

企業再生型投資の現状と課題

松尾順介

若林常務理事 大変お待たせいたしました。

ただいまから、本日の講演会を開催させていただき
ます。

本日は、桃山学院大学の松尾順介教授に「企業再生
型投資の現状と課題」と題してお話を伺いすること
になつております。

松尾教授の御略歴を御紹介いたしますと、一九八八年
に京都大学大学院経済学研究科博士課程の単位取得
の後、山一証券、財團法人日本証券経済研究所大阪研
究所主任研究員などを経て、二〇〇五年四月から、現
在の桃山学院大学教授をなされております。

では、松尾先生、よろしくお願ひいたします。

はじめに

御紹介にあずかりました松尾です。今日は、このような席をいただきましてありがとうございます。

私は、以前この日本証券経済研究所に勤めておりました。そのころ、日本の社債市場が主な研究テーマでありまして、受託銀行がデフォルトした社債を買い取るとか、そういうことを調べてきました。

そのときに、九〇年代、日本の社債市場において頻繁に社債のデフォルトが発生しました。そのデフォルトのことで、アメリカを調べておりましたら、アメリカではデフォルトした社債を買い取る投資ファンドがあるとか、そういうタイプの投資があることを知りました。

ところが日本では、倒産であるとかデフォルトであるというのはタブーである。ポートフォリオからできるだけ早く切り離すべきだと考えられていましたが、アメリカでは逆にそういうものをポートフォリオに入れる話がありました。これは大変おもしろい、一八〇度見方が違うんだという

ことに大変興味を持ちまして、九九年にアメリカのそういう投資ファンドをインタビューしてまいりました。そのときにインタビューしたファンドマネジャーが今日本で活躍していたりしまして、こういう企業再生型ファンド投資と縁ができた次第でございます。

ということでお話ししたいと思います。

比較的世の中の展開が早く、私が九九年にアメリカでインタビューしたときには、日本ではこういう投資は一〇年ぐらい先じゃないかなと思つ

企業再生型投資の現状と課題

ていたんですけども、それからすぐに海外の投資ファンドが来まして、ハゲタカファンドなどと悪口をいわれながら、日本でもいろいろな活動をしています。

それに伴って、企業再生型投資の議論も大変テクニカルなどといいますか、非常にスペシフィックな議論が多くなりまして、法務、財務あるいは会計、税制等々、非常に細かい話がふえてきました。本日は、細かい話をする能力もないということもありまして、全体を鳥瞰するようなお話をさせていただければと思つております。

今日は、御用意したレジュメに即してやりたいと思います。本来ならパワーポイントでスピーディーにやるべきところなのかもしませんが、私はオールドファンションなこういうレジュメのタイプでやらせていただければと思います。

まず、最近の企業再生の特徴を一言でいえば、

入り口と出口が大変多様化したというふうにまとめられるんじゃないかと思っております。つまり、企業再生の入り口、受け皿といいかえてもよろしいかと思いますが、それが非常に多様化しまして、再生ファンドもいろんなタイプのものが出てきた。特に最近新聞紙上でよく報道されているのは、最後にも一覧表をつけましたが、地方再生ファンドといわれている地方の中堅・中小企業を対象にした再生ファンドがかなり多数設立されています。

これは、後で申し上げますように、地方銀行が中心となつて設立しております。さらに細かく見ていきますと、単一の地方銀行がファンド会社と提携する、一地方銀行・一ファンド型のものと、多数の地方銀行がいわば相乗りで設立しているタイプに分かれるだらうと思います。この相乗りしいるタイプを、私はオープン・プラットホーム

型と見ていくんですけれども、逆に一地方銀行が設立しているのはクローズドなプラットホームだと考えられます。このあたりのお話は、また後にしたいと思います。そういうファンドが多数設立されている。

ただし、これについては批判的な見方もあります。

して、余り実績が伴っていないのではないかという話もあります。そこで、最近、アンケート調査等もしましたので、そのお話を後で御紹介したいと思います。

それから、これは前回、再生機構の斎藤社長が来てお話をされたので、もう余り詳しくは触れないようにしようと思っていますが、産業再生機構も、見方としては一種のファンドと見られるだろうと思います。これも、一つの新しい受け皿を提供したといえるわけです。

それからさらに、大手証券会社が、最近プリン

シバル投資という手法で、かなり巨額な一〇〇億単位の自己資本を再生案件に投入するケースもふえてきております。これについても最近いろいろ報道がなされているところです。これらの動きが、入り口の多様化といえるんじやないかと思います。

それから、再生というのは必ず出口が必要でありまして、よくExitといわれているんですが、このExitもかなり多様化していっているだらうと思います。従来は、Exitとして考えられていたのは、いわゆるトレードセール、同業他社あるいは関連する他社に事業ごと、会社ごと売却するという形で出口戦略を構築していたのでありますが、ファンドからファンドへの、fund-to-fundという形での出口の戦略もあります。再生案件というものは、どうしても長い期間がかかりますので、一つファンドの投資運用期間ではおさまりきら

ない場合も考えられます。ですから、また別のファンドに回す、転売することも考えられるようになつてきました。

それから、IPO、すなわち上場によつて出口を見出す案件も出てきております。最近の大型案件では、当初から出口としてIPOをにらみながら再生することも考えられているようあります。ということで、出口もかなり多様化しているのが最近の大きな特徴と考えております。

これらの特徴について、以下順を追つて御紹介、説明させていただきたいと思っております。

この地域再生ファンドの大きな特徴は、通常の企業再生ファンドは、株式投資によつてリターンを得るタイプが多いのですけれども、しかしこの地方再生ファンドは、いわゆるデット型といいますか債権型といわれておりますように、債権を買取りまして、債権者の立場から再生に関与するのが主流です。したがつて、いわゆる大型ファンドと投資のスタイルがかなり違います。

まず、地方再生ファンドあるいは地域再生ファンドといわれているものですが、これについては、最近東京を中心とした大型案件が一巡したこと

ただし、一部のファンドでは株式への出資も行

一、地方再生ファンドの取り組み

まず、地方再生ファンドあるいは地域再生ファンドといわれているものですが、これについて

われております、必ずしも地方再生ファンド・イコール・デット型であるという図式は描けないところが注意点かなと思つております。これについても、また後で御紹介したいと思います。

