

Volume 5

経営不振企業の M&A

株式会社 KPMG FAS

パートナー 中村 吉伸

経営不振企業・事業の M&A はリスクもありますが、買収価格が比較的押さえられる、再生によるアップサイドの利益を享受できる、M&A 市場になかなか出てこない企業・事業を買収できる等の可能性があると考えられます。また、円安・アベノミクスで景気好転局面にある今、「環境が悪く様子見」だった事案が、今を好機と捉え動き出し、業界再編や経営不振企業・事業の売却・再生が進む可能性があります。本稿では、このような認識のもと、経営不振企業の M&A を進めるうえでのポイントを、通常の M&A と異なる点にフォーカスして解説します。また、経営不振事業・子会社の M&A、経営不振取引先の M&A のケースにも触れます。なお、本稿の読み手として、再生投資をこれから検討される事業会社の方を想定しています。



なかむら よしのぶ
中村 吉伸
株式会社 KPMG FAS
パートナー

【ポイント】

- 事業再生特有のプロセスである、「危機管理と資金繰り安定化（クライシスマネジメント）」、「ステークホルダー間の利害調整」が必要となるケースがある。
- 経営・財務状況の毀損度合いによるものの、通常の M&A に比べ、デューデリジェンスの検出事項や今後実施すべき施策等検討事項が多い。
- 上記理解のもと、適切なデューデリジェンス、事業計画策定、買収スキーム検討、買収交渉・利害調整等を実施し、対象企業と協力して計画遂行することが肝要。

I 事業再生と M&A のプロセスの比較

経営不振企業の M&A を検討する場合、通常の M&A と異なる点は、M&A と事業再生のプロセスが同時進行することにあります。ここで、一般的な M&A と事業再生のプロセスを比較すると、M&A の「デューデリジェンス」と事業再生の「現状把握」、M&A の「事業計画策定・バリュエーション・買収スキーム検討」と事業再生の「事業計画立案（事業計画立案・再生スキーム検討・弁済計画立案）」、M&A の「統合」と事業再生の「再生計画遂行・モニタリング・計画修正」、といったプロセスは、比較的類似した手続が想定されているように見受けられます。しかしながら、経営不振企業の M&A においては、対象企業の経営・財務状況の毀損の度合いによって、これら類似して見えるプロセスにおいても後述のとおり多くの困難性を伴います。また、事業再生においては、「危機管理と資金繰り安定化（クライシスマネジメント）」、「ステークホルダー間の利害調整」といった特有のプロセスがあり、経営不振企業の

図表1 一般的な M&A と事業再生のプロセスの比較

一般的な M&A のプロセス

M&A 戦略

- ・ M&A 戦略プランニング
- ・ 投資先選定
- ・ 予備的バリュエーション

買収プロセス実行

- ・ 交渉／基本合意
- ・ デューデリジェンス
- ・ 事業計画策定
- ・ バリュエーション
- ・ 買収スキーム検討

契約・クロージング

- ・ 買収交渉
- ・ ドキュメンテーション
- ・ クロージング

統合

- ・ 統合計画策定
- ・ 統合計画実行

一般的な事業再生のプロセス

危機管理と資金繰り安定化 (クライシスマネジメント)

現状把握

- ・ 事業性
- ・ 財務状況
- ・ マネジメント、他

再生計画立案

- ・ 事業計画立案
- ・ 再生スキーム検討
- ・ 弁済計画立案

ステークホルダー間の 利害調整

再生計画遂行・ モニタリング・計画修正

出所：KPMG 資料を基に筆者作成

M&Aにおいても、「危機管理と資金繰り安定化（クライシスマネジメント）」が必要となり、あるいは「ステークホルダー間の利害調整」を考慮した買収交渉・買収スキーム検討が必要となる場合があります（図表1参照）。

次章では、「危機管理と資金繰りの安定化（クライシスマネジメント）」、「デューデリジェンスおよび事業計画策定」、「買収スキーム検討」、「買収交渉」、「統合」、といった各プロセスについて、経営不振企業のM&Aに特有の事項や検討・実行上のポイントを見ていきます。

