

バルチャー・ファンドと企業再建

松尾 順介

はじめに

米国倒産手続きにおける特徴の一つは、倒産手続きが裁判所や管財人ではなく、当事者主導で進められることである。その過程にバルチャー・ファンドは収益機会を見出し、介入するわけであるが、バルチャー・ファンドの介入が手続きをより迅速にするのか、逆に遅延させるのかについては、必ずしも一概にいえない。

例えば、本誌五月号で紹介したように、バルチャー・ファンド側が最終的に倒産企業に対して敵対的買収を仕掛けた場合、被買収企業側と泥沼の買収合戦を展開することになり、この場合倒産手続きはむしろ遅延する可能性がある。つまり、バルチャー・ファンド側は自らの収益を最大化させるインセンティブを持っている以上、そのための手段を選ばず、極めてアクティブな投資行動を選択することが考えられる。しかし、一般に倒産手続きの長期化は企業価値を低下させるため、バルチャー・ファンド側の回収額の低下につながるとともに、投資期間も長期化させるため、期間収益率の低下にもつながる。したがって、バルチャー・ファンドは潜在的に倒産手続きを迅速化するインセンティブを持っていると考えられる。

本稿では、バルチャー・ファンドが介入したことによって倒産手続きが迅速化した事例として、コレコ・インダストリーズの事例を紹介する。⁽¹⁾

1 コレコ・インダストリーの倒産

一九七七年、コネティカット州ウェストハートフォードで創業四五年を迎えた同社は、テルスターの白黒ビデオ・ゲームを発売して好業績をあげ、同商品の売上げが落ち込むと、今度は一連のフットボールや野球の携帯型電子ゲームで盛り返し、一九八二年にはコレコ・ヴィジョンのビデオ・ゲームへと続いた。だが、競争の激しいビデオ・ゲーム業界にとって、一九八三年は長い斜陽の始まりの年だった。コレコのアダム・コンピュータは、モジュールを装着するだけでパソコンとしても使える、一〇〇ドルのビデオ・ゲーム・システムになるはずだったが、技術、生産両面の問題から大失敗に終わり、同社は倒産の危機に瀕した。この危機を救ったのは、キャベツ畑人形だった。キャベツ畑人形は顔の潰れたような素朴な風貌の人形で、国中の子供たちの心をつかみ、ブームとなったため、同社は一時的に立ち直りを見せた。しかし、やがてブームは去り、一九八六年になると、売上げは一年間で六億ドルから一気に二億七千万ドルへと傾き、翌年には一億二千七百万ドルにまで落ち込んだ。コレコの損失は拡大し、資金不足も目立ち始めた。コレコは売上げの挽回を図るために人形の生産を強化したが、コストは膨らみ負債額はみるみる増加した。一九八八年の第一・四半期、経営陣は、社債権者に対しては利益の大半を償還資金に充てて償還したが、銀行からの追加融資は受けられず、事実上、コレコの営業活動は停止した。一九八八年五月、コレコ創業者の息子であるアーノルド・グリーンバーグ会長が退陣し、その後任には取締役副社長のモートン・ハンデルが就任した。

2 バルチャー・ファンドの介入

同社に介入したバルチャー・ファンドのマネージャーであるルービンは、当初からコレコを投資対象として選んだわけではなく、きっかけはあるプロの個人投資家がコレコの債券を持ち込んできたことだった。そのポートフォリオのなかにコレコ社債が含まれていたのだが、ディストレスト債券をどのように扱えばよいのかわからず、現金化するように依頼してきたのだが、ルービンはこの申し出に難色を示した。同社の債券は、一九八八年の夏の相場は額面一ドルにつき約一八セントとなっていたが、どうみてもこれらの債券にそれほどの価値はなかった。そこで、折衝の末、ルービンは独自な手数料を契約して売却に乗り出した。

