

## 中小企業向け事業再生ファンドヒアリング調査報告

メタデータ	言語: ja 出版者: 静岡大学人文社会科学部 公開日: 2012-10-12 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: 狩野, 美知子, 野方, 宏, 大脇, 史恵 メールアドレス: 所属:
URL	<a href="https://doi.org/10.14945/00006769">https://doi.org/10.14945/00006769</a>

## 研究ノート

# 中小企業向け事業再生ファンドヒアリング調査報告<sup>1</sup>

狩野美知子・野方 宏・大脇 史恵

## はじめに

静岡大学人文学部（現人文社会科学部）経済学科の教員からなる観光研究プロジェクトチームは、ここ数年伊豆地域を中心とした観光調査・研究を行ってきた。これまでは、伊豆地域の観光地をピンポイントで取り上げ、観光の動向・現状・課題・問題点などをみてきた。そうした作業を行なう中で、2008年頃より伊豆地域の代表的観光地である熱海や伊東などでファンドによる旅館再生という新たな動きが目につくようになった。そのことを反映して我々のこれまでの「調査報告」でも独立した節を設けて旅館再生の現状を述べるが多くなってきた<sup>2</sup>。

そこで、今回の調査では旅館再生を目的とした投資ファンドに関わる問題に取り組むための準備作業として、中小企業を対象とした事業再生ファンド一般を調査することにした。ヒアリング調査先および事前に送付した調査項目は以下の通りである。

### 〈独立行政法人 中小企業基盤整備機構〉

1. 中小企業再生における中小企業基盤整備機構の役割
2. 中小企業再生ファンドの仕組みと実態
3. 観光業（特に、宿泊業）における事業再生の具体的事例

### 〈静岡キャピタル株式会社〉

1. ファンドが関与する中小企業再生の仕組みと実態
2. 中小企業再生スキームにおけるファンドの役割
3. 静岡キャピタルにおける企業再生の事例
4. 観光業（特に、宿泊業）における事業再生の具体的事例

<sup>1</sup> 今回のヒアリング調査を含めた2011年度の観光研究プロジェクトに対し、静岡大学人文学部より研究資金の助成を受けた。また、ヒアリング調査にご協力いただいた方々にお礼申し上げる。

<sup>2</sup> 例えば、以下を参照されたい、石橋・狩野・野方・大脇・朴（2009）、石橋・狩野・野方・大脇（2009）、狩野・野方（2009）、石橋・狩野・野方・大脇（2010）。

## 1. 独立行政法人 中小企業基盤整備機構

ヒアリング日時：2011年12月21日(水) 14:00～15:30

応対者：ファンド事業部 審議役 野村 明弘氏

ファンド事業部ファンド審査第2課 大川 祐樹氏

ファンド事業部事業基盤支援課 馬道 和尚氏

まず、ここ10年ほどの中小企業の事業再生にかかわる国の施策について概観しておく<sup>3</sup>。中小企業の事業再生については、2003年4月に改正された「産業活力の再生及び産業活動の革新に関する法律（以下、「産業活力再生特別措置法」）に基づき、多種多様で地域性が強い中小企業の特性に十分配慮しつつきめ細かく対応できるように、各都道府県の商工会議所や商工会連合会等の認定支援機関に「中小企業再生支援協議会」が設置された。ここには企業再生に関する知識と経験を持つ専門家が常駐し、中小企業再生に関する相談や再生計画の策定支援等を実施している。2002年度補正予算により27の都道府県で中小企業再生支援協議会が活動を開始し、2003年度中には全47都道府県に設置された。

中小企業再生支援協議会は、中小企業の事業再生にかかる相談にのり、課題解決に向けアドバイスを実施している。また、再生のために財務や事業の抜本的な見直しが必要な企業に対しては、常駐専門家と中小企業診断士、公認会計士、税理士、弁護士等の外部専門家とで編成される支援チームにより、財務面・事業面についての調査（デューデリジェンス）等を行い、再生計画策定と金融機関との調整を支援している。

中小企業の再生を支援するため、上記の施策に加え中小企業再生ファンドへの出資というメニューも追加された。2003年度に国が講じた中小企業施策のひとつであるが、「産業活力再生特別措置法の一部を改正する法律」において、中小企業等投資事業有限責任組合の事業に、経営が悪化している企業の金銭債権取得等の特例業務を追加し、再生支援ファンドとしての業務を可能にした。これとともに、中小企業総合事業団（現「中小企業基盤整備機構」）<sup>4</sup>の業務の特例として、当該組合に対する出資業務を追加した。これらにより中小企業の再生への取組について、資金面からの支援が促進されることとなった。

こうして、事業再生に取り組む中小企業の再生計画に必要な資金供給や経営支援を実施するため、中小企業基盤整備機構（以下「中小機構」）と地域金融機関、信用保証協会、事業会社等が一

<sup>3</sup> ここでの記述は、中小企業庁編（2003）、（2004）、（2009）、（2011）を参考にした。

<sup>4</sup> 第155回臨時国会において、特殊法人「中小企業総合事業団」を独立行政法人「中小企業基盤整備機構」に移行するための所要の法改正が行われた。2004年に中小企業基盤整備機構は、中小企業総合事業団、地域振興整備公団および産業基盤整備基金の業務を統合するものとしてスタートした。

体となつてのファンドの組成が促進されることとなつた。中小企業再生ファンド事業は、過剰債務等により経営状況が悪化しているものの、本業には相応の収益力があり、財務リストラや事業再構築により再生が可能な中小企業に対する円滑な資金供給を行うために、中小機構が民間投資会社や地域の金融機関とともに投資ファンドを組成し、ファンド総額の1/2以内<sup>5</sup>を出資するものである。2003年10月の「JAIC一事業再生1号ファンド」(ファンド総額20億円、うち中小機構出資額10億円)以来、2012年3月までに23件のファンドが組成され、ファンドの総額は818億円、投資実績は181社、中小機構の出資額は約384億円に上っている。

