



Title	＜翻訳＞法的倒産処理制度と新型コロナウイルス
Author(s)	スキール, デイビット; 藤本, 利一
Citation	阪大法学. 2020, 70(2), p. 147-177
Version Type	VoR
URL	<a href="https://doi.org/10.18910/87296">https://doi.org/10.18910/87296</a>
rights	
Note	

*The University of Osaka Institutional Knowledge Archive : OUKA*

<https://ir.library.osaka-u.ac.jp/>

The University of Osaka

## 法的倒産処理制度と新型コロナウイルス

デイビッド・スキール

藤 本 利 一／訳

訳者まえがき

現在、新型コロナウイルス（以下、「*covid-19*」という）感染拡大の影響により、多数の重症者、死者が世界各国で生じている。そのため、各国は、いわゆるロックダウンを実施し、社会活動のみならず、経済活動がほぼ停止した状況下にある。わが国でも、令和二年四月七日に、東京都など七都府県に緊急事態宣言が発せられ、その後、五月二五日に全面的に解除されたけれども、あまた報道されるように、経済活動の停滞はなお継続するであろう。とくにわが国の経済基盤を支える中小企業の多くは、この間の「需要の蒸発」により、資金繰りが著しく困難となっており、このままでは死（破産清算）を待つしかないところまで追い込まれている。こうした倒産現象が、通常の場合と異なるのは、個々の企業における経営の失敗からではなく、防疫の観点から行われる社会経済活動の停止により生じるということである。すなわち、バランスシートが健全で、収益性も十分にある「健康な」企業で

あつても、他律的な要因により「酸素の取込み」ともいえる資金繰りに行き詰まり、「死」を迎え破綻するのである。直近の日本経済新聞の記事によれば、東京地裁は、政府が東京都など七都府県に緊急事態宣言を発令した四月七日以降民事裁判の期日を取り消すなど業務を縮小しており、その影響は倒産件数で見取れるという。東京商工リサーチによると、都内の倒産件数は四月に前年同月から一割ほど減る計算になり、急ブレーキがかかったとされる。職員の安全を図るための就業形態の実施はやむを得ないものであり、短期的に見れば事務処理手続のIT化対応にも限界はあろう。それゆえ、日本でも裁判所の機能喪失は起り得る。一方、法的整理手続を利用して抜本的な再建を試みる債務者企業にとつても、DIPファイナンスを調達できるような市場環境が脆弱であるため、需要蒸発が起きている状況からすれば、抜本策を検討している間に資金繰りに行き詰まる危険が大いにある。

covid-19による感染拡大防止と罹患者の治療のため、検査体制の充実とともに、ワクチンや治療薬の開発が進められている。同様に、企業の経済的な死を可能な限り回避する社会経済政策が検討されるべきである。政府機関をはじめとして、さまざまな団体により対応策が構想、提案されると思われるが、倒産法理論研究の側からも、何ができることはないか、どのような分析が可能かを検討する必要がある。

その端緒として、他の経済先進国の対応策を参照する必要性を強く感じていたところ、米国ペンシルバニア大学David Skeel教授が、この四月にブルッキングス研究所から公表されたご論攷に接した。<sup>(ii)</sup>この論攷は、現在、米国では歴史上類のない倒産事件の爆発が予想されており、現状のままであれば、倒産裁判所が機能不全に陥り、いわば「医療崩壊」を起こしかねない、そのためにどうすべきかを考究したものである。倒産裁判所による事件処理を機能させるために、倒産事件数の上昇カーブをできるだけフラットにすると、covid-19対策と同じことが提案されている。そのために、第一防衛ラインとして、法的倒産処理の回避が模索され、さらに、第二防衛ラインと

して、倒産裁判所に係属した事件に対し、ワークアウトと連携した米国連邦倒産法第一章手続（以下、「第一章手続」という。）の簡素化、第二会社方式の活用、DIPファイナンス市場を毀損しない形で公的資金投入方法等が検討されている。

