大手証券会社の企業再生関連業務の現状と課題

プリンシパル・インベストメントを中心に

松

尾

順

介

はじめに

ような機会を頂戴いたしまして、ありがとうござ 御紹介にあずかりました松尾です。今日はこの

りました。逆に、景気のいい、地価の上昇である まったんじゃないかと世間でもいわれるようにな 大きく取り上げられ、再生というのはもう余り関 とか、いざなぎ超えであるとかいう話題がむしろ 御案内のように、もう再生はブームを過ぎてし

> て、閑散としたものじゃないかなと内心心配しな かなと危惧しております。今日も、実は、こんな にたくさんお集まりいただけるとは思っていなく 心をひかないテーマになってしまったんじゃない 28

レジュメに沿ってお話ししたいと思います。

がら大阪からやってきましたが、たくさんお集ま

りいただいて本当に感謝しております。

かに企業再生ブームの終えんといわれる要素は

うに、今回、大手証券会社のみならず、幾つかの 多々ありまして、先ほど御紹介いただきましたよ

証券会社にもインタビューさせていただいたんで

きに来たのという、やはりちょっと肩透かしみた すけれども、もう再生は終わったんだから何を聞 のは事実だろうと思います。 なくなってきていて、取り組みも消極化している いな反応も多少ありました。実際、今は案件も少 とはいえ、企業再生案件の法的手続に入ってい

ठु とか、そういった案件まで含めれば、取り組み自 体はかなり続けられているところだろうと思いま であるとか、バランスシート上の痛みを解消する て、むしろ、もう少し程度の軽い、経営の合理化 るような案件だけが必ずしも再生案件ではなく

> いるわけです。 必要としなくなったわけでは決してないと思って せん、地方の案件は、大手の投資ファンド、大手 かなかないのが事実であります。しかし、再生を 証券会社の取り扱いとなるような大きなものがな 今日のお話は、主に、野村グループ、大和グ

いかと思われるところであります。ただ、いかん

ビュー調査をベースにしており、野村プリンシパ ル・ファイナンス、大和証券SMBCプリンシパ ネスを考えていきたいと思っております。インタ 会社の取り組みを中心に見ながら、この再生ビジ ループ、日興コーディアル証券といった大手証券

29

例の問題が起こって、日興シティグループ証券に お話を聞かせていただき、日興コーディアル証券 にまで聞かせていただいたんですが、その直後に

対しては、調査が続けられませんでした。ですか

ル・インベストメンツには去年の秋からいろいろ

さらにいえば、景気がいい話があるのは東京で

ろうと思います。

だければと思っております。ら、主に野村と大和を見ながらお話をさせていた

一、証券会社の企業再生関連業務

の企業再生関連業務というのは三つ挙げられるだまず、そもそもの話から始めますと、証券会社

らうというビジネスのスタイルであります。んなアドバイスを提供し、それによって対価をも一つは、再生に絡むアドバイザリーです。いろ

再生を行うものです。めて投資を行うという、ファンドビジネスとしてもう一つは、再生ファンドを組成して資金を集

すが、三番目はプリンシパル投資であります。つ今回は専らここにフォーカスしたいと思うので

ところだろうと思います。ところだろうと思います。さられる事案が出てきましたので、周知されている型案件についてはマスコミ等でも大きく取り上げいるわけであります。さらに、プリンシパルの大いるかけでありまして、全体的にはこれが現在拡大しまり、証券会社の自己資金を投資するというビジまり、証券会社の自己資金を投資するというビジ

二、企業再生とは

るのではないかと思うわけです。うか。私なりに整理すれば、次の三つに整理でき、そもそも、企業再生とは何をすることなのだろ

が企業再生の一つである。つまり、債務者企業に右側、資本構成の部分、それを改革するというのいただければいいのですが、まず、貸借対照表の一つは、バランスシート、貸借対照表を考えて

です。

るというバランスシートの右側の改革です。増強する、それによって企業の財務面の改革をすとっては過剰な負債を削減する、あるいは資本を

シートの左側に目を向けた改革というのが二つ目営面での合理化を図るというような、バランストラするとか、持っている資産を有効活用して経っまり、資産の方です。例えば過剰な資産をリスをれから、今度は逆にバランスシートの左側、

るというのが三つ目です。 じ、「売り上げ拡大なくして再生なし」といわれば、「売り上げ拡大なくして再生なし」といわれば、「売り上げ拡大なくして再生なし」といわれ

に証券会社にとっては、このうち、財務面の改革けれども、この三つの側面があると考えます。特どれが大事だというわけでは決してないのです

点についてはまた後でお話しすることになるだろの強みであると考えられるわけであります。このから、ここの部分の改革を行うことが、証券会社はです。いろんなファイナンス手段を、特に投資が一番得意とされるところではないかなと思うわが一番得意とされるところではないかなと思うわ

三、再生アドバイザリー業務

うと思います。

きたいと思っています。 再生ビジネスの三つの側面をまず簡単に見てい

ります。和、日興、それぞれ三社で取り組みが行われてお和生アドバイザリー業務については、野村、大

に書きましたように、再生プロジェクト室が二〇まず、野村の場合は、資料の二ページ目の冒頭

この部署は企業情報部から独立して、ピーク時にドバイザリーを提供する部署になっております。○三年六月に設置され、ここが再生についてのア

としては、新潟鐵工所、ファーストクレジット、援というようなアドバイザリーを提供する。事例プランニングや金融スキームの策定、その実行支は一○○名程度の方がここで働いていた。再生の

青木建設などを手がけたということであります。 青木建設などを手がけたということであります。 になみに、企業情報部というのはM&Aを専ら手 にが少なくなったために、企業情報部にもう一度 になみに、企業情報部にもう一度

プリンシパル・ファイナンス部が新設されて、リリーの人員がいて、大和SMBCになったことで事業開発部に五○~六○名程度の再生アドバイザ

大和も、大和キャピタル・マーケッツ時代に、

であります。

ナンス部は廃止されて、アドバイザリー業務は企ンベストメントが独立し、プリンシパル・ファイが設立された。その後さらに、プリンシパル・イストラクチュアリング・アドバイザリー・チーム

ここもやはりM&A関連の部署と聞いておりま業提携部に移管されました。

すので、野村と大和はM&Aの部署から再生を手

がけた形になります。

しゃって、M&A全般を担当する中で再生アドバ企業情報本部の中に八○~九○名程度がいらっ日興コーディアルもまさに同じでありまして、

が主に手がけたのは大日本土木、ニコニコ堂などイザリーも提供するという形になっている。日興

く、大手証券会社ですから、投資銀行業務と提携るアドバイザリーの内容にそれほど大きな差はないずれにせよ、大手三社を見ると、提供してい

ビジネスと再生を同じ土俵で行うという取り組みます。そして、先ほどいいましたように、M&Aしながら業務を遂行していくという形になってい

を進めている形になっているわけです。

り参入の厳しい分野でありまして、手数料もかない参入の厳しい分野でありまして、アドバイザリーを提供するというでありまして、アドバイザリーを提供するというちなみに、この分野はかなり競争の激しい業務

四、再生ファンド組成業務

パンの方は、野村プリンシパル・ファイナンスにンというのもあります。ちなみに、ゴルフ・ジャグ・ファンドを運用しています。ジャパン・ライジンファンドを運用しています。ジャパン・ライジンの日生ファンドについて大手三社の取り組みを見再生ファンドについて大手三社の取り組みを見

前者の二つのファンドが再生ファンドといえるで再生案件はほんの少しであります。したがって、りを手がけているわけではないようです。むしろ特化したファンドであり、必ずしも再生案件ばかよって運用されています。その他に、雷鳥ファンよって運用されています。その他に、雷鳥ファン

しょう。そして、いずれも、小型案件を中心に

化したという流れになっているようです。

中で、案件が減少したことで取り組み姿勢も消極が高いとは決していえないようであります。そのり圧迫されているようです。したがって、収益性

ファンド投資をしているようであります。

国内での取り組みはこのようになっていますが、野村グループはかなり前から海外で再生ファンドを運用していました。このファケッドは、現地法人の子会社でしたが、かなり早くから再生ファンドビジネスに着目していたおにまたまから再生ファンドビジネスに着目していたわけです。

