

わが国における事業再生ファンドの 最近の動向

2005年4月
信用機構局

■要 旨■

近年、わが国において、金融機関の不良債権の処理が進展する中で、事業再生に専門性を有する投資基金、いわゆる「事業再生ファンド」の果たす役割が注目されるようになってきている。

事業再生ファンドは、事業再生のノウハウの提供とリスクマネーの供給という重要な機能を果たしてきている。また、他の投資ファンドとともに、多様化する資金運用ニーズに対して、新たな投資手段を提供している側面もある。

事業再生ファンドには、様々な形態があるが、投資対象によってデット型とエクイティ型に大きく分かれる。最近においては、地方の金融機関と連携した形での、デット型の設立が増えている。

事業再生ファンドの活動を含め、事業再生が成功するための重要なポイントはいくつかあるが、困難さという面では、既存債権者間で誰がどのように損失を負担するかという債権者間の調整の問題が特に重要である。その解決の方向としては、債権流通市場の一層の活性化とともに、法的整理の有効性を高めることが考えられる。

(はじめに)

わが国の金融システムは不良債権問題の克服に目処をつけ、安定を取り戻しつつある。その過程で、不良債権問題の解決のためには、金融と産業が一体となった取組みが必要であるとの考えが定着した^(注1)。

こうした中で、事業の再生に専門性を有する投資基金、すなわち、事業再生ファンドの果たす役割が注目されるようになってきている^(注2)。また近年、事業再生ファンドに限らず、投資ファンドは全体として、金融システムの中で一定の存在感を示すようになってきている。金融機関自身が、伝統的な貸出や債券保有を一部代替する投資(オルタナティブ投資)として、投資ファンドを活用する動きも出ている。

そこで、本稿では、事業再生ファンドの関係者に対する聞き取りや書面による調査を踏まえ、事業再生ファンドの構造や機能などについて現状を概観するとともに、今後の課題についても若干の検討を試みることにした^(注3)。

1. 事業再生の流れと事業再生ファンドの役割

(1) 事業再生の流れ

最初に、一般的な事業再生の流れと、その中でファンドの関わりについて概観しておこう(図表1)。

事業再生の対象となる企業は、一般的には、経営不振からそのままでは企業の存続が危ぶまれるものの、一定の金融支援等があれば再生可

能な企業である。典型的には、収益性のある事業を有しているが、他に不採算事業を抱えているため、企業全体としては収益性が乏しく過剰債務に直面しているようなケースが想定される。

事業再生の大まかな流れとしては、次のような手順が一般的である。

①デューディリジェンス

事業再生を進めるためには、対象企業の各事業について、収益性を軸として再生可能性を判断することが出発点となる。そのための基礎データなどを収集、分析するのがデューディリジェンスと呼ばれる専門家による調査である。調査の範囲は、法務面、財務面、税務面などにも及ぶ。デューディリジェンスが実行されることによって、ある程度、事業再生の全体像などについて、主たる当事者(当該企業、金融機関・仕入先など債権者、株主など)の間でイメージが共有されることが多い。また、この後の手順と並行的に実施されることも少なくない。

②再生計画の策定

再生計画の内容は、大きく事業面と財務面に分かれる。

事業面の再構築としては、各事業部門の収益性を見極め、それを前提に、不採算事業の切り離し、収益性ある事業への特化などが行われる。また、収益力を高めるために新規の投資がなされることもある。

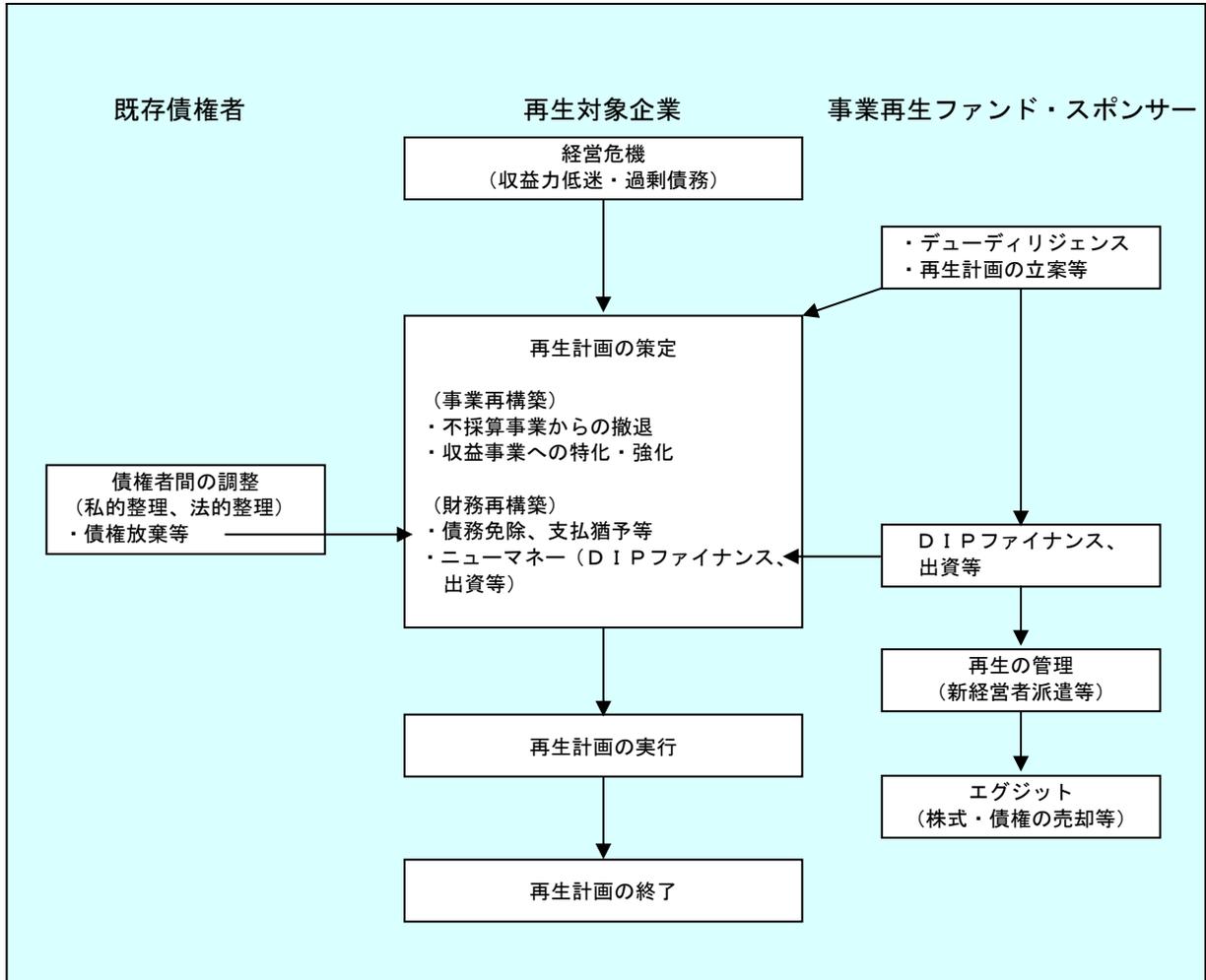
財務面では、事業再構築後の将来キャッシュ

(注1) 例えば、日本銀行[2002]を参照。

(注2) わが国における事業再生ファンドの規模についての公式統計はないが、昨年8月時点で投資額累計1兆5千億円強に達しているとの調査結果がある(日本経済新聞2004年9月5日)。

(注3) 事業再生ファンドの機能等の先行調査例には、木村[2004]、長山・山田[2004]がある。

(図表1) 事業再生の流れ (イメージ)



フローの見積もりから事業価値を算定し、これを踏まえて財務基盤を再構築する。その結果、既存の債権者による債務免除、元利金の支払猶予、金利減免、既存株主による減資など、関係者によって既存の権利に関する損失が負担される必要が生じる（以下では「損失

負担」という）。

また、当該企業を存続させていくためには、（債権放棄後の）債権を引き続き誰かが保有する必要があるほか、再生実現のための新規融資や出資など「ニューマネー」の調達も必要である^(注4)。なお、DES（デット・エクイティ・

(注4) ニューマネーの調達のうち新規融資は、法的整理の場合にはDIPファイナンス（debtor in possession < = 占有継続債務者 > に対して供与されるファイナンス）と呼ばれ、当該ファイナンスにかかる債権が優先的な取扱いを受ける（共益債権という）ことによって、リスクが限定されることが一般的である。ただし、私的整理の場合にはこれに相当する制度上の保全措置は用意されていないため、実質的に同様の効果をもたらす手段について、様々な実務的検討がなされている。

スワップ)と呼ばれる、既存借入と新規発行株式の交換が行われ、債務の軽減を図ることも多い。

ここで最も現実に困難を伴うのは、既存債権に係る損失負担を誰がどのように負うか、という「債権者間の調整」の問題である。

このような再生計画の策定に至る過程には、当事者のうち、任意に合意が成立した者の間だけで行われる私的整理による場合と、倒産法上の再建型手続（民事再生手続など）による場合とに分かれる。

どのような再生計画であっても、その主導権を取るとともに再生の成否のリスクを取る主体、すなわち、「再生の管理」を行う主体が必要である。そうした主体としては、既存債権者など、もともとの当事者の場合と、外部の投資家等の場合とがある。そして、多くの場合、リスクの最も大きな部分を担う者、すなわち債権放棄後の既存債権を保有する者が、新たに資本参加する者が、その役割を担うことになる。そうした「再生の管理者」の役割は、事業再生において非常に重要である。