以下では、今回の調査対象である「中小企業再生ファンド」について述べることにする<sup>6</sup>。

#### (1) 「中小企業再生ファンド」の特徴

先に述べたように、中小企業再生ファンドは、中小企業の再生を支援するため、中小機構と地域金融機関、信用保証協会、事業会社等が一体となつて組成する投資ファンドである。短期的な収益獲得ではなく、再生が見込まれる中小企業の株式や債権を中長期的に保有して、本格再生に至るまで継続的に財務面や経営面の支援を行うことを目的に組成されるものである。

中小機構は、地域の銀行、信用金庫、信用保証協会等が参加し、地域一体となつて組成する再生ファンドへ主に出資することとしている。中小機構が再生ファンドの組成に加わるか否かの選別の対象とするのは、地域最大の地方銀行、地域の中小企業再生支援協議会、県庁等から中小機構に相談があり、地域において勉強会などを持ち話を詰め地域が一丸となつて取り組むという枠組みが整備されているものであることが前提である。中小機構は、当該再生ファンドの運営会社から提案を受け、内容を審査の上、投資ファンド(中小企業再生ファンド)へ出資する形で支援を行っている。なお、規模としては中小企業に分類されていても、親会社が大企業の場合は「みなし大企業」として扱い、中小機構においては中小企業に含めていない。

ファンドに対する中小機構の出資上限はファンド総額の1/2以内である。中小企業再生ファンドの主な要件の詳細は、表1にまとめられている。

<sup>5</sup> 地方公共団体が出資を行う場合、当該地方公共団体の出資額と合算して1/2以内とする。

<sup>6</sup> なお、中小機構はファンド出資事業として「起業支援ファンド」「中小企業成長支援ファンド」「中小企業再生ファンド」に出資しており、ファンド事業部がこの業務を担当している。起業支援ファンドは、設立5年未満のベンチャー企業(中小企業)を主な投資対象とし、創業または成長初期の段階にあるベンチャー企業(中小企業)を資金面および経営面から支援することを目的としている。中小企業成長支援ファンドは、新事業展開・事業再編等にチャレンジする中小企業を主な投資対象とし、新規事業展開や転業(いわゆる「第二創業」)、事業の再編、承継等により新たな成長・発展を目指す中小企業を支援することを目的としている。

表 1 中小機構が出資する中小企業再生ファンドの主な要件

主な投資対象	再生に取り組む中小企業
投資対象への投資比率	投資総額の 70% 以上
ファンド形態	投資事業有限責任組合契約に関する法律に基づく組合
ファンド運営者 (無限責任組員)	投資会社 (銀行系投資会社, 独立系投資会社等)
投資先への支援	無限責任組員による経営支援 中小機構の各種支援 中小企業再生支援協議会との連携 (再生計画策定支援等)
中小機構の出資限度額	ファンド総額の 1/2 以内 <sup>注</sup>
ファンド運営期間	10 年以内 (3 年の延長可)
払込方法	原則として分割払い (出資約束金額が 10 億円以下の場合に限り一括払いも可)
再投資の禁止	有価証券譲渡益または配当収入による利益の再投資の禁止
その他	中小機構は投資委員会または投資検討会へのオブザーバー参加権を取得

注： 但し，地方公共団体等が出資を行う場合は合算して 1/2 以内とする。

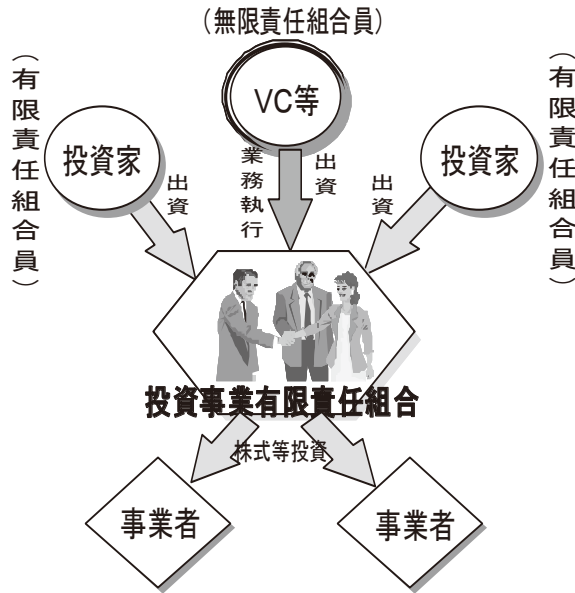
出所：中小企業基盤整備機構「ファンド出資のご案内」(冊子)。

表 1 にあるように，中小企業再生ファンドは投資事業有限責任組合方式であり，ファンドの運営は投資会社が行っている。ファンドの運営期間は 10 年以内であるが，最大 3 年以内の延長が可能となっている。以下，投資事業有限責任組合というファンド形態について説明しておこう。

投資事業有限責任組合とは，事業者への円滑な資金供給を目的とした「投資事業有限責任組合契約に関する法律」に基づき組成される組合である。業務執行を行う組員（無限責任組員：general partner (GP)）と，業務執行を行わずその出資額の範囲内の責任を負う組員（有限責任組員：limited partner (LP)）により構成される（図 1 参照）<sup>7</sup>。この仕組の下では，業務執行を行わない組員の有限責任性が法的に担保され，幅広い投資家層による事業者への資金供給の促進が図られることになる。中小企業再生ファンドにおいては，中小機構，金融機関，地方公共団体，信用保証協会，事業会社等有有限責任組員 (LP) としてファンドに出資する。そして，投資会社が無限責任組員 (GP) としてファンドへの出資とともに業務執行も行っている。中小企業再生ファンドの組成プロセスについては，図 2 を参照されたい。