す。

ニア的な存在ということになるだろうと思いま

つ、北海道企業再生ファンド、あるいは東京チャ最近各地で設立された地域再生ファンドのひとその後も、デイスター・ファンド、あるいは、

どを運用して、ファンドの本数でいうと大和が一

レンジファンド、とちぎ地域企業再生ファンドな

番たくさん運用しているわけです。

株式会社を二〇〇〇年に設立した。これはイギリー田興コーディアルは、日興アントファクトリー

化しているわけではなくて、むしろ、プライベー社であります。しかしながら、これは、再生に特スのアントファクトリーとの合弁で設立された会

始し、ジャパン・キャピタル・パートナーズ・リ

大和証券は国内でかなり早くから取り組みを開

二次買い取りするというようなファンドでありまとか、あるいは他のファンドから手がけたものをト・エクイティだとかベンチャー・キャピタルだ

す。もう一つ別にAFJカタライザー一号投資事

国内で一番早く再生ファンドを立ち上げたパイオ

リカバリー・ファンド・パートナーシップというくり、さらに、ロスチャイルドと一緒にアジア・ミテッド・パートナーシップというファンドをつ

のをつくった。これが二〇〇〇年でありまして、

- 34 -

はないだろうと思われます。しているわけではなく、むしろほとんど再生案件

業組合を運用していますが、こちらも再生に特化

以上が大手三社の再生ファンド運用の現状であ

ります。

五、プリンシパル投資業務

う。

いきたいと思います。まず、野村プリンシパル・り組みをそれぞれしているのかということを見て

今日の本題のプリンシパルについてはどんな取

ファイナンス(NPF)の取り組みは、二〇〇〇

として設立されたNPFによって担われていま年七月に野村ホールディングスの一○○%子会社

す。もちろん、このプリンシパル・ファイナンス

にも注力していることは事実であります。し、再生案件をかなり手がけていますから、再生は再生に特化しているわけではありません。ただ

させていただきますと、業務内容は六つ挙げられ

以下、野村のホームページに依拠しながら紹介

ています。

る。すかいら—くのようなパターンでありましょ陣、従業員を主役としたM&Aスキームをつく一つは、大株主からの独立(MBO)で、経営

公開化するということで、資料の四ページの下の二番目は戦略的非公開化。買収防衛策として非

ですが、例えば、シーシーアイなどが該当するだ方にかなりの数の投資案件がずっと並んでいるの

ろうと思います。

場合とか、あるいは、ベンチャーから成長してい三番目は事業承継で、オーナーが持株を手放す

第47巻第5号 当するだろうと思います。 えばドーワワークスとかワイエムシィがこれに相 構成に変更するというようなことであります。 例 な場合、旧株主から株式を取得して安定的な株主 く過程で株主構成がいびつになってしまったよう 四番目は資本増強で、成熟企業のさらなる発展

ようなケースです。 例えば旧ミサワリゾートがこのパターンであろう と思います。第三者割り当てを引き受けるという のために増資を引き受けるというパターンです。

> まま引用しますと、「経営陣とNPFによる、 ンサーの事例はこの後で紹介します。 野村の基本方針は、ホームページの言葉をその 最後に、再生のスポンサーですが、再生のスポ 価

ような形になったようであります。

て、家電の量販の業態に転換して売却するという

す。ここでのポイントは、敵対的なM&Aはしな 築、といったステップを経て、大きく分けて以下 いということだろうと思います。 に挙げる三つの支援を実施」するとうたっていま

値観の共有、経営分析の実施、成長シナリオの構

業戦略の推進で、提携先の開拓とか営業支援。こ れは野村のリレーションシップも活用するという 支援策としては三つ挙げられていて、一つは事

備で、人材派遣を行うことや、経営インフラを整 ことがうたわれています。二番目は経営体制の整

備するというようなパターンです。三番目が財務

振でしたから再生案件でもあり、それを立て直し ウントストアで、そこを買収した。ここは業績不 うと思います。ダイクマは、神奈川県のディスカ マダ電機と組んでダイクマを買収したケースだろ

えば、資料の五ページ目の一番上で紹介した、ヤ ボレーションするというタイプのM&Aです。例

五番目は共同投資で、事業会社と野村とがコラ

戦略の推進で、ファイナンスの支援ということに

なります。

し上げたのですが、この財務戦略推進はバランスですから、先ほど再生とは何をすることかと申

を改善することだと思います。もちろんきれいにた、事業戦略の推進は、売り上げを増やし、P/Lかというと、バランスシートの左側の改善。まシートの右側の改革で、経営体制整備は、どちら

は切り分けられませんが。

うことであります。 今申し上げたことを図解すればこうなりますという料の四ページ目には、サポート体制として、

す。この案件はそんなに大きな金額ではなかった化したのでNPFが肩がわりしたというものです。これは事業承継案件で、オーナー社長が高齢すといい。

と思います。

まして、このときは五億円の第三者割り当てを引これは民事再生法を申請した部品メーカーであり、再生案件で最初に手がけたのが富士車輌です。

き受けました。

次がダイクマで業績不振企業に対する共同投資

生ではないかもしれません。ワンビシアーカイブ案件です。リゾートソリューションは必ずしも再

ズは法的手続には入っていませんけれども、再生

スポンサーになった案件で、手続的には私的整理

行なったものです。これは二〇〇五年に豊田自動行なった上で、東京海上キャピタルと共同出資をであり、債権者間の和議で金融機関が債権放棄を

織機に一部売却したようです。

このほか、タンガロイ、スリオンテック、

を切り離すという案件です。電機産業などは、本業に回帰する親会社の一部門

マスコミで大きく取り上げられたのがハウステ

等でも非常に注目され、現在もしばしば報道され と、かなり大きな金額を投入しましたので、新聞 な見方ができると思いますので、後で取り上げた いと思います。これは、金額的にも二○○億円 ンボスです。ハウステンボスについては、いろん

ています。

す_。

の持株会社で、そごうは民事再生手続案件でし ミレニアムリテイリングはそごうと西武百貨店

とです。 テンボス以上に巨額の投資案件であったというこ を二回に分けて引き受けたということで、ハウス は、第三者割り当てを引き受けました。五百億円

うも手続を一応終結しております。この案件で です。ただし、投資が開始されたときには、そご た。また、西武百貨店も私的整理を行なった案件

これは前のミレニアムリテイリングやハウステン ミサワホームは産業再生機構の支援案件です。

ボスよりは金額が少ないんですが、それでも一〇

○億単位の投資案件ということになります。 直近では、すかいらーく、イースタンなどで

この案件の流れを見ておりますと、全体として

ろうと思います。したがって、証券会社サイドの 案件が大型化しているということが見てとれるだ もそうなんですが、再生案件も含めて、手がける

す。つまり、大型案件になればなるほど、どう やってイグジットするか、投資を回収するかとい

うことがかなり大きな問題になってきます。さら に、場合によっては投資期間が長期化する可能性

もあるということです。 これを解消するためには、いろんな試みがなさ

れています。一つは上場するという手段もありま

問題が大きく浮上してきているだろうと思いま

課題としては、まず一つ目には、出口戦略の構築

すけれども、必ずしも上場できるとは限らない。

うに、上場企業であれば、できるだけ上場を維持 そこで、最近は、PIPEといわれておりますよ

状態を維持したまま投資をして出口問題を解消す したまま私募的にお金を投入する。 パブリックな

るという方法があります。

と。最近は、企業買収でも欧米ではファンド同士 のコラボレーションが報じられているように、ほ また、共同投資でリスク分散を図るというこ

かのファンドとの共同投資、あるいは事業会社と

の共同投資という試みであります。後者は既に行

われています。

さらに、二次バイアウトで、ほかのファンドに

アウトの場合は、ファンド同士のプライシングに はまだそれほどないだろうと思います。 二次バイ 売却することも考えられますが、二次バイアウト なりますから、かなり厳しいプライシングが要求

される可能性もあると思われます。

もう一つの課題は、連結会計の問題が浮上して

すので、野村グループとしては、連結対象にプラ 村ホールディングスの中にプリンシパルがありま 合、米国会計基準を採用していることもあり、野 きていることだと思います。野村グループの場

しまうことになります。

イベート・インベストメントの投資先も含まれて

資料の最後に野村ホールディングスのバランス

39

した。表が二つありますが、一つが大和SMB

のところに、PE(プライベート・エクイティ) で、もう一つが野村ホールディングスです。収益

ティ)投資先企業売上原価が連結されています。 投資関連損益も入っております。それから、下の 費用の方にも、PE(プライベート・エクイ

平成一六年九月期に、プライベート・エクイティ

シートのポイントだけ抜き出したものを添付しま

47巻 スント部門がグループ全体のリスク管理を行って 三番目は、リスク管理の問題が難しくなると考 原価を独立の項目として開示しています。 三番目は、リスク管理の問題が難しくなると考 原価を独立の項目として開示しています。 とがあったため、平成一七年三月期からプライ

