

企業再生手法の多様化

～DDS・メザニン・信託～

松尾 順介

はじめに

投資ファンドによる企業再生手法の多様化が進んでいる。従来は再生対象企業の第三者割当株式の引き受けや債権買取が中心であったものが、最近は買い取った債権をデット・デット・スワップ(DDS)による劣後化、あるいはメザニンを利用したファイナンスなどが行われている。また、現在進行中の信託法改正案では、企業再生手法として信託の利用が検討されている。

本稿では、DDS、メザニンおよび信託の三つを取り上げ、これらの新しい再生手法がどのように企業再生に寄与するかを検討する。

1 再生ファンドによるDDS利用

DDSとは、債権者が債務者に対して保有する既存の債権を、別の条件による債権に変更すること、すなわち債務の劣後化であり、二〇〇四年に改訂された金融検査マニュアルで、「金融機関が、中小・零細企業向けの要
注意先債権(要管理先への債権を含む)を、債務者の経営改善計画の一環として資本的劣後ローンに転換してい

る場合には、債務者区分等の判断において、当該資本的劣後ローンを資本とみなすことができることとする」とされたことで、企業再生手段と位置づけられるようになった。つまり、実質債務超過に陥っており、そのままでは融資しにくい企業に対して、金融機関がDDSを実施すれば、当該企業は債務者区分上、正常先となり、継続的に融資できるようになるわけである。特に、地域に密着した地銀等の地域金融機関にとっては、取引先との関係を維持したまま企業再生を進める手法として注目されている。⁽¹⁾

最近、企業再生ファンドがDDSを利用する事例が見られるようになっており、以下事例を紹介する。ただし、ファンド運用会社の守秘義務があるため、ファンド名は伏せ、DDSの対象となった企業名をX社とする。

このX社は、製造業で、売上高一〇〇億円、償却前営業利益五億円を計上している。その一方、借入金は一〇億円（うちメインバンクのA銀行からの借入は六〇億円）あり、実質債務超過状態に陥っていた。A銀行はX社のメインバンクであり、同社の抜本的な再生計画を企画し、債権放棄等を非メインバンク各行に提案したが、これら非メインバンク各行は消極的で、足並みがそろわなかった。そこで、A銀行は自行保有債権の一部（額面約二二億円）を地域再生ファンドに時価で売却した。その後、同ファンドは、財務支援策として、以下を実施した。まず、資本強化策として、一部債権放棄（一〇億円）を実施した。次に、同様に資本強化策として、DES（一〇億円）を実施した。これによって、ファンドは株主としての発言権を強化し、経営者を派遣した。第三に、DDS（二億円）を実施した。これにより、X社の債務超過が解消されたため、金融機関の債務者区分が引き上げられ、運転資金の継続的な確保が可能になった。

ここでDDSが採用された理由は、以下である。まず、債権放棄やDESと同様に、資本強化策としての側面がある。すでに述べたように、劣後ローンとすることで、資本とみなされるからである。次に、債権放棄ではな

くDD Sが採用されたのは、一定期間後に償還され、回収可能であるからである。第三に、DESを実施すると、保有株式の出口戦略を構築せねばならないが、債権であればその必要がなく、投資のバリエーションが広がり、出口が多様化できるというメリットがある。第四に、債権としてのキャッシュフローが確保できることである。

この事例では、金融機関間の足並みがそろわず、メインバンクが再生計画を主導できなかったことが背景にあると推測できるが、同様の事情を抱えた案件は珍しくなく、そのような場合、地域再生ファンドが債権放棄、DES、DD Sなどを組み合わせたスキームを実施することが考えられる。特に、個別の地域金融機関とのつながりの強い地域再生ファンドの場合、DD Sを申し送り事項にして、地域再生ファンドに債権譲渡することも考えられるだろう。

