

転載禁止

事業再生のアプローチと今後の課題

平成18年7月
安東 泰志

バイアウト・ファンド
～フェニックス・キャピタル、
及びその他のファンドの位置付け

バイアウト・ファンドとは？

- **バイアウト・ファンド**: 投資家から資金を募ってレイターステージ(成熟)企業を買収し、株主権を背景にハンズオンの経営関与によって事業改善を行った上で、企業売却・公開による収益を目指すファンド

[バイアウト・ファンドの種類・呼称]

日本では対象企業等によって以下のような分類をすることがあるが、「レイターステージ企業の企業価値向上をハンズオンで行なう」ということにおいてファンド間にほとんど違いはなく、このような分類は無意味である。

- **プライベート・エクイティー・ファンド(PE)**: バイアウト・ファンドの投資対象が主に非公開企業(PE)であることに着目した呼称。
- **再生ファンド**: バイアウト・ファンドの内、主に不振企業の再生による価値向上を目的とするファンド。バイアウトに限らず、債権買取・DESなどの手法も併用する。
- **LBOファンド**: バイアウト・ファンドが、買収対象先の資産・キャッシュフローを担保とする負債を多用する側面に着目した呼称。
- **MBOファンド**: LBOファンドの一種。現経営陣による資本参加の側面に着目した呼称。

[その他の主なファンド・カテゴリー]

- **ベンチャー・キャピタル・ファンド(VC)**: スタートアップから公開前企業に株主として参加し、管理面・資金面などをサポートし、公開時の売却益を目的とするファンド
- **ハゲタカ・ファンド**: 買収した不振企業を解体し、資産切売りするファンドの俗称
- **REIT**: 収益性不動産を対象とするファンド

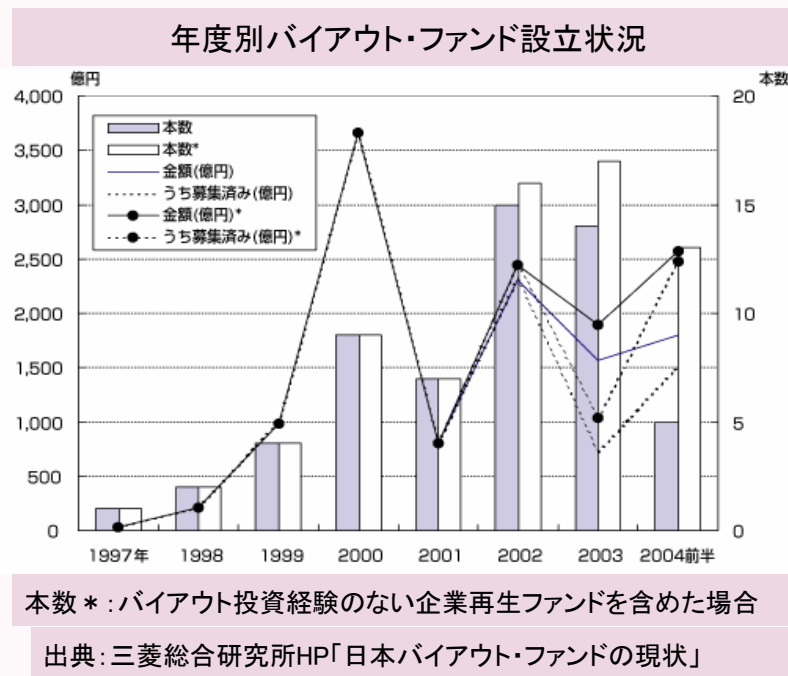
日本のバイアウト・ファンド

● 特徴

- 日本のバイアウト・ファンドの分類も非常に困難である。そもそも投資方針は各ファンドによって自由に設定できる。
- バイアウトに関する法的定義がない。
- 投資家の了承さえ得られれば、投資活動をかなり自由に設定できる。

● 現状

- 経営環境が思わしくない日本企業をMBO、MBI、LBOなどの手法を用いて買収し、財務面でのリストラクチャリングや新しい経営者を送り込むなどして、買収企業を再生させる投資ファンドが2000年以降急激に増えている。
- 政府系機関である日本政策投資銀行、中小企業総合事業団のバイアウト・ファンドへの直接投資が、それまで懐疑的な目を向けていた日本の投資家にとって大きな心理的効果をもたらした。
- ファンドにとって重要なノウハウ・スキルは、買収前から買収後に移行する傾向にある。



日本の主なバイアウト・ファンドの位置付け

- フェニックス・キャピタルは再生を含むバイアウトのファンドとしてブランドが認知されてきたが、創業時と異なる様々な環境変化に直面している



バイアウト主体

バイアウト/VC

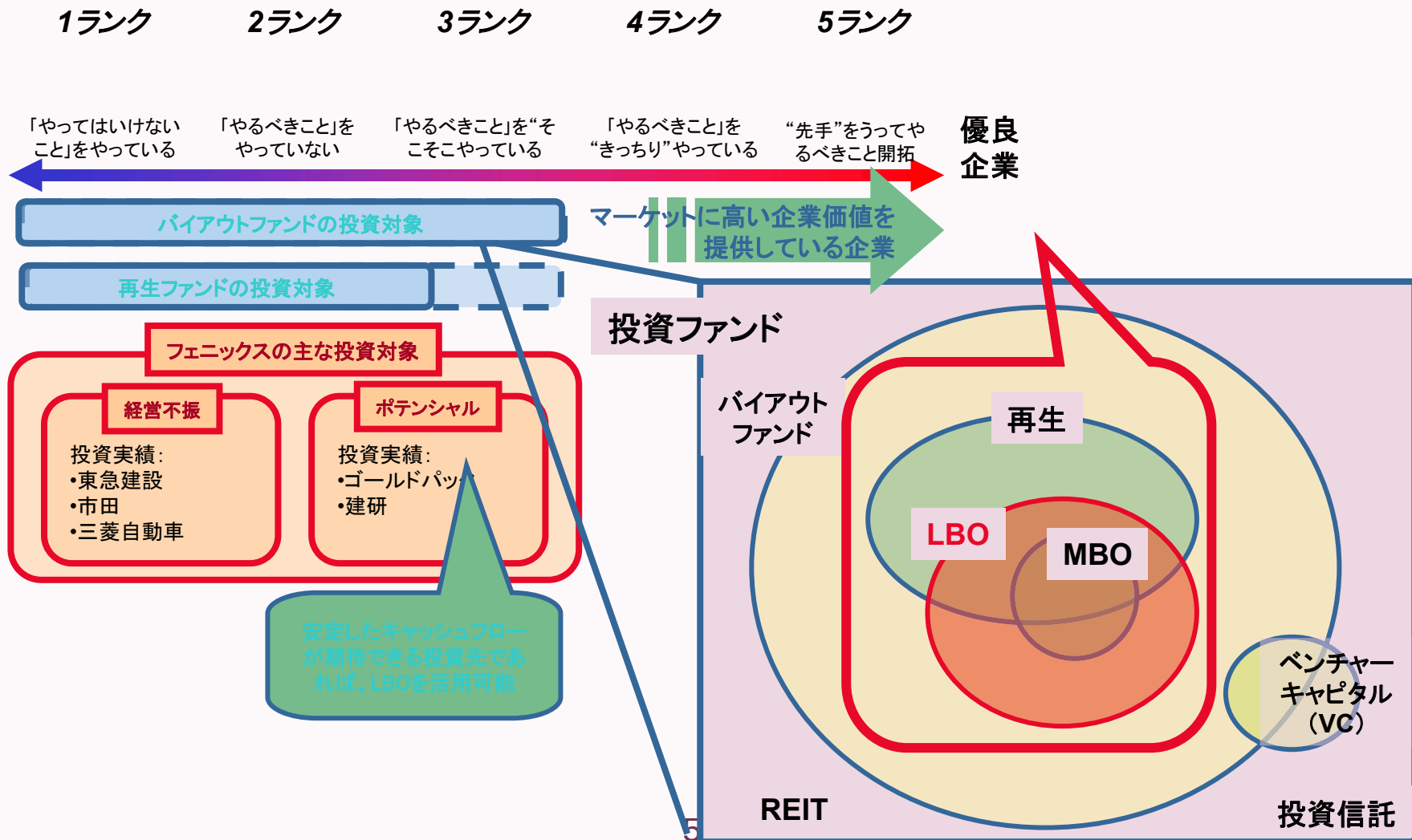
VC主体

↑ 日系 ↓	ユニゾン・キャピタル アドバンテッジ MKS ホライゾン・ホールディングス	独立系 銀行系 証券系	ジャフコ ソフトバンク 東京海上キャピタル	邦国系VC オリックス・キャピタル
	みずほキャピタルパートナーズ フェニックス・キャピタル			
↑ 外資JV ↑ 外資系 ↓	野村プリンシパル 日興プリンシパル 大和プリンシパル			
	アクティヴ			エイバックス・グロービス
	カーライル リップルウッド JPモルガン		ウォーバーグ・ビンカス	

バイアウトファンドの主な投資対象

- フェニックスは、再生案件を中心にスタートしたファンド。しかし、創業者と社員が有する「経営・事業の効率化による企業価値向上ノウハウ」というコア・コンピタンスを活かせば、広くLBO・MBOによる事業再編ニーズにも当然対応できる。

倒産企業



主なバイアウト・ファンド①: 投資規模大(国内)

- 大規模投資では、証券系の投資ファンド(除く外資系)が主なプレイヤーである。

	会社名	詳細
証券系	野村プリンシパルファイナンス	□野村ホールディングスの100%出資により、2000年7月に設立。 □主な投資先は、ハウステンボス(110億)、ミレニアムリテイリング(500億)。 ✓ハウステンボスでは、若手中心のCFTを立ち上げ問題解決を行い、本部のヘッドは外部から実績のある人物をスカウトした。 □プリンシパルファイナンス(PF)は、ファンドではなく自己資金で投資することが特徴。利回りの目安も20%程度と外資系ファンドより低めで、比較的自由度が高い、安定的な投資ができる。
証券系	日興プリンシパルインベスツメント	□日興コーディアルグループの100%出資により、2000年設立。 □主な投資先は、タワーレコード(160億円)、ベルシステム24(1600億円) ✓タワーレコードは05年9-10月に上場予定。 □特徴としては、ヨーロッパで10-15社の投資を手掛けており、英国の港湾事業会社「P.D.Ports」、船舶内装関連会社「Hamworthy KSE」をロンドン証券取引所に上場している。

主なバイアウト・ファンド②: 投資規模大(外資系)

