

日本での再生型 M&A の特徴 —プレパッケージ型手続も含めて—

中央大学法科大学院特任教授

東京青山青木狛法律事務所 Baker&Mckenzie 弁護士

阿部 信一郎

第1 M&A の日本での現状(2011 年上半期)

1. 通常型 M&A の日本での現状

トムソン・ロイター(日本 M&A レビュー2011 年上半期 日本関連 M&A 公表案件 下図参照)によると、2011 年上半期の日本関連 M&A の公表案件は、案件ベースでは 1277 件と前年同期から 9.2%減少しているものの、金額ベースでは前年同期より 45.3%増加の 6.3 兆円となった。震災以降の状況(3 月 12 日から 6 月 30 日)について昨年と比較すると、案件数は 740 件と 16%減少しているものの、取引金額自体は昨年の 2.2 倍の 3.8 兆円だった。

2. 再生型 M&A の日本での現状

(1) 企業の倒産状況

株式会社帝国データバンクの公表資料(「全国企業倒産集計 2011 年上半期報」)によれば、2011 年上半期における、負債総額 1000 万円以上の法的倒産件数(法的整理件数)は 5846 件であり、2 年連続の前年同期比減少であった。また同期の負債総額は 1 兆 6284 億 5800 万円であり、半期ベースで初の 2 兆円割れを記録した。これは、過去 10 年で最小の負債総額である。上場企業の倒産件数も 2 件にとどまり、前年同期の 4 件を下回った。最大の負債総額は、株式会社林原(会社更生)の 1322 億 7100 万円であった。

(2) 再生型 M&A の状況

日本における最近の再生型 M&A の対象企業の業種は、不況業種である不動産、ゼネコン関係や、過払金の負担に悩む消費者金融(武富士、クレディア、ロブロ、アイフル)が特徴的である。また、件数的には少ないものの、有名案件において、海外企業(投資家)が日本の倒産企業に興味を示す場面が増えてきた。例えば、消費者金融会社である株式会社武富士(会社更生手続中)を、韓国の消費者金融 A&P フィナンシャルがスポンサーに決定した。また、トレハロースで有名な、株式会社林原(会社更生手続中)も、最終的には日本企業が買収することに決定し

たが、一時は韓国企業が買収の有力候補者として名乗りを上げていた。

第2 通常の M&A 手続と再生型 M&A の相違点

1. M&A 手続一般

M&A 手続は一般に、①買主選定の手続と、②利害関係者の保護手続とに分けられる。このうち①買主選定の手続は、会社法等の法令に特に規定があるわけではない。他方、②利害関係者の保護手続は、具体的な M&A 手法ごとに、会社法等の法令に規定がある。

2. ①買主選定の手続

(1) 通常型 M&A における買主選定の手続

買主選定手続には、通常、オークション(入札)方式と相対での個別交渉方式の2種類がある。そのうち、オークション(入札)方式の内容を大まかに示すと、①プロジェクトチームを組成し、買手候補者の選定を行う。②同時に、インフォメーションパッケージ(IP)を作成・配布し、秘密保持契約(CA)を締結する。③一時入札を行い、候補先を数社(2-5社程度)に選定する。この段階では、IPも限定された情報に基づき価格を含めた条件の提示を受ける。④デューデリジェンス(DD)を実施する。⑤二時入札を行い、譲渡先を決定する。⑥契約を締結する。⑦クロージング、の順番となる。

(2) 再生型 M&A

日本における再生型 M&A の場合、買主選定の手続は、一般にオークション(入札)方式の方が好まれる。その理由は、オークション方式の方が相対での個別交渉方式に比べ透明性があること、競争原理が働き最高の売却価格を得やすいこと、提案された再建スキームの内容の比較等が可能であることなどから、債権者や裁判所の了解を得やすいからである。

もともと、オークション方式の実施には、複数の買手候補者の存在が必要である。2008年のリーマンショック以前には、シナジー効果を狙う同業他社以外にも、ファンド等のファイナンシャルバイヤーが買主候補者に名乗りを上げることが多く、買主候補者が多数存在した。しかしリーマンショック以降は、経済活動の停滞や金融環境の変化による買主候補者数の減少や再生企業自体に魅力のある企業が少なくなったせいも、オークション方式を実施しようにもできない場合が多いようである。オークション方式の実施が不可能な場合は、取引先や株主に依頼して倒産企業の買主となってもらおうよう要請する場合も多く、相対での個別交渉方式がとられることとなる。

3. ②利害関係者の保護手続

(1) 通常 M&A における利害関係者の保護手続

保護手続の対象となる利害関係者は、主に、①株主、②債権者、③労働者である。これらの利害関係者に対する保護手続は、具体的な M&A 手法ごとに主に会社法に規定されている。具体的には、以下のとおりである。