投資関連損益がマイナスになったことが新聞等で

特に、外部の資金を集めている投資ファンドと

はより重要になるだろうと思います。

大きくなってくると、リスクマネジメントの問題

あります。

けれども、ファンドの規模からして投資資金が過問するという形になりますから、いい案件であるり、外部資金を集めたファンドは、投資実行に関り、外部資金を集めたファンドは、投資実行に関めというと、外部の資金を集めているファンドで自前の資金で行うプリンシパルとではどこが違う自前の資金で行うプリンシパルとではどこが違う

体としてのリスク管理は重要な問題になるわけで差があるわけですが、とはいっても、グループ全パルでありますと、機動的に投資しやすいというのを得ない場合も出てくる。ところが、プリンシー度に偏り過ぎるということになれば、あきらめざ 40

社としてプリンシパル・インベストメントを設立

したあたりから本格化することになります。

(2)

大和SMBCプリンシパル・インベストメン

ツの取り組み

今度は大和グループの方ですけれども、大和S

ども、二○○一年に大和SMBCが一○○%子会 ゆるディストレストに関与しているわけですけれ 年から不良債権の買い取り業務を開始して、いわ MBCプリンシパル・インベストメンツは、九八

資、三番が金銭債権の投資、四番が各種ファンド はプライベート・エクイティで、二番が不動産投 業務をするということを標榜しております。 一番 このプリンシパル・インベストメントは五つの

の方もやはリプライベートのエクイティの投資金 大和SMBCプリンシパル・インベストメンツ ています。

の組成で、五番目に排出権の投資も手がけるとし

うに、かなり多数手がけているという現状であり 額が増大していて、これが中心業務化している形 になっています。またファンドも、先ほど見たよ

す。最初は、日興電機工業という会社です。これ のホームページに依拠して紹介させていただきま プライベート・エクイティ投資について、 同社

て、かなり時間はたつのですが、まだ引き続き手 メーカーで会社更生法を申請した会社でありまし と聞いております。ここは東証二部の自動車部品 の後、プリンシパルの方で取り組むようになった はもともと、ファンドで投資した案件ですが、そ

ライフサイエンスなど再生ではない案件が続いて いきます。野村PFと同じように、やはり少しず つ規模が大きくなっているように見られます。 次に、明星電気、オギハラグループ、アリスタ がけていると聞いています。

は産業再生機構が保有していた株式を一部取得し 再生案件として出てきたのは三井鉱山で、ここ

たものです。新日鉄、住友商事と組んで、今、取

り組み中というところであります。

件ということです。将来的には株式公開を目指し ということで、大体七○億程度の投資を行った案 ないんですけれども、事業再生をせざるを得ない さらに、三井観光開発は法的な手続の再生では

ているようです。 三井住友建設は私的整理で和議的に債権放棄を

ということです。これも現在取り組み中です。

三洋電機もかなり再生の色あいが強く、最近の

した案件で、大和グループが六○億を引き受けた

案件です。

そういうバイアスがかかっていたとは思いがた が、三井鉱山は産業再生機構の案件でしたから、 三井色の強い案件が多いという指摘もあります

けです。

い。フェアにスポンサー選定がなされたと思いま

大和についても、野村と余り変わらない課題を

す_。

固有の問題としては、大和グループ本社の下にS MBCがあり、その下にプリンシパル・インベス 抱えている部分が多いと思いますけれども、大和

会社の関係にある。野村プリンシパル・ファイナ れば、このプリンシパル・インベストメントは孫 トメントがある。ですから、グループ本社から見

るわけです。

したがって、

プライベート・エクイ ティに対してプリンシパル投資を行いますと、リ

スク資産だとみなされるわけです。そこで、大和 けを考えれば、不利になるのではないかと思うわ になります。ということは、自己資本比率規制だ 証券SMBCの自己資本比率規制に合算される形

ンスは、野村證券とは兄弟会社の関係になってい

ていますから、単体の自己資本比率規制では、ク 野村グループの場合は兄弟会社として切り離し

れます。 やや不利な組織構成になっているように見受けら リアされるということで、大和の方がその点では

できないだろうと思います。ただし、大和のプリ 資本比率規制のために切り離すということは多分 友と合弁で設立されたという経緯から、どうして も切り離し難いのだろうと思われますので、自己 多分、この理由は、大和証券SMBCが三井住

ているだろうと思います。

て、親会社である大和SMBCのリスク資産も含 ンシパルの投資額もだんだん大きくなってきてい

めれば、相当規模のリスク資産が積み上がってき

に、プリンシパル・インベストメントだけの投資 トメントの投資残高は、表1に出ていますよう ちなみに、大和証券のプリンシパル・インベス

> えています。本体にもリスク資産があるでしょう というような対応をせざるを得なくなるのではな 残高でも、二○○六年九月末で三○○○億円を超 われます。したがって、やがては資本を増強する から、それも加えれば相当な規模になるものと思

IR関係の資料で開示はされているわけです。し しも詳しく記載されているわけではありません。 は、プライベート・エクイティ関係の数字が必ず 他方、大和グループ本社の有価証券報告書に いかと思われます。

いるという形になっています。 るんですが、これはあくまでも任意で提供されて たがって、先ほどのような数字は見ることができ

切なのかという点だと思います。今回の日興の問 でも共通する問題は、どれぐらい開示するのが適 ここからは制度問題ですが、どのプリンシパル

題が、プリンシパルの領域で起きたのは必ずしも

度中身のわかりにくい部分があるのではないかと 偶然ではなくて、プリンシパルというのはある程

考えます。

しかし、そうはいっても、これを徹底的にディ

スクロージャーさせるのがいいとは一概にいえな

ます。したがって、ディスクロージャーは大原則 もプラスになるともいえない部分があると思われ が働くところであり、手の内をすっかり見せてし に投資をするというのは、ある程度守秘的な要素 います。特に再生絡みの投資案件の場合、それを ですけれども、どういうディスクロージャーが最 まうというのは、この業務を遂行する上で必ずし も適当なのかということは、なかなか難しいと思 いだろうと思います。プリンシパルで特定の企業

> れます。このようにデリケートな問題を含んでい るだろうと思うところであります。 て、再生が難しくなるというようなことも考えら

(3) 日興プリンシパル・インベストメンツと日興

日興アントファクトリーでプリンシパル投資を行 日興は日興プリンシパル・インベストメンツと アントファクトリーの取り組み

ベート・エクイティ投資、上場企業の戦略投資、 は日興コーディアルの一○○%子会社で、プライ なっています。プリンシパル・インベストメンツ

だ、日興プリンシパル・インベストメンツの投資 方針は、「主眼は再生モノではなく、 競争優位を 企業に対する投資」とホームページでうたわれて

実際、投資案件を見ますと、博報堂、パソナ、

ら、そのことによって多大な風評被害が発生し

ということを世間に発表するようなものですか

います。

下手にディスクローズすると、危ない会社である

ベンチャー投資という三つを挙げています。た

ジェスMGなどで、再生とは全然関係ない案件が という感じがいたします。 ほとんどで、再生を手がけようという姿勢は薄い

ひらまつ、タワーレコード、ベルシステム、アン

プライベート・エクイティを中心に、余り再生的 な案件は手がけていないようであります。ただ一 アントファクトリーの方も同じでありまして、

けていないというのが現状のようであります。 けているようですが、全体としてはほとんど手が つだけ、本間ゴルフという民事再生法案件を手が

六、なぜ証券会社の再生ビジネス は消極化したのか?