この事例を通して、地域再生ファンドがDD Sを利用する要因を整理すると、以下ようになる。第一に、出口戦略を多様化する必要があるため、DD Sが利用されうる。第二に、金融機関がDD Sを実施しにくい場合があり、それを回避するためにファンドによるDD Sが行われうる。具体的には、前述のように金融機関間で足並みがそろわない場合がある。第三に、DD Sの濫用防止の観点から、金融機関では二次、三次のDD Sを行うことは好ましくないとされている。つまり、度重ねてDD S実施することは、金融検査マニュアルに定められている「合理的かつ実現可能性が高い経営改善計画」と一体で実施されたことが疑われるからである。そこで、金融機関ではDD Sは一度の実施で債務超過を解消し、当該企業を再生させる必要があるが、その確実性が高い案件もある。その場合、ファンドがDD Sを実施することも考えられる。

2 投資ファンドによるDDS利用の課題

地域再生ファンドがDDSを利用する場合、いくつかの課題が考えられる。

第一に、劣後化させた債権のコベナントをいかに設計するかという点である。DESならば、株主としての立場からガバナンスに関与できるが、債権者の場合は株主と同様の関与はできない。したがって、かなり強いコベナントで経営を規律付ける必要があるが、有効なコベナントを設計する必要があるだけでなく、上位債権のコベナントとの整合性を図る必要もあると考えられ、この点についてはさらに実務的な検討が必要だろう。

第二に、コベナントの管理をどのように遂行するかという点である。この点は、地域再生ファンドがDDSを行なった場合だけでなく、金融機関がDDSを行なった場合、一般的に問題となる点であろう。ただし、取引金融機関の場合は資金フローを継続的にモニタリングできるが、地域再生ファンドの場合、そのような手段を持たない点が難点となるため、取引金融機関の協力関係が必要だろう。

第三に、地域再生ファンドが保有する債権についてDDSを行っても、他の金融機関が自己査定において債務者区分を引き上げることが出来るかどうかについては不確定であるという点である。すなわち、ある金融機関にとって、他の金融機関やファンドのDDSが、債務者区分の引き上げに直接結びつくとは限らないため、もし引き上げるとすれば、そのような自己査定基準を設ける必要があるだろう。したがって、地域金融機関とのつながりの強い地域再生ファンドのほうが、そのような自己査定基準を設けやすいと思われる。

3 メザニン・ファイナンスとは

メザニン (mezzanine) とは、中二階の意味で、株式と債権との中間を意味している。具体的には、株式では、

優先株式、後配株式、子会社業績連動型トラッキング・ストックなどの種類株式、また負債では、新株予約権付社債、劣後債またはローンなどを総称するものである。⁽²⁾

近年、米国では中堅企業向けのメザニン融資が重要な資金調達手段となっているといわれている。プライベート・エクイティ（P E）・ファンドが未公開の中堅企業に対して普通株式で成長資金を供給する一方、融資と株式の中間的な資金をメザニン・ファイナンスが提供している。すなわち、P Eファンドによる資金調達は、資金調達コストは低いが、経営への参加や買収に結びつくようなガバナンスの変化がありうるのに対し、メザニン・ファイナンスは、調達コストは高い反面、ガバナンスへの関与はなく、大企業にとつてのハイ・イールド債発行と類似した性格を持つものとされている。

米国のメザニン・ローンは、表面利率は通常一二〜三%で、これに新株予約権、転換権、優先株といった要素を付加して利回りを引き上げ、一五〜二〇%の利回りになるように設計されるが、最近では競争激化で一五〜一七%の利回りになっているようである。なお、新株予約権付したローンをWarrant Deal⁽³⁾といひ、新株予約権なしのローンをReal Deal⁽³⁾という。さらに、通常メザニン・ローンは無担保であるが、後順位有担保メザニンも伸張している。

案件あたりの融資額は三〇〇万ドルから二五〇〇万ドルで、場合によっては一億五〇〇〇万ドルもある。また、メザニン・ローンの出し手は、一二七機関あるといわれ、うちファンド五八、スモール・ビジネス・インベストメント二六、銀行二三、保険一七となっている。なお、メザニン・ファンドのリミテッド・パートナーとしては、年金基金五四・八%、金融機関二六・〇%などとなっている。⁽³⁾