③再生計画の実行

次の段階は、「再生計画の実行」である。一般的には、再生に目処をつけるまでの期間としては、3～5年のことが多い。ちなみに、「私的整理に関するガイドライン」^(注5)や産業再生機構法では3年以内の再生が想定されており、3年以内の再生が関係者の目標とされているとみることもできる。一方、法的整理である民事再生手続や会社更生手続には、弁済の最長期間に関する定めがある（民事再生手続では最長10年、会社更生手続では原則最長15年）。

再生計画の実行は、直接的には新しく選任された経営者等によって行われるが、「再生の管理者」を中心に内外から継続的にモニターされる。

④再生計画の完了

計画が達成された時点で、再生が実現したことになる。ただし、「再生の管理者」が、もともとの当事者ではなく外部からの参加者事業再生ファンドもそのひとつである場合には、再生の成否が明らかになった、ないし目処が立ったところで、投資等の回収を行い経営から離れる（エグジット＜出口＞という）のが通常のパターンである。

なお、再生が当初の計画どおりに運ばなくなった場合には、新たに別の「再生の管理者」に受け継がれることもある。

(2) 事業再生ファンドの役割

以上のような事業再生の流れの中で、事業再生ファンドの本来的な役割は、当該再生対象企業向けの「債権放棄後の既存債権」や「株式」を保有し、リスクを負担することである。しかし、実際には、事業再生ファンドは、上述の流れの中で、その全部に関わることが少なくない。具体的には、デューディリジェンスを実行し、再生計画の策定に中心的な役割を果たすことが多い。また、経営者を派遣し再生計画の実行面でも大きな役割を果たす場合が多い。このように、事業再生ファンドが現実には「再生の管理者」の役割を果たしていることが多いのである。

事業再生ファンドは、ベンチャー・ファンドなどと同様に、投資枠を設定し、投資家を募る。この段階では、どのようなタイプの企

(注5) 私的整理に関するガイドライン研究会 [2001]

業を対象とするかなど投資方針は決められているが、具体的な案件は決定していないことが多い。適当な投資案件を見つけ、投資枠に達するまで、ある程度時間をかけながら投資額を増やしていく。多くの場合、各案件からエグジットするごとに、ファンドは投資家に回収資金を支払い、それが投資家にとってのリターンとなる。すべての案件がエグジットした段階で、ファンドは解散する。

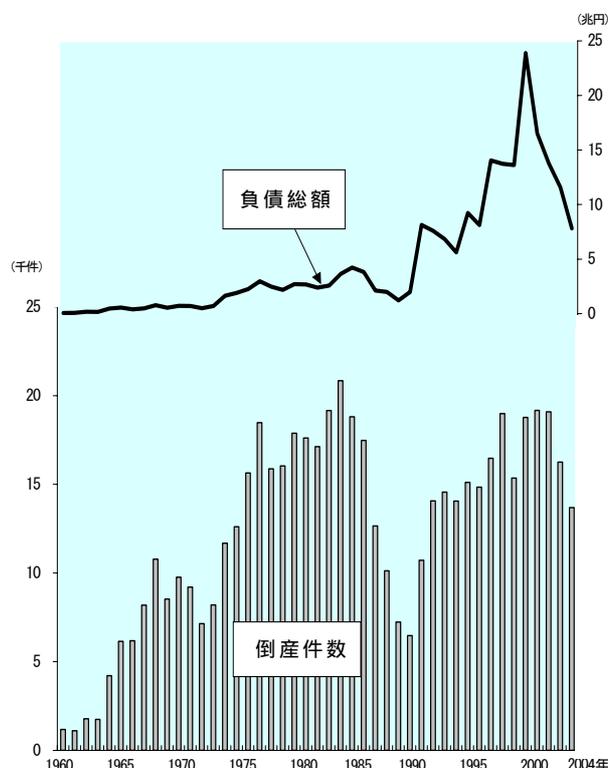
事業再生ファンドという場合、プールされた投資資金のことを指すのが一般的である。実際の運営については、ファンド運営会社が、ファンドからの委託を受けて事業再生に関するノウハウを提供している。運営会社は、事業再生ファンドと法的には別の組織体である。ひとつの運営会社が、同時に複数のファンドを運営することは珍しくない。なお、ファンドについて、外資系、銀行・証券系、独立系などと分類されるが、こうした分類は、ファンドの投資家ではなく、運営会社の出資者による分類であることが多い。

2. 事業再生ファンド増加の背景 — 事業再生への取組みの経緯 —

次に、こうした事業再生ファンドが事業再生において、最近注目されるようになってきた経緯、背景についてみていこう。

事業再生の前提となる、企業の経営悪化の多発という事態は、最近になって生じた訳ではない。1990年代初頭の、いわゆるバブル経済の崩壊、その後のわが国経済の構造調整によって、特に負債総額でみた企業倒産の規模は未曾有に拡大したが、それ以前にも、事業再生が必要とされるべき局面はあった（図表2）。

（図表2）企業倒産の推移



（出典）（株）東京商工リサーチ

これらの中には、私的整理により、ごく少数の当事者限りで処理されてきたものも多い。そのため、当時の状況を正確に把握することは困難であるが、バブル期以前は、わが国の金融システムの特徴であるメインバンク制度の下で、以下のような事業再生が典型的に行われてきた^{（注6）}。なお、商社など一般事業法人が、親密先・関連先の事業再生に主導的立場で取組む（再生の管理者となる）ケースも多くみられるが、ここではメインバンクのケースを念頭において検討を進める。

メインバンクは、まず、「再建計画の策定」

（注6）以下の記述にあたり、シェアード[1996]、早期事業再生研究会[2003]を参考にした。

に当たって、債権放棄などの「損失負担」、
「ニューマネー」、「債権者間の調整」の面で、
主導的な役割を果たしていた。また、メインバン
クは、「リスク負担」しながら、「再生計画の
実行」に深く関与し、出資や役員の派遣に応ず
ることも少なくなかった。つまり、「再生の管
理者」として機能してきた。こうした中で、メ
インバンクの「損失負担」は、他の債権者より
も大きなものとなるが多かった。典型的な
メインバンク制度においては、経営が悪化する
以前から、資金供与の面だけではなく、株式の
持合いによる資本参加、さらには役員の派遣も
含め、メインバンクが取引先企業の経営に深く
関与していた。こうしたことの裏返しとして、
損失負担においてはメインバンクが相応の責任
を果たすべきとの考え方が根強くみられた。

このような典型的なメインバンクによる事業
再生は、次のような事情から徐々に後退し、事
業再生ファンドの発展を促すこととなった。

(1) メインバンク自体の役割の相対的低下

まず、企業の資金調達に占める金融機関借入
が、大企業を中心に趨勢的に低下してきている
という事情がある(図表3)。これには、内部
資金調達の比率が高まっているうえ、外部資金
調達についても、社債、CP市場の拡大など他
の調達手段が整備されてきたことが影響してい
る。さらに、金融機関自身が、金融システム全
体が脆弱化する過程で、融資対応力の低下を余
儀なくされる局面があったこと、また、これに
対応して借手企業も資金調達手段をさらに多様
化しようとしたという事情もある。株式の持合
いが解消の方向に向かい、役員派遣等による企
業との人的繋がりも、従来に比較すれば細くな
ってきているとみられる。もちろん、借手企業の

経営が悪化した局面で、その実情を最もよく知
り得る立場にあるメインバンクを中心とする金
融機関が、引き続き「債権者間の調整」を含め、
大きな役割を果たしていることは事実である。
ただ、メインバンクと企業の関係が希薄化し、
経営悪化の際のメインバンクの役割が従来に比
べれば低下してきていることは否定できないよ
うに思われる。

このほか、金融機関の体力が一時著しく低下
したため、メインバンクとして、他の債権者よ
り多目の損失負担を行うことに関して株主の理
解を得にくくなり、メインバンクからの金融支
援の規模が制約を受ける傾向が生じた。その結
果、メイン先・非メイン先など債権者間での調
整が困難となる事例が多くみられるようになった。