- ① **株主保護手続**；合併、株式交換・株式移転、会社分割、全部の事業譲渡につき、会社法上、株主総会の特別決議が必要である。
- ② **債権者保護手続**；合併、株式交換・株式移転、会社分割¹につき、会社法上、債権者への通知・公告が必要である。
- ③ **労働者保護手続**；会社分割につき、使用者は労働者との協議を実施する必要がある(平成 12 年商法改正附則 5 条 1 項、労働契約承継法 7 条)

(2) 再建型 M&A における利害関係者の保護手続の修正

倒産手続における再生型 M&A も、通常型 M&A と同様、事業譲渡、会社分割、100%増減資等の会社法に定められた M&A 手法により行われる²。再生型 M&A においても、原則として、上記(1)に記載した各種保護手続を履践する必要がある。

しかし、再生型 M&A においては、各種倒産法制(会社更生法、民事再生法、破産法など)により、会社法上に定められた各種保護手続が、以下のとおり修正される場合がある。

- ① **(株主保護手続の修正) 株主保護手続が不要となる**；倒産企業が、事業価値の毀損が進む前に、早期の段階で再建計画によらない事業譲渡を行う要請がある場合が多い。このような場合、前述したとおり、会社法上の株主保護手続として株主総会特別決議が必要となる(会社法 467 条、309 条 2 項 11 号)が、倒産企業が債務超過の場合には、裁判所による許可により、事業の譲渡が可能であり、株主総会決議は不要となる(更生 46 条、民再法 43 条 1 項 8 号)。また、債務超過状態にある企業が、再建計画(更生計画、再生計画)により事業譲渡を実施する場合、債権者による決議は必要となるが、株

¹ 会社法上、剰余金の配当又は全部取得条項付種類株式の取得をしない場合は、分割後も分割会社に対し債権の全額の請求をすることができる債権者は、債権者保護手続の対象外である(会社法 789 条 1 項 2 号、810 条 1 項 2 号)

² 会社法上の M&A 手法としては、上記に記載のとおり、他にも、合併、株式交換・移転、株式取得(既発行株式、新株式)がある。例えば上記の武田薬品工業の買収の例では、武田薬品工業は、投資家グループ(Nordic Capital 等)から、買収企業の全株式を取得している。

主総会決議は不要となる(更生 210 条、民再 43 条)。このように株主保護手続(株主総会決議)が不要となるのは、倒産企業が債務超過に陥っているため、株主の自益権すなわち経済的利益が無価値であるため、会社の株主の権利を制限しても不当ではないと考えられているからである。

- ② **(債権者保護手続の修正)債権者の意向が M&A 手続全体に反映される**；通常 M&A で行われる債権者保護手続は、債権者の有する個別の債権の履行を確保するために行われる³。M&A 手続の重要な点は、株主の意思を株主総会決議に図って決定される仕組である。しかし、再生型 M&A では倒産企業が支払不能または債務超過に陥っていることから、前述したように株主保護の要請が後退し、債権者の利益を中心に考えることとなる。そこで、再生型 M&A では、債権者の意思が M&A 手続全体に反映され、例えば、再建計画前に事業譲渡を行う場合には、裁判所は債権者から意見を聴取する必要があるし(会社更生法 46 条 3 項、民事再生法 42 条)、再建計画にもとづいて事業譲渡を行う場合には、再建計画は債権者集会(あるいは書面投票や両者の併存)における法定多数での可決が必要である(更生 196、再生 172 の 3)。
- ③ **(労働者保護手続の修正)労働者等の意向が M&A 手続全体に反映される**；再生型 M&A では労働者や労働組合の意向が M&A 手続全体に反映される場合がある。例えば、再建計画(更生計画、再生計画)によろうがよるまいが、会社が事業譲渡を行う場合には、裁判所は労働組合等から意見を聴取しなければならない(更生 46^③、同 188 条、民再 42 条 3 項、同 168 条)。通常 M&A では、このような規定はない。これは、事業譲渡や事業の再編を含んだ再建計画というものが、倒産企業を取り巻く利害関係人に大きな影響を与えることから、通常は会社経営に関与しない労働者についても、その意見を聴取することとしたものである。

(3) 再生型 M&A 手続における固有の問題

- ① **倒産手続の一環であり、倒産法上の手続を全て履践する必要がある**；通常型 M&A では、会社法上の保護手続を履践さえすれば、当事者間の合意で M&A 取引を自由に行い終了させることができる。しかし再生型 M&A は法的倒産手続の中での M&A であるため、会社法上の手続(前述したように省略される場合もある。)に加え、倒産法上の手続も履践する必要がある。例えば、再建

³ 会社法において債権者に対し通知・公告を行い、異議を申し立てた債権者に対し、弁済、担保提供等を行う。

計画前に M&A を実施する場合は、債権者や労働者等からの意見聴取、裁判所の許可が必要であり、再建計画で M&A を実施する場合は、裁判所の付議決定、債権者(関係人)集会、裁判所の再建計画案に対する認可手続などの各種手続をすべて履践する必要がある。これらの手続分だけ、再建型 M&A は、通常 M&A に比べ、クロージングまでの時間がかかる。