まず、この債権型のスキームの概要ですけれども、ファンドを設立しまして、そのファンドに一定の資金を投入した後、地方銀行からある程度のディスカウントで債権を購入して、債権を切り離した当該企業を二、三年がかりで再生しまして、債務者区分が引き上げられたところで、新たに当該地方銀行等が貸付資金を提供して、その返済でもって回収するという形であります。ですから、それほど高いリターンが得られるという形には必ずしもなつていないうなります。

株式型ファンドでは、なかなかこういう地方案件が再生しにくい理由は、レジュメにも書きましたように、やはりどうしても中堅・中小企業が中

心ですので、出口戦略が構築しにくい。特に、先ほどのいましたようなIPOで出口戦略を構築することはなかなか難しいということがあります。またさらに、高いリターンが獲得しにくいところがございますので、コストもかけにくいところがあります。

つまり、株式で大幅なアップサイドリターンが得られるならば、ハンドズオンで役員を派遣するとか、いろんな形でかなり手の込んだ再生のツールが投入できるわけですけれども、しかし薄利なものですから、なかなか専門家を張りつけるような形でのコストをかけにくいところがあろうかと思います。

そういう意味では、資料の「地方再生ファンド一覧」を見ていただいてもわかりますように、いわゆるマスクミ等で知られた大型ファンドといいますか、あえて名前を出せばリップルウッドなど

企業再生型投資の現状と課題

が入ってきていないというのは、やはりそういうリターンの制約があつてのことではないかと考えられます。

逆に、債権型ファンドでありますと、出口戦略としてリファイナンスさえつけられれば、つまり地方銀行がもう一度取引を開始できるようなレベルにまで引き上げられれば、それで出口戦略が構築できるですから、そういう意味では出口戦略の構築は比較的容易であることがわかる。

しかし、リターンの制約というのは株式型であれ債権型であれ同じことでありますから、そういう意味では、これは相変わらず残るわけであります。そこで、公的機関が何らかの形で関与するという側面、あるいは地方銀行が関与するという側面がどうしても出てくるわけであります。したがって、単純にリスク・リターンの関係だけで投資対象となるという形にはなりにくくて、そこに

は何らかのリスク・リターン以外のインセンティブが注入される形になつてているといえるんじやないかなと思つております。

地域再生ファンドの分類をお話ししますと、いわゆるクローズドなプラットホーム、つまり地方銀行と民間ファンドが提携で設立していけるタイプのものがまず第一にあります。資料の表で見ていただきますと、こういう地方再生ファンドで比較的初期につくられた、特に地方銀行が音頭をとつてつくったファンドは、福岡銀行再生ファンドがパイオニア的な存在だということでよく紹介されていますが、これは福岡銀行とジェイ・UIL・パートナーズという国内のファンド会社が提携しまして設立・運営しているファンドであります。これは、ほとんど公的機関の関与はなく、すべての案件は債権型のスキームで、債権を買い取つて、再生した後リファイナンスするという形で運

営されていると聞いております。

逆に、オープンな地方銀行相乗り型のファンドとなつくると、これも幾つかあるんですが、同じ九州でいいますと、九州広域企業再生ファンド、これは佐賀銀行以下三金融機関となっておりますし、大分や宮崎にも、複数の銀行が相乗りしているタイプのファンドがあります。こういうファンドの場合、やはり公的機関の関与が見られます。

さらに、ちょっとおもしろいところですけれども、このタイプの場合、債権型のスキームで再生するパターンと株式に投資をする形で再生を手がけている案件とが、どうも混在しているようになります。

まず、公的機関の方ですけれども、どんな形で公的機関が関与しているかといいますと、二〇〇三年三月に金融庁が「リレーションシップ

- ・バンキングの機能強化に関するアクションプログラム」を発表しました。その中で、「各金融機関に対し、政府系金融機関、地方公共団体等との連携を図りつつ、地域の中小企業を対象とした企業再生ファンドの組成について検討するよう要請する」という文言がありました。これに伴って、公的機関主導型の再生ファンドが設立されていったという経緯がございます。

具体的には、公的機関の関与の仕方としては、まず地方自治体、都道府県ですが、それが直接的にファンド設立の支援をする。そして、ファンドに出資さえも行うパターンが見られます。東京の再生ファンド・リカバリなどは、東京都が設立の支援をしていて、出資もしていると聞いております。

次に、地方公共団体そのものではなくて、その外郭団体、特に各地に中小企業振興財團とか振興

企業再生型投資の現状と課題

機構とかいうのが外郭団体として設立されておりますから、そこがファンダンド運営の事務方になります。窓口業務を提供したり、事務的な業務を提供したりという形で関与しているケースもあります。

第三に、中小企業再生支援協議会、これは改正産業特別措置法のもとに各地に設立された協議会でございますが、ここが相談窓口を提供したり、あるいは支援機関の紹介をしたり、金融機関との調整を行ったりということをしております。さらには、再生計画の策定の支援もあわせて行っているようであります。その中で、支援の一つとして、地方再生ファンドに案件を紹介したり、そこと協力するという業務も見られるようになります。

第四に、中小企業基盤整備機構、旧中小企業総合事業団ですが、ここがファンダンドを設立している例もあります。栃木とか山陰とか南国土佐、愛媛

のようなどころは、整備機構が全面的にバックアップして設立したファンダンドだと聞いております。そして、この多くの案件については、ファンドに対して出資も行っているというところです。

最後に、やや趣を異にするのかもしれませんのが、政策投資銀行も事業再生ファンダンドに非常に早くから積極的に関与し、ファンダンドへの出資も行っていますし、さらにノンリコースローン等、債権の買い取りのための融資も行っていると聞いております。

この五つが主に公的機関の関与であるということになります。

公的機関が関与することになってしまいますと、やはりいろんな疑いを向けるむきも多々あります。とくに政策目的が重視されるのではないかという懸念が強くあるのではないかと思います。

