

Business Regeneraion and Bank (5)

メタデータ	言語: jpn 出版者: 公開日: 2017-10-03 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: メールアドレス: 所属:
URL	http://hdl.handle.net/2297/17667

事業再生と銀行(5)

加 藤 峰 弘

目 次

I はじめに

II 事業再生と銀行の情報生産機能

(以上, 第24巻第1号)

III 事業再生と金融

1. 事業再生を支援する金融的手法

(以上, 第24巻第2号)

2. 事業再生を支援する諸制度

(以上, 第25巻第1号～第25巻第2号)

3. 銀行以外で事業再生を手掛けている主体

(1) 事業再生ファンド

(以上, 本号)

(2) 産業再生機構

(3) 整理回収機構

(4) 中小企業再生支援協議会

4. 事業再生と銀行業の変革

5. 政策的対応

IV おわりに

3. 銀行以外で事業再生を手掛けている主体

(1) 事業再生ファンド

a. 事業再生ファンドの定義と法的な器

事業再生ファンドはプライベート・エクイティ・ファンドの一形態と位置づけられる。プライベート・エクイティ・ファンドは、公開株（上場株＝パ

ブリック・エクイティ)ではなく未公開株(非上場株=プライベート・エクイティ)を投資対象とするファンドのことである。プライベート・エクイティ・ファンドのうち、ベンチャー・ビジネスを投資対象とし、主にIPO(Initial Public Offering;新規株式公開)や二次売却⁽¹⁾を収益源とするものはベンチャー・キャピタル・ファンドと呼ばれる。また、プライベート・エクイティ・ファンドのうち、業歴のある企業(またはそのような企業の一部の事業部門)を買収し、3~7年の間に事業再構築や財務再構築を行って企業価値(または事業価値)を向上させ、主に株式公開(IPOまたは再上場⁽²⁾)や二次売却によって収益を上げようとするものは買収ファンドと呼ばれる。そして、買収ファンドの中でも、もっぱら経営困難に陥った企業(またはそのような企業の一部の事業部門)を投資対象とするものが事業再生ファンドなのである。

次に、事業再生ファンドが法制度面でどのような形態で設立されているのかについて考察する。事業再生ファンドは法的な器としては商法上の匿名組合または投資事業有限責任組合を活用することが一般的で、海外投資家から資金を募る場合には海外法制に基づくリミテッド・パートナーシップを活用することも多い。

はじめに、商法上の匿名組合(商法535条)の仕組みを、民法上の任意組合(民法667条)のそれと対比するかたちで概観する。任意組合は共同出資から成る事業組織であり、出資者全員の法律関係を基礎として運営される。組合員(出資者)は共同で事業を営み、形成された財産は組合財産として扱われる。また、組合であるため、法人格を持たない。したがって法人税を課せられることもない。これに対して、匿名組合は共同出資から成る事業組織である点と、法人格を持たない点については任意組合と同様である。しかしながら、匿名組合はそもそも出資者の名前が表面に出ないことから「匿名」と呼ばれ、同組合には出資者同士の法律関係がなく、実際に事業を営む営業者と各出資者との法律関係しかない。匿名組合では、営業者だけが事業活動に従事し、匿名組合員(出資者)はその結果稼得された利益の分配を受けるにとどまる。財産についても、形成された財産の所有権は営業者に帰属し、匿名組合員は利益分配請求権を持つにすぎない(ただし、匿名組合員は営業者に対する監視権を有する)。そして、任意組合と匿名組合の最大の相違点

は、前者の組合員が無限責任を負うのに対し、後者の場合、営業者は無限責任を負うものの、組合員は有限責任にとどまることである。

組合員が有限責任であることの意義は、次の二つの理由からより多くの資金調達を可能にすることである。第一に、有限責任が前提とされることで、当該事業を営む意欲、能力、または時間がなかったり、利益の分配にしか関心がなかったりする投資家からも出資を募ることが可能になる。匿名組合の場合、もともと組合員が事業活動に従事することは想定されていないが、リスクが出資額に限定されることで、このような投資家からも出資が受けられるようになる。そして、これは結局のところ、出資者の裾野の拡大を意味し、それを通じてより多くの資金調達が可能にする。第二に、有限責任が前提とされることで、上のような投資家は分散投資が可能になり、投資リスクの低減化を図ることができる。投資において無限責任は事実上、無限大のリスクを意味する。そのような投資案件を、上のような投資家がポートフォリオに組み込むことはまず考えられない。有限責任が前提とされてこそ投資対象となり得る、すなわち投資が促される。つまり、このようなかたちで投資が促されることで、より多くの資金調達が可能にするのである。

また、営業者が無限責任であることの意義は次の通りである。実際に事業を営む営業者が無限責任を負うことは、事業が失敗に終わり、結果的に出資金額を超える損失をこうむった場合、営業者がその分を個人資産で埋め合わせなければならないことを意味する。このような個人資産消失の脅威は、営業者が精力的に事業活動に従事するインセンティブとなり、同時に営業者が複数存在する場合には、営業者同士で互いに活動状況を監視し合う装置しても機能する。つまり、営業者に無限責任が課せられることは、組合員にとって営業者のモラルハザードを防ぎ、組合の利益のために行動することを保証するメカニズムとなっているのである。また、このことは営業者と組合員との間の情報の非対称性に起因する、いわゆるエージェンシー問題の緩和、すなわちエージェンシー・コストの軽減につながっており、それもまた組合に対する投資の促進に寄与している。とはいえ、営業者に無限責任が課せられることで、次の問題が不可避免的に発生してしまう。すなわち、営業者が必要以上にリスクを恐れ、組合員が適切と考える程度のリスク・テイクをも行わ

ない可能性が生じることである。

続いて、匿名組合に対する税制度について概観する。匿名組合は任意組合と同様に組合であるため、法人格を持たない。したがって法人税を課せられない。法人格を持つ事業組織、たとえば株式会社の場合、まず年間の収益（経常損益±特別損益）に対して法人税などが課され、次に税引利益（+前期繰越利益）について次期の株主総会で利益処分が行われ、株主はこうして受け取った配当金に対して所得税が課せられることになる。つまり、株式会社など法人格を持つ事業組織に対しては二重課税がなされるのである。他方、匿名組合には税制上「導管性」が備わっていて、いわゆる構成員課税（パススルー課税とも呼ばれる）が適用されている。すなわち、法人格を持たない匿名組合に対して法人税などが課されることはなく、匿名組合で事業を営んで稼働された収益については、営業者・組合員の所得となり、この段階で双方に対して所得税が課されることになる（加えて営業者は組合員に対する分配額を費用として処理でき、また納税の際にはどちらも他の所得との通算が可能である）。以上から分かるように、匿名組合では事業組織段階で課税されることがないため、組合員はより多くの配当を受けることができる。つまり、匿名組合は組合員にとって税制面では極めて有利な事業組織なのである。

以上のように、匿名組合には、組合員が有限責任である、構成員課税が適用されているという二つのメリットが備わっていることから、事業再生ファンドの法的な器として一般的に活用されているのである。

ただし、匿名組合は次のような問題点を抱えている。匿名組合は営業者と各組合員との個別の契約関係を基礎として成り立っており、営業者と各組合員との法律関係は存在するものの、組合員同士の法律関係は存在しない。言い換えれば、匿名組合は任意組合のような共同事業性を持っていない。また、上述のように、匿名組合には組合財産というものも存在せず、形成された財産の所有権は営業者に帰属し、各組合員が財産の所有権を共有することもない。以上から分かるように、匿名組合には、（本来共通の利害を持っているはずの）組合員同士の横のつながりを法的に確保する仕組みが備わっていないのである。それゆえ、各組合員が恣意的に持ち分を処分したり、組合から脱退したりすることを妨げられず、一部の組合員によるそのような行動がと

もすれば組合の運営を困難にしてしまう。したがって、匿名組合においては、組合員が少数で、かつ組合員同士ですでに信頼関係が構築されていることが求められる。

このような問題点(または限界)を克服する目的で、1998年に制定されたのが「中小企業等投資事業有限責任組合契約に関する法律」であり、この法律の2004年4月および同年12月の改正の結果生まれたのが「投資事業有限責任組合契約に関する法律」である。このことを踏まえ、次に投資事業有限責任組合(以下、有限責任組合)の仕組みについて概観する。

有限責任組合の主な特徴は、①共同出資から成る事業組織、②法人格を持たない、③構成員課税が適用される、④事業活動に従事し無限責任を負う無限責任組合員と、事業活動に従事せず有限責任にとどまる有限責任組合員から構成される、⑤財産は組合員共有で組合財産が存在する、⑥組合員の持ち分処分や組合からの脱退が制限される、である。有限責任組合は、④の特徴を除いて、人的結合に基づく共同事業体としての任意組合と同様の特徴を持っている。つまり、有限責任組合では、任意組合における、組合員が無限責任を課せられるという問題点と、匿名組合における、各組合員が恣意的に持ち分を処分したり、組合から脱退したりすることを妨げられないという問題点がともに解消されているのである。有限責任組合は、任意組合のメリットと匿名組合のメリットとを併せ持つ、両組合のいわば「いいとこ取り」を実現させた事業組織といえる。

また、2004年4月には法改正がなされ、それまでは投資対象が産業再生法の認定を受けるなどの特例を除いて未公開の中小企業(資本金5億円以下など一定の要件を満たした非公開企業)に限定されていたが、一定の要件を満たした有限責任組合については、公開、未公開にかかわらず中堅企業、大企業にも投資できるようになった。さらに、同年12月の法改正によって有限責任組合であれば、いかなる企業にも投資できるようになった。このように投資対象に関する制約がなくなったことで、有限責任組合は潜在的な投資対象の数が増えただけでなく、投資上、戦略の幅もかなり広がった。たとえば、株式を上場している投資先企業について、場合によっては(上場廃止によってブランド・イメージが損なわれることを避けたい場合など)上場を維持し