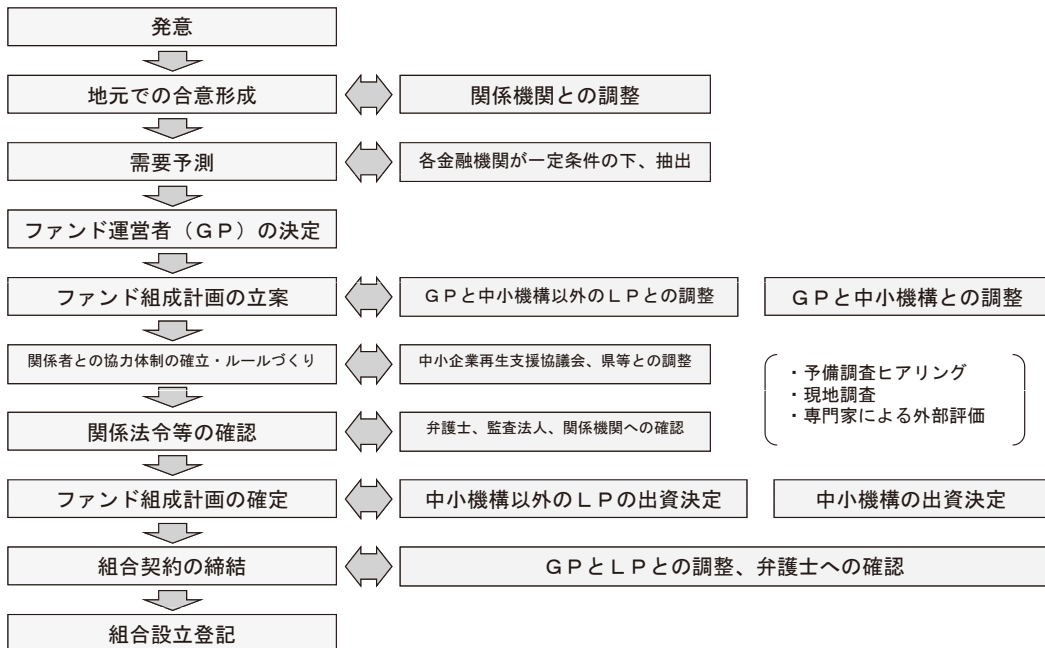
<sup>7</sup> なお，1982 年にアメリカの VC ファンドに似た方式として投資事業組合方式が日本に移入され，さらに 1998 年 11 月には「中小企業等投資事業有限責任組合法」が施行され，ベンチャー・キャピタルを GP とした投資事業有限責任組合によるファンドの組成が可能となった。この仕組みを活用することによって，ベンチャー・キャピタルは LP である投資家（出資者）を広く集めることができるようになった。

図1 投資事業有限責任組合



出所：中小企業基盤整備機構資料。

図2 中小企業再生ファンドの組成プロセス



出所：中小企業基盤整備機構資料。

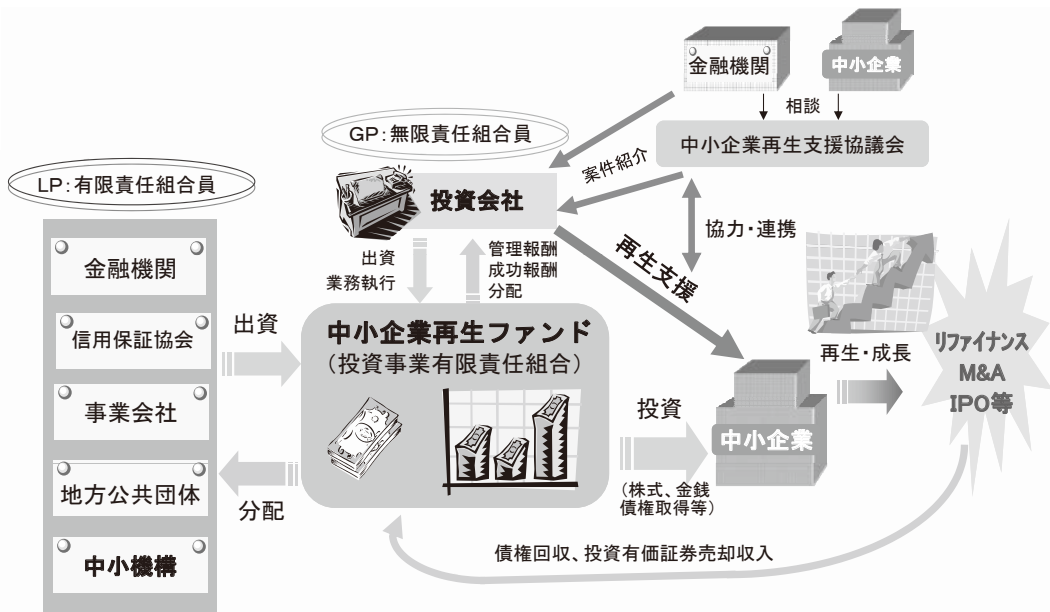
(2) 中小企業再生支援協議会による再生計画の策定

中小企業再生ファンドにおいては、この節の冒頭で述べた地域の中小企業再生支援協議会が協力・連携し再生計画策定を支援している。中小企業再生支援協議会には、企業再生の知識と経験を持つ専門家（弁護士、公認会計士、税理士、中小企業診断士、銀行OB等）が常駐し、窓口での相談・アドバイス業務を行っている。また、再生計画の策定支援のため、必要に応じて個別支援チームの編成も行われる。更に、公正中立な立場で再生計画にかかわる当事者間の調整もなされる。

