

倒産法とデレストレス投資

松尾 順介

はじめに

米国におけるデレストレス投資は、現行の一九七八年連邦倒産法の施行によって飛躍的に拡大するとともに、投資行動にも質的な変化が生じた。例えば、旧法に比べると現行倒産法のもとでは、処理手続きが当事者主導型で行なわれるようになったが、これによって倒産投資家はアクティブな投資行動をとるようになった。つまり、大量の債権を買い集めて大口債権者になると、更生計画案の策定過程において強い発言力を有することができ、最終的に自らに有利な更生計画を締結できるからである。このため倒産投資家は投資ファンドを組成し、大量の債権を購入するための巨額資金を調達するようになったのである。

米国のデレストレス投資は、一方では機関化現象といわれるような機関投資家の成熟なしにはありえなかったが、他方で現行倒産法に大きく支えられたことも否定できない。その意味では、日本においてこのようなデレストレス投資が成立しなかったのは、投資家側の要因やメインバンク制度による救済行動といった要因だけでなく、倒産法ないし倒産手続きのあり方にも要因があり、倒産投資家が入りこむ余地がなかったことが大きく影響していると思われる。

したがって、今回の民事再生法の施行が、日本におけるデレストレス投資にどのような影響を及ぼすのか興味深い。したがって、本稿では米国の新旧連邦倒産法を概観した上で、民事再生法による倒産処理の変化を考察する。

1 米国の新旧連邦倒産法

現行の一九七八年連邦倒産法の前身は、一八八四年および一八九三年の恐慌を契機として制定された一八九八年連邦破産法であり、同法制定によって、債務者は容易に免責されるようになるとともに、管財人や債権者委員会の制度も整備されたものとなり、恒常的な破産法が実現した。その後、同法は一九三〇年代の恐慌を契機として一九三八年に大改正され、これによって第X章会社更生、第XI章和議、第XII章不動産和議、第XIII章貸金生活者債務整理などが定められた(チャンドラー法)。

しかし、その後の倒産件数の増加、とくに七〇年代の景気後退によって、さらなる倒産法制の整備が求められ、一九七八年連邦倒産法が制定された。これが現行の倒産法であるが、新旧の相違点は以下である。

第一に、占有を継続する債務者 (debtor in possession; DIP) の制度が導入された点である。旧法では会社再建のためには、第X章会社更生か第XI章和議のいずれかを選択することとなっていたが、実際には、和議を選択する場合が大半であった。というのは、負債総額二五万ドル以上の会社が第X章を選択した場合、旧法では管財人が選任され、この管財人が会社経営権と財産管理処分権とを掌握するため、旧経営陣は会社経営から排除されたためである。しかし、新法では再建手続きが第一章としてひとまとめにされた上で、DIP制度が導入された。つまり、再建手続きにおいて必ずしも管財人が選任されることを必要とせず、債務者会社の経営者はDIPとして経営を継続することが許されるようになったのである。この制度が導入された背景として、①当時の企業倒産が景気後退によってもたらされている場合が多く、必ずしも経営者の責任に帰することができないという点、②

経営陣の継続を許すことによつて、早期の手続き開始を促し、会社更生を迅速化することが求められたという点が指摘されている。

第二に、更生計画案の認可要件が緩和された点である。旧法では、まず絶対優先の原則が厳格に適用され、上位の債権者が一〇〇%の弁済を受けるまで、下位のものは何ら弁済を受けることができなかった。例えば、債務超過会社の場合、旧株主の権利は消滅し、オーナー経営者は大株主の立場で経営に関与することも許されなかった。また、弁済額を確定するためには継続企業価値評価を行なうことが義務付けられており、この作業が煩瑣で費用がかかる上に紛糾の原因になりやすかった。さらに、複数の債権者クラスがあるとき、すべてのクラスが合意することが認可要件となっており、反対するクラスがあると計画案は認可されなかった。その上、各クラスの合意を得るためには、債権者の一〇〇%合意を必要としていた。しかし、新法では、まず絶対優先の原則については、大幅に後退させ、これを適用させないことを原則とした。また、継続企業価値評価についても、後述のクラム・ダウン条項を発動する場合以外、原則不必要とした。さらに、クラム・ダウン条項が導入され、反対するクラスがあつても一定の要件（「公正衡平の原則」といわれる）を満たせば計画案を認可できるものとした。この要件として、担保付債権者クラスの反対を押し切つて認可する際には、当該担保権と等価の延払いを受領させるか、当該担保権と同等物を受領させるなどの条件が設けられた。また、無担保債権者の場合は、債権額の一〇〇%弁済を何らかの形（延払いや金銭以外の財産によつて弁済することも可）で受領させるか、より下位にある債権者クラスに対して何らの弁済も行なわないという条件が設定され、株主の場合は、残余財産請求権に基づく確定額ないし償還額、あるいは現在価値のうち最大のものを受領させるか、より下位にあるクラスに対して何らの弁済も行なわないという条件が設定された。最後に、旧法の一〇〇%合意については、実際に投票した債権者の金額にして三分の二以上であり、かつ債権者数にして過半数の賛成で合意が得られたものとした。