けれども、このことをもう少し考えていきたいと としては消極化したといえるだろうと思うのです 以上のように、証券会社の再生ビジネスは全般

うことになる。

思っております。

案件も少なくなったということで、大型案件も少 クの不良債権処理も一巡して、そこから出てくる よって倒産企業も減りました。さらに、メガバン 一つは、再生案件が減少しまして、景気拡大に

要な地方の中堅・中小案件は残存していると推測 因は幾つかありまして、一つは、規模が小さすぎ できます。しかし、これが投資案件とならない要 ないということは事実だろうと思います。 ただし、冒頭にも申しましたように、再生の必

生スキームを構築するなど、規模が大きくても小 件でも小さな案件でも、それなりに手数がかかり る点です。再生型の投資をする上では、大きな案 ると、規模が小さいものはやはり扱いにくいとい さくても、同じような手間やコストがかかるとな 共通のコストが発生する。担当者を張りつけて再

えた中央の大型案件とは全く違うように思われま れども、地方の案件というのは、メガバンクが抱 で、地方の案件を調査する機会があったのですけ かと思われます。一年ほど前に別のプロジェクト

二番目は、地方に固有の要因があるのではない

まり、どこの過剰債務企業も借金の棒引きはうれ

第47巻第5号 バランスシートの右側、左側、あるいは事業戦略 うインセンティブが非常に弱いように見受けられ 剰債務を抱えていても、地銀の側には、徹底的に す。というのは、地方の案件というのは地銀がメ の根幹部分をリストラクチュアリングしようとい インバンクになっているのですが、当該企業が過 ました。というのは、バランスシートの右側を改

> う形になる。一番わかりやすい見返りは、経営者 が痛み分けするという形で債権放棄が成立するわ て、金融機関も債権放棄をする、このように両方 しいことですから、やってほしいわけですが、そ の退任です。それによって経営者が責任をとっ のためには、それなりの見返りを必要とするとい

つまり、中堅・中小企業は、その会社の経営者の けです。しかし、そうなると、地方の中堅・中小 者がいなくなってしまうと、信用度も落ちてし 顔で事業が成り立っているような場合、その経営 企業は、事業基盤をなくしてしまう場合が多い。

いておりますので、問題は先送りされていくとい 底的にリストラをするというインセンティブを欠 徹底的なリストラはしにくいですから、 両方が徹 地銀の側もそこまではできない。地銀の側からも

まって、事業自体が存続できない。したがって、

ざるを得ないということになります。しかし、

を当該企業にとってもらわなければならない。つ 銀の側が債権放棄するためには、それなりの責任 するようなロスカットをせざるを得ない、出血せ 革するためには、地銀としては、債権放棄に相当

ちなみに、 地方の中堅・中小企業というのは上

う形になる。

大手証券会社の企業再生関連業務の現状と課題 り、地銀が資金繰りの面倒を見ている以上、問題 部的なプレッシャーが働くとしたら、それは短期 は全く働きませんので、したがって、経営者に外 はずっと先送りされてしまう、という形になりや な資金繰りが厳しくなるというだけです。つま 下がるという、株価によるプレッシャーというの 場していませんから、少々経営が悪くても株価が

すいのではないかと思っております。

の案件がある。例えば大阪府は「第三セクターの 三番目は、第三セクターの案件にはかなり大型

いけないものも多いんじゃないかと思います。 ないかと思われますし、実際、何とかしなければ いうところであれば、再生対象案件はあるのでは 墓場」だといわれているようですけれども、そう

しかし、これらは、コア部門や資産劣化が著し

バーツ、ベイン・キャピタル、さらにサン・キャ

がいいのかもしれません。したがって、第三セク 合、どういう手段を使ってもなかなか再生しにく い。むしろ、存続するよりも解散してしまった方 も根本的に直さなければいけない。あるいは、そ の企業を必要としているマーケット自体がない場

くて、バランスシートの右側だけではなくて左側

さらに、政治的なしがらみも強いと、問題の先送 ターの再生はなかなか容易ではないと思います。

す_。 他方、資金を供給する側の問題、つまり投資す

のではないかと思います。案件が減った割には外 る側の問題としては、供給過剰になってきている

す。これらが投資対象側の問題だろうと思いま 資系のファンドが参入する。最近、報道されただ りのメカニズムがより働きやすいだろうと思いま けでも、アメリカのコールバーグ・クラビス・ロ

て短期的なさや取りもしにくいということになっ

すから、ビッドプライスも上昇する。それによっ

そうなってくると、当然、買収価格は高まりま

参入してくる。

ピタル・パートナーズ、これは再生型の投資を主

にやるところだと聞いていますけれども、などが

れども、そういう案件はほとんどなくなってい 剰債務を身軽にするだけで再生できたわけですけ

てくる

第47巻第5号

くなってしまったというような案件であると、過

い文句にすぎなくなってきているのではないかと

だったころはこういう案件が結構多く、短期的に 務保証のあおりを食って過剰債務に陥ってしまっ 利益が出せたので、再生がブームになった側面も 改善できるものもあります。金融危機がピーク ならず、そのまま会社更生法を申請せざるを得な た。さらに、金融危機で、メインバンクも頼りに ついていないのに、関連会社が倒産して、その債 強いように私は思います。例えば、本業は全く傷 再生案件の中にはバランスシートの右側だけで

> 壁みたいなものがだんだん崩れてきているという のは、最近のファンドの特徴として、ファンドの るというのは、不思議です。ただ、私が思います に取り組まざるを得ないだろうと思います。 のが現状です。そうなってくると、長期的に再生 再生ブームが去ったのにファンドが参入してく

しかしないというわけではなくて、場合によって ことです。つまり、再生をうたっているから再生 48

あるいはヘッジファンド的な動きをしたり、ファ はM&Aをしたり、アクティブな動きをしたり、 ンド間のすみ分けというのはそれほど明確なもの

ていて、再生もやりますよというのを一つのうた いろんな投資機会があるよということで入ってき ではなくなってきているのではないか。日本には

必ずしも再生案件ばかりを手がけるとは思わない 思います。ですから、例えばサン・キャピタルが ニッチではなくなっており、種々の投資手段のひ わけです。その意味では、再生というのは特殊な

です。 とつになっている。標準化していると思われるの

崎シーガイアなどの事例があると思います。 重になった要因として、長崎ハウステンボスや宮 三番目ですが、再生型の投資への取り組みが慎 宮崎シーガイアは、リップルウッドが手がけま

す。ところが、周知のように、なかなかうまく いっていないと言われています。

して、かなり長く取り組みを続けているわけで

ギーに上場したそうです。宮崎シーガイア以外の ターナショナルという名前の会社にして、ベル ルウッド・ホールディングス・ジャパン・イン リップルウッドは、ほかの案件も含めてリップ

> 募で一○○○億円を調達したそうです。かなりの 資金を得たことによって、長期的な関与が可能に なったと思われます。逆に言えば、まだまだ出口 ものも含めた持ち株会社をつくって上場して、公

たように野村プリンシパル・ファイナンスの手が けた案件であります。一九八八年に設立されて、 の見えにくい状況だろうと思います。 他方、長崎ハウステンボスは、先ほど申しまし

EBITDA(利払い前、税引前、償却前利益) 円の経常損失です。ただし、少し細かく見ると、

園から一○年連続で経常赤字で、この年も五四億 二〇〇三年二月に会社更生法を申請しました。開

二〇〇三年も〇・二億円の黒字です。EBITD ベースでは、二〇〇二年の九月期は黒字になり、

け意味があるかかなり疑問ではあるのですけれど

Aの黒字は、テーマパークの再生にとってどれだ

も、一瞬ちょっと良い兆しが数字的に出たところ

第47巻第5号 らいでは難しい。さらに、東京ディズニーランド 出資が必要で、バランスシートを少々改革するぐ はなぜ見送ったのかというと、五○○億円規模の は支援を見送りました。 オリエンタルランドの方 る、といわれていましたが、オリエンタルランド 聞では、野村とオリエンタルランドが競合してい ルランドの方は見送ったわけです。この時期、新 まっているのではないか。ちなみに、オリエンタ う判断、少しミスリーディングな判断をしてし バランスシートの右側だけで経営改善できるとい ナンスが投資を実行したわけです。この時点で、 で、二〇〇三年九月に野村プリンシパル・ファイ

> 字二〇億円を確保するという目標をかかげていま 〜九八年は四○○万人台、九九〜○一年は三五○ の入場者数は二〇〇万人割れとなりました。 したけれども、入場者数を見ると、二○○五年度 しています。当初は、二〇〇六年の春には営業黒 月期にさらに一○○億で、合計二○○億の出資を

人、そして、○五年度は一九五万人と、かつての ○三年度は二一五万人で、○四年度は二○二万 万~三九○万人、○二年度は二七九万人、さらに

奏していないようです。また、黒字化の目標も 施設のリニューアルとか、夜間施設なども、 入れしたにもかかわらずこういう結果です。 商業 功を

れ、愛知万博の人気パビリオンを移築したのです トーンダウンしているということです。 二〇〇六年の三月には追加出資一〇〇億円を入

が、状況を大きく変えるには至っていないようで

と、野村が優先交渉権を獲得して、二回にわたっ

以下、新聞報道などをもとに事実経過を見ます

いということで見送ったといわれています。

とは立地が非常に離れていて、何のシナジーもな

て投資しています。当初一〇〇億、二〇〇六年三

ピークから半減しているわけです。この間にてこ 50

す。今のところ長期保有を余儀なくされていま

うのは、バランスシートの右側だけで何とかできつまり、ここから言えることは、企業再生とい

みが慎重になっているように思われるのです。れが間違いだったことに気がついた結果、取り組ると安易に理解されていたのではないか。最近そうのは、バランスシートの右側だけで何とかでき