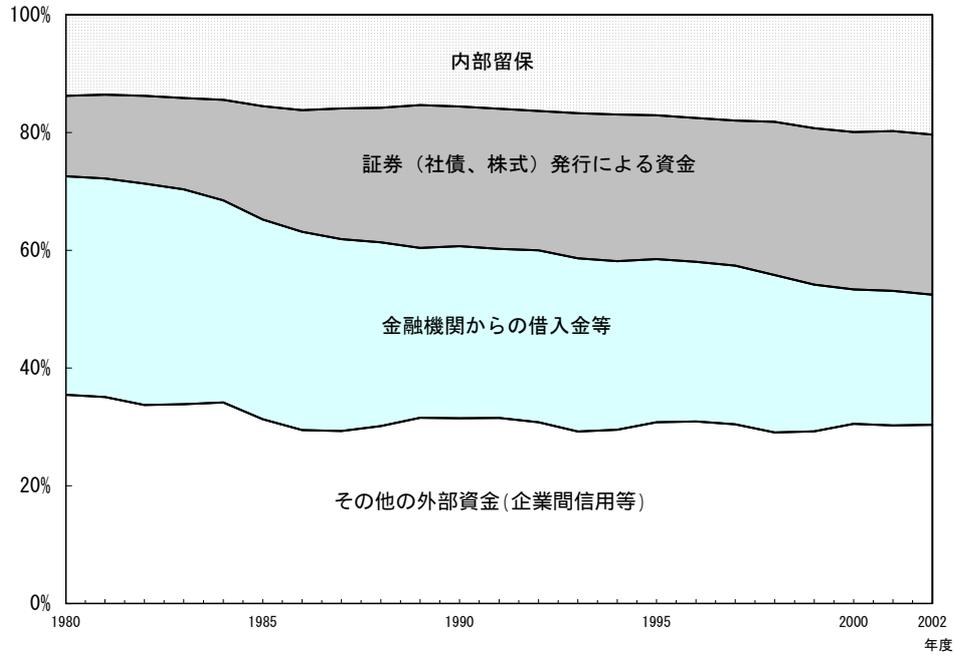
(2) 金融機関による事業再生ファンド活用ニーズ

近年、わが国企業は、新たな情報産業の勃興
(IT化)、アジア企業の台頭、消費者ニーズ
の多様化をはじめとする構造変化に直面してい
る。これに対応して、企業は事業の多角化、主
事業分野のシフトなどを行ってきた。しかしな
がら、そうした対応に成功しないケースが出て
くるのが、避けがたいのも事実である。こう
した構造変化の中での企業や事業の再生には、
高度のノウハウを必要とする。このため、債権
者としての金融機関が与信審査等の過程で蓄積
してきたノウハウだけでは対応が難しく、外部
の専門家のノウハウや業務遂行能力を活用する
こと(アウトソーシング)が必要になってきた
と考えられる。

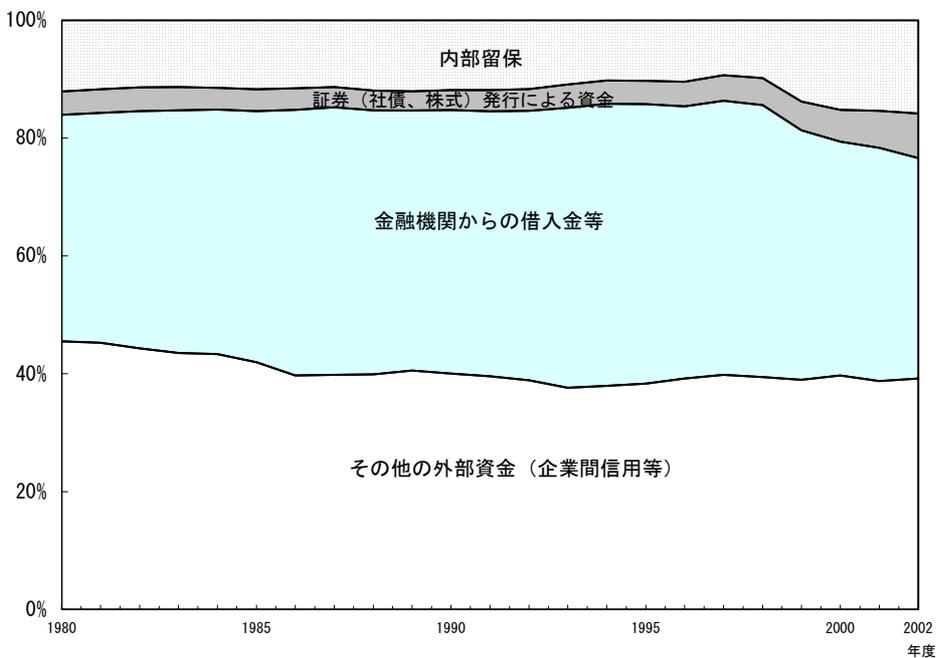
こうした事情に加え、大手銀行について「金
融再生プログラム」(2002年10月公表)での不
良債権比率半減目標が設定されたことなどに

(図表3) 企業の資金調達源泉(ストックベース)の推移

(大企業)



(中堅・中小企業)



- (注1) 金融機関からの借入金等には、受取手形割引残高を含む。
 (注2) 大企業：資本金10億円以上、中堅・中小企業：10億円未満。
 (注3) 計数は、当該年度末値と翌年度初値の平均を使用。

(出典) 財務省「法人企業統計年報」

よって、金融機関が不良債権処理を加速する必要に迫られたことも、ファンドを活用するニーズが高まった背景にある。

(3) 企業再編制度の整備、公的支援の拡大

以上のようなメインバンク主導に代わる事業再生面での対応策の必要性の高まりに応じて、政府は各種の対策を講じてきた。

事業再生を行うに当たっては、再生対象企業から収益力のある事業の切出しや、同業他社等との間で営業譲渡や合併が必要となる。こうした組織再編のための法制度として、株式移転・交換制度（1999年）、会社分割制度（2000年）が導入されたほか、会社分割等の際の債権者保護手続きの合理化（2004年）が行われた。また、倒産関連の法制度では、迅速・簡易な債務者主導の法的整理として民事再生法が制定されたほか、民事調停よりも倒産処理手続きとしての利便性を向上させることを狙いとした特定調停法が制定された（ともに1999年）。加えて、手続きの簡易化・合理化等を目的として、会社更生法や破産法など一連の倒産関連法の抜本的改正も順次行われている。こうした企業再編、再建の法的枠組みの改善は、事業再生ファンドだけに関わるものではないが、事業再生の環境を整備することによって事業再生ファンドの機能を発揮しやすくした面があると考えられる。

また、2001年4月発表の政府・緊急経済対策で事業再生の必要性が強く打ち出されたことなどを契機に、産業再生機構および各地の中小企

業産業再生支援協議会の設立、整理回収機構の事業再生機能拡充が行われた。こうした公的機関は、元来、民間による事業再生の取組みに対し補完的な役割を果たすものであり、その意味で、事業再生ファンドが台頭するひとつの素地となったように思われる。

(4) 事業再生にかかる専門家の登場

以上のような展開の中で、民間サイドにおいても、事業再生に関するノウハウを事業化する業者が登場し、事業再生ファンドが台頭する環境が全般的に整ってきた^(注7)。こうした業者には、デューディリジェンスや事業の再生可能性を評価する専門のコンサルタント会社や公認会計士、再生のための法務に高度の専門性を有する弁護士、経営者となる人材を派遣する会社が含まれる。

(5) 投資手段の多様化ニーズ

事業再生ファンドが増加してきた背景として、投資家サイドの事情も見逃せない。すなわち、資金運用ニーズの多様化や拡大の中で、投資家は、伝統的な預金、債券、信託商品等に加えて、多様なリスク・リターンを求める傾向を強めている。こうしたニーズに応えるひとつの受け皿が、事業再生ファンドを含む投資ファンドである。冒頭述べたように、金融機関のオルタナティブ投資の一環として、事業再生ファンドに対する投資を行うケースも出てきている。

(注7) わが国との比較で事業再生ビジネスが隆盛している米国も、それほど長い歴史がある訳ではない。米国においては1980年代初頭に専門の会社（ターンアラウンド・ファーム）が生まれ、1990年代に事業再生ファンドが多く登場するカタチで発展を遂げたとされる（アリックス[2003]）。

3. 事業再生ファンドの運営と機能

(1) 事業再生ファンドの登場と運営の特徴

①事業再生に関するファンドの変遷

上記の経緯の下で、わが国の事業再生ファンドは、1990年代後半から本格的に立ち上がり、次のような変遷を経て、ここ数年で急速な発展がみられた。

(イ) 清算価値に着目したファンドの活動

1990年代後半に、外資系のファンド等に対して大手銀行等が不良債権（主に、債務者区分が破綻懸念先以下の債権）を売却する動きが広がり、1998年頃に最盛期を迎えた。これらのファンドの典型的な投資スタイルは、複数の債権をまとめて額面価格を大きく下回る価格で買取り（バルク・セール）、借手企業から（回収可能な範囲において）弁済を受領、担保不動産を売却、または、債権を転売することで、比較的短期間（1か月から1年程度）のうちに収益を上げるといったものである。

このタイプのファンドは、金融機関に発生した不良債権の最終処理の円滑化に一定の役割を果たすとともに、不良債権の担保不動産などの経営資源を解放することに寄与したと評価できる。

(ロ) エクイティ型事業再生ファンドの登場

不良債権のバルク・セールが最盛期を迎えた頃から、再生対象企業の株式を投資対象として経営権を取得し、企業価値を高めたうえで投資回収を行うタイプの事業再生ファンド（いわゆるエクイティ型）が登場してきた。

具体的には、従来ベンチャー投資その他の企業買収投資を行っていたファンド運営会社が、再生案件も手掛けるようになったケースのほか、

事業再生を専門とするファンドの設立がみられた。

(イ) のファンドが債権ないし担保不動産の清算価値に主として着目するものであるのに対し、このタイプのファンドは、多くの場合、自らが関与しながら（ハンズ・オンという）やや長めの期間（3～5年程度）をかけて事業を再生し、事業価値の向上を図ることを指向している。

(ハ) デット型事業再生ファンドの相次ぐ設立

続いて、地域金融機関や再生ノウハウを有するファンド運営会社などが共同で、地域密着型の再生ファンドを設立し、地域金融機関の取引先企業の再生を図る動きがみられた。特に、ここ1～2年、その設立が各地で相次いでいる。このほか、もともと清算価値に着目していた大型ファンドの中にも、事業再生への指向を強めるケースがみられる。

