

企業買収と企業再生

松尾順介（桃山学院大学）

近年わが国では、企業再生にも企業買収の手法が導入され、投資ファンドの役割も大きくなっている。企業再生と企業買収との共通性や連続性が強まり、同じ土俵で論議されるようになってきている。本報告では、企業再生における最近の主な変化を確認した上で、このような変化によって生じた課題を検討する。

投資ファンドによる企業再生が開始されたのは、アドバンテッジ・パートナーズ社による富士機工電子への投資事例(1998年更生)が最初であると思われるが、それ以降約10年間の主な変化は以下である。①企業再生のM&A化：TOBによる企業買収において、より高い公開買付価格を提示することが重要であるのと同様、企業再生のスポンサー選定でも、入札価格が重要となっている。さらに、これによって既存の株主から企業支配権がスポンサーに引き継がれ、敵対的企業買収が行われていると解釈することもできる。②投資対象としての連続性：企業再生型投資ファンドが登場し、ファンドによる企業再生が定着している。この種のファンドとしては、外資系大手ファンドが当初注目されたが、今では国内系ファンド、大手証券会社によるプリンシパル投資、さらに公的再生ファンドも活動している。このような投資ファンドによって、倒産企業は投資対象として選別されるとともに、そのリスク・リターンが計測される。したがって、買収対象企業も再生対象企業も、投資対象として共通しており、単にリスクの差があるにすぎなくなる。③「ファンドの壁」の崩壊：従来、企業再生は特殊なノウハウを有した投資ファンドの独壇場であったが、再生が特殊なノウハウではなくなり、標準的な投資手法のひとつになりつつある。現在、大手証券会社のプリンシパル投資は、再生企業も、競争優位を持つ企業もともに投資対象としている。つまり、ファンド間の垣根が低くなり、様々な投資ファンドが企業再生を手がけている。

このような変化は、新たな課題を生み出している。①ルール整備：企業再生は敵対的企業買収の一種と考えられ、M&Aを行う場合の考え方を踏まえたルール整備も必要である。特に、企業再生は早期であるほど再生可能性が高いため、早い段階(私的整理段階)で企業再生に着手できるよう制度を整備する必要がある。②中小企業再生の困難さ：中小企業再生は案件の規模が小さいことや地域的・個別的な特殊性が強いことから、投資ファンドの投資対象となりにくく、再生が立ち遅れる可能性がある。③アービトラージュの可能性：企業再生型の投資は、コストを投入して、企業を再生し、高められた企業価値をリターンとして享受するが、よい買い手を見つければ、高く売りつけることも可能であり、一種のアービトラージュも可能である。そうなると、本来の企業再生がなおざりにされる危険もある。