

投資ファンドによる企業再建型投資

松 尾 順 介

要 旨

近年、企業倒産が増加する中で、倒産企業をターゲットとし、相手先企業を再建することで利益を得ようとするタイプの投資（ディストレスト・インベストメント）、すなわち企業再建型の投資が注目され、実際にいくつかの投資ファンドが活動を始めている。このような投資は、証券市場にとっては投資家に収益機会を提供するものであり、代替投資のひとつといえるが、経済全体にとっても倒産企業の再建を促し、効率化を促進するものと考えられる。しかし、これらのファンドは、前述のように「ハゲタカ・ファンド」と呼ばれ、「乗っ取り屋」同様のおどろおどろしいイメージが定着した観がある。また、一部のマスコミも、このようなイメージを大いに吹聴したといえる。しかし、実際はきわめてソフィスティケートされた投資家であると同時に、このようなファンドの活動が企業再建に貢献するものと考えられる。

本稿では、国内のエイ・ピー・エム社とソフトバンク・インベストメント社が運営する2ファンドの投資事例として、富士機工電子、川崎電気、サワコーの3例を紹介し、このような投資のもつ意味を検討する。

目 次

はじめに

I. エイ・ピー・エム社による投資事例：富士機工電子

1. エイ・ピー・エム社について
2. MBIファンドについて
3. 富士機工電子の概要と経営破綻の要因
4. 同社の更生計画
5. APMの投資
6. プライベート・エクイティ・ファンドとディストレスト投資

7. この事例の含意

II. ソフトバンク・インベストメント社による投資事例

1. ソフトバンク・インベストメント社について
2. 同社のファンドについて
3. 川崎電気の事例
4. サワコーの事例
5. これらの事例の含意

まとめ

はじめに

最近、企業倒産が増加する中で、倒産企業をターゲットとし、相手先企業を再建することで利益を得ようとするタイプの投資、すなわち企業再建型の投資が注目され、実際にいくつかのファンドが活動を始めている。このような投資は、米国ではディストレスト投資 (distressed investment) と呼ばれ、長い歴史をもっている¹⁾。また、戦前の日本でもいくつかの例が見出せる²⁾。

ディストレスト投資とは、簡単に定義すれば、経営悪化企業の発行した証券や債権に対する投資である。つまり、市場での取引価格が、経営悪化などの原因から実際の価値よりも低く評価されている企業を見つけて投資し、当該企業の業績回復後、転売によって利益を得ようとするものである。破綻企業に投資することから、「バルチャー・インベストメント (vulture investment ハゲタカ投資)」ともよばれている。このような投資は、米国においては長い歴史をもっており、大恐慌にその起源があるといわれている。例えば、「バルチャー投資の元祖」マックス・ハイネは、大恐慌によって倒産した企業の株式や債券価格とその企業の資産価値との乖離に着目して、投資を繰り返したとされる。さらに、戦後の様々な鉄道会社の再編や、70年代のREIT危機によって、ディストレスト投資は拡大し、現在では様々な投資ファンド、倒産スペシャリスト、情報ベンダーなどが活躍する市場となっている。

このような投資は、証券市場にとっては投資家に収益機会を提供するものであり、代替投資 (オルタナティブ・インベストメント) のひとつといえるが、経済全体にとっても倒産企業の再

建を促し、効率化を促進するものと考えられる。しかし、これらのファンドは、前述のように「ハゲタカ・ファンド」と呼ばれ、また外資系のファンドが日本の不良債権を大量に買い取ったこともあり、「乗っ取り屋」同様のおどろおどろしいイメージが定着した観がある。また、一部のマスコミも、このようなイメージを大いに吹聴したといえる。しかし、実際はきわめてソフィスティケートされた投資家であると同時に、このようなファンドの活動が企業再建に貢献するものと考えられる。

本稿では、エイ・ピー・エム社とソフトバンク・インベストメント社の国内2ファンドの投資事例を紹介し、このようなファンドの意義と課題を検討する。

I. エイ・ピー・エム社による 投資事例：富士機工電子

1. エイ・ピー・エム社について

投資ファンドであるエイ・ピー・エム社 (以下、APM社とする) についてみてみよう。

APM社は、株式会社アドバンテッジ・パートナーズ (Advantage Partners, Inc.) 社³⁾ のグループ会社のひとつである。このアドバンテッジ・パートナーズ社は、1992年12月に設立され、現在の資本金は4887万円で、東京都千代田区にある。同社の事業内容は、①プライベート・エクイティ投資ファンドの設立・運営、②未公開株式への直接投資となっており、グループ会社として、投資ファンドであるAPM社のほかに、企業向け保険販売代理業務を行うアドバンテッジ・インシュアランス・サービス社、保健分野における戦略立案および実行支援、代理店買収、業務転換、商品販売戦略の立案・導入を行

うアドバンテッジ・リスク・マネジメント社、損害保険業の代理業および生命保険の募集関連業務を行う長栄アドバンテッジ社および九段アドバンテッジ社（それぞれ長銀および日債銀の子会社であったものを営業譲受し、設立）がある。なお、アドバンテッジ・パートナーズ社の共同代表パートナーは、笹沼泰助氏とリチャード・エル・フォルソム氏である。笹沼氏は、慶応義塾大学法学部出身で、同大学院で経営管理修士号（MBA）およびハーバード大学大学院で行政管理修士号（MPA）を取得した後、米国系戦略コンサルティング会社、ベイン・アンド・カンパニー社Bain & Co.などで企業戦略、とくに個別企業の競争戦略や収益性改善計画の立案や実行などの業務に携わった経験を持っており、アドバンテッジ・パートナーの設立メンバーである。また、フォルソム氏は、ブリガムヤング大学（日本語および経済学専攻）出身で、ペンシルバニア大学ウォートン・ビジネス・スクールで経営学修士号（MBA）取得した後、笹沼氏同様ベイン・アンド・カンパニー社に入社し、欧米有力企業の対日参入戦略、大手日本企業に対する企業戦略、個別企業の競争戦略、新商品およびコストダウン・プログラムなどの立案や実行などの業務に携わった経験を持っており、アドバンテッジ・パートナーの設立メンバーである。また、このベイン社は、コンサルティング会社であるが、戦略コンサルティング会社と銘打っているように、単なるコンサルティングだけを行う会社ではなく、投資を行う組織としてBain Capitalを運営し、出資と経営参加を行うところに特徴がある。そして、APM社もBain Capital型の投資をモデルとして、こうしたタイプの投資を日本で行うことを目指して設立されたといわれている。

APM社は、アドバンテッジ・パートナーズ60%、丸紅40%の出資によって、1997年9月に株式会社として設立された。同社の代表取締役は笹沼氏、取締役はフォルソム氏である。また、同社には丸紅からの出向社員も派遣されている。同社がファンドを投資事業組合として設立し、投資先企業に投資している。現在、2つの投資事業組合が設立（1997年10月にMBIファンド1号、2000年1月にMBIファンド2号設立）されているが、同組合ではAPM社が無限責任組合員として業務執行し、国内機関投資家約10社が有限責任組合員として出資することになる。これによって投資先企業1社あたり数億円から20億円程度の投資が可能となる。また、実際の投資に際しては、同組合は投資先企業に対するコンサルティングおよび経営者派遣をアドバンテッジ・パートナーズに委託しており、アドバンテッジ・パートナーズ側は経営者プールといわれる人材ネットワークの中から経営者を派遣する。この経営者プールには約10名がリストアップされている。ただし、後述の富士機工電子に社長として派遣されたのは、アドバンテッジ・パートナーズのパートナーの一人（中野宏信氏）である。

2. MBIファンドについて

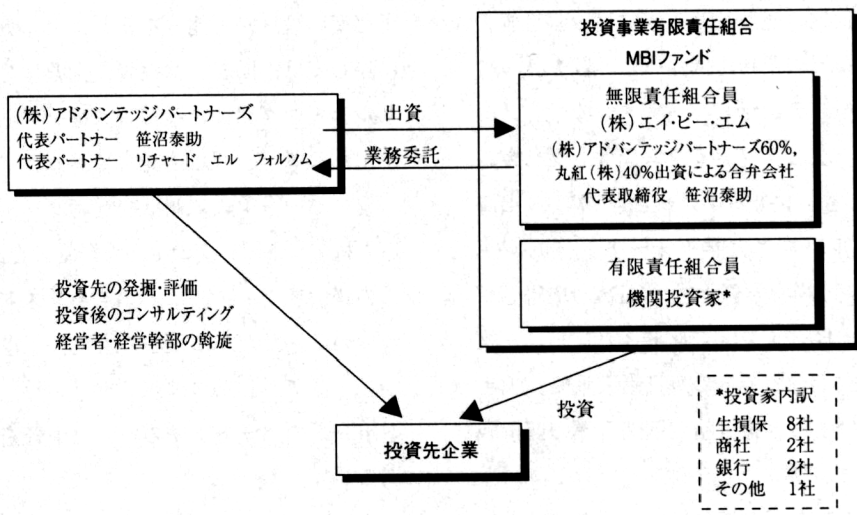
このような同社の投資の仕組みは、マネジメント・バイ・イン（MBI）とされている。マネジメント・バイ・アウト（MBO）が、事業部門の独立化であるのに対し、MBIは友好的な企業買収であり、買収と同時に経営参加する投資手法である。同社は、ファンド運用の目標として、①投資家への価値提供を多角的側面から追及し、オルタナティブ・インベストメントとして卓越した投資収益の実現を目指す、②投資先企

