

セッション1

倒産・再建の最近の傾向

第4回 東アジア倒産再建シンポジウム

東アジア倒産再建協会 主催

2012年11月3日

於大韓民国ソウル市梨花女子大学

弁護士 坂井 秀行¹

近年の倒産再建の傾向と話題（日本）

第1 手続選択と、債権者の手続参加

【私的整理が原則化し、法的手続が受け皿化する傾向】

- 事業再生 ADR をはじめとする私的整理が活況を呈しており、法的倒産手続は、私的整理が不可能な場合、または失敗に終わったときの受け皿として利用される例が増えている。

(例) 日本航空 (JAL) は、自主再建計画による再建努力→2009年10月29日、国土交通大臣直轄の JAL 再生タスクフォースによる再建計画策定→2009年11月13日、事業再生 ADR 申請→2010年1月19日、東京地裁に会社更生手続開始申立て・同開始決定、同時に企業再生支援機構への支援要請、と変遷したが、2011年3月28日、会社更生手続終結決定を受け、近く再上場を目指す (2012年7月末日現在)。

(例) Willcom は、2009年9月24日、事業再生 ADR 手続を申請したが、2010年2月18日、会社更生手続開始の申立、同時に企業再生支援機構に対して支援要請を行った。社債処理が ADR 手続の障害となったといわれる。

(例) エルピーダメモリは、2009年6月30日、経済産業省から「産業活力の再生及び産業活動の革新に関する特別処置法」(改正産業再生法)の適用が発表され、一般企業に対する公的資金注入の1号案件として自主再建を企図したが、2012年2月27日、東京地方裁判所に対して会社更生手続開始を申し立てた。

(例) 三光汽船は、2012年3月9日、事業再生 ADR 手続による再生を図ったが、担保権者による権利行使が止まらず、2012年7月2日 会社更生手続開始を申し立てた。

【会社更生と民事再生が接近し、両手続の棲み分けが議論となりつつある】 <図表1>

- DIP 型更生手続導入の影響 DIP 型更生手続においては、更生会社の取締役が管財人に選任される。これが、様々の制度論的な議論の契機となっている。
- 監督の仕組み DIP 管財人に対する監督の仕組み、在り方についての指摘がなされ始めている。
 - 監督委員 例えば、監督委員は、会社更生においては、開

¹ ビンガム・マカッチェン・ムラセ外国法事務所 坂井・三村・相澤法律事務所 (外国法共同事業) (Bingham McCutchen Murase, Sakai Mimura Aizawa-Foreign Law Joint Enterprise) 代表パートナー

始決定前にしか認められない。そのため、開始決定後は、調査委員に、監督委員的な任務を任せているが、その当否が指摘されている。

- ▶ 情報開示 より大きな問題として、債権者に対する情報提供の在り方も、大きな課題となりうるとの指摘がなされている。
- 再生手続への影響 DIP型更生手続の導入は、逆に再生手続に対しても影響を及ぼし始めている。
 - ▶ 否認権 DIP型の更生手続においてはDIP管財人が否認権を行使しうることとの対照上、再生手続においても、再生債務者（DIP）に否認権を認めてもいいのではないかと指摘がなされ始めている。
 - ▶ 管理型再生手続 再生手続においても、管財人を選任する管理型が、徐々に採られ始めた。
- 会社更生と民事再生の棲み分け こうして、会社更生、民事再生、両手続からの相互接近が進むと、両手続の境界が曖昧となり、別個の手続として併存させることに對して、見直しの声があがり始めている。
- 新たな棲み分けへ 会社更生と民事再生の棲み分けの要否が議論の対象となり始める一方、新たな棲み分けの要否が指摘され始めている。

