

## 事業再生の新たな潮流

松尾順介

### はじめに

#### (1) 企業再生のトレンドの変化…私的整理の拡大

最近、企業の再生の手続において、より積極的な参加を促すような仕組みが広まってきたことが一つの大きな特徴と考えています。つまり、先ほども御紹介がありましたように、私的整理の枠組みが拡充しましたが、大きなトレンドの変化ではないかと考えています。

従来の日本の企業の再生のあり方というのは、

私的整理であれば、メインバンク主導型の私的整理、つまりメインバンクの責任という枠組みの中で整理が行われてきたわけです。また、法的整理に移行した場合は、裁判所の主導の枠組みの中で整理が行われたわけです。それに対して、最近の企業再生では、より当事者が主導するような枠組み、つまり私的整理が拡大したことが大きな特徴と考えています。

#### (2) 私的整理の長所と短所

私的整理というのは、基本的には裁判所外の手

続ですので、当事者が柔軟に合意形成を進めることで解決策を見出すこととなります。裁判所の手続というのはかなり時間がかかり、例えば会社更生手続などは一年ぐらいかかるわけですが、私的整理は迅速に解決策を見出すことができます。つまり、迅速性という特徴があります。

二番目は柔軟性です。裁判所の法的手続は、本的には債権者平等の原則が根幹にありますので、平等に対応しなければならぬので、かなり硬直的であるのに対して、柔軟に対応が可能であることが二番目の特徴です。

三番目は廉価性、つまり手続の費用が安いという点も特徴です。裁判所での会社更生あるいは民事再生という手続はかなり費用がかかります。会社更生などは最低でも一、〇〇〇万円以上の費用がかかります。奇妙なことですが、お金がないと法的倒産ができないのです。それに対して、私的

整理は当事者間の合意ですから、安く済む可能性が高いことも特徴です。

ただし、私的整理は参加者全員が合意しなければ成立しません。したがって、一〇〇%合意が原則となりますので、一〇〇%合意がとれるかどうかという点が非常に大きなポイントとなり、逆に言うところ短所になります。一人でも反対すれば枠組み全体が壊れてしまうこととなります。ここが一つの大きな難点であると考えます。

### (3) 私的整理の枠組みの拡充

このような私的整理は、当事者間の話し合いで行われるわけですが、一定の枠組みあるいは議論の場が必要であり、最近それが様々な形で用意されています。

そのパイオニア的存在が私的整理のガイドラインです。そのほかに、中小企業再生支援協議

会、最近話題になってい事業再生ADR、この秋から稼働し始めた企業再生支援機構など、幾つかの枠組みが設けられています。今後これらがどのような機能を果たしていくかという点が、今日のお話のポイントのひとつです。

したがって、本日は、まず私的整理と法的整理の枠組みを簡単に概観した上で、先ほど述べたものの内から中小企業再生支援協議会、事業再生ADR、企業再生支援機構の三つを取り上げ、それらが今後どういう役割を果たすのかについて考え、さらに最近事業再生で一番話題になっている日航（JAL）の再生問題についてお話しさせていただきます。ただだけばと思っています。JALも、私的整理である企業再生支援機構を使うことが表明されておりますので、この文脈の中で考えてみたいと思います。

## 一、法的整理と私的整理

### (1) 法的整理

まず、法的整理と私的整理の違いは、法的整理のほうは会社更生と民事再生が基本的な枠組みになりますが、これは裁判所主導型の手続です。というのは、申立の段階からすべて裁判所の許可や認可を必要としています。申立は、債務者企業が、行うことが多いのですが、その際には開始事実、つまり支払い不能になっているとか債務超過であることを疎明する必要があり、手数料、予納金を払わなければなりません。

開始手続では、先ほど言いましたような支払い不能であるとか、債務超過であることが審理によって確認されて初めて裁判所の開始決定がおります。

開始決定後は、保全措置です。つまり、勝手に債権の回収を図らないように、執行の中止命令、包括的禁止が下され、債務者財産の保全がなされます。

さらに、再建計画を策定していく過程でも、裁判所がかなり関与するようです。

最後に計画確定後、それを裁判所が認可することになります。そして、法的に不備な部分がないかどうかを裁判所が確認した上で、終了の決定が下されます。最初から最後まで裁判所の主導のもとに行われるわけです。

## (2) 私的整理

それに対して私的整理は、さまざまな枠組みがあります。開始から終了まで当事者で協議・決定するのが原則です。協議・決定が速やかであれば非常に迅速に行うこともでき、そこでの再建計

画案も柔軟に策定できます。

したがって、仮にメインバンクがより大きな負担を負うというならば、そのような再建計画も可能です。逆にプロラタ（比例配分）で処理するといふのであれば、それも可能です。当事者の合意が得られれば、柔軟に計画案が策定できます。さらに、当事者主導ですから、法的手続よりも安くできる可能性が高いわけです。

ただし、そうなる何か私的整理のほうが枠組みとしてすぐれた手続であると考えがちですが、ここで重要なことは、法的整理と私的整理というのは車の両輪の関係だという点です。私的整理の枠組みが拡大したからといって法的整理の重要性が低下することは決まらないと思います。

私的整理がなぜ成り立つかという点、それはあくまでも法的整理と比較してみても、債権者側は私的整理のほうが取り分が大きくなる可能性が高い

からです。私的整理のほうが企業価値が維持できる可能性が高く、取り分も大きくなるという判断が下されて初めて私的整理がまとまるわけです。

したがって、法的整理がどうなるかわからない、法的整理になっても結局うやむやで、私的整理よりも回収率が高いのか低いのか予見できず、不透明性が高くなると、私的整理もうまくいかないと思います。つまり、法的整理がしっかりして予見可能なものでなければ、私的整理というゲームがうまく機能しないと考えるのです。