- ② **裁判所や管財人等の企業外の主体の判断が反映される**；法的整理手続においては、通常 M&A には登場しない主体として裁判所が登場する。たとえば会社更生手続においては、会社を運営し再建計画を作成し債権者に弁済を行う役割を担う管財人を選任するのは裁判所である(英国との比較の視点)。管財人が倒産企業の M&A 手続を進めていくには、裁判所と事実上の相談を実施し、あるいは裁判所の許可や認可を得る必要があることとなる。同じく法定整理手続である民事再生手続は DIP 型であり、従前の経営陣が手続開始決定後も経営者として、M&A 手法や買主(スポンサー)を決定する。しかし、民事再生手続でも、裁判所が選任した監督委員の同意権の行使、あるいは裁判所自体の許可を通して、M&A 手続がコントロールされているのである。
- ③ **倒産企業の買収契約では、買主保護規定が制限される場合が多い**；M&A 契約(倒産企業の買収契約)では、通常の M&A 契約では買主が有する契約上の保護(表明保証や補償条項)が極めて限定的、あるいは与えられない場合がある。これは、管財人(監督委員)や裁判所の意向を反映したものである場合が多く、交渉の余地がないことも多い。よって、倒産企業の買収時には、より慎重なデューデリジェンス(DD)を実施し、不適切な取引の有無や偶発債務等の発生等について、慎重に検討する必要がある。
- ④ **取引先から取引条件の変更を要請される場合が多い**；通常の M&A では、従前の取引先との取引関係の継続は、事業譲渡や契約上の定めで取引先から同意の取得が新たに必要となる場合を除き、一般的には問題とならないケースが多く、また取引条件の変更を要請される場面も少ない。しかし再生型 M&A では、倒産企業は信用状態が悪化しているため、取引関係を従前どおり継続しようとする、その条件として取引条件の変更を要請される場合が多い。法的手続申立後の取引については、通常、現金払い(COD、キャッシュ・オン・デリバリー)や信用期間の短縮を要請されることが多いのである。

第3 私的・法的整理における再生型 M&A の位置づけ

1. 倒産手続における M&A

従前日本では、不況期には倒産件数が増加し、M&A 取引は減少した。逆に好況期には M&A 取引が増加し、倒産件数は減少した。しかし、1997 年 4 月に破産したクラウン・リーシングがリース部門をオリックスへ事業譲渡して以降、法的倒産手続に M&A 取引が数多く用いられるようになった。近年では、会社更生、民事再生の再建型法的手続において、自力再建型倒産手続は稀であり、事業承継型倒産手続がほとんどである。また、清算型倒産手続である破産でも事業の譲渡が用いられる場合がある。

このような状況下で、倒産手続において M&A が多用される理由は、以下のとおりである。

- ① **債務免除益課税を回避する必要がある**；倒産企業が再建計画により債権カットを受ける場合、債務免除益が発生する。倒産企業が債務免除益を利益として、それに対応する税金を負担することは、債権者との関係で現実的でない。この債務免除益課税の問題を回避するため、倒産企業の事業を別会社に譲渡し、倒産企業自体は清算するスキームが取られる場合がある。
- ② **迅速かつ確実な倒産処理が可能である**；自力再建型による収益弁済の場合、債権者への弁済期間が長期になりがちであり、また債務の弁済に関する不確実性も残る。再生型 M&A を行えば、M&A の対価を第 1 回の配当原資とでき、短期かつ確実な債権者への弁済が可能となる。このため、債権者の理解も得やすい。
- ③ **経営資源の有効利用が可能である**；倒産企業に優良部門がある場合、不採算部門から切り離すことできれば、優良部門の事業価値は温存され、取引先や従業員等ステークホルダーの利益は守られる。この点、倒産型 M&A による事業譲渡を行えば、優良部門を別会社に譲渡し、譲渡対価を配当原資とできる。また、別会社と取引する債権者にとっても、簿外債務のリスクを遮断でき、安心して取引ができる。
- ④ **スポンサーの支援が必要である**；日本においては、法的手続の申立は、会社の事業毀損が相当進んでから行われることが稀ではない。すなわち会社の損益計算書 (P/L、Profit& Loss Statement) が悪化してきた状況、すなわち事業収支の悪化によって、倒産手続の申立が行われることは珍しく、さらに進んで、貸借対照表 (B/S、Balance Sheet) が相当悪化した状態、すなわち資産の不良化や過剰債務等が極端になってから行われる場合が多い。そのため、会社の毀損の度合いが深くなっており、債権カットだけによる自力再建では困難な案件が増えており、スポ

ンサーによる救済が必要となる場面が多くなる。また債権者も、債務者からの長期分割弁済を受けるよりは、スポンサーの支援による一括弁済を受ける方を好ましい選択と考える傾向にあり、日本においてはスポンサーによる支援案件が多いものと思われる。この場合、株式取得による資本の注入、すなわち日本の典型例では 100%減資してスポンサーによって新たに増資する方法も考えられるが、上記①乃至③のような観点からは、事業譲渡や会社分割により、倒産会社の優良部門における事業の承継が好まれ傾向にある。