Ⅱ 経営不振企業の M&A の検討・実行上のポイント

（1）危機管理と資金繰りの安定化（クライシスマネジメント）

そもそも、経営不振企業に資金ショート危機が存在するケースでは、すべての前に、危機管理と資金繰りの安定化（クライシスマネジメント）を図ることが最初のタスクとなります。具体的には、3日から1週間程度で初期調査（クイックアプレーザル）を実施し、資金繰りの切迫の程度を確かめ、再生可能性を大雑把に把握した後に、短期的な資金繰り安定化策を講じ、時間を稼ぐのが一般的です。もし、この時点で資金繰りの安定化が図れないことが明白となれば、民事再生法や会社更生法等の法的手続を申立て、債権者による回収・差し押さえ等の行為に一時停止をかけることも検討されます。買収企業の関与・M&A検討開始が、クライシスマネジメントの実施前となるケース、実施後となるケース、いずれもありますが、クライシスマネジメント実施前は様々な法務・レピュテーション上のリスクが存在する極めて不安定な状況であるため、このような状況で関与・M&A検討を開始するケースでは、法的整理・私的整理に精通した法務および財務アドバイザーの助言を受けることをお勧めします。

（2）デューデリジェンスおよび事業計画策定

経営不振企業には、経営・財務状況の毀損の度合いに応じて様々なリスクが存在します。そのため、対象企業の全体像を理解するために、過去の経営環境の変化、採用された事業・財務上の施策、ステークホルダーとの関係、制約等をより大局観を持って見る必要があり、より長めの期間（通常のM&Aの調査対象期間が3年から5年であるのに対して、たとえば10年程度）の過去の経営・財務状況等の遷移を概観することが有効です。

また、通常のM&Aと比較してデューデリジェンスによる検出事項が多く、内容的にも複雑であり、将来における事業・財務施策も多岐にわたります。そのため、各検出事項の影響、各種施策の効果を反映した3年から5年程度の将来財務プロ

ジェクションも複雑となる傾向があります。これらの検出事項・施策は、買収後にそれぞれをタスクとしたアクションプランを策定し、計画実現に向け実行していく必要があることから、デューデリジェンス・事業計画策定にあたっては、買収前に相応の時間と労力をかけて対象企業や専門家等と協議・協働して、十分に分析・検討する必要があります。以下では、経営・財務状況の毀損の度合いが相当程度進んだ企業における代表的なデューデリジェンスの検出事項と事業計画策定上のポイント例を見ていきます。

① 経営資源の回復

コスト削減施策の一環として実施した人員削減・人件費削減等により、優秀な人材が流出し事業が毀損しているケースでは、一定程度の人材確保や、買収企業からの人材派遣、評価・報酬制度の適正化等を検討します。また、資金調達のため、資産の売却・流動化・セールス&リースバック等により相応の資産使用料を外部に支払っているケースでは、競争上重要な資産に係る権利を回復するために買い戻し資金が必要となることがあります。

② 財務上の施策の正常化

売上債権の期限前回収や仕入債務の延べ払い等、様々な資金繰り上の施策が講じられ、これらに伴う割引料が発生し、取引条件（販売・仕入価格）が悪化しているケースでは、正常化に向けた取引先との交渉や、相応の運転資本確保が必要となります。なお、資金調達目的で様々な資産が担保提供され、預金拘束等されていたり、保証料が生じているケースでは、これらの権利義務関係の整理と対応も必要となります。

③ 営業上の施策の正常化

売上値引き・割引等によって売上・利益を先食いし、収益性が悪化しているケースがあります。これらを正常化すると、売上・利益が一旦減りますが、その後は売上値引き・割引が適正な水準に戻り、収益性が改善することとなります。