## 二、中小企業再生支援協議会

### (1) 設立の経緯

ここからは、個別の私的整理の枠組みについてお話ししていきたいとお話します。

まず、中小企業再生支援協議会についてお話し

します。

中小企業再生支援協議会は、一九九九年一〇月施行の産業活力再生支援特別措置法がバックグラウンドになっております。この法律が中小企業の再生支援をうたっておりますが、二〇〇三年までの時限立法であり、二〇〇三年に改正産業活力再生特別措置法が大幅な改正を経た上で施行されました。その際、中小企業再生支援協議会の設置をうたう規定が含まれました。そこで、この規定に基づいて各都道府県に一カ所、企業再生支援協議会を設置することになったわけです。

具体的には、各都道府県の商工会議所に設置されているのが通常です。協議会のマネージャーは、中小企業再生の専門家、会計士、税理士、弁護士などで構成されています。このような専門家を常駐させて、中小企業の申請に対応するという形になっています。この協議会は、二〇〇三年以

降、福井県に最初の協議会が設立された後、全国各地に設立されていきました。

ただ、設立当初はあまりマスコミにも注目されず、日陰の存在であったと言われています。というのは、同時期に産業再生機構が設立されたからです。産業再生機構は、ダイエーなどの大型案件を手がけたので、マスコミで大きく注目を浴び、逆に中小企業再生支援協議会は注目されなかったわけです。

さらに言えば、その設立についても、産業再生機構が大企業を対象とするので、中小企業のほうも何らかの手当てが必要だという考えに基づいていたように思われます。したがって、必ずしも大きな期待を持たれていたわけではないと思います。

また、各都道府県ごとに独自に設立されたので、都道府県ごとに異なるルール、つまり四七

通りのルールで運用されていたようなところがあります。県によってかなり対応のあり方が違っていたというのが設立当初の状況でありました。

私は、設立一年後ぐらいに幾つかの中小企業再生支援協議会を実際に回ってインタビュー調査をしたのですが、行くところ行くところ取り組み方にかかなりの相違がありました。スタッフの属人的な要素もあいまって、相当ばらつきがあるというのが設立当初の印象でありました。

ところが、二〇〇七年に中小企業再生支援全国本部が設立されました。本部は、各協議会のスタッフの能力向上等をサポートすること、外部の専門家を派遣して複雑な案件に対応すること、協議会全体を統一するマニュアルを作成することなどを行いました。それにより全国統一の質の高い対応ができるようになったわけです。このため、周知度も高くなったのではないかと考えます。

(2) 活動の内容

活動の内容ですが、この対応は一次対応と二次対応になっております。

一次対応では、申込を行った債務者企業に対して、常駐の専門家がヒアリングを行い、財務諸表等を分析した上で、支援の可否や支援内容を考えることとなります。支援できると判断されたら、次の第二次段階の二次対応に移り、再生計画の策定が妥当とされた場合は、計画策定の支援に移り、金融機関の債権者交渉を行うという形になります。

ただ、もちろん二次対応に進まない案件もあります。例えば、追加的な融資が必要で、それを政府系の金融機関で行えるという場合だったら二次対応に行かず、政府系金融機関を紹介するか、あるいはそれすら困難で、法的な手続以外にないということになると、弁護士を紹介することにな

ります。

二次対応が決定すると、専門家による個別対応のチームを編成して、財務・事業のデューデューリジェンスを行い、金融スキームを取りまとめることとなります。このとき、協議会は中立的な立場であることが重要です。債権者にも債務者にも偏らない中立的な立場で事業再生を支援していくわけです。

活動実績としましては、二〇〇三年以降、二〇〇九年九月末までの数字が発表されています。相談取扱件数は一万九、〇〇〇社弱であり、計画策定支援を行ったのが二、三〇〇社となっています。最近は利用件数が増加しているようです。

計画策定支援の内容については、二〇〇九年七月から九月期のデータが発表されたところです。最も多いのは、リスケジュールです。つまり、金融機関への債務期限の延長が全体の九割に当たっ

ています。

債権放棄は一五%で、直接放棄がそのうちの三分の一で、残り三分の二は第二会社方式による間接放棄です。

この七―九月期について、DES（債務の株式化）はなかったようです。全体を通して、それほど多くはないようです。また、DDSは、債務をより劣後なローンに置きかえるものでありますが、これは五%です。さらに、協議会版資本的借入金金が六%。このDESと協議会版資本的借入金との違いは、DESというのは金融庁の金融検査マニュアルで、合理的でかつ実現可能な再生計画を有している場合、要注意先の貸出先を主たる対象として、その債権の一部を資本とみなすことができます。その部分は負債として認識されない形になります。そうなると、バランスシート上の債務超過部分がみなし資本となりますので、債務超

過が解消されるか、あるいは解消に近い状態になります。そうなると、要注意先からランクアップして正常先へと上方遷移することになり、継続的な融資が受けやすくなるというメリットがあるわけです。

このように通常のDDSが主として要注意先債権であるのに対して、協議会版は要管理先債権まで対象にしている点が特徴です。協議会スキームのもとで作成された再生計画を有しているならば、当該部分について同じように資本としてみなすことができるということになります。さらに、通常のDDSの場合は、基本的には金融機関の債権に限定されますが、協議会版の資本的借入金は、場合によっては金融機関以外の借入金についても同様の措置ができますので、より範囲が広く、使い勝手がよいようです。そのため最近これが増加し、六%あったということです。