ながら事業再生に乗り出すことも可能になった。

また、投資手法についても、2004年4月に法改正がなされる以前はエクイティ投資しか認められておらず、特例として産業再生法の認定を受けない限り、投資先企業に対する融資などは認められていなかった。しかしながら、法改正によって①有価証券のうち社債やその他事業者の資金調達に資する一定の証券（指定有価証券）の取得及び保有、②事業者に対する金銭債権の取得及び保有並びに事業者の所有する金銭債権の取得及び保有、③事業者に対する金銭の新たな貸付が認められ、産業再生法上の特例は廃止された。このように、法改正によって有限責任組合は投資先企業に対する投資手法または資金供給方法について自由度がかなり高まった。したがって有限責任組合は、原債権者から投資先企業に対する債権の相当部分を時価で購入し、主要債権者として事業再生を主導すること、債権を購入してからDESを実施し、支配的な株主として事業再生を主導すること、出資とともにDIPファイナンスなどを併せて行うことなどが可能になった。

以上のように、一連の法改正によって有限責任組合は投資対象と投資手法に関する選択肢が格段に広がった。別言すると、事業再生ファンドにとっては法的な器として有限責任組合の使い勝手が飛躍的に高まった。したがって有限責任組合は事業再生ファンドの法的な器として今後、いっそう活用されていくと考えられる。

次に、海外法制に基づくリミテッド・パートナーシップの仕組みについて概観する。パートナーシップとは、主に英米法系の法域（国や地域）に存在する共同事業体で、2人以上のパートナーが共同で出資し、事業を営むことで成り立つ。パートナー全員が無限責任を負うジェネラル・パートナーシップ（GPS）と、ジェネラル・パートナー（GP；実際に事業を営み、かつ無限責任を課せられる）とリミテッド・パートナー（LP；事業には直接関与せず、出資を行うだけで有限責任にとどまる）から構成されるリミテッド・パートナーシップ（LPS）とに分けられる。GPSは日本の任意組合に相当し、LPSは、パートナーシップそのものが共同事業体であることから、匿名組合ではなく有限責任組合に相当するといえる。GPSもLPSも、①法人格を持たない、②構成員課税が適用される、③パートナー同士で財産を共有する、

④パートナーの持ち分処分や組合からの脱退が制限されるという特徴を持つ。しかしながら、GPS の場合、メンバー全員に無限責任が課せられるのに対し、LPS の場合、LP が有限責任にとどまることから、海外ではプライベート・エクイティ・ファンドの法的な器としては一般的に LPS が活用されている。日本国内で事業再生ファンドが法的な器として LPS を活用する事例は、国内の「^{ド・フル}器」を活用する場合に比べて弁護士費用など設立手続に要するコストが高くなりがちであるため、少ない。とはいえ、海外投資家から資金を募る場合、海外で投資が行われる場合、および海外投資家から資金を募り、かつ海外で投資が行われる場合には、LP が活用されることも多い。ちなみに、設立地に選ばれることが多いのは、タックス・ヘブンとして知られるケイマン諸島やコーポレート・ヘブンとして知られるデラウェア州（米国）である。

以上が、事業再生ファンドが法的な器として一般的に活用する、匿名組合、有限責任組合、および LPS に関する概略的な説明である⁽³⁾。

では次に、はじめにこれらの事業組織において無限責任を課せられるそれぞれの主体（営業者、無限責任組合員、および GP。以下、これらをまとめて営業者等と記す）が実際にはどのような形態をとり、またそれがどのような意味を持っているのかについて考察し、続いて営業者等の形態としての合同会社（通称、日本版 LLC。LLC は Limited Liability Company の略で有限責任会社と訳される）と日本版 LLP（LLP は Limited Liability Partnership の略で、日本版 LLP の正式な名称は「有限責任事業組合」である）の適否について考察する。

上述のように、営業者等に無限責任が課せられることの意義は、個人資産消滅の脅威を通じて営業者等のモラルハザードを防ぎ、事業組織の利益のために行動することを保証するメカニズムとなることである。他方、それは営業者等が必要以上にリスクを恐れ、有限責任にとどまる他の構成員が適切と考える程度のリスク・テイクをも行わないかもしれないという問題を発生させる。さて、営業者等は法制度上、個人、事業組織のいずれの形態をとってもよいが、上のようなトレード・オフの条件の下で営業者等は実際のところ、どのような形態をとっているのだろうか。実際には、事業再生ファンドを

設立した、株式会社形態をとる投資会社が営業者等を務めることが一般的である。このように無限責任は投資会社そのものが引き受けるため、営業者等を務める投資会社から事業再生を担う実務部隊として派遣されるターンアラウンド・マネージャーは個人資産消失の脅威にさらされず、たしかにインセンティブ上のメリットは損なわれるものの、必要以上にリスクを恐れることはなくなると考えられる。また、無限責任が及ぶことになる投資会社は複数のファンドを運営することでリスクを分散することが可能である。このことも（自身が所属する投資会社の倒産リスクを軽減させることから）ターンアラウンド・マネージャーのリスクに対する姿勢を積極的な方向に向けると考えられる。

以上のように、株式会社形態をとる投資会社が名義上の営業者等になり、いわばバッファーとしての役割を果たすことで、実際に事業再生を担うターンアラウンド・マネージャーは適切な程度のリスク・テイクを行えるのである。しかし、上述のように、それは一方でターンアラウンド・マネージャーに対するインセンティブ上のメリットを損なう、すなわちモラルハザードを引き起こすかもしれないという問題を発生させる。この点については、通常、営業者等と他の構成員との間で結ばれる契約においてさまざまな工夫を取り入れることで対処されている。代表的なものは、ターンアラウンド・マネージャーに対してインセンティブ・フィーとして成功報酬（carried interest）を支払う規定を設けること、ターンアラウンド・マネージャーと他の構成員との利害関係を一致させるためにターンアラウンド・マネージャーが個人資産に見合った額の出資を行う規定を設けること、および営業者等と他の構成員との利害を一致させるために営業者等が投資家としてファンドに対して拠出確約投資額（committed capital）の最低1%を拠出する規定を設けることである。三番目の規定については、そのような規定が設けられることで、営業者等はターンアラウンド・マネージャーに対して適切な監視を行うインセンティブが高まると考えられる。

ちなみに、事業再生ファンドの存続期間は通常3～7年、長くとも10年未満と限られているので、ターンアラウンド・マネージャーが投資先から得られるフリー・キャッシュをハイリスク・ハイリターンな案件に再投資する可

能性はもともとさほど高くないと考えられる⁽⁴⁾。

続いて、営業者等の形態として2005年8月の「有限責任事業組合契約に関する法律」施行に伴って設立が可能になった日本版LLPや、2006年5月の会社法施行に伴って設立が可能になる合同会社が適しているのか否かについて考察する。ここで営業等の形態とは、具体的には投資会社や、投資会社が特定の事業再生ファンドを管理するために設立した事業組織を指す。

日本版LLPの概要は次の通りである。日本版LLPは、民法上の任意組合の特例として新たに制度化された事業組織で、①有限責任制、②内部自治原則、③構成員課税の導入という三つの特徴を持つ。経済産業省によると、LLPの発祥地は英国で、2000年に制度が創設されて以来、約3年で1万社程度まで利用が広がったという。①と③についてはもはや説明を要しないであろう。②の内容はおよそ次の通りである。内部自治原則とは、組織内のルールが主として法律ではなく、組合員同士の合意によって決定されることを意味している。具体的な内容は次の二つである。第一に、必ずしも出資比率とは関係づけずに、組合員の労務や知的財産、ノウハウの提供など事業の運営、さらには事業の成果に対する貢献度に基づいて組合員間の損益や権限の分配を行うことが可能である。端的に言えば、「柔軟な損益や権限の分配」である。第二に、統治形態について、株式会社のように株主総会、取締役会、代表取締役、監査役など一定の機関の設置は強制されず、組合員同士で柔軟に決めることができる。端的に言えば、「内部組織の柔軟性」である。このような内部自治原則は、事業を展開するに際して出資金額は少ないものの、技術やノウハウ面で優れた組合員のインセンティブを高めると同時にそのような個人が持つ技術や能力を有効活用することを容易にし、かつ事業の内容や性質に適した柔軟な組織運営、とくに機動的な意思決定(→迅速な事業運営)を可能にする。

しかしながら、日本版LLPに備わっている有限責任制や構成員課税という特徴は制度的に乱用されやすい要素を含んでいる。たとえば、高額な機械設備を購入すれば、当初、減価償却費も多額になる。それを組合員間で配分すると、各組合員の利益を圧縮でき、税負担が軽くなる。このように日本版LLPは節税目的に利用されうる。したがって、法律では、各組合員は経費

計上が原則的に出資額までと定められている。また、経営破綻に瀕した企業同士が日本版 LLP を立ち上げ、そこへ機械設備など資産を移せば、債権者は取立が難しくなる。このような不正行為を防止するために法律では、日本版 LLP に強い共同事業性を課し、組合員全員の業務執行⁽⁵⁾への参加（したがって出資だけを行い実際の事業活動には携わらない場合、組合員として認められない）と、業務執行に関する意思決定は総組合員の全員一致で行うことを求めている⁽⁶⁾。