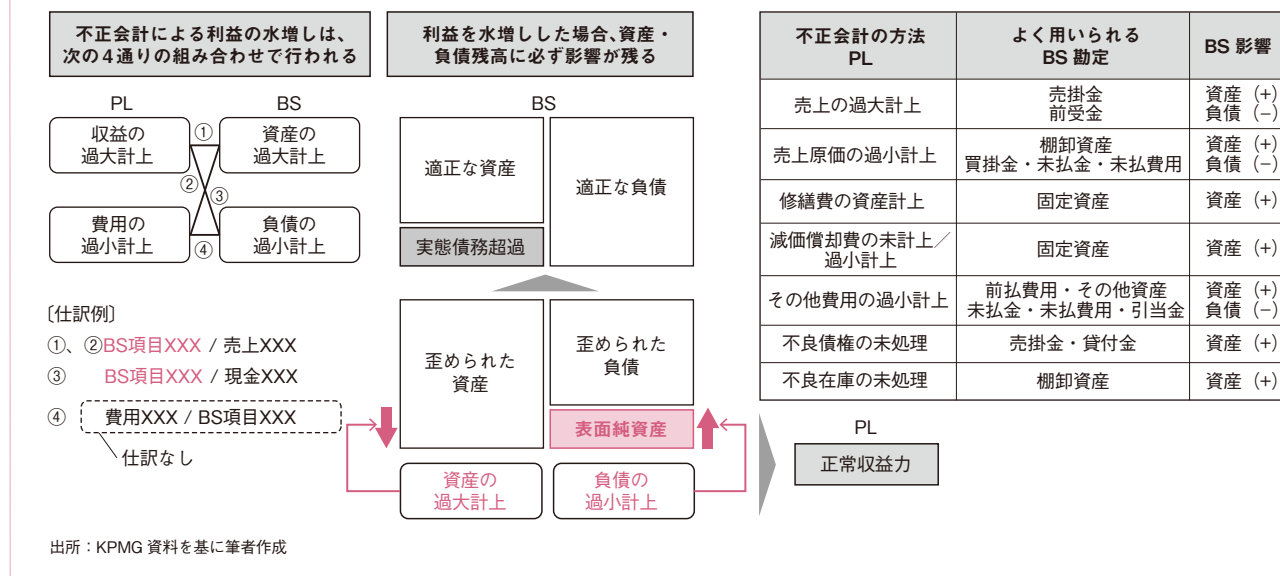
④ 過去の維持補修投資、戦略投資・施策の不足

資金不足等によって維持補修投資が不足しているケースでは、正常化のための投資を比較的短期間で実行する必要があります。また、前向きな戦略投資・施策（ヒト、モノ、カネ。設備投資に限らず事業投資、R&D、ITシステム、営業施策等を含む）が行えず競争力が減退しているケースでは、将来の戦略投資・施策項目を洗い出し、それらの投資金額・実現可能性（リスク）・効果（金額・発現時期）等を分析し、それぞれの必要性を判断することとなります。

⑤ 資産性のない資産、簿外負債

利益や一定の純資産を確保するために様々な施策が講じられる中で、資産性のない資産、簿外負債等によって、経営・

図表2 不正会計のメカニズム



財務状況に係る情報が歪められているケースがあります。このような不適切な処理による歪みは基本的にBSに残ることから、そのメカニズムを理解し十分な調査を実施することで、経営不振企業の経営・財務状況に係る実態を見極めることが重要となります（図表2参照）。

⑥ 信用力の回復

経営不振企業の信用力悪化に伴い、仕入先との取引条件がキャッシュオンデリバリーとなっていたり、不利な価格での仕入となっているケースがあります。また、販売・仕入先との取引自体が停止されているケースもあります。買収後に信用力を回復できれば、運転資本や取引価格が改善し、取引が再開することで、収益性が改善することとなります。

⑦ 税務上の繰越欠損金

経営不振企業では、過去の累積損失等により税務上の繰越欠損金が多額に存在し、債務免除益や将来の課税所得に充当

し、課税費用を抑制できる税務メリットが存在するケースが多く見受けられます。ただし、過去の不適切な会計処理により利益計上していたものについて法人税等の申告更正をすると、繰越欠損金の利用可能額・期限が変わるケースがあるので留意が必要です。

⑧ 事業再構築関連コスト

本来、競争力の回復に資する、拠点集約、不採算事業からの撤退、人員削減、コスト削減等の施策が、非資金費用を含む多額の損失を伴い財務に影響を及ぼすことから、体力や信用力のない状況で採用されていないケースが多く見受けられます。買収後には、買収企業の後ろ盾のもと、これらの施策の良し悪しを判断し、実行に移すことで、収益力・競争力を改善できる可能性があります。デューデリジェンス・事業計画策定時には、これらの施策に係る資金・損益・財務影響を分析する必要があります（図表3参照）。