私は、二〇〇九年二月から四月にかけて、関西一円の中小企業再生支援協議会を全部訪問してインタビュー調査を行いました。兵庫、大阪、奈良、京都、和歌山、滋賀、福井まで足を延ばしたのですが、どの支援協議会でも地道に質の高い取り組みをされているという印象を得ました。それゆえに、地域で認知度を高めているというのが最近の特徴だと思います。

さらに、全国本部の設立によって、全国統一の取り組みができるようになったというのは大変大きなことだと思います。都道府県をまたぐような大型な案件や複雑な案件にも対応できるようになったようです。本部に対して複雑な案件の相談を持ちかけたり、あるいは本部から人を派遣してもらうこともできるようになったため、かなり複雑な案件にも対応できるようになってきたと聞いております。

さらに、各都道府県は中小企業再生支援のための制度融資を設けており、一定の条件のもとに貸し出しを行っています。このような融資制度の利用条件に、中小企業再生支援協議会で再生計画を策定したことが含まれている場合も多いので、支援協議会を使うニーズが高まっているようです。

最後に、ことし二月から四月というのは、リーマンショックの影響が大きかった時期ですので、どこの協議会も相談件数が多くなることを予想していました。しかし、どこの協議会も予想よりも少なかったようです。つまり、政府の危機対応融資が設定されたことによって、一次的に資金繰りがついたために、本来ならば協議会に来て、抜本的な再生を行うべき案件が先送りになってしまったのではないかとというわけです。もしそうならば、いずれ資金繰りがつかなくなったとき、より悪い状態で協議会に来るのではないかと不安視さ

れておりました。

### 三、事業再生ADR

#### (1) これまでの経緯

次に、事業再生ADRについてです。事業再生ADRについては、まず二〇〇八年一月に事業再生実務家協会が第一号の認定を受けました。

そもそもADRというのは司法改革の一つとして導入されたもので、法科大学院や裁判員制度などとともに導入されました。

ADRは、裁判外の紛争処理手続でありまして、裁判所を使わずに裁判所と同じような紛争処理を行えるような機関を認定して、そこで紛争を解決する仕組みです。例えば、金融商品に関する紛争ですと金融ADRがつくられております。そのほかにも、多種多様なADRが活動しており、

その一つとして、事業再生を取り扱うADRが認定されたわけです。

二〇〇八年一月二六日に経済産業省の事業再生ADRの運用開始が認められて、この再生実務家協会（JATP）が事業を開始いたしました。

最初は二〇人ぐらいの体制だったようですが、今は四〇人体制になっているようです。報道によれば、現在の取り扱い件数は一六社、うち二社は申請を取り下げたようです。この一六社のうち五社において、計画が合意されたと公表ないし報道されております。

#### (2) 手続きの流れ

手続の流れですが、基本的にADRに対して、まず債務者企業が手続利用申請を行います。申請書添付書類、財務諸表等を提出して審査料を納付することになっています。

次に、A D Rの審査会が当該案件を審査し、計画案がうまく成立するかどうか、あるいはその後の計画案が履行できるかという点をチェックいたします。

ある程度うまくいきそうだということになってくると、手続予定者を選任して、その予定者が調査をすることになります。

その調査でオーケーが出れば、第四段階として正式申請をするという形になるわけです。ですから、かなり予備的な段階で調査をやっているというのが特徴です。

この正式な申し込みが行われると、これが重要なポイントですけれども、一時停止の通知が送付されます。これは、法的手続の場合の保全に相当します。裁判所の保全命令は強制ですが、この場合は債権者金融機関に対する要請です。

その後、債権者会議が開催されます。債権者会

議は三回予定されています。第一回目は、まず計画案の全体の概要を説明し、手続実施者を選任し、一時停止の内容を確認します。二回目の債権者会議で再建案を協議することになります。これは、一回で済まない可能性も出てきます。

合意ができそうだということになってくると、最後の債権者会議で計画案を決議することになります。ここでは、全員合意で可決されれば、計画案が成立するという形になります。もしここで一債権者でも反対すれば、合意できません。

計画案が成立した場合、金融機関の条件変更、リスケジュールや債権放棄の手続に入っていくこととなります。もし合意が得られなかった場合、特定調停あるいは会社更生、民事再生という法的な手続に移行していくこととなります。

(3) 現時点での公表事例

現時点で公表されているADR利用事例は、最近のJALを含めると九件あります。このうち、一応決着を見た報道されている案件は、五件です。

まず、この五件の決着済みの案件について説明します。まず、日本アジア投資は、東証一部上場のベンチャーキャピタルですが、この案件は比較的単純な内容、つまり、返済期限の延長です。ただ、この案件は、銀行が六二行含まれていて、この六二行に対してすべて合意をとらざるを得なかったということです。幸いにして、一〇〇%合意が得られたようで、六月二五日に返済期限の延長が了承されたということです。

次に、ルートインジャパンは、上場企業ではありませんので新聞報道ベースですが、返済期限の延長が基本だったようです。ただ、借入金と社債

が含まれているようで、社債を手続に含めたのかどうか、このあたりは不明です。しかし、これも返済期限延長で終わった案件のようです。

やや複雑な様相を呈したのは、三番目の日本エスコンです。エスコンはジャスダック上場企業で、この銀行団は三井住友銀行、関西アーバン銀行、近畿大阪銀行、りそな銀行です。ここも基本的には返済期限の延長です。

