

企業買収と企業再生

松尾 順介

はじめに

近年、企業業績の回復とともに企業買収がブームになり、逆に企業再生はピークを過ぎたといわれる。確かに、大型の企業倒産や経営危機が報道されることも少なくなっている。しかし、その反面、地方では中堅・中小企業の倒産はむしろ増加しており、その再生も遅れている。ちなみに、帝国データバンクの全国企業倒産集計では、二〇〇七年度上半期（四―九月）の全国の倒産件数は五五〇三件で、前年同期比を二三・五%上回っている。これは、負債額一億円未満の中小企業の倒産が三三三八件となり、前年同期比で二八・五%増えたことによるものである。また、地域別では、近畿・中部・東北・中国・北陸で件数が増加している。このことは、大企業は業績回復している反面、地方の中小企業は業績回復しておらず、むしろ悪化していることを示唆している。さらに、地方では、第三セクターの経営危機も深刻化しており、法的手続きを申請する大型案件が問題視されている。つまり、企業再生の焦点は、大企業から地方の中堅・中小企業あるいは第三セクターへと移っており、これらの企業の再生なくして地方再生は実現できず、これらの企業再生は緊急性の高い政策課題となっている。企業再生は、決してピークを過ぎたと楽観視できる状態ではなく、むしろ焦点が移動していると考えられる。

ところで、最近の約一〇年間の変化をみると、企業再生にも企業買収の手法が導入され、企業再生と企業買収との共通性や連続性が強まっていることが指摘できる。そこで、本稿では、企業再生における最近の主な変化を、

①市場化、②ファンド化、③投資対象化という観点から考察した上で、このような変化によって生じた課題や展望について論じる。

1 企業再生の「市場化」

かつて日本型のメインバンク制度下の企業再生は、閉鎖的相対交渉あるいは取引であり、メインバンクの救済（保険）機能による再生であったといえる。つまり、メインバンクは取引先の経営危機に際しては、追加融資を行うとともに、経営者派遣を実施し、取引先企業を支援し、極力法的な手続きに入ることを回避した。また、法的整理の際には、メインバンクの責任によって、他行よりも大きな損失を負担するとともに、スポンサー選定においても積極的な役割を果たすのが通例であった。この手続きでは、メインバンクの損失負担が重要であるとともに、産業政策や雇用確保といった観点を重視しながら、企業再生（あるいは清算処理）が進められた。したがって、一連の手續きにおいて、市場原理や価格メカニズムの機能する余地はなかった。

しかし、近年の企業再生では、スポンサー選定においてオークション（入札）が普及しており、会社更生や民事再生といった法的整理案件だけでなく、私的整理あるいは事業部門売却などにおいても、オークションが採用されるようになってきている。特に、大型案件ではオークションが一般的とされている。また、オークションでは、フィナンシャル・アドバイザー（FA）を活用する事例もあり、金融機関や証券会社にFAを担当させ、FAがスポンサー探しを行っている。さらに、スポンサー候補が多数に上った際は、段階的に入札させることもある。たとえば、一次入札は、公開情報による入札とし、候補者を絞り込んだ上で、これら候補者にフル・デューデリジエンス調査を行わせた上で、二次入札を行い、スポンサーを決定する。逆に、スポンサー候補を見つけ

にくい案件では、「あし馬 (Stalking horse) 方式」が採用される場合もあるようである。この方式は、最初にスポンサー候補者をFAなどが探し出し、仮のスポンサーとしておいた上で、より高値で入札するスポンサー候補者を募る方式である。もしより高値で入札するスポンサー候補者が現れると、最初のスポンサー候補者はずし、高値のスポンサー候補者を最終的なスポンサーとして選定するとともに、下ろされたスポンサー候補者にはブリークアップフィー（解約金）を支払う。つまり最初のスポンサー候補者が低い入札価格でスポンサーになる可能性を示すことで、より高値のスポンサーを呼び込むわけである。ただし、フィーの妥当性など不透明な要素もあり、日本ではあまり採用されていないようである。

このように現在のスポンサー選定では、入札価格が重要な要素となっており、価格メカニズム、つまり市場原理が導入されている。このことは、企業再生における「市場化」であり、大きな変化として指摘できる。ただし、スポンサー選定には、常に高い入札価格のスポンサー候補が最良のスポンサーとは限らず、裁量的な要素もあるようである。たとえば、当該企業のライバル社の場合、解体だけを目的としてスポンサー候補になる場合も想定され、このようなスポンサーが最高価格で入札しても、最善のスポンサーとは言えない可能性もある。したがって、実際にはビジネスプランなども勘案して、最終決定を行うことになるようである。

このようなスポンサー決定の実態については、二〇〇四年一〇月、第二東京弁護士会倒産法制検討委員会が更生管財人経験者一〇四名（回答者三八名）¹に対して行ったアンケート調査がある。そこでは、スポンサー選定において入札を行ったことがあるかどうかという問いに対して、「ある」一七名、「ない」二一名となっている（ただし、「ない」という回答者のうち三名は、入札を取り仕切ることが業務の一つとされるFAを利用したことがあるという回答である）。また、段階的に入札については、「ある」一四名、「ない」二二名となっている。他方、ス

