

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

永 石 一 郎

Ⅰ はじめに

バブル崩壊による資産価値の大幅な減少、不良債権処理を急ぐ銀行の貸し渋り、貸し剥がし、さらには会計ビッグバンにおける連結会計の重視・時価会計の導入による会計制度を隠れ蓑にできなくなったことや、コスト高における国際競争力の低下、その結果の格付けの低下などにより、企業の経営内容は悪化している。ちなみに帝国データバンクの調査では、平成一四年の倒産件数は一九、四五八件に及んでいる。そのような状況の下、企業再生、事業再生という言葉が目につくようになった。ここでいう企業再生とは企業再建のことであり、事業再生とは事業再建のことである。企業再生とは会社全体としての再建を意味し、事業

再建とは、会社の中の不採算部分から採算性のある特定事業部門を分離し、その事業の存続を図ることを意味する。

現在、企業再生、事業再生とリンクして法的倒産手続が語られるようになってきている。また、企業再生、事業再生においては、プライベート・エクイティ・ファンドが深い関わりを持つスキームになっている。そこで本稿では、企業再生、事業再生において減資、増資、営業譲渡など、商法上の法的手段としてどのようなものがあるかをビッグアップし、その用途を検討した上で、企業再生、事業再生においてそれらを活用する際に、なぜ法的倒産手続と組み合わせたほうがよいのか、の理由を検証する。また、企業再生、事業再生と深い関わりを持つようになったプライベート・エクイティ・ファンドとは何か、その役割、実態

および今後の問題点をスケッチする。

II 企業の再生手段

企業の経営内容が悪化した場合、企業を全体として再生するために採られる主な手段は、欠損状態の解消、債務のカット・支払猶予、資本金の減少、資産の処分・譲渡である。

1 資本の欠損の解消

経営内容が悪化するということは、資本の欠損状態が発生するということを意味する。この状態が続くと、いくら利潤を上げて、それは欠損の填補に使われて、配当することができなくなる。つまり、欠損を解消できないと利益配当ができないことになり、会社は早晩終末を迎えることとなる。欠損の解消手段としては次の二つの方法がある。

(1) 減資

資本金を減少すると、その分だけ欠損部分が消滅する。減資の方法としては、資本金額だけの減少と、それに加えて株式数を減少する方法がある。いずれにしても、減資は株主や会社債権者に重大な影響を与える。したがっ

て、減資をする場合は、株主総会の特別決議（議決権の過半数の出席と出席株主の議決権の三分の二以上の多数決）をし（商法三七五条、三四三条）、その決議後二週間以内に減資の決議をした旨と、異議ある債権者は一定の期間内に異議を述べるよう官報にて公告する手続が必要である（商法三七六条）。

(2) 法定準備金の取り崩し

資本の欠損がある場合は、資本準備金、利益準備金の順序を問うことなく、法定準備金の額を減少させれば資本の額を減少または消滅させることができる（商法二八九条一項本文）。資本の欠損があるということは当期末処理損失があるということであるから、その処理を定時株主総会の普通決議で行うことができる。

2 債務の再構築

本業が健在であり、バブル時の投資の過剰債務を解消するに負担を軽くすれば企業の再生が可能であるケースでは、債務の再構築を行うことが一般的な再建方法である。債務再構築の方法としては、支払期限の猶予、長期分割弁済、債権放棄、一部債権放棄などがあるが、債務の再構築

には次のパターンがある。

①期限の猶予

②期限の猶予＋長期分割弁済

③全額債権放棄(債務免除)

親子会社間では往々に見られる

④一部債権放棄＋残債権の長期分割弁済

⑤一部債権放棄＋残債権一括弁済

⑥一部債権放棄＋一部デット・エクティ・スワップ＋長期弁済

期弁済

⑦一部債権放棄＋一部デット・エクティ・スワップ＋残債権一括弁済

債権一括弁済

⑧デット・デット・スワップ

たとえば買掛債務を転換社債債務に交換するというものである。

いずれも債権者の個別の同意が必要であるが、債務者にとっては債務免除益の処理の問題、債権者にとっては放棄金額が有税となるかならないか、という問題がある。

3 資本の再構築

資本の再構築には増資、減資、減資後増資、株主の交替

の四つのパターンがある。

(1)増資

一般的な資本の再構築は増資である。増資によって会社に流入した資金を債務の返済、設備投資などに活用することににより会社の再建を図るものである。

(2)減資のみ

減資は資本の欠損の填補のために行われるが、会社再建段階で減資のみということは一般的にはない。

(3)減資後増資

近頃は、増資に先立って減資を行うことが会社再建の一般的な方法となっているようである。資本の減少は二つの目的で行われる。ひとつは、事業の縮小などにより不要となった会社財産を株主に払い戻すため(実質上の資本の減少)であり、もうひとつは、法定準備金を全部取り崩しても填補できない資本の欠損がある場合、その資本の欠損を填補するためである。後者は会社財産の社外流失がないから、「形式上の資本減少」と呼ばれている。会社再建においては後者の資本減少を行うのである。この場合は、減資により将来の配当が可能となる。さらなる会社再建の場合は、減資と同時に第三者割当新株を発

行することにより資本の増強を図る。

(4)株主交替（経営権の移転・スポンサー方式）

資本再構築のパターンのひとつに経営権の移転がある。

株式譲渡と新株引受により行う。未公開会社の株式の譲渡は、減資をしないで大株主から株式を譲受け、新株引受は減資をした上で第三者割当を行う方法が一般的である。ともに、スポンサーは、株式取得と平行して債務の再構築を行い、新たに増資ないし自己の信用により借入れをして債権者への弁済を行うことにより、会社の再建を図るものである。

4 資産の再構築

資産の再構築としては次のメニューがある。

- ① 含み益を有する資産の譲渡
- ② 営業譲渡
- ③ 営業用資産の譲渡
- ④ 会社分割
- ⑤ 資産の流動化

企業の再生は、会社が有する資産を有効に活用することにより行うことができる。含み益資産の譲渡による譲渡益

を資金繰りに活用することが一般的に行われるところである。過去に、住友銀行が、安宅産業破綻の際の処理において生じた貸倒損失について、含み益のある所有株式を売買することにより、その譲渡益と貸倒損失を相殺して危機を乗り切ったことは有名な話である。また、営業譲渡、営業用資産の譲渡による代金で資金繰りをまかなうこと、会社分割によりリストラを図ること、資産を流動化することにより財務内容を改善することなどが、資産の再構築による会社の再建の方法である。