これらのファンドの投資対象は、エクイティでなく、デット（貸手からみれば貸付債権）とする例がほとんどである。金融機関の視点からみると、このタイプのファンドに不良債権を売却すると、自ら保有して部分直接償却や引当を行う場合と比べ、開示債権を削減できること、税務上の無税化の手続きが容易なこと、などのメリットがある。

このように、事業再生ビジネスに関するファンドには、大別して、清算価値に着目するものと、事業再生を目指すものがあり、後者はさらに、主にエクイティを投資対象とするもの（エクイティ型）と、主にデットを投資対象とするもの（デット型）とに分類される。以下では、「事業再生ファンド」として、後者2タイプのファン

ド やや長めの期間をかけて事業再生を目指す点が共通 について検討する。

ただ、このような分類の境界は一義的ではなく、以下のエクイティ型、デット型についての検討も、典型的なケースについて行ったものである。

②事業再生ファンドの運営実態

(イ) 対象企業

エクイティ型は、大企業や一定以上の規模を有する中堅企業(資産規模で20~30億円以上が大まかな目安)を主として対象とする。一方、デット型は、大企業を主たる投資対象とするファンドも一部にみられるが、総じて、中堅企業以下の企業を対象とする先が多い。

これは、エクイティ型の場合は、投資回収(エグジット)について、株式公開または他企業への売却が比較的容易である先に限られるためである。ただし、中堅・中小企業であっても、事業再生が軌道に乗った段階で買収してもよいとするスポンサー候補が現れることが見込める場合などには、株式が投資対象となることもある^(注8)。

(ロ) 投資および資金回収の手法

エクイティ型の場合、典型的には、新規株

式の発行および既存株主からの買取りによる株式の取得^(注9)や経営者の派遣により、対象企業の経営権を確保し、事業分野の選択と経営資源の集中により事業価値の向上を図り、他企業への株式の転売または株式公開により利益を獲得する。

デット型の場合には、金融機関から、再生対象企業向けの貸付債権を、額面価格よりも相応に低い価格で買取り(ただし、ファンドはこの段階では債権放棄しない)、支払猶予など返済条件の緩和を行うことで対象企業の財務面での支援を行い、モニタリングその他の間接的な手法^(注10)を用いて事業再構築を支援して、事業価値の向上を図り、当該債権の弁済受領^(注11)(残りは債権放棄)または転売により利益を上げる。

デット型の場合、エクイティ型のように直接的な経営権ではないが、再生の成否を握る財務上の支援を大きく左右できる立場を利用して実質的な発言権を確保しようとする。貸付債権に財務制限条項(コベナンツという)を付し、予め定めた経営指標が下振れすれば、契約内容の再協議を迫ることで、対象企業へのガバナンスを強化する例もみられる。

(注8) なお、償還条件付株式とすることで、株式が売却できない場合でも、投資回収を可能にするとのアイデアもあるが、これまでのところ一般的には用いられていないようである。

(注9) ファンドが株式を取得するに際しては、通常、投資案件が具体化する前に、新たに会社を設立、または休眠会社を買収し、事業買収を目的とする会社(買収目的会社)を用意しておく。ファンドは投資案件を実施する場合に、このうちのひとつに出資し、その後、買収目的会社は、再生対象企業からの優良事業の譲受(再生対象企業は特別清算し、残余財産で債権者に弁済)または、再生対象企業との合併等を行い、結果として、ファンドが再生対象企業の株式を保有するという手順をとることが典型的である。

(注10) デット型においても、エクイティ型の場合と同様に人材を対象会社に派遣するケースも見受けられる。ただし、デット型では経営権そのものを直接掌握する訳ではないうえ、対象企業の規模が総じて小さいため、人材派遣を伴うような大がかりな再生は困難である。また、再生対象企業がオーナー企業などの場合、適当な新経営者を見つけるのが難しいことも少なくない。このため、デット型では定期的なモニタリングの実施など、間接的な手法による経営指導を行う傾向が強い。

(注11) 元の貸手である金融機関などから対象企業が融資を受け、ファンドはこれを原資に債権回収を図ることが多い。

(ハ) ストラクチャー（概念図は後掲図表 4）

a. 投資の法的「器（ビークル）」

エクイティ型、デット型を問わず、投資家が国内勢の場合には、国内法制に基づく匿名組合、投資事業有限責任組合を利用することが通例である。一方、海外投資家から資金を集める場合は、ケイマンその他の海外法制に基づいて設立されたリミテッド・パートナーシップ（海外LP）の利用が選好されるようである（後掲BOX 1 参照）。

b. 倒産隔離

エクイティ型、デット型とも、ファンド運営会社が倒産しても、ファンドの投資対象資産が当該倒産手続きの中に取り込まれることのないように、投資家保護のための仕組み（倒産隔離）の手法が、ほとんどの先で採られている（注¹²）。

(ニ) 投資家との関係

a. 投資家層

エクイティ型は国内外の幅広い機関投資家を対象としている。一方、デット型の投資家も様々であるが、地域金融機関が出資しているもののほか、県、中小企業基盤整備機構が出資しているケースも少なくない。これらの先の出資ウエイトが高いファンドは、投資目的というよりも、地域経済の活性化や不良債権処理の促進を目的とする色彩がより強い。

なお、いずれの場合も私募形式が採用されて

いる（注¹³）。

b. 資金の拠出法

デット型、エクイティ型とも、契約当初は各投資家からの投資枠のみを定めておき、再生案件への投資が発生する都度、ファンドが各投資家の枠の大きさに比例した資金額の払込みを請求し、投資家は予め決められた期間内に払い込む契約（キャピタル・コール方式）の採用例が目立つ。これは、資金の有効な活用を図るための工夫である。

c. 投資家への情報開示

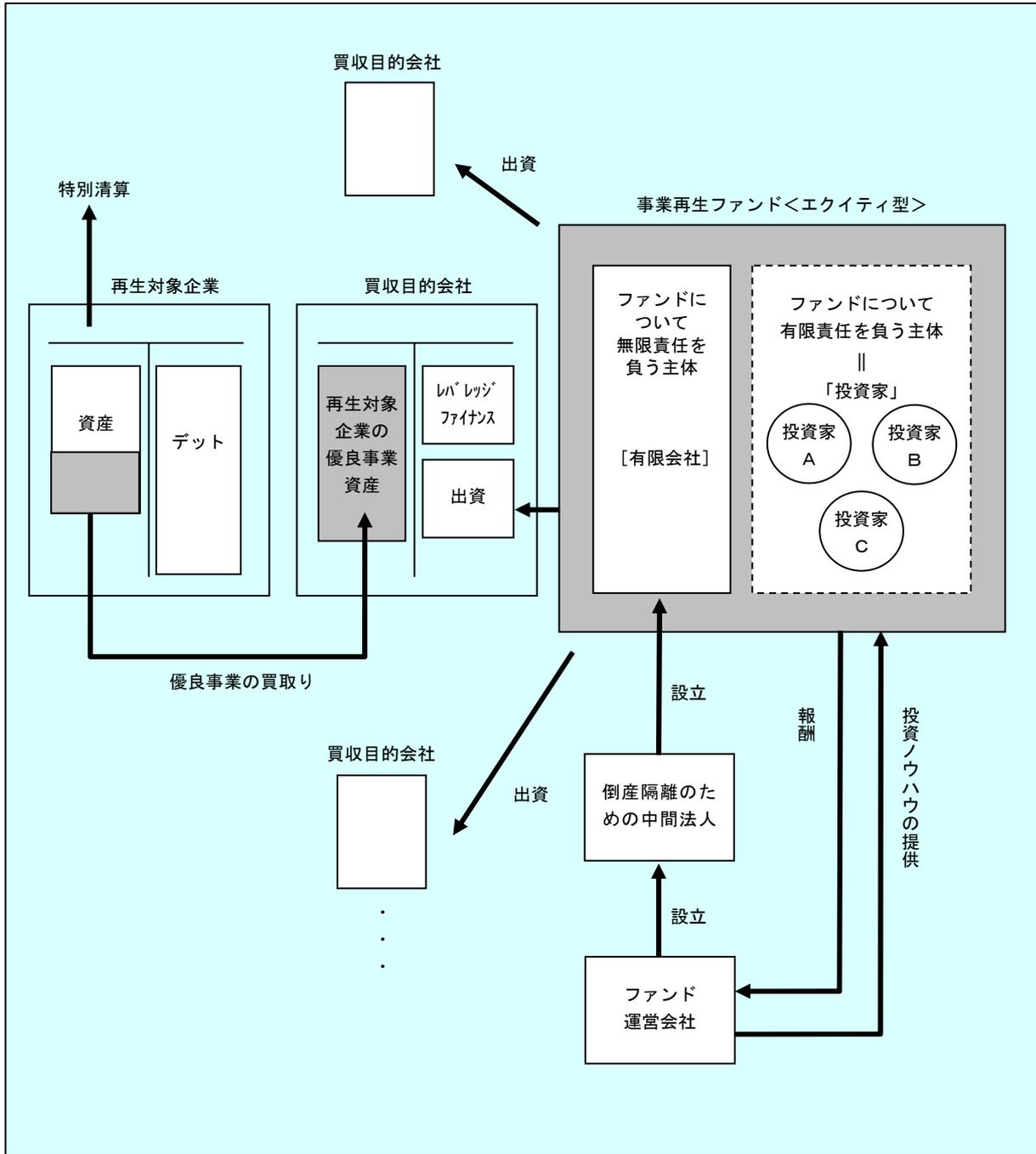
エクイティ型の投資家への情報開示については、新たな投資案件が生じるとに、ないし定期的に、投資対象企業名、再生計画、その後の経過など、個別の投資案件についての詳細な資料を投資家に交付するのが通例である。さらに、主要投資家で構成される投資委員会を設け、そこで投資案件について説明・討議される場合もある。