業の潜在的競争力・収益力を最大化するため、経営理念、事業の定義、戦略、オペレーションシステムの全ての側面の改革案を詳細に提案し、強力に推進する、としている（図1参照）。また、ファンドのコンセプトは、国内企業を対象に投資し、経営改善を行って企業価値を高め、将来的に上場・店頭公開もしくは戦略的売却により回収を図るとしている（図2参照）。さらに、同社MBIファンドの特徴として、①豊富な経営コンサルティング経験による企業育成ノウハウ、②ベンチャー企業運営の成功体験に基づ

く中堅企業の経営ノウハウ、③ファンド運営実績による効率的な投資・企業育成プロセスの確立を挙げ、その付加価値として①経営面の具体的な支援（単なる人員削減によらない経営効率改善、製品市場戦略の見直しに基づく収益拡大、社員を巻き込んだ組織変革運動）、②人材面での支援（事業拡大のリーダー的人材の登用、必要幹部の外部からの投入）、③ファイナンス面での支援（事業拡大資金の提供、金融機関からの借入調達）、を挙げている。

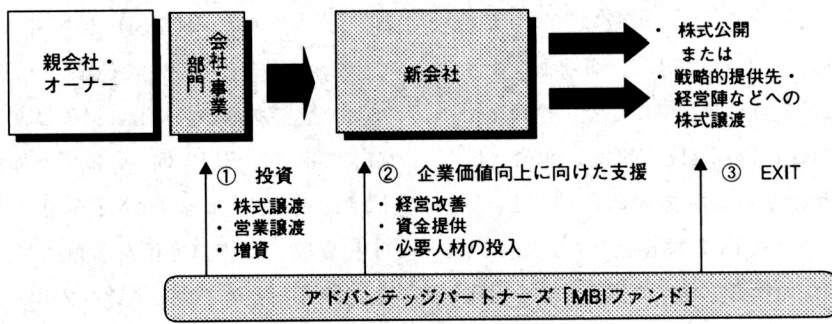
同社のMBIファンドの概要は次の通りである。

図1 アドバンテッジパートナーズ「MBIファンド」の仕組み



〔資料〕 アドバンテッジ・パートナーズの資料による。

図2 アドバンテッジパートナーズ「MBIファンド」のコンセプト



〔資料〕 図1に同じ。

まず、投資規模は1社当たり10～45億円程度、次に投資先企業の規模は年商数十億円以上、さらに出資比率は原則50%超（最低3分の1以上で、この場合は投資後の経営方針について既存オーナーとの合意が必要）、また投資後の経営体制は、現経営陣の続投または必要に応じて新経営者・経営幹部の派遣としている。そして、投資対象企業のタイプは、①大企業の非本業関連子会社・部門、②外資系企業で親会社の非戦略部門に属する子会社、③後継者問題を有する中堅企業、④公開延期を余儀なくされた中堅企業で、オーナーの投資回収ニーズの高い企業、⑤会社更生法または民事再生法適用企業で十分に再建が見込める企業、⑥公開・上場企業のオーナーまたは親会社からの事業継承（法律に準拠した投資スキームの設計を行った上で投資）、⑦成長中のベンチャー企業で短期の公開が見込める企業、⑧既存のベンチャーキャピタルファンドの満期を迎えて公開に至らなかった企業、としている。つまり、同ファンドは、破綻企業への投資に専門的に特化したファンドではなく、プライベート・エクイティ・ファンドであり、破綻企業に対する企業再建型投資は、あくまでも投資活動のひとつと位置づけられている。したがって、同社の投資実績として、BMBミニジューク（機器レンタル）、ポリゴンピクチャーズ（CG製作）、ひらまつ（高級レストラン）、アクタス（家具・インテリア小売）など9社が挙げられている（表1参照）が、このうち破綻企業への投資は、このあと紹介する富士機工電子だけである⁴⁾。

3. 富士機工電子の概要と経営破綻の要因

富士機工電子株式会社⁵⁾は、1934年錠剤製造

機を制作する北城鉄工所として創業された。1948年、富士機工塗金株式会社と改称し、塗金業を中心に業績を伸ばした。その後、1967年には半導体および電子部品の精密塗金に着手、1970年には現社名に改称し、多層基板の本格生産を開始するとともに半導体関係プリント基板素材の本格生産を開始した。現在、同社の事業はプリント回路基板および化成品事業である。

本社および管理部は、大阪市阿倍野区阪南町にあるが、営業部、デバイス工場、化成品工場は大阪府堺市石津町にあり、その他にプリント回路基板工場として大阪府南河内郡美浜町に美浜工場があるほか、東京、仙台、鳥取、福山、台北に営業所を有している。99年2月時点での従業員数は478名であり、主たる取引先としてはアルプス電気、京セラ、シャープ、ソニー、東芝、三洋電機、三菱電機、ローム、大日本印刷、凸版印刷などであり、97年3月期の売上げは154億4900万円であった。また、同社製品はカスタム・メイドであり、製品の品質については業界および取引先から高い評価を得ていたといわれる。

また、同社は完全なオーナー経営であり、社長の北城義弘、その弟、そして娘婿で90%以上の株式が保有され、残りの部分が従業員持ち株会によって保有され、外部の株主はいなかった。また、破綻時点でのメインバンクは、さくら銀行であった。

同社が破綻に至った直接の要因は、同社関連会社2社の経営破綻によるものである。同社関連会社は富士プラントおよび富士ミクロであり、前者は鍍金装置等の製造販売を行い、後者はタブ（TAB）を使った基板を製造していた。このタブを原材料とする基板は、近年伸びてきており、将来有望視されている分野であるが、過剰

表1 アドバンテッジ・パートナーズ「MBIファンド」の投資実績

- 株式会社BMBミニジューク（機器レンタル、売上約80億円）
 - －銀行の貸し渋りに伴う資金繰り悪化により、資金調達ニーズ
 - －ファンドより社長室担当を派遣
 - －金融機関との折衝、価格政策見直し、遊休資産売却、コスト削減、同業他社との提携等を推進
 - －1999年2月に投資回収、株式会社タイカンと合併して現在に至る
- 富士機工電子株式会社（電子部品メーカー、売上約180億円）
 - －兄弟会社の破綻による連鎖倒産、会社更生法を申請
 - －ファンドより社長兼事業管財人および経営企画室長を派遣
 - －経営管理体制の整備、生産・品質管理の整備、新規顧客開拓等を推進
 - －2001年3月更生手続終結
- 株式会社ポリゴンピクチャーズ（CG製作会社、売上約10億円）
 - －拡大資金、運転資金ニーズ
 - －ファンドより社長を派遣
 - －経営管理体制の整備、高コスト体質の改善、顧客開拓活動等の推進
- アイクレオ株式会社（旧日本ワイス）（粉ミルクメーカー、売上約40億円）
 - －外資系親会社（AHP）の世界的方針により日本市場から撤退、MBO
 - －ファンドより非常勤取締役を派遣
 - －マーケティング戦略、商品開発、品質管理、財務・経理・人事機能の整備等を推進
- 株式会社キスコソリューション（前身はカネボウ（株）情報システム事業部、現社名は株式会社プレイニークス）（情報システム開発、売上約100億円）
 - －大企業の事業再編に伴う非本業事業部門の分社化
 - －ファンドより非常勤取締役を派遣
 - －株式公開を目指した経営体制整備を支援
 - －2001年3月 事業提携先の（株）電通国際情報サービスに売却
- 株式会社ひらまつ（高級レストラン、売上約50億円）
 - －オーナー系企業の事業拡大資金ニーズ
 - －ファンドより非常勤取締役を派遣
 - －マーケティング戦略立案等を支援
- 株式会社アイコテクノロジー（前身は日本重化学工業（株）情報・通信事業部）（情報システム開発、売上約70億円）
 - －大企業の事業再編に伴う非本業事業部門の分離、MBO
 - －ファンドより非常勤取締役を派遣
 - －経営戦略立案、業務改善、株式公開を目指した経営体制整備を支援
- 株式会社アクタス（家具・インテリア専門小売、売上約110億円）
 - －親会社（ミネベア株式会社）の本業回帰に伴う非本業子会社の分離
 - －ファンドより非常勤取締役を派遣
 - －新経営陣の組成、経営戦略立案、業務改善、経営体制整備を支援
- 株式会社ファイテック（情報システム開発、売上高約15億円）
 - －オーナーの創業者利益実現と姉妹会社の資金調達ニーズ
 - －ファンドより非常勤取締役を派遣
 - －経営戦略立案、株式公開準備を支援

〔資料〕図1に同じ。

投資によって債務が拡大し、結果的に経営破綻した。したがって、いわゆる財テクなどでの損失が膨らんだのではなく、関連会社への過大投資が破綻の背景となっている。なお、これらの関連会社と富士機工電子との関係は、資本関係のない人的関連会社であり、同一のオーナー社長であった。このため、富士機工電子のキャッシュ・フローはこれら関連会社への投資に充当され、かつ債務保証も行われていたが、経営に対するチェック機能は働かず、過去にもこれらの関連会社は経営危機に瀕し、そのために富士機工電子も1993年度および94年度と2期連続で赤字を計上したが、その際は市況の回復による富士機工電子の増益で埋め合わされていたといわれている。同社は、1998年7月13日、会社更生法適用申請を行うに至ったが、その間も製品受注は増加しており、実際翌8月と9月の月間売上高は過去最高を記録しており、これら関連会社の破綻に伴う、資金繰り悪化による倒産であった。