III 企業再生における法的手段の活用

1 企業再生において法的倒産手続が活用される理由

以上、前章で述べたとおり、企業再生のための手段としては、資本の欠損の解消、債務の再構築、資本の再構築が不可欠であるが、これらを行うためには、債権者、株主の同意および商法上の手続が必要となる。しかし、債権者、株主の同意については同意を貰えるかどうか、また、反対者の存在によりできないという不確かな状況に陥るし、商法上の手続については時間がかかり時機を失するというリスクを伴う。それでは会社の再建はおぼつかない。そこ

で活用されるのが法的倒産手続である。法的倒産手続においては、多数決原理により反対債権者、反対株主の意思を押しさえ込むことができるうえ、商法上の手続を踏まなくて済むから再建手続成立の不安定さもカバーできる。また、手続に要する時間を回避できるという利点がある。

法的倒産手続としては、先ず、いわゆる倒産五法、再建型として会社更生法、民事再生法、会社整理と、清算型として破産法、特別清算がある。次に、法的手続ではないが同等の厳格性、透明性をもつ手続として私的整理ガイドラインがあり、また、倒産手続固有の制度ではないが特定調停手続がある。会社の再建においては再建型である会社更生法、民事再生法、私的整理ガイドライン、特定調停が用いられる。

近時の体力がなくなった会社の再建には、債務・資本の再構築が不可欠であるが、再建型倒産手続を通さない場合は、一部債権者・株主の反対によりそれは不可能となる。しかし、特定調停手続を除いて、これらの手続はいずれも一部債権者、株主の反対があっても、多数決原理により再建に不可欠の債務・資本の再構築を可能にできる。多数決原理とは、法定の可決要件をクリアすれば、反対債権者・

株主の存在にかかわらず債務カットおよび資本の再構築を可能とする制度である。また、会社更生手続や民事再生手続においては、減資や増資(民事再生手続では便法は認められていない)の手続を商法で要求される手続を踏まないで行うことができる。

いったん会社更生や民事再生手続開始の申立てを行うと、「倒産」というイメージを抱かれ、世間の信用を大きく失うことは痛手であるが、右記のメリットが大きいため、近頃は法的倒産手続により多くの会社の再建が図られている。生保や損保の破綻に際しては、従前は会社更生手続ではなく保険業法にしたがった行政的処理がなされていたが、そのコストの違いが判明したため、二〇〇〇年以降生保三社、損保一社の経営破綻に際しては会社更生手続により処理された。なお、法的倒産手続で再生を果たした企業ないしその企業の上場、上場予定が相次いで報道されているのも、⁽¹⁾法的倒産制度の有用性を改めて再認識させるものである。

2 再建型法的倒産手続の概要

企業の再生を図るためには、法的倒産手続のうち、会社更生手続、民事再生手続、私的整理ガイドライン、特定調

停が活用される。以下、各手続の概要を述べる。

(1) 会社更生手続

① 会社更生法の特徴

- i 担保権者、租税債権者も手続に取り込まれる
担保権の実行が禁止されるから再建が容易となる。
- ii 経営者は放逐され、管財人が経営権を掌握する
これにより債権者感情は癒され債務の再構築がしやすくなる。
- iii 債権調査、債権確定手続がある
債権者は一定期間内に債権届出をしないと失権する。これによりスポンサーは簿外負債のリスクを回避できる。
- iv 多数決原理が働くから債務の再構築が容易である
- v 資本と組織の再構築に商法の手続が不要とされる
債権者の多数決で資本（減資）と組織（取締役の選任、合併、会社分割など）の再構築が行われる。

vi 更生計画の認可前に営業譲渡を容易に行える手当てがなされている（四六条）

vi 更生計画終了まで裁判所の監督に服する（二二九条）
これにより手続の遂行の透明性が確保される。

② 会社更生法の申立状況

平成一二年四月一日から民事再生法が施行されているが、東京地方裁判所における上場会社の会社更生申立て件数は、平成一二年一月一日から平成一四年一二月三十一日までの三年間にわずか一五件（一部上場一社、二部上場、店頭上場各一社・以上の統計には関連会社申立件数はカウントしていない）にすぎない。これは会社更生手続が時間、費用、手間がかかる重たい制度であったことが原因とされている。しかし、平成一五年四月一日から施行される改正会社更生法はそのような不備を補う改正になっているので、今後は申立件数が増加するものと思われる。

(2) 民事再生手続

① 民事再生手続の特色

i 経営者は経営権を手放すことなく会社を維持できる
いわゆるDIPといわれるものである。しかし、

公開会社や大型の民事再生事件においては、債権放棄を強いられる債権者からのモラルハザードの指摘により、経営者が居座るということは難しい。これが「そごう」の例などに見られる現状である。ii 担保権は、手続外で実行できるので再建手続の支障になる場合がある

ただし、中止命令、担保権消滅請求制度によりそのリスクは軽減されている。

iii 債権調査、債権確定手続がある

簿外負債のリスクを回避できる。

iv 多数決原理により債務の再構築が容易である

v 減資を再生計画で行うことができる

商法では株主の三分の二以上の賛成が必要であるが、債権者額の過半数で可能となる。

vi 営業譲渡を容易にする手当てがなされている

vii 会社更生法ほど組織の再編を容易にする手当てはなされていない

② 民事再生手続の申立状況

東京地方裁判所における平成一四年一年間の申立件数は二九四件であり、そのうち上場会社の申立件数は二四件(一部上場六社、二部上場三社、店頭上場四社)である。民事再生法の前身である和議法の利用状況が、東京地方裁判所で年間五〇件くらいであったから、約八倍の申立件数となっている。司法制度改革の一環である司法制度へのアクセスの観点からは、大成功の民事再生法の制定であったといえる。

(3) 私的整理ガイドライン

① 私的整理ガイドラインの特色

平成一三年九月一九日金融界、産業界の肝いりで策定された「私的整理ガイドライン」は、法的制度ではない金融機関同士の紳士協定による企業再建手段である。私的整理ないし任意整理と呼ばれたもののうち、内整理といわれたものの銀行版である。すなわち、内整理とは、大口取引先である商社とかメ

インバンクである銀行だけが犠牲を払い、一般の債権者には迷惑を掛けないで再建手続を図るスキームをいうが、私的整理ガイドラインは、メインバンクを含む全ての金融機関が犠牲を払って企業の再建を目指すものである。内整理であるから他の倒産手続ほど公にならず、しかも手形の不渡りなどがなければ上場廃止にならず、企業にとっては極めて有利な再建手続である。金融機関債権者の放棄金額は、貸倒損失として国税庁が認める運用を行っていることもガイドライン適用申立ての誘因となっている。ただし、会長、社長という経営者は退陣しなければならない、三年以内の黒字化および債務超過の解消が可能な再建計画を策定できることが条件となっている。点がこの手続の利用を妨げているという実情がある。

