

【本号の内容】

1. はじめに
2. X社の概要
3. 窮境の原因
4. 本業外への資金流出の発覚
5. 二転三転する再建計画

株式会社DCo (DCo)はGCAサヴィアングループの一員として、M&A・事業再生に関する高い専門的知識と豊富な経験を有しており、高品質かつ広範囲のデューデリジェンス・サービスを提供するとともに、企業価値評価、会計・税務に関するストラクチャリング・アドバイス、ポストディールサポートまで幅広いサービスを提供致します。

詳しくは、<http://www.dcock.com>にて紹介しています。

～事業再生の現場から(前編)～

1. はじめに

事業再生の実務といえば、皆さんはどのようなことを想像されるでしょうか？

単純なイメージですと、「経営危機」に陥った企業を「再生」させるといったようなことを想像されると思います。

言葉で表現するとそのとおりなのですが、再生実務の現場では、事業計画の策定、金融機関との交渉やスポンサー選定といった流れの中で事業再生ならではの数多くの人間ドラマが生じています。

金融機関に痛みを伴うスキームで金融支援をお願いする以上は、経営者責任や株主責任の追及、余剰人員の整理など個人の生活に直結する問題にもなります。

事業再生においては、先月のDCo Newsでもお伝えした解雇法制をはじめ多くの論点が存在し実務的な書籍も多く刊行されていますが、再生の現場で起こっていることについてイメージが湧かない方もいらっしゃるかと思います。

そこで、今回のDCo Newsでは、これまでのテクニカルな内容とは大幅にトーンを変えまして、事業再生の現場で実際に生じた事柄を小説仕立てにし2ヶ月にわたりお伝えいたします。

内容は事実に基づくフィクションになりますが、2節、3節にて再生の現場となった企業の概要説明、4節以降から小説仕立てでお送りいたします。

2. X社の概要

X社は、西日本で小売業を営む業歴50年の老舗企業であり、従業員数は700人強を数え、創業者は地元商工会議所の会頭を努めるなど地場有数の企業であった。

X社は、大型小売店を日本各地に出店し、最盛期には日本全国に20店舗以上を運営し、ピーク時の売上高は約250億円、EBITDAで約18億円を計上した。

3. 窮境の原因

X社は、創業者でもあるA社長のワンマン企業であり、会社の方針、投資の決定や従業員の人事権を事実上一手に握る存在であった。

金融機関からの役員派遣や創業家以外の役員も存在していたが、取締役会は形骸化しており、A社長に対し意見を直言できる役員は存在していなかった。

X社は、当初は出店先の地元自治体や地元企業と協力し、底地を購入せずに店舗運営を行うことで多額の投資を行わずに事業の拡大を図ってきた。しかし、A社長の継続的な事業拡大を目指す企業戦略のもと、取引金融機関から長期借入金による資金調達を行い自社単独で店舗の出店を行う戦略へ方針を転換した。折しも、当時はバブル真っ只中で、銀行の積極融資の姿勢もあり、店舗の採算性を慎重に検討することなく店舗の出店が行われた。

事業構造上、出店時に来場者数が最も多く、その後は下落する傾向であるため、出店時に獲得した資金を借入金の返済や設備投資を行うべきであったが新たな店舗の出店費用に充当したため、ピーク時で200億円規模の有利子負債、支払利息負担は約3億円という状況となり、X社の資金繰りを強く圧迫することとなっていた。

利息の支払いと既存借入金の返済で資金繰りが逼迫するにつれ、X社は既存店舗への毎期必要な設備投資も行えなくなり集客力の低下を招く結果となり業績も低下していった。

そのため、不採算店舗からの撤退や遊休不動産の売却といった施策の実施と併せて、借入金の返済猶予(リスケジュール)を取引金融機関に依頼するにいたった。

4. 本業外への資金流出の発覚

20XX年の春、大阪出張中の金曜日に財務アドバイザーのもとへX社より緊急の連絡が入り、電話口で「来月資金がショートする」との連絡を受け、急遽X社本社に向かう。

本社へ駆けつけた財務アドバイザーの前には、全役員が勢ぞろいで待ち構えており、聞かされた事実は、「閉鎖店舗の一部を銀行団へは無断で宅地として開発分譲の計画を進めていたが、全く売れず、工事代金の支払期日が迫っており、このままでは来月末まで会社がもたない」ということだった。

上記の危機的状況の下、A社長はX社の再興を模索し独断で資金を本業以外に流用していたのであった。

事業再生においては、
資金繰りの把握が必須

最初にするべきことは、そのまま本社へ泊り込み、不明朗な資金繰りの解明を進めることだった。会社の資金繰りを把握するのは、資金的猶予はいつまでなのか、私的整理で進められるのか、それとも法的整理まで至るのか、法的整理に至った場合、再建型の法的手続か、最悪のケースとして考えられる清算型の法的手続まで移行するか等、あらゆる可能性を検討する必要があるためである。

一方で、同時に進めなければいけないのはメインバンクへの説明と今後の方針について共通認識を持つことであった。資金ショートを回避し会社を存続させるためには、先日取引金融機関と合意した返済スケジュールが履行できなくなり、更なる金融支援をお願いせざる状況に至ったことを説明しなければいけない。