また、日本版 LLP は次の二点において限界がある。第一に、日本版 LLP は法人格を持たないため、許認可を必要とする事業を行う際に困難を伴わざるを得ない。第二に、日本版 LLP は組合であるため、事業から生ずる損益はすべて配当しなければならず、内部留保に充てることができない。それゆえ資金調達面で困難を伴う。自己金融が難しいだけでなく、間接金融でも不都合が生じる。すなわち、借入時に、組合員が組合代表名義で融資契約を結ぶ（その効果は当該組合員だけでなく日本版 LLP の全組合員に及ぶことになる）が、内部に収益が蓄積されないために担保が乏しく、融資額は必然的に個人保証の範囲に制限されてしまう。したがって日本版 LLP は、継続的な設備投資・R & D（研究開発）投資が必要となるような事業には適していない。資金繰りの逼迫に対する備えも不十分になりえ、リスク許容力にも一定の限界があるといわざるを得ない。以上から分かるように、日本版 LLP は法人格を持たないため、ゴーイング・コンサーン（継続的活動体）としてはやや不都合な事業組織なのである。

合同会社（日本版 LLC）は2006年5月の会社法施行に伴って設立が可能になる、会社法上の株式会社と民法上の任意組合の利点を併せ持つ新しい会社形態である。株式会社の利点である有限責任制と、任意組合の利点である内部自治原則とを兼ね備えた、両者の「いいとこ取り」を実現させた事業組織である。LLC の発祥地は米国で、1977年にワイオミング州が企業誘致を目的に導入し、連邦政府が88年に構成員課税を適用したことで、起業の受け皿として全米に広まった。米国では、LLC はここ10年で約80万社に膨らみ、株式会社を含めた事業組織数全体に対する構成比は12%にもなっている。合同会社は日本版 LLP と同様に①有限責任制、②内部自治原則という特徴を

持つが、日本版 LLP とは異なり、構成員課税は導入されない。なぜなら、合同会社は法人格を持つが、現在の法人税法に照らし合わせれば、法人格が認められる以上、法人税を課すことになるからである。つまり、合同会社では二重課税を回避できないのである。しかしながら、法人格が認められるおかげで、合同会社は許認可を必要とする事業を行ったり、事業用資産を取得して取引を行ったりするのにまったく支障はなく、かつ規模拡大のために内部留保を必要とする事業にも適しており、日本版 LLP に比しリスク許容力も優れている。また、合同会社の場合、(構成員課税が導入されないこともあって)日本版 LLP ほど強い共同事業性を要求されない。すなわち、出資だけを行い実際の事業活動には携わらない者も一定の条件の下で社員として認められる⁽⁷⁾。以上のように、合同会社は構成員課税が導入されないことからハイリスク・ハイリターンを志向する資金を集めるには不利といわざるを得ない一方で、出資しか行わない社員が認められることで、資金運用にしか関心のない主体からも幅広く資金を集めることができる。

以上が日本版 LLP と合同会社に関する概略的な説明である。では、営業者等の形態として、はたして日本版 LLP や合同会社はふさわしいのであろうか。山田(2005)では、日本版 LLP や合同会社に適している事業として①既存の企業間、または規模の異なる組織・個人間の合弁事業(Joint Venture)などの器^{ビークル}としての活用、②人的資産が事業の要となる創造的産業における活用(ソフトウェア開発などの IT 産業、アニメーション産業など)、③資金力はないが優れた研究成果を持つ学者とメーカーなど民間企業との産学協同事業などにおける活用とともに、④投資会社などの金融サービス業における活用(ただし、日本版 LLP は適していない)が挙げられている。このように山田(2005)では、理由は明示されていないが、投資会社の法的な器に合同会社は適している一方で、日本版 LLP は適していないとしている。筆者もまたそのように考える。その理由を以下で述べる。

上述のように、日本版 LLP や合同会社の場合、内部自治が徹底されており、事業の運営や事業の成果に対する貢献度に基づいて損益や権限の分配ができ、しかも意思決定(→事業運営)はスピーディーである。このような経営環境は有能なターンアラウンド・マネージャーを高給(+高額の成功報酬)

で、しかもかなりの裁量権を与える、つまりターンアラウンド・マネージャー自身の意思決定が迅速かつ十分に反映されることを保証するかたちで採用することを可能にする。独立系の投資会社の場合（創業してまもない場合はとくに）、金融機関系列の投資会社に比べて知名度で劣るため、人材を採用する際に不利になりがちである。このような場合に、^{ビークル}器が日本版 LLP や合同会社であれば、優秀な人材に待遇面で思い切った好条件を提示することで、対抗しうる。金融機関系列で株式会社形態をとる投資会社の場合、賃金体系が親会社（大株主）のそれと同様なものとなりがちで、成功報酬についても明確な規定がないことが多く、しかも一定の機関の設置が義務づけられるため、ターンアラウンド・マネージャー自身の意思決定が迅速かつ十分に反映されないかもしれない。以上から分かるように、日本版 LLP や合同会社は人材採用面で有効性を発揮しうる事業組織なのである。

しかしながら、日本版 LLP は法人格を持たないため、次の二つの理由から投資会社の^{ビークル}器としては適していないと考える。第一に、内部留保に困難が伴うため、事業規模を拡大しにくい。投資会社は事業再生ファンドにおける、営業者等の受け皿である以前に、ゴーイング・コンサーンであり、それゆえ事業規模の拡大も考慮に入れなければならない。第二に、内部留保が難しく、リスク許容力にも一定の限界がある。上述のように複数のファンドを運営することでリスクを分散することが可能であるとはいっても、そのようなポートフォリオ運用もリスクをヘッジする手段として万能ではなく、無限責任が及ぶ営業者等には適していない。したがって、投資会社の法的な器としては、日本版 LLP よりも合同会社のほうがふさわしいと考える。ただし、上述のように合同会社には構成員課税が導入されないことからハイリスク・ハイリターンをいとわぬ投資家から出資というかたちで資金を集めるには不利であることは否めない。この点について宍戸善一教授は、日本の税制度では、法人格を持つ事業組織には法人税、法人格のない事業組織には構成員課税を課すという区分が截然となされているものの、「比較法的に見ると、法人格と法人課税の対応は必然的なものではない」（宍戸、2004）とし、改正の余地があることを示唆している。事業再生ビジネスの国民経済における重要性にかんがみれば、米国の LLC に構成員課税が適用されているのと同様に、

合同会社にもそれが行われることが望まれる。

また、日本版 LLP についても、投資会社の^{ビートル}器としては適していないものの、投資会社が特定の事業再生ファンドを管理するために設立した事業組織^{ビートル}の器として活用する余地はあろう。それは必然的に時限的な営業者等の受け皿となる。この場合、投資会社はリスクを出資額までに限定させることができるとともに、とくに期限付きで有能なターンアラウンド・マネージャーを雇用する上で役立つと考えられる。

b. 事業再生ファンドの業務内容⁽⁸⁾

ここでは、事業再生ファンドの一般的な業務内容を、同ファンドが手掛ける事業再生の手順に沿って概観する。事業再生の手順はおよそ、①投資家の募集（資金調達）、②ディール・ソース（投資案件の獲得）、③デュー・デリジェンス（資産の適正評価手続）、④事業再生計画の策定、⑤再生計画の実行、⑥再生計画の完了（エグジット）から構成される。

①投資家の募集（資金調達）

事業再生ファンドでは通常、適格機関投資家私募（いわゆるプロ私募）という方法で投資家の募集が行われる。この募集方法には、①参加者が適格機関投資家に限られる、②参加人数は50名未満でなければならない、③ディスクロージャーに関する規制が緩い、具体的には2004年12月の改正証券取引法の施行によって、事業再生ファンドの持ち分は「みなし有価証券」と位置づけられることになったが、有価証券届出書、有価証券報告書の財務局宛て提出が不要で、かつ目論見書の作成・交付義務がない、④少人数かつ私募のため、場合によっては自身の意向を資金運用に反映させられる、⑤ただし持ち分の譲渡は制限されるなどの特徴がある。プロ私募で募集されるのは、事業再生ファンドはプライベート・エクイティ・ファンドの一形態であり、事業再生ファンドへの投資は信用リスクが高く、さらに持ち分の流動性が低いため、豊富な投資経験とそれに裏打ちされた資金運用に関する専門知識とが必要とされるからである。したがって、事業再生ファンドに匿名組合員、有限責任組合員、または LP として参加する投資家は通常、機関投資家に限られる。投資家は募集案件について営業者等の過去の投資実績、投資計画などを

検討して投資するか否かを決める。資金の拠出方法としては、組合設立時に出資約束金額全額を払い込む方法（一括払込方式）と、組合設立時には出資約束金額の数%だけを払い込み、投資機会が発生するたびに、営業者等が各投資家の枠の大きさに比例した資金額の払い込みを要請し、投資家は一定期間内に払い込む方法（キャピタル・コール方式）が挙げられる。投資家にとっては、当分の間投資に向けられることのない資金をファンドに預けておくのは、資金使途として望ましくないため、通常はキャピタル・コール方式が採用される。一口＝最低投資単位は一般に10億円程度である。

なお、機関投資家は伝統的な投資対象である上場株や債券よりも高い利回りが期待できる投資対象の一つとして事業再生ファンドを位置づけている（事業再生ファンドへの投資は信用リスクが高く、かつ持ち分の流動性が低いため、その分プレミアムを上乗せされる）。事業再生ファンドを含めてプライベート・エクイティ・ファンドへの投資は、従来の投資では満たすことのできない投資家ニーズを満たし、伝統的な、上場株や債券への投資を一部代替する投資であることからオルタナティブ投資と呼ばれている。このように機関投資家にオルタナティブ投資の機会を提供することも事業再生ファンドの役割の一つと考えられる。

②ディール・ソース（投資案件の獲得）

ディール・ソースは、ファンド側が案件を獲得するため、積極的に外部に働きかける場合と、外部から案件が持ち込まれる場合とに大別される。前者の場合、金融機関では、銀行における、不良債権処理、融資先企業の再建支援、およびM&Aに関係する部門、投資銀行のM&Aに関係する部門が主たる対象となる。一般事業会社では、「選択と集中」に精力的に取り組んでいるところが主たる対象となる。そのような会社は中核事業と関連の薄い事業については売却の対象として考えていることが多い。