会社名	詳細
リップルウッド・ホールディングス	□1995年に設立。当時の総資産は4.5億ドル(現在は約100億～120億ドル(約1.2兆円))。 □日本における総投資額は約4,500億円。 ✓投資案件は、新生銀行(1,210億円)、フェニックスリゾートシーガイア(162億円)、日本コロムビア(110億円)、旭テック(65億円)、日本テレコム(2,613億円)、日本シャクリー(330億円)、ナイルス(N/A)。 □中長期見通し: ✓日本においては、少子化・高齢化等人口構造の変化につれ、私企業のプライベート・エクイティへの売却・譲渡が増え、190億ドルにまで上るとの見通し。 ✓日本は投資機会が大きいとの認識。世界第二位の経済大国であり、不況により過小評価されている。 □投資方針: ✓経営への参画、長期的な利益の確保 □買収手法パターン 1.破綻や債務超過に陥った企業を安値で買って増資する(例:旧長銀) 2.海外販路や生産拠点を持たない技術力のあるメーカーを買収(例:ナイルス部品、旭テック)
カーライル	□1987年に設立され、当時の運用資産は約100億円。 ✓現在、グループの運用資産は189億ドル(約2兆円)あり、22個のファンドを運営している。 □経営陣には、元英国首相、元米国国務長官が入っている。政財界との強い関係は、ファンドの特徴であり、急成長の一つの要因でもある。 □2001年より日本に進出し、総投資額は約1800億円。 ✓投資案件は、エーエスエス(約95億円)、キトー(約130億円)、日本コーリン(50億円)、DDIポケット(約1,300億円)、リズム(約200億円)。 ✓日本においては、通信、自動車部品、医療を主要分野として投資を行っている。 □中長期計画: ✓3年～5年、投資の回収を目指す ✓3年以内、その他10個のプロジェクトを立ち上げる □投資方針: ✓”ミディアムリスク、ミディアムリターン”

主なバイアウト・ファンド③:ミドルマーケット:投資規模中・小

- ミドルマーケットは、1社当りの投資額が30億～300億程度のマーケットを指す。

	会社名	詳細
銀行系	みずほキャピタルパートナーズ	□みずほコーポレート銀行とみずほキャピタルが各50%出資し、2000年に設立。 □1号ファンドは150億円。2号ファンドは350億円(04年6月時点)。 □主な出資先は、日本高純度化学(38億)、東急エアカーゴ(61億円)など。
独立系	日本未来キャピタル	□日本興業銀行出身の安嶋氏が、日本政策投資銀行と民間6社(NTTデータ・森トラスト・カテナ等)の支援を受けて設立。ファンドの規模は現在161億円。 □主な投資案件はテザック、日本アセットアドバンスなど。 ✓04年3月に、興人ハウジングを買収し、日本アセットアドバンスを設立。再生ファンドが不動産開発事業を再生する、日本では珍しい事例。 □基本的競争力(技術、人、商圈等)がありながら過剰債務のため財務収支に問題がある企業を、バランスシート上の問題を整理し、戦略の見直しを通じて企業再生を図る。
独立系	アドバンテッジ・パートナーズ	□1997年に日本初のPEファンドを立ち上げる。最新の3号ファンドは総額465億円。 □主な投資先は、アイクレオ、弥生など。 ✓アイクレオは江崎グリコに、弥生はライブドアに売却済み。 □出資先は50億～300億円をターゲットにしており、ユニゾンキャピタル等を競合と見ている。 ✓50億の投資に対し、150億程度のデッド銀行からLBOするので、総額200億円のスキームになる。 □長期的に持つことを重視しており、1社当りの平均で7年を見ている。
独立系	アクティブ・インベストメント・パートナーズ	□三井物産と英ロスチャイルドグループが、1999年に設立。 □1号ファンドは100億円。04年に立ち上げた2号ファンドは150億円の予定(現在も募集中)。 □主な投資先は、ソーテック、東急観光(約25億円)など。 □主に上場企業に投資し、上場を維持したまま価値向上を狙う特殊なPE投資手法を採用している。

主なバイアウト・ファンド④

：ミドルマーケット、投資規模中・小、地方

- 地方銀行と協業した地域再生ファンドの設立が相次いでおり、今後も増えるものと予想される。

	会社名	詳細
独立系・地方	ジェイ・ウィンド・ワン・パートナーズ	□03年9月に、福岡銀行と地域再生型ファンドの第1号「ジェイ・ウィンド・ワン」(200億円規模)を創設。 □04年12月に、「ジェイ・ウィンド・ツー」と組成し、新ファンドは傘下に地方ごとの再生ファンドをぶら下げる役割を持つ。日本政策投資銀行や事業法人といった機関投資家が匿名組合出資で、400億円程度まで積み増す予定。 □福岡市周辺の流通業・サービス業を中心に、40数社の債権を買収。 ✓買収先は、本業のキャッシュフローはあるが、過剰債務に陥っている企業。1社当り10億円程度が目安で、40数社向けの債権の額面総額は約600億規模になっている。
その他金融・地方	オリックス	□リース業の顧客である、地域金融機関をターゲットにし、債権回収を足がかりに地域再生ファンドへ参入した。 ✓01年に親和銀行から佐賀の老舗旅館・和多屋別荘の債権を90%以上取得し、再建した。 □04年3月に投資した「九州広域企業再生ファンド」は、地銀4行が出資するユニークなものになっている。 ✓複数銀行が出資することで、融資先が重なるケースで協業し易くなるメリットがある。 ✓再建計画はオリックスが作り、外部コンサルを使いながら支援する。 ✓5年間での再建を目指す。

(注) ①ファンド運営会社に銀行(ないしその関連会社)が出資しているケース、②ファンド総額の50%以上について銀行からの投資を得ているケース、③銀行役員OBが実質的に意思決定しているケース、など「支配力基準」のチェックが必要なケースにおいては、銀行による実質支配でないという要件が満たされ、ひいてはオフバランス要件(独立性)を充足してるかどうか、これまで以上に留意が必要である(p.56ご参照)。

但し、予め、いわゆる実質支配＝オンバランスを前提として投資や貸付債権の売買を行っている場合もあると思われるが、その場合は法令・会計基準を遵守している限りは問題ないものと考えられる。

政策

政府の対応経緯

(1) 基本的な方向性

● 経済財政諮問会議

- 「聖域なき構造改革」(「骨太の方針」平成13年6月)
- 「民間の活力を阻む規制・制度や政府の関与を取り除き、民間需要を創造」「資金の面でも「官から民へ」の流れが戻り、家計の豊富な金融資産が民間の成長分野に円滑に供給されるよう改革する」(「改革と展望―2002年度改定―」)
- 「政府の役割を、市場活動を邪魔しないよう裁量型から事後監視型に変える」(「経済財政運営と構造改革に関する基本方針2002」)

政府の対応経緯

(2) 企業・産業再生に関する基本指針

- **過剰債務問題**：「過剰債務に陥った企業の事業再生は、当該企業の自助努力と民間金融機関、**再生ファンド**等の民間セクターにより市場メカニズムを通じて行なわれることが本来の姿であることにかんがみ、民間セクターの活動を補完することを原則としてその活動を阻害することのないよう配慮するとともに、むしろ民間の叡智と活力を最大限に活用し、再生市場の育成など民間セクターの活性化を図る。また、政策的な支援が、企業の安易な延命や過剰供給構造の助長につながらないように配慮し、市場メカニズムの活性化に資するよう努めるものとする」
- **過剰供給問題**：「本来であれば市場の圧力の中で、事業分野の絞込みを行ない、不採算部門から自主的に撤退していくことが望ましいが、(中略)撤退・縮小に伴う負担を軽減し、(中略)政府は、こうした企業と企業の壁を超えた事業再編、産業再編の取り組みを促進、円滑化していく支援措置を講じ、市場メカニズムの補完を通じて過剰供給構造を是正し、産業再生を図る」

(「企業・産業再生に関する基本指針」平成14年12月、産業再生・雇用対策本部)

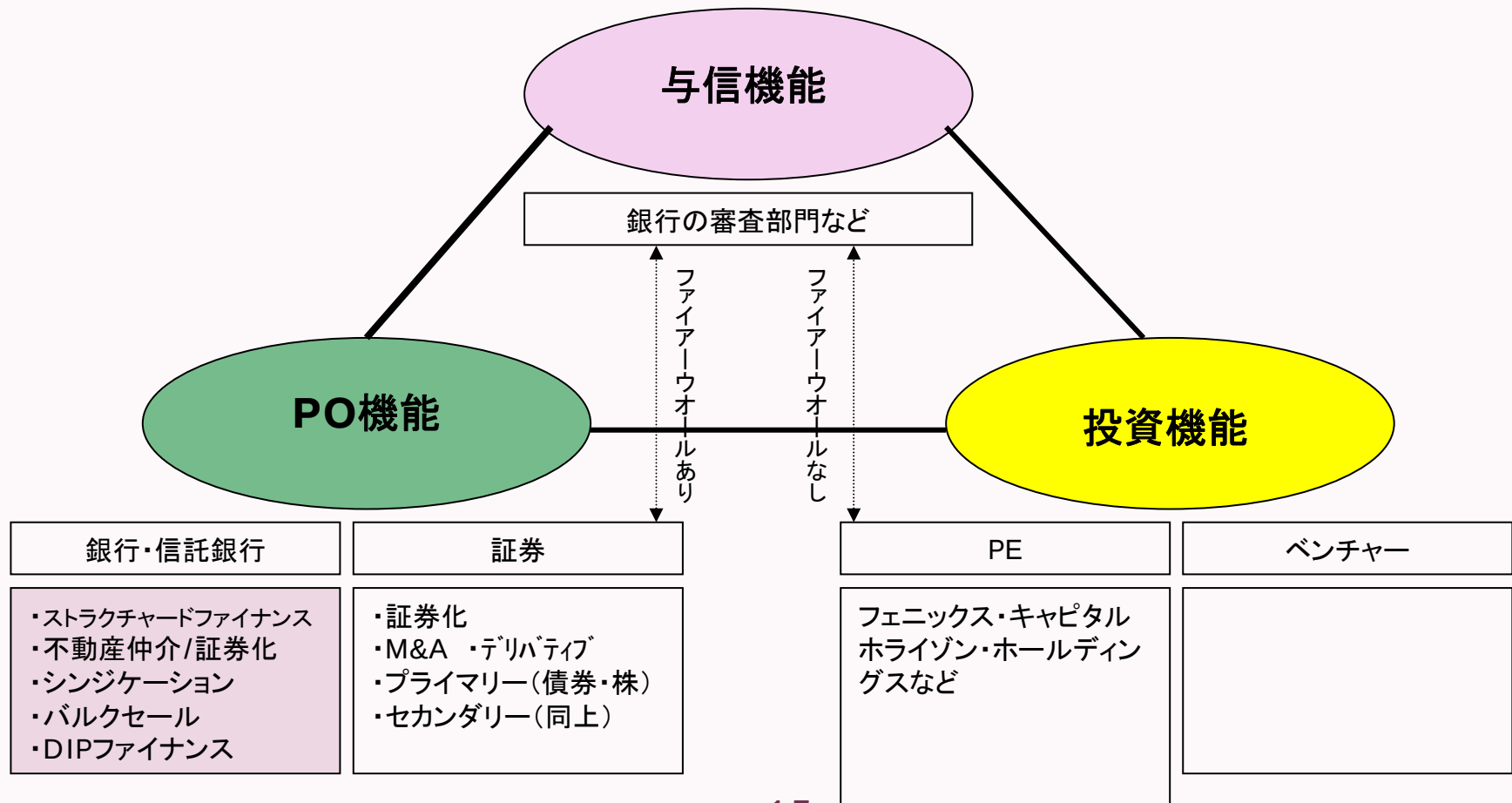
政府の対応経緯

(3) 金融再生プログラム(平成14年10月)