例えば、投資ファンダンドであると、リスク・リ

ターンの関係から再生案件を発掘することが最大の投資の眼目となってきます。しかし公的機関が関与してくると、地方の企業の振興であるとか、地場産業の振興であるとか、あるいは雇用の確保であるとか、地域への影響が大き過ぎてつぶせないとか、そういった政策目的が混入してきて、ファンド投資をゆがめるのではないかという懸念があります。

さらに、これは産業再生機構に対してもいわれるところかもしませんが、民業圧迫で、低い調達コストで調達していく、民間のファンドとは競争条件が違うのではないかという指摘もあります。

次に、債権者間調整が円滑化するというメリットがあります。これは産業再生機構のところでも触れたいと思います。

日本の場合、複数の銀行が絡んでおりますと、どうしてもメインバンクに負担を押しつけるよう

機関の関与なしには得られないメリットが幾つかあるからです。

企業再生型投資の現状と課題

なインセンティブが強く働く。あるいは「ごね得」とでもいいますか、自分のところの債権だけは保全し他行の債権のみカットさせるような行為、つまり、自分のところはただ乗りするという意味でフリーライドと言われますが、そういったインセンティブが非常に強いわけです。それを、公的機関が関与すれば、ある程度排除できるのではないかということになります。

具体的にいいますと、公的機関が関与すると、免除益課税とか金融機関の無税償却において税制上の優遇措置が与えられるということがあります。そのためには、公的機関が関与した合理的な債権計画が策定されていることが大変重要な条件になってしまいます。そこで、そういう一部のごね得を排除する強い動機が生まれると考えられるわけです。

第三に無税償却については、レジュメに書きま

したように、二〇〇三年七月三一日付で国税庁が示した、「中小企業再生支援協議会で策定した再建計画に基づき債権放棄が行われた場合の税務上の取扱いについて」という通知が出されております。そこで、国税から合理的な債権計画に基づく債権放棄等の損失であれば、税務上損金算入される旨の回答が示されています。

これは中小企業庁からの紹介に答える形で回答がなされたわけですけれども、そこで中小企業庁の照会は、かなり詳細に具体的なケースを示しています。そのケースの中では、債権計画の内容が合理的である。そして、損失負担額、逆にいえば支援額ですが、それも合理的である。それから、債権管理、支援者の範囲、負担割合も明確に合理的に定められていることが主張されております。そういう背景がありますので、この債権者間調整をスムーズに行うインセンティブが働きやすい

のではないかと考えるわけであります。

このように、公的機関の関与は、実際的なメリットにつながっていると考えられるわけです。

第四に、金融機関の債務者区分の引き上げです。去年発表された「金融検査マニュアル別冊」

では、経営再建計画に沿った経営再建が開始されている場合の貸出条件緩和債権の取り扱い、いわゆる卒業基準に関して、「中小企業再生支援協議

会が策定支援した事業再生計画についても、株式会社産業再生機構が買取を決定した債権に係る債務者についての事業再生計画と、原則として同様に取り扱う」ということで、貸出条件緩和債権に該当しない事例も示されております。そういうこ

とで、金融機関の側の債務者区分の引き上げもスマートに行われる可能性が高いということです。

しかし、前回のこの講演会での斎藤社長の御見解も同じかと思うのですが、やはり数値的な基準で再生機構の役割を評価するのは、私としては余り賛成しない。むしろ質的な評価を重視すべきではないかと考えています。

さらに、ここでは触れませんでしたが、場合によつては、これに伴つて信用保証協会等の保証も得やすくなるような傾向もあると聞いております。す。

機構の果たした役割は、私の見るところ三つで

一、産業再生機構の取り組み

企業再生型投資の現状と課題

まず、私的整理によるモデルを提示することに成功したのではないかと考えます。倒産といいますと、法律的に会社更生法等の法的な整理にかかった場合と、裁判所の外で私的に債権放棄等を実施して再生に取りかかった場合と、二つあるわけです。

案件によってまちまちな要素はあるかと思いまが、例えばデパートが倒産し、法的な倒産手続に入ってしまった場合、倒産したデパートであると、社会的な評価が非常に落ちまして、例えばお中元に、そういうデパートの物は持つていけない、縁起でもない、そういう包み紙のお中元は受け取れないというようなことが起こってしまうわけです。したがって、法的整理に入ってしまうと、途端に信用を失墜して売り上げが急落するということもあります。ゼネコンなども、法的倒産手続に入ってしまうと受注が激減してしまって、

整理手続に入ったこと 자체が企業価値を毀損させることが多く見られるわけです。

それに対して、私的整理というのは水面下で行われますから、はつきり倒産だというニュースは世間的には出回らないわけです。したがって、そういう企業価値の毀損という要素はかなり回避できることになる。さらに、迅速に処理できる部分もあります。裁判所を使うと、やはり時間がかかります。さらに、柔軟な処理の仕方もできるということで、私的整理のメリットというのが最近非常にクローズアップされています。その私的整理のモデルを提示したといえるのではないかと思います。

次に、これは先ほども触れましたように、メイン寄せの排除という点が重要ではないかと思います。

債権者が多数になってくると、どうしても負担

の押しつけ合いが起これまして、金融機関等はメ

インに負担を押しつけたいというインセンティブを当然強く持っていますし、従来そういう慣行が存在していました。そこで、プロラタ（比例）といいます、債権額に比例した処理をすることを徹底させたことも、再生機構の重要な役割ではないかと考えます。

そういうことができた背景には、再生機構といふのは株式会社で、民間企業の形をとりつつも、実は公的要素の非常に強い機関であり、また私的整理とはいながらも、再生機構が入ることで、法的な整理に近いような権限、機能を備えたことも多々あるわけです。さらに、再生機構の後ろには金融庁等のような規制当局がついていることもあります。そのかもしません。そういう状況で、お行儀の悪いことはできないということがあつたのかも知れませんが、プロラタが徹底したことは非常に

重要な点だったのではないかと思います。

さらに、私的整理というのは、やはり債務者と債権者の交渉でリストラが行われていくわけです。そのときに、債権者と債務者とは利害が対立する要素も多々あるわけですが、ある意味で利害共同体みたいな要素もあります。つまり、債権者からすれば、法的な手続に入つて徹底した処理をすると、債権カットが非常に厳しくなって、損失負担がふえる。債務者企業からすれば、法的整理に入つてしまつと途端に自分の地位を失うということで、どちらも徹底した形でのリストラはしないという運命共同体的な要素があります。