第三に、裁判所の権限を縮小した点である。破産裁判所の権限の範囲は、破産手続きに関する権限と破産手続きにおいて発生した訴訟が含まれるが、旧法下では後者に関する権限の範囲が曖昧であつたために、新法では後者も破産裁判所の権限に含まれることとし、破産裁判所の権限の拡張を行なつた。しかし、その一方で、手続きに関する権限を縮小した。つまり、旧法下では、破産裁判所の裁判官は、管財人の選任、管財人の雇用する弁済士・会計士等の承認、倒産管財業務の日常的監督などの権限を担つており、管財業務や再建では、事業経営に関する報告を受け、管財人と非公式に面談することも多く、指示や示唆を与えていたといわれている。⁽¹⁾したがつて、旧法下では破産手続きにおける破産裁判官の役割はきわめて大きく、裁判所主導で手続きが進められた。しかし、新法では連邦管財官制度が導入され、これによつて司法長官の任命する行政官である、連邦管財官が管財人の選任監督や倒産事件管理の役割を担当することとなつた。しかし、連邦管財官の役割は司法判断的なものでなく、あくまでも事件の運営管理であり、具体的には管財人等の選任要求、債権者委員会の委員の任命、債権者集会の主権などが挙げられるが、実際には前述のDIPが経営を継続するため、通常管財人は選任されず、DIPと債権者委員会の交渉で手続きが進められていく。したがつて、新法においては、手続きを進める上での裁判所の権限は大幅に後退した。

第四に、裁判外での事前交渉を前提にした規定の新設である。米国では、連邦倒産法以外の倒産処理が認められており、ワークアウトないしターンアラウンドと呼ばれ、利用されるケースが多いが、新法ではこのワークアウトが連邦倒産法申請前に行なわれていることを前提とした規定が設けられた。すなわち、第一章申立以前に承認された再建計画であつても、それが適切な手続きに則つて行なわれたものであれば、申立後も承認とみなさ

れるという規定である。これによって、ワークアウト後に第一章申請する、いわゆるプリパッケージド・チャプター・イレブンが可能となった。

2 連邦倒産法とデレストレス投資

では、新連邦倒産法がどのようにデレストレス投資を支援するものであったかを考察しよう。

まず、DIPの制度が導入された点であるが、これは倒産法申請に対する経営者の態度決定を大きく変化させるものであったと考えられる。旧法では、旧経営陣は申立と同時に、経営者としての地位を喪失し、事実上放逐されていたが、この制度によって経営者は継続的に経営者であり続けられるので、倒産法申請に対する抵抗感も低下し、経営者による自発的な早期申請が促されたと考えられる。このことは会社再建という観点からすれば、デレストレス状態に陥った企業経営者が早期に倒産法申請を行うことで、企業価値の劣化が回避され、再建の可能性が高まることを意味しており、倒産投資家にとっては当該企業に対する投資価値が高いうちに投資機会が得られることを意味していると考えられる。

次に、更生計画案の認可要件が緩和された点については、これによって更生計画案の認可を左右する権限を特定債権者クラスの大口債権者が有することになった。つまり、倒産投資家は他の債権者から債権を買い集めて大口債権者となれば、自らに不利な更生計画案を否認し、逆に有利な計画案を押し通すことも可能となった。したがって、計画案を認否できる大口債権（いわゆるプロッキング・ポジション）を集めることが、倒産投資家の重要な戦略となり、流動性の高い社債、あるいは金額的にまとまった融資債権などは重要な投資対象となった。ここでは倒産投資家は一種のアービトラージャーであるといえる。すなわち、計画案の認可権をもたない小口債権