(3) 中小企業再生ファンドのスキーム

中小企業再生ファンドのスキームは、図3のとおりである。以下、この図に基づいて説明を行う。

図3 中小企業再生ファンドのスキーム



出所：中小企業基盤整備機構資料。

中小企業再生ファンドの案件は、中小企業再生支援協議会からの紹介によるものが多い。この場合、中小企業や金融機関から中小企業再生支援協議会に対し、再生計画の相談が寄せられることから話が始まる。相談を寄せる中小企業の多くは、法的整理ではなく、地域の評判を毀損しない方法として私的整理を検討している企業が多い。法的整理は倒産の事実が公表されてしまい、

再生計画成立後の信用を得る点で問題が残るからである。また、中小企業再生支援協議会は再生計画の策定等を支援する。

中小企業再生支援協議会に寄せられた相談案件の中で、地域の経済活力や雇用について大きな役割を果たす企業であり再生の可能性があるかと判断したものについては、中小企業再生支援協議会が中小企業再生ファンドの案件として紹介する。どれだけの金融支援（債権カットを含む）が必要となるかも再生計画の中で示し、この計画で関係者（債権者）が同意できるならば、再生計画が成立し、本格的に動き始める。

LPは中小企業再生ファンドに出資し、投資回収によって得た利益については出資額に応じて分配を受ける。GPは中小企業再生ファンドに1%程度の出資しかしていないものの、負債やその他ファンド運営に係る責任に対して無限責任を持つ出資者としてファンドの業務執行を行っており、投資事業有限責任組合から管理報酬、成功報酬、そして投資回収においては出資額に応じた分配を受ける。投資活動およびその意思決定の最終判断はGPが行うが、GP内に設立している「投資委員会」で投資の是非が諮られているため、「投資委員会」もまた投資判断を行う機関として機能している。投資委員会はGPと外部委員（弁護士や公認会計士）から構成されるが、中小機構もオブザーバーとして参加し、適宜意見を述べている。

案件に対し再生支援が決定されると、中小企業再生支援協議会との協力・連携のもと、GPは経営支援等（ハンズオン支援）<sup>8</sup>を当該中小企業に対して行い、再生や成長を図る。当該中小企業において経常損益が黒字化し、債務超過が解消する段階が事業再生事業の出口である投資回収（exit）の目安となる。すなわち、この状態に至れば、金融機関との正常な取引ができるようになるからである。なお、再生支援先企業の経営者に対しては、経営責任を明確にさせる意味で社長の交代が行われることが多い。

#### (4) 中小企業再生ファンドにおける主な投資・回収手法

投資および投資回収については主に、取引金融機関からの貸出債権買取という「デット投資」<sup>9</sup>と株式取得による「エクイティ投資」という方法が想定されている。

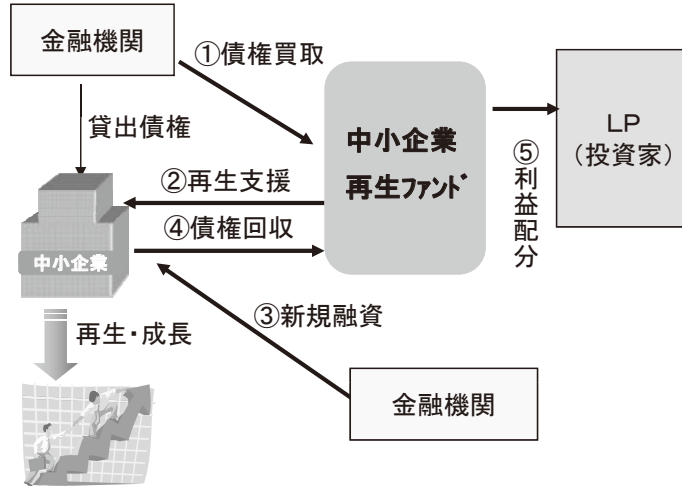
デット投資（図4参照）とは次のような方法である。再生対象企業に対する貸出債権を保有する取引金融機関から、当該債権を適正価格で中小企業再生ファンドが購入する（①債権買取）。こうして債権者の立場から、投資先企業の再生支援を行う（②再生支援）。投資先企業の再生・成長

<sup>8</sup> ベンチャー・キャピタルと投資先企業との関わり方については、hands-on（ハンズオン）とhands-off（ハンズオフ）という2つの類型がある。ハンズオフでは、ベンチャー・キャピタルは投資先の経営に関与することはその役割ではないと考えており、投資先企業の経営への関与度合いは高くない。ハンズオンでは、投資先企業の経営に深くかかわった支援を行う。企業を内部から育てる、場合によっては取締役として取締役会に加わるまでに深く関与するなど、その経営への関与度合いは高いものとなる。