【新たな棲み分け——倒産・再建手続の複線化】 <図表 2 >

- 債務者のビジネスの専門化・高度化 債務者のビジネスが、専門化し高度化してくると、倒産・再建手続の主たる担い手であった弁護士は、専門知識を持つ債権者とスポンサーとの狭間で、劣位化してこざるを得ない。
- 債務者ビジネスのグローバル化 同時に、債務者ビジネスのグローバル化が進んだ結果、債権者、顧客、取引先、同業他社らから債務者/管財人に対して、グローバルなビジネス実務、グローバルな競争を視野に入れて行動するよう、圧力が強まる。
- グローバルな倒産・再建市場 またわが国の倒産・再建手続は、既にグローバルな「倒産・再建市場」の一部に組み入れられている。その結果、大規模な倒産・再建手続においては、倒産企業に対する債権や社債は、直ちに当該市場でのプレーヤー（不良資産投資家）に集中する。そうした債権者は、自らの債権の価値を最大化するよう、債務者/管財人の手続運用に対する圧力を強める。
- 大多数の国内・小規模案件 確かに、大多数の倒産・再建手続は、小規模で投資対象としての魅力に乏しいため、倒産・再建市場のプレーヤーたち（不良資産投資家）は関心を示さない。この世界では、簡易迅速な、標準化された手続が最適であろう。
- 大規模案件における倒産・再建手続 しかし、大規模なグローバル化した債務者に関わる倒産再建手続においては、上記のように、債権者たちの「実行使」的な状況に直面し、倒産・再建手続が機能不全を起こしつつある。
- 手続の複線化 このような状況に対応して、大規模案件の一部

において、倒産・再建手続の運用にやや変化の兆しが見られるようになった。

(例) Spansion Japan 更生事件においては、更生計画案提出期限が、債権者につき3回、管財人につき2回、それぞれ延長された。

【債権者の動きの活発化】

- 倒産企業とその資産を対象とするグローバルな倒産・再建市場に、わが国の倒産・再建市場も組み込まれた わが国にも倒産・再建市場が成立し、そこに不良資産投資家の資金が流入した。これらの債権者は、より高い投資効率を図り、倒産・再建手続の中で積極的に権利行使を始めている。
- 日本の債権者の権利主張 これに対して日本の債権者は、伝統的には受け身であったが、やはり最近、権利主張をする場面が増加している。その結果、再生債務者や更生管財人と、債権者とが、激しく対峙する姿がもはや常態化しつつある。
- この問題の根源は何か？ 仮に、DIP 型倒産・再建手続の普及により手続の公正さが損なわれたことが、債権者の行動の根底にあるのであれば、監督機能を強化し、あるいはDIP 型から管理型（法律家管財人型）へと回帰することにより、この問題を解決することができる。しかしものごとの本質は、そこにあるのではないのではないか。
 - ▶ 債権者の変身 債権者は、いまや情報を求め、その情報を駆使して、再生債務者/管財人に対して、臆することなく権利行使していく、新しいタイプの当事者として、登場してきている。再生債務者/管財人に対して情報提供を求めるだけでなく、債権者自ら専門家を起用し、かつグローバルなネットワークの中から、情報や知見を獲得し、武装している。

(例) 債務者ビジネスや、債務者を取り巻く倒産・再建市場プレーヤーがグローバル化した結果、債務者や関連当事者に関する情報は、債務者が国内において開示しなくても、しばしば海外において開示される²。債権者らは、それら情報を渉猟し、その情報を武器に、債務者/管財人と対峙する。また、担保物の価値評価は、担保物が高度の技術の集積した機械装置である場合などには、容易ではないが、債権者はこうした機械装置につき、専門性を持ち、グローバルな市場における取引情報の収集能力を有する。
 - ▶ 債権者の専門性と情報量 このようにして債権者は、専門性と情報量において、ときに再生債務者/管財人を凌駕しつつある。
- 債権者の動きの活発化の背景と手続の将来像 こうした変化に、再生債務者/管財人が対応し切れていないことが、債権者による攻撃的な姿勢の根底にあるのではないかと

² 債務者の再建を左右する重要取引先やスポンサー候補者が海外における上場企業である場合、債務者/管財人自身において、それらの企業の海外における開示文書をも仔細に分析し、これを当該当事者との交渉戦略上活用していくことは、債権者の利益に直結する。債権者の国際化に伴い、このような面からも債権者の要求水準は高まっている。

思われる。そうであるとするならば、DIP 型債務者/管財人に対する監督機能を強化し、あるいは管理型手続へと回帰したとしても、それによって、債権者と再生債務者/管財人の関係の円滑化を期待することはできないのではないか。