② 活用状況

現在（平成一五年三月一〇日）までの利用件数は、市田、函館ドック、東洋シャッターなど七〜八件にとどまっている。西武百貨店もその適用を受け企業の再生を図ることができた。いずれも企業再生を目的としたものである。しかし、ハザマをはじめとす

るゼネコンは、私的整理ガイドラインと会社分割を組み合わせて事業の再生を模索しており、ゼネコンにおけるスキームは、過剰債務の原因となった不採算部門は本体である分割会社に残し、採算部門は新設会社に移転するという形で行われるものと予測される。そこでの問題は、分割会社と新設会社がともに「債務の履行が可能」（債務超過でないこと）（商法三七四条ノ二第一項三号）という要件をクリアできるかということ、資産の譲渡時における簿価移転が可能となる「企業組織再編税制」の適格要件を如何に満たすかということである。本年五月に新たに設立された産業再生機構は、経営不振企業の再建を通じて不良債権問題の解決を図ることを目的としているが、そのスキームは、再生機構が経営不振企業のメインバンク以外の金融機関から債権を買い取り、メインバンクと協力して会社の再建を図ろうとするものである。この機構の設立により、今後は私的整理ガイドラインの利用が少なくなるものと考えられる。

(4) 特定調停

① 特定調停の特色

平成一二年二月一七日に施行された「特定債務等の調整の促進のための特定調停に関する法律」(いわゆる特定調停法)は、本来は消費者が話し合いによりサラ金業者に期限の猶予を求めるための制度であった。しかし、平成一二年三月二二日、群馬県高崎市の東証一部上場会社中堅ゼネコン井上工業が、一五〇億円の債務免除を求めて群馬銀行、足利銀行など金融機関一五行を相手に特定調停を申し立て、金融機関から債務の免除を含む債務の再構築に成功してから、会社再建にも活用できるとの認識が高まった。その後、茨城県の建設会社も特定調停で金融機関の譲歩を獲得したということが公になり、今後は債務再構築のための特定調停の活用が見込まれる。注意を要するのは、特定調停は相手がその土俵に乗らなければ手続が開始しないということ、常に決裂のリスクがあるということである。長所としては、会社の困難な状況を世間に公にせず、会社に再建を図れることである。

② 活用状況

手続の不安定さ、債務の再構築しかできないことから、企業再生手段としてはあまり活用されていない。

IV 事業の再生

1 企業再生と事業再生の違い

前章で述べた企業再生は、会社を残すための手続である。以前は、会社更生法および民事再生法の前身である和議法の再建手法は、多数決原理によって債務カットを行った後、経営努力による将来の収益をもとに残債権を長期の分割弁済にして会社の存続を果たすという、いわゆる、収益弁済型による企業再生が可能であった。しかし、近時の経済環境では、いったん倒産という烙印を押されるともはや競争力を失い、会社が弁済のための将来収益を獲得することが難しくなっている。また、将来の予測がしにくい経済情勢から、債権者も長期分割弁済による企業再生を望まなくなった。そこで、近時は、企業再生という全体としての会社再建をあきらめて、会社の優良事業部門である事業の維持を図ることで社会経済の損失をできるだけ少なくし、雇

用の確保、取引債権者の取引継続などで満足しようとする方法を採る方向に向かっている。これを事業再生という。すなわち、再建手続過程において、優良事業部門を売買して買入により事業部門の営業権を有効活用し、従業員には雇用の場を提供し、取引業者に損失回復の機会を与え、社会的経済的損失を少なくする。一方、売買代金は債権者への配当に回し、本体は清算して手続を終了させるというパターンである。つまり、企業再生ではなく、事業再生で満足せざるを得ない時代状況にある。ちなみに、会社更生法も民事再生法も、会社を再建させることを目的とせずとも「事業の更生、再生」で足りるとしている。したがって、事業の更生・再生を行い、本体は清算するという更生計画、再生計画も認められる（「事業の維持更生を図る」会社更生法一条、民事再生法「事業の再生を図る」一条）。

2 事業再生に用いられる制度

(1) 事業再生の手段

法的倒産手続を活用して事業再生を図るということは、特定の事業部門を第三者に売買し、その代金を債権者に配当するというスキームになるわけであるから、

特定事業部門の譲渡・移転にどのような法的制度があるのか検討しなければならない。商法における制度としては営業譲渡、会社分割がある。営業譲渡、会社分割では事業再生の目的を達せない場合は、会社丸ごとの譲渡・移転、すなわち、株式の取得による経営権の把握を企図しなければならないが、その手段としては、民法上の契約で行う株式の譲渡と、契約手段では全株の取得が難しい場合は減資と第三者割当増資を行うほかない。株式の譲渡、第三者割当による場合は、経営権把握後リストラにより不採算事業部門の整理を行わなくてはならないという作業が残る。

(2) 営業譲渡（事業の譲渡・商法二四五条）

① 営業譲渡とは

営業譲渡とは、一定の営業目的のための組織化され、有機的の一体として機能する財産を譲渡し、これによって譲渡会社のこれまでの営業活動を譲受人に承継させ、譲渡会社がその限度で競業禁止義務を負うものをいう（最判昭和四〇年九月二二日判時四二一・三一）ものである。営業譲渡のメリットは、株式の取得や合併の場合は、債務を含めて帳簿記載の

有無にかかわらずすべての財産関係を承継しなければならぬが、譲渡対象財産、負債を契約により選

別できる点である。したがって、簿外負債や偶発債務のリスクを回避できる。一方、営業譲渡のデメリットとしては、商法上要求される手続が煩雑なこ

とである。営業用資産の譲渡との違いは、組織的有機的の一体としての譲渡か否かという点である。

②営業譲渡において商法等が要求する手続

i 営業を譲渡する会社における取締役会の承認、株主総会の特別決議による承認

ii 営業を譲受ける会社では取締役会の承認・株主総会の特別決議(商法二四五条第一項三号、三四

三条)

iii 譲渡会社における反対株主に対する株式買取請求権の処理

iv 独占禁止法上の事前届出かつ届出後三〇日の待機期間

v 資産の譲渡における對抗要件の具備

vi 契約の引継ぎにおける債務者の承諾

vii 許認可の再取得

viii 従業員との労働契約の締結

以上を行うについては、商法上の大会社の場合最低でも四ヶ月の時間を要する。

(3)会社分割(事業の移転・商法三七三条以下)

