

2017年1月

事業再生におけるスポンサー選定の基準 ～二重の基準～

弁護士 柴田 義人 / 依田 俊一

事業再生においてスポンサーを選定し、スポンサーからの出資金や貸付金で弁済原資を賄う手法は、極めて一般的になりました。しかし、法的整理であれば裁判所の許可、監督委員の同意、又は管財人によるスポンサー選定の判断基準はどうあるべきか、私的整理であれば債権者がスポンサー選定を了承する際の基準はどうあるべきかは、必ずしも簡単な問題ではありません。近年、倒産・事業再生の実務家と研究者がこの問題に取り組んだのが「事業再生におけるスポンサー選定研究会」です¹。今回は、同研究会の成果の一部である「二重の基準」をご紹介します。

1. 背景

とくに1990年代以降、スポンサーによる再建が好まれるようになった理由としては、自主再建に比べて早期に弁済を完了することが可能なこと、スポンサー候補を競わせることにより市場の評価を反映した弁済率を実現できること、思い切った経営改革をしやすいこと、株主責任の取り方としてわかりやすいことなどが挙げられます。

スポンサー選定は債権者を始めとする利害関係人への影響が大きいだけに、選定の妥当性を判断する基準については従前より様々な議論がなされてきました。中でも「お台場アプローチ」が有名です¹。もっとも、過去に提唱された基準が実務に十分に浸透したとは必ずしもいえません。従前の基準は、いくつものスポンサー候補が想定でき、事業価値の毀損も特に急速とはいえない企業を対象としたスポンサー選定が暗黙の前提になっていたようです。しかし、事業再生の実務で大半を占めるのは、事業規模が小さくてスポンサー候補の探索も容易でない、資金繰りにも余裕がない企業です。そうした企業にも同じ基準を適用するには無理がある(厳しすぎる)という声の実務家の間にありました。

このような問題意識が「事業再生におけるスポンサー選定研究会」での議論につながっています。同研究会の成果はこれまでに法律雑誌での連載ⁱⁱ、シンポジウムⁱⁱⁱ、そして書籍^{iv}で発表されています。今回ご紹介する「二重の基準」は、その中でスポンサー選定の「実体的要件」として報告されたものです。

2. 競争によるスポンサー選定がふさわしい事案か(第1段階)

「二重の基準」では、まず対象企業の特性等により、スポンサー候補の競争による選定がふさわしい事案であるかが判定され、結果によってスポンサー選定の当否を判断するための基準を振り分けます(第1段階)。次に、第1段階で選択された基準に基づいてスポンサー選定の当否を具体的に判断します(第2段階)。

もう少し具体的にみると、第1段階では、①企業の規模、②企業の事業内容、③特定個人への依存度、④時間的余裕を考慮し、スポンサー候補の競争による選定がふさわしい事案かを判定します。つまり、企業の規模が小さすぎて投資対象として魅力的でない(①)、事業内容があまりにも特殊で関心を示す投資家を見つけにくい(②)、事業が経営者個人の能力に大きく依存している(③)、又はスポンサー選定に時間をかけていると事業価値が急速に毀損されるおそれがある(④)場合には、スポンサー候補者の競争による選定がふさわしいとはいえません。このような事案では、「合理性の基準」を適用します。上記のいずれにも該当しなければ、事業価値を最大限に評価してもらうためにスポンサー候補の競争による選定がふさわしいので、「厳格な基準」を適用します。両基準では、いずれもあてはめにおいて各種の事情が総合的に考慮されますが(総合考慮説)、その内容には明確な違いがあります。

3. 事案の特性に照らして妥当なスポンサー選定がなされたか(第2段階)

第2段階では、第1段階で選択された基準を適用してスポンサー選定の当否を判断します。

(1) 合理性の基準

スポンサー選定に競争を持ち込むことがふさわしいとはいええない事案では、スポンサーの選択肢は非常に乏しくなりがちです。言い換えると、スポンサーが1社でも見つければ債権者にとっても「御の字」です。したがって、スポンサー選定にあたっては選定者の裁量が大幅に尊重されます。これが「合理性の基準」です。

「合理性の基準」では、①スポンサーの支援によって実現する弁済率が清算価値保障原則を満たすことを前提に、②諸事情を総合的に考慮することによってスポンサー候補者の選定に合理性が認められれば、妥当なスポンサー選定であるとされます。総合的な考慮なので、支援額だけでなく、事業を維持・拡大しやすい、シナジー効果が期待できる、従業員の雇用を確保できる、取引先との取引を継続できる、地域社会への貢献が期待できる、経営方針が相当であることなどを考慮することも認められます。そして、合理性の基準が適用される事案では、様々な要素を総合的に考慮して合理性が認められれば(明らかに不合理でなければ)スポンサー選定は承認される結果となるのです。しかし、例えば経営者が個人的な見返りを動機としてスポンサーを選んでいるような場合は、もちろん合理性を認めることはできません。