<sup>9</sup> ここでいうデットとは、debtすなわち負債のことである。

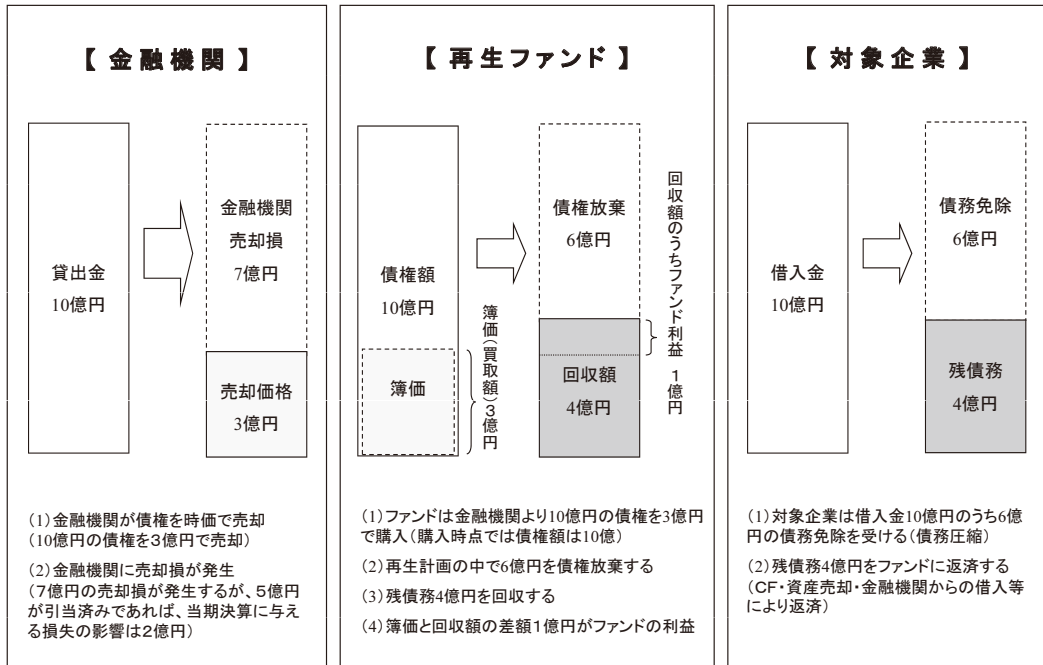


図4 デット投資



出所：中小企業基盤整備機構資料。

図5 デット投資のイメージ



出所：中小企業基盤整備機構資料。

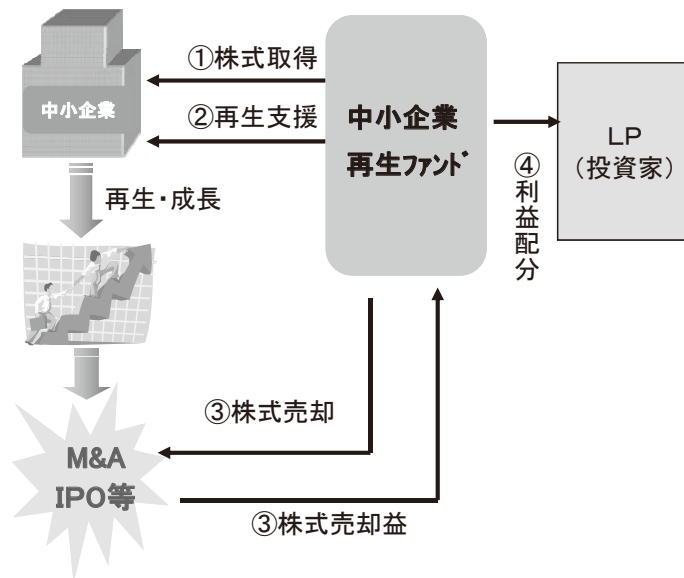
を踏まえて、金融機関による新規融資が実現（③投資先企業におけるリファイナンス）したならば、④再生ファンドによる債権回収（場合によっては債権を一部放棄）がなされ、債権回収による利益相当分が投資家に配分される（⑤利益配分）。

デット投資の具体的なイメージは、図5によって掴むことができる。

図5の例では金融機関において10億円の不良債権であると認識されている貸出金について、金融機関が時価（3億円）にて中小企業再生ファンドに売却している。中小企業再生ファンドの立場でいえば、この時価による債権買い取りが「投資」に相当する。中小企業再生ファンドは10億円分の債権者という立場にて、投資先企業の再生を支援する。当該企業が金融機関からの正常な取引ができる状態にまで再生した段階で債権を回収するが、このとき債権の一部を放棄することが多いという。図5では「投資」した3億円を上回る4億円を回収し、6億円の債権放棄をしている。このとき、1億円分（＝4億円－3億円）が中小企業再生ファンドの得る利益となる。

次に、エクイティ投資（図6参照）という方法の説明に移ろう。まず、中小企業再生ファンドが再生対象企業の株式を取得（①株式取得）するとともに、業務執行を担当するGP等が投資先企業の再生支援を行う（②再生支援）。取締役等経営人材の派遣のほか、中小企業再生支援協議会等の協力を得ながら事業や財務リストラを支援し、投資先の企業価値を高める。こうして、ファンドが取得した株式を、投資先企業の経営者等に売却、あるいはスポンサー企業等によるM&A等を行う（③株式売却）。これによって得た株式売却益（キャピタルゲイン）を投資家に配分する（④利益配分）。

図6 エクイティ投資



出所：中小企業基盤整備機構資料。

以上の2つが中小企業再生ファンドにおける主要な投資・回収手法であるが、実際にはデット投資が行われることが多いという。先に述べたように、担保価値を確保した上で債権を買い取り、債権者の立場で当該企業を支援するというデット投資が、中小企業再生ファンドにおける基本的な投資手法であり、必要な回収ができれば一部を債権放棄することが多いという。エクイティ投資での株式売却手法の一部であるIPO（initial public offering：新規株式上市）を出口（exit）とする実績は今までのところないとのことである。

さて、ベンチャー・キャピタルを中心として投資事業有限責任組合方式によるファンドを組成して企業の「再生」に「投資」することに関連して、以下の考察を述べるとしよう。

中小企業再生ファンドとは、ベンチャー企業に投資するさいの投資事業有限責任組合によるファンドの枠組みを援用しつつ、成長性の高い企業を投資対象とするのではなく、再生させることが地域経済のために不可欠であると認識された企業を投資対象（実質的には「救助対象」といえるのではないかとし、投資対象企業を再生して再び成長に向かわせようと試みることに伴う“venture”を担うものであるといえよう。つまり中小企業再生ファンドは、キャピタルゲインを得るのではなく、投資対象の企業の「再生」そのものを図ることを、その投資活動の目的としているのである。この意味では、ある種の「地域貢献」活動という側面を強く有しているといえることができる（静岡キャピタルのところでも触れる）。