図表3 デューデリジェンスの検出事項と事業計画への反映例

検出事項例	正常収益力 (EBIDA)	ネット デット	設備投資 (CAPEX)	運転資本
①経営資源の回復（人材、資産等）	●		●	
②財務上の施策の正常化 （売上債権の期限前回収、仕入債務の延べ払い等）	●			●
③営業上の施策の正常化（売上値引き・割引等）	●			
④過去の維持補修投資、戦略投資の不足	●		●	●
⑤資産性のない資産、簿外負債	●	●		●
⑥信用力の回復	●			●
⑦税務上の繰越欠損金		●		
⑧事業再構築関連コスト	●	●	●	●

(3) 買収スキーム検討

事業再生における財務リストラクチャリングスキームの全体像は、図表4のとおりです。一般に、経営不振企業の買収スキームは、大きく、①経営不振企業そのものを買収する方法（株式を増増資・譲受等で直接取得し子会社化、買収企業もしくは同グループ企業に吸収合併する等）と、②経営不振企業から必要な事業・資産負債を切り出して買収する方法（事業譲渡、会社分割等）があります。これらのスキームにおける税務影響の検討は、通常のM&Aと変わりませんが、一方、経営不振企業における偶発債務等のリスクは一般に高く、同リスクを払拭できず経営不振企業側の表明保証債務の履行能力に疑義があるケースでは、②の方法が選択されます。また、金融支援を伴う事業再生局面では、利害調整を円滑に実施するため、私的整理（任意整理、私的整理ガイドライン、事業再生ADR、中小企業再生支援協議会、地域経済活性化支援機構等）、法的整理（民事再生法、会社更生法等）等の枠組みが利用されることが多いです。これらの枠組みごとに計画成立要件、プロセス・スケジュール、権利変更を要するステークホルダー、事業譲渡・会社分割・減増資・DES等の財務リストラクチャリング手法の進め方、税務上の取扱い等が異なるため、各枠組みの特徴を理解したうえで買収・再生スキームを検討する必要があります¹。たとえば、法的整理を適用すると一定の事業毀損リスクがあるものの、債権額を確定した上で権利変更を行うため、偶発債務・簿外負債リスクが高くこれらを遮断したい

ケースでは、あえて法的整理の枠組みで買収・再生を図ることもあります。

(4) 買収交渉

経営不振企業が債務返済能力のある状態（Solvent）から、債務返済能力のない状態（Insolvent）に陥り、金融支援（債務免除や債務の株式化等）を要するケースでは、経営不振企業側のキーとなるステークホルダー（真の意思決定権者/売り手）が権利変更を伴う金融機関や債権者になり、これに呼応してM&Aにあたっての判断基準も変わる点に留意が必要です。