ポンサー選定において重要と考える要素については、従業員雇用確保三三名、事業マネジメント能力二九名、出資金額二五名、再建に対する理解と意欲二二名、事業を切り売りしないこと一五名などとなっており、価格以外の点が考慮されていることをうかがわせるが、最高値でないのに落札させたことがあるかどうかについては、「ない」一二四名、「ある」六名となっており、現実には入札価格が決定的な要素となっているようである。

ところで、このように企業再生が「市場化」したことは、企業買収との類似性を強めることになっている。特に、敵対的企業買収では、TOB価格が証券市場における重要な判断要素となり、企業支配権の「市場化」ととらえることもできるため、より類似性が強いといえる。ちなみに、内閣府経済社会総合研究所が発表したM&A研究会報告には、「旧来の不適切な経営と財務の不健全性を正し、収益性を向上させることによって企業の価値を維持・向上させ、適切なスポンサーと経営者を見つけることによって企業の再生を図る事業再生は、経営者の責任を波及し既存の株主から企業支配権を引き継ぐという意味で、基本的に形を変えた敵対的買収的な性格を帯びている」という一文があり、「企業再生≡敵対的企業買収」という視点が示されている⁽²⁾。整理すれば、両者の共通点は、①経営権の大幅な変更（ただし、企業再生の場合、会社更生では経営者は交代することになるが、民事再生では経営者継続も制度的には可能である）、②株主構成の大幅な変化、③価格の重要性（TOB価格またはオークション価格）、といった点である。ただし、両者には、基本的な相違点があることも見逃せない。列挙すれば、①法的枠組みの相違（敵対的買収では、金商法や会社法等、企業再生では、倒産法や会社法等）、②主たる意思決定機関の相違（敵対的買収では、株主総会が重要であるが、企業再生では、債権者集会が重要になる）、③対象企業の相違（敵対的買収は、もっぱら健全な企業を対象とするのに対し、企業再生は、いわゆるデレストレスト企業が対象）といった点である。とりわけ、対象企業の相違は重要である。なぜならば、健全な企業の場合

合は、仮に敵対的買収が発生しなくても当該企業が存続可能であるのに対し、再生対象企業の場合、スポンサーが現れなければ、存続可能性が断たれるだけでなく、日々企業価値が劣化する可能性も高いために、その選定は時間との競争になるからである。この点は、投資対象としての独自性を形成する要因となっていると考えられる。

2 企業再生の「ファンド化」

企業再生における第二の変化は、「ファンド化」である。表1に示されるように、国内外あるいは独立系および金融機関系などの企業再生ファンドが設立されるとともに、この一〇年間に多くの再生案件を手掛け、今や再生ファンドを抜きにして、企業再生を語ることはできない(表2参照)。

現在、種々の投資ファンドが証券市場で大きな影響力を発揮しており、「ファンド資本主義」といった表現も散見されるが、このような投資ファンドを概観すると、数千億円規模の運用資産を有する巨大ファンドの場合、様々な方面に分散投資を行うことで、ファンドの多様化を進めているように見受けられる。たとえば、ファンドの運用会社は米国のヘッジファンドとして有名であっても、日本での運用は主として企業再生型の投資を行っている場合などがある。つまり、あるファンド運用会社の下に、企業再生ファンド、不動産ファンド、LBOファンド、ヘッジファンド等々の多種のファンドを設立・運用し、分散投資することで、ファンド運営会社の経営を安定化させようとするものと考えられる。確かに、サブプライム問題発生後の状況を考えると、ヘッジファンドの運用益が悪化したのが、信用ひっ迫から倒産企業が増加する可能性も高まっており、逆に企業再生ファンドは収益増も期待できるようになる。