を安価で購入し、それをプロッキング・ポジションに束ねることで計画案の認可権を獲得し、債権価値を高めるわけである。いわば、企業買収者が実質的な会社支配権をもたない株式を購入し、それを束ねて支配権を獲得することで保有株式価値を高めるのと同様である。このような戦略を倒産投資家が採るためには、多額の債権を短期間に買い集める必要が生じ、いきおい倒産投資家はそのための巨額の資金を調達すべくファンド組成（いわゆるバルチャー・ファンド）を行なうこととなった。また、倒産投資家から再建案が出される場合には、新経営者の派遣といった形で経営参加や企業買収をも含むものとなることが多々あり、そうなることでデレストレス投資には、企業価値や再建可能性を評価するアナリスト的なノウハウや倒産法に関連するリーガルなノウハウだけでなく、さらに会社経営そのもののノウハウをも必要とされるようになった。

第三に、裁判所の権限の縮小についてであるが、旧法下で行なわれていた裁判所主導型の手続きでは、倒産投資家は倒産手続きに介入する余地は極めて小さく、投資戦略としては更生可能性の高い企業の債権に投資して、再建が行なわれるのを待つというパッシブなものでしかなかった。したがって、前述のような形でアクティブに倒産手続きに参加する可能性は低かった。しかし、裁判所の権限が縮小し、DIPと債権者委員会を中心とした交渉によって手続きが進められるようになると、自ずから当事者主導型となり、倒産投資家が介入する余地も拡大した。したがって、倒産手続きの過程は、自らに有利な計画案を認可させようとする債権者たちが、さまざまな戦略を駆使して駆け引きするところとなった。そして、倒産投資家はそのような駆け引きのプロフェッショナルであることを求められた。しばしば米国では認可された更生計画を「デール」とよぶ場合があるが、これはまさに更生計画が駆け引きや交渉の産物であることをよく表している。

第四に、裁判外での事前交渉を前提にした規定の新設については、これによって前述のプリパッケージド・チ

チャプター・イレブンが可能になった。この方式の長所は、①迅速さという点である。通常のチャプター・イレブンの場合、更生計画案の策定から認可までに相当の時間がかかるが、この方式を利用すると予め更生計画案が承認されてから手続きに入るので、裁判所内での手続き期間は短くなり、それに伴って費用も削減される。②反対債権者に対して強制できる点である。通常、ワークアウトにおいて債権者は何らかの譲歩を強いられるが、その際譲歩に反対しつづけることによって、譲歩した債権者以上の利益を得ようとする債権者が現れる場合がある。これはホルドアウトあるいはフリーライドといわれるが、ホルドアウトした債権者は譲歩を強制されず、従来の条件の債権を保有しつづけることが出来るので、得をすることになる。しかし、プリパッケージド・チャプター・イレブンでは、一定数の債権者の承認によって、反対する債権者を強制すること（例えば前述のクラム・ダウン）が可能なので、ホルドアウト問題は回避できる。③自動的停止、DIPファイナンス、否認権、衡平法上の劣後化など、チャプター・イレブンと同様の便益を享受することができる点である。さらに、④ワークアウト同様に、計画策定が裁判所内でのチャプター・イレブンによる手続きよりも柔軟に行なえる点も挙げられる。したがって、プリパッケージド・チャプター・イレブンは、倒産投資家にとって、チャプター・イレブンでの投資戦略を使うことができるとともに、手続き期間の短縮化によって期間収益率を高めることができるというメリットがある。実際、多くの倒産投資家が債務者企業をこのプリパッケージド・チャプター・イレブンに行きよくな投資戦略を採用している。

3 日本の民事再生法の特長

旧和議法に代わって、昨年四月に施行された日本の民事再生法は、利用しやすい再建型倒産処理の法的枠組を提供するものとされているが、米国の七八年連邦倒産法がデストレス投資を促進する上で果たした役割を同法が担えるかどうか注目される。そのために、まず民事再生法の特長のうち、デストレス投資との関連で重要と思われる点を列挙しておこう。

第一に、手続き開始申立ての要件が緩和された点である。旧和議法では申立ては破産原因と同一とされ、手続き開始要件が厳しく、また現行の会社更生法でも、実質的に支払不能や債務超過状態に陥らない限り開始が認められなかったが、民事再生法では「債務者に破産の原因たる事実の生ずるおそれがあるとき」となっており、債務超過や支払不能に陥る前に申立てが可能である。これは早期の申立てを促すことで再建を速やかにする目的である。