4 日本におけるメザニン・ファンド

最近、日本でもメザニン・ファンドが組成され、企業再生型のファイナンスを手がけ始めている。

まず、二〇〇四年八月、ソフトバンク・インベストメント・グループ傘下のエスビーアイ・キャピタル株式会社の子会社エスビーアイ・キャピタルソリューションズ株式会社が、メザニン投資を行うファンドを立ち上げている（ただし、その後社は合併し、現在同ファンドはエスビーアイ・キャピタルが運用している）。このSB Iメザニンファンド一号は、メザニン投資を行うファンドとしてはパイオニア的な存在と思われるが、メザニン投資とDIPファイナンスに特化し、総額三一億円である。また、二〇〇五年四月には、SBIメザニンファンド二号（一〇〇億円規模）を設立している。さらに、二〇〇六年には三号ファンド（二七億円）を「首都圏企業再生ファンド」として設立することが予定されている。この間の投資先件数は、二〇〇六年三月二〇日現在、五三社に達し、平均投資規模は二〜三億円程度である。⁽⁴⁾

なお、ソフトバンク・インベストメントが、このようなファンドを設立した背景としては、二〇〇一年設立のエスビーアイ・キャピタルは、同社のLBOファンドを通じて、川崎電気（現、かわでん）などに企業再生型投資を行い、企業再生の経験を蓄積していたことが指摘できる。その過程で、メザニン投資業務に収益性を見出したものと推測できる。

他方、大手銀行の取り組みとしては、二〇〇五年一二月、三井住友銀行が政策投資銀行と共同してメザニン・ファンド、UDSコーポレート・メザニン投資事業有限責任組合（略称・UDSメザニンファンド）を組成している。投資総額は一二〇億円で、両金融機関が折半で出資している。投資対象は、三井住友銀行の取引先が中心で、再生対象企業や成長期待企業に対して、優先株出資や劣後債引受を行う（図参照）。なお、ファンド運用は

政策投資銀行が行い、年八〜一三%の利回りを予想していると報道されている。⁽⁵⁾

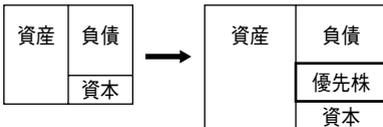
また、二〇〇五年一二月、みずほフィナンシャルグループでは、傘下のファンド運営会社、みずほキャピタルパートナーズ株式会社がメザニン・ファンド、MHメザニン投資事業有限責任組合を設立し、同組合に対しみずほ銀行、みずほコーポレート銀行、政策投資銀行などが総額二五〇億円を出資した。投資先としては、事業再構築案件やM&A・バイアウト案件などであり、優先株式や新株予約権付劣後債権などを引き受け、年一〇〜二〇%の利回りを予想していると報道されている。ただし、現時点ではまだ投資実績はなく、近々事業再構築を計画している第一号案件に対して、一〇億円規模の優先株の引受を実施する予定であり、それ以降の案件には五〜五〇億円規模の投資を行う予定である。⁽⁶⁾

5 RCCによる信託を利用した企業再生

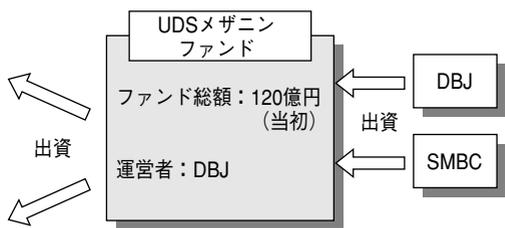
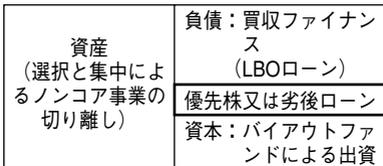
信託を利用した企業再生については、整理回収機構（RCC）が二〇〇二年一月に信託業務第一号案件を手がけ、すでに多数の実績を積んでいる。RCCの信託を利用したスキームには、いくつかのタイプがあり、①中小企業再生信託、②再生・調整型管理信託、③企業再生サポート証