2. 法的倒産手続における M&A

日本の法的倒産手続は、再建型と清算型に分かれており、申立段階から両者は区別される。再建型法的手続として①会社更生、②民事再生が、清算型法的手続として③破産、特別清算がある。

- ① **会社更生**；M&A 手法として様々な手法が可能である。例えば、合併、株式取得（100%増減資）、会社分割、事業譲渡など。従前は、スポンサー企業による株式取得、すなわち更生計画の中で 100%減資を行い、スポンサー企業に第三者割当増資を行う事例が多かった。しかし、近年は、上記の理由から、スポンサー企業（又は子会社）に事業を承継する手法がとられることが多い。
- ② **民事再生**；M&A 手法としては、会社更生同様、様々な手法が可能である。実務上は、旧会社から新会社への事業の移転を伴うこと多く、M&A 手法としては、事業譲渡や会社分割が多い。
- ③ **破産**；破産法は代表的な清算型の法的手続である。破産手続においても、倒産企業の事業を、破産申立後に第三者に譲渡する場合がある。破産企業の事業価値は温存されるし、譲渡対価を債権者への配当に充当することができる。このような場合、破産申立後に倒産企業の事業を継続する必要があることから、事業継続に関する裁判所の許可が必要である（破産 78 条 2 項 3 号）。

3. 私的整理における M&A

現在日本で実際に行われている私的整理の種類としては、事業再生 ADR による手続、整理回収機構 (RCC) による再建スキーム、企業再生支援機構 (ETIC) による手続、中小企業再生支援協議会による手続等がある。整理回収機構、企業再生支援機構及び中小企業再生支援協議会はパブリック・セクターに属しており⁴、このような「官」が手

⁴ 整理回収機構 (RCC) については、政府が大半を出資している預金保険機構が 100%の株主である。企業再生支援機構については、預金保険機構が半額を出資している。中小企業再生支援協議会は、各地の商工会議所と連携を取りつつ、経済産業省・中小企業庁の監督・協力のもとで活動している。

続の主体あるいは調整役として、私的整理に関与することが、日本の私的整理の一つの特徴である。

JAL の再建等を手がけた企業再生支援機構は、自ら出資や融資を行うこともあれば、自らは出資・融資を行わない代わりに、関係当事者の調整役として行動する場合もある⁵。

私的整理における M&A の手法も、基本的に法的倒産手続と同様であるが、例えば中小企業再生支援協議会による事例では、対象企業の事業を good と bad に切り分けた上で、good 部分を第二会社に切り出す手法が取られることが多い(後述する第二会社方式)。2010 年度の同協議会の事案において、債権放棄を伴った事案に占める第 2 会社方式の割合は、88%を占めており、近年激増している⁶。

4. 第 2 会社方式

第二会社方式とは、財務状況が悪化している企業の事業を good 部分と bad 部分に切り分けた上で good 部分を会社分割や事業譲渡により切り離し、他の事業者(第二会社)に承継させ、また、bad 部分は旧会社に残し清算手続をとることにより、good 部分の事業の再生を図る手法である(別紙図 1 参照)。

第二会社方式のメリットとして、新たなスポンサーによる出資や金融機関からの借入れ等の協力が得やすいことなどが挙げられる。これは①債権カットの際に生じる債務免除益課税の問題が、新会社(第 2 会社)では問題とされないこと、及び②倒産企業の簿外債務等のリスクが遮断されることによる。特に簿外債務等のリスクの遮断については、日本の中小企業特有の問題として、不適切な会計処理が常態化している場合もあり、資産の評定や欠損金の発生等の調査が困難な場合もまあり、このような場合において既存の取引金融機関は、債権カットによる損金処理を行ったような倒産企業に対し、新規の融資を実行することは困難であるが、good 事業を切り出した新会社(第 2 会社)への融資であれば、まったく別の会社に対する新規取引として融資の実行が可能となるわけである。かかる理由からも、第二会社方式は、中小企業を対象とする中小企業再生支援協議会による事例において、前述のように数多く採用されているばかりか、企業再生支援機構や整理回収機構の事例でも採用されている。

さらに、2009 年 6 月、いわゆる産活法が改正されて、「中小企業承継事業再生計画」の認定制度が創設された。これは、中小企業が第二会社方式による「中小企業承継事業再生計画」を作成し、計画の認定を受ければ⁷、①第二会社による旧会社の許認可の

⁵ 企業再生支援機構の支援先・支援方法等については、ETIC ホームページ・公表資料で確認することができる(<http://www.etic-j.co.jp/publication/index.html>)。