コレコが倒産の瀬戸際に立っていることは確実だった。ルービンが初めて同社のバランスシートを調べたとき、資産側のバーター・アドバタイジング・クレジットという見慣れない項目があることを見つけた。それは八千万ドル以上という巨額であり、調査の結果、コレコは在庫商品を担保に、テレビ広告枠を信用買いしていた。しかし、一ドル分の広告時間を実際に得るためには、そのクレジットの五〇セントに現金五〇セントを上乗せして支払わなければならない仕組みになっていた。つまり、この項目は一億六千万ドルの広告費を意味していたが、それは向こう何年間も手をつけられない資産、活用するには費用のかかる資産であった。追いつめられたコレコにとって、この資産はほとんど価値がないと思われた。

彼がコレコ債券を購入した直前の一九八八年七月一日、同社はついに、ニューヨーク州倒産裁判所に倒産手続きを申請した。一〇日後、マンハッタンのダウンタウンにある連邦管財官事務所、話し合いが持たれた。そこでハリー・ジョーンズ連邦管財官が、ルービンとその他一四名を、四億三千万ドル余りの負債を抱える無担保債券者委員会の代表に任命した。委員会にはマサチューセッツ・フィナンシャル・サーヴィスなどの団体やD&Eパッケージングといった納入業者も含まれていたが、その中でルービンは直ちに委員長に選出された。彼は大口債権者ではなかったが、倒産に関わった経験もあり、何よりも本人がこの問題には力を入れたいと申し出

ていた。当時、バルチャー投資では新参だったルーピンは、ここで名を挙げようとしていたのである。

債権者委員会は、更生計画案に債権者の声を反映する協議の場であり、通常その委員長に最も発言力があつた。コレコの件と相前後する一九八〇年半ばから後半にかけて、ルーピンはアメリカン・ヘルス・ケア・マネジメンツの倒産で、その株主委員会委員長として巧みに再建を手助けした。また、テキサス・アメリカン・バンクシエアズの倒産では、無担保債権者委員会の委員長を務め、カーデイスの倒産でも債権者委員会の委員長を務めた。さらに一九八九年には、リゾーツ・インターナショナルのワークアウトで債権者委員会委員長も兼任することになった。

3 さらにバルチャー投資家の介入

コレコの倒産申請以前から、ストルック・ストルック・レイバン法律事務所のコレコ担当の弁護士たちは、同社の八千五百万ドルにのぼるコレコの銀行債務の買い手となるバルチャー投資家を探していた（ハンデルによると、買い手を探していたのは銀行側の方だったとのことである）。そこで、R・D・スミスのランドール・スミス、ドレクセル・バーナム・ランベールのワークアウト担当で元共同CEOのポール・リービ、アイザック・パールマッターなどといった、多数の資金力のあるバルチャー投資家を訪ねた。このパールマッターこそは、コレコの帳簿に記載されていたアドバタイジング・クレジットを、何年にも渡って在庫商品と引き換えに提供してきた人物である。彼は売れ残った在庫商品のバイヤーで、時には倒産の払い下げ品にも手を出していた。ポール・リービは一旦取引に応じてきたが、銀行の同意が得られず後に手を引いた。倒産申請直後、パールマッターとパートナーのバーナード・マーデンは、短期間のうちに約五千万ドルという安値で銀行債務を引受けた。なおも執拗な条件交渉を続けるとともに、同社が資金繰りに窮していたため、その銀行債務の担保になっていた資産に劣後抵当権を付けて、同社がさらに銀行借入れを行なうことにも同意した。

一九八八年、コレコの銀行債務を買取ったパールマッターとマーデンは、同社の上位債権者に格付けされた。アドバタイジング・クレジットの件で、すでに懐疑的だったルーピンは、この二人に漠然とした不信感を抱いていた。また、会社資産から上位債務を支払うと、一銭も残らないというパールマッターの意見にも落胆した。これは社債権者へは何も残らないということであり、もちろん債権者委員会には受け入れがたい見解である。