表1 投資ファンド等による企業再建型投資の主な事例

投資決定ないし実施時期	投資先	投資先の状況	投資ファンド
1998年11月	富士機工電子	会社更生法	アドバンテッジ・パートナーズ
1999年12月	日本長期信用銀行(新生銀行)	金融再生法	リップルウッド
2000年5月	幸福銀行(関西ざわやか銀)	金融再生法	日本インベストメント・パートナーズ
2001年1月	東京相和銀行(東京スター銀)	金融再生法	ローンスター
2001年3月	川崎電気(かわでん)	民事再生法	ソフトバンク・インベストメント
2001年4月	ヴィクトリア	経営不振	ジャフコ
2001年5月	日本コロムビア	経営不振	リップルウッド
2001年6月	宮崎シーガイア(フェニックスリゾート)	会社更生法	リップルウッド
2001年6月	マルトミ(ワンプーン)	民事再生法	オークツリー・キャピタル・マネジメント
2001年8月	ケンウッド	経営不振	スパークス・アセット・マネジメント投信
2001年9月	サワコー(SBIプランナーズ)	民事再生法	エスピーアイ・キャピタル(ソフトバンク・インベストメントの子会社)
2001年9月	日興電機工業	会社更生法	ジャパン・リカバリー・キャピタル・パートナーズ(大和SMBC+ロス・チャイルド系)
2001年9月	ダックビブレ(さくら野百貨店)	民事再生法	政投銀・みちのく銀などのファンド
2001年9月	ベンカン	民事再生法	シロージャー・ベンチャーズ(現、MKSパートナーズ)
2001年12月	アスキー	債務超過	ユニゾン・キャピタル
2002年2月	富士車両	民事再生法	野村プリンスバル・ファイナンス
2002年3月	市田	私的整理	フェニックス
2002年4月	ダイヤ建設	経営不振	サーベラス
2002年4月	木下工務店	経営不振	サーベラス
2002年5月	ダイクマ	経営不振	野村プリンスバル・ファイナンス
2002年8月	日本ケミテック	民事再生法	日本アジア投資
2002年8月	雅秀エンタープライズ	会社更生法	ローンスター
2002年9月	ミナミ	民事再生法	オリックス・プリンスバル・インベストメンツ
2002年10月	アイワールド	民事再生法	日本アジア投資
2002年11月	ファーストクレジット	会社更生法	ローンスター
2002年12月	エステイコーボレーション	民事再生法	ローンスター
2002年12月	ヘルツ	民事再生法	山田ビジネスコンサルティング
2002年12月	エア・ドゥ(北海道国際航空)	民事再生法	政策投資銀などによるファンド
2003年2月	星電社	経営不振	アドバンテッジ・パートナーズ
2003年3月	東ハト	民事再生法	ユニゾン・キャピタル
2003年4月	ワンビシ・アーカイブズ	私的整理	野村プリンスバル・ファイナンス、東京海上キャピタル
2003年5月	レーザーテクノロジー(YVO)	民事再生法	NIFベンチャーズ
2003年5月	テザック	会社更生法	日本みらいキャピタル
2003年6月	福助	民事再生法	MKSパートナーズ
2003年7月	ワイ・エス・ジェイ(AC-FIT)	民事再生法	エーシーキャピタル
2003年7月	タカラブネ(スイートガーデン)	民事再生法	東京海上キャピタル
2003年7月	地産	会社更生法	ローンスター
2003年7月	フーズネット	民事再生法	オリックス
2003年8月	京食	民事再生法	三洋パシフィック投資顧問
2003年8月	ホリディタワー	会社更生法	ローンスター
2003年8月	京都ブラザ	会社更生法	ローンスター
2003年8月	ハウステンボス	会社更生法	野村プリンスバル・ファイナンス
2003年8月	リーマン	民事再生法	SBIキャピタル
2003年8月	緑管開発	民事再生法	ゴールドマン・サックス
2003年11月	新愛知電機製作所	民事再生法	日本アジア投資
2003年11月	ソー・アンド・ワン	民事再生法	OPEパートナーズ(オリックス系)
2003年12月	マツヤデンキ	民事再生法・産業再生機構	ニューMDパートナーズ(新生銀行による受け皿会社)
2003年12月	日本コーリン	民事再生法	カーライル
2003年12月	フットワークエクスプレス	会社更生法	OSL(オリックスの出資)
2004年5月	三菱自動車	経営不振	フェニックス
2004年9月	近藤産業	経営不振	ゴールドマン・サックス
2004年11月	ナガオカ	民事再生法	日本アジア投資
2004年12月	キタデシーエス	民事再生法	フェニックス
2004年12月	小牧温泉渋沢公園	民事再生法	ゴールドマン・サックス
2005年1月	キムラヤ(キムラヤセレクト)	民事再生法	アセット・マネージャーズ
2005年3月	三井鉱山	産業再生機構案件	大和SMBCプリンスバル・インベストメンツ
2005年5月	三井住友建設	私的整理	大和SMBCプリンスバル・インベストメンツ
2005年5月	ダイエー	産業再生機構案件	アドバンテッジ・パートナーズ、丸紅
2005年6月	ミサワホーム	産業再生機構案件	野村プリンスバル・ファイナンス、トヨタ
2005年8月	昭和製鋼	会社更生法	アセット・マネージャーズ
2005年8月	三井観光開発	経営不振	大和SMBCプリンスバル・インベストメンツ
2005年12月	三洋電機	経営不振	大和SMBCプリンスバル・インベストメンツ、ゴールドマン・サックス、三井住友銀行
2006年1月	カネボウ・トリニティ・ホールディングス(クラシエ・ホールディングス)	産業再生機構案件	アドバンテッジ・パートナーズ、MKSパートナーズ、ユニゾン
2006年3月	浅間温泉3旅館	経営不振	ゴールドマン・サックス、星野リゾート
2006年4月	アークメディカルサポート	民事再生法	ゴールドマン・サックス、日本アジア投資
2006年9月	日本橋梁	私的整理	フェニックス*東1、大1上場維持
2007年8月	ニイウスコー	経営不振	ロングリーチ、フェニックス・キャピタル*東証1部維持