⁶ 「中小企業再生支援協議会の活動状況について—平成 22 年度活動状況分析—」中小企業庁経営支援課

⁷ 認定の要件として、公正な債権者調整プロセスを経ていること、具体的には、以下の手続を経ていることが要件とされている。

承継、②登録免許税や不動産取得税等の税負担の軽減措置、③日本政策金融公庫等からの金融支援(低利融資)を受けることが可能となるものである。

5. プレパッケージ型手続

プレパッケージ型倒産手続とは、日本では一般に、法的手続申立前からスポンサーすなわち事業の買い手が決まっている場合をいう。米国倒産手続(Chapter11 手続)におけるプレパッケージ型手続では、米国連邦倒産法に基づき、法的手続申立前に、債権者が倒産企業の財務概要(開示説明書)や再建計画案等を確認し、再建計画案への賛否の投票が行われる場合を指しているが、日本の倒産法にはこのような規定はない。もともと米国においても、申立前に、主要な債権者と再建計画についての交渉を行っておき、計画案の賛否自体は申立後に行うプレ・ネゴシエイト型の手続の方が通常となってきたと言われている。また英国におけるプレパッケージ型手続とは、アドミニストレーター(管理人)選任前に、会社の事業の一部あるいは全部の売買に関して、買い手と内容を決めておき、管理人選任後直ちに当該資産の売却を実行するものとされている⁸。

この点、日本型プレパッケージ型手続では、申立段階で、スポンサーすなわち事業の買い手だけが決っており、その契約の中身(売却対象資産の詳細、取引の内容、売却金額、支店の統廃合、役員の派遣、従業員の整理の有無、事業再編の手法として事業譲渡と会社分割の選択等)については未定であり事後の交渉で決まる場合も多く、その点で他国と異なる点もあると思われる。

スポンサーの有無は倒産企業の再建にとって極めて重大な関心事であり、スポンサーが既に決定しているプレパッケージ型手続は、早期の事業再生に適している。実際にも事前にスポンサー企業が決定していると、スポンサーの信用力で事業の毀損が回避され、また事業の継続が図れる場合もままある。他方で、プレパッケージ型で予め決定していたスポンサーが、事業の再建において事業価値の最大化を図る観点等から適当であるかどうか問題とされた過去の事例もあり、少なくとも、メインバンクをはじめとする大口債権者らが、当該買い手がスポンサーとなることに反対していないことが必要であろう。

①再生支援協議会、②RCC 企業再生スキーム、③事業再生 ADR、④企業再生支援機構、⑤私的整理ガイドライン、⑥民事再生法、等

⁸ 英国における、Statement of Insolvency Practice (SIP) 16 参照。2009 年 1 月 1 日より施行されており、管理人は債権者に、プレパックの内容を選任直後に開催されるべき債権者集会で開示されることになる。日本での参考資料として高木新二郎「英米独仏の早期迅速事業再生スキームの最近の展開」NBL、957 号、15 頁(2011 年)。

第4 具体的事例(民事再生手続と会社更生手続)

1. 民事再生手続による事業譲渡(自動車部品メーカーA社の事例)

本事例は、再生型 M&A として、プレパッケージ型手続により民事再生手続を申立て、再生計画外で早期に事業譲渡を行った中小企業の事例である。

自動車部品メーカーである A 社は、売上のほぼ 100%を大手自動車メーカーD 社グループに依存していた。ところが A 社は、リーマンショック後、D 社グループからの受注量の減少により経営不振に陥り、債務超過となったため、法的整理が必要な状態に陥った。しかし、D 社の自動車製造のためには、A 社の自動車部品の提供が必須であるため、A 社の法的整理に際しては、D 社との取引継続を前提とする再生型 M&A を実施する必要があった。

(1) A 社再建スキーム

そこで、次のような再生型 M&A スキームが採用された(別紙図2 参照)。

すなわち、A 社は、D 社の了承の下、既に D 社向けの部品生産(A 社の部品とは異なる部品)を行っている B 社を、事前に A 社事業の買手(スポンサー)として決定して、事業譲渡基本合意書⁹を締結した翌日に、民事再生手続を東京地裁に申し立てた(プレパッケージ型)。次に A 社は、民事再生手続開始決定後に、直ちに B 社をして買収監査(DD、デューデリジェンス)を行わせ¹⁰、その後買収監査によって把握された事業価値を前提として売却価格等の条件を交渉した。その後事業譲渡契約を締結し、裁判所に事業譲渡の許可申請を行った後、債権者への説明会、債権者の意見聴取手続を経て、裁判所の許可を得た。再生計画によらず、B 社の 100%子会社である C 社に対し事業譲渡を行った。民事再生手続申立から、代金支払クローリングまで2ヶ月半を要した¹¹。

本事例の再生型 M&A スキームの特徴は、①事業継続のために早期の A 社事業の譲渡が必要であったため、再生計画によらない早期の事業譲渡を行ったこと、②A 社が債務超過となっていたことから株主総会決議によらず裁判所の許可による再