ただし、返済期限延長を要請した六月二二日のすぐ後、六月二六日に社債の返済資金が確保できなかったために、社債にデフォルトが生じてしまいました。ADRで銀行団との交渉を行う一方、社債がデフォルトしたことから、社債権者集会を開いて、社債に対する返済猶予も求めざるを得なくなつたわけです。さらに、資本不足のため、第三者割当も必要となりました。結果的に、第三者割当を行った上で、社債については、社債権者集

会で償還期限を延長（一定期間を置いた後に割賦弁済）し、さらにA D Rでは銀行債務の返済期限を延長することで、一〇月に手続が成立したわけです。これは、社債が絡んでしまった事例です。

より複雑なのはコスモイニシアとラディアホールディングスです。

四番目のコスモイニシアは、四月一七日に申請しており、最も早い案件です。同社は、旧リクルートコスモスであり、かなりの負債額です。筆頭株主はユニゾンキャピタルで、確たるメインバンクはなく、金融機関は四〇行に広がっていた。これは単純な債務の返済延長ではなく、債務の株式化によって負債削減をせざるを得ない案件でした。

結果的に大和ハウスと提携することが決まり、優先株で出資を受け入れ、社長が経営責任をとって交代しました。他方、債務の株式化を実施する

上で、株主責任が浮上しました。結局、ユニゾンから自社株を無償で会社が譲り受け、消却しました。つまり、ユニゾンの持ち分を減資するということで、債権者の側の了解が得られ、手続が成立したようです。これによって、債務超過は解消したということです。

五番目は、ラディアホールディングスです。同社は旧グッドウィル・グループで、東証二部の上場企業です。

同社の特徴は、総借入金約九〇〇億円のうち約七〇〇億円が、サーベラスとモルガンスタンレーのコンソーシアム（共同）の貸し付けであったという点です。さらに、サーベラスとモルガンスタンレーの両者は大株主でもあって、両者合わせた持ち株が約六割だったということです。したがって、大株主と大口債権者が同一であるという点で、特殊な案件であろうと思います。

二〇〇九年六月、二期連続で債務超過となりました。これは上場廃止を意味します。サーベラスとモルガンスタンレーは、二期連続債務超過が確定する前に、一三六億円のD E Sを行うことで、債務超過を解消し、上場を維持するという計画を立てていたようです。しかし、債務超過は二〇〇億円に達することが確定しましたのでD E Sを実施しても二期連続の債務超過は避けられず、D E Sを中止しました。上場廃止もやむなしということだろうと思います。

結果的には、負債が一、〇〇〇億円余り、債務超過は六〇〇億円以上ということで、約二〇の銀行団との交渉になりました。二一五億円の債権放棄を要請したのですが、そのためには株主責任をとらざるを得なかったのだろうと思います。株主総会を開いて、一〇〇%減資を決議し、株式を完全消却した上で、サーベラスとモルガンスタン

レーがD E Sで増資を行いました。また、取締役以下の日本人の取締役も解任されたようです。このようにして手続は成立しました。

コスモイニシアとラディアアホールディングスの事例からは、債権者側に債権放棄等の踏み込んだ負債削減を受け入れてもらうためには、株主責任が必要とされ、減資せざるを得ないことが分かります。

以下、さいか屋、アイフル、ウイルコム、日本の未決着の事例はまだ未決着の案件です。ただ、この未決着の案件の支援内容は、大抵返済期限の猶予です。アイフルやウイルコムもD E Sとか債務免除は要請しないと報道されています。日本航空も、このA D Rの枠組みの中では債権放棄の手続には踏み込まないだろうと思われれます。今後も返済期限猶予の案件が多いと考えられます。

(4) 事例から指摘できる点

①金融債権者が多数の案件が多い

これらの事例はまだ数が少ないので、確定的なことはなかなか言えないですが、金融債権者が非常に多数に上る案件が多いというのが特徴だと思っています。金融債権者が多数の場合、弁護士を雇って個別の金融機関を交渉して回るよりも、ADRのほうが迅速かつ効率的に合意を得やすいと考えられます。ただし、多数の金融債権者と交渉するには、高い専門性やノウハウが必要だと思えます。したがって、事業再生ADRに関与されている倒産事案に係わる弁護士の先生方の高い専門性に対する利用者側の期待は大きいと思います。

ただし、冒頭で私の整理は廉価性が特徴であると申し上げましたが、ADRは必ずしも廉価ではないようです。案件の複雑さや債務の金額によって手数料のマトリックスがあり、債権者数がこれ

だけ多くなると結構な費用がかかります。しかし、多数の金融債権者全部を交渉の枠組みにのせた上で、高い専門性を持った弁護士を手続実施者とする点ができる点は、事業再生ADRの特長だと思っています。

②返済期限猶予の案件が大半を占める

まだ確たることは言えませんが、返済期限猶予の案件が多くなるのではないかと思います。債権放棄やDESに踏み込むのは、金融機関を対象としたADRではなかなか難しいのではないかと思います。金融機関だけを対象としたADRでは、株主責任を問うことはできませんので、金融機関交渉に制約があるのではないかと考えます。

つまり、債権放棄やDESを行うためには、どうしても株主責任に踏み込まざるを得ません。債権者の立場からすると、優先性の高い債権を減免す

るにもかかわらず、より劣後な株式がそのまま  
いうことは、納得し難いでしょう。先ほどの事例  
のように、債権者と金融機関が重複していれば、  
同時並行して行うことができるかもしれません  
が、一般的には債権放棄は債権者会議で決定され  
る事柄であり、減資の手続は株主総会での決定で  
すから、それぞれ別個の手続であり、債権放棄が  
直ちに減資につながるとは限らないわけです。む  
しろ難しい場合が多いのではないかと思います。