【社債権者の動きが活発化】

- 欧米における実務 欧米では、社債の第 2 次市場 (secondary market) が成立しており、社債発行会社の経営が悪化すると、社債の市場価格が低下する。これを不良資産投資家が取得して、新たな勢力として登場し、私的整理 (workout) において利鞘を狙う、というモデルが一般化している。
- わが国の実務 わが国においては、社債の私的整理 (workout) についての経験が未だ十分に蓄積されていない。その原因はどこにあるのか？
- 社債の私的整理 (workout) の障害 わが国の会社法上、社債権者集会における決議 (多数決) によって、反対者の社債上の権利を減額することが許されるか、という問題について議論があり、統一しない。これが私的整理 (workout) の障害となっている。現実には、Willcom の事業再生 ADR 手続は、社債権者の権利を多数決によって減額できないことが、ADR 手続を断念して更生手続に移行せざるを得なかった一因であるといわれている。つまり、社債権者による多数決が機能しないため、私的整理 (workout) が成立せず、やむなく会社更生法に基づく多数決を利用せざるを得なかった。
 - 私的整理における多数決に対して、簡易な手続により強制力を与える立法が、わが国には未だ存在しない。
- 棚ぼた (windfall) 戦術 多数決による債権減額の可否が不明確であるという現実から、社債を発行している企業は、私的整理 (workout) を成立させるためには、如何にして社債権者全員からの賛成を確保するかに腐心することとならざるを得ない。そして大半の場合、社債権者に対してだけは債権カットを求めず、期限の猶予を求めるに留めるか、法的手続を申し立てるか、いずれかを選択するしかない。不良資産投資家たちは、この点を衝き、社債発行企業の経営が悪化すると、棚ぼた (windfall) を期待して、市場でその社債を買い集める。(例) Aiful の事業再生 ADR 手続においては、社債に対しては全額弁済がなされた。
- 社債権者による連携 社債権者の権利は一樣であるので、その点で利害が一致し、連携しやすい。社債権者が連携して、法的手続に対して影響力を行使しようとする動きは、近時常態化している。(例) 武富士、エルピーダメモリ

【手続運用の将来像——手続の複線化】

- 案件を問わず、一律に標準スケジュールを適用して迅速な手続運用することに対し、批判がなされつつある。
 - 大型再生・更生手続においては、なすべき作業、調整すべき利害は多い。また、ス

ポンサー決定プロセスも、拙速は譲渡金額に反映する。交渉項目も、本来多数ある。債務者/管財人が標準スケジュールに拘泥するあまり手続進行のみを急ぎ、それが徒にスポンサーを利する結果となっていないか。結果的に債権者の利益が置き去りとされてはいないか。

- ▶ 手続の迅速性は、本来、債権者に対する権利行使制限期間を最短に抑え、また事業価値の劣化を最小限に抑えて債権者に対する最大限の弁済を図るといふ、債権者の利益を目的としていた理念であったにもかかわらず、手続迅速化が自己目的化し、かえって債権者から十分な手続参加の機会を奪ってはいないか。

との反省がなされつつある。

- 債権者に対してどの程度の情報提供をすべきか、債権者の手続参加機会をどの程度保障すべきか、という、在るべき倒産再建手続の基本哲学に関わる問題が自覚されつつある。

第2 個別問題

【倒産・事業再建案件の傾向】

- 個人破産、個人再生、法人倒産の減少 消費者金融に関する、過払い金判例、及び取扱いの定着に伴い、個人の破綻が引き続き減少している。企業破綻も、金融円滑化法の影響もあり、減少傾向が続いているが、今後、同法の2013年3月末の期限切れをにらみ、金融機関側は徐々に企業選別の動きを強めていくと想定される。
- 海外絡みの案件が増加 中国など海外に生産拠点を持つ企業が増加していること、タックスヘイブンを利用する例が増加していることなどを背景に、海外に資産や事業を持つ企業の倒産・再建案件が増加している。
- 外国為替の影響による倒産が増加 円高の影響による販売額減少など不況型倒産が増加する一方、為替リスクヘッジのため、あるいは投機のため購入した為替デリバティブに起因して巨額損失を被って倒産する例が増加している。
- コンプライアンス違反に起因する倒産が増加 粉飾決算のほか、企業不祥事に起因して倒産に至る例が増加している。

【濫用的会社分割につき議論が深められつつある】

- 倒産・事業再建案件における会社分割濫用事例 倒産・事業再建案件において、債務者企業を会社分割し、その採算・成長部門の資産負債だけを承継・設立会社に移転し、それ以外の資産負債は分割会社に残して特別清算の中で処理してしまうという手法がより頻繁に利用されるようになり、機動的な事業再建が可能となった反面、偏頗行為、詐害行為とみなされるべき会社分割事例も現れてきた。近時、このような濫用的会社分割に関する議論が深まりつつある。