第二に、DIP制度が導入され、旧経営陣の継続が可能になった点である。日本の会社更生法は管理型手続きと呼ばれるように、管財人を選任して業務の遂行や財産の管理を行なわせるが、民事再生法では債務者が自己管理し、債権者に対して公平かつ誠実に業務の遂行や財産の管理を行ない、再生手続きを遂行する責務を負うものと定めている。もつとも、民事再生法でも管理型手続きを選択したり、あるいは後見型手続き（監督委員会において債務者が裁判所の指定する行為を行なうにつき監督委員の同意を必要とする）を選択することは可能であるが、基本はDIP型手続きである。これは、経営者の地位の継続を保証することで、早期の自発的な申立てを促すとともに、経営者のインセンティブや経営上のノウハウなどを再生に向けて最大限利用しようと企図したものである。

第三に、再生計画成立要件が緩和された点である。成立要件は、旧和議法では議決権総額の四分の三以上とされ、また会社更生法では、更生債権者の組では案のいかんをとわず議決権総額の三分の二以上、更生担保権者の

組では、期限猶予案の場合四分の三以上、減免案の場合五分の四以上、清算案の場合一〇〇%などと定められているが、民事再生法では議決権総額の二分の一以上と規定され、従来のいずれの規定よりも緩い要件となっている。これは可決要件を緩和することで、再生計画の開始を容易にする企図に基づくものである。

第四に、債務株式交換（デッド・エクイティ・スワップ）を行なう上での前提として減資を規定した点である。従来の会社更生法では手続き内でこれは可能であったが、和議法のもとでは、減資の規定がなかったために、減資は商法による株主総会特別決議を必要とし、減資を行なう上で障害となっていた。つまり、和議によって債権者は債権カットによる犠牲を強いられる反面、株主の損失負担は相対的に軽いという不公平があった。しかし、実際に債務株式交換を行なうためには、旧来の株主に対しても、株主責任を明確化し、減資による負担を求める必要があり、民事再生法では資本の増減に関する再生計画案を提出することができるとし、減資の場合は、資本減少額と減資方法を計画案に定め、また授權株数に関する定款変更の場合は、変更内容を計画案に定めるものとしている。したがって、減資については商法上の特別決議の必要はなくなり、逆に増資については再生計画で授權株数を定めておけば、商法上の取締役会決議で行なえるものとしている。これにより、増減資の機動性は高まったといえる。

第五に、事件に関する文書の閲覧に関する手当てがなされた点である。従来の更生手続きでは、情報開示が極めて不十分であり、米国でのそれが広範囲な記録公開を行なっているのと対照的であった。情報開示が行なわれなかった理由として、企業秘密の保護、連鎖倒産の回避、取引先保護などが指摘されており、会社更生手続きでは更生手続開始決定があるまで、債権者に対して申立書等の閲覧の権利は認められず、また管財人の作成する財産目録、貸借対照表、調査報告書等が閲覧できるのも条件が付けられ、裁判所の実務に委ねられていた。近年、情報開示に対する裁判所の姿勢は前向きになっているが、裁判所によって必ずしも一様ではない。情報公開について、民事再生法では、利害関係人の記録閲覧謄写に関する明文規定を設け、利害関係人は裁判所書記官に対し、裁判所に提出され、または裁判所が作成した文書その他物件の閲覧、謄写などを請求することができる⁽²⁾と定めている。

第六に、債権者委員会制度が導入された点である。債権者委員会制度は、従来日本の倒産制度では明文規定がなく、一部の任意整理でのみ設置されていたにすぎなかったが、米国の倒産法において債権者委員会は重要な位置付けを与えられている⁽³⁾。民事再生法では、債権者委員会が、三名以上の債権者によって構成されている場合、利害関係者の申立てにより、委員会が再生手続きに関与できるものとしている。ただし、再生債権者の過半数の同意を得ること、委員会が債権者全体の利益を適切に反映するものであること、などの条件が付され、整理屋の排除を企図している。また、債権者委員会は明確な法的権限を有するものでなく、債権者の代表として意見聴取・具申を行なう一方、債務者との調整的役割を果たすものと企図されている。

4 デイストレス投資に対する役割

以上の民事再生法の特長は、いずれもデイストレス投資を行なう上で重要な役割を果たすものと考えられる。

まず、申立て要件の緩和、DIP制度の導入、および再生計画案の成立要件の緩和は、すでに米国の七八年連邦倒産法同様に、いずれも早期の申立てを促す要因となるものと考えられる。したがって、継続企業価値が劣化する以前に再建が開始される可能性が高まり、デイストレス投資にはメリットがある。基本的にデイストレス投資は企業の清算価値に投資するのではなく、継続価値に投資するので、継続企業価値が劣化すれば投資の可能性