ただし、株式市場ではこのあたりの事情はなか  
なか周知されていなくて、この間の報道を見てみ  
ますと、A D Rを申請すると株価が下がるケー  
スが多々あるようです。A D Rを申請すると倒産イ  
メージが広がって、株主にもマイナスになるとい  
う捉え方が広がりやすいのだらうと思います。

しかし、金融機関の有する債権の返済猶予が行  
われれば、株価的にはプラスの要因だと思いま

す。返済猶予によって企業再生の可能性が高まる  
だけでなく、株主責任は問われないわけです  
から、株価的には決してマイナス要因ではないので  
すが、株式市場ではA D Rが周知されていないよ  
うに思います。

③社債、商事債権者、C D Sなどの取扱いが周知  
されていない

社債、手形、商事債権者、C D Sなどの取り扱  
いの面で、いくぶん不透明な点があります。社債  
については、基本的にはA D Rから除外されま  
す。特に公募社債はそうなります。というのは、  
公募社債というのはだれが持っているかわかりま  
せんし、金融機関の枠組みの中には必ずしも入ら  
ないので除外されます。ただ、社債市場は必ずし  
もそれが周知されているとは言えず、A D R申請  
後に利回りが上昇したというケースもあるようで

す。特に、先ほどの日本エスコンの例で社債のデフォルトとADRがほぼ同時に起こってしまったので、ADRを申請すると社債もデフォルトになるような連想ができてしまったのかもしれない。

他方、商事債権者、例えば手形債権者についてはADRの手続から除外されると思います。ただ、現実には、商事債権者と金融債権者が区別がたいような事例も出てくるでしょうから、手形債権者を単純に除外できず、一定の繰り延べなどを要請するような可能性もあるかもしれません。このあたりの取り扱い扱いは今後の課題でしょう。

また、CDSについては、ADR申請がCDSの清算事由になるのかどうかという点が指摘できます。先ほどの事例では、国際スワップ・デリバティブズ協会は清算事由に当たらないという発表をしたそうです。しかし、ADR手続によって、

債権カットが行われる場合もありますので、その場合債権は毀損します。やはり清算のルールを明確化する必要があると思います。

#### 四、企業再生支援機構の業務開始

企業再生支援機構については、最近立ち上がったばかりで、どうなるかはまだ全くわかりません。

この機構のバックグラウンドは、安倍政権のときに構想された地域力再生機構です。産業再生機構が成果をあげたことを受けて、その地方版として構想されましたが、時期が安倍政権末期でありましたので、地方への「ばらまき」による政権延命策ではないかと批判されたわけです。

しかし、二〇〇七年一二月、高木新二郎先生の御尽力によって、第三セクターや地域の中堅中小

企業を再生させる構想として最終報告書が提出されました。ただし、この構想は衆参のねじれ国会のために、宙ぶり状態のままでした。二〇〇九年になって、民主党が中小企業再生支援機構法案を提出しました。第三セクターを除外することで合意を見たわけです。そして、一〇月一六日に企業再生支援機構として業務を開始することになりました。

どんな形で取り組みが進められるのかよくわかりませんが、同機構の西沢社長（元都民銀行頭取）のインタビュー記事（『日本経済新聞』二〇〇九年一〇月二日）を紹介しますと、再生機構の地方版として経営不振の地方企業の再生に取り組む。そして、地域企業を固まりとして全面的に再生するというような取り組みを考えていらっしやるようです。

なお、同機構は五〇名程度からスタートして、

資本金は二〇〇億円、うち一〇〇億円が金融機関出資、もう一〇〇億円が政府出資ということですが。さらに一・六兆円の政府保証を受けて支援し、その内容は、ここが重要なところかと思いますが、経営者派遣、債権放棄の要請、債権買取・出資・融資となっています。単なる私的整理の枠組みではなく、債権買取や出資・融資という形で、ファイナンスを行うという点が非常に大きなポイントだと思います。ここが事業再生ADRと違うところです。ADRは、あくまでも枠組みであり、経営者派遣やファイナンスなどはできないわけですから、ここが大きな違いです。

現在、JALもこの機構に申請するという方向性が示されているところです。

## 五、JALの再建問題

最後にJALの再建問題です。JALの再建問題は、この間、連日のように報道されており、すでにおおよその経緯はご存じかと思いますが、この間の経緯を新聞やプレスリリースをもとにご説明した上で、この問題を考えたいと思います。

かねてより同社の経営不振が問題視されていましたが、二〇〇九年三月に多額の経常損失を出したことで経営不振が表面化しました。二〇〇九年八月一八日に、国土交通省が有識者会議を設置しましたが、再建案の策定には至らず、政権交代後の九月二五日、JAL再生タスクフォースが結成されたわけです。

この主要メンバーはほとんどが産業再生機構のOBで、企業再生のエキスパートの方々です。こ

れ以上は望めないような人選だったと思います。タスクフォースは社外の人材を登用して、デューデリジエンスを行い、経営再建の素案を策定しました。

この素案は一〇月一三日に取りまとめられました。日経新聞によると、その内容は以下です。

- 二、五〇〇億円の債務超過と判断されること、債権放棄やDESによって三、〇〇〇億円程度の金融支援が必要であること、年金支給額を半減し、年金の積み立て不足を三分の一に減額すること、
- 現経営陣は退任し、外部からCEOを招くこと、
- 一、五〇〇億円の出資を含む、最大四、八〇〇億円の資金調達が必要であること、人員や不採算路線の削減、機材の小型化、首都圏を中心とするビジネス路線強化などを行うこと、などです。