4. 同社の更生計画

同社が大阪地裁に更生手続き開始申し立てを行ってから1ヶ月半後、同年8月31日に開始決定が下され、11月4日にアドバンテッジ・パートナーズ社が事業管財人として選任され、早くも1999年4月23日に更生計画が認可されている。

この会社更生事件においてもっとも注目されるのは、このアドバンテッジ・パートナーズが事業管財人となったことである。通常、内容のよい企業が何らかの理由で破綻した場合、大手の同業他社が事業管財人となって破綻企業の事業を継承し、傘下企業に組み込むというパターンが多数見られ、実際裁判所の選定する管財人

も有力な承継会社を見つけ出すことに尽力するといわれているが、この事例では一部上場のメーカー、仕入先企業、海外メーカーなど少なくとも5社の有力なスポンサー候補があったにもかかわらず、それら企業ではなく一見知名度の低い投資会社が事業管財人に選定された。

同社が事業管財人に選ばれたのは、有力スポンサーの子会社などになるのではなく、自主独立で再建したいという従業員の強い希望を受けて、法律管財人（上田裕康弁護士）が、富士機工電子の業績見込み、自主再建の可能性を検討した上で、APM社が資金の出資元として相当であると判断し、裁判所がこれを認可したためである。

この更生計画の概略は、担保付債権約17億円の全額および一般更生債権約88億円の40%を10年間で弁済するというものであり、一般更生債権のカット率は1億円以下50%、1億円超については漸次弁済率が引き下げられ最大カット率70%となっている。したがって、弁済率は全債務の50%である。一般に、更生計画の策定においては弁済率の決定が最も重要な点であり、また紛糾する点でもあるが、この計画案で50%に決定された理由は、免除益と資産圧縮損の関係を試算した結果であるとされる。すなわち、会計上債務がカットされた部分は免除益として計上され、通常の法人税率が課される。しかし、破綻企業の場合、資産の圧縮が生じるため資産圧縮損が計上されることになり、免除益と相殺される。したがって、免除益と相殺される範囲で、かつ将来の収益見通しから判断して弁済が可能な範囲で、債務のカット率が決定された。

また、弁済期間の10年については、米国などと比較すると長期であるが、日本では比較的短期間であったが、この業界は競争が激しく売上

げの振幅もあるため、当初からさらに短縮することが考えられており、実際に2001年3月末で更生計画による弁済を終結した。

さらに、旧オーナーが保有していた旧株式は、通常通り100%減資された。また、この過程で従業員の流出もなく、ほとんどの従業員は会社にとどまった。その理由は、前述のように同社の製品がカスタマー・メイドであるため、取引先からの受注に継続性があり、破綻後も取引先が流出しなかったことが大きな要因である。実際更生法申請時受注増のために仕事量は増加していた。

5. APMの投資

この富士機工電子への投資は、すべて株式投資であり、旧株式はすべて100%減資によって消却済みであるため新株の第三者割当増資によって行われた。その際、増資額は約8億8000万円であったが、APMはそのうち約70%強に当たる6億5000万円を引受け、さらに従業員持ち株会が約20%に当たる1億6000万円、残り7000万円は取引先33社などによって引受けられた。このように従業員持ち株会にも引受けられたところがユニークな点であるが、購入株数は個々の従業員の希望に応じて決定された。また、当初から外部の投資家に対して募集を行うこともあるとしており、実際その後3回の増資を行っている（現在の資本金は約8億円、株主構成は、ファンデ60%、事業提携先3社20%、従業員持ち株会15%、債権者約30社5%となっている）。その額は従業員持ち株会の比率を超えない範囲とするものとしている。他方、新株は額面100円としている。額面価格をこのように設定した理由は、発行済株式数を低く押さえるためである。つまり、将来会社再建後にIPOを行うこと

が予定されていたが、その際の1株当たり利益を高め、公開時の株価を上昇させることが配慮された。

また、更生計画では10年間での全額弁済を予定していたが、前述のようにAPM社は計画の前倒しを当初から企画しており、更生債務を全額融資によって一括弁済し、更生計画を前倒して終了した後、5、6年後を目標に株式公開することを考えていた。そして、実際に2001年3月末で弁済を前倒して終結している。その際、40億円の新規融資は、富士銀行など3行の協調融資によって行われ、これは更生会社の債務弁済を肩代わりする新型融資と報道された⁶⁾。このように前倒して更生計画を終結させたのは、近々に株式公開を行うことが計画されているためと思われる。

APM社による主な再建支援策は以下である。

- ①経営の基本的なコンセプトを売上至上主義から利益重視へ転換した。従来はオーナーによるワンマン経営であり、利益を度外視した受注も横行していた。支援後は、粗利益率を設定し、それをより高めることを経営目標の柱とした。
- ②経営管理のインフラ作りを行った。利益重視に転換するためには、コスト管理を徹底する必要があるが、従来はコスト管理するための情報インフラが整備されておらず、在庫、品質、仕掛品、歩留まりなどの状況が的確に把握できなかった。支援後は、各現場でバーコード入力等を行い、全工程の状況が一元的に把握できるようにした。これによって、約1000種に及ぶ製品種別ごとの正確な製造原価が把握できるようになり、コスト管理が実現した。
- ③会計面での整備を行った。従来、あいまいにしか定義されていなかった勘定科目を明確化したことを手始めに、月次および部門別の収益管理を行う体制作

りを実現した。④管理職および従業員の意識改革を進めた。すなわち、コストや月次業績などの情報を部課長レベルの管理職に開示し、受注や生産管理に反映させるようにした。同時に、従業員にも営業または生産のプロとしての自覚を持つようにオリエンテーションを行った。これにより、管理職の経営参画意識は高まり、判断能力、交渉力、管理能力などは高まり、社内での情報共有速度は高まった。⑤給与体系の見直しを検討している。従来は、成果給部分はなく、上司の主観的な評価が行われていたが、現在は営業マンの評価体系を見直し、利益貢献度をベースに総合的な評価体系を導入することを検討している。また、再建に際し、従業員持ち株会に新株が割り当てられ、インセンティブ・プランとなっているが、将来株価と現時点での個別従業員の努力とは直接的に結びつきにくい。ため、より直接的かつ多面的に個々の従業員のモチベーションを高めるような体制作りを工夫する必要も指摘されている。⑥アドバンテッジ・パートナーズ社の出資元である丸紅も、取引先紹介などの経営支援を行った。これによって、海外の新規取引先が拡大したが、これは丸紅にとっても仲介ビジネスが拡大し、両者間でシナジー効果があったといわれる。

その結果、支援後の1999年3月期から2001年3月期まで増収を記録し、経常利益ベースで年2～3億円の黒字決算を続けた。

6. プライベート・エクイティ・ ファンドとディストレスト投資

以上のように、APM社自体はディストレス企業だけを投資対象とする米国型のバルチャー・ファンドというより、未公開会社を対象とするプライベート・エクイティ・ファンドであり、

前述のように、米国系の経営コンサルティング会社ベイン社をスピニアウトした2人によって設立されている。したがって、ディストレスに対する投資はあらかじめ計画していたというより、偶発的な理由から、富士機工電子と接点ができ、投資することになった。同社でのインタビューによると、このディストレス企業への投資から明らかになった点は以下である。

第一に、投資の入り口段階での入りやすさという点である。一般に、業績が順調に推移している会社は、未公開会社であっても、外部からの資本の導入や人材の受け入れに消極的である場合が多く、そこにプライベート・エクイティ投資の難しさがあるが、その反面経営難に陥っている企業や会社更生法適用会社は、経営に携われる人材や新規の資本を探しており、その点で投資しやすい⁷⁾。

第二に、投資判断を行う場合、破綻理由および財務内容などの企業内容を明らかにする必要があるが、管財人が積極的に情報を提供し、たとえば調査報告書も管財人を通じて入手することができたため、破綻理由や企業内容も明らかとなった。そのため投資が行いやすかった。ただし、法律管財人による情報提供は、正当な目的を有する相手方であることを確認し、厳格な秘密保持契約を締結した上で行われている。

第三に、投資対象として困難な点は、一般に更生計画が長すぎて投資期間に合致しないという点である。これは外部の投資家からの資金を運用する場合、大きな難点といえる（この点について、筆者は米国のバルチャー・ファンドのマネージャーに対してインタビュー調査を行った際、1件の投資期間は長くて5年程度という回答を得たが、日本の投資家も同様であり、15年、20年といった更生計画では投資対象となり

にくいと思われる)。

7. この事例の含意

以上、APM社の富士機工電子に対する投資事例を両社へのインタビューをもとに紹介した。筆者の見聞する限りでは、これは日本でディストレス企業に対する投資としては初めての事例ではないかと思われ、これによって日本でも米国のようなディストレスト投資が出現したといえる。したがって、以下この事例の含意を米国のディストレスト投資と比較しながら考察する。

まず、米国では既発行の証券など(債券、手形、株式、銀行融資など)に投資されるのに対して、この事例ではいったん旧株式が消却された上で新株式を引き受ける形で投資が行われている。したがって、その点で異なるが、これは日本ではデット・エクイティ・スワップが困難であったことを考えれば当然といえる。

次に、米国のバルチャー・ファンドの場合、不良債権化した不動産投資を行っている場合はあるが、多くはディストレスト投資に特化しており、継続企業への投資はほとんど行っておらず、せいぜい資金の一部をハイ・イールド債に投資する程度であると思われる。それに対して、APM社はプライベート・エクイティ・ファンドであり、ディストレス企業に特化するわけではなく、継続企業への投資を主としている。その点大きく異なるが、これについてはディストレス企業への投資が今後日本でも普及するにつれ、ディストレスト投資に特化したファンドも現れる可能性はあるだろう。