(資料) 新聞等の報道、各社HP、プレスリリース、インタビューによって作成。

表2 主な企業再建型ファンド運用会社

名称	系統	設立	特徴
ジャフコ	国内独立系	1973年4月	98年から買収ファンド運用。
MKSパートナーズ	国内独立系	1985年6月	シュローダー・ベンチャーズから独立。
アドバンテッジ・パートナーズ	国内独立系	1992年12月	コンサル系のPEファンド。富士機工電子の再建を手がける。
ユニゾン・キャピタル	国内独立系	1998年10月	企業買収ファンド。
SBIキャピタル (ソフトバンク・インベストメント)	国内独立系	1999年7月	LBOファンドでサワコー、川崎電気に投資実績。再建ファンドも設立。
エーシーキャピタル	国内独立系	2002年6月	中堅に絞り込んで投資。再生案件以外の上場案件も視野。
フェニックス・キャピタル	国内独立系	2002年1月	東京三菱銀行系。三菱自動車の再建を手がける。
日本みらいキャピタル	国内独立系	2002年3月	NTTデータ、森トラスト、カテナ、政策投資銀など官民共同で設立。
野村プリンシパル・ファイナンス	国内証券系	2000年7月	野村グループの自己資金投資部門。ハウステンボスに投資。
大和証券SMBCプリンシパル・インベストメンツ	国内証券系	2001年9月	大和SMBCの自己資金投資部門。ファンド設立も手掛ける。
日興プリンシパル・ファイナンス	国内証券系	2005年12月	事業再生目的の不動産投資・ファイナンス、不稼働債権への投資。
オリックス	国内金融系	2001年	ゴルフ場、ホテル、小売から地域再生ファンド設立まで手掛ける。
シナジー・キャピタル	国内金融・商社系	2003年3月	UFJ銀行、つばさ証券、オリックス、ニチメン、丸紅など9社。
ローンスター・ジャパン	外資系	1998年3月	米国の有名ファンドの日本法人。
サーベラス・ジャパン	外資系	1998年4月	米国の有名ファンドの日本法人。
RHJインターナショナル・ジャパン (リップルウッド・ジャパン)	外資系	1999年4月	米国有名ファンドの日本法人。新生銀行など。
ストラテジック・バリュエ・パートナーズ	外資系	1999年10月	米国のムーア・ストラテジック・バリュエ・パートナーズの日本法人。
ゴールドマン・サックス証券	外資系	1999年12月	プリンシパル・インベストメント・エリア設立。
オークツリー・ジャパン	外資系	2001年11月	米国有名ファンドの日本法人。マルトミなど。
BNPパリバ・ジャパン	外資系	2002年7月	仏パリバの日本法人。中堅中小企業に特化した投資ファンド、ルネッサンス・ファンド運営。

(注) 名称の () 内は旧名称。設立には、企業再生型投資を開始した時期を含む。なお、地域再生ファンドなど、政府機関や政府系金融機関の関与するファンドは除いた。

(資料) 新聞報道、各社HPなどによって作成。

このような多様化の背景には、投資技術が普及し、従来は高度で特殊なエキスパートを必要とされていた投資手法が徐々に標準化・一般化したのではないかと推測できる。特に、企業再生型投資は、証券分析や企業・業界分析といったアナリスト的なノウハウだけでなく、投資先企業に経営参加する際には経営手腕も必要とされ、さらに倒産手続き等の法的ノウハウや倒産弁護士等とのネットワークも必要であるため、かなり特殊な分野とされていたが、企業再生型投資の普及によって、このようなノウハウがかなり一般化するとともに、人材蓄積と流動化も進んだと考えられる。

また、これらの企業再生型投資ファンドには、大手証券会社系のプリンシパル投資（自己資金投資）部門も含まれている。具体的には、野村プリンシパル・ファイナンス、大和SMB Cプリンシパル・インベストメンツなどであり、それぞれ投資残高は、二〇〇〇億円、三六〇〇億円に達する規模となっている。ただし、これらの投資部門では、戦略的なMBO案件、事業承継案件、資本増強案件など多種多様な案件を手掛けており、必ずしも再生系に特化していないのが特徴である。つまり、ここでもファンドの多様化が進んでいると思われる（なお、これらの大手証券会社のプリンシパル投資部門では、敵対的買収は手掛けないようである。これは親会社あるいはグループの証券会社のレピュテーションに配慮した対応であろう）⁽³⁾。