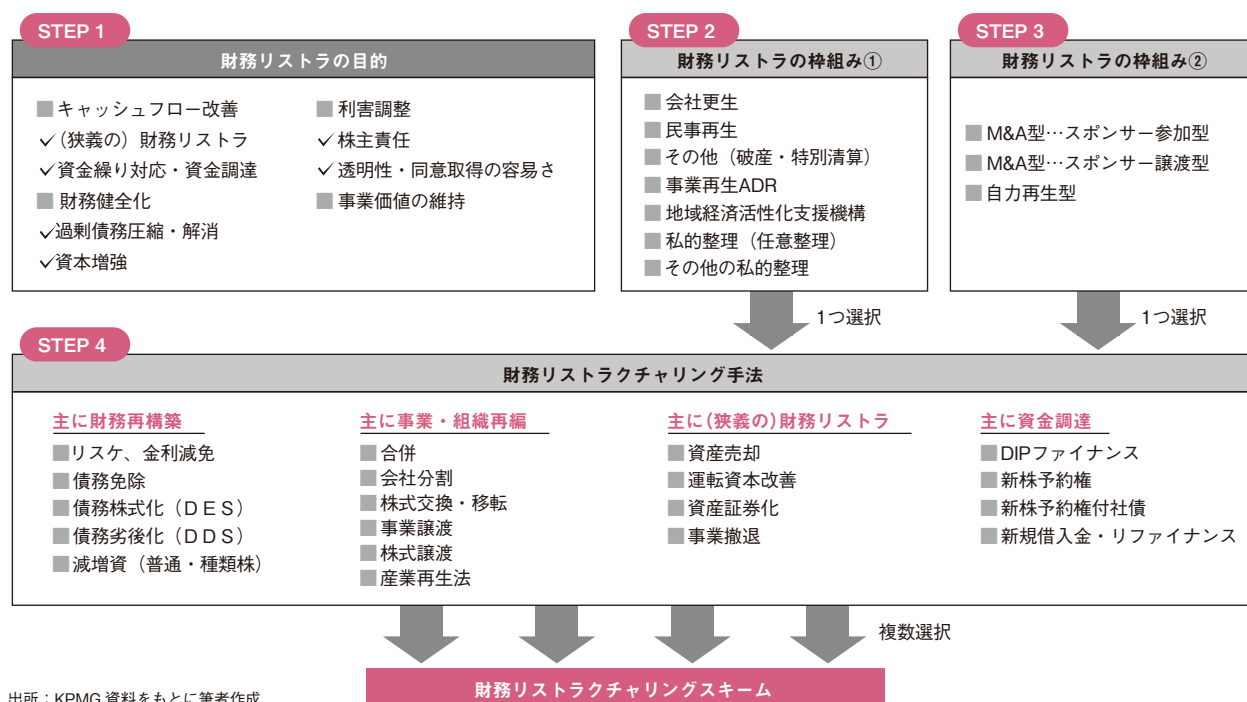
① 債務返済能力のある状態（Solvent）

経営不振企業がSolventの場合、キーとなるステークホルダーやM&Aにあたっての判断基準は通常のM&Aと基本的に変わりません。一般に、経営・財務状況の悪化ステージが進み自力再生が難しくなるほど、経営不振企業の株主や経営陣の危機意識が高まり買収企業側の交渉力が高まると考えられます。

② 債務返済能力のない状態（Insolvent）

経営不振企業がInsolventの場合、法的整理を申し立てれば計画同意に係る議決権は債権者に帰属することからも、キーとなるステークホルダーは株主や経営陣から債権者に移っていると考えられます。

図表4 再生局面における財務リストラクチャリングスキームの概要



1 実際は、「2.(4)買収交渉」に記載の事項も考慮のうえ、買収スキーム検討において図表4に記載の枠組み、手法が選択されることとなります。

(a) 私的整理

私的整理では、経営不振企業の株主や経営陣が意思決定主体となりますが、金融支援が前提となれば、同支援を実施する金融機関（特に主要取引銀行）の意向を尊重した交渉・利害調整が必要となります（ただし、権利変更を求められる全支援の同意が必要）。買取価格が清算価値を上回ること（清算価値保証原則の充足）は当然ですが、買取企業が入札を経て決められる等、その選定プロセスや買取価格を含む買取条件が金融支援をミニマイズする最善のものであること等が重要となります。なお、買取価格が低く負ののれんが多額に発生する（時価BSの純資産価値を大幅に下回る）場合、金融機関から純資産価値を多額に割り込んだ金融支援に係る同意を得ることができず、M&A型再生を諦め自力再生に移行するケースもあります。