- 「早期是正措置」(平成10年4月～)
資産の自己査定に基づく事後チェック体制
金融再生プログラムでその基準を厳格化
「資本の質」の追及
- 「新しい企業再生の枠組み」
 - RCCの活用
 - 企業再生ファンドの活用
 - 債権流通市場の整備 など
 - 特に債権者調整期間の短縮が課題
 - 私的整理のガイドライン/法的整理の簡素化/
産業再生機構の設立 など
- 「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」(平成15年3月、主に地銀向け)
 - 中小企業金融再生に向けた取り組み: 企業再生ファンド・債務の株式化の促進

銀行・金融機関の観点

銀行から見た場合: 案件処理に関する機能



銀行から見た投資機能の必要性

(1)取引先の経営改善

- 株主権の行使により経営者にプレッシャーを与えつつ経営改善を図り、または主体的に(会社のオーナーとして)業界再編に関与することが必要な時代
 - 然し、銀行法の制約があり、銀行本体・関連会社で一般事業会社の株式を50%以上確保することは不可能
 - 5%超の株式取得にも、銀行法及び独禁法の5%ルール of 制約がある
 - 株主と債権者(銀行)の間には利害相反がある
- よって、信頼できる独立したファンド運営会社取引先のガバナンスを委ね、自らはメインバンクとしての役割を果たすという協働が必須
- なお、銀行が「実質支配」するファンドで一般事業会社の株式を買うことがあったとすれば、上記銀行法・独禁法の「立法の精神」との関連をどう考えるかという問題になる。

銀行から見た投資機能の必要性

(2) 収益機会の追求

- 銀行グループにとって、「待ち」の姿勢では優良・高収益な与信先を開拓することは困難⇒新たな収益機会追求の必要性
- 買収ファイナンス・LBO/MBO取引・それに付随するシンジケーションなど高収益ディールを自ら仕組むには、エクイティー投資家の存在が必要
- エクイティー投資家が実行する不良債権買取業務でも、銀行はノンリコースローンの付与等による収益機会がある
- エクイティー投資家の投資段階では、取引先側のアドバイザー就任・証券化・シニアデットの提供など、また、EXIT段階では、グループが持つ各種機能(例えばM&A、不動産仲介)が提供可能

フェニックス・キャピタルにて実績ある 投資スキーム（現在進行中のものを含む）

- 担保付債権の買取
- 債務の株式化 (Debt/Equity Swap)
- LBO・MBO (買収目的会社のスポンサー)
- 会社分割 (分割会社のスポンサー)
- 営業譲渡 (受け皿会社のスポンサー)
- 民事再生法案件の営業譲渡スポンサー
- 公的機関との連携

- いずれも、銀行単独では実施が不可能ないし困難なもの
- ファンドの事業機会は増加する傾向

フェニックス・キャピタルの 投資実績・スキームと新しい方向性

フェニックス・キャピタルの運営ファンド(1)

フェニックス・キャピタルでは、合計約2,100億円規模の5つのファンドを運営。

創業者(キーマン)の下で、日本で初めての本格的事業再生・再編ファンド「ジャパン・リカバリー・ファンド(JRF)」をはじめ、多様な投資ニーズに幅広く対応したファンドの運営を行ない、成功を収めてきた。

1. ジャパン・リカバリー・ファンド (JRF)

- ✓ ファンド総額: 200.9億円(コミットメントベース)
- ✓ 投資総額: 173.5億円(2005年7月末現在)
- ✓ ファンド運営: フェニックス・キャピタル株式会社
- ✓ 投資対象: 主としてバイアウト・企業再編・再生案件のエクイティ並びにエクイティ関連
- ✓ 投資家: 東京三菱銀行、日本政策投資銀行および国内大手機関投資家他6社

2. 日本リバイバル・ファンド (NRF)

- ✓ ファンド総額: 471.0億円(コミットメントベース)
- ✓ 投資総額: 432.7億円(2005年7月末現在)
- ✓ ファンド運営: 日本リバイバル債権回収株式会社
- ✓ 投資対象: 原則、投資対象に制約を設けない(間口の広いファンド)
- ✓ 投資家: 東京三菱銀行、三井住友銀行および地銀を中心とする国内大手機関投資家他16社

3. ジャパン・リカバリー・ファンド2 (JRF - 2)

- ✓ ファンド総額: 331.0億円(コミットメントベース)
- ✓ 投資総額: 273.6億円(2005年7月末現在)
- ✓ ファンド運営: フェニックス・キャピタル株式会社
- ✓ 投資対象: 主としてバイアウト・企業再編・再生案件のエクイティ並びにエクイティ関連
- ✓ 投資家: 大手機関投資家14社(東京三菱銀行、国内銀行、年金基金、ファンド・オブ・ファンド等、多様な投資家層)

*** 次ページへ続く ***

フェニックス・キャピタルの運営ファンド(2)

4. ジャパン・リカバリー・ファンド3 (JRF-3)

- ✓ファンド総額: 270.0億円(コミットメントベース)
- ✓投資総額: — (2005年7月組成)
- ✓ファンド運営: フェニックス・キャピタル株式会社
- ✓投資対象: 主としてバイアウト・企業再編・再生案件のエクイティ並びにエクイティ関連
- ✓投資家: 大手機関投資家14社(東京三菱銀行、国内銀行・金融機関等)

5. MMCファンド

- ✓ファンド総額: 740億円
- ✓ファンド運営: フェニックス・キャピタル株式会社
- ✓投資対象: 三菱自動車工業(株)
- ✓2004年7月組成

6. 日本リバイバル・ファンド2 (RF-2)

- ✓ファンド総額: 201億円(コミットメントベース)
- ✓ファンド運営: フェニックス・キャピタル株式会社
- ✓投資対象: 特定せず(主に債権投資)
- ✓2005年11月組成

このほか、

- ・ウエスト・ビレッジ・キャピタル(MTFGの私募REIT)の助言会社運営
- ・有力な地銀をサポートして、地域ファンドの運営等、他のファンドの運営受託も実施。

投資実績

- ・ ファンド総枠(投資家数50社以上) : 約2,200億円
- ・ 2005年12月までの投資実績 : 約1,600億円

※2005年12月末現在の実績(不動産ファンドを除く)

主な投資先 (公表可能な企業のみ、投資予定先を含む)

[製造業]

- ・(株)滝澤鉄工所 (工作機械、東証二部)
- ・ゴールドバック(株) (飲料、06年4月にJASDAQ上場)
- ・明道メタル(株) (金属加工)
- ・三菱自動車工業(株) (自動車、東証一部)
- ・ティアック(株) (音響・情報関連、東証一部)
- ・(株)ソキア (測量機器、東証一部)
- ・(株)フジソク (スイッチ)
- ・キタデ(株) (自動車内装部品)
- ・(株)カイジョー (半導体・液晶製造装置)

[土木建設業]

- ・東急建設(株) (土木・建設、東証一部)
- ・不動建設(株) (土木・地盤改良、東証一部)
- ・(株)建研 (プレキャストینگ)
- ・世紀東急工業(株) (道路舗装・土木、東証一部)

[流通関係]

- ・市田(株) (きもの、ラルフローレン、東証一部)
- ・(株)津松菱 (百貨店)
- ・(株)近商ストア (スーパーマーケット)
- ・(株)さくらや (家電量販)
- ・(株)名鉄パレ (スーパーマーケット・百貨店)

[その他(医薬・レジャー・外食)]

- ・(株)ツムラ (医薬品、東証一部) : 投資回収済み
- ・大手ホテル
- ・(株)江戸沢 (外食チェーン、東証二部)

※上記ほぼ全てに対して役員派遣を含む関与支援

※そのほか、多数投資済み、多数検討中

※以上の投資に加え、債権投資は日本リバイバル債権回収(株)で多数実行済み

主な投資スキーム

(1) 第三者割当増資－取引先の資本増強ニーズ対応－

- 主な投資先： 近商ストア、名鉄パレ、不動建設、さくらや、三菱自動車工業、東急建設、ティアック

(2) LBO・MBO－取引先における事業再編・本業回帰ニーズ対応－

- 主な投資先： ゴールドパック(旧東急電鉄100%子会社)、建研

(3) 債務の株式化－Debt for Equity Swap－を通じた企業再生

- 主な投資先： 市田、滝澤鉄工所、津松菱
 - 擬似的な方法によるケースも多い(営業譲渡スキームとの組合せ等)

(4) 銀行が保有する担保付貸付債権への投資

- 主な投資先： 非公表(守秘義務あり)

創業時のフェニックス・キャピタル (JRF・NRF)の狙い

(1) 銀行

1. 不良債権の完全なオフバランスシート化
2. 企業再生という公共的な使命の遵守
3. 最近では、買収ファイナンス等業務推進上のニーズ

(2) 企業

1. 過剰債務からの解放、ないし成長資金の確保
2. メインバンク(債権者)と株主両方のサポート
3. 優れた経営理念の導入

(3) ファンド＝投資家

1. ディールソースの確保＝優良なディールソースへのアクセス
2. メインバンクとの協調による企業再生、ないし成長機会の供与
3. これらを通じた投資家へのより高いリターンの確保

創業時の フェニックス・キャピタル(JRF・NRF)の特徴

(1) 銀行・特定の企業グループからの独立

→ファンド運営会社は、どの企業グループとも資本関係がなく、ファンドに投資している投資家のために厳しい善管注意義務を負って運営

→ただし、「李下に冠を正さず」という観点で、実質要件を含め、厳密なチェックを継続していく必要あり

(2) 透明性の高い仕組み

➤ 損失先送りにならないDESの仕組み(ファンド方式の利点)

✓ 貸付債権(あるいはDES後の株式)を、ファンド(第三者)向けに時価譲渡することにより、損失先送りを回避。第三者との時価取引が介在することから、対外的にも「飛ばし」でないことについて明快な説明が可能

➤ すべて日本法に則った仕組みづくり

✓ 日本の法律および会計・税務に関する諸制度を活用・遵守することで、スキームの安定性を確保

(3) 日本型の企業再生・不良債権処理モデル

➤ ステークホルダー(株主・従業員・債権者)間の協調による総合的な問題解決(次葉「フェニックス・キャピタルの考え方」ご参照)