さらに、日本では、プライベート・エクイティファンドが企業再生型投資に大きな役割を果たしていることも見逃せないだろう。そもそも日本で最初に投資ファンドが企業再生におけるスポンサーに選定されたのは、プライベート・エクイティファンドである。一九九八年七月に経営破綻（会社更生申立）した富士機工電子には、国内独立系のプライベート・エクイティファンドであるアドバンテッジ・パートナーズがスポンサーとなり、パイオニア的存在となった⁽⁴⁾。この事例の場合、富士機工電子はもとも非上場会社であったために、未公開会社を投

資先とするプライベート・エクイティファンドにとつては、同じスコープで投資できたという共通性が指摘できる。ただし、上場企業の場合でも、経営破綻企業は上場廃止になるため、投資対象としては非上場会社であり、プライベート・エクイティファンドとの共通性は強い。また、ハンズオン型の投資を行うことが多い点やIPOに出口を見出そうとする点などでも共通性があると考えられる。

3 投資対象化

このような「市場化」や「ファンド化」といった変化の中で、再生対象となる企業、いわゆるデリスト企業は、投資ファンドや戦略的買収者にとつて「投資対象化」したといえる。前述のように、投資対象としての相違点は、企業買収における投資対象企業が、財務的に健全な企業や戦略優位性を持つ企業であるのに対し、企業再生における投資対象企業は、財務的に不健全な企業、何らかのコア部門や優良資産・技術等を有する企業であるという点である。したがって、投資リスクの相違点は、企業買収の場合、事業シナジー構築（戦略的買収者）、経営改善による企業価値向上（投資ファンド）などが挙げられるのに対し、企業再生の場合、財務諸表の信頼性、財務再構築（バランスシートの右側）、コア部門の再構築（バランスシートの左側）、売上・損益構造の改善、出口戦略構築などが重要なリスク要因となる。

まず、財務諸表の信頼性であるが、企業が破綻すると、資産・負債の再評価が行われるため、継続企業の場合に比べて、より資産が小さくなり、負債が拡大するケースが多く、会計上の不連続性が発生するケースが多く、投資側からすればリスク要因となる。さらに、企業経営が悪化してくると、経営者は何とか財務内容や業績をよりよく見せようとする誘因が働き、違法とは言えないまでも不透明な会計処理を行うケースも多いようであり、投

資側からすると、投資価値が見かけよりも低いケースもありうる。

次に、企業再生では、バランスシートの改善が重要であり、まずバランスシートの右側を改善できるかどうか
が課題となる。つまり、負債を削減し、資本増強を図るわけだが、負債削減のためには、複数の債権者の合意が
必要であり、債権者間調整が課題となる。特に、裁判所の手続きによらない私的整理の場合、債権放棄やカット
に応じない債権者を拘束することはできず、難航することもあり、スポンサー側にとっては大きなリスク要因で
ある。

第三に、バランスシートの左側に関しては、不採算資産の売却と稼働資産の効率化を図らねばならない。そこ
では、不採算資産の売却に伴うリスクがあるとともに、資産の有効活用に伴うリスクもある。特に、倒産企業の
場合は、資産劣化が予想以上に進展している可能性もある。

第四に、損益構造の改善という課題がある。つまり、売上を向上させるとともに、コスト構造を改善し、利益
額と利益率を向上する必要があるが、そのためには経営戦略そのものの立案・実行だけでなく、従業員に対する
報酬やインセンティブシステムの見直しや会計インフラの整備なども重要になってくる。このような経営改善が
実行できるかどうか、さらにそれが成果をあげるかどうかはリスク要因となる。

最後に、投資資金をどのようにして回収するかという出口戦略の構築もリスク要因となる。⁽⁵⁾ 想定される出口戦
略としては、IPOによる上場、戦略的買収者（他の事業会社など）への売却、別のファンドへの売却があるが、
まずIPOは上場する際の相場環境に大きく左右される。また、戦略的買収者はシナジー効果を重視するため、
適当な買収者が現れるかどうか不確実である。さらに、他の投資ファンドの場合は、買い手の投資採算に見合わ
なければ売却できず、ディスカウントを余儀なくされる可能性もある。

4 変化に伴う課題

以上、企業再生の変化を取り上げて考察したが、これらの変化に伴って、新たな課題も浮上している。

まず、「市場化」をめぐるについては、ルール整備が課題となる。一つには、スポンサー選定における入札に関連して、入札価格だけを判断基準にすべきかどうかが議論されている。先ほどのアンケート調査でも明らかのように、スポンサー選定では、価格だけが判断基準ではなく、種々の判断要素が勘案されているが、現実には最も高い入札価格を提示したスポンサー候補に落札される場合が多いようである。また、管財人にはどうしても高い入札価格を提示するスポンサー候補を探し出したいという誘因も働きやすい。そこで、スポンサー選定では、価格は一要素に過ぎず、事業体全体の価値向上を見据えたスポンサー選定が重要という意見もあり、適切なスポンサー選定のあり方が議論⁽⁶⁾されている。