①会社分割とは

平成一三年四月一日より施行された制度である。

ひとつの会社を二つ以上の会社に分けることをいう。分け与える先が既存の会社か、新設会社かにより、

吸収分割と新設分割に分かれる。また、承継会社が発行する株式を分割会社自身に交付する場合と、分

割会社の株主に交付する場合とがある。前者を物的分割、後者を人的分割という。言葉は会社分割であるが、会社の営業部門のうち将来も事業価値のある

事業部門を会社から切り離し、他の会社に承継させることであるから、実質は営業譲渡と変わらない。

事業再生に会社分割を活用するメリットは次のとおりである。

i 営業譲渡では難しい許認可の承継が容易に行える

ii 譲受会社は新株の発行で対価を支払えるから現

金の流出を回避できる

iii 労働者の承継がスムーズに行える

iv 退職金の支払いがないから現金の流出を抑えることができる

デメリットは、営業譲渡は債務超過でもできるが、会社分割はできないことである。

②会社分割において商法等が要求する手続

i 分割計画書又は分割契約書の作成

ii 分割計画書等の事前開示

iii 株主総会の承認

iv 債権者保護手続

v 分割の登記

右記の手続を行うにはスタートから分割の登記まで最短でも二ヶ月はかかる。

(4)株式譲渡（事業主移転・スポンサー方式）による事業

再生

スポンサーが株式を譲渡契約により取得し、経営権を把握して事業の再生を図るものである。許可の引継ぎが営業譲渡では行えない場合に採られる手段である。注意を要するのは、閉鎖会社の場合、通常株式の

譲渡制限が定款で定められていることがほとんどであるが、かかる場合は、取締役の協力を得なければ譲渡

が認められないことに注意しなければならない。大会社においては株主が多いから、この方法は選択できない。

かかる場合は、株主総会の特別決議により、従来の株式を全て減資により消滅させ、第三者割当増資に

よりスポンサーに株式を取得させる方法を採用ざるを得ない（現実にはほとんどその例をみない）。しかし、

株式譲渡ないし新株取得による経営権の取得は、薄外債務、偶発債務の危険があるが、その懸念がないケースでは、資本の再構築に株主総会の決議などを要しないことなど、手続が簡単であることから中小企業

業再生ではよく行われている。

(5)事業譲渡・移転の際のどの手段を選択するか

の判断ポイント

①商法の要件のクリアは容易か

会社分割においては、商法上の要件である「履行の可能性」（債務超過の解消・商法三七四条ノ二第

一項三号）要件のクリアをどのように行うか。

②許可は維持できるか

産業廃棄物処理業などは営業譲渡では新たな許認

可が下りにくい。許認が引き継げないとすると、

営業譲渡ではなく会社分割、株式の取得による経営権の移転、ないしは合併で対応せざるを得なくなる。

③ 偶発債務、簿外債務リスク回避の可能性

株式取得ではこのリスクが大きい。営業譲渡はこのリスクが一番小さい。

④ 税務的要素

企業組織再編税制(会社分割、合併、現物出資、事後設立)における税制適格に該当するか。該当すれば資産等の移転は簿価での移転が認められ、課税を繰り延べることができ、さらには繰越青色欠損金の引継ぎが認められる。税制適格となる組織再編成は、「企業グループ内組織再編成」と「共同事業を行うための組織再編」のいずれかであるが、事業再生の場合、本体がなくなることから、この要件のクリアが一番の問題となろう。

⑤ 時間的要素

事業の譲渡移転は迅速に行わないと営業権は幾何級数的に損なわれる。

従業員も、顧客も、取引先もたまたましている

逃げてしまう。一番大きい痛手は信用が逃げることである。しかし、商法の制度を活用する場合は先に述べた商法上の手続を踏まなくてはならない。その結果、時間と手間がかかりその間に営業権は価値のないものとなってしまふ。

⑥ 従業員承継問題処理の容易性

営業譲渡では従業員の引継ぎが難しい面もでてくる。これに対して、会社分割は強制的な移転を可能にする。

以上のうち、簿外負債、偶発債務の危険がない営業譲渡が事業再生には多く用いられている。しかし、許認可の引継ぎができない場合は株式譲渡ないし会社分割で対応せざるを得ない。会社分割は立法されて間がないが、会社更生法で一件早速活用事例が見られる。今後は、ゼネコンの再建手段として私的整理ガイドラインと組み合わせられて多く活用されるものと思われる。

3 事業再生における法的倒産制度の活用

(1) 法的倒産制度活用のメリット

前項で述べた事業再生のツールとしての営業譲渡、会社分割は、法的倒産制度においては商法が要求する手続は省略ないし簡易化されているので、法的倒産制度を活用することにより営業譲渡・会社分割を迅速、円滑に行うことができる。さらに、法的フィルタを通すことにより関係者からの信頼(透明性)が確保でき、債権者への説得(可決要件のクリア)がより容易となる。すなわち、事業再生は、法的倒産制度の活用により、より迅速、簡易に行えるという結果をもたらすことになる。そのうえ、事業再生においては法的倒産制度の選択についても、企業再生に比べてその手続選択の幅は広がる。なぜなら、事業再生の場合は、本体を残す必要がないから、再建型倒産手続のみならず清算型倒産手続も使えるからである。したがって、事業再生の際、法的倒産制度として、再建型である会社更生手続、民事再生手続はいうに及ばず、清算型である破産手続、特別清算手続も活用できるのである。なお、特定調停手続を活用しての事業再生はあまり意味

がない。なぜなら、特定調停は、債務の再構築以外商法の手続要件を緩和することが認められていないからである。よって、会社更生、民事再生、破産、特別清算、私的整理ガイドラインでの各事業再生が考えられる。

(2) 法的倒産制度と営業譲渡

営業譲渡は法的倒産制度を活用すると次のようなメリットがある。

①譲渡代金が入るから早期の一括弁済が可能となるので倒産手続成立についての債権者の同意を得やすい
②既に築かれた事業を活用するのであるから社会経済的損失を少なくできる