そういう意味で、私的整理というのはどうしても軽微なリストラに、あるいは問題の先送りになりがちなところがあるわけですけれども、再生機構が徹底的なリストラを示したという点も重要な要素だつたんじゃないかと考えます。

私は、産業再生機構の事例として、九州産業交通という会社にインタビューしに行ってきました。ここでは、産業再生機構が関与したことの特徴というのは三点ぐらいに要約できるだろうと思います。

具体的にいうと、第一にこの案件は非常に複雑な案件だったんですけども、約三ヶ月で債権放棄の取りまとめが行われた。複雑なというのは、各金融機関が幾つか絡んでいたのみならず、公的機関の債権も絡んでおりまして、負担の押しつけ合いか非常に広範囲にあったということで、債権放棄の取りまとめが非常にしにくい案件だったと思われます。それを約二ヶ月で取りまとめたといふところであります。そして、合理的な債権計画が提示できたというところではないかと思います。

進めていった。出資によって主導権を掌握するとなってくると、これは有名な民間の企業再生ファンダがやっていることと全く同じ手法なわけです。そういう意味では民業圧迫的な懸念を持たれる手法でありますけれども、この案件については、民間のファンダとの競合関係はなかった。逆にいうと、民間ファンダが手を出さないような難しい案件を手がけたというところではないかと思います。

さらに、ハンズオン（役員派遣等）によって支援して、徹底的なリストラを行い、旧オーナーを排除していく点が、この事例の特色だったのではないかと思います。

そういう意味では、産業再生機構の果たした役割は、数の問題ではなくて、そういうモデルを示した点が重視されるべきではないかと思うわけです。

第二に、出資によって主導権を掌握して再生を

逆に、これから再生機構が店じまいをした後の問題になつてくると、こういった私的整理における債権者間調整がどうやって行っていくのか、そ

ういう機能あるいは機関をどこが果たすのかということにならうかと思います。さらに、その中で、徹底したリストラを行うインセンティブをどう見出していくかということではないだらうかと考えるところであります。

このプリンシパル投資が、最近クローズアップされてきております。主に野村、大和、日興でありますけれども、野村についていと、野村はプリンシパルファイナンスという会社をグループの中に設立しております。富士車輛は民事再生案件

三、プリンシパル投資の展開

三番目に、証券会社のプリンシパル投資の展開があります。

プリンシパル投資というのは、特に大手証券会社による自己資本における投資であります。再生ファンドというと、外部の機関投資家等から資金を集めてきて、ファンドを組成して投資を行ふ外

部資金型のファンドと、各証券会社が自己資本として持つているものを投資する場合と二つあるわけです。

このプリンシパル投資が、最近クローズアップされてきております。主に野村、大和、日興でありますけれども、野村についていと、野村はプリンシパルファイナンスという会社をグループの中に設立しております。富士車輛は民事再生案件です。よく紹介される長崎のハウステンボスは会社更生法案件。そごう、西武のホールディングですが、ミニニアムリティリングの案件に、それぞれ数百億円規模の融資を行つてている。大和証券はそれほど大きな金額ではないんですが、明星電気と三井鉱山は支援機構案件ですが、それに投資を行つていることが報道されております。

プリンシパルと外部資金を集めたファンドはどこが違うのかということになるだらうと思いま

企業再生型投資の現状と課題

す。

違いは六点ぐらいあるだろうと思うんですが、まず投資対象や投資基準が違うということがいえます。ファンド投資になってくると、ファンドはある程度資金を集める段階で、どうしても投資基準とか投資対象が定められていて、さらに分散投資の規定が定められている場合もあります。したがって、一〇〇億のファンドで一つの案件に一〇〇億投資をしてしまうことは、大抵のファンドではできないということになります。ファンドにはそういう制約がありますが、プリンシパルの場合には、自己資金ですから、そういう制約はないということになります。

第二は、ファンドの場合、投資委員会等が内部的に設立されていて、その委員会の決定を待つて投資決定をするという形になつて、やや時間がかかる部分があります。それに対して、プリンシ

バルは社内での決断ですから、より迅速に投資判断、決定が行われることになります。

第三に、再生型ファンドは、ヘッジファンドなんかもそうかもしれません、イベント型ファンドといわれているように、何か案件があつて初めて投資が発生する。投資信託のように初めから投資対象が多数あつて、お金を集めれば即右から左に投資できるようなものとは全く違いまして、イベントがなければ投資がスタートできないわけです。

やはり数日の時間を要する形になります。

こういうことは余りないようですが、場合によつてはキャピタルコールをかけても資金が入金されない可能性もあります。そういう意味では、時間がかかるて、かつ若干の不確実性があることがファンドの特色であります。それに対して、プリンシバルの場合はそういうた不確実性はないわけです。

最後に、投資案件によってはかなり長い期間がかかるものもあります。しかし、外部資金のファンドとなりますと、やはり満期があつて、五年満期プラス一年という形で運用されるケースが多くあります。したがつて、どうしても案件の期間は三年ぐらいで片づくようなものでないといけないという制約が発生してきます。そういう意味では、満期の制約、期間の制約がファンドにはありますが、これもプリンシバルの場合もあり得なことです。

になつてきます。

そういう意味で、プリンシバルの方が迅速かつきで機動的な投資決定が行われるという点が特徴であると考えられるわけです。ただし、これについてもかなりいろんな問題点もあるところじゃないかなと思いますので、そのお話はまた後でしたいと思います。

四、IPOによる出口戦略の展開

出口の方のお話なんですが、最近の特色は、やはりIPOで出口戦略が構築されてきたことじやないかと考えられるわけです。従来は、今まで既に出口を見出した再生案件、投資ファンドが関与して再生した案件はあるんですけども、ほとんどというか、私の知る限りではすべてストラテジックなバイヤーに転売する。基本的には同業他