新聞報道では、この素案に対して、財務省や政策投資銀行からは、受け入れられないという反対

意見が出ていたようです。実際、この枠組みの中では、公的支援をどう使うのか、年金をどう削減するのかという道筋は明確ではありませんでした。それに対する不満があったのではないかと思えます。一方、メガバンクからも反対意見があったようです。

このような難しい状況であるにもかかわらず、タスクフォース側は前原大臣に対して公的資金の活用を要請しました。そこで前原大臣は財務大臣に公的資金が必要であることを要請し、つなぎ資金を入れることで合意したとことです。

しかし、このあたりの経緯はよくわかりませんが、一〇月二九日、新設の企業再生支援機構に対して再生支援を依頼し、事前相談を開始したというプレスリリースが発表され、大臣も再生支援機構を活用する方向を正式に表明したという報道がありました。これによってタスクフォースは解散

となったわけです。さらに、十一月半ばには事業再生のADRを申請しています。

ただし、この事業再生ADRの申請は、抜本的な改革をこのADRの枠組みで策定するのではなく、ADRを申請することで、先ほど申しましたように債権の回収停止を要請できますので、それが目的ではないかと思われます。つまり、つなぎ措置だと思えます。

JALが企業再生支援機構を使うのかどうかは、二〇一〇年一月に発表されるようなので、それを待たなければわからないのですが、この間の経緯を見て、JALの再生については大きな課題があることが明らかになりました。

#### (1) 債務削減に関する課題

まず、タスクフォースのデューデリジエンスによれば、実質債務超過と判断されたわけです。

ならば、大幅な債務削減が必要です。しかし、JALの場合は単なる金融機関の債権のみならず、年金債務が大きいのしかかっています。退職給付の債務が八、〇〇九億円、年金資産が四、〇八四億円、退職給付引当金が九四九億円あります。合計三、三〇〇億円余りの積み立て不足となっていますようです。そして、その原因のひとつは、給付利率を四・五％に設定したまま据え置いていること、つまり現在の長期金利の三倍程度の水準になっていることだと言われています。

しかし、年金給付水準を引き下げするためには、確定給付企業年金法施行規則の五条および六条で定められており、その手続において受給権者の三分の二以上の合意が必要であるという点がネックになるだろうと思います。仮に、合意が得られたとしても、当該受給権者に係る最低積立基準額を一時金として支給するという規定があり、容易で

はないようです。

一方では、特別立法による削減措置を検討する動きもあるように報道されています。ただ、特別立法で年金を拘束して削減することになると、これは憲法上の財産権の問題にもなりますので、憲法訴訟に発展する可能性があります。新政権が訴訟をも覚悟して立法するかどうかは、政治的な判断を要するところだと思えます。

さらに、会社更生法などの法的手続に移行した場合でも、不透明なようです。会社更生での年金の取り扱いについては、労働債権と同じように優先される可能性もあるようです。ただし、倒産法の先生にお聞きしても、判例がなく、どういう取り扱いになるのかよくわからないようです。もともと、四・五％ですから、そのまま労働債権同様に取り扱われることはないという見方もあるようです。

ここでの私的整理の難点は、法的整理での処理が不確実なので、私的整理での交渉力が弱くなってしまうことだろうと思います。この問題は、単にJALに限らず、年金積み立て不足は多くの企業で発生していると言われていますので、今後の倒産手続でも重要な先例となると思います。

## (2) 資本増強に関する課題

次に、資本増強をする必要があります。その際、公的資金の注入が検討されることになりました。しかし、公的資金を注入するためには、公的資金が年金の支払いに充てられるということは、政治的に難しく、国民的合意が得られないだろうと考えられます。税金で年金を払うことになりません。したがって、前述の年金問題の解決なしには公的資金の注入には踏み込みにくいと思います。これが第一の課題です。

二番目は、構造改革、つまり収益構造の改革なしには、いくら公的資金を注入しても再建は難しい。収益構造の改善について明確な見通しを立てる必要があると思います。しかし、それが容易ではないことは後述します。

三番目に、かねてより外資との提携が取りざたされています。しかし、これもなかなか難しいと思います。というのは、このような提携話は、当然何らかのリターンをねらっているわけです。それがJALの持っている成田や羽田の発着枠や航空路線という国民的資産である可能性もあります。やはり、ナショナルフラッグキャリアの維持は前提条件であるのではないかと考えられます。その意味では、提携話や外資注入に容易に乗りにくいだろうと思われれます。これが、一般の企業との大きな違いであろうと思います。

(3) 収益改善に関する課題

最後に、収益改善です。今後の収益改善については、今までJALの重荷となっていた不採算路線をどう削減するかが問題です。その場合、地方路線を削減することになり、地元の反対も出てくるでしょう。これにどう対応するのか。さらに、これは地方空港の存廃問題に発展しかねない問題になると思います。

現在日本には、開港予定を含めると、九九の国内空港があり、過剰であるという見方も多いわけです。さらに、その多くが赤字だといわれ、安易な計画によって建設されたことが批判されています。今後、国内の空港問題にも踏み込まざるを得ないのではないかと思います。

また、同社の高コスト体質が批判されていますが、すでに人件費はかなりカットされているようです。そうになると、今の高コストの要因として

は、航空機燃料税、着陸料、航行援助施設利用料などの負担が指摘され、削減の対象となってきました。これらは空港整備特別会計の歳入であり、これから地方空港の費用が出されています。もちろん羽田の拡張なども含まれますが、一部は地方空港にも回されています。