後者の場合、案件が持ち込まれるルートによってバイラテラル（相対案件）とビッド（競合案件）とに分けられる。買い手にとって、相対案件の場合、一対一の交渉によって価格が決定されるので、競合案件の場合に比し、安い価格で案件を獲得しうるというメリットがある。なぜなら、売り手が価格以外にさまざまな条件を課してくる場合に、買い手が専門家なりの解決策を提

示すれば、価格を引き下げることが可能になるからである。その解決策がそのファンド以外に提示できないオリジナリティの強いものであれば、いっそう効果的であろう。ただし、交渉を経なければならぬので、ともすればディール・ソースに相当な時間がかかってしまうというデメリットがある。競合案件の場合、売り手にアドバイザーとして指名された投資銀行がエージェントとして案件のインフォメーション・パッケージ（案件に関する情報をまとめた資料）を作成し、買い手にふさわしい主体をいくつか選定して入札への参加を打診する。事業再生ファンドは有力な買い手候補として、通常、入札への参加が打診される。競合案件の場合、価格が高くなりがちであるというデメリットがある一方で、高い価格を提示しさえすれば迅速かつ確実に案件が獲得できるというメリットがある。

和田（2002）によると、事業再生ファンドが投資対象として好むのは成熟産業に属する企業であるという。成熟産業の場合、イノベーションに対応するためにR&D投資や設備投資に多額の資金が必要となるわけではなく、コアコンピタンスさえ堅持されていれば、キャッシュフローは確保される。このように財務面でゆとりがあれば、事業再生はより確実に行うことができる。上述のように、事業再生ファンドは存続期間が長くとも10年未満、再生に目途をつける期間も通常3～5年とされているため、回収期間・金額が不確実な企業には投資しにくい。

ちなみに、ある特定の銀行グループに所属する事業再生ファンド、いわゆる銀行系ファンドはディール・ソースに強みを発揮するという特徴がある。銀行、とくにメインバンクは情報生産活動を通じて融資先企業の経営内容について熟知しているはずであり、銀行が直接、再建支援に乗り出すよりも事業再生ファンドがその役割を担うほうが有効であると判断すれば、銀行はグループ内のファンドを紹介することになる。当該企業にとっても、他のファンドよりも取引先銀行が紹介してくれるファンドのほうが、抵抗感が少なくと考えられる。このように、銀行系ファンドは積極的に外部に働きかけて案件を獲得する必要性は低いのである。

③デュー・デリジェンス（資産の適正評価手続）

デュー・デリジェンスとは、投資対象となる企業や事業について収益性や

リスクの観点から詳細・公正に調査してその価値を算定する業務のことをいう。デュー・デリジェンスは通常、投資について基本合意が締結された後に実施される。取引価格を決定するのに不可欠だけでなく、事業再生の青写真を描くのに不可欠な作業である。調査の範囲は事業面、財務面、法務面など多岐にわたるが、軸となるのは財務諸表分析である。秘密保持契約を結び、内部資料の分析や関係者へのインタビューを行うため、作業期間は数ヶ月に及ぶこともある。実際の調査・分析は、公認会計士、弁護士、経営コンサルタントなど専門家が実施する。もちろん、専門家集団である事業再生ファンドはターンアラウンド・マネージャーを軸にデュー・デリジェンスの際、中心的な役割を果たす。

デュー・デリジェンスはビジネス・デュー・デリジェンス、ヒューマン・デュー・デリジェンス、フィナンシャル・デュー・デリジェンス、および法務デュー・デリジェンスに大別される。ビジネス・デュー・デリジェンスには、投資先企業が属する業界、事業ごとの収益性（当該企業が複数の事業を営んでいる場合）、^{コーポレート・ガバナンス}経営管理（統治構造、生産・販売活動の業務プロセス）、経営者の資質などに関する調査・分析が含まれ、事業再生計画の策定に向けて中核事業の選定、イシュー（不採算事業、削減可能なコストなど）の洗い出しが行われる。ヒューマン・デュー・デリジェンスでは、主要経営陣に対するインタビューが行われ、彼らに経営者としての資質、事業再生を成し遂げる能力が備わっているか否かが見極められる。フィナンシャル・デュー・デリジェンスの中心となるのは財務諸表の分析で、それを通じて資産・負債の実態把握が行われるとともに、不良資産や不稼働資産の存在、簿外債務の有無、税務上未解決の問題などが明確化される。法務デュー・デリジェンスは、当該企業を取り巻く法務上のリスクを洗い出すために行われる。調査・分析の対象となるのは、定款や登記簿謄本、グループ企業を含む株主名簿・株主間協定書、事業に関連する許認可・届け出一覧、外注先との契約、ライセンス契約、労働組合規定などである。また、以上の作業のほかにITシステムの評価なども行われる。

そして、以上のようなデュー・デリジェンスから得られた結果は、事業再生計画を策定する際の基礎データとなるのである。

④事業再生計画の策定

事業再生計画の内容は事業再構築にかかわるものと財務再構築にかかわるものとに大別される。前者は、デュー・デリジェンスの結果を踏まえて「選択と集中」をどのように実現させるのかに重点が置かれる。投資先企業が「選択と集中」を成し遂げる上でもっともふさわしいM&Aツールが選ばれ、それを介して不採算事業は切り離され、中核事業に経営資源が集中することになる。中核事業については、収益性を高めるために新規投資が行われることもある。後者は、事業再構築後の将来キャッシュフローの見積もりから事業価値を算定し、それを踏まえてどのような金融的手法（債権放棄、DES、DIP ファイナンスなど）を用いて財務再構築を実現させるのかに重点が置かれる。金融的手法の中でも、とくに債権放棄に際しては、事業再生ファンドはメインバンクに代わって「債権者間の調整」をも行うことになる⁽⁹⁾。

⑤再生計画の実行

再生計画が策定されれば、事業再生ファンドは次にそれを実行に移すことになる。事業再生に目途をつける期間としては、通常、3～5年が想定されている。この間は、事業再生ファンドがそれぞれ独自の投資戦略にしたがって投資先企業の価値向上に努めることになる。ターンアラウンド・マネージャーなど事業再生の専門家が複数、投資先企業に派遣されて、事業再生において中心的な役割を担うこともある。たとえば、新生銀行（旧日本長期信用銀行）などの事業再生を手掛け、日本でもっとも有名な買収ファンドの一つであるリップルウッド・ホールディングス（米国系）は、業種ごとに「インダストリアル・パートナー」と呼ばれるプロ経営者を揃えており、彼らが投資先企業に派遣されて経営改革の指揮をとる。しかも完全な裁量権を与えられる（和田，2002，2004）⁽¹⁰⁾。ファンドの中には、エグゼクティブ・サーチ社に当該企業にふさわしいターンアラウンド・マネージャーの発掘を依頼するところもある（水島，2004）。また、カーライルは、リップルウッド・ホールディングスと同じく米国系の買収ファンドであるが、それとは対照的に投資先企業の既存の経営陣に事業再生の主導役を任せる、「プロマネジメント（経営陣との協調）」という戦略をとる。カーライルは、再生計画の策定、つまりどのように事業再構築、財務再構築を成し遂げるのかについては専門知識、

ノウハウを提供するものの、再生計画の実行の段階においては、既存の経営陣が中心的な役割を担う。カーライルは非常勤取締役を派遣し、再生計画の進捗状況を確認し、適宜アドバイスを行うというサポート役に徹する(和田, 2004)。このようにファンドごとに再生計画の実行段階における戦略は異なる、つまりファンドが主で既存の経営陣が従、既存の経営陣が主で既存の経営陣が従という違いがあるものの、ファンドと投資先企業が価値向上に向けて一体となって努力すること(いわゆる「インテグレーション」)が重要であることに変わりはない。

上の議論をさらに敷衍・発展させよう。事業再生ファンドは通常、投資先企業の価値を向上させるのに、「ハンズオン」という手法を用いる。ハンズオン型投資とは、投資先企業の経営に直接関与し、手をかけて育成する投資手法のことをいう。事業再生の失敗を未然に防ぐ狙いもある⁽¹¹⁾。一口にハンズオンといっても、その程度はさまざまである。水島(2004)によると、ハンズオンのレベルは次の通りであるという(レベルが下がるほどハンズオンの度合いは低くなる)。

LEVEL 1 : ファンドに属する専門家を経営者として派遣する。彼らはCEO (Chief Executive Officer ; 最高経営責任者) やCFO (Chief Financial Officer ; 最高財務責任者) として投資先に常駐する。

LEVEL 2 : ファンドから派遣された専門家が「経営戦略委員会」というような再生計画の進捗状況を監視するために新設された組織のトップや、「経営企画室長」に該当するポストに就き、投資先にほぼ常駐する。

LEVEL 3 : 社外取締役として取締役会に出席し、再生計画の進捗状況を確認し、適宜アドバイスを行う(事業再生ファンドの場合、これ以下のレベルはない。ただし、ベンチャー・キャピタル・ファンドの場合には、さらに低いLEVEL 4 が存在する)。

LEVEL 4 : 取締役会にオブザーバーとして出席し、再生計画の進捗状況を確認し、適宜アドバイスを行う。

この分類にしたがうと、上で例として挙げたリップルウッド・ホールディングスはLEVEL 1、カーライルはLEVEL 3に該当することになる。このように、事業再生ファンドごとに投資戦略の違いを反映してハンズオンのレベ