基礎となる統治のあり方や社会の仕組みが異なるため、単純な比較は困難であるけれども、COVID-19対策がそうであるように、与えられた課題と目指すべき解はそう違わないと思われる。資金繰りに行き詰まった個々の企業の再建を司法の枠組みで推進し、社会経済の安定を招来するという点では、共通するものがある。Steel教授の分析や示唆には、日本にも参照するべき種々の果実が存在すると強く思うところである。

(i) [https://www.nikkei.com/article/DGXNZ058908850Z00C20A5000000/?n\\_cid=NMAL006\\_20200511\\_A](https://www.nikkei.com/article/DGXNZ058908850Z00C20A5000000/?n_cid=NMAL006_20200511_A)（最終閲覧日二〇二〇年六月二〇日）

(ii) David Steel, Bankruptcy and the coronavirus, ECONOMIC STUDIES AT BROOKINGS, April 2020 (<https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2020/04/ES-421.2020-DSteel-2.pdf> 最終閲覧日二〇二〇年六月二〇日）

\* Steel教授をはじめ、当該論攷の製作に関与された方々のご厚意により、Franklin Roosevelt大統領によるニューディール政策にも貢献した、歴史あるブルッキングス研究所は、この論攷の無償翻訳権を異例の早さで筆者に付与してください。この場を借りて厚くお礼を申し上げます。

\* 本稿の内容については、大阪倒産実務交流会を中心としたCOVID-19対策の研究会において報告の機会を得た。

## はじめに

連邦資金の大量注入にもかかわらず、新型コロナウイルス危機が発生してから二ヶ月も経たないうちに、企業倒産件

数の増加がすでに始まった。経済的閉鎖を緩和する、連邦議会、連邦準備制度理事会（FRB）、および財務省による現在の努力が効果的であるとしても、倒産事件の巨大な波が来る可能性がある。法的倒産処理制度は、デフォルトを回避することができない消費者と企業の第二防衛ラインとして、どれほど効果的であろうか。

法的倒産処理制度が、通常、経済危機の時でもうまく機能することは、朗報である。企業再建のための規律を定める、現在の連邦倒産法第一章手続の仕組みは、一九世紀後半に断続的に生じた経済「恐慌」のなかで形成され、デフォルトに陥った多数の鉄道会社の再構築に用いられた。<sup>①</sup> 本報告書は、主として企業倒産に焦点を当てているけれども、全米の倒産裁判官が、二〇〇〇年代初頭には、年間約一五〇万件の消費者倒産事件を処理していたことにも留意してほしい。<sup>②</sup>

こうした実績からすれば、法的倒産処理制度は、必要に応じて利用可能であり、特別な計画を立てることは不要である、と安易に考えてしまう。これは間違いであろう。法的倒産処理制度には、現在の環境のもとで、きわめて重要な三つの限界がある。一つ目は、この制度は、大企業の再建でより効果を発揮するも、中小企業の再建には、それほど効果的でないこと。二つ目は、倒産裁判所が過重な負担に喘いでいる場合、機能が大きく低下すること。

最後に、第一章手続は、当該手続が係属している間、資金繰りについて、債務者に依存すること、である。FRBと財務省がこれらの限界を予測し、起り得る諸問題に対し、創造的な解決策を考究することが不可欠である。

本報告書では、倒産事件が爆発的に生じることが予想される理由と、第一章手続に存在する主要な限界について簡単に説明した後、倒産手続と同様の停止（権利行使の禁止）を課す提案を検討し、法的倒産処理制度を現在の危機に適応させるためのいくつかの戦略を提案しつつ、最後に、法的倒産処理制度の適応性について簡単にコメントする。<sup>③</sup>

## 来たるべき倒産事件の波

一般に考えられるように、経済危機が到来したから、倒産手続の申立てが増加するとは限らない。倒産手続の申立ては、ほとんどの場合、経済危機後になされるけれども、劇的に件数が増加するわけではない。二〇〇〇年代初頭のドットコム・バブルの後、企業の倒産手続の申立件数の増加は、わずかであった（一九九九年に三七、八八四件であったのに対し、二〇〇一年には四〇、〇九九件である<sup>(4)</sup>）。金融不況（the Great Recession）時には、倒産事件数は、急激に増加した（二〇〇七年は二八、三三二件であったのに対し、二〇〇九年は六〇、八三七件であった）。