八月の始め、委員会はようやく弁護士として、ジョーンズ・デエイ・リービス&ポーク法律事務所に属するマーク・カーシュナーを選任した。その夏の終わりに、ジョーンズ法律事務所の会議室に集まった委員会メンバーは、顧問を交えて最初の戦略会議を開いた。ルーピンはさまざまな意見が対立するのを、黙って聞いていた。納入業者は事業の継続を強く望み、証券を額面で購入している社債権者らは、経営陣が主張しているほどに、事態が悪化しているはずはないと主張した。また、安値で購入したバルチャー投資家にいたっては、経営陣の一掃を望んだ。しかし、ルーピンは意見を異にしていた。彼は経営陣については、白紙の気持ちでこの場に臨んでいた。確かに彼らは事業を混乱に陥れたが、チャプター・イレブン企業の経営陣を一新することの困難さも、よく理解していた。経営陣の一新は、企業経営にダメージを与える場合があり、コストもかかる。また、新経営陣が旧メンバー同様に、出来の悪い可能性があるからである。さらに、最も懸念しているコレコのアドバタイジング・クレジットの問題について、バランスシートの記載事項が非常に疑わしいこと、会社側との交渉でこれが命取りになり得ることを説明した。九月二〇日、カーシュナーの法律家チームがこの件に関して、パールマッターとマーデンの過去数年間の取引を調査する許可を裁判所に申請した。もし、疑わしい事実が発覚すれば、委員会は訴訟

をてこに、更生計画案で有利に立ち回れるかもしれない。社債権者もパールマッターとマーデンが新規購入した銀行債権から、少しでも弁済してもらおう可能性もある。社債権者に支払うだけの会社資産が本当にないのであれば、彼らも何か他の方法で少しでも搾り取ることを考えざるを得ないだろう。一〇月二八日、カーシュナーは裁判官からゴーサインを受け取った。

通常、やり手のバルチャー投資家であれば、自らの取り分を引き出すためにも、倒産会社の資産価値をかなり正確に把握している。だがコレコの場合、秋から冬にかけて充分に調査して話し合った結果、会社資産はないに等しく、無担保債権者には事実上何一つ残らないことがわかった。これは、一九八九年一月にコレコ側が委員会に対して、更生計画案の草案を提示してきた時に全て明らかとなった。その提案によると、会社側はパールマッターとマーデンに対する銀行債務分さえも全額は支払えないことを示唆しており、大変失望する内容だった。その差額補填として、二人には新会社の株式の過半数を超える五五%を、また無担保債権者に対しては、社債及び株式三六%を与えるとしていた。コレコは無担保債権者の回収率を一ドルに対して約一三セントと計算していたが、委員会の推定では、わずか五セントであった。提案は受諾できない、と委員会は返答した。会社にはもつと支払い能力があるはずだ。この時点でルーピンは、コレコが債権者の利益を優先には考えていないと確信するようになった。あるいは、長い仕事のつきあいから、自然とパールマッターの肩を持つてに違いないと考えた。

4 訴訟

コレコが更生計画案の草案を提示したすぐ後に、委員会の顧問がアドバタイジング・クレジットに関する膨大な調査レポートを伝えてきた。そこには、コレコが債務超過に陥ったとき、広告時間枠のクレジットと引き換えに、提示金額をはるかに下回る値で商品が引き取られたことが記されていた。委員会の顧問は、本件を起訴する際、これは財産の詐欺的譲渡申立の根拠になると確信した。パールマッターとマーデンに詐欺的譲渡された商品金額は七、一〇〇万ドルにのぼった（一億四、四〇〇万ドル相当の商品金額と引き換えに、コレコは現金七、三〇〇万ドルと広告枠を受け取ったが、この広告枠について債権者委員会は評価ゼロとしている）。また、債権者委員会の弁護団は、このコレコへの支払いは「悪意」でなされたと見ていた。

もしパールマッターに損害賠償させることができれば、コレコの資産価値が増えることになる。そこで、ルーピンは委員会がこの点的を絞るようにしむけていった。委員会は直ちにパールマッターとマーデンに対して、七、一〇〇万ドル及びその金利に対する損害賠償と、他の債権者への支払いが終了するまで、二人は回収を行ってはならない旨を要求する訴訟を起こそうとした。ところが、倒産法がここで障害となった。すなわち、資産の不正取り引きによる第一被害者は、債権者ではなく会社であることから、原告となる会社側が訴訟を起こさなければならなかった。しかし、コレコが行動に出ることは期待できない、とルーピンとカーシュナーは思った。訴訟を起こせば、基本的にコレコはアドバタイジング・クレジットの経理処理に関して、自らの管理体制に調査のメスを入れることになるからである。彼らは正式に訴訟の要求を行ったが、要求は直ちにはねつけられた。申し立ては事実と反しており、訴訟は時間と金の無駄である、と会社側は突っぱねた。会社側は、アドバタイジング・クレジットの会計は正確で、パールマッターとの取引で会社は利益を得ていると言い張った。したがって、彼とカーシュナーは連邦倒産裁判所のブルーデンス・エイブラム裁判官に訴訟の準備書面を手渡した。そして、二月一四日エイブラム裁判官は、委員会に対して訴訟のゴーサインを出し、一方、パールマッターと経営陣は、