ルも異なってくる。また、投資先企業によってハンズオンのレベルを使い分けるファンドも数多く存在する。

続いて、事業再生ファンドがこの段階で活用する「ツール」について概観する。事業再生ファンドは、事業再構築のために合併、会社分割、営業譲渡、株式交換・移転など多彩なM&Aツールを駆使することで知られている。その中でももっともよく活用されるのがMBO(Management Buy-Out; 経営陣による買収)である。MBOは一般に、経営陣や従業員が所属する企業の一事業部門や子会社の株式を買い集めて独立する、事業再生の一手法と定義される⁽¹²⁾。MBOは、企業のグループ再編(=「選択と集中」)時に活用されることが多い。すなわち、企業が経営難に陥った子会社や収益が伸び悩む事業部門をグループから切り離す際に、第三者に売却せず、経営陣に独立してもらうのである。具体的には、経営陣とファンドなどの出資や金融機関からの融資によって買収の受け皿となる「第二会社」が資金を集め、事業部門や子会社の譲渡を受けるという方法をとる。ファンドが経営権を握るが、経営陣も出資しているため、両者がリスクを共有するかたちで事業再生に乗り出す。MBOのメリットは、独立後も経営陣がそのまま残り、従業員も引き継ぐ可能性が高いことに加えて独立によって経営の自主性が高まることで、大胆かつ機動的な経営改革と従業員の士気向上が期待できることである⁽¹³⁾。なお、独立後に外部の人物が経営陣として新しく就任する場合はMBI(Management Buy-In)と呼ばれる。

また、和田(2002, 2004)では、買収ファンドが得意とするM&Aツールとして「ロールアップ」(「ビルドアップ」とも呼ばれる)という手法が紹介されている。それは、投資先企業と合併することでシナジー効果を発揮すると見込まれる別の企業がある場合、そこも追加買収して、投資先企業の価値を一気に高めるという手法である。中小企業を次々に追加買収し、中規模の企業を生み出すこともある。豊富な資金力を持ち、かつM&Aを熟知した買収ファンドが第三者的な立場で仲介することで、同じ業界内で競争を繰り広げていた企業同士が合併することも容易になる。この場合、買収ファンドは「一時的に持ち株会社の機能を果たす」(和田, 2002, 128ページ)といっ

は少ないものの、M&Aのメリットを最大限に活かす手法として、今後、脚光を浴びるかもしれない。とくに中・小型のM&Aを次々に行うタイプのロールアップについては、①上の理由から競合することが少ないため、ほとんどの場合、買収の際にプレミアムを支払う必要がなく、その分「のれん代」を低く抑えられる、つまり割安な価格で買収できる、②大企業よりも中小企業のほうが環境変化に柔軟に対応できるため、「インテグレーション」がより円滑に行える、という二つのメリットが期待できる。

事業再生ファンドはM&Aの際に、資金調達面でLBO (Leveraged Buy-Out) というツールを活用することでもよく知られている。上述のように、事業再生ファンドの存続期間は通常3～7年、長くとも10年未満と限られているが、その間に数社から十数社に投資を行う。したがって、資金規模が数百億円のファンドであっても、一件のM&Aに投下できる自己資金はその数分の一から十数分の一にまで減少してしまう。しかも、事業再生ファンドは一般に、リスク分散の観点から、一つの案件に対する投資額の上限をファンドの資金総額の20～25%に設定している。つまり、M&A案件の規模によっては資金的な制約に直面せざるを得ない。そこで不足分の資金を補い、かつ投資に対するリターン、すなわち投資効率を極大化させるためにLBOを活用する。とくに、大型のM&A案件ではLBOは不可欠になる。LBOとは、買収先企業のキャッシュフローや資産を担保に、必要な資金を金融機関などから調達し、それを元手に買収を行う手法のことをいう。自己資金が少なくとも、それを「梃子」(leverage)にして巨額の資金を調達し買収を行うことから、このように呼ばれる。1980年代に米国で定着した。ただし、調達資金は買収先企業の借入金になるため、過大な債務を背負う例もある。返済の原資となるのは、基本的には買収先企業のキャッシュフローで、中核事業と関係のない資産を売却し、その代金が返済に回されることもある。このように、事業再生ファンドがほぼ例外なくLBOを活用することもあって、同ファンドは上述のように、安定したキャッシュフローの見込める成熟産業に属する企業を投資対象として好むのである。

ただし現在、LBOでは、融資額は買収先企業のキャッシュフローの3～4年分が上限とされている。このように、LBOにも資金的な制約が存在す

る。したがって、LBOでも必要な資金が調達できない場合には、ファンドはさらに別の手段で資金を調達する必要がある。そのような場合、たとえばMBOでは買収の受け皿となる「第二会社」に別途出資してくれる投資家を探し出すことになる。これは「共同投資」または「コ・インベストメント」と呼ばれるものである⁽¹⁴⁾。また、同じくMBOでは買収の受け皿となる「第二会社」が劣後ローンを受けたり、優先株を発行したりして資金を補うこともある⁽¹⁵⁾。

以上から分かるように、LBOをはじめ、M&Aに必要な資金を多彩な金融上のツールを駆使して確保することも事業再生ファンドの重要な業務なのである。そして、それはM&Aの成否だけでなく、ファンドの投資効率（投資家にとっては利回り）をも左右することになる。

事業再生ファンドはまた、投資先企業の経営陣・従業員のインセンティブを高めるためにさまざまなツールを活用する。代表的なものとしては、経営陣・従業員に対するストック・オプション（自社株購入権）の付与、成果主義型賃金体系の導入が挙げられる。

⑥再生計画の完了（エグジット）

再生計画が進捗し、事業再生の成否が明らかになるにつれて、事業再生ファンドにとってはどのような方法で投資を回収し、投資先企業の経営から離れるのか、すなわちどのようなエグジット（出口）戦略を描くのが重要になってくる。エグジットの方法には、主に次の三つが挙げられる。すなわち、株式公開（IPOまたは再上場）、二次売却、および放棄（二次買い取りファンドに「投げ売り」する場合も含む）である。

まず、株式公開（IPOまたは再上場）について考察する。株式公開には3年程度の準備期間を要するため、再生プロセスのかなり早い段階から組織内で株式公開に向けた体制を構築しなければならない（再生計画の中に株式公開に関する事柄がすでに盛り込まれていなければならない）。このように株式公開を実現させるにはかなりの時間と労力がかかってしまう。また、上述のように、事業再生ファンドの投資対象としてふさわしいのは、成熟産業に属する企業である。株式市場では、成長性が評価の中心的な要素となるので、そのような企業の場合、株式を公開しても、高い評価が得られない、つまり、

上述のように事業再生ファンドへの投資は通常、高い利回りを要求されるが、それを満たすのに必要な水準に株価が届かない可能性がある。しかも、事業再生ファンドは通常、発行済み株式の大半を握っているが、株式公開では一度の売り出しで保有株式の2～3割程度しか売却できないので、ファンドにとっては残った株式をどのように処分するのが問題になる。したがって、事業再生ファンドはエグジット戦略については株式公開よりも二次売却を優先させることのほうが多い⁽¹⁶⁾。

次に、二次売却について考察する。二次売却の場合、買い手となるのは主に一般事業会社、ファンド（二次買い取りファンドなど）、および最初にファンドに売却した会社（Buy-Back）である。売却に当たっては、投資銀行業務を手掛ける金融機関がアドバイザーとして手続を進めることになる。事業価値が負債を上回ってさえすれば、買い手を探すのはさほど難しくない。アドバイザーが複数の買い手候補を探し出し、入札になることも多い。

最後に、放棄について考察する。投資先企業の業績が継続的に期待値を下回る場合、再生プロセスの途中でであっても、「損切り」というかたちで売却してしまうことがある。日本でも今後、米国と同じように二次買い取り市場が発達すれば、より合理的な価格で機動的に案件を売却できるようになるう。

以上、ここでは事業再生ファンドの業務内容について概観した。ここでの議論から、とくに事業再生ファンドが投資先企業の再生プロセス全般にわたって中心的な役割を果たしていることが明らかになった。事業再生ファンドは、まさしく「再生の管理者」（日本銀行信用機構局、2005、4ページ）なのである。

c. 事業再生ファンドと投資家との関係

ここでは、事業再生ファンド（＝営業者等）と投資家との関係について考察する。水島（2004）によると、ファンドと投資家は「それぞれの経済的な利益を実現することを意図した両者の合意に基づく私的な金融仲介関係契約を結んでいると考えられる」（22ページ）という。そして、そのような契約を文書化したものがLPA（Limited Partnership Agreement）である。LPAは両者の関係を規定し、しかもそれによって事業組織としてのファンドの枠組みとファンドの活動内容をも規定する。以下では、このような認識に基づき、

LPA に記される事柄の中から、投資上の留意点、事業を営む際の経費の取り扱い、利益の分配方法、およびファンドと投資家との意思疎通の機会について概観する。

はじめに、投資上の留意点について考察する。上述のように、ファンドは一般に、リスク分散の観点から、一つの案件に出資総額の20～25%までしか投資できないが、そのほかに利益相反にも留意しなければならない。利益相反の代表的な例は、ファンドおよびファンドを構成する個人の関係する企業への投資である。このような取引については、通常、LPAの中に投資家に事前承認または事前開示を義務づける規定が置かれる⁽¹⁷⁾。

続いて、事業を営む際の経費の取り扱いについて考察する。ファンドが事業活動を展開する際、多大なコストが発生する。たとえば、デュー・デリジェンスを外部に依頼した場合に要するコストは巨額に上る。エグジット段階で二次売却を選択した場合、アドバイザーに手数料を支払わなければならない。このような経費をまかなうのが、いわゆるマネジメント・フィー（管理手数料）である。投資家は、定期的（四半期、半期、または事業年度ごと）に拠出を約束した出資金額、すなわち投資枠の数%をマネジメント・フィーとして支払うことになっている。水島（2004）によると、実際の投資金額ではなく投資枠に応じてフィーを課すのは上場株式や債券を投資対象にするファンドでは考えられないことで、プライベート・エクイティ・ファンドの運用に際して必要とされる高度の専門性に対して投資家がフィーを支払っていると考えることも可能であるという。なぜなら、マネジメント・フィーのおかげでファンドやターンアラウンド・マネージャーは余裕を持って事業を展開することが可能になるからである⁽¹⁸⁾。