今回の経済危機は、直近の二つの景気後退のどちらよりも、莫大な企業倒産事件数をもたらす可能性がある。現在の危機以前に、企業は一五・五兆ドルという驚異的な額の負債を抱えており、ある調査によれば、この額は、二〇〇八年の金融危機時の最大負債額から、五二％増加した数値だとされる<sup>(5)</sup>。この負債は、ほぼ完全な経済停止と、多くの企業について、その収益回復が遅滞しているという事実と相まって、経済活動が再開した後でも、企業倒産事件の急増が予想されることを示唆している。現在、一部の債務が政府によって保証されており、また、この窮境が自己の制御の及ばない危機によって引き起こされていることからすれば、企業は、そうでない場合よりも、倒産手続の申立てを躊躇しないと思われる。少なくとも、規制当局は倒産事件の波が来ると仮定する必要がある。

## 米国連邦倒産法第一章手続の限界

米国連邦倒産法は広く賞賛されているけれども、その第一章手続には、現在の状況下で懸念を引き起こす深刻な限界が三つある。連邦議会、FRB、および財務省が、法的倒産処理制度の破滅的な失敗を避けたいと考える場

合、それら三つの限界を知る必要がある。

第一章手続は、窮境にあるが収益性のある企業に、やり直しの機会を与えるように設計されているけれども、中小企業に対しては、非常に貧弱な実績しかない（第一章手続は、たとえば、収益性のない企業に対し迅速な清算を促すなど、事業再生以外の目的を達成するのにより優れているように思われる<sup>(6)</sup>）。中小企業が法的倒産手続を利用するコストはかなり高く、多くの場合、当該企業が持つ企業価値の三〇％に達し、また、その三分の二は、再建ができず清算されて終了する<sup>(7)</sup>。

昨年、連邦議会は、小規模事業者が事業の再建を成功させる能力を高めるべく設計された法律を制定した。小規模事業者にとっての問題の一つは、絶対優先原則の存在である。これは、再建計画に反対する債権者のクラスの一つが、全額の弁済を受けない限り、劣後的地位にある債権者または株主は何も受け取ることができないということを示す法理である。中小企業のオーナー株主は通常、その事業の継続に不可欠であるため、絶対優先原則により、中小企業の事業再生が不可能になる場合がある。小規模事業再建法（The Small Business Reorganization Act）はこの法理を緩和し、オーナーが事業の継続を約束する場合に、裁判所は再建計画を認可することができる。また、この制定法には、他にも、事業再建への道を容易にする諸規定が含まれている。この制定法は、当初、二、七二五、六二五万ドル（原文ママ）以下の負債を持つ企業にのみ適用されることになっていたが、CARES法（Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act）に基づき、その値が七五〇万ドルに引き上げられた。

これらの調整は事業再建の見通しを改善するはずであり、第一章手続を申し立てる中小企業の多くでは、通常の状況下で申立てをする企業よりも、再建の可能性はより高まるであろう。なぜなら、中小企業の窮境は経済的閉鎖によるものだからである。しかし、規制当局は、中小企業にとって第一章手続の厳しい現実がなくなること

期待すべきではない。中小企業に対する法改正 (changes) は、消費者向けの再生規定を持つ第二章手続を参照してなされたが、この手続は、中小企業が第一章手続を申し立てる場合と同様に、利用件数が少ない。そして、負債が七五〇万ドルを超える企業はそれらの制定法を利用できないのである。

第一章手続による大企業の事業再建の成功率は「中小企業の場合と比べて」はるかに高い。事業再建の定義如何によつては、大多数が事業再建に成功したことになる。<sup>(8)</sup> 間違いなく、このことは、連邦議会、FRB、および財務省が大企業への救済融資を差し控え、代わりに第一章手続を申し立てることを強制したと研究者が主張してきた理由である。<sup>(9)</sup> この理によれば、大企業は、公共の財政に対する費用負担を限定しつつ、事業再建を成功させることができる。