③取引先(債権者)も取引継続により損失を回復できる機会ができるので手続に協力する

④譲受人は薄外負債、偶発債務の危険がない

⑤本体とは関係がなくなるから債務免除益課税による再倒産の危険がなくなる

⑥倒産手続を経ない場合の営業譲渡における詐害行為取消権(民法四二四条)のリスク回避ができる

⑦会社更生法、民事再生法、破産法においては営業譲

渡について商法の手続を踏まないで行える特則があるから迅速な営業譲渡が可能となる

(3) 法的倒産制度と会社分割

会社分割と法的倒産制度の活用は次のとおりである

① 会社更生手続においては商法の手続を踏まないで更生計画により行うことができるので迅速な事業部門の移転が可能となる

② 民事再生手続においては商法の手続を踏まなくてはならないのでメリットは少ない

③ 破産においては「債務超過の解消」ができないから会社分割はできない

④ 特別清算は多数決原理が働くから「債務超過の解消」は可能であるが、商法の手続を踏まなくてはならないので今後の活用はあまり見込めない。

(4) 各法的倒産制度における営業譲渡・会社分割事例

① 会社更生手続を活用した事業再生

i 営業譲渡により事業再生を果たした事例

日本リース(リース業・GEキャピタル)、千代田生命(生命保険業・AIG)、東食(商社・

カーギル)、ライフ(消費者金融業・アイフル)、ファーストクレジット(不動産担保融資業・ローンスター)など近時たくさんの事例がある。コア内が営業譲渡の受け手であるが、アイフルを除いてほとんどが後述するプライベート・エクイティ・ファンドである。

ii 会社更生手続における営業譲渡による事業再生の将来

改正会社更生法においては、更生計画認可前の営業譲渡が裁判所の許可により可能となったこと(会社更生法四六条)、担保権の消滅制度が認められたこと(同法一〇四条から一一二条)から今後(会社更生手続において営業譲渡による事業再生事例がさらに多くなるものと思われる。³⁾

iii 会社分割活用事例

会社更生法においては、会社分割手続は商法の手続を簡易化している(二二一条、二二三条)ので、今後更生計画において会社分割事例が増えるものと思われる。現在のところ、会社分割を用いた事業再生のための更生事件は大成火災海上保険

株式会社一件だけである。同社は会社分割後、新設会社として損保ジャパンと合併して事業の維持を図っている。

iv 第三者割当てのためには、閉鎖会社の場合、商法では株主総会の特別決議が必要であるなど時間と手間を要するが、会社更生法においては株主総会の開催など経ないで更生計画で簡単に行うことができる(会社更生法一七五条)。

②民事再生手続を活用した事業再生

i 営業譲渡による事業再生事例の統計

東京地方裁判所においては、許可による営業譲渡と再生計画による営業譲渡をあわせて、平成二年は二〇件、平成一三年は一〇件、平成一四年は二五件となっている(平成一四年度における同裁判所における民事再生申立総数は約四〇〇件である)。

ii 民事再生手続における営業譲渡による事業再生の将来

民事再生法においても、再生計画認可前に裁判所の許可により営業譲渡が認められる(民事再生

法四二条)ので、営業譲渡による事業再生の数が増えている。ただし、民事再生の申立てを行う企業はほとんどが中小企業であるから、その経営者が経営権を手放すことになる営業譲渡に好意的でないという問題がある。

iii 民事再生手続における会社分割活用の現在および将来

民事再生手続において会社分割が行われている事例はない。その理由は、民事再生法は、会社分割手続の簡易化のための規定を設けていないからである。このため、民事再生手続においては会社分割事案は商法の規定に従って行わなければならない。多数決原理により会社分割の要件である「債務超過の解消」が可能であるから、理論的には活用可能であるが、会社更生法が改正されて利用しやすくなったので、そういう場合は手続を簡単に行える会社更生法申立てが選択されるであろう。

iv 減資、増資による事業再生

民事再生法は、減資については再生計画により

簡易に行える規定を設けたが、増資については何らの規定を設けなかった。そのため商法の規定を踏まなくてはならない。そのことが、株式譲渡制限がある閉鎖社会の場合、民事再生法による再建を阻む事由のひとつとされている。

③破産手続を活用した事業再生

i 営業譲渡の活用事例

大倉商事(片岡物産、丸紅商事)、山一(メルリリンチ)、クラウンリーシング(日本リース)、ベンカン(MKSパートナーズ)などの事例が有名である。

ii 営業譲渡は、破産の場合が一番速く行えるので、今後は営業譲渡をもくろむ倒産手続の活用であれば破産手続の選択ということになる。破産の場合は、破産管財人が裁判所の許可をもらうことにより簡単にできる(破産法一九七条三号)。会社更生法、民事再生法は認可前の営業譲渡を簡易に行える道を開いたが、それでも認可前の営業譲渡は開始決定以前にはできない(会社更生法四六条、民事再生法四二条)ので、申立てから開始決定ま

での間の時間がロスとなる恐れがある。

iii 会社分割活用の可能性

破産手続においては、「債務超過の解消」ができないので、今後も破産手続を活用しての会社分割による事業再生はありえない。

④特別清算手続を活用した事業再生

i 営業譲渡の活用事例

ほとんどない。なぜなら、特別清算においては商法の要件を簡易化する制度が認められていないからである。

ii 理論的には可能であるが、現行の特別清算においてはほとんど活用されないであろう。今後、特別清算を申立てて営業譲渡を行うかどうかは、破産法の改正により特別清算がどのように変わるか次第である。

iii 会社分割の活用事例

特別清算手続においても多数決原理が働くから会社分割は可能である。しかし、民事再生法に比べて可決要件が高いので、会社分割のための特別清算事件の申立てはあまり期待できない。

⑤私的整理ガイドラインを活用した事業再生

当初私的整理ガイドラインは企業再生にとどまっていたが、ゼネコンは事業再生でないと再建できないということ、事業再生においても私的整理ガイドラインが活用された。しかし、平成一五年五月の産業再生機構の設立により、私的整理ガイドラインによる再建は少なくなるものと予測される。

(5)法的倒産手続を用いた事業再生における本体会社のその後

①破産

本体は破産手続で消滅する。

②特別清算

同じく清算手続の終了により消滅する。

③会社更生

日本リース、生保、損保の例に見られるように、会社は清算手続ないし破産手続により消滅する。

④民事再生

清算再生計画によって、会社は清算手続により、また債務超過であれば破産手続により消滅する。

⑤私的整理ガイドライン

破産ないし清算で消滅する。

4 事業の受け手

法的倒産手続を活用した事業再生においては、事業の買主がいけないと債権者への配当原資がないので法的倒産手続は成立しない。事業の買い手としては、投資銀行（ゴールドマン・サックス、メリルリンチなど）、業容拡大を企図する他の事業者、破綻会社の経営陣（MBO）⁽⁴⁾、および近頃よく耳にするプライベート・エクイティ・ファンド（MKSパートナーズ、サーベラスなど）がある。投資銀行はアメリカの銀行で、日本における商業銀行とは違う。日本における証券会社と同じと考えてよい。現在、日本においては不良債権処理の影響、景気の低迷などを原因として多くの企業が破綻しているが、それらの企業再生、事業再生を図る市場において活躍している投資銀行、プライベート・エクイティ・ファンドはいずれもアメリカ、イギリス系⁽⁵⁾⁽⁶⁾⁽⁷⁾である。日本のプライベート・エクイティ・ファンドも徐々に設立され、活動しつつあるが、資金力、企業再建のノウハウ・人材の少なさなどから、大口の倒産企業の買い受け手としては機能していないのが実情である。次に