続いて、利益の分配方法について考察する。一般的な事例では、まず優先リターン率（ハードル・レートとも呼ばれる）が設定される。投資家は優先リターン率までは優先的に利益を受け取ることができる。なお、優先リターン率を設定するに当たっては、マネジメント・フィーも計算の対象となり、優先リターン率はそれを含んだ数値となっている。優先リターン率を上回る利益を上げた場合、その分についてはファンドと投資家との間で事前に定められた比率にしたがって分配される。それがファンド（営業者等）にとって

は成功報酬となる。成功報酬はこのようなかたちで分配されるため、しばしば Catch-up や Make-up と呼ばれる。なお、実際に各投資家にリターンが支払われるのは、通常、一つの案件についてエグジットを果たし、利益が確定した時点である。

最後に、ファンドと投資家との意思疎通の機会について考察する。上述のように、事業再生ファンドの法的な器となるのは匿名組合、有限責任組合、および LPS であるが、いずれもファンド（営業者等）と各投資家との個別の契約関係を基礎として成り立っているため、株式会社の株主総会に相当する、投資家同士が連携してファンド（営業者等）をチェックする場または機関が法的に確保されていない。したがって、そのような場を確保するために、別途、契約を結んでアドバイザー・ボード（または諮問委員会）と呼ばれる監督機関を設けることが一般的である。この場合、アドバイザー・ボードの権限を単なる意見具申に限るのか、それを超えてファンド（営業者等）の行為に関する承認権限まで持たせるのか、承認を要する場合にはどのような事項について意見具申または承認を要するとするのかまで決められる。

水島（2004）によると、アドバイザー・ボードのメンバーはファンド（営業者等）の権限で選定されるという。メンバーは大口出資者の中から選ばれるのが一般的で、3～10名から構成される。ボードは通常、四半期に1回開催される。アドバイザー・ボードの主な機能は、投資がルールに沿って行われているのかチェックすることである。とくに、利益相反の有無については慎重に検討する。また、規定の有無にかかわらず、リスク分散の観点から投資先企業が属する業種に偏りがいいかチェックする。さらに、投資が成果を上げていない場合、大多数の投資家（通常、75～90%）から賛成が得られれば、ファンドの運営を中断したり、清算したりすることもできる。アドバイザー・ボードは投資家がこのような意向を持つ場合にはそれを取りまとめ、ファンド（営業者等）と交渉することになる。

ファンドと投資家とは、一般に、次のような手段で意思疎通が図られる。

- ・ 年一回の年次総会の開催（ファンドからすべての投資家に参加の要請がなされる）
- ・ 年次報告書の送付（通常期末後60日以内に送付する）

- ・ 監査済決算書の送付（通常期末後3ヵ月以内に送付する）
- ・ 四半期報告書の送付（通常アドバイザリー・ボード・ミーティングに送付した資料を使い、四半期末後45日以内に送付する）
- ・ 海外の投資家への説明会の開催（年次総会に参加できない海外の投資家向けに、ニューヨークやロンドンで開催する。年次総会が春に行われる場合、秋に行われる）

以上は、ファンド側からすると、IR（Investor Relations；投資家向け広報）の実践ということになる（水島，2004）⁽¹⁹⁾。

d. 事業再生ファンドの分類

事業再生ファンドはしばしば、投資会社に出資している主体によって外資系、銀行・証券系、独立系などと分類されるが、ここでは投資タイプ別に分類し、それぞれについてその特徴を概観したい⁽²⁰⁾。

事業再生ファンドを投資タイプ別に分類するとエクイティ型とデット型とに大別される。それらの内容について概観する前に、エクイティ型事業再生ファンドとデット型事業再生ファンドが登場する経緯についてみていこう。はじめに、投資ファンドが注目されるようになった経緯について説明する。1997年から98年にかけて、大手銀行が不良債権の最終処理の一環として外資系の投資ファンド（不動産ファンドまたは不良債権ファンド）にバルクセルのかたちで不良債権（主に債務者区分が破綻懸念先以下のもの）を売却する動きが広がった。外資系ファンドは額面を大きく下回る価格で不良債権を取得し、①債務者企業から（回収不能な範囲内で）弁済を受領、②担保不動産を売却、または③債権を転売するという方法で、短期間（1ヵ月から1年程度）のうちに収益を上げた。このような、清算価値に着目した投資ファンドは、銀行の不良債権処理の促進に一定の役割を果たすとともに、日本においては無いに等しかった不良債権市場を短期間で創り上げてしまった⁽²¹⁾。

不良債権のバルクセルが最盛期を迎えた1998年ごろから事業再生ファンドが台頭してきた。2000年3月には、リップルウッド・ホールディングスが一時国有化されていた日本長期信用銀行を買収したことで、その存在が大きくクローズアップされることになった。2001年秋には、金融再生と産業再生

の一体的解決が主なテーマとされた「改革先行プログラム」の中で、それに寄与する事業再生ファンドの設立を促進することが盛り込まれた。それを受けて（政府系金融機関である）日本政策投資銀行が出資する投資会社、日本みらいキャピタルが2002年2月に設立され、それ以降、数多くの事業再生ファンドが設立されている。当時設立された事業再生ファンドのほとんどがエクイティ型であった。

それに続いて2003年秋以降、全国的な規模で、地域金融機関や投資会社などが共同で地域密着型の事業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活発になっている。そして、こうして設立されたファンドが投資対象としたのは、ほとんどがデットであった。

では、エクイティ型事業再生ファンドとデット型事業再生ファンドとについてみていこう。まず、エクイティ型について概観する。エクイティ型の場合、投資対象となるのは投資先企業の株式で、少なくともその過半数を取得して経営権を握り、本項bの手順で収益を上げる。もちろん、その過程で「再生の管理者」としての役割を果たす。エクイティ型には、いわゆるベンチャー・キャピタル・ファンドが事業再生も手掛けるようになった形態のものと、当初から事業再生を目的に設立されたものがある。エクイティ型が投資対象とするのは、主に大企業や一定規模以上の中堅企業（資産規模で20～30億円以上がおよその目安）である。なぜなら、そのような企業のほうがエグジット、すなわち株式公開または他企業への売却によって収益を上げやすいからである。それに加えて、上述のように、エグジット型は成熟産業に属する企業を投資対象として最適と考える。主な投資家層は、国内外の幅広い機関投資家である。

次に、デット型事業再生ファンドについて概観する。デット型の場合、投資対象となるのは投資先企業の負債（貸手側からすると貸出債権）である。デット型が手掛ける事業再生の手順はエクイティ型とはやや異なる。すなわち、①金融機関から再生対象企業の貸出債権を額面価格よりも相応に低い価格で買い取り、②支払猶予など返済条件を緩和することで対象企業を財務面で支援し、③モニタリングその他の間接的な手法を用いて事業再構築を支援して、事業価値の向上を図り、④当該債権の弁済受領（残りは債権放棄）ま

たは転売により収益を上げる、というものである（日本銀行信用機構局、2005）。

デット型が投資対象とするのは主に中堅以下の企業である。事業再生の手順の②、③は再生計画の実行段階に相当するが、一見して明らかなように、ハンズオンのレベルは低い（本項bで示した、ハンズオンのレベルの中ではLEVEL 3に該当するにすぎない）。その主な理由は、デットへの投資はエクイティへの投資に比べてローリスク・ローリターンで、しかも投資先企業の規模が小さいため、ターンアラウンド・マネージャーなど事業再生の専門家を派遣しては、コストがかかりすぎることに求められる。それゆえデット型による支援は、定期的に再生計画の進捗状況をチェックするといった間接的なものにとどまる。ただし、デットへの投資では経営権を掌握できないものの、大口債権者として、すなわち財務を事実上支配する立場から実質的な発言力は確保できる。また、融資形態を「コベナンツ・ファイナンス」(covenants finance；誓約条項付融資。債務者が一定の事項について将来の作為・不作為を約する契約上の条項を含む融資)に切り換え、投資先企業へのモニタリングを強化する例も見受けられる。コベナンツには「財務諸表の一定期間内の提出」、「担保差し入れの制限」など融資そのものにかかわるものから「法令遵守」^{コンプライアンス}、「定款内容に沿った業務執行」^{コーポレート・ガバナンス}など統治構造一般にかかわるものまで含まれる。コベナンツの中でも、もっとも影響力が大きいものは財務制限条項で、債務者が融資期間中達成すべき財務指標を定めている。債務者は財務指標が一定の数値を下回れば契約内容の再協議を迫られる。先進的な例では、財務指標に貸出金利を連動させる、すなわち財務指標が改善すれば金利を下げ、悪化すれば金利を上げる「グリッド金利」と呼ばれるスキームを導入するものもある。なお、デット型の場合、エクイティ型とは異なり、投資先企業の規模が小さいことからLBOを活用する例はほとんどない。

さて、最近では、上述のように地域再生ファンドと呼ばれるデット型が全国各地で設立されている⁽²²⁾。日本政策投資銀行によると、2005年4月15日までに43の地域再生ファンドが設立され、投資枠は1200億円を上回っているという。地域金融機関、投資会社などが共同で設立し、地方公共団体や中小企業基盤整備機構など政府関係機関が出資者に名を連ねていることも多い⁽²³⁾。