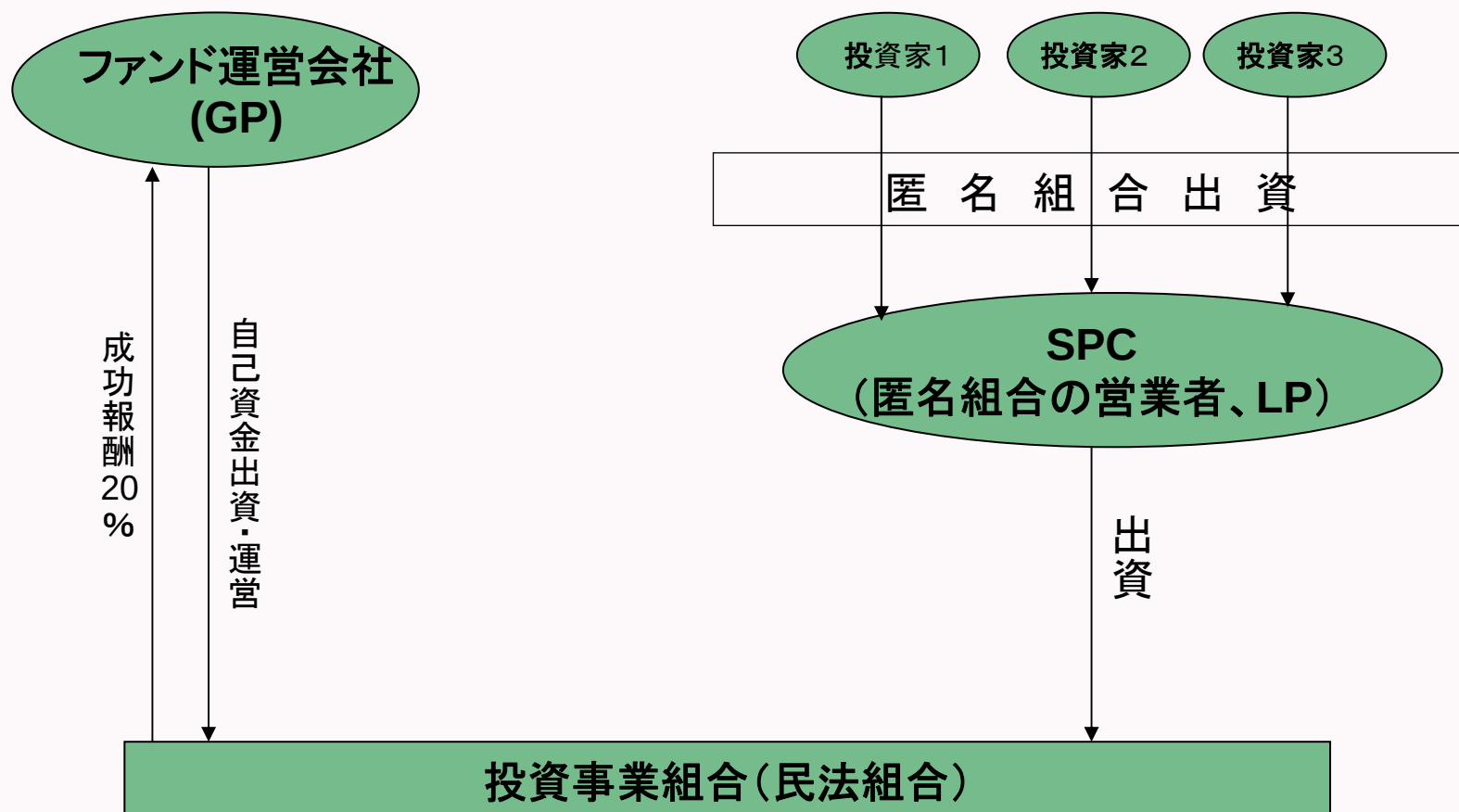
➤ 日本の投資資金に対する新たな投資分野の提供

今後の投資ファンドの方向性

- (1)「再生」から「再編・成長」に軸足を移動
- (2)株主・債権者・従業員・取引先・社会など各ステークホルダーへの貢献をCSRとしてより明確に意識(p.47「三菱自動車工業の例」ご参照)
- (3)日本の産業再編を主眼に置き、流通業・製造業等の「インダストリアル・パートナー」が主導する体制
- (4)ファンドのグローバルスタンダードに則り、構成員自治とパススルー税制を特徴とするLLP制度を採用
- (5)海外投資家向けのファンドも用意、投資においてはOut-In/IN-OutのM&Aのスムーズな実施もリードし、円滑な資本移動に寄与
- (6)従来にも増して金融機関等との利害相反を排除

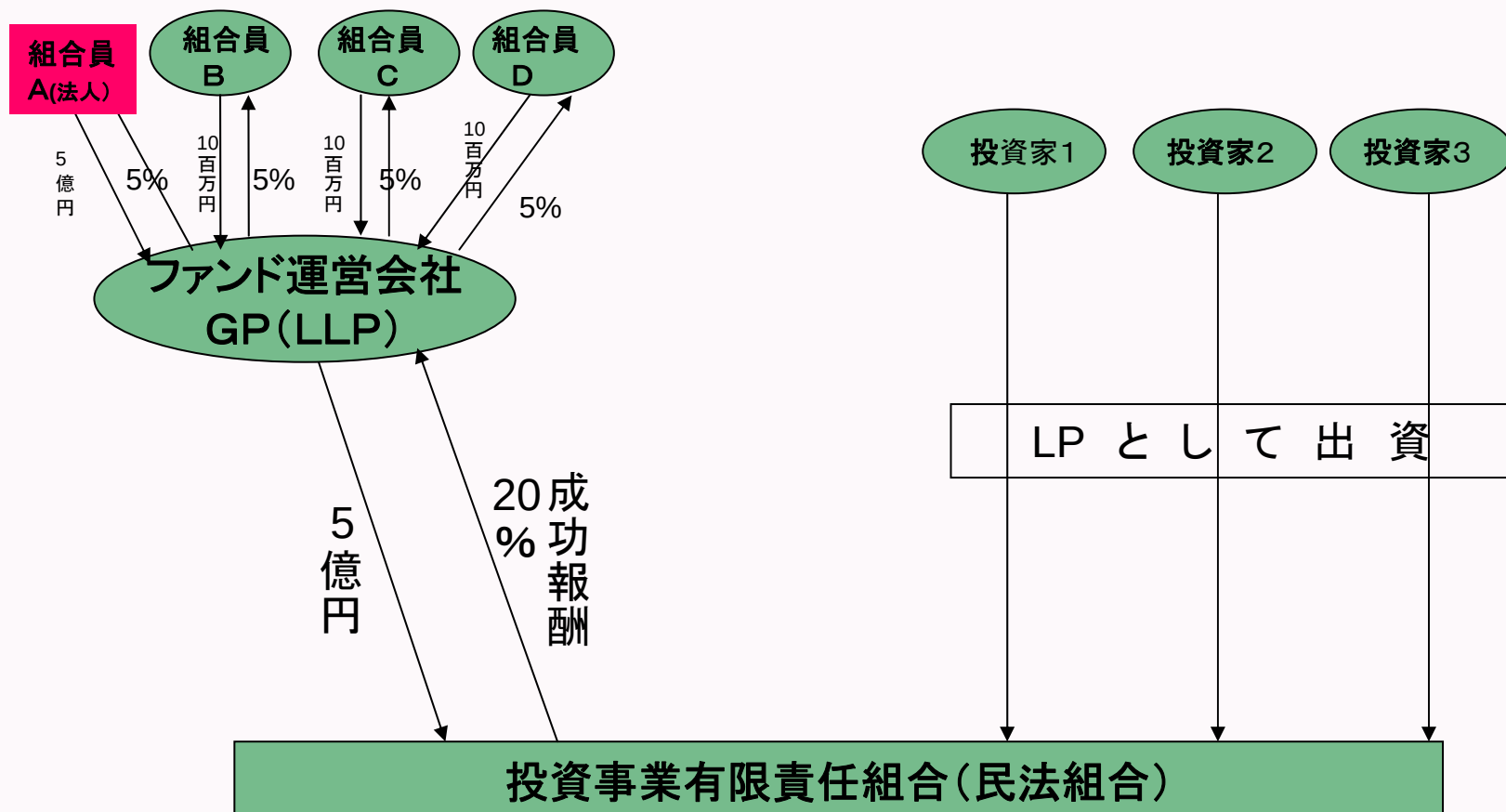
投資ファンドのスキーム(1)

匿名組合＋投資事業組合理型(フェニックス・キャピタル)



投資ファンドのスキーム(2)

LLP(有限責任事業組合)＋投資事業有限責任組合 型



事業再生の考え方

フェニックス・キャピタル創業時の考え方

- 株主・債権者・従業員の協調と痛み分け
 - ワークアウト・ターンアラウンド共に従業員参加型で実施
- 国内投資家による国内企業の再生
 - 長期的視点からの再生
- 国内15の金融機関との業務提携契約
 - 強い信頼関係に基づくスムーズな案件処理
- コンプライアンス・透明性の堅持
 - ファンド・運営会社は国内籍。監査法人による監査を実施し、投資家に還元
 - 守秘義務・インサイダー規制等、万全の法令順守体制