企業再生型投資の現状と課題

社のようなどころに売却する形で出口を見出して
おります。

そういう意味では、上場によって出口を見出した
た案件がなかなかなかつたんですけれども、この
後、紹介しますように、去年の一月に、ジャス
ダック銘柄のかわでんという会社が上場によつて
出口を見出したということで、大変注目されたわ
けであります。

従来、ファンドが支配多数を有した案件の I P
Oということになつてくると、いろいろ制約等が
指摘されていたところであります。再生案件の I
P Oというのは、このかわでんがパイオニア的な
存在なんですけれども、再生案件でない M B O の
案件とかでは幾つか投資ファンドが支配多数を
握つて、一定期間投資しながら、その後上場した
銘柄は幾つかあります。

ここに紹介しましたのは、日本高純度化学とい

う化学系の会社ですが、一〇〇一年一二月にジャ
スダックに上場した案件と、トーカロという神戸
の会社が二〇〇三年一二月に東証一部に上場した
案件であります。

かつていわれていましたことは、ファンドが支
配多数を握つている場合、なかなか上場にこぎつ
けにくい。その一つの理由は、引受証券会社が尻
込みするといわれておりました。というのは、
ファンドが支配多数をとつておりますと、その後
上場した後にファンドの持ち株を五月雨式に売却
されると、株価がどうしても上値の重い展開に
なつてきて、投資家から文句が出たりして、営業
的に難しい。そのため、嫌われていたようであ
ります。しかし、ここ一二、三年、そういう動きは少
なくなつてきて、証券会社もこのようないな案件を手
がけるようになつてきているようであります。

まず、日本高純度化学の場合は、当初旧富士銀

行の子会社のベンチャーキャピタルが投資をしていましたですが、その後みずほキャピタルパートナーズが手がけていた案件であります。この会社は、貴金属のメッキのメーカーだったんですけども、もともとオーナーが一〇〇%を持つ典型的なオーナー会社でした。オーナーが引退した後、富士銀行グループの支援を得てMBOをやって、新たな経営陣が上場によって持ち株を売り出した、こういう形であります。

この案件の詳細は省きますので、詳しいことは拙稿「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』本年四月号を見ていただければと思います。

まず、この案件で注目される点は、ファンダが支配多数を持って上場した最初の案件ですけれども、担当者たちの努力と工夫によって、上場後の株価戦略をにらみながら上場準備をしていたよう

です。上場後も株価にいい影響を与えるような投資戦略を断続的に出していくことを当初からスケジュールに組み込み、投資家にいいニュースを発信するような努力をあらかじめしていったようです。それから、ファンダの方が後で五月雨式に持ち株を売却していくと上値の重い展開になりますので、ファンダに対してはロックアップをかけて、一定期間株式を放出しないということを確約していましたようです。

結果的に、株価の推移としては、公募価格が三万円で初値は三五万円、その後一対二の株式分割をした後も、きのうの株価ですが、六七万八〇〇〇円で、非常にいい株価展開をしているわけです。

次のトーカロですけれども、これは神戸の溶射加工大手のメーカーなんですけれども、もともと鉄鋼商社の日鐵商事の傘下に入っていたところで

企業再生型投資の現状と課題

す。その後、日鐵が持ち株を放出する際、放出に当たって外資からの買収の提案もあつたようなんですかけれども、この会社の経営陣が、東海銀行の仲介によってジャフコの支援を得てMBOをした案件であります。

ここも、日本高純度化学とかなり似ております

て、上場後の株価展開を重視していました。やはりロックアップをかけて、後で好材料が出てくるような投資スケジュールを組んで、上場後の株価の配慮をしていましたということです。株価の推移は、公募価格が二〇〇〇円で、初値が二三〇〇円。その後、一対二の株式分割をして、現在は二四九五円ということで、ここもかなり順調な株価を展開しているというところであります。

第三番目に紹介するかわでんが初めての再生案件であります。

かわでんは、旧東証一部の川崎電気であります

す。東北の配電盤メーカーなんですかけれども、経営破綻いたしました。経営破綻したのが二〇〇〇年九月で、同時に民事再生法を申請いたしました。その後、この間ライブドア事件で有名になりましたソフトバンクインベストメントが支援しました。

ソフトバンクインベストメントの運営する多数のファンドの中のSBI—LBOファンド一号というものがこここの支援をしました。もともとLBOファンドだったんですけれども、再生案件を手がけてみるという実験的な試みの中でかわでんを手がけたということになります。

もちろん、ここももともとはオーナー会社でありますから、一〇〇%減資をして、一八億円の第三者割当をソフトバンク側が引き受ける形で支援をしたということになります。

細かい再生の経緯は省略いたしますが、三年ほ

どかけて再生しまして、一九〇〇四年一一月二五日にジャスダックに上場しました。上場後の株価展開に対してもぐらいことが配慮していたか、必ずしも明らかではありますんが、やはりロックアップをかけておりました。しかし、好材料の展開というのが、実は余り見られなかつたところであります。

具体的にいいますと、その後の株価の推移は、

公募価格は一九万円で、初値は一九万八〇〇〇円まで上がりました。株価が高いときは二三万円ぐらいまで上がりましたが、現在は一八万七〇〇〇円で、やや公募価格割れをしているところであります。いつとき、週刊誌なんかで外資がねらっている会社であるなどと紹介されたときには二十数万円ぐらいまで行つたんですけれども、全般的に上値の重い展開といえるかなと思います。

これらのことから、現在いえることは、ファンド案件のIPOが、たとえファンドが支配多数でも障害なくできる環境には来ているだろとうといえます。ただし、上場後の株価なんですけれども、二件については上昇傾向が見られるんですが、再生案件のかわでんについては、それ以外の二社に比較して上値の重い動きだつたといわざるを得ないところがあろうかと思ひます。

ただし、その要因が、投資家の再生案件に対する警戒感がまだ根強いことがあるのか、あるいは配電盤メーカーであるという点、配電盤メーカーというのは、どちらかというと建築系に分類されるところであります。そういう地味な企業特性によるものなのか、そのあたりはにわかに判断にくいと思います。ただ、今後こういう案件が相次いで出てくるだろうということは想像できます。