(b) 法的整理

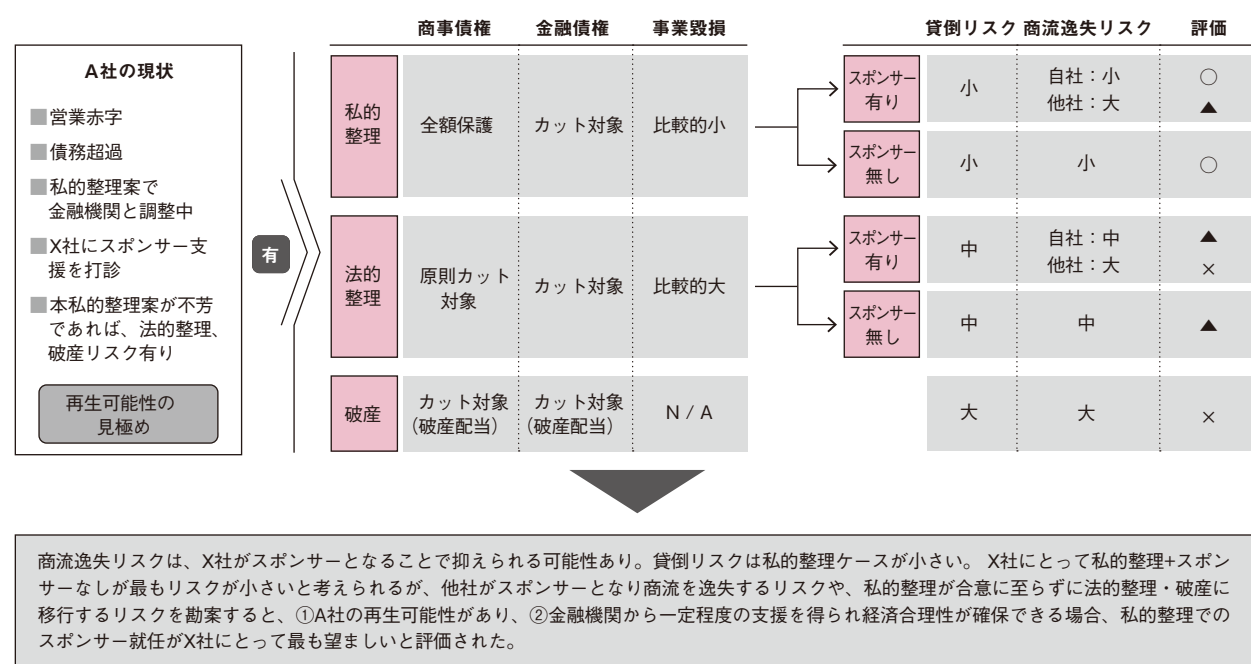
民事再生法では申立代理人弁護士、会社更生法では管財人、または彼らが雇ったFA（ファイナンシャルアドバイザー）が債務者（経営不振企業）側の交渉主体となりますが、権利変更を要する債権者の一定議決権数の同意が計画成立要件となる

ため、債権者の合意を得られるかを考慮した交渉・利害調整が求められます。私的整理と同様に清算価値保証原則の充足、買取企業の選定プロセス²は当然重視されますが、二次破綻を回避するために自力再生で長期分割弁済をするよりも、スポンサー企業への売却資金で一括弁済し手続を終結するM&A型再生が一般に好まれるように見受けられます。

(5) 統合

通常のM&AでもM&A後の統合・シナジー効果発現に向けた取組みは重要とされていますが、経営不振企業のM&Aではこれに加え様々な事業・財務上の施策実行が必要となることは前述のとおりです。これらの実行にあたっては、体制と責任の所在を明確にし、誰が（Who）、いつ（When）、どこで（Where）、何を（What）、どのように（How）、いかなる効果をもって（How much）実行するかが定められたアクションプランを策定し、KPI（Key Performance Indicator：重要な業績管理指標）等をもって適切に実行・モニタリングし、適宜必要な追加アクション・計画修正を講じること（PDCAサイクル）が重要です。対象企業任せにせず、明確なビジョン・方向性を

図表5 経営不振取引先のM&Aに係るオプション分析例



2 法的整理手続を申し立てる前にスポンサー企業を選定する、いわゆるブレパッケージ型法的整理においては、以下のようなポイントに配慮し、スポンサー選定を進める等の必要があります（いわゆるお台場アプローチ7要件）。

- ① あらかじめスポンサーを選定しなければ事業価値が劣化してしまうおそれがあること。
- ② 実質的な競争が成立するように、スポンサー等の候補者を募っていること。
- ③ 入札条件に価額を下落させるような不当な条件が付されていないこと。
- ④ 応札者の中からスポンサー等を選定する手続において不当な処理がなされていないこと。
- ⑤ スポンサー契約等の内容が会社側に不当に不利な内容になっていないこと。
- ⑥ スポンサー等の選定手続について公正である旨の第三者の意見が付されていること。
- ⑦ スポンサー等が誠実に契約を履行し、期待どりの役割を果たしていること。