通常の下況下でも、企業や利害関係者が第一章手続から無傷で抜け出すことはない。実証データは、第一章手続が従業員に大幅な賃金の引下げをもたらすことを示唆している。<sup>(10)</sup> しかし、これらの影響の一部は第一章手続が原因ではないであろう。それらは企業が窮境である場合に不可避のものであり、また、現在の救済努力が従業員の職を保護することに力点を置いていることは、このことを弱める可能性がある。<sup>(11)</sup>

第二の深刻な問題は、倒産裁判所が負担過重に陥り、その結果、その機能を大幅に低下させてしまうことである。倒産裁判所は、連邦倒産裁判官によつて監督され、各連邦裁判所を通じて全米に配置されている。大企業、中小企業、消費者倒産など、あらゆる種類の倒産事件が同じ裁判所に申し立てられる。ブリガムヤング大学の Benjamin Iverson による重要な研究によれば、倒産裁判所は、負担過重にある場合、まったく異なる機能を果たすことが明らかとなった。中小企業は、事件負担が過重な裁判所のもとでは、それが処理可能な範囲にある裁判所よりも、清算される可能性が高くなる。大企業への影響はそれほど悲惨ではないが、裁判所が事件負担の過重に喘ぐ場合、手



続に時間がかかり、費用負担がきわめて重くなる<sup>(12)</sup>。現在の経済危機はこのパターンに適合しないかもしれない。たとえば、Iverson は、自己の研究が申立件数の増加する局面ではなく、減少する局面に焦点をあてたものであったと述べている<sup>(13)</sup>。しかし、FRBと財務省は、第一章手続の機能が加重負担の裁判所によりひどく損なわれる可能性があると考えた方がよい。

第三の問題は資金調達である。倒産手続を申し立てるほすべての大企業の債務者は、「debtor-in-possession」または「DIP」ファイナンスと呼ばれる、新規融資を必要とする。多くの場合、融資は、倒産手続開始前に、会社に対し最大の融資を行っている貸し手によって提供される<sup>(14)</sup>。DIPファイナンスの融資者は、一般に、とてもよく保護されており、デフォルトはまれであったが、コロナウイルスによる経済危機は前例のない不確実性を生み出した。Sanchez Energy 事件で、債務者企業は、DIPファイナンスの貸し手に全額を弁済することができず、その貸し手は大きな損失を被る可能性が高いと発表した<sup>(15)</sup>。少なくとも短期的には、多くの貸し手はDIP融資を提供したくない、または提供できない可能性があり、債務者は代替資金を獲得することが困難になるであろう。債務者が新規の貸し手を見つけることはより難しくなる。というのも、債務者が新規融資の担保として提供しうる債務者の資産には、倒産手続開始前の貸し手によって、すでに担保が設定されているという事実が存在するからである。要するに、倒産事件申立ての大きな波は法的倒産処理制度を転覆させる可能性がある。何もしなければ、最大規模の負債を抱える債務者でさえ、過重負担に喘ぐ裁判所に申立てをすることになり、かつ、法的倒産手続において必要な資金を調達できなくなる可能性がある。

## 倒産事件の上昇カーブの平滑化

第一章手続の限界が示すもつとも明白な含意は、F R Bと財務省が今後の倒産事件数の曲線を平らにした場合、法的倒産処理制度がより効果的に機能することである。C A R E S法とF R Bが作成した他のプログラムは、この点で不可欠である。助成金と資金調達により、ほとんどのわが国の消費者と企業が倒産を回避できる場合、法的倒産処理制度は現在の危機においてより効果的な抑制策として機能する。

目標は、この経済危機の前から問題を抱え、より徹底したリストラを必要とする企業を救済することにあるのではなく、経済停止の影響を全面的な流動性支援で相殺することである。<sup>(16)</sup>多くの場合、両者を解きほぐすことは不可能かもしれないけれども、一時的な流動性支援以上のものを明らかに必要とする企業、たとえば、小売業などと同じように、ボーイング社が一例であるが、そうした企業は、倒産手続開始の申立てをすることになるし、その債権者と株主はその窮境の結果のいくつかを負担することになる。しかし、議会と規制当局は、大企業と中小企業の双方が資金を必要とした場合、それらの企業のために、できるだけ早く、財源を確保する必要がある。コロナウイルス自体への対応と同様に、介入がより迅速かつ決定的であるほど、流動性「の付与」が倒産曲線を平坦化し、法的倒産処理制度の破滅的な失敗のリスクを低減する可能性が高くなる。