このような地域再生ファンドを、不良債権処理を急ぐ地域金融機関が積極的に活用している。その目的は、不良債権圧縮と営業基盤の維持を両立させることである。融資先企業が特定地域に集中している地域金融機関が単純に不良債権を第三者に売却すると、「評判」が低下し、顧客基盤を失いかねない。そこで、地域金融機関自身も出資するファンドを受け皿に不良債権を売却すれば、バランスシートから不良債権を切り離しつつ、ファンドを通じて再生対象企業とも取引関係を維持できる。再生対象企業が「正常先」になれば、債権を買い戻すことなどによって取引を再開できる。地域再生ファンドはデット型であり、間接的なものにとどまるものの、事業・財務再構築に向けて必要な支援を怠ることはない⁽²⁴⁾。

なお、投資対象企業の規模などに応じてエクイティへの投資とデットへの投資を使い分ける事業再生ファンドも数多く存在する。

e. 事業再生ファンドの存在意義

ここでは、本項のここまでの議論を踏まえて事業再生ファンドのミクロ上、マクロ上の存在意義について考察する。

まず、ミクロ的な視点から事業再生ファンドの存在意義について考察する。過剰債務を抱えてはいるもののコアコンピタンスが損なわれていない企業は、事業再生ファンドを活用することで、より高い確率で、より迅速に事業再生を達成できる。また、「選択と集中」に精力的に取り組んでいる一般事業会社にとっては、中核事業と関連の薄い事業を売却するに際して、事業再生ファンドはその有力な候補となる。国民経済において事業再生ファンドの数が増えれば、一般事業会社はその分、より迅速かつ合理的な価格で非中核事業を売却でき、したがって「選択と集中」をより円滑に推進できるようになる。このようなかたちで売却された再生対象企業・事業もファンドによる専門知識、ノウハウを駆使した支援を受けられる。事業再生を成し遂げる確率は格段に高まる。

続いて、事業再生ファンドはプライベート・エクイティ・ファンドの一形態と位置づけられ、機関投資家に対してオルタナティブ投資の機会を提供するという役割も果たしている。機関投資家はそのおかげで資金運用において

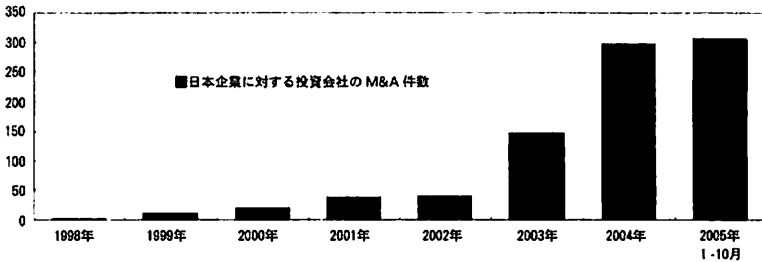
選択肢の幅が広がっている。

続いて、事業再生ファンドは、金融機関にとっては不良債権処理の受け皿となっている。金融機関は再生対象企業に対して DES を行って取得した株式をエクイティ型に売却または現物出資したり、デット型に直接（額面価格よりも相応に低い価格で）売却したりして、不良債権を直接償却している。DES を行った金融機関が他の投資家も呼び込んで特定の企業・事業の再生を目的とするファンドを設立する事例も見受けられる⁽²⁵⁾。また、不良債権処理を急ぐ地域金融機関は、不良債権圧縮と営業基盤の維持の両立とを可能にする地域再生ファンドを積極的に活用している。

次に、マクロ的な視点から事業再生ファンドの存在意義について考察する。上述のように、事業再生ファンドは個別企業の「選択と集中」を促進するが、それはマクロ的、すなわち国民経済の見地からすると産業再編を促進することを意味する。産業再編は言い換えると生産資源の再配分であり、それによって国民経済全体のイノベーション能力、別言すれば一国経済の潜在成長力が向上し、これが経済発展の原動力となる。また、事業再生ファンドは専門家集団であり、いわば人材の宝庫である。したがって、事業再生に関するデータはここに集積され、時間が経つにつれてデータベースも充実したものとなる。しかもそれは、組織内における、情報交換・蓄積によるシナジー（相乗）効果を伴っている。つまり、事業再生ファンドが存在するために、事業再生に関する専門知識、ノウハウはより有効に活用されるのである。以上から、事業再生ファンドは国民経済上、生産資源の再配分という過程における、いわば潤滑油の役割を果たしていることが理解されよう。

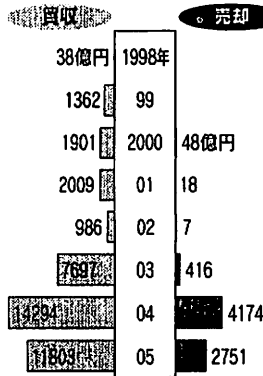
実際、日本経済において、M & A の担い手として事業再生ファンドを含む買収ファンドの存在感が高まっている。レコフによると、2004年に買収ファンドがかかわった国内のM & A 件数は297件と前年比で倍増し、全体に占める割合も13%とはじめて1割を超えたという（図1）。買収額も2003年以降、急増している。2004年度からは多くの案件がエグジットの段階を迎えたことを反映し、売却額も急増している（図2）。このように、データからも、最近、事業再生ファンドが日本経済の産業再編において大きな役割を果たしていることが確認できる。

図1 日本企業に対する投資会社のM&A 件数推移



出所：レコフ(株) ホームページ, <http://www.recof.co.jp/>

図2 日本企業に対する投資会社のM&A 総額推移



注：レコフ(株)調べ。公表ベース。2005年は1-10月

出所：『日本経済新聞』2005年11月10日付記事。

脚 注

- (1) プライベート・エクイティ・ファンドは通常、運用期限までに出資者への分配金を確保する必要がある。株式を上場し、その際に保有株を売却して現金化することがもっとも望ましいが、それが難しい場合には第三者に転売することになる。それが二次売却である。売却先には、同業他社だけでなく、二次買い取りを専門に手掛けるファンドも含まれる。欧米では、IT（情報技術）ブームが終息した2000年以降に二次買い取りファンドの設立が増加したが、日本でも、近年、プライベート・エクイティ・ファンドの数が増加していることを受けて、二次買い取りファンドの設立が相次いでいるという。

- (2) 上場企業の再生を手掛ける場合、事業再生ファンドは、経営権が脅かされないように、すなわち事業再生が安定したかたちで行えるように、そのような企業の株式をいったん上場廃止にすることが一般的である。そして、事業再生が成し遂げられれば、株式を再上場することになる。
- (3) 日本銀行信用機構局(2005)によると、匿名組合、有限責任組合、およびLPS以外で候補として考えられる事業組織はそれぞれ大きな問題点を抱えており、事業再生ファンドの法的な器としては活用ににくいという。すなわち、民法上の任意組合は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。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け出を提出する必要があるなど、手続きがやや煩雑となる面がある。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)は、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)、投信法独自の規制にも服するとの制約がある、ということである。また、新しい事業組織である日本版LLP(LLPはLimited Liability Partnershipの略で、日本版LLPの正式な名称は「有限責任事業組合」である)は、後述のように強い共同事業性が求められる点が問題となり、合同会社(通称、日本版LLC。LLCはLimited Liability Companyの略で有限責任会社と訳される)は株式会社や有限会社と同様に二重課税を回避できない点が問題となる。
- (4) ただし、事業再生ファンドの存続期間が限定されていることと、成功報酬など契約上のいわゆるインセンティブ規定は、ターンアラウンド・マネージャーが自身の成績を表面上、高くみせるために、事業再生が十分に成し遂げられていない投資先企業を強引に株式公開に持っていくという問題、すなわちいわゆるgrandstanding problemを顕在化させる可能性を秘めている。
- (5) 業務執行の内容としては、たとえば対外的な契約締結などの日本版LLPの営業に関する行為や、その契約締結のための交渉、あるいは具体的な研究開発計画の策定・設計、帳簿の記入、商品の管理、使用人の指揮・監督など組合の事業の運営上重要な部分が含まれる(経済産業省ホームページ「有限責任事業組合(LLP)制度の創設について」http://www.meti.go.jp/policy/economic_oganzation/llp_seido.html)。
- (6) このような意思決定の方法について、契約において全員一致以外で定めることも可能であるが、①重要な財産の処分及び譲り受け、②多額の借財については、全員一致または組合員の2/3以上の同意で決定することが必要である。
- (7) 原則として、社員は業務執行権限を有するが、定款の定めまたは社員全員の同意により、その一部を業務執行社員として定めることもできる。
- (8) ここでは主にエクイティ型事業再生ファンドを想定している。なお、エクイティ型事業再生ファンドの概要については本項dでみていく。
- (9) なお、この段階でスポンサー(支援企業)の選定が行われることがある。とくに、私的整理や法的整理に迫り込まれた企業についてはスポンサーが選定されることが多い。スポンサーとなるのは、同業他社や有力仕入先・取引先などである。再生計画の

実行段階では、ファンドと二人三脚で再生対象企業を支援する。スポンサーは、とくに業務面で、信用補完のほか、経営者、商品、事業ノウハウなどを提供する。通常、事業再生が軌道に乗った段階で増資を引き受け、再生対象企業を傘下に収める。