ます。

ジネス・モデルとして定着した七、証券会社の再生ビジネスはビ

と思います。否定的な答えとしては、企業再生はモデルとして定着したかどうかという問いになるるのかということであります。つまり、ビジネス最後に、証券会社の再生ビジネスは今後どうな

時的な業務であって、バブル崩壊後の不良債権

思います。私はどちらかというと後者の方でありつの定着した業務になったという見方もできるとだというふうにも考えられるのですが、他方、一処理が緊急の課題となったことから派生したもの

然あるけれども、どんなときでも病院と葬儀屋が景気循環によって案件の多い少ないというのは当所生ビジネスはもう何十年も持続しています。私民ビジネスはもう何十年も持続しています。私といいますのは、アメリカの再生ファンドとか

です。 ンドがなくなってしまうことはない、ということのは死に絶えることはない、また、こういうファ

から、このビジネスで蓄積されたノウハウというなくならないように、再生というのは必要だ。だ

コープをもっているようです。アポロやゼルとい実際、アメリカの再生ファンドは、幅広いス

やっている。 たら不動産を手がけるとか、広いスコープの中で部門を有し、コーポレートの投資案件がなくなっう有名なファンドは、コーポレート部門と不動産

綻状態にある企業の発行している債券等の証券)
モルガン・スタンレーでディストレス証券(破

合いが違うだけという認識のようです。トレス証券を同じ部門で扱っていて、リスクの度を扱っている部門は、ハイイールド証券とディス

うだしているのではないか。経営参加、資本注入、生かされるのではないか。経営参加、資本注入、違うものではなくて、共通のノウハウや経験知が違うものではなくて、共通のノウハウや経験知がを行っているのですが、その中に、破綻再生案件が、 日本の場合は、プリンシパルで対象案件に投資

と、M&Aはブームで、再生は日陰だといわれまさらに言いますと、M&Aと再生とを並べる

地平にあるのではないかと考えます。M&Aはたすけれども、実は、M&Aと再生というのは同じ

札です。

それに対してTOBをかける。TOBも一種の入

またま投資対象企業がヘルシーな会社であって、

ポンサー選定を行う。このときのスポンサー選定続の場合、裁判所の管理下に入って、裁判所がスーキれに対して、倒産した企業は、例えば法的手

については、同じロジックであり、たまたま今はすけれども、投資対象として企業を見るという点をベースとするかという法的な手続の差はありま重要です。倒産法をベースとするか、証券取引法は、入札ですから、高いビッドを出すかどうかが

す。

再生の方が少なくて、M&Aの方が多いだけで

す。

ノウハウで行われている業務ではないかと思いま

くなったといいましたけれども、再生は、今や特 そういう意味では、さきほどファンドの壁がな

ノウハウ自体は標準化した、使える道具のうちの するときの一つのツールにすぎなくなって、その 殊な投資ノウハウではなくて、再生も企業に投資 一つにすぎなくなったということを意味している

のではないかと思います。 少々長くなってしまいましたけれども、以上で

か。

す。どうもありがとうございました。

らえていただき、大変興味深いお話をしていただ 若林常務理事(どうもありがとうございました) プリンシパル・インベストメントを多面的にと

いたと思います。

意見等お受けしたいと思いますが、いかがでござ いましょうか。 お時間もいただいておりますので、 御質問、 御

質問者 お話、どうもありがとうございました。

限定的に考えればいいのか。あるいは、証券会社 証券会社が行う企業再編整備に関する投資業務と プリンシパル・インベストメントというのは、

意味するものと理解すればよろしいのでしょう

交換、株式の移転など、この種の投資業務を広く が行う企業再編整備、営業譲渡から合併、株式の

は、日本では最近の新しい業務ととらえられてい 松尾 プリンシパル・インベストメントというの

なか難しい部分もあると思うのですが、実は、

資銀行というのはまさに自己資金を投入するとい

う部分に特徴があったのではないか。例えば、モ ルガンなどは金融財閥としてアメリカ大手企業の

株式を引き受けたり、社債を引き受けたり、自ら

るようで、それをどう定義するかというのはなか メリカの投資銀行の歴史を振り返って見ると、投

りしていたということを考えれば、プリンシパル リスクを担って当該企業の資金調達業務を肩がわ 考えられるのではないかと思うところです。 も、本来的には投資銀行業務の一つのあり方とも というのは、最近のはやりになっていますけれど 本来的には、投資銀行業務は、自己資金を投入

りに耐えられないから、引受や分売という形でリ 行だけではそれだけのリスク負担や資金の肩がわ たのですが、経済発展とともに企業規模が大きく して、相手先企業の資金調達リスクを負担してい なって、資金調達規模も大きくなって、一投資銀

たんだろうと思うのです。その意味では、もとも スクを一般投資家に分散していって、株式や社債 の引受が投資銀行業務だというふうに変わってき

> していると思えるわけです。つまり、一つの回帰 り方に戻すことによってより収益性を高めようと いるという状況になってきたことから、本来のあ 現在、引受のフィーがだんだん薄くなってきて

す_。

質問者 大変興味深くお伺いしたんですが、一つ からないんですが。 ちょっとうまくお答えになっているかどうかわ

現象かもしれないと思います。

御質問なんですけれども、ファンドを通して行う

投資とプリンシパルの投資は、そのねらいとする あるとお考えでしょうか。 スコープとかリターンの考え方とか、何か違いは

うようなことはないんじゃないかと思うんですけ 松尾 リターンについては、特にプリンシパルだ からこれだけ高くとか、ファンドだからこうとい

れども、先ほども申しましたように、投資の自由

うふうにもいえるんじゃないかと思うところで

との先祖返り的な要素もこのプリンシパルには含

まれているのではないか。歴史的に見ればそうい

いうのは、ファンドの場合、ほとんどの場合、分 がけられなかったんじゃないかなと思います。と ファンドであると、こういう大型案件は難しかっ いるだろうと思いますので、外部の資金を集めた 上投資してはならないというような契約になって 散投資に関する規約があり、単一の案件に一定以

は、投資委員会などで、一定の稟議を経る必要が ありますので、機動性がプリンシパルの方が高い たんじゃないかと思います。 といえるだろうと思います。 もう一つは、機動性の点です。ファンドの場合

ではファンド組成をして、他方では自分も投資す になったと思うのですけれども、証券会社が一方 さらに付け加えますと、実務の中でかなり議論

の再生ビジネスが、ビジネスモデルとして定着し

きます。確かに、いい案件、利益の高そうな案件 るということになると、利益相反の可能性が出て ンドに回すというようなことも可能性としてあり をプリンシパルで扱い、いまひとつの案件をファ

ンボスとかミレニアムとか、そういうのは多分手 数百億円規模のファンドであれば、長崎ハウステ 度とか機動性というのは相当差があって、例えば

やゴルフ場の再生を手がけており、プリンシパル は、例えば野村証券の場合、ファンドは中小企業 両者でとりあいして、良い案件をプリンシパルに はかなり大型案件を手がけていますから、案件を

分けができているように思われます。というの 得るわけです。ただ、現状を見る限り、結構すみ

ているように見受けられます。 回すような形にはならない仕組みを実際上つくっ ほかにいらっしゃ いませんでしょ

きたいと思います。最後の総括として、証券会社 それでは、私の方からひとつ質問させていただ

うか。

若林常務理事

うか。

松尾

日本の場合、大手証券会社は、

総合証券会

社であり、リテールから投資銀行業務までを扱っ

本の大手証券会社が今まで蓄積してきた投資銀行は余り関係ないように思います。したがって、日ていますが、正直いって、この分野はリテールと

に影響してくるということは考えられるんでしょたと考えられるのか、それとも一時的なものが新たいますいわゆる投資銀行業務的な概念と、一般がよりますいわゆる投資銀行業務的な概念と、一般があると想定すれば、それらの業務への影響、のがあると想定すれば、それらの業務への影響、のがあると想定すれば、それらの業務への影響、か。今回のこの再生ビジネスを通じて証券会社がか。今回のこの再生ビジネスを通じて証券会社がか。今回のこの再生ビジネスを通じて証券会社がか。今回のこの再生ビジネスを通じて証券会社がか。