申し立てを全面的に否認した。

5 旧経営陣の一掃と企業買収

これによって、ルービンと債権者委員会としては、コレコ経営陣は信頼できず、彼らを一掃する以外に希望はないと考えるに至った。まさにその時、他の玩具会社がコレコ買収の可能性を探り始めたため、委員会は買収に対して協力を表明したのみならず、その後押しさえしようとした。実際のところ、会社の売却は同社経営陣の意見でもあり、訴訟を起こした直後、ルービンとカーシュナーが会社側とその顧問に面会した際、彼らに会社売却の意向を表明していた。会社側のアドバイザーとなっていたDLJは、コレコを脈のありそうな買い手に売り込もうとしていた。コレコが売りに出されれば、破綻の原因となった経営陣を抜きにした会社の資産価値には、今以上の高値がつく可能性もあり、社債権者にとっては、当初予想した回収金額を得るチャンスでもあった。たとえコレコの市場価格が値上がりしなかったとしても、それによってこの倒産問題は早晩決着がつき、社債権者も早期に回収できることが期待できた。

そして、一九八九年の二月中旬に、コレコ経営陣はハズブロ、トンカ、マテル、タイコなど主なライバル企業と合併の可能性について、水面下で協議にはいった。経営陣の方針は委員会に伝えられ、DLJも公式にコレコの売却準備を開始した。ところが三月半ばになると、経営側が方針を撤回した。売却を取り下げたのである。この数ヶ月間をやりくりする借入金めどが立つと、経営陣は更生計画案を修正して、社債権者の持分割合を増やすことを決心した。コレコが自力で更生する可能性に賭けようとしたわけである。

しかし時は遅すぎた。コレコ経営陣が合併の呼びかけに応じなくなったことから、なかには債権者委員会と連絡をとって、債権者の協力が得られるかどうか、探りを入れる企業も出てきた。なかでもハズブロは、積極的に委員会に打診してきた。

そこで委員会はロスチャイルドのウィルバー・ロスに買収価格の件を任せることにした。コレコ問題を引受けたロスは、買収価格が更生計画案の核となることから、委員会が売却先決定に協力するよう要請してきた。買収価格は買い手が買収先企業の資産や負債を調査して決定するが、それは買い手のデュー・デリジエンスによって左右される。結局、ハズブロが唯一見込みのある売却先であるとの結論が下された。同社は業績が順調であるうえに、コレコと同種の商売を手がけており、かなりの経済規模で新たな玩具ビジネスとして合併できる可能性もある。コレコの資産も、ハズブロと組むほうが価値があることから、ハズブロも高値をつけることが予想された。

三月下旬、カーシュナーを交えて、ハズブロのアルパリンとルービンが面談し、ルービン側は次のようなシナリオをアルパリンに提示した。コレコはこれまでに何回となく排他的期間（倒産会社のみが更生計画案を提出できる三ヶ月間の期間）を延ばしており、また再延長したところである。コレコ側の態度に失望している裁判官は、債権者に独自の更生計画案を提出させるつもりでいる、と債権者らは読んでいた。裁判官が債権者に対して同情的なようだとルービンは説明した。したがって、主な資産を売却する旨を盛り込んだ債権者側の更生計画案を、裁判官が容認する可能性は大であるとルービンはみていた。最後に三人は内々の合意を交わし、ハズブロが買収価格の決定に向けて、作業を進めることとなった。