図 UDSメザニンファンドのスキーム

案件例（1） 優先株による増資により
過小資本から脱却



案件例（2）



(出典) 三井住友銀行HP、http://www.smbc.co.jp/news/j600018_02.html

券化型金外信託、④企業再編ファンド型金外信託、⑤企業再生型金外信託、⑥オフバランス化型金外信託、⑦証券化型信託などがある。まず、①中小企業再生型信託は、金融機関の保有する再生可能性のある債権をRCCに信託し、金融機関と協働で再生するタイプであり、受益権は売却しない。②再生・調整型管理信託は、金融機関の保有する債権で、再生可能性があるが、債権者間調整が難しい場合、当該債権をRCCに信託することで集約し、RCCの管理・調整機能を活用し、メインバンクと協働で当該企業の再生を遂行するタイプである。③企業再生サポート証券化型金外信託は、金融機関の保有する再生可能性のある債権をRCCが金外信託で買取り、SPCを通じて、受益権を投資家等に販売する証券化タイプである。この場合、金融機関は当該債権をオフバランス化できる。④企業再編ファンド型金外信託は、外部投資家から調達した資金で組成したRCC企業再生ファンドが同様の債権を買取り、再生計画策定等を行うことで、当該企業を再生するタイプである。⑤企業再生型金外信託は、地域金融機関の保有する債権を、RCCが投資銀行から受託した金外信託で買取るタイプである。⑥オフバランス化型金外信託は、金融機関の保有する不良債権を、RCCが投資家から受託した金外信託で買取り、買取残高が積みあがった段階で、証券化するタイプである。⑦証券化型信託は、金融機関・ノンバンク等が保有する不良債権処理とRCC自体が保有する債権流動化のために、SPCを通じて信託受託し、優先劣後に分け、優先部分を幅広く投資家に販売し、劣後部分はRCCが保有・回収を図るタイプである。⁽⁷⁾

以上のように、RCCのスキームは、証券化スキームを利用したタイプと管理型スキームとに大別できるが、いずれも信託を利用している。ただし、いずれのスキームも債権を対象としており、事業そのものを信託で受託するわけではない。事業そのものの信託は、今後の法改正に委ねられている。

6 事業信託の利用

二〇〇六年三月、政府は信託業法改正案を閣議決定し、今通常国会での成立を目指している。同法案では、企業や個人が財産を自分に信託できる信託宣言、企業が事業部門を信託できる事業信託、さらに財産の活用方法を決め、誰にそれを渡すかは信託会社に委ねる目的信託などが導入されている。また、これまでは信託の対象は財産に限られていたが、その対象が負債にまで拡大され、資産・負債を一体として信託できる。⁽⁸⁾

これらの新制度のうち、事業信託は企業再生に利用される点で注目される。事業信託は、特定の事業部門だけを切り離して、他社に信託することが出来る制度であり、これによって、リスクの高い事業部門や不振事業を他社に信託することもできるようになる。そして、信託された事業部門を対象として、投資家から投資を募ることもできるようになり、当該部門を対象とする一種のトラッキング・ストックが設計できる。これによって、特定の事業部門の再生が可能となる。

さらに、信託宣言は自分で自らの財産の受託者になることができる制度であり、たとえば、個人の場合、親が子供の教育資金を自分に信託し、分別管理すれば、親が破産しても信託財産である当該教育資金は債権者から保護される。また、企業の場合、現在リース・クレジット会社は、保有債権を信託銀行に信託し、その受益権を投資家に販売しているが、信託宣言を行い、自分に信託し、すべての事務処理を自前で行えば信託銀行を介する必要がなくなる。⁽⁹⁾ すなわち、貸付債権等の資産流動化や資産流動化におけるケイマン・チャリタブル・トラストの代替ニーズが挙げられている。