よく議論されてきた、倒産手続に触発された改革、すなわち、債権者による権利行使の禁止は、収益不足の企業に対する保護を手厚くする可能性があるけれども、慎重に処理する必要がある。實際上、かかる禁止によらなくとも、それ以外の方法で、同じ利益を達成することができるならば、権利行使の禁止は、もはや望ましいものではないであろう。

倒産手続開始による権利行使の禁止は自動的になされる。債務者が倒産手続の開始を申し立てると、「オートマテイクステイ」が有効になり、債権者は債権回収を禁止され、債務者は倒産手続開始前の債務の支払いを停止できるようになる。<sup>(17)</sup>連邦議会は、プエルトリコの監視委員会を創設した法律や、二〇〇三年サービスメンバー民事救済法に関連して、プエルトリコと同様に、倒産手続開始を正式に申し立てていない債務者に対する権利行使禁止を一時的に規定した。現在、同様の負担が課された場合、消費者および企業は、潜在的に壊滅的な家賃または住宅ローンの支払いを延期することができる。

場当たり的になされる権利行使禁止の仕組みは、つぎはぎだらけではあるが、すでに存在している。連邦住宅抵当公庫 (Fannie Mae) や連邦住宅金融抵当公庫 (Freddie Mac)、およびその他の政府または政府が後援する住宅ローン代理店は、一部のケースでは民間の貸し手がそうであるように、住宅ローン債務の一時的な繰り延べを発表した。<sup>(18)</sup>多くの州は、救済を提供するために、立退きの手続を一時停止するか、あるいは、それ以外の措置を採っている。<sup>(19)</sup>したがって、筆者が説明した、倒産手続で行われるような権利行使の禁止は、すでに実施されている戦略のより普遍的なバージョンになるであろう。倒産裁判官、弁護士、および大学教授から成る有力な団体である、全米倒産法会議 (The National Bankruptcy Conference) は、他の研究者 (筆者自身を含む) と同様に、倒産手続を介さない一時的な権利行使の禁止を提唱した。<sup>(20)</sup>

倒産手続を介さない権利行使の禁止については、「借金をして借金を返す (rob Peter to pay Paul)」リスクがあることを認識することが重要である。権利行使禁止の効果により、小規模事業者がその不動産賃貸人への支払いを停止できる場合、不動産賃貸人自身の窮境が拡大する可能性がある。権利行使の禁止は、小規模事業者が必要とする政府の支援を減らすことができるけれども、不動産賃貸人を救済する必要性が高まる。<sup>(21)</sup>私見によれば、権利行使

の禁止効は、すでに、場当たり的に、きわめて多く設定されているため、包括的な効果の付与を採用することはもはや意味がない。権利行使の禁止を規定するとしても、その期間は、全米倒産法会議が提唱しているように、おそらく三ヶ月までに厳格に制限されるべきである。しかし、コロナウイルス危機の当初の時点と比べて、権利行使を禁止する利点は、現時点では、小さく、費用はより大きくなっている。

法的倒産処理制度への負担を制限するため、倒産手続外で行われる最良の戦略は、立法機関や行政機関がCARE法、新しいFRB、およびその他の規制を通じて提供しようとしている流動性サポートにより、消費者および企業が倒産手続を申し立てる必要性を最小限に抑えることである。

### オプションとしてのプリパッケージ型手続

企業が倒産手続開始の申立てをする場合、その手続はできる限り簡素なものでなければならぬ。このような戦略の一つは、多数の第一章手続の債務者がすでに用いている手法、すなわち「プリパッケージ型の倒産手続」を創造的に利用することである。