プライベート・エクイティ・ファンドとは何かについて検討する。

V プライベート・エクイティ・ファンド

1 プライベート・エクイティ・ファンドとは

(1) プライベート・エクイティ・ファンド

エクイティとは株式のことをいうが、プライベート・エクイティとは未公開株式を意味する。ファンドとは基金のことであるが、一般に投資目的を有する基金のことをいう。このうち、未公開会社に投資を行い、経営権を取得し、企業価値を高めてリターンを求める基金のことをプライベート・エクイティ・ファンドという。ファンドにはベンチャー企業への投資を目的とするもの、不動産投資を目的とするものなどいろいろなものがある。ファンドは、アメリカ、イギリスにおいては、日本にないパートナーシップという個人、会社とならぶ事業体を契約により組織し、そこに集まった資金をもとに形成される。アメリカでは一九八〇年代に盛んに設立された。いわゆるM&Aへの投資が盛んになったからである。プライベート・エクイティ・ファンドは企業再生ファンド、

バイアウト(企業買収)ファンドとも呼ばれ、既に一定の事業基盤を持つが経営が悪化している企業の経営権を取得し、積極的に経営に参加してその企業価値を高めて、数年後に上場または第三者へ売却を行うことを目的として組成されたファンドを指す。ベンチャーキャピタルも正式に言えばベンチャー・キャピタル・ファンドである。⁽⁸⁾⁽⁹⁾したがって、プライベート・エクイティ・ファンドもベンチャー・キャピタル・ファンドも共に投資を行い、株式公開の際のキャピタルゲインを目的とするところは同じであるが、プライベート・エクイティ・ファンドは投資対象が既に設立されている事業体であるがベンチャー・キャピタル・ファンドは投資対象がこれからスタートする事業体である点において異なる。なお、アメリカ、イギリスのプライベート・エクイティ・ファンドは、邦訳すると「非公開会社の買取りを目的とするファンド」となるが、公開会社の買収にも参加している。

(2) パートナーシップとは

パートナーシップとは、営利を目的として事業を経営するための、共同所有者による、二人以上のパートナーをいうとされている(統一パートナーシップ法、修正統

一パートナークシップ法)。パートナークシップも株式会社も、事業を行う組織体としては同じであるが、法的主体を認められるか、二重課税を回避できるかという点において異なっている。パートナークシップには、メンバー全員が無責任を負うジェネラル・パートナークシップと無限責任者と有限責任者とで構成されるリミテッド・パートナークシップとがある。出資者の側から見ると、リミテッド・パートナークシップが有限責任であるから投資しやすいので、投資目的のアメリカ、イギリスのファンドにおいてはリミテッド・パートナークシップが多い。パートナークは個人でも株式会社でもよい。

(3) アメリカにおいてファンドが株式会社ではなくパートナークシップで組成される理由

アメリカではファンドはリミテッド・パートナークシップで組成されるのが殆どである。リミテッド・パートナークシップにおいてはメンバーである出資者の責任を、出資額を限度とする有限責任にとどめることができる。出資を行えば高い利潤を得ることもできるが、万一その事業が失敗しても出資額を失うだけで足りるとする制度は投資家にとって魅力である。しかし、有限責任の観点

だけから見ると株式会社の株主でも同様の目的を果たすことができるのに敢えてパートナークシップ方式を選択する理由は、パートナークシップにおいては二重課税の回避を図れるのでその分配当を高めることができる点にある。すなわち、株式会社においては、会社が利益を上げればそこで法人税が課税され、法人税分を差し引いた額を利益処分により株主に配当することになる。これに対して、リミテッド・パートナークシップにおいては、パートナークシップが利益を得てもその段階では課税されない税制になっているから、出資者への利益配分が多くなる。パートナークシップにおいては出資者が利益配当の段階で所得税を課せられるだけである。このような理由から、ファンドは、株式会社組織ではなく、リミテッド・パートナークシップで組織されるのである。

2 プライベート・エクイティ・ファンドの法形式

(1) アメリカ・イギリス

先に述べたように、プライベート・エクイティ・ファンドは、リミテッド・パートナークシップによって設立される。近時、アメリカにおいては、第四の組織体として

パートナースhip形態と会社形態の中間形態として、リミテッド・ライアビリティ・カンパニーが注目を浴びている。この形態においては、法人税の回避もパートナースhipと同じく認められ、しかもメンバーのすべてが有限責任しか負わない。それに加えて、その事業がうまくいかなかった場合の出資損を税額から控除できるとしている。投資家の出資のインセンティブを高くしている。アメリカの監査法人はこの形態が多いとされている。現在、すべての州で認められているわけではないので一概に言えないが、プライベート・エクイティ・ファンドも将来はこの形態を採る方向に向かうものと思われる。⁽¹⁰⁾

(2) 日本

わが国でも、遅ればせながらプライベート・エクイティ・ファンドの設立が見られるようになった。しかし、わが国にはアメリカ、イギリスにおけるパートナースhipという組織体はないので、それに近い民法上の組合契約(民法六六七条)ないし商法上の匿名組合契約(商法五三五条)により設立されている。ともに共同出資による事業形態であるが、組合は出資者全員間の法律関係が基礎となっている。これに対して、匿名組合は事業を行

う営業者と各出資者との法律関係しかないもので、出資者同士の法律関係はない。また、組合契約においては組合財産が考えられるが、匿名組合においてはそのような財産はない。すべて営業者の財産ということになり、匿名組合員は利益分配請求権を有するのみということになる。組合契約は、二人以上の者が出資をなして共同の事業を営むことを約することによりその効力を生じ、ジョイントベンチャーがその典型例である。組合契約の難点は、組合員が全て無限責任を負うことである。このためにわが国のプライベート・エクイティ・ファンドは匿名組合形式がほとんどである。匿名組合は、事業を行う営業者に組合員が出資を約する契約である。なぜ匿名かということ、組合員は経営を全て営業者に任せ、利益の分配に与るに過ぎないからである。以前、航空機の購入においてリース会社社が匿名組合を構成し、購入航空機をリースするという形で活用されたことがあった。このように匿名組合は組合員が少数の場合に用いられ、経営にタッチせず、お互いの匿名組合員間には何らの法的関係が生じない点で、アメリカのリミテッド・パートナースhipのリミテッド・パートナードと類似している。匿名組合は

法人格もなく、人格のない社団などにも該当しないので、それ自身が所得の帰属者として納税義務者となることはない。匿名組合で稼得された所得は、営業者と匿名組合員がそれぞれ納税義務者となる。営業者は匿名組合員に対する分配額を費用として処理できる。このように見ると、アメリカ、イギリスのリミテッド・パートナーシップとわが国の匿名組合契約はよく似ているといえることができる。