第三に、米国のディストレスト投資においても、バルチャー・ファンドが経営に参加する場合がむしろ多いことが実証されているが、この事例でも経営参加と投資が一体になっており、

その点で米国でもよく見られる投資手法だといえるだろう。ただし、日本ではこのような投資が普及していないため、当然のことながらディストレス証券の流動性はほとんどなく、パッシブな投資が行われるにはまだ相当時間を要するものと考えられる。したがって、経営参加型の投資が当面主流となるだろう。

第四に、このケースでは管財人を通じた情報提供が行われ、裁判所もこのような情報提供を拒まなかったとされる。これは正当な目的を有する相手方であることを確認し、厳格な秘密保持契約を締結した上でなされたものであるが、従来、日本の裁判所は会社更生案件については守秘義務を理由に情報の公開を拒否しており、この点で米国とは大きく異なっていた。また、そのために日本ではディストレス企業への投資が困難であり、ディストレス証券市場が形成されない理由のひとつと考えられていた。したがって、日本でディストレス証券投資が行われるためには、情報公開の問題があると考えられ、裁判所が積極的に情報公開する可能性については否定的な見方もあったが、この事例はこの点で新たな可能性があることを明らかにしたといえるだろう。

最後に、更生期間の長さという難点については、残された課題である。ただし、現在会社更生法の見直しが法制審議会で進められており、その中で債務の返済期限を短縮する案が出されていると報じられた。それによると、返済期限は現行の20年から15年に短縮されるとされている。しかし、ファンドによる投資という観点から考えると、これでも長すぎるものと思われる⁸⁾。

Ⅱ. ソフトバンク・インベストメント社による投資事例

1. ソフトバンク・インベストメント社について

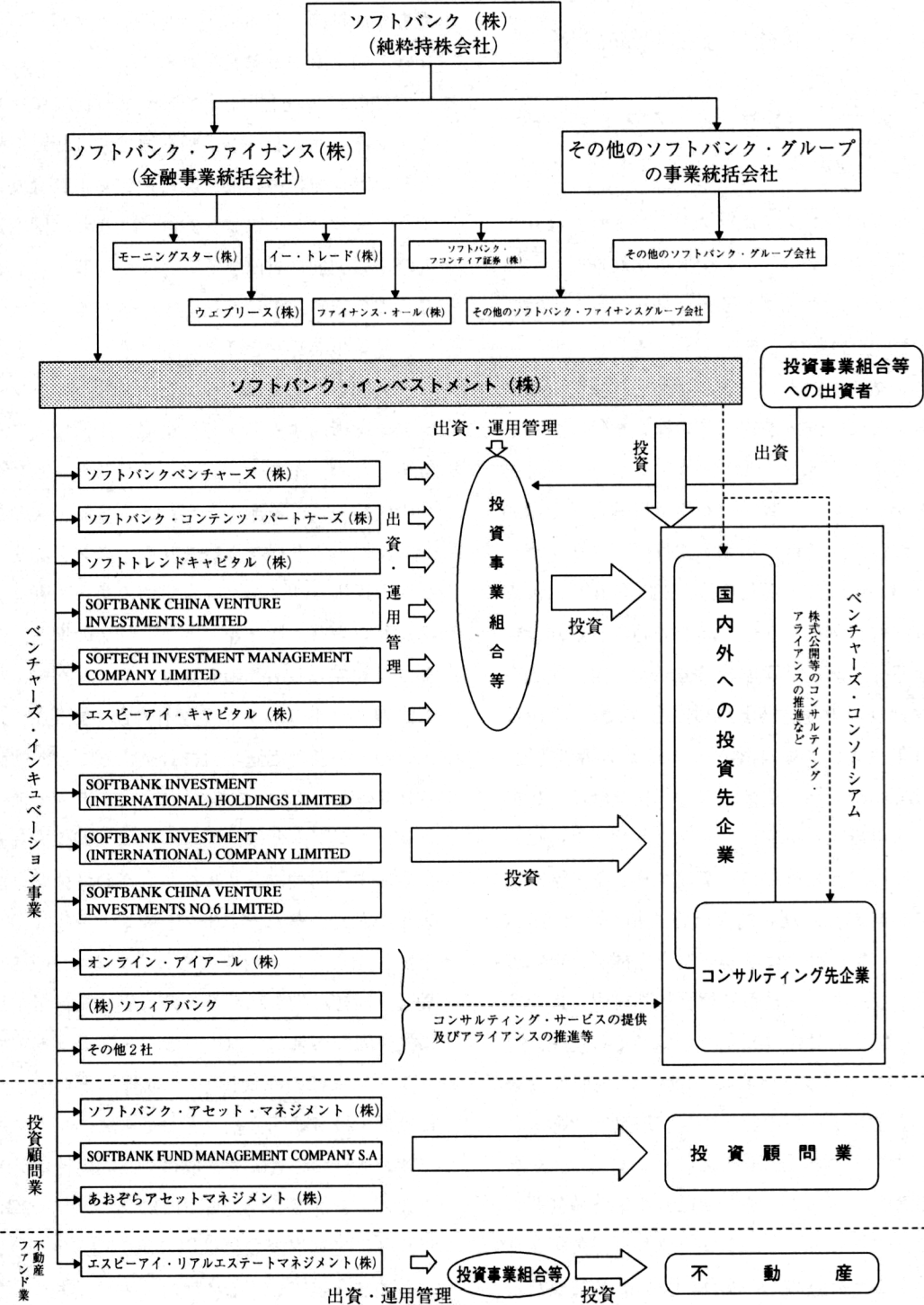
ソフトバンク・インベストメント社⁹⁾は、ソフトバンク・グループの金融事業統括会社であるソフトバンク・ファイナンス社（ソフトバンクの100%子会社であり、イー・トレード、モーニングスター、ソフトバンク・フロンティア証券などに出資）が約65%の株式を保有する子会社であり（図3参照）、ベンチャーズ・インベキューション（育成）を事業目的として1999年7月に設立され、2000年12月にナスダック・ジャパン市場に上場した後、2002年2月には東京証券取引所第一部に上場している。本社は東京都港区にあり、資本金77億6300万円、代表取締役社長は北尾吉孝氏である。なお、同氏は1951年生まれ、慶應義塾大学経済学部卒業後、野村證券に入社、事業法人三部長を経て、1995年に孫正義氏の招聘によりソフトバンクに転じた。野村證券在職中に、ケンブリッジ大学経済学部を卒業し、理論的な研鑽を積むとともに、ソフトバンク社では財務戦略を指揮し、今では主流となっている社債管理会社不設置社債の発行¹⁰⁾を実現させた経歴を有している。現在、ソフトバンク・ファイナンス社の代表取締役兼CEOなどグループ十数社の代表取締役であるとともに、企業経営に関して積極的に発言し、多数の著書¹¹⁾もある。そこでは、企業価値創造のためにフリー・キャッシュ・フローが重視されるべきことを強調し、具体的には企業買収などの戦略的オプション、インセンティブ・プラン、さまざまな財務戦略や提携戦略などが重要であ

ることを強調している。その意味で、同氏の考え方が同社のビジネスモデルのバックボーンとなっているものと考えられる。

同社の経営理念は、「ベンチャー企業に対するインキュベーション活動を通じ、IT分野を軸とした21世紀の中核的産業の創造および育成を担うリーディング・カンパニーとなり、国内外の経済の発展に貢献すること」と定義されており、この方針の下にベンチャーズ・インキュベーション事業を営むこととされている。

事業内容としては、ベンチャーズ・コンソーシアムを構成するメンバー企業の価値増大に貢献するため、①ファンドによるリスクキャピタルの供給、②役員派遣を含むメンバー企業の総合的支援および様々なコンサルティング・サービスの提供、③メンバー企業間の業務・資本提携などを含む、様々なアライアンスの推進、が挙げられている。その際、ソフトバンク・グループのネットワークと金融ノウハウを駆使し、メンバー企業の価値増大に貢献することが強調されている。また、ここでいう、ベンチャーズ・コンソーシアムとは、同社のファンドの投資先企業および同社コンサルティング会員企業を意味しており、それぞれ369社および79社（2001年9月末現在）が対象となっている。さらに、最近、同社は投資顧問業への進出（2001年4月に投資顧問会社のソフトバンク・アセット・マネジメント社の株式100%を取得、また同6月に投信・投資顧問会社のあおぞらアセットマネジメント社の株式67%を取得した。両社は2002年5月に合併する予定）やLBOファンド（2001年5月に当初出資金50億円のSBI・LBO・ファンド1号を組成し、子会社のエスピーアイ・キャピタル社が運用管理を行う）および不動産ファンド（2001年4月にエスピーアイ・リアルエ

図3 ソフトバンク・インベストメントの事業系統図



[資料] ソフトバンク・インベストメント社2001年9月期の連結決算短信による。

ステートマネジメントを設立)の組成を進めている。したがって、一方では投資先のベンチャー企業を発掘しつつ、他方ではファンドや投資顧問といった形で投資資金を調達していることがわかる。

2001年9月末の同社の連結売上高208億9100万円を項目別で見ると、ベンチャー・キャピタル投資業務が198億2200万円(94.9%)を占め、そのうち193億8900万円が投資事業組合等管理収入、すなわちファンドの運用管理から得られる手数料収入であり、逆にコンサルティング業務は8億4000万円(4.0%)、投資顧問業務は1億7200万円(0.8%)となっていることから、同社の本業はベンチャー投資ファンド運用業務であるといえる。なお、投資事業組合等管理収入の内訳は、管理報酬60億1500万円(31%)、成功報酬132億6900万円(68%)、設立報酬1億500万円(1%)となっている。