ただし、信託宣言に関しては、悪用の恐れもあるため、二〇〇六年一月、金融審議会金融分科会第二部会は、企業が自社に財産を信託する信託宣言については、①信託受益権を販売する場合、その内容について販売業者に

対し一定の説明義務を課す、②信託の設定が真正になされたことの第三者チェックを求める、などとした報告書を⁽¹⁰⁾発表している。

したがって、信託宣言の実務的導入に関しては、さらに議論が重ねられる必要がある、今後も検討が続くものと思われるが、⁽¹¹⁾これを利用して事業信託を行うと、再生を必要とする不採算事業を自己で信託宣言することで、企業のバランスシートから切り離して、当該部門だけを再生することができると考えられる。これを利用すれば、従来ならば不採算部門を保有することで会社全体の財務状況が悪化するため、当該事業部門を再生ファンドなどに売却することによって、オフバランス化していた企業の場合でも、今後は売却せずに自社内で再生することが可能となるものと考えられる。

ただし、信託宣言の導入に関しては、金融審議会でも慎重な意見が出されたようであり、その利用がどの程度拡大するかは定かでない。むしろ、再生ファンドが事業信託を利用して、再生対象部門を受託し、再生策を施すケースが出てくるように思われる。

まとめ

以上、企業再生の新しい手法としてDDS、メザニンおよび信託を概観し、すでに事例が出てきている再生ファンドによるDDS利用を検討した。また、メザニン・ファンドも出現しており、今後の実績が注目される。さらに、今後の信託法改正によって事業信託がどのように利用されるかは注目されるところである。

注

- (1) 拙稿「DDSと企業再生」、『証研レポート』、二〇〇五年十二月、参照。
- (2) 各種のメザニン・ファイナンスの手法については、笹山幸嗣・村岡香奈子『M&Aファイナンス』、金融財政事情研究会、二〇〇六年、一二二〜一四五ページ、参照。また、メザニンのストラクチャーについては、奥総一郎「メザニン(劣後) デット・優先株式」、『銀行法務21』、第六五五号、二〇〇六年一月、四〜一一ページ、参照。
- (3) 岩崎準・浅野貴昭「米国のプライベート・エクイティとメザニン融資」、日本政策投資銀行ワシントン駐在員事務所報告、W―七二ニ、二〇〇四年三月、三二〜三二ニページ。 http://www.dji.go.jp/japanese/download/br_report/was/072.pdf
- (4) 同社プレスリリース、『日経金融新聞』二〇〇五年八月一〇日および同二〇〇六年三月八日、参照。
- (5) 三井住友銀行のプレスリリースおよび『日本経済新聞』二〇〇五年一月一七日、参照。
- (6) 政策投資銀行のプレスリリースおよび『日本経済新聞』二〇〇五年二月一七日、参照。
- (7) これらの分類については、整理回収機構HP参照。
http://www.kaisyukikou.co.jp/announce/announce_127_2.html
- (8) 同法案および要項については、次を参照。
<http://www.moj.go.jp/HOUAN/SHINTAKUHO/refer02.pdf>
<http://www.moj.go.jp/HOUAN/SHINTAKUHO/refer01.pdf>
- (9) この例示は、『日本経済新聞』二〇〇六年二月九日、による。
- (10) 金融審議会報告書については、次を参照。
http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryou/kinyu/dai2/f-20060126.pdf

- (11) 信託法改正に関しては、すでに要綱試案段階から多くの議論がある。寺本昌広「信託法改正要綱試案」の概要、「信託』二二三号、二〇〇五年八月、所収、能見善久「信託法改正の基本理念について」、同上、所収、田中和明「信託法改正と信託実務」、同上、所収、などを参照。

(謝辞) 本稿を作成するに際し、中野智弘氏(エスピーアイ・キャピタル株式会社)および大畑康寿氏(みずほコーポレートアドバイザー株式会社)から貴重なご教示を頂きましたことを深謝申し上げます。

(まつお じゅんすけ・客員研究員)