(3) 契約当事者

パートナーシップ、匿名組合のいずれかを問わず、プライベート・エクイティ・ファンドとの契約において相手方当事者が心配するのは、誰と契約をすればよいかということである。アメリカ、イギリスのプライベート・エクイティ・ファンドの場合は、そのファンドが出資する受け皿会社を設立しているか、ジェネラルパートナーが会社であるかである。また、匿名組合の場合も、受け皿会社を設立するか、営業者が会社であるかが一般的である。いずれにしてもプライベート・エクイティ・ファンド、匿名組合を問わず、両者と契約をするときは、当事者は誰か、事後設立（商法二四六条）にあたり検査役

の検査が必要となるかどうかについて注意しなければならない。

(4) パートナーシップ、匿名組合によるファンドの問題点
ともに構成員が少数数の場合、またお互いの信頼感がある場合にしか構成できない。なぜなら、パートナーシップも匿名組合も、ともに、前者においてはパートナーとジェネラル・パートナーの法律関係がなく、後者においては営業者との匿名組合員の法律関係はあるが、パートナー同士、匿名組合員同士の法律関係はないからである。しかも、対外的な情報開示（透明性）に欠けるから、信頼関係がないとその組織体に入ることの不測の損害を蒙る恐れがあるからである。

3 プライベート・エクイティ・ファンドの活動状況

外資系投資ファンドによる日本企業の買収が盛んである。外資系投資ファンドの日本上陸が本格化したのは金融危機の一九九八年以降である。不良債権処理のために破綻企業が増え、ビジネスチャンスが増加したためである。たとえば、ローンスター・ジャパンが破綻した東京相和銀行を買収、結婚式場「目黒雅叙園」の再建支援、更生会社ファー

ストクレジットの買収など行ったこと、サーベラスが木下工務店、ダイヤ建設などの買収を行ったこと、リップルウッドが日本長期信用銀行、シーガイアを買収したこと、また日本テレコムを買収しつつあること、シュローダーがベネックから営業譲渡を受けたこと、ゴールドマン・サックスが日東興業の経営権を取得したこと、カーライルがダイエーなどに出資したことなど、多方面における華々しい報道からもわれわれはその活動を知ることができる。これに対して日本のプライベート・エクイティ・ファンドは、ジャパン・リカバリー・ファンドが、私的整理ガイドラインにより再建を行った市田に資本参加したことくらいである。このような状況から判断すると、わが国のプライベート・エクイティ・ファンドの立ち遅れは顕著であり、「日本がはげたかファンドに食い荒らされている」という表現もあながち誇張でないことがわかる。

4 わが国におけるファンドの活用ケース

わが国のファンドは設立も新しいし、ノウハウもなかった。アメリカ、イギリスのプライベート・エクイティ・ファンドが華々しい活動をするのをただ指をくわえ

て眺めていた状態が続いていた。しかし、遅ればせながら金融機関を出資者とするファンドが幾つか設立されている。それは不良債権処理のために必要やむ得ないという事情もあるが、ビジネスチャンスがあまりないので、やむなくファンド設立でビジネスを行おうとしているという感がある。近頃設立されているプライベート・エクイティ・ファンドは、次の四つの仕事のいずれかを行う目的で設立されているようである。

(1) 企業再生

本稿で述べているいわゆるプライベート・エクイティ・ファンドである。しかし、わが国のプライベート・エクイティ・ファンドは、規模、資金力、人材が不足しており、未だ大型M&Aに参加するだけの規模を有していない。政府系の日本政策投資銀行が民間ファンドに積極的に出資しているが、未だその規模は外国ファンドに比べて小さい。

(2) 不良債権買取

証券会社における飛ばしの機能を有しているが、金融庁が不良債権処理を金融機関に急がせているため、やむを得ず認められるファンドといえる。フェニックス・

キャピタル株式会社が営業者で、東京三菱銀行、三井住友銀行などが匿名組合員となった平成一四年三月発足のジャパン・リカバリー・ファンド、同年一〇月発足の日本リバイバル・ファンドなどがそれである。

(3)不動産買取

バブルで傷ついた企業は処理に困る不動産を保有している。いわゆる売るに売れない不動産を抱えているのである。建築したが買手がいないのでそのまま放置されている不動産レジャー施設がたくさんある。これらの不動産を買い取り、付加価値を施して客を呼び、収益活動を行うか、付加価値をつけて売却益を企図するファンドである。不動産ファンド運営のパンフィックマネジメントは、再生を目指す中堅、中小企業から不動産を買い取るファンドを設立した。⁽¹⁾

(4)繋ぎ融資(DIPファイナンス)

法的倒産申立てにより、企業再生、事業再生を図る企業に対して必要資金を融資し、再生を支援する目的で設立されるものである。売掛金など担保を十分に取れること、金利が高いことなどから新たなビジネスとして着目されている。⁽²⁾

5 日本のプライベート・エクイティ・ファンドの問題点

(1)日本のプライベート・エクイティ・ファンドは中途半端である

わが国のプライベート・エクイティ・ファンドは、端緒についたばかりであることも原因であろうが、プライベート・エクイティ・ファンドを組成するための経済的、能力的、環境的整備がなされていないことを痛感させられる。すなわち、

①資力、能力がアメリカ、イギリスのプライベート・エクイティ・ファンドに劣る

日本のプライベート・エクイティ・ファンドには、現在の経済状況から多額の出資を行える投資家がいななし、また、経営権を取得して企業価値を高めるためのノウハウを有する人材が少ない。

②ビッドに参加するためにはデュー・デリジエンスが不可欠であるが、わが国には短期間にそのための人材を投入できる法律事務所、会計事務所が数少ない。

③わが国において、ベンチャー・キャピタル・ファン

ドは民法上の組合で組成されている場合が多いが、組合では組合員は無限責任を負うというリスクがあるため投資家が収支を躊躇するという現実があった。

そこで組合員の無限責任性を回避し、出資を呼び込みやすくするために平成一〇年に「投資事業有限責任組合法」が施行された。しかし、同法に基づく組合の投資対象はベンチャーキャピタルに限定され、大企業、公開会社の事業部門の買取ができないこととなっている。このことは、日本のプライベート・エクイティ・ファンドが、大型の経営破たん企業のビッドに参加する環境整備が不十分であることを意味する。

(2) アメリカのブッシュ大統領は、平成一五年年頭で株式会社⁽¹³⁾の二重課税を回避する制度を設けるよう述べた。これができればプライベート・エクイティ・ファンドの存在意義はなくなるであろう。アメリカにおいてよしんばそれが認められたとしても、わが国は税収の落ち込みが激しいので、法人税の収入がなくなることは到底認められない。したがって、株式会社の法人税課税をやめるといふことはないだろうから、今後も匿名