返済猶予を依頼している中で本業外への資金流出はメインバンクの態度を硬化させかねず、債権者申し立てによる法的手続も考えられる措置であった。

取引金融機関への説明
は迅速かつ適正に行う
ことが肝要

資金繰りの解明も進み、来月末までの資金目処も立ったため、メインバンクへ資金流出の経緯、金額の影響、今後の資金繰り目処を説明し、再建計画の検討を早急に開始すべく相談を持ちかけた。

幸いなことにメインバンクからは法的整理だけは回避するよう強い要望を受け、私的整理にて手続を進めることとなった。

その後、全取引金融機関に対しても同様の説明を行い、私的整理にて再生を目指すことについて方針を確認し、本格的に私的整理手続に突入して行くことになったのだが、本当の試練はここからであった。

5. 二転三転する再建計画

私的整理手続を進めるにあたり抜本的な事業再建計画の金融機関への提示が求められる中、X社と弁護士・財務アドバイザーは以下の二点についてその実現可能性について検討を重ねていた。

まず、最初の検討は、金融機関に債権放棄を依頼し、金融債務の返済及び利払い負担を大幅に減らすことにより事業の建て直しを図るという自主再建型の再生手法である。

しかしながら、試算によると事業から創出される15年間合計のキャッシュフローで返済可能な負債まで圧縮するためには100億円を超える放棄要請が必要と判断された。財務デューデリジェンスの結果からは、直近期末の簿価純資産が約20億円であるにもかかわらず、実態純資産は92億円の債務超過の状態であることが判明していた。そのため、金融機関に対する92億円を上回る放棄要請は、無担保債権額を大きく上回ってしまうこととなり金融機関側での経済合理性の確保ができない水準であった。

そのため、自主再建型の再建計画では、事業施策を織り込むことにより経済合理性を確保する必要があった。

実態純資産を上回る債
権放棄の要請は困難

もう一方は、外部スポンサー導入の可能性についての検討である。

X社は、全国各地に店舗を有しているものの、店舗の老朽化、営業面や管理面の強化の観点から別企業やファンドの傘下に入ることにより、店舗の魅力を引き出せる可能性は残されていると考えられた。

しかし、その場合でもやはり過剰債務の圧縮が課題であり、現状の債務を継承したままでのスポンサー探しは困難という結論に至った。

結果、自主再建計画の策定とスポンサー探しを同時並行で進める方策が採られた。

自主再建計画の策定では、X社によるコスト削減策に主眼が置かれ、コスト削減効果を織り込んででも放棄要請額は90億円程度と試算された。このようなケースでは、抜本的な再建計画として新たな事業施策を織り込むのが通常であるが、X社は、A社長の強力なリーダーシップのもと会社を急拡大させてきたため、戦略を新たに策定できる人材が乏しく抜本的な事業施策を織り込んだとしても計画の実現可能性が低いと考えられ二次破綻も考えられたため、コスト削減を主要施策とする再建計画が策定された。

コスト削減施策を織り込んだ放棄要請額90億円は、実態債務超過額の92億円を下回り金融機関側の経済合理性を確保できるぎりぎりの水準にまで落とし込めたが、金融機関が納得する水準ではないと考えられた。というのも、金融機関も独自にどの程度の回収が可能か試算しているケースがほとんどであり、金融機関側の試算よりも放棄要請額が高いと考えられ、金融機関によっては法的整理による回収と同等程度であることが考えられるからである。

一方でスポンサー探しでは、100を超える企業・ファンドへ打診をするものの、消費者の消費意欲の低下や実店舗での販売からネット販売への消費者の移行という流れの中、続々と辞退の連絡が入り、スポンサー選定は困難ではないかという意見も飛び出した。

事業の将来性や改善の余地が多く残されていることをスポンサー候補に説明することにより、最終的に2社のファンドから最終入札を受取ることができたが、問題となるのは入札価格である。

金融機関側で経済合理性を確保するためには、何としても実態債務超過額を大幅に下回る債権放棄要請額に止まることが期待される。自主再建による金融債務の圧縮のみの再生の成立の可能性が小さい状況下では、その入札額によってX社の将来は大きく変わると容易に想像ができ、否が応でも入札額に一同の視線が集中した。

一同の視線が集中する中、開示された入札額についても申し分なく、X社と弁護士・財務アドバイザーの一同はスポンサー案の成功を確信した。

入札を踏まえ、最も高値を提示したYファンドとこれから詳細条件について協議を進めよう準備をしている矢先、突如、メインバンクからX社

の今後について改めて協議したいと弁護士・財務アドバイザーに連絡が入った。

スポンサーが破格の条件を提示し、取引金融機関にとっても回収の最大化を図れると確信しつつメインバンクを訪問した弁護士・財務アドバイザーを待っていたのは驚くべき申し伝えであった。

「ファンドへの売却は容認できない」

このメインバンクの方針転換により、これまで進めてきたスポンサー探しは白紙に戻り、ここからX社の再生は迷走を続けることになった。

次号に続く

お問い合わせ先:

株式会社 DCo

石原 共人 ヴァイスプレジデント tishihara@dcokk.com
小田原 崇行 アソシエイト todawara@dcokk.com