デット型も、基本的には、同様の情報開示を行っている先が多い。ただし、詳細な債務者情報が投資家（しばしば同じ地域の他の金融機関である）に開示されることを避けるため、対象企業名のほか、機微に亘る情報の開示を制限するケースもみられる。

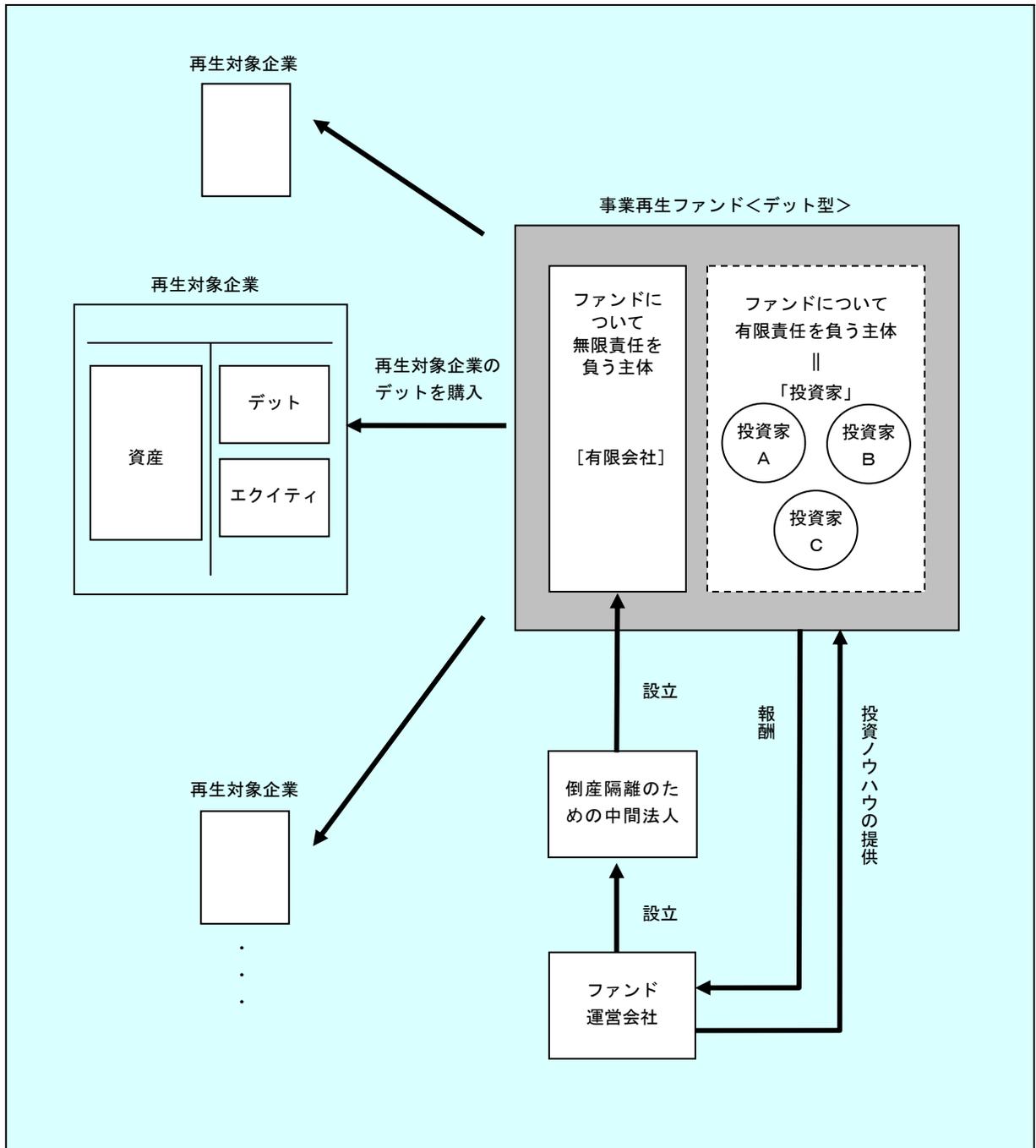
（注 12）匿名組合をビークルとする例を取り上げると、ファンド運営会社は、議決権のない出資を行って、中立的な社員（通例、弁護士または会計士）のみが議決権を有する中間法人を設立、中間法人が、匿名組合出資契約上の営業者となる有限会社を設立し、中間法人の議決権を有する社員が、ファンド運営会社倒産時にも当該有限会社を解散する旨の議決権は行使する義務を負わないことにより倒産隔離を図ることが多い。また、海外SPCを利用する例もみられる。

（注 13）ビークルとして匿名組合、投資事業有限責任組合、海外LPのいずれを利用している場合においても、各契約に基づく権利は、2004年12月以降、証券取引法上の「みなし有価証券」として、同法の適用を受けることとなった。

(図表4-1) 事業再生ファンド(エクイティ型)のストラクチャー(イメージ)



(図表4-2) 事業再生ファンド(デット型)のストラクチャー(イメージ)



[BOX 1]

事業再生ファンドにおける法的「器（ビークル）」の選択

一般に集団投資スキームにおいては、購入する資産の種類や、公募、私募の別などに応じて、最も適合する法的「器（ビークル）」が選択される。主な視点としては、（a）投資家の出資者責任を有限責任にできるか、（b）ビークル段階と投資家段階の二重課税が防げるか、（c）簡易・低コストな設立・維持や内部関係の柔軟な構築が可能か、（d）投資の対象や手法に関する制約がないか、（e）複雑または過重な法規制に服することはないか、が挙げられる。

事業再生ファンドの場合、現在、商法に基づく匿名組合、投資事業有限責任組合契約に関する法律に基づく投資事業有限責任組合（以下、有責組合）、ケイマン諸島や米国デラウェア州など海外法制に基づくリミテッド・パートナーシップ（以下、海外LP）のいずれかを利用する事例が多いようである。

上記以外の候補として、民法に基づく任意組合が考えられるが、（a）投資家たる組合員が無限責任を負う点が問題となる。株式会社や有限会社は、（b）二重課税を回避できない点が重大なマイナス要素となる^{（注1）}。また、特定目的会社は、詳細な流動化計画を作成したうえで財務局に届出を提出する必要があるなど、（c）手続きがやや煩雑となる面がある。このほか、投資信託や投資法人（投資信託及び投資法人に関する法律<以下、投信法>に基づく）は、（d）同一法人の株式につき議決権総数の50%を超えて取得してはならず（投資法人は貸出債権も購入できない）、（e）投信法独自の規制にも服するとの制約がある。

～ のビークルは、（a）～（e）の問題点を概ね解決しているが、やや詳細にみると各々に特徴がある。

匿名組合は、無限責任を負うファンド運営者（営業者）と、有限責任に止まる各投資家（匿名組合員）との個別の契約関係として成立するため、株式会社の株主総会に相当する、投資家間の意思決定を行う横の繋がりが無い。このため、匿名組合契約のほかに、投資家間の関係を規律する別途の契約を結ぶ手間が生じる場合がある（任意組合契約を締結するケースなどがみられる）。なお、匿名組合は、エクイティ、デット、不動産^{（注2）}のいずれも投資対象にできる。

これに対し、有責組合は、従来、投資対象が未公開中小企業等のエクイティに限定されていたが、法改正によって昨年12月以降は、未公開要件・規模要件が撤廃されたほか、デット等金銭債権への投資も可能となった。ただし、原則として不動産に投資することはできない^{（注3）}。

海外LPは、設立手続きを海外で行うため、事務コストが国内のビークルに比べ高くなりがちである。ただし、海外投資家が存在する場合には、本邦における課税を避けるためとの理由で、投資行為が海外（例えばケイマン諸島）において行われることが好まれる傾向にあり、こうした場合には海外LPが利用されている。なお、投資対象は幅広く認められている。

（注1）法人投資家の場合には受取配当等の益金不算入制度、個人投資家の場合には配当控除制度によって一部分の二重課税は回避可能であるが、いずれも全面的な回避効果が常に得られる訳ではない。

（注2）不動産については、現物不動産を営業資産とする匿名組合契約は不動産特定共同事業法に基づく規制に服するため、実務上は、不動産信託受益権を保有する形をとることが通常。

（注3）ただし、貸出債権の担保不動産について売買・交換等の事業を行うことはできる。また、不動産信託受益権を保有することもできる。

d. 投資リターンの見込み

デット型、エクイティ型とも、ばらつきがあるが、10～20%程度の投資リターンを計画しているケースが多いようである。

e. ファンド運営会社の報酬体系

デット型、エクイティ型とも、ファンド運営会社がファンドからノウハウの提供に対して受取る対価は、業績連動型の成功報酬に経費等を加えたものとするのが一般的なようである。