なお、2001年9月末の同社連結業績は、売上高208億9100万円、営業利益144億1500万円、経常利益148億8700万円、当期純利益81億6400万円であり、対前年比で見ると、売上高は55.2%減であるが、営業利益219.2%増、経常利益237.1%増、当期純利益227.3%と3倍以上の増益となっている。

2. 同社のファンドについて

同社の運用するファンドは、4ファンドであるが、子会社のソフトトレンドキャピタル社、ソフトバンクベンチャーズ社、ソフトバンク・コンテンツ・パートナーズ社、エスピーアイ・キャピタル社、SOFTBANK CHINA VENTURE INVESTMENTS LIMITED、SOFTECH INVESTMENT MANAGEMENT COMPANY LIMITEDが運用する6ファンドを含めると、現

在(2001年9月末、以下同じ)10ファンドに達している(表2参照)。これらのファンドのうち、ファンド運用の規約上の守秘義務により開示できない1ファンドを除く投資残高合計額は1283億円、簿価純資産合計額は2236億円、時価純資産合計額は2170億円であり、投資対象企業数は561社である。また、2000年度の投資金額は629億円、投資件数176社である。なお、これらファンドの平均管理手数料は年間約3%程度とされ、さらに投資顧問としての運用手数料が付加されるため、ソフトバンク・インベストメント社の安定収入部分は年間70億円と見込まれ、ここから人件費、監査・弁護士報酬など経常費用を控除すると、安定的な利益は33~35億円と見込まれている。また、ファンドの成功報酬は、そのパフォーマンスに応じて20~50%であり、とくに2001年9月期は、米国のインターネット企業に投資するソフトベン2号およびソフトバンクベンチャーズ匿名組合の投資収益が好調であったために成功報酬が拡大した。これは、ナスダックの相場が下降する前に、勃興期に投資した米国インターネット関連企業の株式を売却したためである。

まず、これらのファンドを投資対象別で見ると、国内インターネット関連企業を対象とするものが3ファンド、米国インターネット関連企業2ファンド、国内外インターネット関連企業が1ファンド、CS放送関連企業1ファンド、アジア地域のネットトランス対象企業1ファンド、香港のテクノロジーベンチャー企業1ファンド、国内外買収対象企業1ファンドとなっている。また、2000年度の投資実績は、日本537億円、155件、米国25億円、5件、アジア38億円、14件となっており、金額ベースの構成比では日本85%、米国4%、アジア6%となっており、国

表2 ソフトバンク・インベストメントの運営するファンドの概況

	運用者	設立日	決算期 (中間)	主な投資対象	監査法人
		契約満了 (注2)			
ソフトベン2号投資事業組合	ソフトバンク・インベストメント(株)	1995年11月24日(注10)	6月 (12月)	主として米国のインターネット関連企業等	監査法人 トーマツ
		2005年11月30日 (2007年11月30日)			
ソフトバンクベンチャーズ匿名組合(注1)	ソフトバンクベンチャーズ(株)	1996年8月14日	12月 (一)	主として米国のインターネット関連企業等	監査法人 トーマツ
		2002年12月31日			
ソフトバンク・コンテンツファンド(注8)	ソフトバンク・コンテンツ・パートナーズ(株)	1997年7月1日	12月 (一)	主としてCS放送へコンテンツを提供する事業及び企業等	中央背山 監査法人
		2005年6月30日 (2007年6月30日)			
ソフトバンク・インターネットファンド	ソフトトレンドキャピタル(株)	1999年7月1日	9月 (一)	国内外のインターネット関連企業等	優成監査法人
		2008年9月30日 (2010年9月30日)			
ソフトバンク・インターネットテクノロジー・ファンド1号(注9)	ソフトバンク・インベストメント(株)	2000年3月1日	6月 (12月)	国内のインターネット関連企業等	監査法人 トーマツ
		2005年6月30日 (2007年6月30日)			
ソフトバンク・インターネットテクノロジー・ファンド2号	ソフトバンク・インベストメント(株)	2000年4月1日	6月 (12月)	国内のインターネット関連企業等	監査法人 トーマツ
		2005年6月30日 (2007年6月30日)			
ソフトバンク・インターネットテクノロジー・ファンド3号	ソフトバンク・インベストメント(株)	2000年7月14日	6月 (12月)	国内のインターネット関連企業等	監査法人 トーマツ
		2005年6月30日 (2007年6月30日)			
SOFTBANK ASIA NET-TRANS FUND LIMITED (注1)	SOFTBANK CHINA VENTURE INVESTMENTS LIMITED	2000年4月15日	12月 (一)	アジア地域のネットトランス対象企業	Price waterhouse Coopers
		2005年8月11日			
Applied Research Fund (注1)	SOFTECH INVESTMENT-MANAGEMENT COMPANY LIMITED	2000年3月27日	(注10)	香港のテクノロジーベンチャー企業等	該当なし
		(注10)			
SBI-LBO・ファンド1号(注11)	エスビーアイ・キャピタル(株)	2001年5月16日	1月 (一)	国内外買収対象企業	中央背山 監査法人
		2008年4月30日 (2010年4月30日)			
合計	—	—	—	—	—

注： 2001年9月30日現在における各ファンドの直近決算（中間決算を含む）に基づく情報である。

- 1) ソフトバンクベンチャーズ匿名組合及びSOFTBANK ASIA NET-TRANS FUND LIMITEDは、米ドル建による報告形態をとっているため、投資残高、当初出資金額、簿価純資産価額、時価純資産価額、累計配当金額及び成功報酬額の計算にあたり、米ドル建の金額に平成12年12月29日現在の為替レート（US\$ 1=¥114.80）を乗じて計算した金額を便宜上記載している。Applied Research Fundは、香港ドル建による報告形態をとっているため、当初出資金額の計算にあたり、香港ドル建の金額に平成12年12月29日現在の為替レート（HK\$ 1=¥14.72）を乗じて計算した金額を便宜上記載している。
- 2) 契約満了の（ ）内の日付は、契約期間満了後の期間延長が可能となっている場合に、最大限期間延長した場合の契約期間満了日を記載している。
- 3) 投資先会社数には証券投資のほか組合への投資等の件数も含まれているが、強制評価減を全額行なっているものについては除外されている。なお、（ ）内の社数は海外における投資先会社数を記載している。また、投資先会社数の合計は各ファンド間において同一の投資先がある場合には重複して計算されている。
- 4) 投資残高の（ ）内の金額は海外における投資残高を記載している。
- 5) 時価純資産価額は、簿価純資産価額に各ファンドの直近決算期末（中間決算も含む）現在の有価証券含み損益を加味した金額である。なお、時価を算定するにあたっては、公開株式につきましては各ファンドの直近決算期末（中間決算も含む）現在の取引相場の終値、未公開株式等については帳簿価額（著しく価値の下落したものは評価減後の金額）で評価している。

投資先会社数(注3)	投資残高(注4)	当初出資金	簿価純資産価額	時価純資産価額(注5)	累計配当金額(注6)	成功報酬額(注7)
38社 (29社)	10,217百万円 (9,067百万円)	5,700百万円 (脱退により現在は5,500百万円)	11,785百万円	11,688百万円	9,987百万円	5,503百万円
30社 (30社)	17,395百万円 (17,395百万円)	18,669百万円 (US \$ 16,262万)	50,505百万円	44,602百万円	2,878百万円	15,335百万円
22社 (12社)	7,532百万円 (4,995百万円)	9,600百万円	7,805百万円	6,623百万円	－円	－円
67社 (4社)	7,467百万円 (325百万円)	12,300百万円	8,700百万円	9,102百万円	－円	－円
34社 (－社)	9,516百万円 (－円)	15,800百万円	13,580百万円	13,797百万円	－円	－円
220社 (－社)	64,986百万円 (－円)	115,200百万円	104,140百万円	104,334百万円	－円	－円
144社 (－社)	9,638百万円 (－円)	19,500百万円	17,870百万円	17,900百万円	－円	－円
6社 (6社)	1,549百万円 (1,549百万円)	4,132百万円 (US \$ 3,600万)	4,149百万円	3,990百万円	－円	－円
(注10)	(注10)	3,680百万円 (US \$ 25,000万)	(注10)	(注10)	(注10)	(注10)
－	－	5,000百万円	5,000百万円	5,000百万円	－円	－円
561社 (31社)	128,304百万円 (33,334百万円)	209,582百万円	223,606百万円	217,039百万円	12,865百万円	20,839百万円

- 6) 累計配当金額は、各ファンドの直近決算期末(中間決算も含む)までに金銭によりファンドの投資家へ配当した金額の累計額をいう。なお、平成13年3月23日にソフトバンクベンチャーズ匿名組合はファンドの投資家へ配当金34,359百万円を支払っている。(当該配当金額は、米ドル建の金額に平成13年3月30日現在の為替レート(US \$ 1=¥123.90)を乗じて計算した金額を便宜上記載している。)
- 7) 成功報酬額は、各ファンドの直近決算期末(中間決算も含む)までの成功報酬の額の累計額である。
- 8) ソフトバンク・コンテンツファンドは、当社が運営する他のファンドと異なり、主にCS放送へのコンテンツを提供する事業者等を投資対象としている。
- 9) ソフトバンク・インターネットテクノロジー・ファンド1号は、ソフトバンク・インターネットテクノロジー・ファンド2号に対して53,000百万円の投資を行っており、当初出資金、投資残高、簿価純資産価額、時価純資産価額の計算上、ソフトバンク・インターネットテクノロジー・ファンド2号への投資部分を控除した金額となっている。
- 10) Applied Research Fundの一部の情報は、本報告書における開示がファンド規約上の守秘義務に抵触すると判断され、本報告書への記載をしていない。
- 11) SBI・LBO・ファンド1号は最初の決算を迎えていないため、投資先会社数及び投資残高の記載は省略している。また、簿価純資産価額及び時価純資産価額には当初出資金額を記載している。