通常、投資ファンドによる事業再生というとエクイティ投資の手法が多く採られているのだが、今回のヒアリング調査にて中小企業再生ファンドではデット投資の手法が基本であると教示された。前述したデット投資の手法から窺えるのは、これは債務負担に苦しむ企業に対する資金面における強力なサポートの提供であるということである。デット投資という投資手法はそもそも、成長企業を対象とする通常の投資では採られることのない手法である。先述のとおり2003年度に「産業活力再生特別措置法の一部を改正する法律」によって投資事業有限責任組合による経営悪化企業の金銭債権取得等が認められたことで、同組合が再生支援ファンドを業務として行えるようになり、このとき登場したのがデット投資という手法なのである。

この手法による投資の出口（exit）では債権放棄を伴うことが多いということだが、これは当該企業が抱えている負担を大いに軽くするものであり、企業の再生そして再成長に向けての試みを後押しするものであるといえよう。ゆえに、当該企業に対する債権をもつ金融機関をいかにして多く中小企業再生ファンドのLPに取り込むかが、当該企業の再生を試みるための重要なポイントであろう。「地域が一丸となって再生を促進するファンド」が、中小機構が中小企業再生ファンド組成に加わるか否かの選別基準だとする点は、大いに納得できるものである<sup>10</sup>。

<sup>10</sup> 当初の金融機関の売却損を納得させる上でも、地域の多くの金融機関の参加が重要となる。

ヒアリング調査の場では語られなかったものの当日受領資料に記載されている事項から、当該企業に対する債権をもつ金融機関をいかに多く中小企業再生ファンドのLPに取り込むかに関しては、このような金融機関が中小企業再生ファンドを組成しようとする誘因となりえる次のような仕掛けも併せて用意されていることが窺える。中小企業再生ファンドの案件は先述のとおり中小企業再生支援協議会からの紹介によるものが多い。中小企業再生支援協議会が再生計画を支援した案件に対し、債務免除を行った場合の税務上の取り扱いについては、個別案件ごとに税務当局の判断が必要であるものの、債権者側には債権放棄による損失分を損金算入することが可能とされている<sup>11</sup>。つまり、金融機関側からしてみれば、不良債権として認識しているものの処理を進める上で、中小企業再生ファンドの案件となっている企業のものであれば、この“優遇措置”が適用されることによって“きれいに”処理を進めることが可能となるのである。この実現には中小企業再生ファンドの組成が前提で、かつ自社がそのファンドの組合員であることが必要なのである。逆にいうと、金融機関がファンドに出資するインセンティブになっているともいえる。

以上から窺えるように、中小企業再生ファンドは民間のみにて構成される一般的なファンドとは異なり、公的・政策的な側面の色濃い特殊なファンドであるといえるのではないかと。中小企業再生ファンド組成に加わる地元金融機関、この再生ファンドによって投資（実質的には救助）される地元中小企業、そしてファンド投資先企業のプレゼンスによって影響を受けている地域経済。中小企業再生ファンドによる投資が成功裏に終われば、近江商人風というならば「三方よし」で収まることになるというのが、この再生ファンドの狙うところであろう。しかしながら、この「三方よし」は、さまざまな特別扱いというお膳立てによるものであり、しかも元々の債権者であった金融機関が痛みを引き受けることによって実現するものである。ゆえに、どの中小企業の再生に対してもこのファンドによる投資を認めるといことは許されず、だからこそまずは案件を紹介する中小企業再生支援協議会等の目利きによる選別が重要であるといえよう。そして、ヒアリングにおいても語られていたが、モラルハザードとして、この再生ファンドによる支援を受けたならば経営責任をきちんと取らせることが極めて大切であるといえよう。

#### (5) 旅館再生について

既にみたように、2003年10月の第1号ファンド以降2012年3月現在まで23のファンドが設立され、投資先企業数181社、投資金額約384億円<sup>12</sup>という投資実績が残されている。以下では、旅館再生事業について簡単にみておく。

<sup>11</sup> 債権者側には、一定の条件を満たせば、債務免除益の範囲内で、過去の欠損金（期限切れ繰越欠損金含む）および資産評価損を損金算入することが可能とされている。

<sup>12</sup> なお、中小機構の出資額は約347億円である。

中小企業再生ファンドの投資先企業181社を業種別にみると、飲食店・宿泊業は製造業に次いで多く、49社、27.1%を占めている（製造業は50社、27.6%）。そしてこの飲食店・宿泊業には地方の旅館が33社含まれている。再生支援対象の旅館の規模は、従業員数（含むパート）20～50人、売上高5億円以下が殆どである。これら企業規模を表す数字（従業員数と売上高）は、中小企業再生ファンドの投資先企業の典型的特性を示すものであり<sup>13</sup>、この意味で旅館再生の事例は中小企業の事業再生を考える上での手掛かりやヒントを提供してくれるものといえるであろう。

旅館再生の場合、債権買取に加えてリニューアルなどのための設備投資資金が必要となる。資金調達の方法としては株式や社債の発行が行なわれ、これらは中小企業再生ファンドが引き受けることが多いが、取引先企業が引き受けることもあるという。また、再生支援に際しては先に述べた「ハンズオン支援」つまりファンドと密な関係をとる支援が行なわれている。なお、中小企業再生ファンドは、その設立の趣旨から星野リゾートなどのような旅館再生の支援を事業としている民間企業への出資は行なっていない。