事業再生のフェーズ

● 第1フェーズ：案件精査

- 主にメインバンクからの持込案件の内容を精査

● 第2フェーズ：投資実行

- 投資形態は、債権・DES・割当増資・LBO/MBOなど多彩

● 第3フェーズ：ワークアウト

- 退職給付債務・人件費等固定費の削減・変動費化
- 過剰債務問題の解消

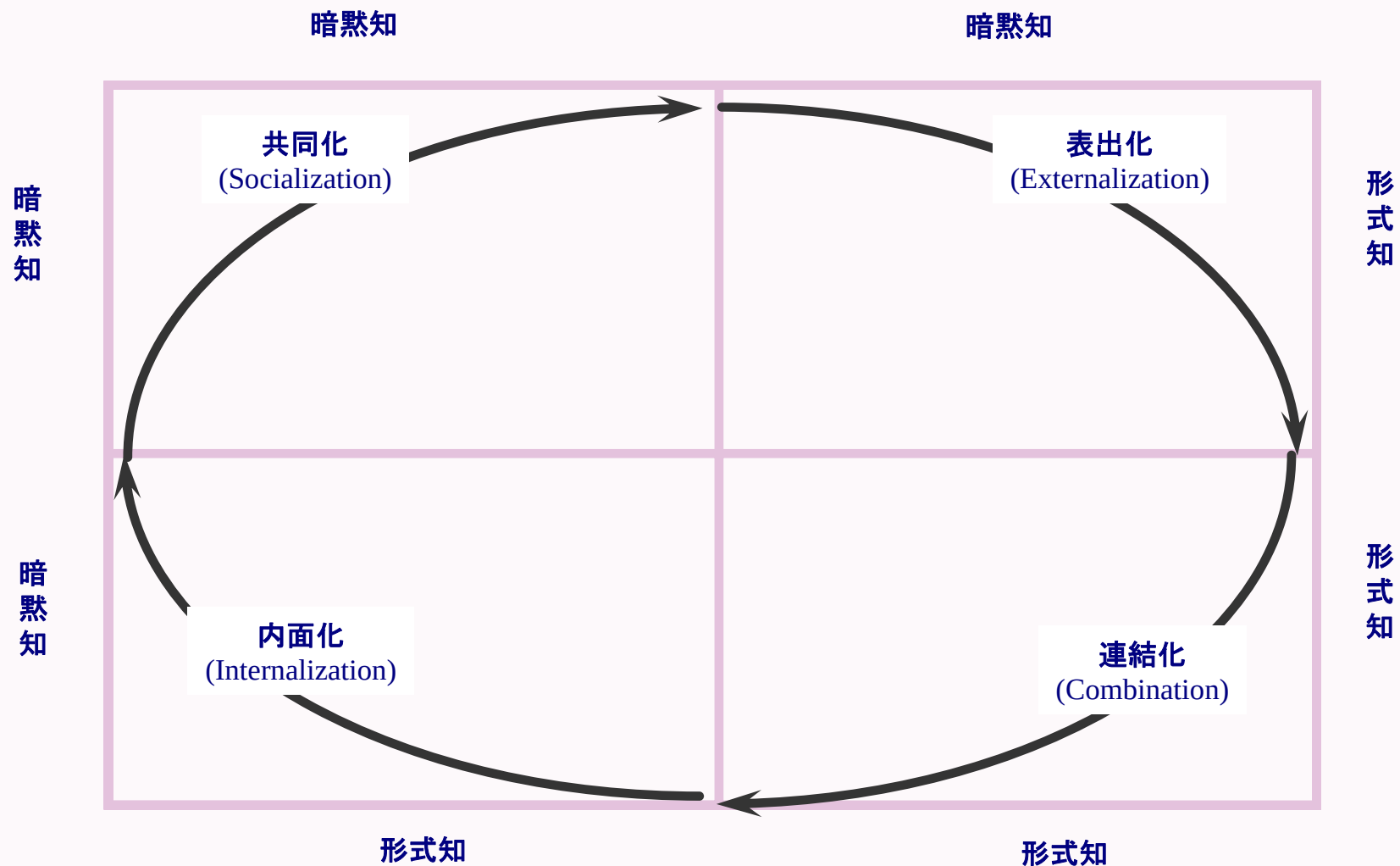
● 第4フェーズ：ターンアラウンド

- 攻めの経営に向けてナレッジマネジメント理論に基づく従業員参加型の「知識創造経営」を実施
- ファンドは社内横断PTを取り纏め、必要な資源(ヒト・モノ・カネ)を投入

再生可能か否かの判断

- 事業を動かしているのはヒトである
- 再生出来る事業は、ヒト・モノ・カネが揃っていないといけない
 - ヒトは、その事業再生に取り組む時点で存在している必要がある
- ヒトというのは、従業員の頭数ではなく、事業についての「暗黙知」の有無である。
 - 投資に際しては、従業員に暗黙知が存在するか否かが最大の判断材料となる
 - ターンアラウンドフェーズで暗黙知を形式知に転化して攻めの経営に転ずることが可能になる

(参考資料) 知識創造理論の概要



ワークアウトのポイント[○] (市田の例)

● ポイント

- ① 過剰債務問題の解消
- ② 退職給付債務問題の解消
- ③ 過剰人件費等固定費の削減・変動費化
- ④ 従業員インセンティブの維持

● 市田の例

- ① DESによる財務内容の劇的な改善
- ② 年金の全廃による年間9億円のコストベース改善
- ③ 組織のスリム化・人員配置の見直し・成果型報酬制度の導入による年間2億円の固定人件費の削減
- ④ スtockオプション制度導入

ターンアラウンドのポイント(市田の例)

● ポイント

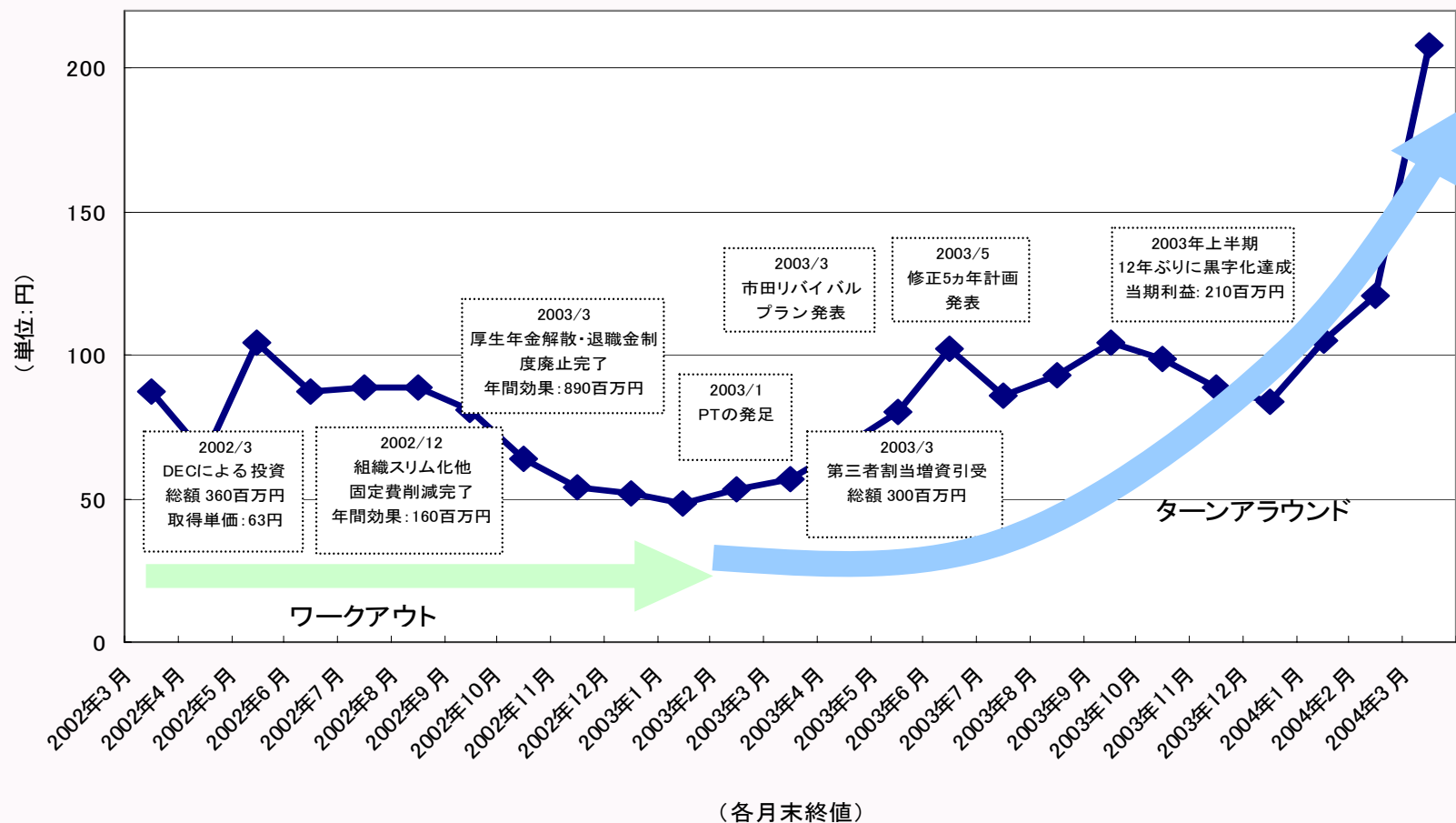
- ① 経営理念・目標の明確化
- ② 現場に近い非常勤役員の配置
- ③ ナレッジマネジメントシステムの確立(管理会計を含む)
- ④ 取締役会直下に従業員参加型のPTを組成(暗黙知の表出化)
- ⑤ バリューチェーンの再確認(形式知の連結化)
- ⑥ 攻めの経営施策の実行

● 市田の例

- ① 新経営陣による明確なメッセージ
 - 社長自ら従業員に語りかけ
 - ② 新井玲代(34)をファントから派遣
 - 直ちに主要社員との面談
 - ③ 在庫DB、管理会計見直し、社内情報共有システムの構築
 - ④ 社内にPT(ネクストボード)を組成し、1年間に亘って継続的に協議
 - ⑤ 市田リバイバルプランの策定と公表
 - ⑥ 新年度から施策を実施
 - 毎週フォローアップ中
- 2004年3月期は13期振りの黒字化達成、2005年3月期・2006年3月期も黒字を継続し、3期連続黒字。