プリパッケージ型の倒産手続では、債務者は倒産手続開始前に、債務再構築 (a restructuring of its debt) について交渉し、倒産手続開始の申立てとともに、またはその直後に、再建計画案を提出する<sup>(22)</sup>。第一章手続は、手続開始前に、債務者に議決権の行使を求めることを明文で認めている。これにより、手続に必要な時間は大幅に短縮される<sup>(23)</sup>。このプリパッケージ型のアプローチは、すべての企業債務者にとって現実的であるとはいえない。この手法にもっとも適しているのは、たとえば、一般に、社債のような、単一のクラスの負債を再構築しつつ、それ以外の債務を継続的に弁済したい企業である。プリパッケージ型手続を選択する企業は、最短三〇日で、債務を再構築

し、手続を終えることができる。

現在、窮境に直面している企業の数が非常に多いことからすれば、規制当局は、「定型化された (cookie cutter)」ブリパッケージ型倒産手続を複数用意し、それらを同時に申し立てることができるようなプログラムの設定を検討すべきである。ノーベル賞を受賞した経済学者 Joseph Stiglitz 教授とその共著者は、一九九〇年代後半にこれと少し類似した戦略を提案していた。Stiglitz 教授が「超第一章手続 (Super Chapter 11)」と呼んだ、そのアプローチは、おそらくは行政手続であると思われるが、それによって、多数の企業の債務を自動的に再構築することを要求した<sup>(24)</sup>。超第一章手続の提案は、効率的な法的倒産手続を持たない国々において、その代替手段として設計されたものであろう。米国では、通常のブリパッケージ型の倒産手続を利用すれば、より個々の状況に応じた方法で、同様の結果を得ることができはるはずである。この方法は、たとえば、法的または資本構造の要因を考慮に入れるものであり、これは、特定の企業にとつて、概ね妥当なものである。それゆえ、政府の職員を新規に雇用し、新しい枠組みを設定する必要はないであろう。<sup>(25)</sup> 従来のブリパッケージ型手続を利用する債務者は、通常、DIPファイナンスを必要としないけれども、現在の環境で倒産手続の開始を申し立てる企業には、そうした融資が不可欠であろう。適切な債務者への融資条件として、ブリパッケージ型手続の利用を課すことにより、規制当局はブリパッケージ型手続をオプションとして利用できることになる。この戦略に対する最大の障害は、CARESS 法に基づく融資の制限である。同法第一三条 (三) に基づき、FRB が有する緊急貸付権限は、FRB が倒産した企業に融資することを禁止している。CARESS 法に基づく五〇〇億ドルの資金調達は、とりわけ大企業への資金提供を目的としたものであるが、これは、第一三条 (三) に基づいて FRB が設立したプログラムに明らかに紐付けられている。(三五〇億ドルの小規模事業者向け融資と補助金について、このような制限はない。しかし、通常、法的倒産手

続の開始は、この資金が紐付けられているプログラムの融資にとって、欠格事由となり、ほとんどの事業者は、いずれにせよ、一〇〇〇万ドル以上の融資を得ることができない。<sup>(26)</sup>

CARE S法が改正されない場合、このことが示すのは、プリパッケージ型手続の利用を促進するための融資が、倒産手続開始の申立て前に行われる必要がある、ということであろう。プリパッケージ型手続の利用促進という戦略は、かかる制限によって、著しく妨げられるべきではない。實際上、債務者がまず規制当局のところに先に来て、その後、倒産手続開始の申立てをしたほうが、規制当局にとっては、プロセスの監視が容易になるのかもしれない。プリパッケージ型手続の利用を促進する戦略は、単一のクラスの債務を再構築することで、著しい症状の改善が見込まれる企業にとって、最も好ましいものである。これまで、無担保社債の債務を再構築するためにプリパッケージ型手続が利用されてきた。現在の危機のもとで、プリパッケージ型手続は、社債よりも、多くの中規模企業が負担している、後順位の被担保債務にも機能する可能性がある。