まとめ

以上、大ざっぱに再生型投資の最近動向を紹介したんですが、企業再生の分野の変化をまとめていきますと、次のように整理できるかなと思います。

第一に、倒産に対する拒否感が、この数年でかなり低下してきた。法的整理、私的整理を含めて、倒産に対する感情的な反発感がむしろ少なくなってきたのではないかと思います。

従来は、こういう倒産に対する感情的な拒否感が障害になつて、なかなか手続に入れない。したがつて、問題が先送りされて再生がおくれるという面がありました。特に民事再生法がD·I·Pの制度、つまり経営者を継続させる制度が導入されたことも寄与しているんじやないかと思います。

第三は、銀行の従来型のビハイビア、つまりメ

倒産に対する拒否感はかなり低下しているのではないか。

第一は、こういう企業再生が日本でどれだけ定着するかは、専門家の数にかかっているのではないかと考えられています。それは日本ではかなり障害ではないかと従来は考えられていました

が、しかし予想以上のスピードで、そういった専門家の方が集まり、かつネットワークが拡大しているといえると思います。これも、産業再生機構がそういうネットワークづくりにある程度寄与している側面があろうかなと思います。

ただ、地方では人材が不足していて弁護士の数も足らないとか、ターンアラウンドに関する専門家が少ないと、あるいは中央から呼ぶにしても、なかなかそれなりの報酬を提供しがたいというところがあるのは事実でございます。

イン寄せをするとか問題を先送りするとか、そういった傾向がかなり払拭されてきたのではない。それは、都銀を中心とした金融機関の体力が向上してきたという背景があろうかと思います。

第四に、先ほどのいろんな公的機関の支援等々といいましたが、そういった行政支援、税制支援、産業再生機構を含めた支援がかなり整ったことも大きな変化ではないかと考えられます。

以下、残された課題について説明したいと思います。

あるところであります。さらには、案件の選択とか再生計画の策定などがどれぐらい適切に行われているか、公的機関や地方銀行のしがらみといいますか、政治的な判断が優先されているかという点も問題であろうかと思います。

第二に、公的資金が入っているケースも多々あります。そういう意味では、補助金のばらまきになつてモラルハザードになつてはいるのではないかという点も指摘されるところであります。

第三に、ファンドのスキームです。ファンドのスキームが、実際、再生にいい影響を与えるような形になつているのかどうか。単なる負債のリストラだけで、バランスシートの右側だけで終わつていて、左側の本当の資産の方のリストラ、改善なんですかとも、それがどの程度実績を上げ、どの程度地方経済の再生に寄与しているかということになつてきますと、かなり否定的な御指摘も

まず、今回四つのトピックスを御説明したわけですけれども、まず地方再生ファンドであります。

地方再生ファンド、数は四十数個出ているわけなんですけれども、それがどの程度実績を上げ、どの程度地方経済の再生に寄与しているかということになつてきますと、かなり否定的な御指摘も

企業再生型投資の現状と課題

かということを考える必要があるわけです。

このたび、私は、大阪産業振興機構と協力しま

ていないことになります。ですから、案件数はかなり少ない。

して、この四月に、四三の地方再生ファンドにアンケート調査をいたしました。設立運営者、設立時期、設置期間等々、投資実績にかかるところまで質問項目を入れました。一八のファンドからしか回答を得られず、かつ質問の項目については守秘義務上非公開という制約のかかったところもありますので、結果的な回答率はかなり低くて、なかなか断定的なことはいえないところですが、以下のような推論ができます。

ただ、先ほどクローズド・プラットホームといいましたが、一地方銀行の抱え込んでいるファンドは、なかなかこういった点を公表していません。かつ、そういうところは、個別の地方銀行の抱えている案件がそのファンドに移行していますので、数的にはかなり多い可能性もあります。したがって、これを単純に四五で掛けるというのはかなり乱暴なやり方であります。実数はもっと多くなるのではなかろうかと推測はしております。

まず、投資対象企業数については、一二のファンドから回答があり、合計の投資対象企業数は三九であります。したがって、一ファンド当たり平均三・三の案件しか手がけていないということになります。これを単純に現在稼働しているファンド四五に当てはめると、一四六の案件しか手がけ

ます。それから、投資金額なんですけれども、これはわずか六ファンドからしか回答が寄せられませんでした。先ほどいいましたように、資料の表の投資総額はあくまでも枠でありますから、その枠がそのまま投資されているわけでは決してございません。したがって、実質の投資額は六ファンドか

ら回答があつて、その合計は四〇億程度であります。したがつて、六・五億程度しか注入されないことになります。これも非常に乱暴なあれですが、四五ファンドに当てはめれば三〇五億円になります。

したがつて、地方再生ファンドが四五あります、多分、全部合計すれば投資額は二〇〇〇億とか三〇〇〇億ぐらいになろうかと思いますが、実際にはそのうちのごくわずかしか投資されていないのではないかと考えられます。これも、実際どの程度まで公表しているかが疑問ですし、回答数が少ないので、こういう形で掛け算するのは非常に乱暴なやり方でありますので、あくまでも参考までにということでしか申し上げられません。

あと、投資内容について、一〇個のファンドから回答がありまして、一五社の債権買い取りを手がけている。それから、エクイティ投資をやって

いる案件が一四社。したがつて、回答のあったファンドについてだけの話でありますけれども、エクイティ投資もかなり行われているといえます。

ちょっとおもしろいことは、公表するなといわれておりますので、回答があつたファンドは具体的には名前をいえないのですが、一般的な言い方をしますと、一地方銀行が設立しているクローズド・プラットホームなタイプは、債権買取型にほぼ特化している。それから、オープンで多数の地方銀行が相乗りで設立されているファンドには、かなりエクイティ投資が見られるといえます。

したがつて、こういう相乗り型のファンドは、公的機関も後ろからいろいろな形で支援しているとともに、案件の中にもかなり公共的な案件もあって、そういうところは株式に出資しているのかもしないという推測が成り立ちます。このあたり

は、今後さらに調査が必要と考えます。

残された課題の第二の産業再生機構についてい
うと、これも先ほどの繰り返しになるんですが、
機構なき後どのような形で債権者間調整をするの
か、そして抜本的な再生をするのかということに
なります。特に、私的整理の柔軟性、迅速性ある
いは裁判所を使わないという意味で低コスト性も
含めることができます。特によく使われる特
色を生かしながら、どういう形で債権者調整を行
うのか。