次に、「ファンド化」に伴う課題としては、中堅・中小企業再生の困難さが指摘できる。つまり、投資ファンドの場合、一定金額規模の投資案件が対象となるため、中堅・中小企業の場合は、案件が小さいために投資ファンドの投資対象となりにくい。投資ファンド側からすると、デューデリジェンス調査、再生計画策定、ハンズオンによる経営者派遣などのコストを負担するため、一定額以上のリターンが期待できない場合は、たとえ再生がうまくいっても損益分岐点を下回ってしまう。そのため、投資の間尺に合わない中堅・中小企業は投資対象から外れてしまう可能性が高い。しかしながら、今後の地域再生を考えると、このような地域の中堅・中小企業の再生は不可避的な課題である。

ただし、このような課題を克服するため、各地で地域再生ファンドが設立され、活動している(表3参照)が、その利用は必ずしも芳しいものとは言えないようである。この背景には、地域の金融機関にも、債務者企業にも

一覧（2007年9月現在）

関係する金融機関等	運営管理者
大和証券SMBCPI、北洋銀行等3金融機関	北海道マザーランドキャピタル
中小機構、北洋銀行、北海道銀行、大和証券SMBCPI等	北海道マザーランドキャピタル
中小機構、北洋銀行、北海道銀行、大和証券SMBCPI等	北海道マザーランドキャピタル
北日本銀行	リサ・パートナーズ
青森銀行、秋田銀行、岩手銀行	ジェイ・ウィル・パートナーズ
北都銀行、みずほコーポレート銀行	船井財産コンサルタンツ
山形銀行	ルネッサンスキャピタルマネジメント
七十七銀行、仙台銀行	ジェイ・ウィル・パートナーズ
杜の都信用金庫	リサ・パートナーズ
東邦銀行	リサ・パートナーズ
県内金融機関・大和証券SMBCPI・日本政策投資銀行	とちぎインベストメントパートナーズ
県内金融機関・大和証券SMBCPI・中小企業基盤整備機構	とちぎインベストメントパートナーズ
群馬銀行	ジェイ・ウィル・パートナーズ
常陽銀行等6金融機関、中小機構	いばらきクリエイト
埼玉りそな銀行	三洋パシフィック投資顧問
埼玉りそな銀行、武蔵野銀行等8金融機関、中小機構	埼玉・ターンアラウンド・マネジメント（リサ・パートナーズ）
千葉銀行等3金融機関	ジェイ・ウィル・パートナーズ
千葉銀、千葉興業銀、京葉銀、千葉信金等11金融機関、中小機構	千葉リバイタル（リサ・パートナーズ）
大和証券SMBCPI等	大和証券SMBCPI
新銀行東京、あおぞら銀行	あおぞら債権回収
なし（ファンケル会長、セントラル総研、大山会計）	大山会計（事務局）
八十二銀行等9金融機関	やまびこ債権回収
第四銀行	ルネッサンスキャピタルマネジメント
北越銀行	オリックス
第四銀行	リサ・パートナーズ
富山第一銀行	ジェイ・ウィル・パートナーズ
北國銀行、日本政策投資銀行	リサ・パートナーズ
静岡銀行等14金融機関、中小機構	静岡キャピタル
愛知銀行	ルネッサンスキャピタルマネジメント
名古屋銀行、UFJ銀行、愛知銀行、中京銀行等19金融機関、中小機構	ソリューションデザイン
十六銀行、大垣共立銀行等7金融機関	ルネッサンスキャピタルマネジメント
百五銀行等3金融機関	ジェイ・ウィル・パートナーズ
滋賀銀行	リサ・パートナーズ
京都銀行	リサ・パートナーズ
京都中央信用金庫	リサ・パートナーズ
南都銀行	ジェイ・ウィル・パートナーズ
紀陽銀行	オリックス
府下の金融機関	大和証券SMBCPI、UFJつばさ証券、三洋パシフィック投資顧問
りそな銀、近畿大阪銀、大阪信金、大阪市信金等7機関、中小機構	オリックス
中国銀行	ジェイ・ウィル・パートナーズ
広島銀行	リサ・パートナーズ
広島銀行、もみじ銀行、広島信金、日本政策投資銀行	せとみらいキャピタル（ルネッサンスキャピタル子会社）
山陰合同銀行等10金融機関、中小機構	ごうぎんキャピタル（株）
百十四銀行等5金融機関	オリックス
阿波銀行、徳島銀行、四国銀行等5金融機関	オリックス
四国銀行等2金融機関、中小機構	四国キャピタルリサーチ（株）
伊予銀行、愛媛銀行など7金融機関、中小機構	リサ・パートナーズ
福岡銀行	ジェイ・ウィル・パートナーズ
佐賀銀行等3金融機関	オリックス
佐賀共栄銀行	リサ・パートナーズ
十八銀行、シティグループ、オリックス	JNCパートナーズ
肥後銀行	ルネッサンスキャピタルマネジメント
大分銀行等3金融機関、中小機構	大分ベンチャーキャピタル
宮崎銀行等2金融機関	宮崎ベンチャーキャピタル、宮崎太陽キャピタル
宮崎銀行、宮崎太陽銀行	オリックス
沖縄海邦銀行	リサ・パートナーズ
沖縄銀行	リサ・パートナーズ
沖縄銀行、琉球銀行、沖縄海邦銀行、コザ信用金庫、中小機構	おきなわりバイタル