(ホ) レバレッジ・ファイナンス

エクイティ型は、投資利回りを向上させるため、大手行などの金融機関から借入れることが通例である（レバレッジ・ファイナンスと呼ばれる）。また、レバレッジ比率としては、投資家からの出資額に対して、借入額はその2～3倍程度であることが多いようである。

借入金の取り入れは、ファンドそのものでなく、各投資対象企業が行うことが一般的である^(注14)。これにより、個別の投資案件が不成功に終わった場合でも、ファンド全体に遡及せず（ノンリコース）、他の投資対象企業の再生に支障が生じることを防ぐことができる。一方、貸手金融機関側も、貸付に当たり個別の案件の投資内容を精査すれば足りるというメリットがある。

一方、デット型は、大企業を投資対象とするものはレバレッジをかけることが多いが、中堅規模以下の企業を投資対象とする地域再生ファンドについては、レバレッジを全くかけない先の比率が高い。

(2) 事業再生ファンドの機能

①再生プロセス中での事業再生ファンドの機能

事業再生のプロセス中での役割に関して、事業再生ファンドを従来のメインバンクと比較してみよう。

事業再生ファンドは、債権放棄等によって既存の債権に関する「損失を負担」することは想定されないが、メインバンクが果たしてきたその他の機能については、少なくとも潜在的には全て担い得る。

ファンドが「損失負担」しないのは、エクイティ型の場合は、もとより既存の債権の引受け手ではないし、デット型においても、原債権者である金融機関から十分にディスカウントした価格で債権を購入するためである。既存の債権が毀損していることの損失はあくまで原債権者が負う。

それ以外の機能のうち、再生の成否に関するリスクを負担することはファンドの本質的な機能である。また、ファンドは、メインバンクと異なり、一般に「ニューマネー」の融資は行わないが、エクイティ型の増資による資金は「ニューマネー」となるほか、デット型による既存債務の返済条件の変更は再生対象企業の資金繰りを緩和する効果を持ち得る。

「再生計画の策定」は、弁護士、会計士、コンサルタント会社、再生を事業面で支援するスポンサー会社^(注15)などと連携しながら実施されるケースが多いが、事業再生ファンドがその機能の少なくとも一部を担っている。他の主体との連携は、ファンド運営会社にとって重要なポイントと言える。

(注14) 正確には、(注9)にあるように買収目的会社が借入を行う（買収目的会社が再生対象企業からの営業譲受けなし合併を行う場合、これらの後は両者は実質的に一体となる）。前掲のレバレッジ比率（2～3倍）に関する記述も、買収目的会社段階での出資額に対する借入額の比率である。

(注15) スポンサー会社（事業再生を支援する会社）には、大別して、ファンドなど主として財務面で支援するものと、同業他社や有力仕入先・取引先など主として業務面で支援するものがある。ただし、後者は、一般に、出資などにより財務面でも再生対象企業を支援する。

また、「再生計画の実行」の中で、特に人材の派遣については、前述のように特にエクイティ型では通常行われ、適切な人材を送り込む能力はファンド運営会社にとって、差別化を図るもうひとつの重要なポイントである。

このように、事業再生ファンドは多くの場合、「再生の管理者」としての役割を果たしている。

これに対し、「債権者間の調整」については、実行し得ているケースもあるが、しばしば大きな困難を伴う。ファンド関係者の話を総合すると、現状においては、法的整理か、公的機関による調整機能を利用するのでなければ、「債権者間の調整」はなかなか円滑にはいかない。このため、「債権者間の調整」の負担が極めて小さい案件が、主として手掛けられているのが実情である。もちろん、例えば、あるファンドがより良い再生計画を提案すれば、債権者を説得する契機となり得る。しかし、調整の対象である損失負担は、上述のようにファンドではなく原債権者が負うものである。したがって、事業再生ファンドが登場しても、メインバンクの責

任が他の債権者よりも大きいのか、比例的（プロラタ）なものに止まるのかが問題となる状況は、基本的に変わらない。

②公的機関との役割分担

次に、産業再生機構など公的機関の事業再生機能を概観してみよう。

まず、産業再生機構は、再生計画を作成し、金融支援額を調整しながら非メイン先から債権を買取することを主な機能とする、いわばデット型ファンドであるが、エクイティ出資の機能も備えている。整理回収機構の事業再生面での役割は、資金は出さず調整役に徹する場合もあるが、自己資金を活用して買取った債権を対象に事業再生を行う場合もある。また、日本政策投資銀行や中小企業基盤整備機構は、ともに出資機能を持ち、民間ファンドの組成を支援している。日本政策投資銀行は、再生途上にある企業に対する資金供給にも取り組んでいる。各地に設立された中小企業再生支援協議会は再生に向けての調整役である（個々の機関の取組み内容についてはBOX 2 参照）。

[BOX 2]

事業再生に関わる主な公的機関の業務

産業再生機構は、有用な経営資源を有しながら過大な債務を負っている事業者についてその事業の再生を支援するために、2003年に時限的な形（債権の買取決定は本年3月末までに終了）で設立された。

産業再生機構は、当該事業者およびメイン行等金融機関からの支援申請を受けて、主に次の業務を行う。

当該事業の再生計画を立案、調整および決定したうえで、非メイン金融機関が有する当該事業者向け貸付債権を、ディスカウント価格で買取って債権を集約化し、さらに、スポンサー企業が未定その他の理由がある場合には、必要に応じ対象事業者に出資を行う。設立以来2005年3月末までに、計41件の支援決定が行われた。

整理回収機構は、健全金融機関からの金融再生法 53 条に基づく不良債権の買取りおよび回収、破綻金融機関からの債権買取りおよび回収を行うなかで、再生可能性のある債務者については、自ら債権者として事業再生に取り組んでいる（2004 年 8 月末現在、実施案件 256 件）。このほか自ら債権者となることなく、中立的な調整役として事業再生に関与しており、同機構の信託機能を利用して、（a）債権管理回収^{（注1）}、（b）不良債権の証券化^{（注2）}、（c）「企業再編ファンド（金外信託）」^{（注3）}の組成等を行っている。以下では、事業再生ファンドと関連の深い（c）の業務について敷衍する。

「企業再編ファンド」スキームは、2003 年に開始された（2004 年にはスキームを一部変更）。整理回収機構は当該スキームにおいて、金融機関から債務者企業の再生計画の検証依頼を受けたのち、次の業務を行う。当該計画の検証等を実施したうえで、貸手金融機関間の調整を行い、時価によるファンドへの債権売却その他の金融支援の合意を取り付ける、当該合意を行った各金融機関との間で入札管理委託契約を締結し、その後、ファンドへの投資家候補を選定し、守秘義務契約のもとでの情報開示を行ったうえ、入札を実施する、落札した投資家との間で金銭信託以外の金銭の信託契約を締結し、買取資金を受託する、投資家から受託した資金で債権を買取り、再生計画に従って債権放棄等必要な措置の実施や事業再構築計画の実行を管理する。「企業再編ファンド」の利用実績は、2004 年 9 月末現在 14 件ある^{（注4）}。

日本政策投資銀行は、早い段階から事業再生に積極的に携わってきた政策金融機関である。同行は、2001 年 10 月の「改革先行プログラム」（経済対策閣僚会議）の要請を踏まえ、2002 年から、既存債務の株式化などによるバランスシート調整と一体的に、経済合理性が高い再建計画に従って投資を行う事業再生ファンドへの出資を行ってきた（2004 年 12 月末現在、累計 27 件）。また、2001 年 4 月の政府・緊急経済対策において、民事再生法、会社更生法における D I P ファイナンスについて、事業を再生するために積極的な活用を図ることとされた趣旨を踏まえ、D I P ファイナンス制度を創設し、経済社会的に有用な事業の再生を図る取組みを支援してきた（同、融資件数は 52 件）。

中小企業基盤整備機構は、2003 年 4 月に中小企業の再生を支援するためのファンドへの出資事業を業務として追加し（当時は、中小企業総合事業団）、地域金融機関や自治体と連携しつつ、地域再生ファンド等への出資を行っている（2005 年 3 月末現在、累計 8 件）。

中小企業再生支援協議会は、2003 年より順次、都道府県ごとに設置された。同協議会は、過剰債務等により経営状況が悪化しているが、財務や事業の見直しなどにより再生が可能な中小企業者の再生を進めるために、産業活力再生特別措置法に基づき設置された組織で、多様性、地域性といった中小企業の特徴を踏まえ、常駐する専門家が再生に関する相談を受け付け、助言や再生計画策定支援を行っている。

具体的には、上記相談に対して、同協議会の常駐専門家が対応策を提示し、また、相談案件のうち、再生のためには財務や事業の抜本的な見直しが必要な企業について、常駐専門家が個別企業の取組みに対する助言を行い、必要に応じて、中小企業診断士、公認会計士、税理士、弁護士等の専門家に依頼して、共同で再生計画の作成支援を実施する。再生計画策定支援にあたっては、公正中立な立場で貸手金融機関その他の関係者間の調整を行い、事業面や財務面での改善を図るため、個々の企業の特性にあったきめ細かな支援を行う（2004 年 11 月末現在で、再生計画策定数は 311 件）。