数週間後、キャベツ畑人形権、ゲーム部門、未収債権、在庫品などを含む稼働資産に対して、ハズブロ側は九五〇〇万ドルのビッドを委員会に提示してきた。また、キャベツ畑人形を一掃するため、クリスマスの売り出し

シーズンまでに商品受け取りができるよう念を押してきた。しかし、そもそも倒産というものが予測不可能な代物である以上、更生計画案の手続きが期限内に完了するかどうかは、誰にも保証できない。裁判所が更生計画案を承認する前に、コレコが倒産状態のまま、ハズブロに資産の売却を余儀なくされることもあり得る。ともあれ債権者とハズブロは、売却益でコレコが会社資産を債権者に分配できるように、期限内に更生計画案をまとめようとしていた。

ところが、この方法で障害になるのが、パールマッターに対する訴訟だった。再建や賠償の支払いが終了したあとで訴訟問題に取り組むこともできたが、その場合、パールマッターとマーデンには、銀行債権の八、五〇〇万ドルと金利が、満額支払われることになる。債権者委員会が勝訴すれば、後にいくらかは返金されるだろうが、それには何年もかかるかもしれない。そこで、ルービンは、裁判官の許可を得て、パールマッターの九、〇〇〇万ドルにのぼる銀行債務分をエスクロー（第三者寄託金）勘定にすることを求めた。そうすれば、パールマッターは訴訟が解決するまで、全く回収することができないわけだから、無担保債権者が勝訴した場合、単にエスクロー勘定から引き出せばよいことになる。この方法の意図は、支払請求額を多少譲歩しても交渉にのぞむのか、あるいは裁判で争っている間、半永久的に債権回収を諦めるのかという二者択一をパールマッターに迫るところにあった。

7 決着

委員会がハズブロと戦略を練っている間に、コレコ経営陣も更生計画案の見直しを進めていた。四月六日に発表された見直し案は、無担保債権者に対して、額面一ドルあたり推定一六から一七セントを支払うというものだった。それでもなおパールマッターの持分が過半数を占めることとなる。委員会の計算による見直し案では一ドルあたりわずか一〇セントにしかならず、更生計画案は承認されなかった。

月末になると、委員会はコレコの排他的期間終了を要求した。さらに、その直後委員会とハズブロは最終合意書に署名し、それを委員会側はコレコの弁護士に伝え、プレス発表した。また、委員会は、ハズブロがコレコの経理書類の入手や、役員との接触を許可しようコレコに求めたが、拒絶されたため、委員会側の弁護士は、裁判官にこの要求を持ち込んだ。そして、裁判官は、ハズブロ・委員会案はコレコ案に比べて、無担保債権者の回収率が約二倍になっていることから、ハズブロの立ち入り調査を許可しようコレコに指示した。また、ハズブロ案を受け入れて、コンセンサスを得るようコレコの顧問を促した。こうして事態はまもなく沈静化し、コレコ経営陣は委員会の更生計画案を受け入れ、ハズブロへの会社売却を決定したのだ。

ただし、パールマッターの訴訟問題は、宙に浮いたままだった。ハズブロ側は買収が行われる前に問題が解決されるよう願っていた。さもないと、パールマッターはコレコの資産から、自らの取り分を要求するかもしれない。しかし、訴訟のリスクに直面しているパールマッター側は、裁判に伴うコストや問題解決の遅れ、さらにコレコの支配権を握る望みがなくなったこと、などを考慮すると、委員会に協力せざるを得なかった。他方、委員会側は問題が長引くと、上級債権者であるパールマッターが結局、全資産を得るのではないかと懸念した。そこで、この件はハズブロが取りまとめ役となって、ルービン、カーシュナー、ロスの三人と、パールマッター及びその弁護士が話し合いの場をもつこととなった。この話し合いは難航したが、ようやくパールマッターが譲歩し始めた。