Ⅱは、複数の地域の金融機関と提携するとともに、日本政策投資銀行からの出資を得ている。営している。また、中小機構とは、中小企業基盤整備機構の略である。

表3 地方再生ファンド

地域	設立年月	名称	総額
北海道	2003年9月	北海道企業再生ファンド	100億円
北海道	2007年6月	北海道中小企業チャレンジファンド	30億円
北海道	2007年9月	北海道チャレンジファンド	50億円
岩手	2004年6月	北東北地方企業再生支援ファンド	20億円
青森、秋田、岩手	2004年9月	北東北がんばるファンド	50億円
秋田	2005年7月	地域企業再生ファンド	30億円
山形	2004年1月	ルネッサンスファンドⅡ	(310億円)
宮城	2004年9月	みやぎ企業再生ファンド	30億円
仙台・塩竈市	2005年10月	杜の都事業再生ファンド	個別案件毎に設定
福島	2004年10月	福島リバイタルファンド	個別案件毎に設定
栃木	2004年8月	とちぎ地域企業再生ファンド	30億円
栃木	2004年10月	とちぎ中小企業再生ファンド	50億円
群馬	2005年2月	ぐんま企業再生ファンド	非設定
茨城	2004年4月	茨城いきいきファンド	30億円
埼玉	2003年7月	埼玉企業リバイバルファンド	50億円
埼玉	2005年11月	埼玉中小企業再生ファンド	30億円
千葉	2004年2月	ちば再生ファンド	(200億円)
千葉	2006年3月	千葉中小企業再生ファンド	20億円
東京	2004年10月	東京チャレンジファンド	100億円
東京	2005年3月	再生ファンド・リカバリ	200億円
横浜	2007年8月	横浜市中小企業再チャレンジ基金	2～3億円
長野	2004年2月	ずくだせ信州元気ファンド	30億円
新潟	2004年1月	ルネッサンスファンドⅡ	(310億円)
新潟	2005年3月	にいがたりフレッシュファンド	50億円
新潟	2004年9月	にいがた事業再生ファンド	個別案件毎に設定
富山	2005年12月	富山企業再生ファンド	不明
石川	2006年1月	はくさんファンド	不明
静岡	2004年3月	静岡中小企業支援ファンド・パートナー	40億円
愛知	2004年1月	ルネッサンスファンドⅡ	(310億円)
愛知	2005年3月	愛知中小企業再生ファンド	28.2億円
岐阜	2005年1月	ルネッサンスファンドⅡ	(310億円)
三重	2004年7月	三重再生ファンド	(200億円)
滋賀	2004年7月	しが事業再生ファンド	不明
京都	2005年2月	きょうと企業再生支援ファンド	不明
京都	2005年9月	京都ちゅうしんリバイタルファンド	不明
奈良	2004年11月	なら再生支援ファンド	不明
和歌山	2005年2月	くろしお企業支援ファンド	100億円
大阪	2003年11月	元気出せ大阪ファンド	非公表
大阪	2006年4月	おおさか中小企業再生ファンド	25億円
岡山	2004年1月	マスカットファンド	(200億円)
広島	2003年11月	ひろしま事業再生ファンド	30億円
広島	2005年1月	せとみらい再生ファンド	100億円
島根、鳥取	2004年12月	山陰中小企業再生支援ファンド	20億円
香川	2004年7月	まんでがん企業再生ファンド	50億円
徳島	2005年6月	とくしま企業支援ファンド	50億円
高知	2005年3月	南国土佐再生ファンド	20億円
愛媛	2005年6月	えひめ中小企業再生ファンド	30億円
福岡	2003年9月	福岡銀行再生ファンド	(200億円)
佐賀、長崎、福岡	2004年3月	九州広域企業再生ファンド	50億円
佐賀	2005年12月	きょうぎん事業再生ファンド	不明
長崎	2004年3月	ながさき企業再生ファンド	200億円
熊本	2004年1月	ルネッサンスファンドⅡ	(310億円)
大分	2004年1月	大分企業支援ファンド	50億円
宮崎	2003年9月	宮崎県中小企業等支援ファンド	25億円
宮崎	2004年9月	みやざき企業再生ファンド	不明
沖縄	2004年10月	かいほう事業再生ファンド	不明
沖縄	2005年3月	沖縄がんばりゅうファンド	不明
沖縄	2006年3月	おきなわ中小企業再生ファンド	30億円

(注) カッコ内の金額は、1地域ではなく複数地域を対象とするファンドの総額である。また、ルネッサンスファ
元気出せ大阪ファンドは、推進協議会と連携する3つのファンドをもち、運営管理者がそれぞれ独立して運
(資料) 新聞報道、各金融機関・ファンド等のHP・プレスリリース等をもとに作成。