⁹ 主な内容は以下の通りである。但し、①及び②については、法的拘束力はない定めであった。

- ① B 社(又はその 100%子会社)は、A 社の民事再生申立後、A 社の事業を譲り受ける。
- ② A 社及び B 社は、本基本合意書締結後、事業譲渡の詳細を定め、法的拘束力を有する正式な事業譲渡契約を締結する。
- ③ 正式な事業譲渡契約の締結に先立ち、B 社は A 社の買収監査(DD)を実施する。

¹⁰ C 社は、D 社を通じて A 社の事業(ビジネス)内容を理解出来たことから、A 社に対し、法務 DD 及び財務 DD のみを実施し、ビジネス DD は実施しなかった。

¹¹ その後 A 社は、C 社から受領した事業譲渡代金を原資として債権者に弁済を行い、A 社は解散し清算する再建計画案を作成し、東京地裁に提出した。再生計画案は債権者の賛成多数を得た後、認可確定した。

生計画外の事業譲渡を行ったこと、③譲渡対象事業からの将来収益を暖簾代として評価することで、高額な事業譲渡が可能となり、当該譲渡代金を配当原資とする早期かつ高額の A 社債権者への弁済を行ったこと、④A 社事業の買手は申立前に決まっておらず、相対の個別交渉方式が取られたことなどであった。

なお、担保権者との関係で特徴的であるのは、A 社から担保権者に対し、担保権抹消請求が行われた点である。C 社は A 社の担保権付の不動産(工場・土地)をそのまま承継した。クロージング後、A 社と担保権者との担保解放についての交渉が頓挫したことから、B は担保権抹消許可の申立てを裁判所に行き、裁判所を通して担保物の価額の決定、当該価額の納付を経て、不動産の担保権は抹消される手続を選択した。

(2) 時系列

X-1 日	事業譲渡基本合意書締結(A 社・B 社)
X	民事再生申立、監督命令、従業員説明会
X+2 日	債権者説明会
X+4 日	再生手続開始決定
X+33 日	事業譲渡契約締結
X+35 日	事業譲渡の許可を裁判所に申請
X+44 日	事業譲渡に関する債権者説明会(会社主催)
X+61 日	事業譲渡に関する意見聴取期日(裁判所主催)
X+69 日	事業譲渡の許可
X+76 日	C 社設立(B 社の 100%子会社)、C 社への事業譲渡(以後、A 社は事業を持たない法人となり、解散し清算手続を行う)
X+90 日	再生計画案の提出
X+96 日	A 社解散(株主総会決議)
X+162 日	再生計画認可決定確定

2. 会社更生手続による会社分割(ウィルコム社の件)

本事例は、私的整理である事業再生 ADR から、法的整理である会社更生手続へ移行した上で、公的機関である企業再生支援機構の支援を受けつつ、再生型 M&A として会社分割を行った大企業の事例である。

株式会社ウィルコム(ウィルコム)は、PHS を中心とした電気通信事業者であった。ウィルコムは当初、事業価値の毀損を可及的に防止するため、法的整理ではなく、大口の金融債権者等のみを対象とする私的整理手続である事業再生 ADR を申請した。しかしその後ウィルコムは、対象となる債権者による債権カットを伴わない、支払期日の延長等の債務支払のリスケジュールリング(リスケ)のみでは、根本的な事業の再生が不可能と判断したようであり、事業再生 ADR の申請を取り下げ、東京地方裁判所に会

社更生手続の申し立てを行った。また同日に、ウィルコムは、企業再生支援機構にも再生支援の申込みを行い、東京地裁による会社更生開始決定日に、同機構は支援決定を行った¹²。その後、ウィルコムは、会社更生手続開始決定日に、アドバンテッジパートナーズ有限責任事業組合がサービスを提供するファンド(AP ファンド)、ソフトバンク株式会社(ソフトバンク)及び企業再生支援機構を含む 4 社間で、ウィルコムの再生支援に関する基本合意書を締結した。かかる基本合意書記載の当初の再建スキームでは、ソフトバンクはウィルコムと提携関係に立ち、ウィルコム再建に協力するものだった。しかし、ウィルコムの事業価値の悪化は予想を超えており、ウィルコム管財人はソフトバンクに対し、業務提携の範囲にとどまらないスポンサーとしての全面的支援を要請していた。これに対しソフトバンクは全面的支援を約束し、ウィルコムとスポンサー契約¹³を締結した。その後ソフトバンクの全面的支援の下で、更生計画案が作成され東京地裁に提出され、更生計画案は債権者の賛成多数を得て認可確定した。

