット・ファイナンス部、社債発行はデット関連部署、株式発行はエクイティ関連部署、さらに出口戦略としての新規上場などはIPO関連部署というように、機能に応じた各プロダクト部門がそれぞれ関与することになる。

2 野村證券によるアドバイス事例

野村證券の再生プロジェクト室の手がけた代表的な法的手続案件は、会社更生法案件として、新潟鐵工所、ファーストクレジットなど、民事再生法案件として、青木建設があるが、法的手続会社の事業部門ごとの買収（売却）案件も手がけているほか、法的手続に至っていない経営不振企業の再生支援も多数行っている。

まず、会社更生法案件として、新潟鐵工所グループが挙げられる。同社は二〇〇一年一月二七日に会社更生法を申請したが、野村證券は同社のフィナンシャル・アドバイザーとして支援業務を行った。同グループは、原動機事業、交通車両事業、その他多数の事業からなっていたが、これらを新規に設立した会社に譲渡するなどにより、再建を目指すこととなった。二〇〇二年一月五日に提出（同一二月に認可）の更生計画案によると、石川島播磨重工業株式会社などの出資による新たな子会社として、新潟原動機と新潟トランスの二つの新会社を設立し、新潟鐵工所の原動機カンパニー部門の営業を新潟原動機に移転し、構機システム・カンパニー車両・除雪部門およびエンジニアリング・カンパニー交通システム部門に属する営業を新潟トランスに移転する。さらに、造船カンパニー部門、エンジニアリング・カンパニーの環境部門、医薬産業部門については、更生計画によらず、裁判所の許可を得て個別に営業譲渡し、その他の新潟鐵工所の財産については、原則として、更生計画認可決定確定から三年を目処として、裁判所の許可を得て個別に全て売却処分する方針とされた。このような形で、

同社の更生計画案は、期限より三ヶ月早く提出され、迅速に手続が進められた。

次に、同じく会社更生案件であるファーストクレジットの場合、同社大口債権者である新生銀行が申し立てていた会社更生手続の開始が二〇〇二年三月七日に認められ、野村證券は同社のフィナンシャル・アドバイザーに選任された。この案件では、二〇社を超えるスポンサー候補企業から、数次の入札を経て二〇〇二年一月にロースターをスポンサーに選定し、二〇〇三年三月ロースターによる増資を得ると同時に、更生債権者に一括弁済を行うことで、更生手続を終結した。この事例では、一般更生債権の弁済率は六五%を達成するとともに、手続開始決定から約一年で手続を終結した。この弁済率は通常の弁済率を上回るものであるとともに、開始決定から終結までの期間も通常に比べると短期間であったといえる。

第三に、民事再生法案件として青木建設の事例が挙げられる。同社は二〇〇一年一二月に民事再生法を申請したが、負債総額三〇〇〇億円にも上る大型案件として注目された。野村證券は、同社のフィナンシャル・アドバイザーとなつている。二〇〇二年五月、高松建設と小松建設工業（現、あすなる建設）などの支援協力が承認され、六月には再生計画案が認可された。同社の再生計画によると、これら二社を主な引受先とした新株予約権付社債（総額一五億円）および普通株（五億円）を発行（旧株式は一〇〇%減資）するとともに、同社新役員一〇名のうち高松建設から四名、小松建設工業から二名を受け入れるものとなっている。この事例でも、開始決定から計画の認可決定までの期間は約七ヶ月であり、通常より迅速に手続が進んだといえる。

第四に、民事再生法案件に対する支援企業側のフィナンシャル・アドバイザー事例として、横河ブリッジの事例がある。二〇〇三年四月に民事再生手続を申し立てた檜崎製作所は、鉄構品事業および橋梁事業などを展開する北海道内有数の橋梁企業であったが、同年七月横河ブリッジグループの支援を得て、再生することが発表され

た。この案件では、野村證券は横河ブリッジ側のフィナンシャル・アドバイザーであったが、ここで合意された支援スキームは、檜崎製作所の旧株式を一〇〇%減資した上で、横河ブリッジが七億円を別途とした第三者割当増資を引き受け、最終的に横河ブリッジは七〇%を目途に同社の株式を引き受ける（ただし、引受に際しては、再生計画の認可を条件とする）というものである。この事例では、申立から支援スキームの合意までの期間は、約三ヶ月であり、短期間に合意形成がなされたことが注目される。一般に、ゼネコンの場合、法的倒産手続を申し立てると、信用不安が広がり、急速に受注が冷え込むため、支援スキームの早期締結による信用回復が再生の重要な要件となるが、この事例ではそれが迅速に進んだといえる。また、スポンサー企業としても合理的な金融スキームのもとに増資を引き受けられたものと推測される。

第五に、私的な合意に基づき財務体質改善を図った企業のフィナンシャル・アドバイザーとなった案件として、日鐵商事の事例がある。同社は、二〇〇二年三月期決算で、二一四億円の固定資産含み損を特別損失として計上し、三八億円の債務超過に陥った。野村證券は同社のフィナンシャル・アドバイザーとして財務体質の改善を支援した。まず、二〇〇二年七月、ほぼ一〇〇%に相当する無償減資を実施し、減資差益を欠損金の補填に充当することで、債務超過を解消した。その上で第三者割当増資を実施し、普通株（一五億円）、無議決権株式（一〇億円）、優先株式（一〇〇億円）を発行した。これら株式のうち、普通株式と無議決権株式は三井物産、優先株式は新日本製鐵によってそれぞれ引き受けられた。この事例では、投資銀行業務の業務体制によって、増資がスムーズに進行したと推測される。なお、直近では、店頭上場企業の再生支援も手がけており、金融支援も含めたパッケージの第一段階の公表まで至っている事例がある。