## 2. 静岡キャピタル株式会社

ヒアリング日時：2012年2月20日(月) 10:00～11:30

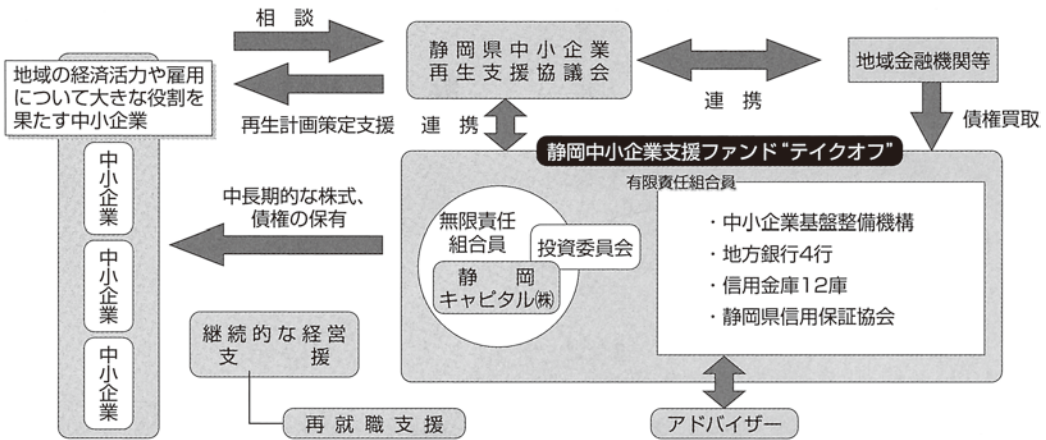
応対者：経営支援部長 大石 洋氏

静岡キャピタル株式会社（以下、静岡キャピタル）は、1984年に静岡銀行のグループ会社として創立され、ベンチャー・キャピタル会社としてスタートした。その後、2003年に産業活力再生特別措置法が改正されたことを受け、2004年に地域の中小企業再生を支援する事業を開始した。現在は、しずぎんベンチャー投資ファンド、あいぎん未来創造ファンド、静岡中小企業支援ファンドを運営している。今回は、このうちの静岡中小企業支援ファンド、すなわち、再生ファンド運営についてヒアリング調査を行った。

この静岡中小企業支援ファンドには、「パートナー」（2004年3月設立）、「スクラム」（2006年9月設立）、「テイクオフ」（2009年7月設立）と、現在までに3つのファンドが設立されている。中小機構がまとめる中小企業再生ファンドは、前節でみたように23件（2012年3月現在）あるが、そのうち3件を静岡キャピタルが占めている。また、この3件のファンドには大部分の静岡県内金融機関が出資しており、中小企業再生ファンドの実績として先進的な事例といえる。

<sup>13</sup> 従業員数21～50人の企業が35.2%、売上高5億円以下の企業が44.7%とそれぞれ最も高い割合を占めている。

図7 静岡中小企業支援ファンド「テイクオフ」のスキーム



出所：静岡キャピタル資料。

静岡県での取り組みが先進的な理由として、ヒアリング調査では以下の2点が挙げられた。第1に、信用金庫も含めて静岡県内の金融機関は、比較的バブルの影響が少ないこと、また、自己資本比率が高いことから債権放棄に伴う金融機関としての体力があったことである。第2に、静岡県中小企業再生支援協議会（以下、支援協議会）のスタッフが頻繁に金融機関を回り、相談できる環境を作っていたことである。この支援協議会は、中小企業庁から静岡商工会議所が委託を受けて事業を行っているため、企業と商工会議所と金融機関の関係が密であったと言い換えることができる。

図7は、「テイクオフ」を事例に静岡中小企業支援ファンドのスキームを示している。業績不振の中小企業が、メインとする金融機関から紹介を受け、支援協議会に相談をする。支援協議会では、必要に応じて中小企業診断士、弁護士、公認会計士、税理士等の専門家による個別支援チームによるサポートを行って経営改善計画の立案を支援し、中小企業支援ファンドに推薦をする。中小企業支援ファンドでは「地域の経済活力や雇用について大きな役割を果たす中小企業」であり、債権放棄等により本業で再生可能なところを投資先に選定する。支援協議会の推薦を受けたところのうち8割くらいが案件として成立している。実際の再生計画は、前述の中小企業診断士等を含む外部のコンサルタント、メインの金融機関と静岡キャピタル（中小企業支援ファンド）<sup>14</sup>の3者で策定する。

中小企業支援ファンドそのものは、無限責任組合員である静岡キャピタルと中小機構、金融機関等から成る有限責任組合員で構成される。したがって、再生計画に伴う全リスクを静岡キャピ

<sup>14</sup> 静岡キャピタルは、投資決定前はオブザーバーとして参加する。

タルが負っている。経営者を交代させるかどうかはそれぞれのケースにもよるが、一般的にはモラルハザード防止のため、経営責任を明確にして経営者を交代させるケースが多いというのがこれまでの状況である。このファンドが投資対象とする企業は零細・中小企業がほとんどを占め、官民一体型の特徴を持つファンドとして雇用の確保など地域に貢献することが基本目的のため、私的利益を追求するファンドとは一線を画している。再生計画通りに実施できず、再生できなかったものも少数ながら存在するが、ファンドとして元本回収割れは起こしていない。再生計画通りに実施できなかった要因は、リーマンショックのように計画策定時に想定できなかった外部環境の変化が大きいと考えられる。

再生支援先に対しては、支援先のメインの金融機関の人材を非常勤で採用し、週2～3回のモニタリングを行い、静岡キャピタルは月2～3回のモニタリングを行う。これにより、支援先、メインの金融機関と静岡キャピタルが月次の進捗状況、状況管理といった情報を共有し、支援先の経営と一体となった「ハンズオン支援」により再生を図っている。

表2は、3つのファンドの概要をまとめたものである。ヒアリング調査時点で第1号～第3号のファンドを合わせると、支援先（投資数）33件（36社）<sup>15</sup>、うち完了（エグジット数）15件（17社）の実績となっている。ここでいう「完了」とは、再生が計画通り進行して黒字化するか債務超過が解消し、さらには静岡中小企業支援ファンドから金融機関が債権を買い取る状況<sup>16</sup>（リファイナンス）を指している。2009年7月から投資を開始し現在も継続中の3号ファンド「テイクオフ」は、2011年10月31日現在の実績で投資額約18億6千万円、投資数5件（5社）と少なくなっているが、これは金融安定化法の制定により、リスク<sup>17</sup>でしのぐ企業が増加しているためである。また、この「テイクオフ」から静岡県内の大部分の金融機関が有限責任組合員として参加していることはすでに述べたが、静岡県信用保証協会も新たに参加している。