組合形式を採ったプライベート・エクイティ・ファンドによる投資活動に頼らざるを得ないであろう。

VI おわりに

枚数が尽きたので、以上を踏まえて本稿の結論めいたものを掲げると次のようなこととなろう。

(1) 企業再生より事業再生の方が破綻企業の処理において効率的であること、事業再生を行う場合は営業譲渡が方法として優れていること、ただし、営業譲渡は迅速性が要求されること、それには法的倒産手続の活用が極めて有用であることが本稿の結論である。さらに、経営破たんが予測されるときは、早期に法的倒産手続を申立てることが肝要であるということである。企業の有する組織的有機的の一体としての営業権の価値は、時間の経過とともに幾何級数的に減少するから、法的倒産手続を早く申立てるといふことは、その分営業価値の減少という社会経済的損失を少なくできるからである。営業譲渡による経営者の交代は、従業員士の気の向上にもつながり、経営の革新を期待できる。このように、営業譲渡は事業の再生に有意義な制度である

が、最大のネックである許認可の承継ができないことである。それが法律的に担保されれば、国民経済における損失をいっそうカバーできると考える。

(2) 投資受け皿としての株式会社においては、二重課税は不可避であり、その回避を目的とする税制改正は、財政赤字で苦悩しているわが国においては当面ありえない⁽¹⁶⁾。したがって、投資の受け皿としてはプライベート・エクイティ・ファンドの設立で対応せざるを得ないであろう。しかし、現在の日本のプライベート・エクイティ・ファンドはほとんどが金融機関であることが多い。プライベート・エクイティ・ファンド市場を活性化するためには、金融機関以外の投資家の参入が必要である。そして、投資家にプライベート・エクイティ・ファンドの魅力を認識させる必要がある、それには、企業価値を高めるための人材の育成⁽¹⁷⁾、デュー・デリジエンスを行える公認会計士、弁護士事務所の育成が不可欠である。そのような過程を経ることにより、プライベート・エクイティ・ファンドの充実を図ることができれば、プライベート・エクイティ・ファ

ンドの数、規模が拡大され、「はげたかファンド」に日本が食い荒らされているという泣き言をいわなくて済むようになる。

(3) さらに、プライベート・エクイティ・ファンドの充実を図るために、ファンド形成のための制度整備が必要である。すなわち、わが国においては、匿名組合契約によりプライベート・エクイティ・ファンドを始めとする投資ファンドを形成せざるを得ない状況にあるが、匿名組合はもともとは少人数で構成される組織であり、匿名組合員同士のつながりが弱いことから、不透明性を有するという欠点がある。かかる観点から、プライベート・エクイティ・ファンドの設立を容易にするために有限責任を認め、二重課税を回避できる新たな法律制度を設けることを検討すべきである。

本稿は、作成にあたり、一橋大学大学院法学研究科助教 授飯屋広郷先生に貴重なご指摘やご助言を頂いたものであり、この場をお借りして飯屋先生に厚く感謝申し上げます。

(1) 蘇生企業相次ぎ上場(日経新聞平成一五年二月二六日朝刊三面)

(2) 永石一郎(高野角司編著『倒産手続における会社分割・営業譲渡の実務』(ぎょうせい、二〇〇二年)が、この点を詳しく検討している。

(3) 会社更生法は大幅に改正され平成一五年四月一日から施行されている。改正会社更生法については、永石一郎(腰塚和男)須賀一也編著『解説改正会社更生法』(青林書院、二〇〇三年)が詳しい。

(4) MBO(経営陣による企業買収)は経営体制が継続される投資リスクが比較的小さいとして、投資ファンドが支援する例が増えている。

(5) 主な買収ファンドの投資実績一覧・企業再生の現場(週間ダイヤモンド平成一五年一月二五日)

(6) 日経新聞の昨年一〇月の調査によると、国内外の投資会社が日本企業の買収に振り向けるプライベート・エクイティ・ファンドが、平成一五年には一兆円を超える見通しとなっている(日経新聞平成一五年一月一九日朝刊一六面)。

(7) アメリカ系のプライベート・エクイティ・ファンドの特色はその政治家人脈である。サーベラスの特別顧問がクエール元副大統領、カーライルはブッシュ元大統領、元国

務長官のヘーカー、ワインバーガーなどが顧問を務めている。

(8) 自治体参加型のファンドの設立(北日本新聞平成一五年三月五日朝刊三面)自治体がファンドを設立し、ベンチャーキャピタルへの投資を検討し始めた。

(9) 大学とVCが続々提携(日経新聞平成一五年三月四日朝刊三面)

(10) 経済産業省はわが国にもリミテッド・ライアビリティ・カンパニー(LLC)の導入を検討中である(中国新聞平成一五年三月一八日朝刊六面)。

(11) 再生企業からの不動産取得ファンドが設立された(日経新聞平成一五年二月一日朝刊一四面)

(12) 日本政策投資銀行が更生会社新潟鉄工所の受け皿会社に無担保で五億円融資(読売新聞平成一五年二月二七日朝刊一面)

(13) 経済産業省は「早期事業再生ガイドライン」において「企業再生ファンド」の活動を支援するため、投資事業組合法制の整備・拡充に着手する方針を示した。投資会社が投資家から多くの資金を集め、買収、合併案件に投資するには、投資先の債務に対する責任まで負わないですむ「有限責任性」を備えた特別法制が必要であるとして、有限責任組合のファンドも投資できるように特例を設ける方針で

ある（毎日新聞平成一五年二月二三日朝刊一〇面）。

(14) 飯屋広郷「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』二二〇巻一号一八頁以下

(二〇〇三年)

(15) 二重課税廃止日本も課題（大和総研理事 吉川満 日

経新聞平成一五年二月四日朝刊二三三面）

(16) ターンアラウンド・マネジャー、またはターンアラウンド・スペシャリストともいわれるが、再生請負人の育成の必要性が叫ばれている。

参考文献

(1) 国生一彦『アメリカのパートナーシップ』（商事法務研究会、平成三年）

(2) 金子宏ほか『パートナーシップの課税問題』（日本税務研究センター、平成二二年）

(3) 越純一郎『プライベート・エクイティ』（日本経済新聞社、平成二二年）

(4) 越純一郎『日本のプライベート・エクイティ』（日本経済新聞社、平成一四年）

(5) ジェームズ・M・シエル（前田俊一訳）『プライベート・エクイティ・ファンドのすべて』（東洋経済新報社、平成一三年）

「一橋大学大学院法学研究科
附属総合法政策実務提携センター客員教授」