共有し、100日プラン等のアクションプランの策定・実行に買収企業も主体的に参画するとともに、対象企業の協力・モチベーション向上をいかに図るかにも留意が必要です。

Ⅲ 経営不振事業・子会社の M&A、 経営不振取引先の M&A に対する考察

(1) 経営不振事業・子会社の M&A

経営不振事業・子会社の M&A における対象事業・子会社が企業・グループ内でノンコアと位置付けられ、かつ経営不振であると想定すると、経営不振事業・子会社のデューデリジェンス・計画策定におけるポイントは、前述の多くが当てはまると考えられます。一方で、経営不振事業を営む企業もしくは子会社を保有する親会社グループが健在で、経営・財務状況はそれほど問題ないことを想定すると、売り手となる同企業・グループの判断基準は、買収価格、雇用維持、対象事業・子会社と買収企業との親和性等となり、通常の M&A と変わりがありません。ただし、経営不振事業・子会社ゆえに、売却できなければ清算するという状況で売却検討をされているケースでは、極めて低廉での譲渡となることがあります。なお、買収スキームの検討にあたっては、買収企業側の税務メリットはもちろんですが、売却企業・グループ側の税務メリットにも配慮することが必要です。

(2) 経営不振取引先の M&A

図表5は、経営不振の販売先 A 社の M&A (支援) 検討にあたって、買収企業 X 社が実施したオプション分析例を示しています。経営不振企業の再生可能性はもちろんですが、今までのポイントに加えて、X 社における A 社向け売上債権の貸倒リスク、A 社向け商流 (トレード) の逸失リスク等も考慮のうえ検討すべき点に留意が必要です。

Ⅳ おわりに

経営不振企業・事業は、経営・財務状況の毀損の度合いやステークホルダーとの関係等から様々な制約を受け、低パフォーマンスに陥っています。一方で、それらの制約を解放することで、潜在能力を発揮しパフォーマンスが回復・向上する可能性があると言えます。経営不振企業・事業の買収を検討する企業は、同 M&A が自社の戦略に合致するものであることはもちろんのこと、自社が買収することで経営不振企業・事業ないし自社の企業価値を向上できるかについて、明確な回答を持つ必要があります。すなわち、経営不振企業・事業の経営・財務状況の毀損が回復不能なステージに進行していないか、自社に経営不振企業・事業を再生する能力³があるか等について十分に検討し、M&A 後の再生のイメージを持つことが重要です。なお、買収企業が M&A や再生投資の経験に乏しかったり、買収リスクを一人で許容できない等のケースでは、再生投資に精通したバイアウトファンドと共同買収することも1つの手法となります⁴。

本稿に関するご質問等は、以下の者までご連絡ください
すようお願いいたします。

株式会社 KPMG FAS
パートナー 中村 吉伸
TEL: 03-5218-8857
yoshinobu.nakamura@jp.kpmg.com

3 一般に、事業会社 (ストラテジックバイヤー) が再生局面で提供できる機能として、資金支援、ガバナンス強化、リーダーシップ・企業風土の改革、オペレーションの改善、シナジー効果の発現 (規模・範囲の経済、経営資源の共有等)、信用力の回復等が挙げられます。経営不振企業は、事業・財務のみならず戦略・組織においても多くの問題を抱えており、これらに早期かつ同時多角的に対処することが必要となります。

4 一般に、バイアウトファンド (フィナンシャルバイヤー) が再生局面で上述 (脚注3) 以外に提供できる機能として、再生ノウハウ、標準化 (業界慣行にとらわれない)、改革推進 (調整役)、リスクマネー、ネットワーク等が挙げられます。なお、バイアウトファンドは、3 年から5 年程度でエクジットすることが通常ですので、エクジット時に共同買収をした事業会社による株式買取オプション等についても、投資時に協議し決定することが必要です。

KPMG ジャパン

marketing@jp.kpmg.com

www.kpmg.com/jp



本書の全部または一部の複写・複製・転記載および磁気また光記録媒体への入力等を禁じます。

ここに記載されている情報はあくまで一般的なものであり、特定の個人や組織が置かれている状況に対応するものではありません。私たちは、的確な情報をタイムリーに提供できるよう努めておりますが、情報を受け取られた時点及びそれ以降においての正確さは保証の限りではありません。何らかの行動を取られる場合は、ここにある情報のみを根拠とせず、プロフェッショナルが特定の状況を綿密に調査した上で提案する適切なアドバイスをもとにご判断ください。

© 2014 KPMG AZSA LLC, a limited liability audit corporation incorporated under the Japanese Certified Public Accountants Law and a member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved. Printed in Japan.

© 2014 KPMG Tax Corporation, a tax corporation incorporated under the Japanese CPTA Law and a member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved. Printed in Japan.

The KPMG name, logo and "cutting through complexity" are registered trademarks or trademarks of KPMG International.