アメリカなんかは、むしろ私的整理といいます
か債権者調整というのは、ある意味でバトルとい
いますか、非常なハードネゴシエーションで、各
債権者が徹底的にネゴをして、徹夜で三日間、四
日間かけて落としどころを見していくシーンが
よく見られます。そういう意味で、アメリカの債
権計画づくりはよくディールと表現されているわ
けです。これは、私達が翻訳した、ヒラリー・
ローゼンバーグの『ハゲタカ投資家』という本
に、そういうドキュメントが出てきます。そういう
うハードネゴシエーションやしていく形も含め
て、どういう形の調整をしていくべきか。

また、プロラタ方式の債権放棄をルール化する
べきではないかという意見も出てきています。

最近、経済産業省の研究会では、金融債権者の
多数決で金融債権者の少数派を拘束できる。つまり、ごね得、フリーライドをしようとするような
一部の債権者を私的整理でも拘束できるような
ルールをつくってはどうかという話が出ていて、
非常におもしろい動きではないかと思います。こ
のあたりになつてくると、法学者の意見がかなり
分かれるところではないかと思いますが、そういう
動きも出でています。

さらに、私的整理という水面下の裁判所を通さ

ない枠組みで、債権者、債務者という、問題先送りのインセンティブを持つているプレーヤーをどういうふうに規律づけていくかというところも問題かと思います。

第三に、大手証券会社のプリンシパル投資については、よくいわれるところですけれども、一方ではグループの中でファンドも運用している、他方ではプリンシパルもやっているということで、利益相反問題をどう解消していくのかということも指摘されています。ただし、この点についても、それを回避するようなスキームをつくつていると思われます。

他方では、これは単に経営的な問題かもしませんが、証券会社が過度なリスクティングをしているのではないか。つまり、巨大な案件に資金を突っ込み過ぎているのではないか。それがROEを低めているという形で経営を圧迫しているの

ではないかという指摘もあります。これはかなり経営的な問題でありますので、ここでとやかくいうことはできませんが、そういう指摘もあります。

最後に、出口戦略についてです。

現在、再生案件で fund-to-fund というのは、まだ具体的には見られません。しかし、再生機構の手がけている案件の中には、やはり再生機構が終了してしまった後に、どこか別のファンドに転売するという出口戦略を見出すことも可能性としては考えられます。そういう意味では、fund-to-fund も将来的には出てきて、多様化していくことは考えられます。

しかし、他方で、そういうふうに出口戦略が多様化してくると、一種の価格分裂が生じる懸念があるのではないかと考えられます。つまり、出口によっては、一方ではストラテジックバイヤーが

買う出口がある。ストラテジックバイヤーは、評価として、当然業務上のシナジー効果等を勘案しながら当該案件を買うかどうか判断する。ライブドアがニッポン放送を買いたいというような動機であります。

それに対して、IPOで、証券市場で売り出す場合は、株式投資対象として、株式投資としているものか悪いものかという形になります。ですから、シナジー性とかそういうものは、これらの投資家は一切評価しない。さらに、投資ファンダムが出てくると、投資ファンダムというのはリスクとリターン、あるいは目標利回りというものがありまますから、そういう日で案件を見る形になる。これら三通りの評価は、必ずしも一致しないのではないかと考えられます。

このあたりは、これからいろんな実績を積み重ねていく上でしか解決していかない問題かと思うわけですが、将来的にはそういう懸念も発生するかと考えております。

以上が今回の御報告の内容であります。少々駆け足になってしましました。詳しいところは、後に参考文献をつけましたので、これらを御参照いただければと思います。

そうなつてくると、あるファンダムは非常に高く評価する、ある出口では低くしか評価されないと

いう形での価格分裂が発生してくる。そのときに、ファンダムのマネジャーは、できるだけ高く売ることが主たる関心になつてくるわけですから、できるだけ高く売りたい。その際、短期間で高く売れる形にできるだけ持つていただきたいとなつてみると、本来の企業再生が遂行されないんじゃないかな。企業の価値向上とというよりも、むしろ高く売る方に関心が働きがちなんじゃないか。そういう懸念もあります。

このあたりは、これからいろんな実績を積み重ねていく上でしか解決していかない問題かと思うわけですが、将来的にはそういう懸念も発生するかと考えております。

どうもありがとうございました。

何か質問がございましたら、残りの時間で、私が御回答できる範囲であれば、させていただきました。

若林常務理事 松尾先生、大変興味深いテーマについてお話しいただき、ありがとうございました。

今お話しありましたように、質疑の時間もいただいておりますので、どなたか御質問や御意見等がございましたら、挙手いただければと思います。いかがございましょうか。どなたかいらっしゃいませんでしようか。

質問者 アンケートから導き出された実際のデータなどに基づく貴重なお話を聞かせていただき、ありがとうございます。

大変基本的な質問で恐縮なのですが、一番最後におっしゃった、ファンド融資はできるだけ高く

売ることに関心が向きがちであるということですが、企業価値向上以外に、あるいはそれを軽視しながら高く売るために、ファンド融資が実際にとる行動はどんなものなのか。そういうことをしがちなファンド融資のタイプといいますか、その辺をもし教えていただけたらと思います。

松尾 なかなか難しい答えににくい御質問なんですがれども、何といいますか、できるだけお化粧をきれいにすること、たとえばバランスシートの右側、資産、負債の比率等の方ばかりをきれいに見せかけることで高く売れるような方法はないか、あるいはシナジー性をうまくセールストークすることで高く売れる方法はないか、そういう方向に傾いてしまって、本来の中身の部分というのは、やはり手間暇がかかって、だれがやってもどう