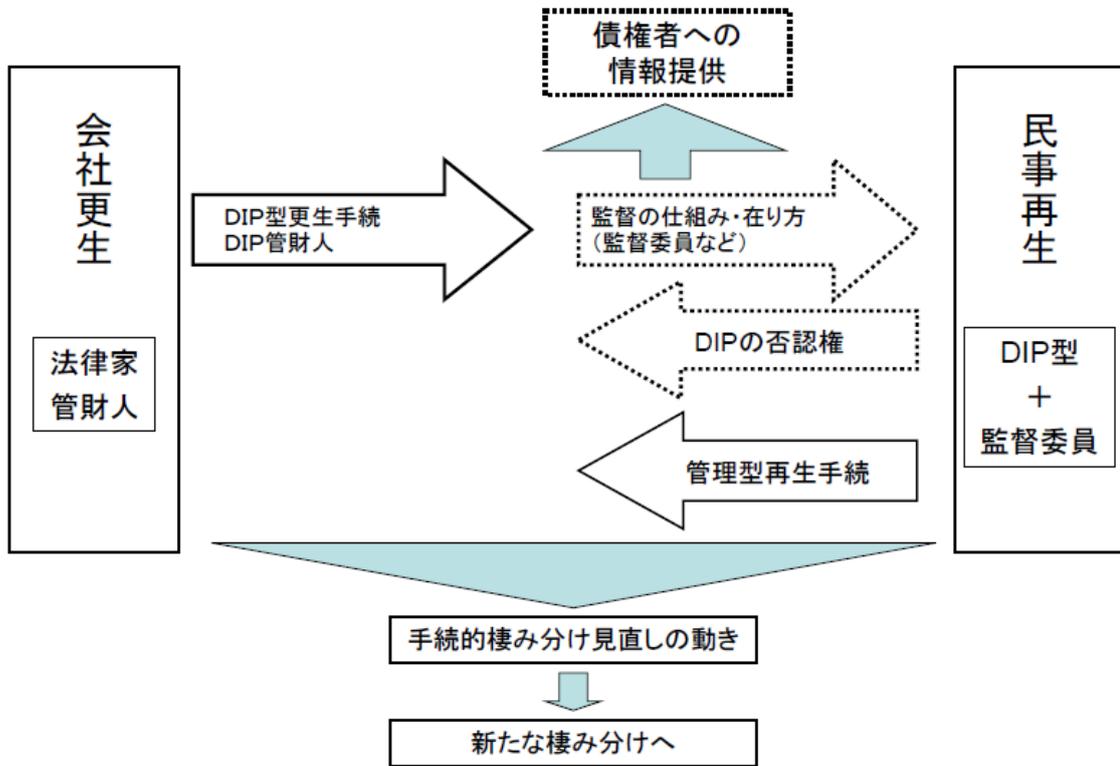
【金融円滑化法の出口戦略】

- 金融円滑化法の導入 リーマン・ショック後の世界的な金融危機の影響により、わが国中小企業の資金繰りが悪化したことを受け、2009年12月、中小企業金融円滑化法が施行された。同法は、金融機関に対し、中小企業である借り手から申込があった場合には、できる限り貸し付け条件の変更等の措置をとるよう努める義務を課した。
- 一時的金融措置 しかしこれは、主として一時的な返済猶予を念頭においた金融措置であり、経済環境の一時的な環境変化に伴って生じた業績悪化に対しては効果的であるが、構造的な業績悪化に対しては、より抜本的な経営改善・事業再生策が立案・実行されなければならない。
- ポスト金融円滑化法への出口戦略 ところが、金融円滑化法は、2013年3月までをもって期限が到来してその効力を失う。金融円滑化法施行以来、金融機関は条件変更の申し入れに対して、実行率は9割を超えていただけに、同法の期限切れ後の中小企業再生支援体制については、懸念が示されてきた。国は、数万に及ぶといわれるこうした要経営改善企業に対して、出口戦略を用意する必要に迫られた。
- 政策パッケージ そこで、2012年4月、金融庁（金融機関を所管）と、内閣府（企業再生支援機構を所管）、及び中小企業庁（中小企業再生支援協議会を所管）は、「中小企業金融円滑化法の最終延長を踏まえた中小企業の経営支援のための政策パッケージ」を取りまとめた。この政策パッケージは、金融機関によるコンサルティング機能の強化と金融支援を、また企業再生支援機構及び中小企業再生支援協議会による、それぞれ再建計画の策定支援機能の強化を謳っている。

以上

会社更生と民事再生一棲み分けの見直し

<図表1>



新たな棲み分け

<図表2>