(ご参考) 再建に目処をつけるまでの株価推移

市田(8019) 当社による支援関与と株価推移

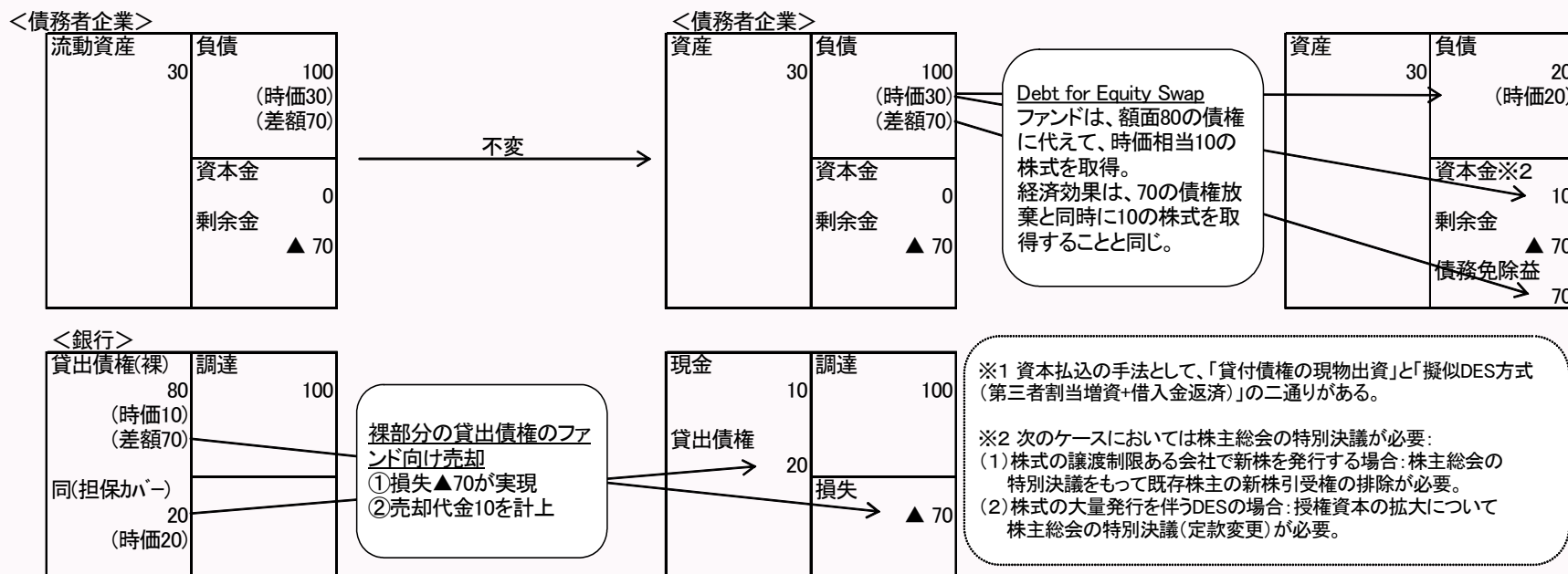


スキームの例示

債務の株式化-Debt Equity Swap-を通じた企業再生

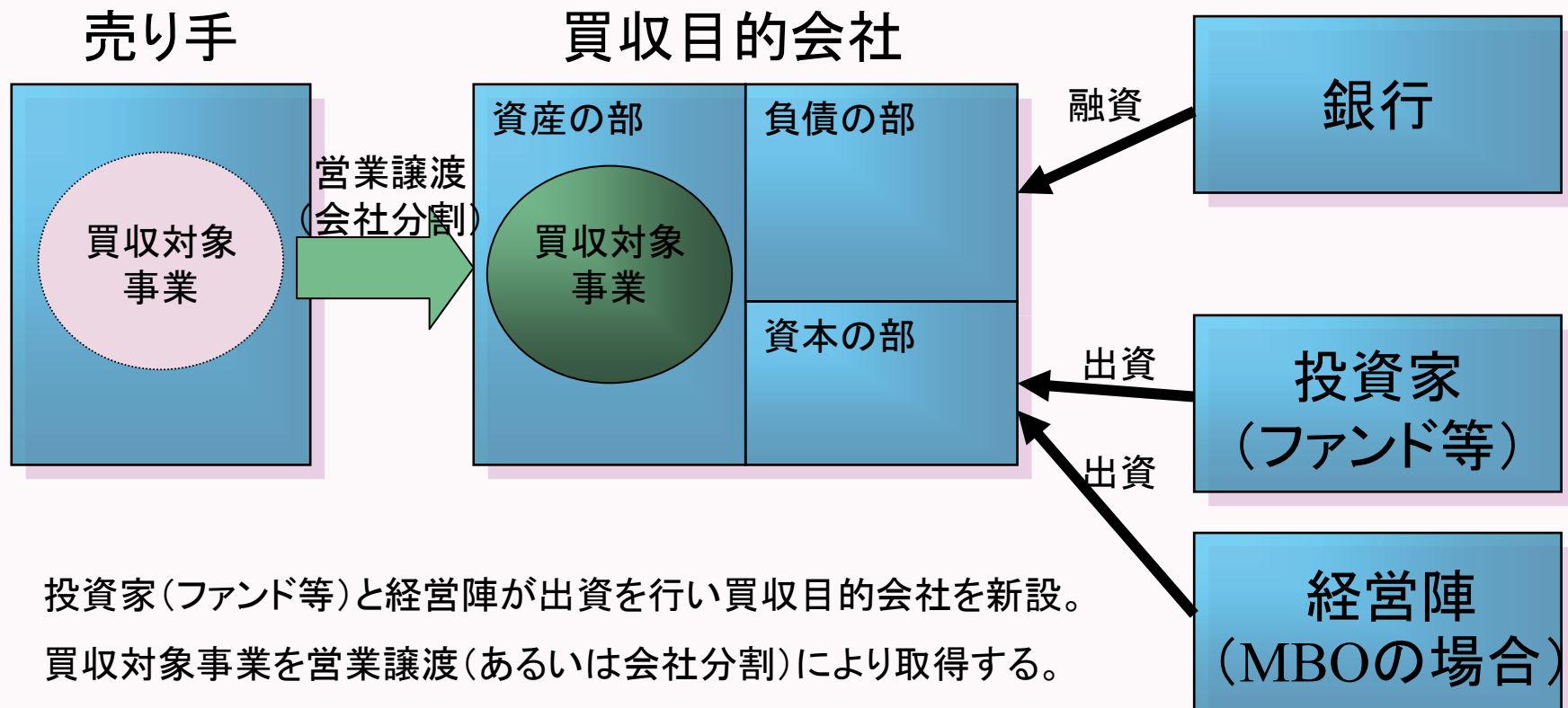
● モデルケース: バランスシートの遷移(時価DES)

- 資産30、債務超過70、銀行借入100(内信用部分80(=時価10)、担保カバー部分20(=時価20))の企業を想定
- 信用部分80(=時価10)をDESする



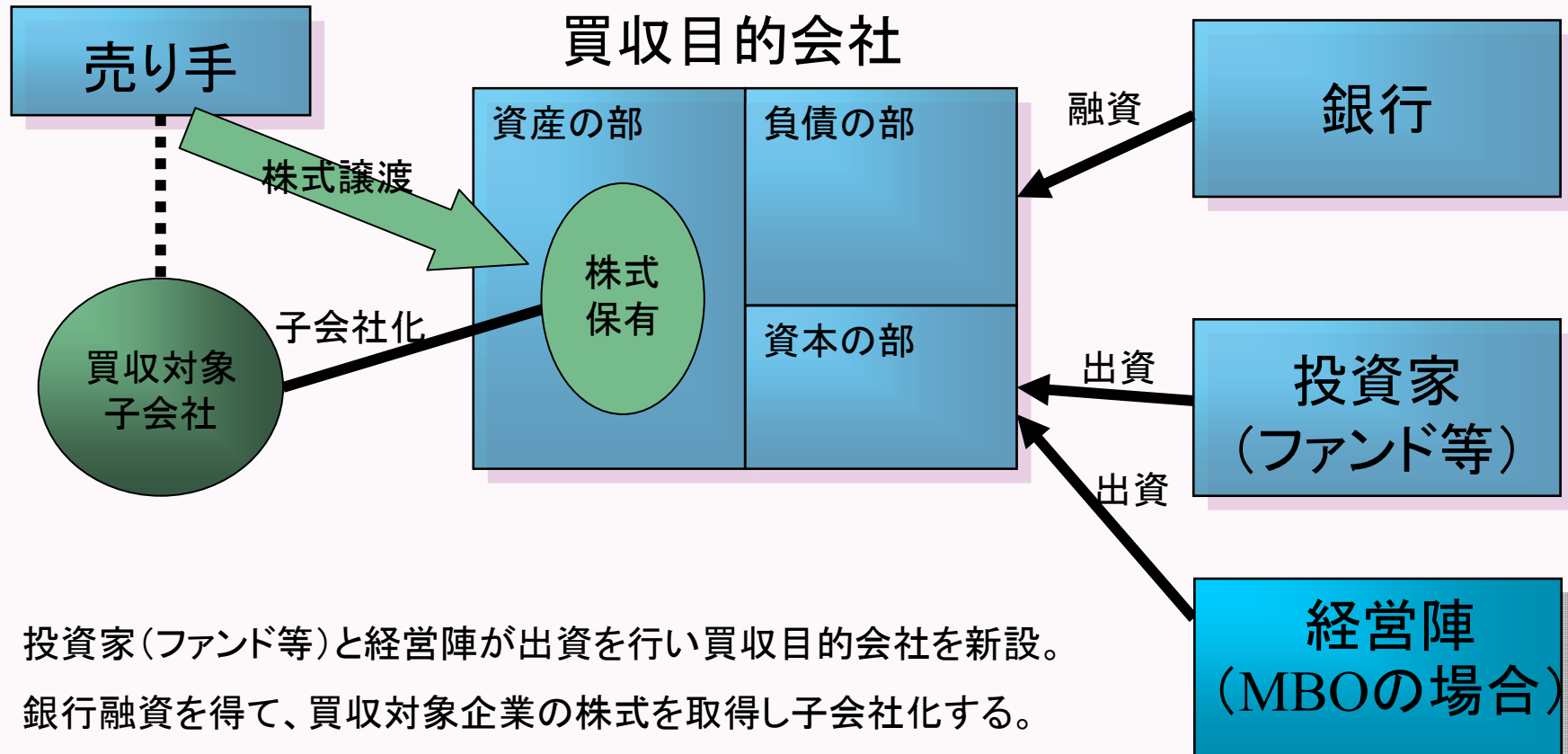
LBO・MBOー取引先のBSリストラ・本業回帰ニーズ対応ー

一般的な事例(営業譲渡などによる場合)



投資家(ファンド等)と経営陣が出資を行い買収目的会社を新設。
買収対象事業を営業譲渡(あるいは会社分割)により取得する。
譲渡される事業のキャッシュフローを見合いに銀行より融資を受ける。

LBO・MBOー取引先のBSリストラ・本業回帰ニーズ対応ー 一般的な事例(株式譲渡による場合)



投資家(ファンド等)と経営陣が出資を行い買収目的会社を新設。
銀行融資を得て、買収対象企業の株式を取得し子会社化する。
買収後、対象企業を吸収合併することも可能。

三菱自動車工業の場合 (全て開示資料から抜粋)

「知識創造理論」による三菱自動車の問題点整理

- ① ビジョン乱立により全社の方向性が不明確
(暗黙知共有の「場」に必要な指針の欠如)

⇒ リーダーシップによる経営ビジョンと顧客志向の明確化

(例)「企業理念=MMCのコーポレートブランド」を再確認し、クルマ作りに関する現場での活発な議論を促していく



- ② 部門最適による全体像の議論ができない組織(機能間のすりあわせの欠如)

⇒ クロスファンクションを実質的に活用し、同時に人事ローテーションの強化を図りセクショナリズムを打破



(例)PX(プロダクト・エグゼクティブ)体制の導入による横串機能の実行→高品質・低コストで「売れるクルマ」作りを実現

- ④①～③のプロセスの問題から起こる収益構造の無駄(車種が絞りきれない、部門最適のコスト削減による多大なる無駄の発生に伴う高コスト構造)が検証出来ない



⇒ 経営情報を高度化し、施策を徹底的にフォロー(開発車種絞り込みと競合企業比較の徹底、プロダクトライフサイクル視点のコスト削減の徹底等)



- ③ 顧客情報起点および競合企業分析の不徹底により顧客からの信頼が低下(売上不振・リコール問題)、社内に「甘え」の構造を生む

⇒ 顧客情報を起点とし、競合分析を徹底することで「売れるクルマ」を作る体制を再検証。その徹底的な実行により顧客からの信頼を回復



事業再生委員会と CFT活動

三菱自動車が目指す方向(全体像)

企業理念

大切な
お客様と
社会の
ために、

走る歓
びと確か
な安心を、

こだわり
をもって、

提供し続
けます。

ステークホルダー (利害関係者)

お客様

株主・
債権者

社員

調達
パートナー

販売会社

社会

目指す方向

お客様の生涯満足度
最大化

走行性能・走破性能、
安全性・耐久性におけ
る
ブランドの確立

効率的グローバル化
持続的発展の継続
安定収益の確保

情熱と誇りの回復

強固なパートナーシップ
の確立

環境への継続的な
配慮

施策の方針

- お客様との絆づくりの徹底
- 安心の保証(新メンテナンスパック、延長保証付新車検メニューの導入) } 国内
- お客様視点の品質指標による品質向上(喜び・満足品質の実現)
- モータースポーツで培った技術を全車種に展開