やつても手抜きできず、手作り的な形でしか再生は進まないわけですけれども、そういう部分を手

企業再生型投資の現状と課題

抜きして、お化粧の部分で高く売れる方法を見出すような形にならないかなということを懸念しているということあります。

もちろん、これはまだそういう事例があるとうわけではなくて、あくまで将来的な話なので、単なる杞憂にすぎないかも知れませんが。

若林常務理事 よろしくうござりますか。

ほかにどなたかいらっしゃいませんでしょ
うか。それでは、少し私の方から質問をさせていた
だきたいと思います。

先生が冒頭の御説明で、入り口の多様化と出口
の多様化という指摘をされました。その一番大き
な要因になったのは、基本的に日本経済が、その
プロセスでいろいろ企業再生に苦労しながらも経
済が回復してきたということ、そういう経済全体
の動きが要因であるのか、それともITや情報技
術が非常に高度に発達して情報を迅速に伝播する

ことができるようになったことが要因なのか、そ
の辺、いろいろ多様な面があつて一言では難しい
だろうと思いますが、その辺の、特に我が国で、
先生が一〇年位かかるだろうと当初御想像された
よりも、もっと早く出てきたということは、日本
経済との関係でどのように考えたらよいのかをお
教えいただけたらと思います。

松尾 なかなか難しいところです。

私は法律の専門家ではないのですけれども、制
度的には、いろんな枠組みの整備というのはかな
り大きな影響があつたのではないかと思います。
特に、アメリカの再生を調べていて思いましたこ
とは、アメリカでも、企業再生ファンドというの
はそれほど長い歴史を持つてはいるわけではなく
て、比較的、ここ二〇年、二十五年の動きであるよ
うであります。なぜアメリカのそういう再生ファ
ンドが出てきたのかと考えますと、やはり一九七

八年に現行の倒産法が施行されたことが大変大きいインパクトになっているのではないかと思います。

一九七八年の倒産法というのは、一言でいうと、今回の民事再生法が比較的それをモデルにしている要素が多くあるんですが、DIP制度、つまり、経営者が継続できる制度がここで導入された。つまり、それまでは日本の旧来の制度と同じように、倒産したら経営者は出ていかざるを得ないところが、経営者が継続できる。そうなってくると、比較的早い段階で企業再生手続に入ってくるということがあるわけです。

さうにいうと、この七八年倒産法の大きな特色は、当事者間でできるだけ手続をやっていきましょうという制度です。つまり、それまでは裁判所の枠組みの中で、裁判所のルールの中で手続をやっていたわけです。裁判所の公平性を重視する

ルールの中で手続をやっていたのを、できるだけ当事者間の交渉を重視しようという形になった。それに伴って私的な整理の枠組みも発展していくわけです。したがって、七八年倒産法の前と後というのは、それまでは裁判所の固定的な枠組みの中でやっていたものが、当事者間の主体性が重視される手続に変化していった。

そうなってくると、債権手続というのは交渉ゲームになっていくわけです。交渉ゲームになると、何が大事かというと、大きな債権を持っていることが大変大事になってくる。大きな債権を持っていれば大きな交渉力が得られるという形になるわけです。したがって、大きな債権を持つためには、当然ファンドという大きな器が必要であるという形になっていく。それが再生ファンドが出てきた大きな背景になっているわけです。

企業再生型投資の現状と課題

したがつて、こういう再生絡みの話というの
は、経済全体の動きもさることながら、そういう
た制度的な枠組みがどう整備されていくかという
ことが、実は非常に大きな要因になつてているので
はないかと思うわけです。

もちろん、その背景に、そういうファンドに出
資するような投資主体が出てくるとか、機関化現
象があるとか、そういったことも当然背景にはあ
るわけですけれども、そういう意味では、この間
のいろんな制度改正というのは大きな意味があつ
たのではないかと思っております。

若林常務理事 どうもありがとうございました。
ほかに御質問ございませんでしょうか。

それでは、本日の講演会はこれで終わらせてい
ただきたいと思います。

最後に、改めて松尾先生にお礼を申し上げて、
この会を終わらせていただきたいと思います。

松尾 どうもありがとうございました。(拍手)

(まつお じゅんすけ・桃山学院大学教授
当研究所客員研究員)

(この講演は、平成一七年八月五日に開催されました。)

(2005年7月末現在)

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
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ト
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
東邦銀行	リサ・パートナーズ
足利銀行等11金融機関	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	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
千葉銀行等3金融機関	ジェイ・ウィル・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
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
静岡銀行等14金融機関	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	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
五百銀行等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
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
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	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	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	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	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
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	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

ルネッサンスファンドIIは、複数の地域の金融機関と提携している。

それぞれ独立して運営している。

企業再生型投資の現状と課題

地方再生ファンド一覧

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
岩手	2004年6月	北東北事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
福島	2004年10月	福島リバイタルファンド	不明
栃木	2004年7月	とちぎ地域企業再生ファンド	50億円
群馬	2005年2月	ぐんま企業再生ファンド	不明
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
千葉	2004年2月	ちば再生ファンド	(200億円)
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
長野	2004年2月	す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	にいがたリ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	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
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
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	まんでん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
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	宮崎企業再生ファンド	不明
沖縄	2004年10月	かいはう事業再生ファンド	不明
沖縄	2005年3月	沖縄がんじゅうファンド	不明

(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、

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

(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。

(参考文献等)

経済産業省「企業活力再生研究会」の議事録：

http://www.meti.go.jp/policy/economic_industrial/gather/eig0000007/index.html

松尾順介ほか編著『現代社債市場分析』、シグマベイスキャピタル、2003年9月（第7章「社債デフォルトと企業再建型投資」、第8章「投資ファンドによるディストレスト投資と倒産法制」、第9章「投資ファンドによる企業再建型投資のケーススタディ」を執筆）

「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』（大阪証券取引所）、1999年8月

「プライベート・エクイティ関連業務」（証券経営研究会編『証券会社の組織と戦略』、日本証券経済研究所、2001年2月）

「投資ファンドによるディストレス投資と倒産法制」、『証券アナリストジャーナル』（日本証券アナリスト協会）、2002年2月

「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37号、2002年5月

「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、2004年12月

「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43巻第4号、2005年4月

ヒラリー・ローゼンバーグ著『ハゲタカ投資家』、日本経済新聞社、2000年9月（伴百江氏、松尾由美氏と共に訳）

「地方再生における産業再生機構の役割」、『証研レポート』（日本証券経済研究所）、2005年4月

「地方再生ファンドの現状」、『証研レポート』（日本証券経済研究所）、2005年8月