二〇〇八年度予算では五、四〇六億円の予算が計上され、このうちJALの負担分が一、二〇〇億円と言われています。JALの赤字が数百億円規模ですから、それを上回る費用をここで負担しているわけです。項目別では、航空機燃料税九二五億円のうちJALが約四〇〇億、空港使用料二、一〇〇億円余りのうちJALが八〇〇億円ということですが、これらの負担の軽減も課題だろうと思います。

着陸料の引き下げや一般財源化を国土交通大臣が検討すると報道されていますが、これは財源問

題にも直結し、特別会計の問題にも発展するでしょう。さらに、特別会計の事業は特殊法人によって営まれている場合もありますので、特殊法人改革にも踏み込まざるを得ないだろうと思います。

また、長期的な戦略となつてくると、JALにとって収益性の高いのは首都圏の国際線だと言われています。これは、羽田空港の国際化問題に直結しています。羽田の増枠をどの程度国際線に振り分けていくのか。これはアジア・ゲートウェイやハブ化を見据えた、長期的な航空行政や戦略の問題でしょう。

さらに、これからはオープンスカイが世界的な潮流になり、そこではメガキャリアといわれる巨大航空会社しか生き残れず、JAL単独では生き残れないという議論もあるようです。そうなる、航空再編にもつながりかねません。

まさに、JALの再生問題は、日本経済全体の再生問題の縮図であるように思います。これだけ大きな、複雑な案件を私的整理で解決できるのかということだろうと思います。

## まとめ…今後の注目点

### (1) JALの再生問題について

JALの再生というのは非常に困難で複雑な案件で、さらに国民的な課題を背負っています。それを私的整理で解決できるのかということになります。

そこで、私的整理がいいのか、法的整理がいいのか、両方合わせわざでやるのか、いろいろな意見や報道がありますが、法的整理へ移行した場合、企業価値劣化がどれくらい大きいのかという点も予想が難しいところです。法的整理となる

と、いわゆる倒産イメージが世間的には広がり、売り上げの低下を招くので、一般的には芳しくないとされていますが、JALの場合は果たしてどうか、予見しがたいところです。

しかしながら、JALの場合、清算はあり得ない案件だと思います。つまり、必ず再生させなければいけない案件で、それが国民的な合意だと思えます。普通の会社であれば、清算して資産売却という処理の可能性もあると思いますが、JALの場合、それはないだろうと思います。というのは、やはりJALの持っている資産というのは羽田や成田の発着枠や航空路線であり、国民的な資産です。それが売却されて、羽田や成田の発着枠が海外の航空便ばかりということは、受け入れられないと思います。そういう意味では、再生させることが前提条件で、解決の道筋をどうつけるのが課題だと思います。

## (2) 私的整理の枠組みの棲み分けについて

次に、私的整理の枠組みがふえてきたことで、どのように役割分担するのか、棲み分けするののかという点が課題だろうと思います。現状を見る限り、金融機関に対して返済期限の延長を主とする整理を求める場合、中堅・中小企業は中小企業再生支援協議会が担当しており、実績を積み上げています。それに対して、事業再生ADRは主として大企業を担当するのではないかと考えます。

さらに、融資や資本注入、経営派遣をするような複雑案件になると、中堅・中小企業に関しては、新設の企業再生支援機構が担当することを予定していたと私は理解しています。ここは資金を有しているからです。それに対して、大企業については、これまで民間の企業再生ファンドが実績を積み上げてきました。しかし、民間の企業再生ファンドは中小企業に投資しにくい。つまり、投

資案件としての規模が小さ過ぎて間尺に合わないわけです。そのために企業再生支援機構がつけられたと私は理解しているのです。

しかし、企業再生支援機構にJALが入るとなると、JALで手いっぱいになってしまつて、地方の中堅・中小企業再生のためのマンパワーが十分でなくなるのではないかと懸念しています。

### (3) 企業再生支援機構の活動について

企業再生支援機構の活動については、前述のように、対象企業がどうなるのかが注目点でしょう。特に、地方の中堅・中小企業をどのように扱うのかが注目されます。この点については、金融機関の対応がポイントだろうと思います。というのは、今まで地方の中堅・中小企業が再生できない背景には、企業と金融機関双方に問題先送り体質があると思います。つまり、貸出先の企業が抜

本的な企業再生を実施すると、金融機関側も債権放棄やDESなどを実施せざるを得ず、痛みが伴います。さらに、貸出先には経営責任や株主責任を求めする必要があります。しかし、地方の中堅・中小企業はオーナー企業が大半ですから、オーナーに対して責任をとらせることになりません。しかし、オーナー経営者と企業とが一体化している地方の中堅・中小企業に対して、それを求めるのは容易ではありません。オーナー経営者の排除は、企業の基盤そのものを壊すことになりかねません。逆に、企業側も経営責任や株主責任を自ら積極的にとりたくないもので、どうしても問題を先送りしてしまう。そこで、資金繰りさえつけば、問題が先送りされてしまうのだらうと思います。

それをどう断ち切るのかがポイントです。ここで重要なのは、金融庁の対応だと思っています。産業

再生機構がうまく機能したのも、金融庁がメガバンクに対して、問題を先送りさせないように促したことが背景になっていると思います。したがって、今後企業再生支援機構がどのような役割を果たすのかを考える際には、金融庁が地方銀行にどのようなスタンスをとるのかという点がポイントだと思います。