をベースにしていることは確かだろうと思いま業務やホールセールでのノウハウやネットワーク

余り明確な答えでなくて申しわけありません。

若林常務理事(どうもありがとうございました。

す。

会はこれで終わらせていただきたいと思います。それでは、時間も参りましたので、本日の講演

松尾先生、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

(この講演は、平成一九年四月一六日に開催されました。)

大手証券会社の企業再生関連業務の現状と課題

松尾順介氏

略 歴

1959年 神戸市生まれ。

1988年 京都大学大学院経済学研究科博士課程単位取得。

1999年 博士号(京都大学・経済学)取得。

山一證券、(財)日本証券経済研究所・大阪研究所主任研究員などを経て、

2005年4月 桃山学院大学経営学部 教授(現在に至る)

同年 4 月 日本証券経済研究所客員研究員(現在に至る)

京都大学、関西学院大学、大阪市立大学等の非常勤講師を兼任。

著 書

主著 『日本の社債市場』、東洋経済新報社、1999年、

共訳書 マーク・ロー『アメリカの企業統治』、東洋経済新報社、

ヒラリー・ローゼンバーグ『ハゲタカ投資家』、日本経済新聞社、など。

証券レビュー 第47巻第5号

(資料)

証券セミナー講演

2007 年 4 月 16 日 桃山学院大学経営学部 松尾、順介

大手証券会社の企業再生関連業務の現状と課題

一プリンシパル・インベストメントを中心に一

はじめに

- 1. 再生アドバイザリー業務
- 2. 再生ファンド組成業務
- 3. 野村プリンシパル・ファイナンスの取り組み
- 4. 大和プリンシパル・インベストメンツの取り組み
- 5. 日興プリンシパル・インベストメンツの取り組み
- 6. なぜ証券会社の再生ビジネスは消極化したのか?
- 7. 証券会社の再生ビジネスはビジネスモデルとして定着したか?

はじめに

- 企業再生ブームの終焉
- ②大方の見方は「再生業務はピークを超えた」
- ・・景気回復、大手銀行の不良債権処理など
- ②企業再生案件から経営合理化案件へ
- ・・不採算部門の整理、再編など
- ③地方の中堅・中小企業には再生対象案件が多数残存
- ・・大手証券会社やファンドの投資案件としては小粒すぎる

証券会社の企業再生関連業務とは:

- ① 再生アドバイザリー業務
- ② 再生ファンド組成業務
- ③ プリンシパル投資業務
- →全体的にプリンシパル業務の拡大 (特に野村の場合)

企業再生とは:

- ① 財務面(BSの右側)の改革:負債削減・資本増強
- ② 資産面 (BSの左側) の改革: 資産のリストラ・有効利用
- ③ 営業面 (PL) の改革:事業戦略再構築、コスト削減のための経営管理、

大手証券会社の企業再生関連業務の現状と課題

- 1. 再生アドバイザリー業務
- 野村証券

再生プロジェクト室設置 (2003年6月、企業情報部から独立):100名程度

再生プランニング業務、金融スキーム構築業務、実行支援業務

案件:新潟鐡工所(会社更生法)、ファーストクレジット(同)、青木建設(民事再生)など

最近、再生プロジェクト室→企業情報部に編入:案件減少のため

② 大和証券

大和キャピタル・マーケッツ時代

事業開発部:50~60名程度

大和SMBC(2001年4月以降)

プリンシパル・ファイナンス部リストラクチュアリング・アドバイザリー・チーム

大和プリンシパル・インベストメンツ設立(2001年10月)

プリンシパル・ファイナンス部廃止、アドバイザリー業務は企業提携部に移管

③ 日興コーディアル証券

企業情報本部:80~90名程度、M&A全般を担当

案件:大日本土木(民事再生法)、ニコニコ堂(同)、音楽の森(同)、マイカル(同)など

<概況>

- * 大手証券3社で業務内容に大差なし→投資銀行業務等と協力しながら業務遂行
- * 大手監査法人などとも競合→手数料圧迫
- * 案件の減少で取り組み姿勢は縮小傾向
- 2. 再生ファンド組成業務
- ① 野村証券
- ・ 「ジャパン・ライジング・ファンド」(野村証券)・・・中小企業再生ファンド
- 「ゴルフ・ジャパン」(NPF)・・・ゴルフ場再生ファンド
 Cf.「雷鳥ファンド」(同)・・・金型製造業に特化したファンド(必ずしも再生案件ではない)
- →現在、再生ファンド関連業務はNPFが担っている。
- ② 大和証券
- ・ 「ジャパン・キャピタル・パートナーズ・リミテッド・パートナーシップ」(大和 SBCM)
- ・ 「アジア・リカバリー・ファンド・パートナーシップ」(大和とロスチャイルド)
- ・ 「デイスター・ファンド」(大和証券 SMBCPI)・・・企業再生ファンド

証券レビュー 第47巻第5号

- ・ 「北海道企業再生ファンド」(同)・・・地域再生ファンド
- 「日本エンデバー・ファンド」(同)・・・債権買取ファンド
- 「東京チャレンジファンド」(同)・・・地域再生ファンド
- ・ 「とちぎ地域企業再生ファンド」(同)・・・地域再生ファンド
- →現在、再生ファンド関連業務は大和証券SMBCPIが担っている。
- ③ 日興コーディアル証券
- ・ 日興アントファクトリー株式会社設立 (2000年10月) 英国アントファクトリーHLと日興PIの合弁 PE投資業務、VC投資、二次買取投資、ファンド組成・管理
- 「AF」カタライザー1号投資事業組合」
- · 「AFJ Japan Integration Fund 1 Exempted Limited Partnership」
- 3. 野村プリンシパル・ファイナンス(NPF)の取り組み

2000年7月 野村ホールディングスの100%子会社として設立、ただし業務内容 は必ずしも再生に特化していない(以下、参照)が、再生案件への投資で注目される。

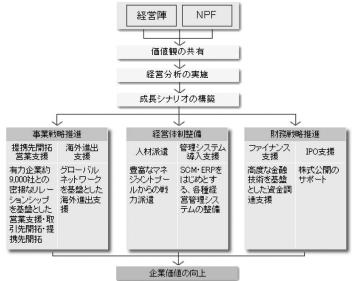
- *業務内容(NPFのHPによる)
- ① 大株主からの独立 (MBO):経営陣・従業員を主役とした M&A スキーム
- ② 戦略的非公開化: 敵対的買収への対応、短期業績に左右されずに企業価値向上
- ③ 事業承継、株主構成の見直し:現在の株主構成を見直し、新たな株主構成の構築
- ④ 資本増強:成熟企業の更なる発展に増資引受を通じて関与
- ⑤ 共同投資:事業投資家と金融投資家のコラボレーション型 M&A
- ⑥ 再生スポンサー:経営・資金・運営の3つの観点から企業再生をバックアップ *基本方針(NPFのHPによる)

経営陣と NPF による、価値観の共有、経営分析の実施、成長シナリオの構築、といった ステップを経て、大きく分けて以下に挙げる3つの支援を実施

- *支援策 (NPFのHPによる)
 - ① 事業戦略推進:提携先開拓、営業支援(有力企業約9,000社との密接なリレーションシップを基盤とした営業支援・取引先開拓・提携先開拓)、海外進出支援(グローバルネットワークを基盤とした海外進出支援)
 - ② 経営体制整備 :人材派遣(豊富なマネジメントプールからの戦力派遣)、管理システム導入支援(SCM (Supply Chain Management:生産管理)・ERP (Enterprise Resource Planning:経営資源の有効活用)をはじめとする、各種経営管理システムの整備)
 - ③ 財務戦略推進: ファイナンス支援(高度な金融技術を基盤とした資金調達支援、 IPO 支援(株式公開のサポート)

大手証券会社の企業再生関連業務の現状と課題

*サポート体制



(出所) NPF、http://www.nomuraholdings.com/npf/services/support/index.html

*投資案件

・ ドーワワークス:2000年10月、事業承継、オーナー社長の高齢化、2003年7月売却

「野村証券グループで自己資金投資ビジネスを手掛ける野村プリンシパル・ファイナンス(東京・千代田)は二十九日、投資先の機械メーカーの全株式を一月末に第三者へ売却すると発表した。投資先企業の株売却は二〇〇〇年七月の事業開始以来初めて。売却益は数十億円とみられる。売却するのは新聞販売店向けの折り込み広告丁合機メーカーで、国内二位のシェアを持つドーワワークス(名古屋市)の全株式。食材供給事業を展開するタイへイ(千葉県八日市場市)が買い取る。ドーワ社は野村プリンシパル初の投資案件。」『日経』2003年1月30日