- グローバル車種の強化
- アセアンなど成長市場重視
- アライアンスによる持続的発展
- 経営管理の徹底と経営責任の明確化
- 聖域無きコスト削減の実施
- 資本増強

- 部門横断的な課題解決の仕組みの構築

共同
作業

製造:開発プロセスへの調達パート
ナーの早期参画

販売:地域に密着した販売会社との
連携強化

- 電気自動車などの取り組み継続
- 開発から廃棄までのライフサイクル全体での環境配慮活動の推進

企業理念・経営基本3原則

三菱グループ 三綱領

- 所期奉公……豊かな社会の実現と地球環境の維持への貢献
- 処事光明……フェアプレイに徹する
- 立業貿易……グローバルな視野で

企業理念

大切なお客様と社会のために、
走る喜びと確かな安心を
こだわりをもって、
提供し続けます。

経営基本3原則

- コンプライアンスを実践し、安全を追求し、
お客様を大切にします
- 各ステークホルダー(利害関係者)に対し積極的に
情報開示を行い、透明性を高めていきます
- 経営責任を明確にし、経営計画を達成していきます

三菱自動車のクルマづくり

『質実剛健』

(走行性能、走破性能、安全性、耐久性)



Sporty DNA



SUV DNA

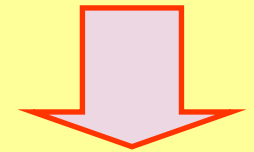


お客様満足の向上に向けたお客様との絆づくり

基盤の強化	● サービス品質の強化と徹底 ● 販社サービス生産性の向上 ● CRMの基盤強化(IT化、保険、ファイナンスなどの整備) ● 中古車事業の体制強化 ● 部品・用品の品揃え強化
継続的な 接点強化と実行	● インターネットを核にした接点強化プログラムの実行 ● イベント等によるお客様とのコミュニケーション推進
魅力のある 高付加価値 の提供	● 三菱安心サポートと延長保証付車検プランの展開 ● ロードサービス(三菱アシスト24)、リマインドサービス*の段階的展開