パールマッターの最初のオファーは、債権者にとって価値のない、事実上ゼロといえるものであり、それに対

して債権者側の要求は七、五〇〇万ドルだった。だが、時間が経過するにつれて、パールマッター側の態度は徐々に軟化してきた。そして、最終的に委員会とパールマッターは、二、六〇〇万ドルで合意した。パールマッターとマーデンは起訴事実を否認したまま、コレコの債権者に対して支払いに応じたことになる。実際には、金利を含めて九、〇〇〇万ドルに膨らんでいる彼らの支払請求額から、この金額を差し引くという方法だった。ルービン自身は、パールマッターから五、〇〇〇万ドルは引き出せると考えていたが、彼以外の社債権者は、一日も早い解決を望んでおり、この二、六〇〇万ドルに充分満足したため、これで決着することとなった。

一九八九年六月一日、コレコはパールマッターとの和解および一〇〇万株のハズブロ新株引受権を条件に、八、五〇〇万ドルでハズブロへの会社売却を発表した。売却は七月一二日に完了した。最終的に社債権者は、現金で額面一ドルあたり二五セントとハズブロの新株引受権を得た。これはコレコの最初の提示額である五セントからは、かけ離れた高い値である。因みに、これによってルービンの投資は四〇〇%の利回りとなった。だが、パールマッターとマーデンにとつても、決して悪い取引きではなかった。五、〇〇〇万ドルの投資で、債権請求分として九、〇〇〇万ドルを獲得し、和解成立後でも一、四〇〇万ドルが取り分として手元に残った。さらに、アドバタイジング・クレジットの不正譲渡に対する訴訟も取り下げられた。パールマッターは和解金を支払っておらず、四、〇〇〇万ドルはそっくりそのまま手中に収めたと述べており、その場合彼らは二八%の利回りを得たことになる。

更生計画案に基づき、債権者委員会はコレコの業務を引き継ぐペーパー会社の経営陣を任命しなければならぬ。その主な業務は、一億七、〇〇〇万ドルの税制上の業務純損失をキャリアオーバーすることになった同社のために、株主を探してその投資資金で収益をあげ、業務純損失を埋めることである。委員会の債権者らはルービンが最適任者だと主張した。もともと、彼はバルチャー投資家であるが、委員会としては、今回の件で委員会の大半の仕事を受け入れたのも、予想外の好結果を出したのも全てルービンであり、彼こそがこの地位に最適である、と考えたのである。結局、ルービンはそれを受け入れ、当初無報酬でよいと考えたが、業務が片手間にはできないことが明らかになると、年俸五万ドルを受け取ることにした。そして、ハズブロに資産を売却する際に、コレコは社名の使用権も同時に売却したので、そのペーパー会社をレインジャー(獵犬)・インダストリーズと命名し、その取締役会長に就任した。

まとめ

米国での倒産手続きは、会社更生の場合、裁判所内でのチャプター・イレブンによる手続きと、裁判所外での当事者間の交渉による手続き(いわゆるワークアウトないしターンアラウンド)とに大別されるが、いずれの場合も当事者主導で交渉が進められる。したがって、そこには当事者間のさまざまな思惑が持ちこまれ、利害得失をめぐって駆け引きが行なわれるため、更生計画案の承認過程、あるいはそうやって承認された更生計画そのものはデイル(取引)と呼ばれる。このデイルに行動的なバルチャー・フアンドは利益機会を見出し、債権者として介入してくるのである。その際、冒頭に述べたように、彼らの介入がこのデイルを迅速化させるか、あるいは遅滞させるかは一概に言えない。ここで取り上げたコレコの事例は、バルチャー投資家が介入したことデイルが迅速に行なわれた例と考えられる。どのような場合に、デイルが迅速に行なわれ、逆に遅滞するのかについては、多くの事例を総合して判断する必要があるが、基本的にバルチャー投資家は投資期間を短期化させたいというインセンティブをもつため、迅速化させる要因になっていると考えられる。ただし、バルチャー側

が相手企業の買収にあまりに固執し、会社側や他の債権者と極端な対立関係に陥るような場合は、遅滞させる要因になると考えられる。

注

(1) 本稿の事実関係については、全名 Hilary Rosenberg, "The Vulture Investors", 1992, 2000 に依拠している。なお、同書は、伴百江・松尾由美・松尾順介共訳で『ハゲタカ投資家』として日本経済新聞社から近刊予定である。

(まつお じゅんすけ・当所兼任研究員)