（注 1）「中小企業再生型信託」、「再生・調整型管理信託」。

（注 2）「企業再生サポート証券化型信託」。

（注 3）同様のスキームに、「企業再生型金外信託」がある。

（注 4）本スキームのほか、中立的な調整役として同機構の信託機能を利用した事業再生は、同日現在 10 件である（本 B O X の（注 1）～（注 3）の合計）。

ファンド関係者への聞き取り調査からは、公的機関の機能のうち、産業再生機構、整理回収機構、中小企業再生支援協議会などが有する「債権者間の調整」の機能について、ファンドの機能を補完するものとして、ニーズの高さが窺われた。

なお、事業再生に関わる公的な役割として、以上の機能のほかに、これらの公的機関が関わることで、自己査定上の債務者区分の上方遷移に関する判断や、債権放棄に関して税法上の損金算入の可否の判断が行いやすくなるといった一定のメリットがあることも指摘されている。

4. 債権者間調整を巡るいくつかの課題^(注16)

(1) 問題の所在

事業再生を実施すること、すなわち経営存続の危ぶまれる企業を再生し、その経済的価値を上げることは、本来全ての債権者にとってメリットがあるはずである。しかしながら、現実の事業再生においては、債権者全体の利害と個別債権者の利害が必ずしも一致しないことが生じ得る。その原因としては、2点指摘できる。

第一は、事業価値の評価について客観性を確保することが難しいという問題である。事業再生の現場では、個別の再生対象企業について、再生に着手する時点で債務者区分や引当水準が金融機関によりばらつきがあり、それが債権者間の調整を困難にしているとの指摘がしばしば聞かれる。このように、事業再生を前提としな

い場合の評価でも一致しない場合があるが、事業再生において、どのような再生計画を組めば、どの程度の再生可能性が期待できるのか、事業価値を最大化する再生計画は何かといった点について客観性を確保することは容易でない。

第二の問題は、私的整理において、一部の債権者が債権放棄しても、その他の債権者にとっては債権放棄に応じない方が有利になる場合があることである。法的整理であれば、利害関係者の権利を強制的に変更できるが、私的整理は当事者間の任意での合意形成が前提になるため、合意に加わらず、他の債権者の犠牲による再建策が成功すれば、自らは損失を被らずに利益だけを得られる、との判断が働き得るからである。

以下、こうした問題に関する解決の方向性について、若干の検討を試みる。

(2) 事業価値に関する客観性確保の問題

まず、最初に事業価値に関する客観性の確保に向けた、解決の方向性としては2点考えられる。

ひとつは、債権の経済価値把握のための手法を高度化させることなどによって、債権者や、債権を買取ろうとする者の目線のある程度揃えていき、そのことで不良債権の流通市場を活性化することである。

現状、不良債権の流通市場にはある程度の取引量があるが^(注17)、事業再生の分野で期待される機能を十分に果たすには至っていない。不良債権の流通市場としては、主として債権回収な

(注16) このほか、事業再生を巡る課題については、例えば、事業再生の早期着手と迅速処理を主題としたものとして早期事業再生研究会 [2003]、また、事業再生におけるDIPファイナンス、アセットベースファイナンスを主題としたものとして、事業再生研究機構ファイナンス委員会 [2004] を参照。

(注17) 日本銀行金融市場局は、2003年4～6月分から貸出債権市場取引動向の統計を公表している。それによると、不良債権（要管理先以下の債務者に対する債権、額面ベース）については、2003年度は41,258億円、2004年度上期は14,237億円の取引量があった。

いし担保不動産の売却価値に依存する清算型と、一定のシナリオに基づいた先行きキャッシュフローの見積りに依存する事業再生型がある。特に、事業再生型については、評価額にばらつきがより生じ易く、事業再生分野での流通市場の活性化はより難しい面がある（貸出債権市場協議会 [2003] ）。債権評価のばらつきを抑え、市場が活発化し、市場の価格発見機能が適切に発揮されれば、事業価値に関する客観性の確保が期待し得る。

そのためには、単に債権評価技法の向上に止まらず、評価対象の事業に関する情報を、市場参加者で共有し得る体制整備などが課題となる。実務家の間でも、不良債権流通市場の厚みを増すための方策として、投資家への情報開示の促進、契約ひな型の統一化による譲渡取引、支払方法等の標準化などの検討が進められている。

もっとも、ある程度規模の大きい企業の再生でなければ、そもそも市場が成立しにくいという面もある。中小企業の再生案件については、情報の非対称性が大きくなりがちであるし、一定以上の投資規模にならないと経費を賄うだけのリターンが得られにくく、市場参加者数の拡大につながりにくい。

こうした中で、もうひとつの方向性は、公的機関が有する「債権者間の調整」機能の活用で

ある。この点、裁判所の関与による裁判外手続き、例えば、特定調停の一層の活用が検討に値するものと思われる。多比羅 [2001] は、「私的整理に関するガイドライン」の運用に特定調停を組み合わせることで、公正さや透明性に劣るという私的整理の問題点を克服することを提唱している（注18）。

（3）一部債権者の不同意に関する問題

次に、私的整理においては、一般的に一部の債権者が他の債権者、特に主債権者の負担に多めに依存する誘因が働きやすいという問題がある。この場合は、法的整理による事業再生のプロセスを改善していくことが、解決の方向になり得る。もともと法的整理は公正性の極めて高い手法であり、その長所を生かしていくという考え方である。

一般に、法的整理に基づく場合、基本的に債権者平等原則の下で、債権放棄は債権額面に比例的（プロラタ）な形で行われる（注19）。したがって、私的整理について合意できない時に、主債権者の主導で法的整理に進むことが予測されれば、私的整理において、他の債権者が主債権者に同調しない誘因は後退する。

ところが、法的整理は、私的整理による場合に比べ、事業価値が毀損しやすいとされる（注20）。

（注 18）債権者の範囲を金融機関に限定することで迅速性を確保するとともに、同ガイドラインに基づく弁済等の一時停止を利用しつつ、公正・中立な裁判所および調停委員会（事業再生に通じている弁護士および公認会計士からなる）が関与することで特定調停の成立を図るという考え方。

（注 19）法的整理の実務においては、少額債権について全額弁済するほか、債権金額が大きくなるほど実質弁済率が小さくなる、いわゆる段階方式が利用されることがあり、債権者平等原則が機械的に適用される訳ではない（事業再生研究機構 [2004] ）。

（注 20）法的整理は、申立てから計画の認可までに手続きや時間がかかる、認可された計画は、その後の事情変更によっても改定する柔軟性に乏しい、破綻のイメージが強く、商品の仕入先や顧客の評判を落とし経営基盤を失う、などが原因となり、私的整理に比べ事業価値を毀損しやすい。したがって、複雑に権利関係が入り組んだ案件などでは、法的整理の経済的利点が上回ることがあるが、一般的には、私的整理による方が事業の再生可能性を高めることが多いとされる。

このため、主債権者としては、一部の債権者の同意が得られず、その分、私的整理の再生効果が不十分なものになったとしても、法的整理の場合に予想される再生効果の低さを考慮し、法的整理ではなく私的整理を選ぶ誘因が働き得る。したがって、法的整理の使い勝手を向上させ、

一部債権者が不同意のまま私的整理を行うより法的整理に移行した方が、主債権者にとって有利になる程度にまで法的整理による再生効果を改善できれば、より好ましい形での私的整理による利害調整が進展し得る（BOX 3 参照）。

[BOX 3]

いわゆる「ただ乗り」問題についての数値例

債権者が他の債権者、特に主債権者に多めの負担を転嫁させる誘因を持つため、債権者間調整が困難化する問題は、経済学的には「ただ乗り」問題として捉えることができる。そのメカニズムを、簡単な数値例でみてみよう。

（前提条件）

- ・対象企業の当初債務は 100（主債権者 70、その他債権者 30）。
- ・再生計画につき、当事者には次の選択肢。
 - （a）私的整理 1：両者とも当初債権の 3 割に相当する金融支援。
 - （b）私的整理 2：主債権者は 3 割相当の金融支援。その他債権者はゼロ。
 - （c）法的整理：両者とも同じく 3 割相当の強制的な債権放棄。

（数値例）

再生の方式	再生後の企業価値 (以下のように想定) (A)	金融支援額 (B)		残債権額 = 当初債権額 - (B) (C)		再生後の企業価値に対する権利 = (A) × ((C) に占めるシェア) = 債権回収額	
		主債権者	その他債権者	主債権者	その他債権者	主債権者	その他債権者
(a) 私的整理 1	70	21	9	49	21	49	21
(b) 私的整理 2	60	21	0	49	30	30 ^(注1)	30 ^(注1)
(c) 法的整理 ^(注2)	40			70	30	28	12
(c') 改善された法的整理 ^(注2)	50			70	30	35	15

- （注 1）私的整理 2 のケースでは、その他債権者は債権放棄を行わず、主債権者が損失の全てを負担すると想定。
- （注 2）法的整理のケースでは、当初金融支援は行われず、当初債権額の比率に従い、主債権者およびその他債権者が弁済を受けると想定。
- （注 3）全てのケースで、事業再生の成否には不確実性がなく、また、割引率をゼロと仮定し、再生後の企業価値がそのまま意思決定時の企業の割引現在価値であると考える。

(数値例の説明)