- ・ シーシーアイ:2001年7月、戦略的非公開化、経営陣主導でTOB実施(99億円)、 2004年7月に売却(売却額未公表)
- UHT:2002年2月、戦略的非公開化(店頭登録取消)、事業承継、MBO、60 億円規模、
- ・ 富士車輌:2002年3月、民事再生法案件、5億円規模の第三者割当引受、2005

証券レビュー 第47巻第5号

年2月再生手続き終結、2006年6月、社長と従業員によるMEBO成立(買収額未公表)

- ・ <u>ダイクマ</u>: 2002年5月、共同投資案件、業績不振、ヤマダ電機と共同で業態転換(D S→家電量販)、2003年5月、出資分をヤマダ電機に売却(譲渡額未公表)
- リゾートソリューション(旧ミサワリゾート):2002年11月、資本増強、第三者 割当(31億円)、東証一部上場継続(PIPE)、2006年3月、コナミに一部売却、 同5月、三井不動産のTOBに応じる
- ・ <u>ワンビシアーカイブズ</u>: 2003年3月、再生スポンサー、バブル期の過剰債務(UF J銀行)の削減、私的整理スキームの実施、東京海上キャピタルと共同出資(500億 円規模)、2005年12月、豊田自動織機に持分の一部売却
- タンガロイ(旧東芝タンガロイ):2003年11月、戦略的非公開化、東芝のノンコア事業、MEBO実施(390億円規模)、2006年7月、一部OSGに売却
- スリオンテック:2003年12月、MBO、親会社の日立製作所がノンコア事業の整理
- 太洋電機産業:2004年1月、MBO、親会社のNECがノンコア事業整理
- ・ ハウステンボス:<後述>
- <u>ミレニアムリテイリング</u>: 2004年7月、資本増強、そごうと西武百貨店を傘下とする持株会社、500億円出資(2004年7月:200億円、2005年1月:300億円)、2006年1月、セブン&アイ・ホールディングスに全株式譲渡、譲渡価格: 1311億円

投資案件の内容: そごうは、民事再生手続を終結したが、西武百貨店は私的整理によって経営再建中であり、二社で 4500 億円の有利子負債を抱えていた。 2004年4月16日、NPFは、ミレニアムリテイリングおよびみずほコーポレート銀行と、ミレニアムリテイリングの資本政策の実施について基本合意書を締結した。それによると、2005年2月期中に、①NOFは、ミレニアムリテイリングが実施する第三者割当増資500億円を2回に分けて引き受け、ミレニアムリテイリングの総議決権の過半数を取得する、②主取引銀行のみずほコーポレート銀行も、ミレニアムリテイリング向け債権400億円を優先株と債務株式交換する、③ミレニアムリテイリングは西武百貨店の第三者割当増資150億円を引き受ける、④ミレニアムリテイリングを完全親会社として、西武百貨店を完全子会社とする株式交換を行う、などであった。これらの資金支援によって、ミレニアムリテイリングは、店舗を強化し、競争力を高め、新たな成長ステージに進むという方針が示された。

- ワイエムシィ:2005年3月、株主構成見直し、IPO準備、成長過程で多様な株主 権成
- ・ <u>ミサワホーム</u>: 2005年6月、資本増強、共同投資、産業再生機構支援案件、ノンコア事業整理、財務リストラ(減資、DES、第三者割当、銀行の債権放棄など)、トヨタ自動車などと共同出資(計33.4%、258億円)、うちトヨタ(13.4%)・N

大手証券会社の企業再生関連業務の現状と課題

PF(14.4%、111億円)・あいおい損保(5.5%) *2004年2月、野村証券がMSCB25億円引受

- ・ すかいらーく:2006年6月、戦略的非公開化、MBO、成長力回復のための経営改革(買取資金2563億円)、買取のためのSPCの63.33%をNPFの専用ファンドが取得(ただし、同ファンドに三井物産出資100億円)
- ・ イースタン: 2006年9月、資本増強、設備投資計画の前倒し実施のための資金調達、 第三者割当50億円

課題

- ① 出口戦略の構築問題:投資案件の大型化・長期化→PIPE (プライベート・インベストメント・イン・パブリック・エクイティ)、共同投資、二次BO
- ② 連結会計の問題
- P I 案件企業=連結対象
- →収益の変動要因
- ③ リスク管理の問題

リスクマネジメント部門: テラ・ファーマ (欧州のPE管理会社、野村と一任契約) と国内PEの一体管理、投資案件が浮上した段階で関与

4. 大和SMBCプリンシパル・インベストメンツの取り組み

1998年3月、不良債権買取業務を開始

2001 年 10 月、大和証券 SMBC、大和証券 SMBC プリンシパル・インベストメンツを 100%子会社として設立

事業内容

- ① プライベート・エクイティ投資、
- ② 不動産投資、
- ③ 金銭債権投資、
- ④ 各種ファンド組成・運営(地域再生ファンド、企業再生ファンド等)、
- ⑤ 排出権関連投資、等
 - →PEの投資金額増加、中心業務

投資実績

- ・ <u>日興電機工業株式会社</u>:元東証2部の自動車部品メーカー、更生計画におけるスポンサーとして出資(ロスと共同で7億円)。経営陣を外部から招聘。事業再生に向けて取り組み、平成17年8月25日に更生手続終結。引き続き企業価値向上に向けた各種支援を実施。
- ・ 明星電気:東証二部総合環境観測システムメーカー、大和PI等を引受先とする第三者 割当増資を実施するとともに大株主より株式を買取。経営陣を派遣。観測・制御システ ムに経営資源を集中する中で、平成17年7月に株主割当増資による資本増強を実施し、

証券レビュー 第47巻第5号

生産拠点の統合等の構造改革に取組中。

- ・ オギハラグループ: 非上場の金型メーカー、大和PIを引受先とする第三者割当増資(40億円)を実施するとともに、創業者一族より株式の一部を買取。経営幹部を派遣し、国内外のグループ会社の再編、金型製造工程の合理化等を進めた上で、 早期の株式公開を企図
- アリスタライフサイエンス:農薬メーカー、大和PI等による増資や既存借入金の新規 ローンへの借り換えにより財務内容の改善を実現するとともに、強みのある事業分野へ の一層の注力等の事業改革に向けて取組中。
- ・ アイング: 非上場の総合アウトソーシング会社、平成16年8月、大和PIは社長等の保有する株式の一部を譲受。大和PIのネットワーク機能等の活用により、事業の発展・成長を全面的にサポート。平成18年5月、大和PIが保有していた全株式をアイング株式会社の関係先数社に譲渡。
- ・ キャビン:東証1部のレディスファション、平成16年9月、大和PIは創業者一族から株式を取得。大和PIは筆頭株主として、経営戦略の遂行、マーケティング戦略の強化、人材の提供等において積極的な支援を実施。平成18年4月、大和PIが保有していた全株式を株式会社ファーストリテイリングに譲渡。
- ダイワ精工:東証一部の総合スポーツメーカー、大和PIを引受先とする第三者割当増資(50億円)を実施。大和PIの経営ノウハウとネットワーク等の活用により、さらなる発展・成長に取組中。
- 三井鉱山:東証一部の資源系メーカー兼商社、大和PIは新日本製鐵、住友商事と共に 産業再生機構が保有する株式の一部を取得。コークス事業を核としつつ、選択と集中に よる企業価値向上に向け、株主三社それぞれのノウハウを活かしながら取組中。
- ・ 丸善: 東証一部の書店大手、大和PIを引き受け先とする総額 100 億 620 万円の第三者 割当増資(優先株式)を実施。投資実行と合わせ社外取締役を 2 名派遣し、同社の事業 計画の遂行を支援。
- ・ <u>三井観光開発</u>: 非上場のホテル・レジャー施設経営、事業再生計画におけるスポンサー として出資(総額70億円程度)。大和PIが外部から経営者を招聘し、既存営業施設の 商品力強化と、事業の選択と集中、新規施設への展開等により株式公開を目指す。
- ・ 三井住友建設: 東証・大証一部の建設、私的整理ガイドラインにもとづき再建中。大和 PI及び大和証券SMBCを主な引受先とする総額 600 億円の第三者割当増資を実施、 金融支援をうけるとともに不動産事業を分割し、事業体質を改善。大和PIは社外取締 役を派遣し、同社の経営計画の遂行を支援。
- ・ 三洋電機:東証一部の総合電機、大和PI及びゴールドマン・サックスグループ、三井 住友銀行を引受先とする総額3,000億円の第三者割当増資を実施。