(1) ウィルコム再建スキーム

本事例で採用された再生型 M&A スキームは次のとおりである(別紙図 3 参照)¹⁴。

すなわち、更生計画認可決定日から 3 ヶ月以内に、吸収分割会社(旧会社)をウィルコムとし、吸収分割承継会社(新会社)を Wireless City Planning 株式会社(ソフトバンク、及び AP がサービス提供するファンド等の出資会社)として、ウィルコムから、XGP 事業¹⁵、事業用資産、及び関連する契約上の地位等を、会社分割により承継させる。吸収分割会社(旧会社)であるウィルコムは、その発行済株式及び新株予約権の全部を無償取得・償却するとともに、普通株式を新たに発行して、関連する投資事業有限責任組合に取得させ、同時にソフトバンクが当該普通株式を同組合から譲り受け、ウィルコムはソフトバンクの 100%子会社となった。

本事例の再生型 M&A スキームの特徴は、会社分割により事業の一部を新会社に切り出す一方で、旧会社は清算することなく、100%減資を伴う第三者割当及び株

¹² 企業再生支援機構は本事例においては、債権者からの債権の買取やウィルコム等への出資・融資を行わない代わりに、関係者当事者間の調整を行なった(関係者調整型支援)。

¹³ ソフトバンクから事業家管財人をウィルコムに派遣すること、更生債権者及び更生担保権者に対して総額数百億円を弁済することを内容とする更生計画案とすること、ウィルコムがかかる弁済を行うに必要な金銭的支援を行うこと等を内容とした。

¹⁴ ウィルコム・ホームページ
<http://www.willcom-inc.com/ja/corporate/press/2010/12/21/index.html>

¹⁵ XGP 方式によりデータ通信を提供するサービスの名称であり、従来の PHS より高速のデータ通信サービスの提供を可能としている。音声サービスの提供はない。ウィルコムは試験的にサービスの提供を行っていた。

式譲渡によりスポンサー企業であるソフトバンクの 100%子会社となったという点である。

また、本事例全体の特徴としては、①当初の私的整理(事業再生 ADR)から法的整理(会社更生)への移行があったこと、②裁判所による会社更生手続と、企業再生支援機構による支援手続が併用されたことがある。

(2) 時系列

2009 年

9 月 24 日 事業再生 ADR 手続の申請・正式受理(当時の事業再生計画案では、金融機関に対しリスクを要請するのみであり、債務の免除や株式化は想定していない)

2010 年

2 月 18 日 事業再生 ADR の終了

2 月 18 日 会社更生手続申立(東京地裁)

2 月 18 日 企業再生支援機構に対し、再生支援の申込み

3 月 12 日 会社更生開始決定、企業再生支援機構の支援決定。ウィルコム、ソフトバンク、アドバンテッジパートナーズ有限責任事業組合(「APJ」)がサービスを提供するファンド(AP ファンド)及び企業再生支援機構が、ウィルコムの再生支援に関する基本合意書を締結

8 月 2 日 ソフトバンクとの間でスポンサー契約を締結

10 月 14 日 更生計画案を東京地裁に提出

11 月 30 日 更生計画案の認可決定(書面投票による)、企業再生支援機構の再生支援完了

12 月 21 日 更生計画に定める会社分割、増減資及び株式譲渡等を完了

12 月 24 日 認可決定が確定

第 5 日本固有の問題—再生型 M&A の問題点(インバウンド、アウトバウンド)

1. アウトバウンドの再生 M&A における問題点

日本企業が、海外にある企業を M&A する需要は、円高の影響もあり高まってきている。

しかし、日本企業が、現地で倒産手続に入った外国企業を再生 M&A で取得することは非常に少ないと言われている。その理由として、以下の点が考えられる。

- ① 海外倒産企業を M&A するインセンティブが少ない；日本企業は、円高を背景にして、技術力、営業力等に優れた、通常の海外企業を M&A すれば良く、あえてリスクを犯して倒産企業を再生 M&A する必要性に乏しい。また、日本では倒産企業の

再生 M&A は、従前の過剰債務を解消した透明性のある綺麗な会社を買うという正のイメージではなく、破綻した会社＝負けた会社を買うという負のイメージがある。この点、海外倒産企業はさらに買収リスクが高く、再生 M&A するインセンティブに欠ける。

- ② **倒産企業の入札で負ける**；日本企業は一般に意思決定が遅く（米国系企業では数日あるいは一週間程度で意思決定可能な事項が、日本企業では、稟議をとるため、2、3 ヶ月程度かかることもある）、海外におけるスピード感のある倒産手続の入札に参加することが困難である（参加できても良い案件は残っていない）。また、日本企業は、入札に参加できても、概して入札ごとに社内決済を経る必要があり、例えば米国の 363 条セールのせり上げ入札には対応できず、敗退してしまう。
- ③ **M&A 後の会社経営が困難**；一般に日本企業は、倒産企業を経営した経験が少なくノウハウも少ない。そのため、仮に海外倒産企業を M&A したとしても、M&A 後の会社経営は困難のものとなる。買収監査(DD)を実施して改善項目を明らかにし、その改善項目を実施していくという事業再生のプロセスを、現地の役員や従業員を管理しつつ実行することは、言葉の問題もあり、通常困難と言われている。そのため、日本企業の海外 M&A は、概して、配当収入だけを目当てに海外企業の M&A を行う場合や、情報収集の拠点企業を獲得するために M&A を行う場合など、会社経営の必要性が乏しい企業を対象に行われてきたのが実情である。