**若林常務理事** どうもありがとうございます。大変複雑で、しかも手続的に難しい事案等につきまして明快に御説明いただけたと思います。

ここで、時間をいただいておりますので、御質問、御意見等がございましたらお受けしたいと思います。ですが、いかがでございますでしょうか。

**質問者** どうもありがとうございます。

一点だけ確認です。先ほどのCDS等の関係の御説明のときに、日本エスコンの事例は、もう社

債もデフォルトしてしまっただけですけれども、それでもCDSの清算事由には当たっていないという御説明でよかったですでしょうか。それとも……。

**松尾** 清算事由についての報道がありましたのは、日本エスコンではなくてアイフルの債権のCDSですね。申し訳ありません。

アイフルの債権のCDSは、かなり取引高も多かったようで、それが清算されるかどうか注目されたようです。報道によると、アイフルの場合は単純な債務の返済期限の延長ですので、国際スワップ・デリバティブズ協会は清算事由に当たらないという発表をしたようです。

ただし、一般的にADR申請が清算事由に該当しないかどうかは不確定だと思います。たとえば、申請段階で債務返済の猶予としていても、その後債務削減交渉に発展する可能性は否定できな

いと思いますので、そうなると清算事由に該当してくる可能性はあると思います。したがって、ルールを明確にしておく必要があると思います。質問者 どうもありがとうございます。

**若林常務理事** ほかにございませんでしようか。いかがでしょうか。

では、私から一点、先生にお伺いしたいと思います。

私的整理の方法は柔軟性があり、迅速性があり、廉価性があるという意味で、企業再生、事業再生の多様化といえますか、そういった面ではすぐれたところがあると思います。

先ほど先生もちょっとお触れになったと思いますが、特に上場企業の場合の一般投資家に対する情報開示といえますか、そういう面ではかなり難しい面があると思います。その辺について何か先生のお考え方を聞かせていただければと思います。

す。

**松尾** それはなかなか難しいところですね。私的整理と法的整理のもう一つの違いは、世間的なイメージの違いです。まず、非上場企業であれば、法的整理の場合と私的整理の場合とは、世間の風評が違うと思います。というのは、非上場企業が私的整理を行っても、水面下で解決することができ、その場合、世間に知られずに再生計画を策定して、実行することが可能です。実際、中小企業再生支援協議会の案件は、ほとんど世間には公表されず、水面下で手続が進められています。

そこが私的整理のよさだと思います。たとえば、あの会社は金融機関と難しい交渉をしているとか、支払いができないのではないかという噂が流れると、その風評は狭い地域の中ですぐに広がって、大きなダメージになります。それを避けることができる点は私的整理のメリットだと思

ます。他方、法的整理になると、法的整理は、そもそも支払い停止、つまり手形が落ちないことなどを要件にしていますから、それが世間に知られずに済むことはあり得ないでしょう。狭い地域では、不渡り手形を出したという情報はいち早く取引先等に広がり、大騒ぎになります。法的整理を水面下で進めることは無理だと思います。したがって、非上場企業の場合、法的整理と私的整理の差異は、風評被害をどれだけ防ぐかという点だと思います。

それに対して、上場企業の場合はそうはいかないと思います。たとえば、ADRを申請したことは、適時開示しなければなりませんので、すぐにプレスリリース等で発表されます。それを見ると、おおよその内容を投資家のみならず、取引先や顧客なども知ることができます。したがって、ADRなどの私的整理でも世間に風評が流れるの

を防ぐことはできず、法的整理と同じように世間に情報が流れてしまうのが実情です。そのときに、法的整理と私的整理とでは、一般に法的整理のほうがより強い倒産イメージを世間に与えるため、企業価値が劣化すると言われているようですが、それがどの程度の違いなのかは、はかりがたるところです。もつとも、百貨店などは、会社更生を申請すると、倒産イメージのために、お客から「縁起が悪い」と言われて、中元・歳暮商戦から脱落したり、ゼネコンなどは公共工事の受注ができなくなるので、影響は大きいようです。

例えば、JALが法的整理へ移行した場合、それによって企業価値がより劣化する、つまり法的整理中の会社だから飛行機に乗りたくないという理由で、もっと乗客が減るのか、あるいは私的整理でも減るのか、それは分かりません。

最近では、法的整理の手続についてある程度世間

で理解されるようになり、かつてのように法的整理イコール葬儀屋さんみたいなイメージはないと思います。しかし、全くないわけではないでしょう。

十分なお答えでなくて申しわけありません。

**若林常務理事** ありがとうございます。

ほかにございませんでしょうか。いかがでしょうか。

それでは、時間も参りましたので、本日の証券セミナーはこれで閉会とさせていただきますと思います。

松尾先生、どうもありがとうございました。

松尾 どうもありがとうございました。(拍手)

(まつお じゅんすけ・当研究所客員研究員  
桃山学院大学教授)

(この講演は、平成二十二年二月一〇日に開催されました。)

松尾順介氏

略 歴

- 1959年 神戸市生まれ。
- 1988年 京都大学大学院経済学研究科博士課程単位取得。
- 1999年 博士号（京都大学・経済学）取得。
- 山一証券、(財)日本証券経済研究所・大阪研究所主任研究員などを経て、
- 2005年4月 桃山学院大学経営学部 教授（現在に至る）
- 同年4月 日本証券経済研究所客員研究員（現在に至る）
- 京都大学、関西学院大学、大阪市立大学等の非常勤講師を兼任

著 書

- 主著 『日本の社債市場』、東洋経済新報社、1999年、
- 共訳書 マーク・ロー 『アメリカの企業統治』、東洋経済新報社、
- ヒラリー・ローゼンバーグ 『ハゲタカ投資家』、日本経済新聞社、な
- ど。