これらの事例から、証券会社の支援を受けたことによって、迅速な手続の遂行、合理的なスキーム作り、増資

環境の整備などのメリットを再生企業は享受し、逆に支援元企業の場合も、合理的な金融スキームのもとに資金提供を行えるというメリットを享受したといえる。

3 大和証券S M B Cの取り組み

大和証券S B キャピタル・マーケットでは、事業開発部がアドバイザー・サービス業務を担当していた。事業開発部は、人員五〇〜六〇名（うち弁護士一名、証券アナリスト七名、M B A 一〇名）を有しており、企画・法制班七名、エンジニアリング班一六名、プロジェクト班九名、リストラクチュアリング&プライベート・エクイティ班八名、プライベート・ファイナンス・イニシアチブ班六名、大阪および名古屋九名となっていた。このうちリストラクチュアリング&プライベート・エクイティ班は、一九九九年初めから戦略的なアドバイザー・サービス業務に従事してきた。なお、事業開発部では、さまざまなエクイティおよびデット・ファイナンス、証券化・流動化、自社株消却など、企業経営の効率化・戦略化、事業提携、M B O ・第三者割当等による事業再編、持ち株会社化、関係会社の株式公開などによるグループ経営強化、連結会計、税効果会計、企業年金会計など会計制度の見直し、民営化による株式売り出し、生命保険会社の株式会社化、従業員持ち株会・四〇一Kプランの導入、などアドバイザー業務全般を担当しており、同社の各投資銀行業務部門と連携して業務が行われていた。他方、当時のアドバイザー・サービス業務の手数料（成功報酬型）は、企業買収・売却を伴う場合、取引金額五億円以下…二五〇〇万円、五億円超一〇億円以下…取引金額の四% + 五〇〇万円、一〇億円超五〇億円以下…同三% + 一五〇〇万円、五〇億円超一〇〇億円以下…同二% + 六五〇〇万円、一〇〇億円超…同二% + 一億六五〇〇万円とされていた。

その後、大和証券SMB Cへの社名変更(二〇〇一年四月)とともに、企業再生アドバイザー業務は、事業開発部から切り離され、プリンシパル・ファイナンス部のストラクチャリング・アドバイザー・チームに引き継がれた。同社のフィナンシャル・アドバイザー業務の主な内容として、事業評価、資産評価、収益性評価、業界評価などの支援、スポンサー募集のためのインフォメーション・パッケージの作成支援、再生スキーム、支援ストラクチャーの立案、スポンサー候補の発掘、接触、募集、スポンサー候補との折衝、戦略的交渉支援、スポンサー候補先および利害関係先に関する情報収集支援、スポンサー候補先とのドキュメンテーション作業、再建計画認可取得へのスケジューリング支援、スポンサー候補先との事業支援の条件交渉、債権者への説明資料作成、情報取りまとめ支援、再建計画までのプロセス管理、全体の取りまとめ、その他再建に必要な作業に対する助言・支援、などを挙げている。さらに、フィナンシャル・アドバイザーの重要な役割として、再生スキームの企画・立案、スポンサーの迅速な発掘、スポンサー選定手続きの透明性向上、準備作業および手続きの迅速・円滑な推進、スポンサーへの安心感の醸成、企業価値の維持・改善などを挙げている。なお、ここでの手数料体系は、着手金、月額顧問料金、中間報奨金、成功報酬金に分けられ、一例として着手金(諸経費)一〇〇〇万円、月額顧問料金五〇〇万円、第一次中間報奨金(基本合意書締結時・後)一〇〇〇万円、第二次中間報奨金(最終合意書締結時・後)一〇〇〇万円、成功報酬金(クロージング時・後)二億円といった例(ただし、弁護士・会計士・不動産鑑定士などの外部専門家費用は別途実費徴収)が示されている。

ただし、現在、大和証券SMB Cは、プリンシパル・ファイナンス部を廃止し、再生アドバイザー業務を、主にM & A業務を行う企業提携部に移管している。他方、二〇〇一年一月、同社は新たに一〇〇%出資の子会

社として、大和証券S M B Cプリンシパル・インベストメントを設立し、ここでは専門的に不良債権、金銭債権、プライベート・エクイティ投資業務および企業再生ファンド等の組成業務を行っており、企業再生ビジネスの主力を自己資金での投資（プリンシパル・インベストメント）およびファンド組成・運用に移しているようである。この背景には、銀行系証券会社、外資系、さらに監査法人などの参入によって、アドバイザリー業務の分野の競争が激化し、手数料の引き下げ圧力が強まり、収益性が低下していることが考えられる。

まとめ

前号と今号のレポートにおいて、野村證券、大和証券S M B C、日興コーディアル証券の企業再生アドバイザリー業務を紹介した。これら三社には、企業再生アドバイザリー専門の部署を有するかどうかという差異はあるものの、ほぼ同様の業務を行っている。しかし、前述のように、競争が激化し、手数料の引き下げ圧力が強まっているため、必ずしも高い収益性が見込めなくなっている。したがって、企業再生ビジネスの主流がプリンシパル投資に移行する傾向が見られる。たとえば、最近の報道でも、大和証券S M B Cプリンシパル・インベストメントが投資枠を、二〇〇五年三月中に現在の二二〇〇億円から約二〇〇〇億円に引き上げることが報じられている。^(注)そこで、次号では、企業再生ファンド組成やプリンシパル投資の動向について紹介する。

注

『日経金融新聞』、二〇〇四年五月一八日、参照。

* 本稿を作成するに際し、野村證券再生プロジェクト室の本多圭介氏および大和証券SMB Cプリンシパル・インベストメンツの市川清文氏のご協力を賜りました。厚く御礼申し上げます。

(まつお じゅんすけ・客員研究員)