お客様満足度
向上への取組み

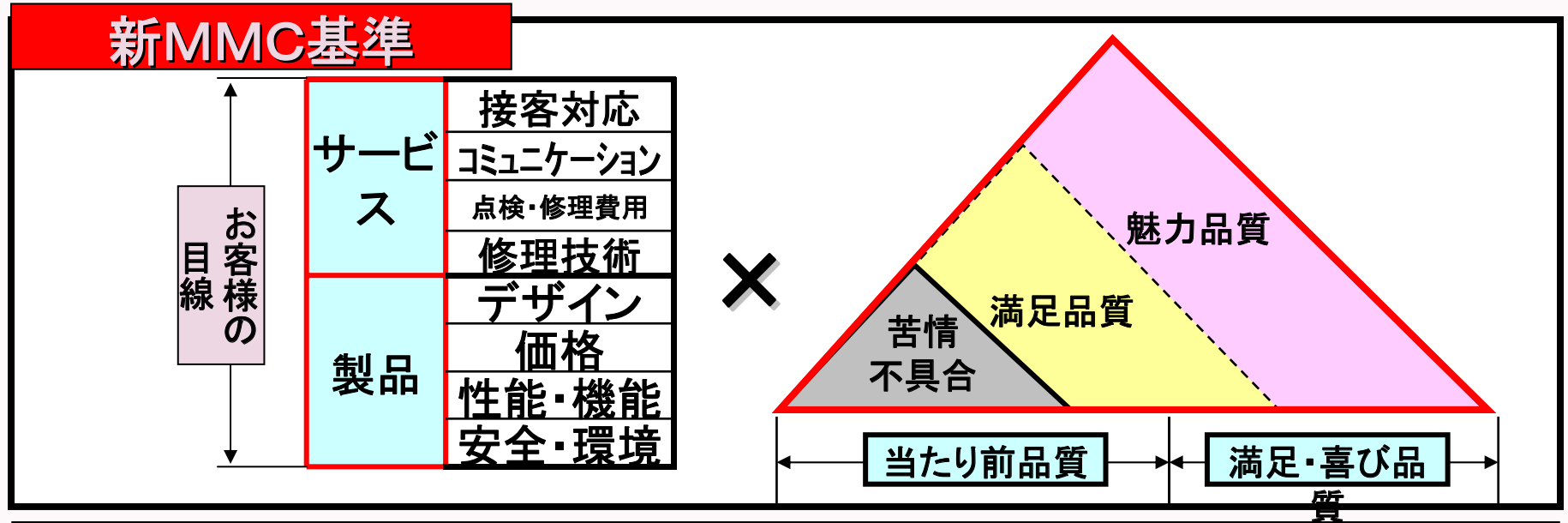
お客様の声



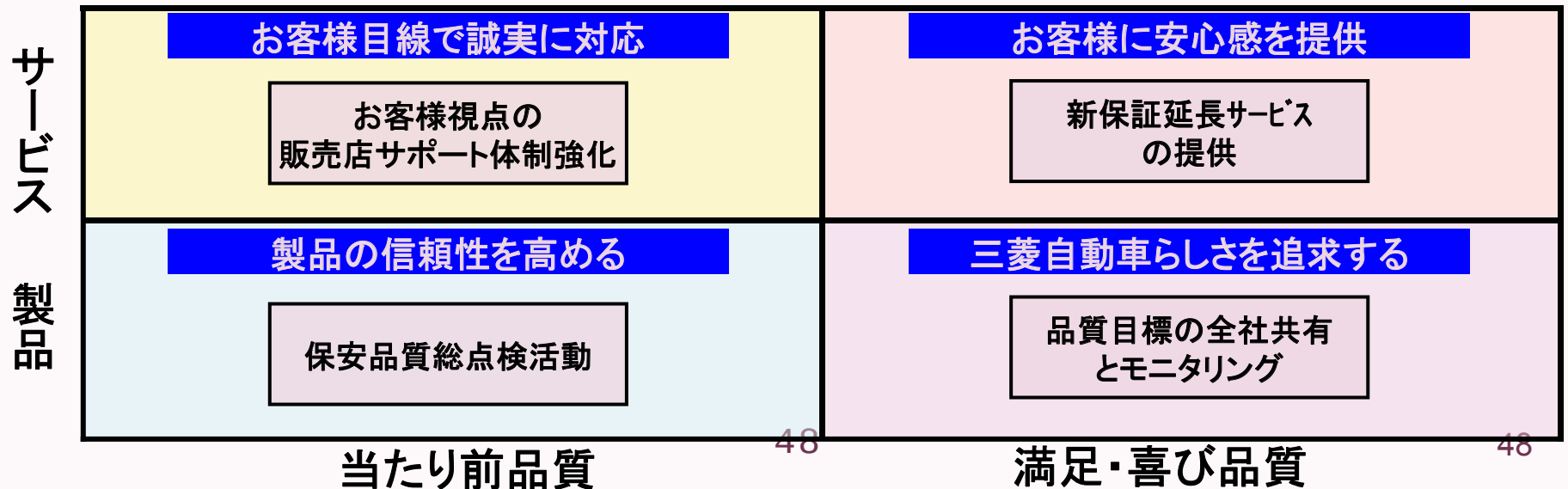
役員全員による定期的な協議を行い、
全社
一丸となって取組む

*巡回サービス、インパネに点灯ランプで点検時期をお知らせするサービス

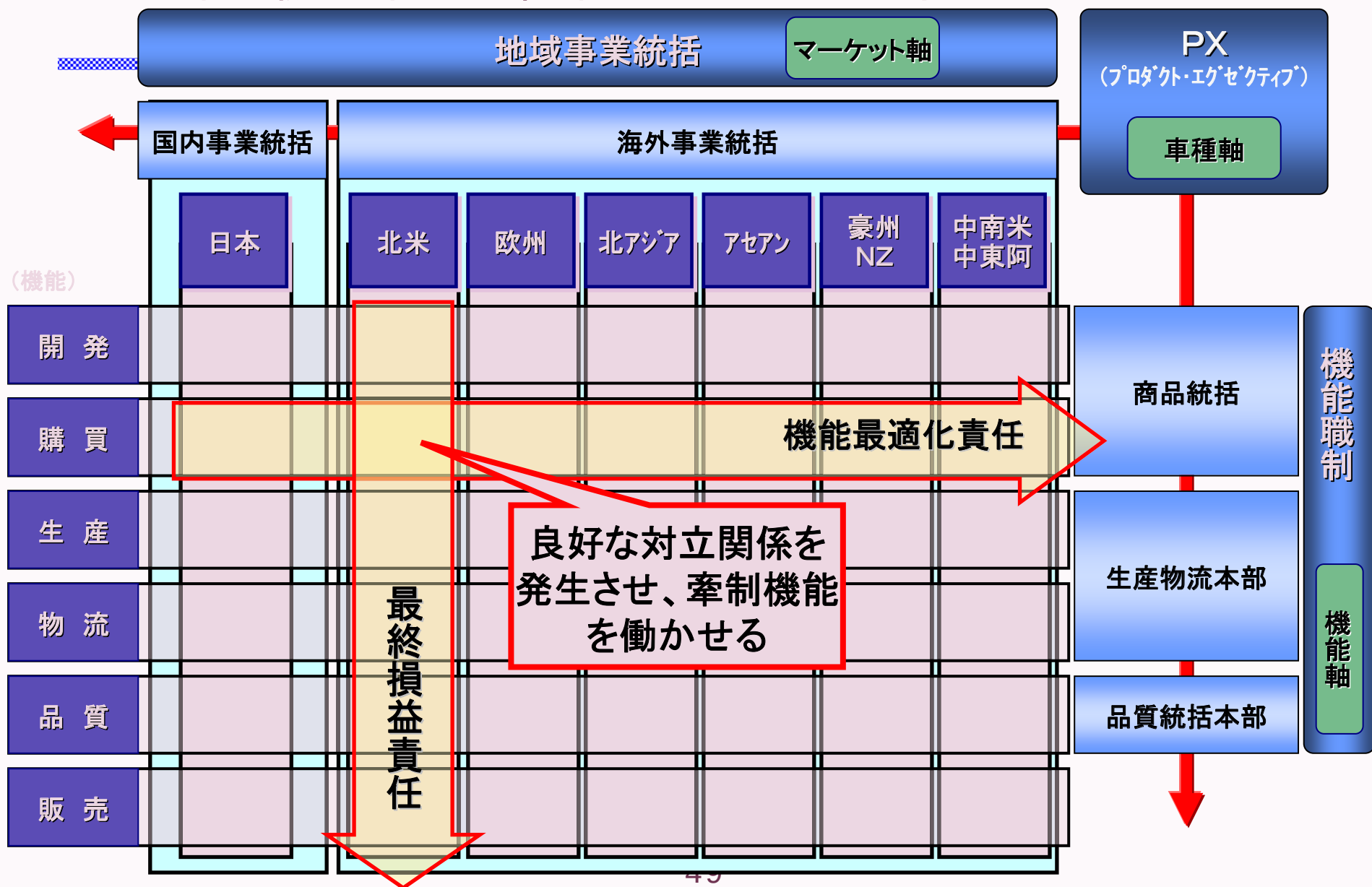
MMCが取り組むべき品質（新MMC基準）について



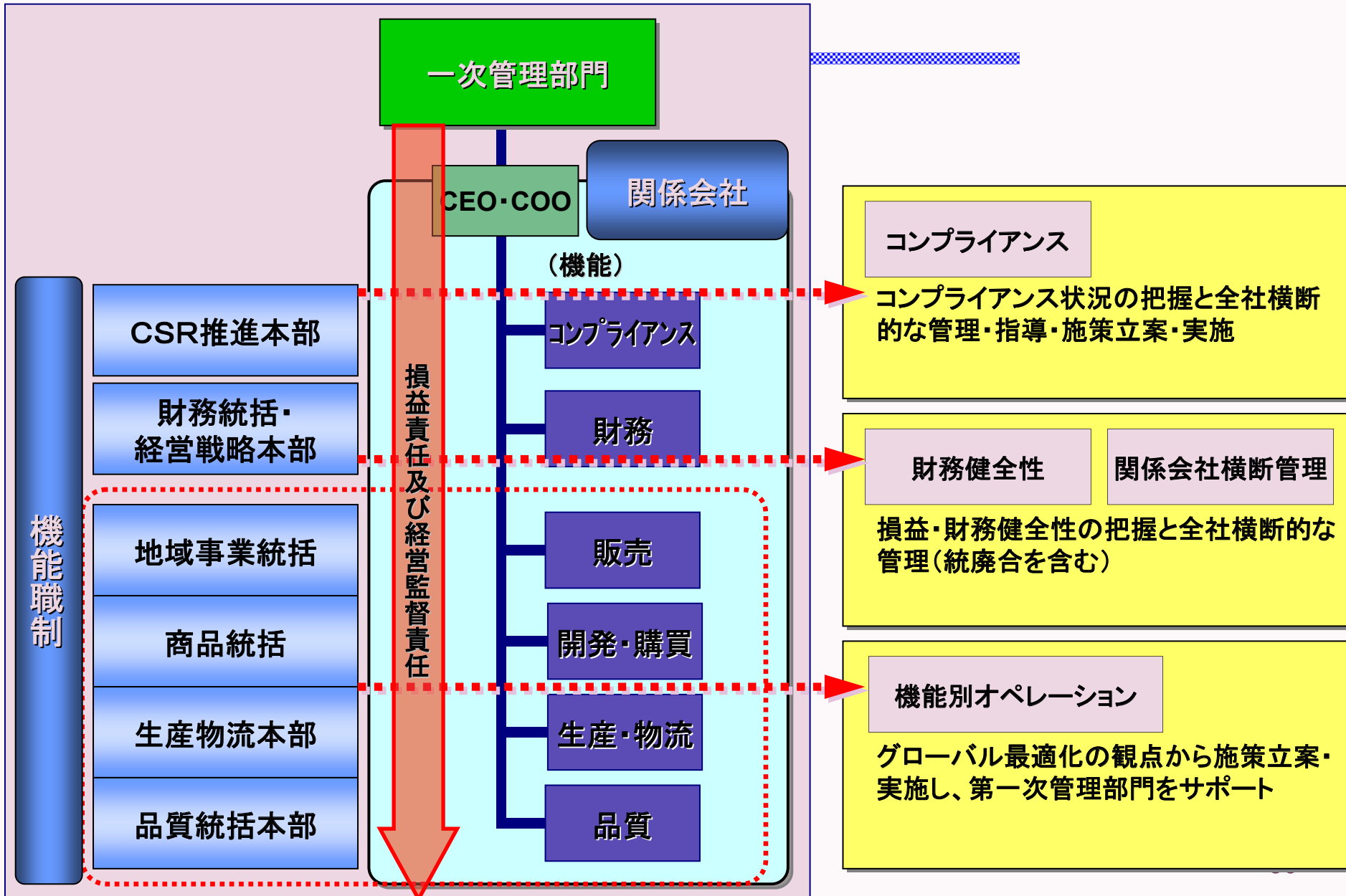
新MMC基準を実現する施策



権限と責任を明確化する組織と管理会計を導入 マーケット軸・機能軸・車種軸による3次元管理



関係会社管理の抜本的改革: 本社によるマトリックス管理を強化



投資ファンドの課題

投資ファンド(事業再生ファンド)の留意点

(1)全体感

- 政策の歪み・不安定性
(「月刊ESP」2004年1月号ご参照)
 - 「官製ファンド」: 産業再生機構の功罪 (pp.11-13の方針との整合性?)
 - マクロ資金循環の問題点
 - 債権流通市場整備上の問題点
- 民間ファンド成功のキーファクター
 - 売り手ニーズの正確な把握
 - 金融機関・投資先との信頼関係の醸成
 - 投資家(LP)との関係＝規律と協調(機関投資家からの、ファンドとしての守秘義務に反するような過剰な情報開示要求への対応が大きな課題)
 - 官民の協調関係(官は民の補完＝①市場のルール作り ②市場の失敗対応 ③利害調整のジャッジ役 ④国内リスクマネーのファンドへの誘導政策など)

投資ファンド(事業再生ファンド)の留意点

(2) 金融機関等との利害相反、実質支配問題

- **金融機関との利害相反の排除**
 - ・銀行とエクイティーテイカーは明らかに利害が相反する。銀行のローンパワーによる産業支配や、銀行による企業のガバナンスは時代に逆行
(金融庁マニュアルに沿って銀行による取引先の事業計画への介入が強化されたり、企業の所管外である金融庁が銀行の健全性の観点から、銀行取引先企業の再建計画を検証する等の動きは産業政策と調和しているのか)。
 - ・金融コングロマリット化の流れに乗って、銀行法・独禁法の趣旨が損なわれることのないように注意が必要。
 - 具体的には、銀行が出資・人的出向などにより影響力を持ち得るファンド運営会社を設立し、その傘下のファンドが企業の株式を5%以上買うことは、銀行法・独禁法の趣旨に反するのでは？(p.13で奨励された地銀のファンドについても要注意)
- **投資事業組合に対する支配力基準の適用**
 - ・平成18年6月6日付企業会計基準審議会による「投資事業組合に対する支配力基準及び影響力基準の適用に関する実務上の取り扱い(案)」
 - 日本基準でもファンドの実質支配・オフバラ基準が明確化されつつある。
 - ①形式基準(ファンドの過半の出資・損益の過半の負担・ファンド運営会社の業務執行権の過半の掌握、等々の有無)、②実質基準(方針決定への介入の有無)
 - 「緊密な者」による業務執行権の掌握も支配力基準に該当
 - ・従来から、米国基準(SEC基準)では、より厳密なチェックが行なわれる。

投資ファンド(事業再生ファンド)の留意点

(3) 会計・税務

● 会計上の課題

・ファンドによる上場会社株式の取得は、投資目的であるので、その取得の量にかかわらず、証券取引法上の「親会社」の概念にあたらないことの再確認

● 税制面の課題

・投資損益は、投資のEXITが終わるまで確定しないのだから、

①コストリカバリー法の容認

②支援目的の有利発行について、税法上の有利発行と見なさないことの確認(株式を売却した時点で課税されるのは当然だが、含み益課税はしない。仮に含み益課税されると、投資自体が全く不可能となる)

の2点の確認が必須(②は実務上は当然だと思われるが、税務所の裁量になる懸念あり)

・匿名組合出資に係る不利な取り扱いの見直し(例:受け取り配当金等の益金不算入の不適用などは見直すべき)

・企業再生関係税制の見直しで、産業再生法の申請をしなくても法的整理や一定の私的整理の場合に、資産の評価損益の計上と期限切れの欠損金の優先控除が検討されているが、その要件が事業再生ファンドを用いたスキームにも広く適用できるようにすべき

・今後の投資家層の拡大、特に個人投資家の参加を見越した場合、リスクマネー供給者に対する税制の優遇措置(他の金融商品並み)が必須。(例:株式や投信は20%の源泉徴収、ファンド投資は雑所得扱いで高率の総合課税)

・事務手続きの軽減のため、源泉徴収を適用する匿名組合員の人数の緩和を10人から私募債並みの50人程度に広げるべき

・海外投資家対応として、①PE認定の不透明性の排除、②源泉徴収の撤廃 が望ましい。

投資ファンド(事業再生ファンド)の留意点

(4) みなし有価証券化の問題

- 投資事業有限責任組合等の出資持分のみなし有価証券化に伴う問題点
 - ・ 従来、少人数私募の要件の中で「転売制限が付されていること」という条件があったこと(私募債と商品性が異なる)
 - ・ 投資事業有限責任組合等については、他の有価証券と異なり、「勧誘行為」の明確な定義付けが難しいので、少なくとも組合の実態が出来上がるまでは「勧誘行為」と見なさないことが実務上必須
- 金融商品取引法の影響
 - ・ 投資ファンド(=集団投資スキーム)は、第二種金融商品取引業を営む金融商品取引業者としての登録が必要となる(適格機関投資家については例外=「特例業務届出」)
 - ・ 行為規制として「投資運用業」に該当するために金融商品取引業者としての登録が必要
 - ・ 上記2つの点で金融庁への登録業務となる

投資ファンド(事業再生ファンド)の留意点

(5) 新しいスキーム=LLPについて

- LLPが認められたことの利点
 - ・**構成員自治原則**(機関の設置不要・損益分配を含め、内部での取り決めの自由度が高い)
 - ・組合員の**有限責任性**の実現(出資金額までの有限責任←従来の任意組合では各組合員が組合の債務について出資の価格を超えた分割無限責任を負う)
 - ・構成員課税(**パススルー税制**)の適用(事業体レベルでの課税がない)
- LLPの問題点
 - ・**共同事業性**の厳格な適用(共同事業性を確保する一定の要件を満たさないとLLPとは認められない可能性←諸外国に比べて私的自治原則が尊重されていない)

<参考>LLCについて

- 日本版LLC(合同会社)の利点
 - ・1人構成員での設立が可能
 - ・株式会社からLLC、LLCから株式会社への組織変更が可能
 - ・共同事業性の要件が緩やか
 - ・それ以外の面でLLPとの類似性が高い
- 日本版LLC(合同会社)の問題点
 - ・パススルー税制が認められていない(法人課税・個人課税の二重課税←LLPとの決定的な違いになっている)

本稿は、すべて安東個人の見解と、これまでに公開された実績に基づいて記載されたものであり、所属先・元所属先等の公式な見解を述べたものではない。

連絡先： 安東泰志

yasushi.ando@horizon-holdings.co.jp