は低下せざるを得ない。

次に、デッド・エクイティ・スワップは、米国の企業再建手続きで頻繁に利用されている手段である。これによつて債務者企業は債務を圧縮できる一方、債権を買い集めたバルチャー投資家は、債権の場合ならば順調に企業再建が完了しても、額面価値を超えて回収できないが、株式の場合は再建後の企業業績いかに株価値上昇による値上がり益も享受できるため、高い投資収益を獲得する可能性が得られる。したがって、デリストレス投資にとつて、デッド・エクイティ・スワップは重要な投資戦略を提供するものである。

第三に、情報開示については、デリストレス投資を行なう上で重要であることはいうまでもない。前述のように、現行の会社更生手続きでも、情報開示に対する裁判所のあり方は前向きになっており、また民事再生法では情報開示の明文規定が設けられているが、現場実務の対応で裁量的に変化する要素があることは否めないだろう。

第四に、DIP制度および債権者委員会制度の導入は、従来の管理型再建手続きから当事者主導型再建手続きへの変化を示すものと考えられる。前述のように、米国のチャプター・イレブンでは、DIPと債権者委員会の交渉で手続きが進められ、そこに倒産投資家が介入するわけである。したがって、これらの制度の導入は、デリストレス投資にとつてメリットがあると考えられるが、現実の効果は運用面で左右される要素があることも否めないだろう。

まとめ

以上、七八年連邦倒産法がデリストレス投資に果たした役割を踏まえて、日本の民事再生法が同様の効果を發揮するかどうかを検討した。民事再生法も連邦倒産法を踏まえている部分が多々あり、その点ではデリストレス投資にプラスに作用するのではないかと考えられる。ただし、実際にプラスに作用するためには大きく分けて二種類の課題があるだろう。まず、前述したように、情報開示や債権者委員会などの点では運用面の実務に左右される要素が大きく、法規定が実際にどのように実現されるかという点で課題が残されている。次に、本稿では触れなかったが、DIPファイナンスなどについては、倒産法制だけではなく、担保制度が要因となっているものもある。したがって、倒産法を含むより広い制度面の課題が残されている。

注

- (1) 高木新二郎著『アメリカ連邦倒産法』、商事法務研究会、一九九六年、九ページおよび二九八ページ。
- (2) 米国では、利害関係の有無を問わず、記録が公開されており、デリストレス投資を行なう上でも利用されている。
- (3) 債権者委員会は、七八年連邦倒産法で新たに規定されたものではなく、旧法下でも存在していたが、手続きの実務面での重要性は、七八年法施行以降高まったと考えられる。

(付記)

本稿脱稿後、東京都立大学法学部・大杉謙一助教より以下のコメントを頂戴しました。付記させていただくともにも感謝申し上げます。コメントの趣旨は以下です。

まず、七八年連邦倒産法でDIPが導入されたメリットとして、旧法では手続にかかる時間が非常に長く、それが新法で短縮されたこと、経営者の経営能力という点では旧法の管財人より新法のDIPの方がすぐれていること、つまり旧法の手

統は、倒産企業を謹慎させるようなものであって、これでは投資家にとつての魅力が小さいこと、などの点を付け加えることができると思われる。

次に、日本の民事再生法導入にともない、以下の変化や改正があったことも付加できる。第一に、裁判所の運用が変わったことも指摘に値する。つまり、それまで会社更生にせよ和議にせよ、厳格な窓口指導が行われて、債務者が倒産手続の開始を申し立てても、裁判所は債権者の同意書を要求するなどして、申立の受理を拒むことが多く、そもそも倒産手続の利用を阻害してきた。しかし、民事再生法施行の少し前から、最低限の書類によって申立を受理し、またかなり早期に保全処分が発令され、債権者の権利執行が防止されるようになってきている。第二に、旧和議法では、申立と同時に和議計画を裁判所に提出するとされており、通常和議計画は債務者と主な債権者との間の協議、交渉があつてはじめて作成可能なので、計画を水面下で作っている間には保全処分を受けることが事実上難しく、要するに再建にこれを利用することが非常に難しかったことが挙げられる。第三に、旧和議法は、計画の履行確保の手段が皆無に近く、計画の承認によって手続が完全に終了してしまうので、債務者はまた債務不履行を繰り返して、しばしば和議法は「詐欺法」と呼ばれていた。民事再生法は、不履行の際には債権者が和議（による債務の減免）を取消すことができるようにした（また、常に、ではないが、履行が危ぶまれるときには、監督委員を選んで三年を上限として履行を監督させることも可能である）。これは、ディストレス投資家にとつても重要な点ではないかと思われる。

（まつお じゅんすけ・兼任研究員）