結局、「合理性の基準」においては、スポンサー選定は妥当であるとの推定が働き、不合理な事情がないかがチェックされるといってもよいでしょう。

(2) 厳格な基準

スポンサー選定に競争を持ち込むことがふさわしい場合、スポンサーの選択肢は複数あるのが通常で、選定者は債権者を始めとする利害関係人の利益に照らして最適なスポンサーを選ぶことになります。競争がふさわしいにもかかわらず競争をさせずにスポンサーを選定するのであれば、利害関係人に対する説得力のある説明が必要です。そこで「厳格な基準」の出番となります。

「厳格な基準」では、①入札等の複数のスポンサー候補者の提案を比較する合理的な手続を実施したか、②提案

を比較する手続を実施した場合、最高価格の支援額を提示した候補者を選定したかをまず検討します。そして、③①の手続を実施しない場合には選定されたスポンサーによる支援額その他の要素について厳格に審査し、相当性が認められるかを判断します。また、競争的な手続を実施した結果、最高価格を提示したスポンサー候補でない者を選定する場合には、最高価格を提示したスポンサー候補者よりも当該スポンサー候補者を選定することによる利害関係人の便益が支援額の差異を上回る場合に限り、相当であるとして、便益の差は明確かつ確かな根拠によって示される必要があります。この支援額以外の考慮要素として想定されるものとしては、雇用の維持や地域の取引先の維持等が想定されます。例えば、従業員全員の雇用を保障し実際にも雇用維持が期待できるスポンサー候補は、若干支援額が低くても、全員解雇を明言している他の候補よりも妥当であると認められる余地があるわけです（当該スポンサーへの譲渡を前提とした計画案に各債権者が同意するか否かは別の問題です。）。

言い換えると、スポンサー候補を競争させることがふさわしい事案では、スポンサー候補を競争させ、最高価格を提示した者を選ぶことが原則で、原則に外れたスポンサー選定をする場合には厳格に妥当性をチェックされることになるというでしょう。

4. 二重の基準の性格

二重の基準は実務の参考にするために作成されており、法的拘束力はありません。また、再生債務者の代理人や管財人による善管注意義務違反の有無を判断する基準として用いることは想定されていません。二重の基準に違反したから損害賠償責任が発生するというのではなく、よりよい実務を実現するためのセーフハーバーとして機能することが期待されているのです。

5. 二重の基準の利用場面

二重の基準の最も直接的な利用としては、民事再生手続において監督委員が再生債務者によるスポンサー選定に同意する、又は、会社更生手続において裁判所が管財人によるスポンサー選定を許可する場面が想定されています。しかし、それだけでなく、監督委員や裁判所が二重の基準を用いて判断することを先取りして、スポンサーを選定する再生債務者や管財人自身がスポンサー選定にあたって参考にすることも期待されます（実務への影響は後者の方が大きいといえるでしょう。）。さらに、私的整理における望ましいスポンサー選定のあり方を考える場合にも参考にできる考え方だと思います。

債権者やスポンサー候補となる投資家としても、対象企業の特性或置かれた状況等によって異なる基準が適用されるという二重の基準の考え方を参考にいただければ幸いです。

なお、いわゆるプレパッケージ型、つまり倒産手続の申立前（私的整理であれば一時停止の要請前）にスポンサー契約を結ぶ場合にも二重の基準は利用することができます。詳細は別途、専門誌等で発表することを予定しています。

ⁱ お台場アプローチについては、事業再生研究機構編『プレパッケージ型事業再生』（商事法務、2004）101頁。その他の提唱もなされている。例えば、松嶋弁護士らの提言（銀行法務 631号（2004）6頁）を参照。

ⁱⁱ NBL1042号、1043号、1044号、1047号、1049号及び1050号（2015年）

ⁱⁱⁱ 事業再生研究機構「事業再生における望ましいスポンサー選定のあり方」（2015年5月23日開催）

^{iv} 山本和彦・事業再生研究機構（編）『事業再生におけるスポンサー選定のあり方』（商事法務、2016）

-
- 本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供であり、具体的な法的アドバイスではありません。お問い合わせ等ございましたら、下記弁護士までご遠慮なくご連絡下さいますよう、お願いいたします。
 - 本ニュースレターの執筆者は、以下のとおりです。



弁護士 柴田 義人
yoshihito.shibata@amt-law.com
Tel: 03-6894-1033
Fax: 03-6894-1034
<http://www.amt-law.com/professional/profile/YBS>



弁護士 依田 俊一
shunichi.yoda@amt-law.com
Tel: 03-6894-4003
Fax: 03-6894-4004
<http://www.amt-law.com/professional/profile/SNY>

- 本ニュースレターの配信又はその停止をご希望の場合には、お手数ですが、frg-newsletter@amt-law.comまでご連絡下さいますようお願いいたします。
- 本ニュースレターのバックナンバーは、<http://www.amt-law.com/bulletins15.html>にてご覧いただけます。

**ANDERSON
MŌRI &
TOMOTSUNE**

アンダーソン・毛利・友常 法律事務所

〒107-0051 東京都港区元赤坂一丁目2番7号 赤坂Kタワー
TEL:03-6888-1000(代表)
E-mail:inquiry@amt-law.com