[資料] 図3に同じ。

内投資が主であることがわかる。なお、後で紹介するが、民事再生法案件である川崎電気への投資およびサワコーからの営業譲受けを行ったのは、このうちの国内企業買収ファンド、すなわちSBI・LBO・ファンド1号である。

次に、投資金額別で見ると、1億円未満39%、1億円以上5億円以下45%、5億円超16%、平均3.6億円となっており、必ずしも1件あたりの投資金額は大きくない。また、持分比率別で見ると、10%未満40%、10%以上30%未満40%、30%以上20%となっており、必ずしも支配的な株数を取得しておらず、むしろそのような投資は少ないことがわかる。

第三に、企業ステージ別で見ると、シード（設立直後）2%、スタート・アップ（売上未計上）19%、アーリー・ステージ（営業キャッシュ・フロー赤字）35%、エクспанション（その他の段階）31%、プレIPO（公開直前期）12%、IPO（公開会社）1%となっている。また、業績別では、当期利益赤字72%、当期利益黒字26%、設立初年度2%となっている。さらに、設立経過年数別で見ると、1年以内12%、1年以上3年以内30%、3年以上5年以内17%、5年超41%となっている。したがって、同社ファンドは、アーリー・ステージの赤字企業への投資が主体であるといえる。

最後に、同社ファンドの投資対象企業の公開実績は、2000年末で合計40社に達しており、2001年は7社、さらに13社を予定している（ただし、10月17日現在）、また2002年の予定社数は62社、2003年103社となっている。

3. 川崎電気の事例

川崎電気¹²⁾は、1926年オーナー社長であった川崎勇氏が創立（設立は1940年）、配電盤專業

のトップ・メーカーであり、本社は山形県南陽市（東京本社は東京都大田区）にある。研究開発から、コンサルティング、設計、製造、販売、アフターサービスの一貫事業体制を有するとともに、品質管理・環境管理・技術力において優れており、1962年11月東京証券取引所第二部に上場し、74年からは経営も勇氏の子息である暢氏に引き継がれた。同社は、80年代トヨタのかんばん方式をベースとしたNPS（新生産方式）を取り入れ、収益力を拡大させた後、1986年に横河電機が第三者割当増資を引き受け、筆頭株主となった。さらに、80年代後半にはビルの大規模化およびインテリジェント化に伴う制御システムの高度化に対応すべく、高圧配電盤事業に進出した。具体的には、メインバンクの日本長期信用銀行の全面的な支援の下、90年から94年にかけて、神戸、前橋、徳山、富山、滋賀、佐賀などに新工場の建設、工場用地の取得、山形県下に中央研究所を建設し、さらに優秀な研究員確保のための福利施設も充実させた。同社売上高のピークは、1993年3月期で、274億円を記録した。その後、1996年に山形工場がISO9001、1997年に九州工場がISO9002、同年首都圏支社と川崎電気商事がISO9001、また1998年に山形工場はISO14001を取得している。しかし、バブル崩壊後の建設不況によって、1993年から受注量は大きく落ち込むとともに有利子負債の金利負担が影響し、経常損益は1994年3月期から3期連続赤字、当期損益は破綻にいたるまで赤字が続いた。この間、同社は工場売却や希望退職者の募集などにより経営再建を試みたが、1998年10月、借入金総額の5割以上を占めるメインバンクの日本長期信用銀行が破綻し、信用不安が拡大した。そこで、同社は某電気メーカーに対して第三者割当増資の引き受けを要

請し、その傘下入りを図ったが、交渉は進展せず、結果的に2000年3月期にグループ企業に対する債務保証や融資引当金積み増しを実施し、92億円の特別損失を計上、約22億円の債務超過に陥った。このため、同社は減資による欠損金の補填、メインバンクへの債務削減、第三者割当増資などを基本とする経営再建策を策定したが、某電気メーカーの支援は受けられず、また旧長銀を引き継いだ新生銀行も新たなスポンサー探しを要求したため、窮地に立たされることになった¹³⁾。因みに、1997年3月期から2000年3月までの4期の連結ベースの業績は、売上高はそれぞれ178億円、192億円、164億円、155億円と減少し、経常利益も4.9億円、5.1億円、2.7億円、-3.8億円と低下、当期利益は-3.6億円、-3.2億円、-49.7億円、-80.3億円と赤字が拡大していた。

同社は、2000年9月民事再生手続の申請を行い、同年10月に手続開始決定が出され、2001年6月に再生計画が認可されている。この間、2001年3月に、ソフトバンク・インベストメントが再建支援を発表し、同社子会社のエスピーアイ・キャピタル株式会社が運用・管理するファンド、SBI・LBO・ファンド1号を通じて同社の経営権を取得した。本案件は、民事再生手続が適用された元上場企業に対しLBOファンドがスポンサーになった第1号であった。同ファンドの投資内容は、以下のとおりである。

第一に、再生計画で旧株式は100%減資されたので、改めて第三者割当増資を引き受け、過半数の株式を取得した（2001年8月）。つまり、同ファンドが50%超を取得し、さらにソフトバンク・インベストメント側から派遣された同社の代表取締役副社長兼CFOが所属していた別会社（これもソフトバンク・グループに属してい

る）が18%を取得し、合計約69%をソフトバンク・インベストメント側が取得することで、支配株主となった。第二に、旧株式が100%減資されたことで、旧オーナーである川崎一族は事実上経営権を失ったが、これに代わってソフトバンク・インベストメント側は、全取締役3名のうちCFOを含む2名を派遣した。この2名は、取締役会長と代表取締役副社長兼CFOであり、前者は北尾氏である。また、残りの1名は旧役員の中から営業担当の元副社長を残留させたが、旧オーナーの川崎一族とは無縁な人物であり、自社株も保有していなかった。これによって、旧オーナー色は一掃され、ソフトバンク・インベストメント側が取締役会をコントロールできる体制が整えられた。第三に、ソフトバンク・インベストメント側は同社の管理体制を強化し、ハンズオン型企業価値向上を支援することとなった。主たる支援策として次のものが挙げられる。①同社のこれまでの売上至上主義を廃し、利益重視志向に転換、浸透を図った。具体的には受注段階での粗利益率を一定以上と定め、それ以下のものは受けない選別受注を徹底させた。これにより同社の年度計画のモデルプランは売上高は前期より更にダウンする100億円ながら、経常利益では5億円を確保する計画としてコンセンサスを固めた。②月次損益の管理を徹底し、工場原価から販売管理費のすべての項目について詳細に見直しを指導した。これによって固定費の比率は5ポイント以上も改善され、単月黒字化が維持できるコスト構造に変化した。③売上会計基準の変更を同社の監査法人と協議し、より保守的な会計基準とすることを指揮し、社会信用の回復を目指すことを強く意識づけた。これにより売上時点が繰り下がり、当該期の損益は赤字になることも予想されたが

長期的な視点で変更に踏み切った。④給与制度を大幅に見直し、成果主義の給与体系を導入した。管理職の年俸制や各種手当の見直しなどである。同社には労働組合があるが、一連の制度見直しの際の労使協議にはファンド側から派遣されたCFOも直接交渉にあたり、労使協調を維持することに留意している（従業員の削減は行われなかった。支援前後で従業員数は590名弱から580名弱へと減少したが、これはリストラによるものではなく、自然減である）。また成果主義の一環として、ストック・オプション制度も採用し、スポンサーと役職員を株主という共通のステークホルダーとして位置付け、「株主価値の最大化」という目的を共有するようにした。⑤ソフトバンク・グループのネットワークを活用しての取引先の紹介や信用補完を行なった。特にソフトバンク・グループのADSL事業における基地局設置の際に機器を必要とするヤフーBBや、ソフトバンク・インベストメント・グループの不動産事業におけるハード回りに関して、同社の技術と製品を導入することで大きなシナジー効果が期待できると言われている。

その結果、同社は2001年6月から売上会計基準を変更する2002年1月まで、同社の過去にも例の無い8ヶ月連続して黒字化を達成するという業績の回復ぶりをみせた。また2002年3月期の予想は会計基準変更にも関わらず営業利益で黒字となる見通しであり、2002年7月の民事再生終了が視界に入るところまできている。これを受けて、スポンサーのソフトバンク・インベストメントでは、最短で2003年3月期基準での再上場を期待できるとしている。