問題を先送りする誘因が働いているものと考えられる。地域金融機関は、引き当て不足や損失の表面化を恐れるために債務者企業の債権カットなどを避けようとすると同時に、債務者企業も経営責任の表面化や抜本的な事業再構築による雇用削減を回避しようとするため、ともに問題を先送りすることになる。さらに、金融緩和によって債務者企業の資金繰りに当面の支障がなく、また地域金融機関も不良債権処理を強制されない状況にあるため、再生ファンドを利用しようとする誘因は非常に弱いと考えられる。⁷⁾

第三に、「投資対象化」に伴う課題としては、私的整理と法的整理の連続性という課題がある。つまり、裁判所の手続によらない私的整理は、法的整理に比して、柔軟性があるだけでなく、迅速かつ低費用であり、水面下の交渉で行われるため、当該企業の評判が下がり、企業価値が劣化する可能性も低いという利点がある。投資対象として再生対象企業を見た場合、迅速な手続によって早期再生を実現し、より高いリターンを確保するためには、この利点は有用であるが、法的整理のような拘束力がないため、一部の債権者が同意しなければ再建計画は実現しないという難点がある。他方、法的整理は拘束力があるが、費用も時間もかかり、その間に企業価値が毀損する可能性が高い。改正会社更生法では、更生手続開始決定から更生計画案の提出を一年以内とし、改正前に一年半あるいは二年かかっていた状況を克服しようとしているが、その間の企業価値既存の可能性は否めない。

そこで、法的手続きの申立て前に、紛争発生の要因を極力解消し、再生計画策定や利害関係者間の調整を行った上で法的手続きを申立てることで、法的整理に伴う時間的難点を最小限に抑えようとする制度設計が検討されている。いわゆるプレパッケージ型事業再生であり、これは私的整理の利点と法的整理の利点を接合する試みである。ただし、そのためには、申立て前の契約や合意事項（スポンサー選定やDIPファイナンス）が、申立て後も尊重され、制度的な連続性が確保される必要があるが、現状では必ずしもそうっていない。たとえば、申

立て前に提供されたDIPファイナンスは、申立て後には共益債権とされないリスクがあり、スポンサー選定も振り出しに戻る可能性がある。これは、投資対象として再生対象企業を見た場合、手続き次第で投資価値が大きく左右される可能性を含んでおり、手続き的な予見可能性に不安があることを意味している。⁽⁸⁾

まとめ

冒頭に述べたように、企業再生の焦点は、大企業から地域の中堅・中小企業あるいは第三セクターへとシフトしており、本稿で検討したような変化がこの部門にどのように波及していくかが注目されるところである。また、地域再生を目的として設立準備中の地域力再生機構の役割も大きいと考えられる。今後、焦点となる地域再生については、稿を改めて論じたい。

注

(1) 第二東京弁護士会倒産法制検討委員会「会社更生手続の実務に関するアンケート結果の報告(二)」、『NBL』No. 八三二、二〇〇六年五月一日、七五～七七ページ、参照。

(2) M&A研究会報告『本格的な展開期を迎えたわが国のM&A活動』内閣府経済社会総合研究所、二〇〇六年一〇月、二二ページ、参照。

(3) 大手証券会社の取り組みに関しては、拙稿「証券会社の企業再生ビジネス」、証券経営研究会編『証券ビジネスの再構築』、日本証券経済研究所、二〇〇四年二月、二二六～二五五頁、拙稿「大手証券会社の企業再生業務」プリンシパル・インベストメントを中心に、『証研レポート』(日本証券経済研究所・大阪研究所)、No. 一六三九、二〇〇

六年一二月、三九～五九頁などを参照。

- (4) 拙稿「投資ファンドによる企業再建型投資」、『証券経済研究』（日本証券経済研究所）、第三七号、二〇〇二年五月、五九～八一頁、参照。

- (5) 拙稿「企業再生における『入り口』と『出口』の多様化」、『証券アナリストジャーナル』、第四三巻第四号、二〇〇五年四月、一九～三三頁。

- (6) 瀬戸英雄「スポンサー選定に関連して、思いつくまま、一言、二言」、事業再生研究機構編『プレパッケージ型事業再生』、商事法務、二〇〇四年、二三七～二四〇ページ、参照。

- (7) 拙稿「地域再生ファンドとデット・デット・スワップ」、『証券経済研究』（日本証券経済研究所）、第五五号、二〇〇六年九月、一九～四三頁。

- (8) プレパッケージ型事業再生については、二〇〇三年一月に東京・お台場において、シンポジウムが開催され、プレパッケージ型事業再生に関する提言（いわゆるお台場アプローチ）が示され、活発な研究報告と議論が行われた。その内容は、事業再生研究機構編『プレパッケージ型事業再生』、商事法務、二〇〇四年、参照。

(まつお じゅんすけ・客員研究員)