#### 売却による資本構成の変更

プリパッケージ型手続は、第一章手続の議決権行使のプロセスを簡略化するが、二番目の戦略はこのプロセスを完全に回避するものである。債務者が会社の資産の一部またはすべてを売却することを望む場合、必要なのは、告知、聴聞、および倒産裁判官の許可のみである。この戦略は、その根拠となる倒産法の条文から「三六三条セーブル」と呼ばれ、会社全体の売却に日常的に使用されている。このプロセスの下で、債務者はしばしば「ストーリーキングホース」と呼ばれる入札者を選択し、一―二ヶ月に渡るオークションが開催される。その間、競合する入札がなされる。それに続いて、債務者は入札者を選択し、裁判所に落札を承認するよう求める。

今でも、既存の三六三条セールの手続は、多くの債務者にとって、有用である。現在の危機により、多くの潜在的バイヤーの流動性資産へのアクセスは激減したが、資金力のあるバイヤーは、今この時機を魅力的な購入機会と見なしている。

ただし、それ以外の企業にとって、市場は効果的に機能しない。潜在的な購入者自身が流動性に制約される場合、既存の三六三条セールの魅力的なオプションとならない可能性がある。これらの中には、ある意味「自己売買 (sale to self)」という内部の売買を通して、その会社の資本構成を変更することができる会社がある。債務者は、資産と担保付債権を新たな法主体に譲渡し、株式と後順位の債務は既存の法主体に残しておくことができる。新たな法主体の株式は、後順位債務に分配され、株式はおそらく消滅する。連邦預金保険公社 (FDIC) とFRBは、制度上重要な金融機関が窮境に陥った場合、二〇一〇年のドッド・フランク法と同様のアプローチを採用すること<sup>(27)</sup>を企図している。

政府は、既存の三六三条セールの自己売却のいずれかを提案するという会社の合意があることを融資の条件とすることができるであろう。規制当局は、このアプローチを用いる場合、FDICとFRBが大規模な金融機関に對して行ったように、取引がどのように進むと考えているかを事前に公表しなければならない。また、勝者と敗者を選んだと非難されないように、できる限り、売却のプロセスの標準化を進めるべきである。二〇〇九年、政府はクライスラー社とゼネラルモーターズ社を再建するために、より精巧な「自己売買 (sale to self)」戦略を採用した。これらの取引は、現在、成功したものと広くみなされているが、当時は大いに物議を醸した。なぜなら、とりわけ、その戦略が他者よりも特定の法主体を最優先しているように見えたからである。上述した、単純な資本構成の変更のような、より単純でより標準化された売却のプロセスは、これらの不満を回避するであろう。



## DIPファイナンスの活用

法的倒産処理制度を創造的に活用するための最後の機会は、DIPファイナンスにある。これは、事業再建のためにしばしば不可欠なものである。DIPファイナンスの新たなリスクと貸し手自身の流動性に対する懸念の両方が原因で、プライベートDIPファイナンス市場は深刻なストレスを受けている。政府が介入しない限り、債務者はDIPファイナンスを確保できず、その結果、多くの債務者が再建できなくなる可能性がある。

本報告書全体で想定されているように、最も明白な解決策は、政府がDIPファイナンスを直接提供することである。この解決策には、企業の資金調達ニーズを満たし、政府のレバレッジにより、必要な場合に倒産手続を進めることができるという利点がある。主な障害は倒産法によるものではなく、CARES法自体に由来する。なぜなら、政府は、GM社とクライスラー社の倒産事件が証明するように、倒産手続における資金提供者の役割を果たすことができるからである。CARES法は、一三条(三)に基づくFRBの権限に資金提供を結び付けることで、倒産手続にある企業への融資を禁止し、政府が従来DIPファイナンスを提供できないようにしている。こうした制限は、倒産手続が開始された企業ではなく、倒産手続の開始を申し立てる前の企業に（または倒産手続における事業譲渡の結果生じる新しい事業法人に）貸し付けることで、巧に回避することができる。あるいは、連邦議会は、倒産手続における融資の禁止を撤廃することで、こうしたプロセスを修正・簡素化することができる。

直接的な融資戦略には重大な欠点がある。こうした戦略が採られない場合に、DIPファイナンスを提供しようとする民間の貸し手を閉め出す可能性があるからである。ここで、政府の資金をより創造的に活用する方法を示す。政府の融資と民間のDIPファイナンスは二者択一の選択肢と考えるべきではない。政府は、民間の貸し手になり