4. サワコーの事例

サワコー・コーポレーション¹⁴⁾は、創業者オーナーの大平純一氏によって、1990年に設立された中部地方を地盤とするゼネコンで、主として賃貸マンションの建築提案から設計、施工、さらに管理までの事業を手がけ、低コスト工法に強みを持ち、設立以降8期連続で増収増益を記録した。その間、1995年には店頭登録し、翌1996年には日本の店頭企業としては初めて米国ナスダック上場を果たし、建設不況を克服する急成長企業として多くのマスコミからも注目された¹⁵⁾。1998年7月期のピーク時の単体業績は、売上高224億円、経常利益16.5億円、当期純利益8.8億円を記録している。ピーク時点での時価総額は1996年6月に、366億円に達した。同社の特長は以下である。第一に、建物や製品の共通化・規格化による資材の一括仕入れや、建設工程の管理による工期短縮を実現し、業界平均の6割以下という低価格で良質なマンションを土地オーナーに供給できる点である。第二に、不動産を一つの金融商品と捉え、土地オーナーに対してフィナンシャル・プランナーとして対応できる手法を営業マンが有している点である。第三に、持ち込み案件の受注に徹することで、営業コストを削減できる点である。受注の8割は不動産、金融機関、顧客の紹介や再受注で、残り2割が展示会、広告、DMによるものとされている。さらに、同社は徹底的な情報開示を行う会社であることを標榜しており、このような姿勢が投資会社に好感され、設立当初の事業資金調達だけでなく、店頭および米国ナスダック上場による資金調達にも役立つとともに、国内外の取引先の信頼確保にもつながり、価格交渉力を高めたとされている。

同社が破綻した契機は、2000年7月に社内で発覚した社員による横領事件である。同社は7月決算であり、決算手続き中に5800万円の使い込みが発覚したと言われている。同社は、この元社員を告訴するとともに、これを10月中旬にプレス発表した。しかし、10月初旬に発送された株主総会招集通知には、監査法人のトーマツが「意見差し控え」と記載した監査報告書が掲載された。横領事件の金額は、同年7月期のサワコーの連結売上高129億円、経常損失23億円からすれば、軽微ともいえる金額だったが、このことから事態は紛糾し、本来は10月に提出されるべき有価証券報告書を提出できず、結果的に同年翌11月に店頭登録取り消しが決定し、店頭管理銘柄に指定され、2001年5月上場取り消しとなった。また、2000年11月には米国ナスダックの上場も廃止された¹⁶⁾。さらに、この間の信用不安による業績悪化から、同社株価は2000年9月上旬の300円台から、10月下旬には100円を割り込む水準に低下し、さらに12月上旬には20円台に急落した。そして、その後も業績は悪化し続け、2001年6月の臨時株主総会では86%減資を決定し、経営再建に努めたが、同7月期の売上高はピーク時の半分に落ち込んだ。その結果、同年翌8月1日、民事再生手続の申請に踏み切った。

ソフトバンク・インベストメント社とサワコーの間では民事再生手続申請の前から話し合いが進められており、申請時点で既に水面下で営業譲渡に関する合意がなされていた模様で、いわゆるブリパッケージ型再生手続¹⁷⁾といえる。ソフトバンク・インベストメント社は民事申請手続き当日にサワコーが配布した債権者向け説明資料においてもスポンサー候補として名前を公表することに同意していた。実際、スポンサ

ー候補の具体名があったことからサワコーの取引先・債権者にも大きな動揺は起こらず、民事再生手続申請後に取引打ち切りを通告してきた取引先は数社程度に抑えられた。その後、同年8月21日にはサワコーから営業譲渡を受けることについて正式に基本合意に達し、同年10月には、ソフトバンク・インベストメント社の子会社、エスピーアイ・キャピタル社が運用するSBI・LBO・ファンド1号が受け皿会社として用意した、SBIホームプランナー社が、サワコー・コーポレーションから営業譲渡を受けた(旧サワコーは再生計画の中で清算予定)。なお、SBIホームプランナー社は、SBI・LBO・ファンド1号が100%保有する会社である。新会社の経営陣は、取締役と執行役員の合計8名のうち、取締役会長、代表取締役社長、取締役、取締役兼CFO、執行役員兼社長室長の5名がソフトバンク・インベストメント側から派遣され、取締役会長は前出の北尾氏である。また、旧経営陣からは横領事件と関係のない取締役1名が専務取締役に就任した。このように、サワコーの場合、受け皿会社に対する営業譲渡という形をとったのは、前述のように横領事件があり、その裁判が継続する中で案件であったため、リーガル・リスクを遮断する必要があったからである¹⁸⁾。しかも、その営業譲渡自体も民事再生手続の下で名古屋地裁の許可に基づく形で行い、詐害行為否認リスクなども遮断するよう工夫されている。

ファンドによる買収後の状況は次の通りである。民事再生手続を申請した8月の月間受注額はわずか約1億円に落ち込んでいたが、営業譲渡に関する基本合意発表後の9月と10月にはそれぞれ8億円弱に回復し、12月には受注拡大に伴う運転資金需要を受けて、1億円の株主割当

増資を行うにいたった。これは、ソフトバンク・インベストメント・グループの運用するファンドがスポンサーについたことで、施工主からの信用力が高まったことを意味していると考えられる。また、ソフトバンク側も新会社の価値向上に向けて様々な施策を実行した。たとえば、同社の管理体制を強化するために、ソフトバンク・インベストメント側から派遣したCFOと執行役員は、ほぼ常勤で同社において執務し、代表印を管理しており、日々の決済の確認は必ずファンド側から派遣されたこの2名が行う体制をとっている。さらに、同社の体質改善を図るために、次の施策を行っている。①会計基準を変更し、従来の工事進行基準から工事完成基準に変更し、売上の計上をより厳格なものとした。②営業譲受にあたっては、約100人いたサワコーの従業員から、新会社における事業計画達成に必要な最低限の75名を引き継ぎ、組織のスリム化を図った。③賃金制度を成果報酬型に変更した。たとえば、諸手当を廃止し、成果報酬部分を拡大した。また、全社員の役職をサワコーでの階層から一階層下げ、再スタートの自覚を高めるようにした。④取引先との関係強化を図るために、旧サワコーの関係業者を中心に取引先持株会を設立した。これには、SBIホームプランナー社の再生にとって重要な取引先で、旧サワコーの減資によって損失を被った取引先に対し、ファンドの取得簿価とほぼ同じ株価水準で同社株を取得させることにより、将来同社がIPOを果たした際に、これら取引先が経済的利益を享受できるようにするとともに、同社の企業価値向上に関して、「株主価値の最大化」という共通の利害関係の下で協力を仰ぐという意図もあるものと思われる。その結果、2003年3月期には業績の黒字化が見込まれている。

さらに、業態としては、旧サワコーは建設会社（いわゆるゼネコン）であるが、前述のようにフィナンシャル・プランナー的な要素を持っており、賃貸用マンションを一種の金融商品として捉えて施主に提案する営業手法をとっている。したがって、金融業を中核とするソフトバンク・インベストメントとは、シナジー効果が期待できると言われている。具体的には、ソフトバンク・グループの出資先でマンションやビル建設の際、同社に発注することや、将来REIT組成の際に物件を同社に発注することなどが検討されている。また、2001年12月には、100%金融子会社を設立し、施主の負担する建設資金のうち銀行融資で充足できない部分を融資する準備も進めている。この融資の条件では、完成したマンションのサブリース契約を同社と結ぶこととなっており、これによって同社のビジネスモデルが単なる賃貸マンション建設会社から、完成した物件の賃貸管理までも手がける一貫したものへと変化している。

ソフトバンク・インベストメントとしては、早期の上場を目指しており、2003年3月期を基準とした上場を目指している。

5. これらの事例の含意

以上、ソフトバンク・インベストメントとその投資事例を見てきたが、次の点に特徴がある。

第一に、この2例はいずれも民事再生法案件である点が指摘できる。周知のように、民事再生法は2000年4月に施行され、早期再建型の手続きとして注目を集めているが、企業再建型投資を行ううえでも重要な役割を果たすものと考えられる。とくに同法が早期申立を促すような規定が取り入れられていることは、企業再建型投資を行ううえで重要である。なぜならば、早

期の申立は企業価値の劣化を防ぎ、早期再建に資するものと考えられるからである¹⁹⁾。ここで紹介した2例は、いずれも企業価値の劣化が深刻化する前に投資が行われたと考えられる。

第二に、LBOファンドによる投資という点が指摘できる。前述のように、米国では、破綻企業に専門的に投資するファンド、いわゆるバルチャー・ファンドがあるが、日本ではそれに類するファンドはほとんどないというのが現状である（ただし、大和証券SMBCが外資と共同で設立したファンドがある）。したがって、近年増加しているプライベート・エクイティ・ファンドやLBOファンドなど、既存のファンドがディストレスト投資を行う傾向がある。このことは、近い将来において一定数のディストレスト専門ファンドが設立されてくる可能性を暗示している。実際、ソフトバンク・インベストメント社は、2002年3月末を目処に企業再建型ファンドの設立を準備しており、すでに100億円の出資契約を完了した模様である²⁰⁾。今後、こうした専門能力を有したLBOファンドが、破綻した企業の受け皿として、事業会社や金融機関と並ぶ地位を確立していく可能性がある。

第三に、これら2件では、いずれも経営者派遣が行われている点である。一般に、民事再生法では旧経営陣が継続するDIP制度を原則としている。これは、企業経営や業界事情に不案内な管財人に経営を委ねるよりも、旧経営陣の方が再建を行ううえで効率的であるという考え方に基づくものと思われるが、今までに申立された民事再生法案件に関しては、逆の評価が多いように見受けられる。つまり、本来は旧経営陣を排除し、新経営陣によってフレッシュ・スタートを切ったほうが、従業員のモラルも向上し、経営再建が速やかに進むような場合でも、