この数値例において、主債権者にとっては回収額が大きい順に (a) (b) (c) となるが、その他の債権者にとっては (b) (a) (c) の順となる。

意思決定の順序としては、現実には色々とバリエーションがあるうが、ここでは、主債権者からの提案を受けて、まずその他の債権者が金融支援に応じるかどうかを決定し、その決定をみて主債権者が私的整理で処理するか法的整理に持ち込むかを決定することとする。これは、主債権者が最大の債権者かつ利害関係者であるので、主導的立場にあること、私的整理による金融支援は債権者の同意がなければ成立しないが、同意がなくても法的整理に持ち込むことはできることを踏まえたものである。

ここでの想定の下では、主債権者にとっての最悪の選択は (c) 法的整理であり、これを取り得ないことをその他の債権者は分かっているため、その他の債権者は金融支援には応じないことが合理的となる(「ただ乗り」)。債権者間の調整は不調に終わり、(b) 私的整理 2 が実現する。企業再生計画としては、(a) 私的整理 1 が望ましいが、利害関係者の合理的選択の結果、これと異なる帰結が生じる。

ところが、仮に、法的整理の事業価値を 40 から 50 に上げることができると、各債権者の回収額は下段の網がけのように変化する。その結果、主債権者にとって (b) 私的整理 2 よりも (c) 法的整理を選ぶことが有利となるので、そのことを認識しているその他の債権者は、主債権者によって法的整理に持ち込まれるよりは、金融支援に応じて (a) 私的整理 1 を選択することが合理的となる。

このとき注目すべきは、私的整理の再生可能性 (70 と 60) よりも低い範囲であっても、法的整理の事業価値を上げる (40 → 50) ことの効果が得られることである。法的整理の使い勝手が良くなり、同意を渋る債権者にとって十分な「脅し」になる程度まで事業価値の毀損を防ぐことができれば、私的整理による利害調整が進展するひとつの可能性を示している。

この点に関連して、仮に一部債権者が不同意のために法的整理に進むことになっても、私的整理の段階で大方の合意を得た再生計画が尊重されて迅速に手続きが進行することが慣例となれば、法的整理への移行によって信用が毀損する度合いは最小限に抑えられると考えられる。例えば、法的整理申立て前にスポンサーを見つけておき、法的整理後の企業再建を円滑に進めることで、顧客や取引先企業の信認を得て事業価値の毀損を抑える試みは既にいくつかの実例がある (プレパッケージ型再建といわれる)。事前の段階の再生計画やスポンサーが法的整理移行後に認められ

ることについて、予見可能性を高めることができれば、この問題に関するひとつの前進が期待できる。

実際、法的整理前の段階でスポンサーを呼び込むための工夫が実務専門家によって検討されている。事前のスポンサー選定のプロセスが一定の要件を満たす場合には、法的整理移行後に改めてスポンサー選定をしない扱いにする案や、スポンサー選定は行うが、仮に既存のスポンサーと異なる先が選定された場合には、既存のスポンサーに補償を支払う案などが提示されている (後掲 B O X 4 参照)。

[BOX 4]

プレパッケージ型再建におけるスポンサー選定を巡る議論

プレパッケージ型再建において、法的整理前に選定されたスポンサーは、多大なリスクを抱えながら再生対象企業の営業価値の毀損を防ぐ役割を果たす。それにも拘らず、法的整理後に改めて行う入札の結果、他のスポンサーが選定される可能性があることから、法的整理前に立候補してスポンサーとなる意義は小さい。その結果、法的整理に臨む再生対象企業は、営業価値の毀損を食い止めることが難しくなる。

この問題を解決する一案として、実務家から、法的整理前の選定が一定の要件を満たす場合には、法的整理後の入札は実施せずとも、倒産法に反しない扱いとすべきとの考えが提案されている^(注1)。また、別の案としては、法的整理後に入札は行うが、その結果、既存のスポンサーと異なるスポンサーが選定されれば、再生対象企業は既存のスポンサーに予め定められた補償（ブレイクアップ・フィーと呼ばれる）を払うというスキームの提案がなされている。

いずれの案も、まだ専門家間で検討が行われているところであり、実務的に対応が固まっている訳ではない。ここでは、興味深い提案である後者の補償について若干の考察を加えよう。

同補償が、仮に法的整理申立て前の原因に基づくものとされると、倒産法上、弁済率に従いカットされる。したがって、申立て後の原因に基づく優先度の高い債権（共益債権という）と位置づける必要がある。このため、例えば、以下の検討が必要となる。

- ・ 法的整理申立て前に、関係者が裁判所と調整しておき、申立て後、直ちに、再生対象企業が予め内定しておいたスポンサーと契約を締結することで、補償につき共益債権化の許可を得ることの可否。
- ・ 何らかの事情により、再生対象企業とスポンサーとの間で契約を締結したが、買収が未了の段階で法的整理に移行することになった場合、裁判所と事前調整しておき、法的整理申立て後にいったん契約を解除^(注2)して改めて契約締結し直すことで、補償につき共益債権化の許可を得ることの可否。

補償の最も基本的な性格は、営業価値が毀損しやすい法的整理の当初段階のリスクを、既存のスポンサーが担うことへの対価である。既存のスポンサーが契約を結んだ買収価格は、後日の入札の最低価格を保証することになる^(注3)。すなわち、既存のスポンサーは同価格を行使価格とするプットオプションを対象企業に提供しており、補償額の基本部分はオプションのプレミアム料に相当すると考えることができる。

スポンサーの役割はケースバイケースであり、それに応じて補償額は加減されることになる。これらの価額を現実の事例に則して算定するための、技術的進展が課題となろう。

(注1) 具体的な基準案については須藤 [2004]、松嶋・濱田 [2004] を参照。

(注2) 法的整理申立てをトリガーとした自動解約条項を予めスポンサー契約に盛り込んでおくことが一案である。

(注3) 村上 [2004] が同旨の主張を展開している。

もうひとつの可能性は、私的整理においても、一定の要件の下で法的整理と同様に、不同意の一部債権者について強制的な権利変更を認められるようにする立法措置である。高木 [2005] は、欧米諸国の立法例を紹介したうえで、専門家のチェックを受けた再生計画案について多数債権者の同意が得られたときには、裁判所が少数の反対債権者等の意見を聴取し、不同意に合理的な理由が認められない限りは、これを認可して法的拘束力を全体に及ぼすことができるような立法の必要性を強調している。

こうした点については、様々な見方、立場があるだろうが、いずれにせよ事業再生に関わる手段について、選択肢が広がることは意義があると考えられる。

(4) 事業再生ファンドに期待される役割

以上のような「債権者間の調整」の問題に関する解決の方向性に関して、事業再生ファン

ドの役割は小さくないと考えられる。

第一に、不良債権流通市場活性化の担い手としての役割が期待される（特にデット型）。事業再生ファンド自身にとっても、市場の価格発見機能が向上すれば、市場を通じた債権者間調整が進むことが期待できるうえ、投資の終了（エグジット）段階での債権売却先の選択肢が広がることになる。

第二に、プレパッケージ型再建案件のスポンサー兼アレンジャーとしての役割である。これは、事業再生ファンド（運営会社）に専属的な機能ではないが、連携する他のスポンサー会社および経営者となるべき人材に関するノウハウや人脈を持つ事業再生ファンドとしては、積極的に対応していくべき課題のように思われる。

「債権者間の調整」の問題が、こうした取組みの結果として解決されれば、事業再生の円滑化に繋がることが期待できよう。

[参考文献]

- アリックス,ジェイ、「米国の事業再生とターンアラウンドビジネスの展開」、事業再生研究機構編『事業再生の担い手と手法』、商事法務、2003年、11～37頁
- 貸出債権市場協議会、『貸出債権市場協議会報告書』、2003年
- 木村祐司、「企業再生ファンドの現状と公的機関の役割」、『財政経済研究月報』第51巻第2号、日本財政経済研究所、2004年、13～21頁
- シェアード,ポール(白鳥正喜監訳)、「メインバンクと財務危機管理」、青木昌彦、ヒュー,パトリック編『日本のメインバンク・システム』、東洋経済新報社、1996年、215～271頁
- 私的整理に関するガイドライン研究会、『私的整理に関するガイドライン』、2001年
- 事業再生研究機構編、『更生計画の実務と理論』、商事法務、2004年
- 事業再生研究機構ファイナンス委員会、『事業再生ファイナンス：現状と課題』、2004年
- 須藤英章、「プレパッケージ型事業再生に関する提言」、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、2004年、101～111頁
- 早期事業再生研究会、『早期事業再生研究会報告書』、経済産業省、2003年
- 高木新二郎、「早期事業再生に関わる弁護士の役割」、『NBL』No.804、商事法務、2005年、36～46頁
- 多比羅誠、「私的整理に関するガイドライン」と特定調停手続の利用」、『金融法務事情』No.1629(2001年12月15日号)、金融財政事情研究会、2001年、28～33頁
- 長山宗広・山田隆広、「地域の企業再生ファンドの実態」、『信金中金月報』、信金中央金庫、2004年、38～54頁
- 日本銀行、『不良債権問題の基本的な考え方』、2002年
- 松嶋英機・濱田芳貴、「日本におけるプレパッケージ型申立ての問題点」、『銀行法務21』No.631(2004年4月号)、経済法令研究会、2004年、6～15頁
- 村上寛、「プレパッケージ型事業再生において何が求められているのか」、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、2004年、210～231頁