- (10) 和田（2002）によると、経営者を派遣する例は他のファンドでも見受けられるが、経営を完全に一任するというかたちにはならず、「リモート・コントロール」を効かすという。リップルウッド・ホールディングスの例はこの点では特殊といえる。
- (11) ちなみに、ハンズオンという言葉は、子供向け博物館や科学博物館で行われている、入場者がみずから展示物に触れることのできる展示手法に由来している。主に子供を対象にした展示手法で、教育効果に重点を置いている。子供たちは観賞するだけにとどまらず、直接触れることで展示物に対していっそう理解を深めたり、関心を高めたりすることができる。19世紀に米国の子供向け博物館で始められたといわれている。
- (12) 従業員が独立する場合をとくに区別してEBO（Employee Buy-out；従業員による買収）と呼ぶこともある。
- (13) MBOは、上場企業が敵対的買収に対する究極の防衛策、「ゴーイング・プライベート」（自社株の非公開化）を達成するためのツールとして活用されることもある。最近では、ワールドが2005年7～9月にかけてMBOに伴うTOBを実施し、成立させた。ワールド株は同年11月に東京、大阪の両取引所で上場廃止となった。
- (14) 水島（2004）によると、欧米では共同投資に積極的な投資家が多いという。その理由は次の二つである。第一に、ファンドへの出資の場合、ファンドが投資を決断したら、どのような案件であっても資金を拠出せざるを得ないのに対し、共同出資の場合、出資するか否かについて自身で判断できること、第二に、コ・インベスター（共同出資に参加する投資家）はマネジメント・フィー（後出）を払う必要がなく、その分、利回りが高くなることである。
- (15) 劣後ローンや優先株はリスクが通常融資と普通株の中間に位置し、「メザニン」（中二階）と呼ばれる。
- (16) 一方、同じプライベート・エクイティ・ファンドでも、ベンチャー・キャピタルの場合、投資対象が、高度な潜在性を秘め、また経営陣・従業員がIPOを当面の目標に掲げることが多いベンチャー・ビジネスであるため、エグジット戦略についてはIPOを優先させる。
- (17) また、LPAには「キーマンクローズ」という規定が設けられるのが一般的である。それは、ファンド（営業者等）の中からキーとなる特定の人物（ターンアラウンド・マネージャーなど）が脱退してしまった場合、投資家は資金の拠出を中止したり、ファンドの運営を中断させたり、早期に清算させることができるというもので、投資家の利益を保護することを目的としている。
- (18) ちなみに、マネジメント・フィーはファンドが投資家から受け取るフィーであるが、投資先企業から受け取るフィーもある。インベストメント・バンキング・フィー、モニタリング・フィー、およびコンサルティング・フィー（またはアドバイザー・フィー）がそれに相当する。インベストメント・バンキング・フィーは、ファンドが

案件を成立させたことに対し、投資先から獲得する報酬である。バイラテラルにせよ、ビッドにせよ、ディール・ソースにコストをかけ、投資を実現させたことに対する成功報酬とみなされる。モニタリング・フィーは、ファンドがハンズオンによって企業価値の向上を図ることに対する対価として受け取る報酬である。コンサルティング・フィーは、ファンドが投資先の人事、総務、財務、営業などさまざまな機能を強化した場合に、その対価として受け取る報酬である(水島, 2004)。

- (19) なお、欧米では、ゲートキーパーと呼ばれるプライベート・エクイティやプライベート・エクイティ・ファンドへの投資に対する顧問業務に特化した業者が存在しており、彼らは業務の一環として投資家に代わってファンドから送付される報告書、決算書を吟味し、ファンドの仕事振りを評価している。ゲートキーパーについて詳しくは、たとえば産業基盤整備基金(2002)を参照されたい。
- (20) 出資者タイプ別に事業再生ファンドが分類され、それぞれについて詳しく考察されている文献としては、たとえば和田(2004)が挙げられる。また、北村(2005)によると、米国では事業再生ファンドは投資先企業によって「ターンアラウンド・ファンド」と「ディストレスト・ファンド」とに分類されるという。前者は主に業績不振や株価低迷などに見舞われた企業に投資を行ってV字型の回復を支援し、後者は私的整理や法的整理の局面にある企業に投資を行って抜本的な事業面、財務面の再構築を支援する。
- (21) 外資系の投資ファンドが取引を活発化させるのに押されるかたちで、日本の不良債権市場は基盤が整備されていった。不良債権市場が拡大するとともに、日本の不動産市場では、それまで不動産鑑定に際しては主に比較事例法が使われていたが、より合理的な、欧米で主流のDCF(Discounted Cash Flow)法=収益還元法が普及し始め、また1999年には「債権管理回収業に関する特別措置法」(サービサー法)が施行されるなど、法制度も充実していった。そして、市場の基盤が整備されるのに伴い、プレイヤーの数も顕著に増えていった。以上に関する詳しい経緯については、たとえば和田(2003)を参照されたい。
- (22) その背景は次の通りである。2003年3月に公表された「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」に基づき、金融庁は中小企業金融の再生と地域経済の活性化に取り組むことを地域金融機関に求めた上、03年度と04年度を「集中改善期間」に指定し、その進捗状況と、金融機関がどのように取り組んでいるのかについて半期ごとの報告を求めた。そして、アクションプログラムの項目の中に早期事業再生に関するものがあり、各都道府県の中小企業再生支援協議会等の調整機能の活用や地域の中小企業を対象とした事業再生ファンドの組成に取り組むことが挙げられている。このような指針の下で、日本政策投資銀行など政府系金融機関や地域金融機関、地域の一般事業会社をも巻き込んだファンドの組成、または投資会社が組成したファンドへ出資する動きが活発になった。金融庁はさらに地域金融機関の地域密着を図るため、2005年3月に「地域密着型金融の機能強化の推進に関するアクションプログラム」を発表し、05年度と06年度を「集中改善期間」に指定している。した

がって地域再生ファンドの設立は今後、さらに増加すると予測される（澤田・河野，2005）。

- ㉓ 地方公共団体や政府関係機関の出資率が高いファンドは、利益の極大化よりも地域経済の活性化や、後述のように地域金融機関の不良債権処理の促進に重点を置いている。
- ㉔ 地域再生ファンドについては、詳しくはたとえば澤田・河野（2005）を参照されたい。そこでは、地域再生ファンドを民間ファンド主導型と公的機関主導型とに分け、それぞれの特徴、方向性、問題点などについて詳しい議論がなされている。
- ㉕ ダイエーのメインバンク3行（旧UFJ銀行、三井住友銀行、みずほコーポレート銀行）と日本政策投資銀行とで設立された「ダイエー企業再建ファンド」はその典型的な事例である。2002年10月、ダイエーのメインバンク3行と政策投資銀とが同ファンドを設立すると発表した。その内容は、主力3行がDESによって取得したダイエーの議決権付優先株400億円・普通株100億円の計500億円を現物出資した上、政策投資銀が100億円を現金出資する、というものであった。

参考文献

- (1) 中小企業基盤整備機構ホームページ, <http://www.smrj.go.jp/>
- (2) Forbes〔日本版〕編集部（2006）「買収ファンドの収益構造」『Forbes〔日本版〕』2月号, (株)ぎょうせい。
- (3) 畑野浩朗（2005）「有限責任事業組合（LLP）制度の創設の必要性」『商事法務』1月25日号, (株)商事法務研究会。
- (4) 仮屋広郷（2003）「ベンチャー・キャピタル・ファンドに関する基礎理論的考察」『一橋論叢』（一橋大学）第130巻第1号, 日本評論社。
- (5) 経済産業省ホームページ, <http://www.meti.go.jp/>
- (6) 北村元哉（2005）「米国型ディストレスト・ファンドと『企業再生ファンド』」『ターンアラウンドマネージャー』8月号, 銀行研修社。
- (7) 熊谷尚之（2005）「コベナンツ・ファイナンス」『銀行法務21』3月号, (株)経済法令研究会。
- (8) 宮本沙奈恵（2005）「投資事業有限責任組組成における実務上のポイント」『ターンアラウンドマネージャー』8月号, 銀行研修社。
- (9) 宮島英昭（2005）「M&Aで何が変わる？」『経済セミナー』3月号, 日本評論社。
- (10) 水島正（2004）『企業再生ファンドの実務』（財)金融財政事情研究会。
- (11) 永石一郎（2003）「事業再生における法的倒産手続の活用とプライベート・エクイティ・ファンド」『一橋論叢』（一橋大学）第130巻第1号, 日本評論社。
- (12) 日本銀行信用機構局（2005）「わが国における事業再生ファンドの最近の動向」『日本銀行調査季報』<http://www.boj.or.jp/ronbun/05/data/ron0504c.pdf>
- (13) 『日本経済新聞』関連記事。
- (14) 日本政策投資銀行ホームページ, <http://www.dbj.go.jp/>

- ⑮ 沖森孝賜・加藤丈晴 (2005) 「中小機構の中小・ベンチャー企業支援ファンドの概要」『金融法務事情』3月15日号, (財)金融財政事情研究会。
- ⑯ レコフ (株) ホームページ, <http://www.recof.co.jp/>
- ⑰ 産業基盤整備基金 (2002) 「ゲートキーパーの欧米における実態と日本における可能性」
http://www.smrj.go.jp/keiei/dbps_data/_material/_chushou/b_keiei/keieisaimu/doc/gate_h13.doc
- ⑱ 澤田竜次・河田喜一郎 (2005) 「再生ファンドの選択と方法」『ターンアラウンドマネージャー』10月号, 銀行研修社。
- ⑲ 宍戸善一 (2004) 「日本版 LLC と LLP——人的資本向け組織創設へ——」『日本経済新聞』10月27日付<経済教室>。
- ⑳ 早期事業再生研究会 (2003) 『早期事業再生研究会報告書』
<http://www.meti.go.jp/report/downloadfiles/g30213b01j.pdf>
- ㉑ 和田勉 (2002) 『買収ファンド』光文社新書。
- ㉒ 和田勉 (2003) 『企業再生ファンド』光文社新書。
- ㉓ 和田勉 (2004) 『事業再生ファンド』ダイヤモンド社。
- ㉔ 山田順一朗 (2005) 「日本版 LLC・LLP 制度の概要と今後の注目点」『新会社法 A2Z』Vol. 2, 第一法規。
- ㉕ 柳川範之 (2003) 「事業再生と経済変革」『日本経済新聞』<やさしい経済学> 全6回, 11月27日~12月4日連載。