支援先の内、旅館業は13件となっており、全体の1/3強を占めている。特に、第2号ファンド「スクラム」（2006年9月～2009年7月）では、全支援先15件のうち7件を旅館業が占め、全体の4割強と多くなっている。前述のように、中小企業支援ファンドは、「地域の経済活力や雇用について大きな役割を果たす企業」の案件を扱うことから考えると、これらの旅館業は、観光が地域産業の大きな柱となっている伊豆地域が中心であると推測される。

<sup>15</sup> 支援先は33件であるが、再生の過程において1つの案件が2社に分離するケースがある。33件（36社）とは、33件の案件を企業数で示すと36社になるという意味である。

<sup>16</sup> この状況を金融機関と企業の側から見ると、正常な取引関係に戻ることになる。

<sup>17</sup> リスクとは、リスケジュールの略で、一次的に元金返済猶予や返済期間を延長するなど返済計画を変更することである。

表2 静岡中小企業支援ファンドの概要

	ファンド名		
	パートナー（1号）	スクラム（第2号）	テイクオフ（第3号） <sup>(注1)</sup>
投資期間	2004年3月－2007年3月	2006年9月－2009年7月	2009年7月－（継続中）
ファンド総額 （投資額実績）	40億円 （約39億4千万円）	60億円 （約43億3千万円）	40億円 （約18億6千万円）
出資期間	7年 （3年を超えない範囲で延長可）	7年 （3年を超えない範囲で延長可）	8年 （3年を超えない範囲で延長可）
出資者	地銀4行 静岡銀行 清水銀行 スルガ銀行 静岡中央銀行	地銀4行 静岡銀行 清水銀行 スルガ銀行 静岡中央銀行	地銀4行 静岡銀行 清水銀行 スルガ銀行 静岡中央銀行
	信金10庫 三島信用金庫 しずおか信用金庫 静岡信用金庫 焼津信用金庫 磐田信用金庫 浜松信用金庫 沼津信用金庫 富士信用金庫 富士宮信用金庫 島田信用金庫	信金11庫 三島信用金庫 しずおか信用金庫 静岡信用金庫 焼津信用金庫 磐田信用金庫 浜松信用金庫 沼津信用金庫 富士信用金庫 島田信用金庫 掛川信用金庫 遠州信用金庫	信金12庫 三島信用金庫 しずおか信用金庫 静岡信用金庫 焼津信用金庫 磐田信用金庫 浜松信用金庫 沼津信用金庫 富士信用金庫 富士宮信用金庫 島田信用金庫 掛川信用金庫 遠州信用金庫
	その他 中小企業基盤整備機構 静岡キャピタル	その他 中小企業基盤整備機構 静岡キャピタル	その他 中小企業基盤整備機構 静岡キャピタル 静岡県信用保証協会
投資数	13件（15社） <sup>(注2)</sup>	15件（16社）	5件（5社）
エグジット数 <sup>(注3)</sup>	10件（12社）	5件（5社）	なし
業種内訳	製造業 4件 旅館業 4件 運輸業 2件 卸売業 1件 小売サービス業 2件	製造業 4件 旅館業 7件 卸売業 2件 小売業 2件	製造業 2件 旅館業 2件 建設業 1件

注1. 「テイクオフ」は現在も継続中のため、投資実績・投資数・業種内訳は、2011年10月31日現在の実績である。

注2. 13件（15社）とは、13社の案件が途中で企業分離により15社になったことを示す。

注3. エグジットとは、再生が計画通り進行して黒字化するか債務超過が解消し、静岡中小企業支援ファンドから金融機関が債権を買い取る状況を指している。

出所：静岡キャピタル資料より、筆者作成。



## おわりに

今回のヒアリング調査で中小企業の事業再生についての基本的考え方や基本的枠組みについては、ある程度理解を深めることが出来た。中小機構のヒアリング調査に際しては、事前の予想に反して中小機構が資金の提供と各種機関との調整に力点を置き、中小企業の事業再生を積極的に牽引するというよりも「後に引いて全体を見守る」といった脇役に徹していることに意外性を感じた。カネは出すが事業再生は専門家に委ね、自分たちはモニタリングをしっかりと行なうということであろう。

静岡キャピタル株式会社のヒアリング調査では、再生事業に伴う全リスクを自身が負うにも関わらず基本的目的が収益獲得よりも地域に貢献することにあることが強調されており、中小企業の事業再生というビジネスを企業の社会的責任の一環として捉えているということを感じさせられた。

今回のヒアリング調査で得たものを今後の我々の研究にどう生かしていくか、我々に課された大きな課題としたい。

## 参考文献

- 中小企業庁編（2003）『中小企業白書 2003年版』、ぎょうせい。
- 中小企業庁編（2004）『中小企業白書 2004年版』、ぎょうせい。
- 中小企業庁編（2009）『中小企業白書 2009年版』、丸井工文社。
- 中小企業庁編（2011）『中小企業白書 2011年版』、同友館。
- 石橋・狩野・野方・大脇・朴（2009）「第3回伊東市観光ヒアリング報告(1)：宿泊施設を中心に」、静岡大学『経済研究』13巻4号（2009年2月）、pp45-56。
- 石橋・狩野・野方・大脇（2009）「第2回伊豆市観光ヒアリング報告：宿泊施設」、静岡大学『経済研究』14巻1号（2009年7月）、pp.61-75。
- 石橋・狩野・野方・大脇（2010）「第3回熱海市観光ヒアリング報告(1)：宿泊施設」、静岡大学『経済研究』14巻4号（2010年2月）、pp.63-76。
- 狩野・野方（2009）「第2回熱海市観光ヒアリング報告」、静岡大学『経済研究』14巻3号（2009年12月）、pp23-33。