投資実行とあわせ大和グループより取締役 2 名及び経営スタッフを派遣。共同投資家とともに事業構造改革の推進・コア事業への経営資源の集中投下など会社の経営計画の遂行を積極的に支援し、企業価値向上を目指す。

大手証券会社の企業再生関連業務の現状と課題

課題

概ねNPFと同様。

ただし、大和SMBCPIは、大和証券SMBCの子会社(大和グループ本社の孫会社、 NPFは、野村ホールディングスの子会社)

- ① 大和G本社の有報のBSおよびPLではPE関連掲載されず→IR 資料による開示
- ② 投資先PEはリスク資産であるため、大和証券SMBCの場合、自己資本比率規制上不 利になるのではないか?
- 5. 日興プリンシパル・インベストメンツとアントファクトリーの取り組み 2000 年 3 月、日興プリンシパル・インベストメンツ(N P I)設立、日興コーディアル

事業内容

- ① プライベート・エクイティ投資
- ② 上場企業戦略投資

グループの100%子会社

③ ベンチャー企業投資

投資方針

「主眼は再生モノではなく、競争優位を有する企業に対する投資」

主な投資実績

博報堂DYホールディングス、パソナ、ひらまつ、タワーレコード、ベルシステム 24、千趣会、TBS,アンジェスMG,西武HDなど

*再生案件は見当たらない。

2000年 10 月、日興アントファクトリー設立(NPIと英アントファクトリーとの合弁) その後、2001年ウィットキャピタル証券買収(M&A強化)、2003年日興キャピタルと統合、現在NPIが88%保有、

事業内容

- ① PE投資
- ② VC投資
- ③ セカンダリー投資
- ④ 戦略的投資
- ⑤ 投資周辺事業:コンサル、M&Aアドバイザー、ファンド管理

投資実績

かなり小型のPEが中心か?

なお、同社の旗艦PEファンド (アント・カタライザー3号) により民事再生案件である本間ゴルフに出資 (60%)、

証券レビュー 第47巻第5号

- 6. なぜ証券会社の再生ビジネスは消極化したのか?
- ① 再生案件の減少
- 企業倒産件数の減少
- ・ メガバンクの不良債権処理一巡
- 大型再生案件の減少

ただし、地方の中堅・中小案件の残存→ビジネスチャンスとしにくい要因

- 規模が小さい→投資対象になりにくい
- 再生に関する地銀のインセンティブが低い→徹底したリストラに踏み込めない
- ・ 第三セクター関係の案件はコア部門や資産劣化が著しい
- ⇒BSの左側の改革に取り組まざるを得ない案件が残存
- ② 供給過剰
- ・ 外資系ファンドの参入

コールバーグ・クラビス・ロバーツ(米、06年春)

ベイン・キャピタル (米)

サン・キャピタル・パートナーズ (米、07年2月、再生型の投資)

- →ビッドプライス上昇
- →短期的な輔取り (=BSの右側だけの改善で短期売却) は難しい→長期的な関与の必要性
- ③ 出口の不透明な大型案件の続出
- 長崎HT (野村PI)

<後述>

- 宮崎シーガイア (RHJI)
 - 05年3月末 RHJI、ベルギーに上場(コロンビアなどの持株会社として、公募1000億円)→長期資金の獲得→長期的な関与の可能性?
- 7. 証券会社の再生ビジネスはビジネスモデルとして定着したか?
- 一時的な業務:バブル崩壊後の不良債権処理にともなって生じた業務

or

定着した業務: 景気変動などの外部環境に影響されるものの、蓄積されたノウハウを活用 し業務遂行

→米国の再生ファンドや投資銀行(投資スコープの多角化など)

アポロ、ゼルなど:コーポレート部門と不動産部門

モルガンスタンレー:ハイイールドとディストレスは同じ部門(ハイリスクという共通性)

日本の場合は?

大手証券会社の企業再生関連業務の現状と課題

プリンシパル投資の対象案件

破綻・再生案件→業務効率化案件やMBO案件(例えば、すかいらーくなど)

- =共通のノウハウ・経験知の活用
- 経営権取得ないし経営参加
- 資本注入など財務改善
- 資産リストラ
- 経営インフラの整備、など

【長崎ハウステンボス】

- 1988年 設立
- 2003年2月 会社更生法申請

開園から10年連続経常赤字、03年3月期54億円経常損失、

ただし、EBITDAは02年9億円黒字、03年も0,2億円黒字

- →BSの右側だけで経営改善できるという判断?
- OLCは支援見送り (500億円規模の出資必要、立地の隔絶性など)
- 2003年9月 NPI、優先交渉権獲得、12月、支援決定

支援内容①現在の資本金は、100%減資した上で更生計画認可時に80億円を出資し、その後2007年春までに二度に分けて15億円ずつ増資する、②更生債権者への弁済資金は、事業収益および継続使用しない資産売却によって充当し、2015年3月末までに弁済する、なお、弁済総額は200億円、平均弁済率8.8%となる、③今後の事業収益から百数十億円の設備投資を想定する、なお、今後は滞在型リゾートを目指して事業再生を行い、2006年度には営業黒字20億円を確保する、④旧経営陣は全員退任し、新しく最高経営責任者を野村側から派遣し、財務、経営管理、業務運営についても有能な人材を外部から導入する。

- 2005年度 入場者数200万人割れ、(95-98年度:400万人台、99-01年度:350~90万人、02年度:279万人、03年度:215万人、04年度:202万人、05年度:195万人)
 - →商業施設のリニューアル、夜間ミュージカル、女性向け温浴施設、フラワーガーデンなど、ことごとく奏功せず
 - →ブランドイメージの悪化
 - →赤字続き、黒字化の目標トーンダウン
- 2006年3月 NPI、追加出資100億円
- 2006年7月 新アトラクション「Kirara」・・・愛知万博「三菱未来館」(300万人 集客)、三井・東芝館のCG映画「グランオデッセイ」(163万人)を譲受(廃棄 物利用?)

現在 テーマパーク事業40億円、ホテル改装・レストラン新設30億円 九州の企業に利用呼びかけ

⇒長期保有(利回り採算とれず)、安値での転売?

証券レビュー 第47巻第5号

表 1 大和証券 SMBC プリンシパル・インベストメンツの投資

(単位:億円)

	2004年3月末	2005年3月末	2005年12月末	2006年3月末	2006年6月末	2006年9月末
投資残高	_	900	1680	3100	2980	3380
企業投資	_	340	1010	2290	2250	2580
金銭債権投資	_	280	330	400	370	460
不動産投資	_	150	210	200	200	180
自身が関与するファ ンドへの投資残高	_	130	130	210	160	160
主な案件	PIの投資枠を 500億円から 1000億円に拡大	ぎ・東京の地域		三洋電機優先株 1250億円		三井生命普通株 340億円
経常利益 (累計・百万円)	5473	9370		15225	1 Q : 10439	2 Q5908
(

(参考)

大和証券 G

, (Indee)			
営業投資有価証券 40733	143	382	407
うち大和証券 SMBCPI	98	323	343
うち NIFSMBC ベンチャーズ	44	58	64

表 2 野村 HD の BS/PL

(単位:百万円)

					+m· 111111
	99	100	101中間	101	102
	平成15年3月期	平成16年3月期	平成16年9月期	平成17年3月期	平成18年3月期
	2003年3月期	2004年3月期	2004年9月期	2005年3月期	2006年3月期
トレーディング資産およびPE投資	5,926,700	8,609,096	15,455,593	15,600,521	13,697,441
有価証券	5,152,393	7,837,663	14,690,911	14,757,597	12,739,805
PE 投資	270,890	291,774	301,381	326,978	365,276
収益	840,919	1,099,546	540,170	1,126,237	1,792,840
PE 投資関連損益	-14,391	13,138	-1,599	7,744	12,328
PE 投資先企業売上高	-	—	-	75,061	88,210
その他	19,589	41,205	46,521	32,316	58,753
金融費用以外の費用	518,865	520,427	282,096	594,355	700,050
PE 投資先企業売上原価	—	—	—	44,681	48,802
その他	94,952	84,570	60,163	87,620	115,447
継続事業からの当期純利益 非継続事業からの税引前当 期純利益	119,913	172,329	44,048	94,732 —	256,628 99,413

⁽注) 101期中間以前は、PE 投資先企業売上高および売上原価は区分されず、「その他」に合算。 102期の非継続事業からの税引前当期純利益は、主にミレニアム HD の売却益。