2. インバウンドの再生 M&A における問題点

逆に海外企業が、日本において倒産企業を再生 M&A 買収する場合に、問題とされるのは以下の点である。一部「再生型 M&A 固有の問題」と重複している部分もあるが、再度記載する。これらの問題もあり、海外企業が日本の倒産企業を M&A する例は金額的に件数的にも少ない。

- ① **事業再建への着手が遅く、事業価値の毀損が著しい**；米国等では、損益計算書(PL)において利益が生じない段階で、事業の再建に着手するが多い。しかし日本では、貸借対照表(BS)の改善の段階、すなわち負債の返済の困難や資産の劣化が明らかにならないと、法的手続は勿論、リストラ等の事業の再建にすら着手しようとならない傾向がある。そのため、日本企業が倒産した場合、相当の過剰負債を抱え、資産も相当劣化していることが多い。倒産企業の事業価値は相当毀損しており、再建へのハードルが最初から高い。
- ② **倒産企業に関する情報開示が十分でない**；日本では、法的倒産手続における情報

が、倒産企業(債務者)、主要債権者、管財人(裁判所)に独占されており、買収候補者は倒産企業とアームスレングスの取引ができない場合があるとの指摘を受けることが多い。かかる情報の偏在も、海外企業が日本の倒産企業を M&A する障害となっている。

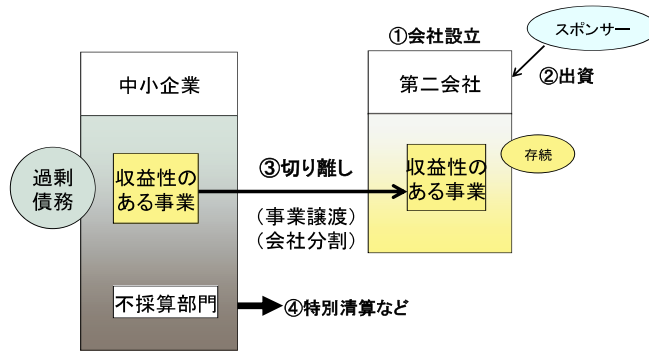
- ③ **M&A 取引につき交渉の余地が少ない**；倒産企業は、法的倒産手続という法的保護の状態にあるため、倒産企業(管財人)との交渉の余地は、一般に少ない。例えば、売主側(倒産企業や管財人)の indemnification 補償条項による義務の範囲は相当限定されている。また、売主側の表明保障も相当簡単なものである。
- ④ **クロージングまで時間がかかる**；再生型 M&A は、倒産手続の一貫として行われるため、法定の倒産手続のスケジュールの影響を受ける。例えば、通常 M&A では、クロージング迄のスケジュールを当事者間の合意によって短縮することも可能であるが、法定期間が多数存在する法的倒産手続では、当事者間の合意によるスケジュールの短縮は一般に困難である。
- ⑤ **M&A 対象事業(資産)の価格が適正に形成されているか疑問が残る**；倒産企業を M&A する場合、終身雇用という日本の雇用慣行を反映して、売主側(倒産企業や管財人)から、雇用の継続や現工場の存続が前提条件とされる場合が多い。その場合債権者としては、雇用の継続や現工場存続がビジネス上合理的か否か判断する機会が与えられておらず、結局、M&A 対象事業(資産)の取引価格自体が適正に形成されているのか疑問が残ることになるとのことである。

このような M&A 取引の実情も、海外企業が日本企業を M&A する障害になっている。

以 上

(別紙)

図 1



※中小企業庁ホームページより引用

図 2

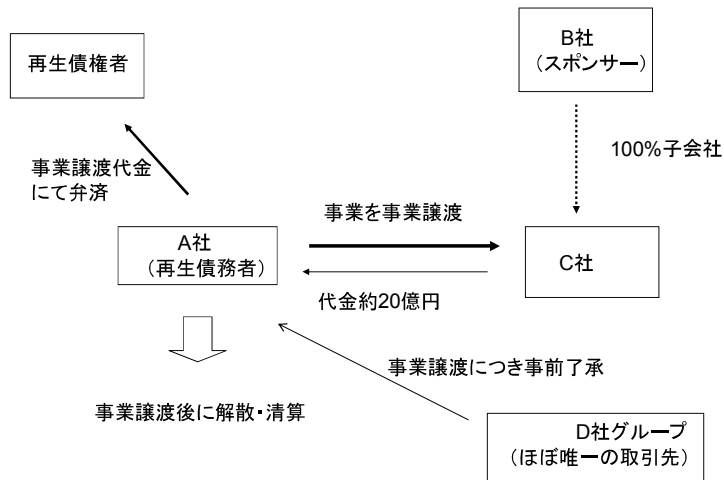


図 3