旧経営陣が経営破綻の責任に対して無反省なままに居座る例が多いという指摘がある。ここで紹介した2例はいずれも旧経営陣がほとんど排除され、新しくソフトバンク・インベストメント側から派遣された役員と、能力の高い旧経営陣の一部が協力して企業価値向上に取り組む形となっている。これは、上記のような民事再生法の弊害を回避する結果となっている。

第四に、買収の際にシナジー効果が期待されている点である。前述のように、川崎電気の場合は、多数のIT関連企業を傘下に有するソフトバンク・グループと、配電盤というハードを提供する川崎電気とのシナジー効果であり、またサワコーから営業譲渡を受けたSBIホームプランナーの場合は、金融業と不動産業のシナジーである。これは、経営資源の効率的利用によって企業価値を最大化するというソフトバンク・インベストメント社の考え方に沿ったものと推測される。

第五に、投資の回収（EXIT）のための仕組みが準備されていることである。たとえば、ソフトバンク・グループの場合、グループ内に証券会社を有しており、投資先企業が公開する際には、協力体制が整えられるものと考えられる。また、取引先持株会を設立することは、将来の安定株主作りに資するものと思われる。さらに、グループ傘下のソフトバンク・フロンティア証券では、未公開株式の発行・流通市場形成（同社では、ベンチャーズ・インフラと呼んでいる）を進めており、これは保有持分の売却等による投資回収にも資するものと思われる。

まとめ

以上、本稿では2つのファンドによる3件の投資事例を考察したが、これらには次の4つの共通点がある。

第一に、3社ともに本業における企業価値劣化が少ない点である。3社の倒産原因を見ると、富士機工電子は関係会社への過大投資が原因となっており、本業自体の業績は倒産時点でも伸びていたとされている。また、川崎電気の場合も、高圧配電盤事業に進出するための投資負担が倒産要因となっている。さらに、サワコーの場合は、横領事件に端を発する不透明な経理処理によって信用失墜したことが倒産に大きく影響しており、ガバナンス面に問題があったと言えることができる。したがって、3社は負債再編ないし経営者交代によるガバナンス再編を行えば、再建する可能性が高い企業だったといえる。

第二に、旧経営陣がほとんど排除され、新しく経営者派遣が行われている点である。これら3社の倒産前の所有構造を見ると、いずれもオーナー型企業であり、経営の意思決定面でオーナーのイニシアティブが強かったものと考えられる。富士機工電子と川崎電気は同族企業であり、サワコーも創業者が経営者であるとともに筆頭株主となっていた。そのことは、好況期においては過大投資の要因となり、逆に経営悪化局面では、抜本的な経営改善策の実施を遅らせる要因となった。つまり、ガバナンス面の問題が直接間接に倒産要因となっていたものと推測される。そこで、両ファンドはガバナンスの改善を図るために新しい経営陣を派遣したものと思われる。したがって、3つの事例はいずれも事実上の買収となっている。この点は、米国の

ディストレスト投資が必ずしも経営権を獲得せず、経営はDIPに委ね、単に債権や証券の値上り益や償還差益を目的とするパッシブ型投資も多いのとは異なっている。このことは、民事再生手続で導入されたDIP制度が効率的に機能するかどうかを考える上で、重要な示唆を与えているように思われる。

第三に、ファンド側が投資するにあたって、取引先や債権者などを株主に行っている点も両ファンドに共通している。ソフトバンク・インベストメント社は取引先持株会を作り、APM社は取引先等にも新株式を割り当てている。このことは減資による損失補填という意味もあるものの、企業再建に向けての取引先のインセンティブを高める効果もあるものと思われる。また、将来的に株式を売却する際の配慮もあるものと推測される。

第四に、ファンドの親会社ないしそのグループと投資先企業の間でのシナジー効果が期待されている点も共通している。アドバンテッジ・パートナーズ社の場合、総合商社の丸紅が出資しており、ソフトバンク・インベストメント社はソフトバンク・グループに属している。商社は物流機能をもつとともに、金融機能ももっており、これらの側面でメーカーとのシナジーがあるものと考えられる。また、ソフトバンク・グループの場合、ITおよび金融という点で、それぞれの投資先とのシナジー効果が期待されている。

注

- 1) 米国のディストレスト投資の歴史については、H. Rosenberg, "The Vulture Investors", John Wiley & Sons, 2000 (邦訳、松尾順介・松尾由美・伴百江訳「ハゲタカ投資家」, 日本経済新聞社, 2000年, 第1章), また、現状については、拙著「米国のディストレスト証券市場とバルチャー・ファンド」, 『インベストメント』, 1999年8月, 拙著『日本の社債市場』, 東洋経済新報社,

- 1999年、第5章、などを参照。なお、米国では、ディストレスト投資について、学問的な研究が蓄積されている。これらの研究については、拙著および拙稿に掲載した参考文献を参照されたい。
- 2) 戦前の日本において、この種の投資を得意とした資本家として、根津嘉一郎が挙げられる。根津は、明治30年代から「ボロ買い」と揶揄されながらも、経営不振・破綻企業を次々に買収し、最後は「鉄道王」、「根津財閥」と称されるようになった。根津の投資については、小川功『企業破綻と金融破綻』、九州大学出版会、2002年、第1部第9章、第2部第4章、同第5章、同第6章、同第11章、などを参照。
 - 3) 同社HPは次の通りである。<http://www.advantage-group.co.jp>
 - 4) ただし、2000年2月に会社更生法適用申請したスーパー、長崎屋に対して支援を検討していることが最近報道された。『日本経済新聞』、2001年7月28日、『日経流通新聞』、2001年7月31日、『週刊ダイヤモンド』、2001年8月25日、参照。
 - 5) 同社HPは次の通りである。<http://www.fujimme.co.jp>
 - 6) 『日本経済新聞』、2001年3月27日、参照。ただし、富士機工電子はこの借り入れによって更生計画を終結したので、現時点において富士銀行などは更生会社に融資しているわけではない。その意味では、現在注目されているDIPファイナンスとは異なるものである。
 - 7) 筆者の推測では、入り口段階での投資のしやすさという点でいうと、ディストレスト企業の場合、その企業のマーケットを調査すれば、すでに同社がどの程度市場で評価されており、今後の売上などの見通しが判断しやすい。これは、ベンチャー型の未公開企業の場合、新技術開発に重点があり、新技術およびその市場性の評価が難しい場合が多いのに比べると、すでにディストレスト企業は市場の評価にさらされている点で投資判断が下しやすいという点も指摘できると考えられる。
 - 8) 米国でこのようなファンドのマネージャーにインタビューした際、ファンドとして投資する以上5年程度までが限度という回答が多かった。
 - 9) 同社のHPは次の通りである。<http://www.sbinvestment.co.jp>
 - 10) 現在、国内公募普通社債の約7割を占めている社債管理不設置社債の発行は、同社が事実上第1号である。これについては、拙著『日本の社債市場』、東洋経済新報社、1999年、120ページ、また、北尾吉孝著『「価値創造」の経営』、東洋経済新報社、1997年、第2章第8節、参照。
 - 11) 同氏の著書は、前掲『「価値創造」の経営』の他、『E-ファイナンスの挑戦』、(東洋経済新報社)、『不変の経営・成長の経営』(PHP研究所)がある。
 - 12) 同社のHPは次の通りである。<http://www.kawaden.co.jp>
 - 13) 同社が破綻にいたる経緯については、吉田直人「倒産の研究・川崎電気-重電市場の縮小読みきれずバブル期の過大投資に沈む」、『日経ベンチャー』2000年12月号、94～96ページ、に基づいている。
 - 14) 同社のHPは次の通りである。<http://www.sawako.com>
 - 15) たとえば、『サワコー・コーポレーション-低コスト化で建設不況を克服』、『週刊東洋経済』、1998年4月4日、29ページ、「やるなら徹底、社内外へ情報開示で競争力つける先兵7社」、『日経ビジネス』、1999年1月18日、23～33ページ、「サワコー・コーポレーション-創業時につくった五年先の想定バランスシートの中身」、『週刊ダイヤモンド』、1999年10月30日、52～53ページ、参照。
 - 16) この間の事情については、姫野清邦「米国ナスダック公開第1号・サワコー・コーポレーションが店頭登録廃止になった"本当の理由"」、『財界展望』、2001年1月、34～37ページ、参照。また、同社社長の証言として、大平純一「失意の上場廃止、なお残る『なぜだ』の思い」、『日経ビジネス』、2001年2月26日、173～176ページ、がある。
 - 17) 米国では、プロパッケージド・チャプター・イレブン(略して「プリバック」)といわれる倒産手続きが行われている。これは、再建型倒産手続きであるチャプター・イレブンを申請するにあたって、あらかじめ債権者との間で再建案について合意しておいた上で倒産裁判所に申請するものである。これは、迅速かつ柔軟に手続きを進めやすいという利点があるとともに、裁判所の中での手続きであるため、反対債権者を拘束でき、フリーライド(再建案に反対し続けることで利益を得ること)を封じることができる。
 - 18) その後、旧サワコー社に関しては、利益の水増しや違法配当など粉飾決算疑惑が浮上し、2001年12月には大平社長ら4人が逮捕されるという事態となった。
 - 19) この点については、拙稿「投資ファンドによるディストレスト投資と倒産法制」、『証券アナリスト・ジャーナル』、第40巻第2号、2002年2月、を参照されたい。
 - 20) 『日本経済新聞』、2002年2月18日、による。
- (謝辞) 本稿作成に際し、関係者の方々に多大なご協力を頂戴しました。また、石井記念証券研究振興財団より研究助成を賜りました。厚く感謝申し上げます。
- (阪南大学教授当所客員研究員)