代わるのではなく、融資等の一部を連携して実行すればよい。政府は、融資の一部を引き受けるか、または保証することを通じて、融資に際し、そのリスクの二〇%または二五%を優先して負担することに同意すればよい。これはもちろん、倒産手続が開始される前の段階で、CARS法に基づいて融資を行う際に用いられているアプローチとよく似ている。DIPファイナンスの提供を目的とした官民パートナーシップは、企業が第一章手続で必要とする資金を提供すると同時に、民間のDIPファイナンス市場の凍結を解消するのに役立つ可能性がある。

官民協調の戦略は、DIPファイナンスに潜む厄介な問題に対処することもできるであろう。多くの場合、債務者は、担保の設定されていない資産、つまり既存の貸し手に担保として差し入れられていない資産を有していない。現行法では、既存の貸し手に対しその債務全額を弁済することが原則として保証されていない限り、新しい貸し手には、既存の貸し手に勝る優先権を付与することができない<sup>(28)</sup>。政府が既存の貸し手と協力し、最初の損失を負担することに同意すれば、この難問は回避されるはずである。

直接的な資金提供を行う戦略は、第一章手続事件について、プリパッケージ型手続や事業譲渡型の手続を構成する際に、最適なものかもしれない。より伝統的な第二章手続事件については、官民パートナーシップのアプローチが、民間DIPファイナンスの継続を奨励するために、基準となるべきである。私見によれば、現行法の下で、どちらのアプローチも実施することができるが、連邦議会が、政府の融資や補助金について存在する、法的倒産手続が開始された債務者に対する制限を撤廃する場合、政府の関与はより小さくなると思われる。

## 法的倒産処理制度の強化

法的倒産手続にすでに存在する手段を創造的に活用し、流動性を改善するべく、組織的な活動を行ったとしても、

今後数ヶ月は法的倒産処理制度に大きなストレスがかかる可能性がある。今回の危機とその余波の最中に、裁判所が負担過重に陥れば、最終手段として機能する法的倒産処理手続の実効性に対し、深刻なリスクがもたらされる。最後の問題は、法的倒産処理制度自体が、どのようにして倒産手続開始の申立件数の急増をより適切に調整できるか、あるいは、制度自体がどのように調整されるべきか、ということである。

過去には、負担過重に喘いだ裁判所が、それほど混雑していない地区の裁判所から裁判官を一人ないし複数借りることがあった。一九九〇年代の終わりに、大規模な第一章手続事件が多数押し寄せたとき、デラウェア州は、数年に渡り、他の地区の裁判所から裁判官を借りた。いくつかの地区の裁判所は、倒産手続開始の申立件数の急増に見舞われる可能性が高いため、このアプローチはその負担の一部を軽減するために利用できる。

裁判官を移動させるだけでは十分ではないであろう。より多くの裁判官が必要になる可能性がある。この危機が無期限に続くと思われることを理由に、立法担当者が新たに裁判官の数 (new judicial positions) を増やすことをためらうとしても、非常勤の倒産裁判官の職を作ることはできる。連邦議会は過去にこれを行ってきた。実際上、現在でも五年間の一時的な任期を務めている非常勤の倒産裁判官は一八人(全体で三五〇人中)いる。より多くの非常勤裁判官をすばやく任命し、倒産裁判所への財源を増やすことで、法的倒産処理制度が本来果たすべき役割を担うための備えとなるであろう。米国倒産実務家協会 (the American Bankruptcy Institute) などの民間組織は、今後数ヶ月以内に倒産事件に取り組む可能性が高いと思われる、倒産事件の処理経験のない弁護士に対し、全国的な研修の場を提供し、支援することができる。

米国の法的倒産処理制度は、一般に、とても実効性の高いものであるが、現在の危機環境では重大な障害に直面する。法的倒産処理制度が、経済を安定化させる種々の努力に対し、最終手段として効果的に機能するためには、

F R Bと財務省は、すでに試みているように、新しい倒産事件数を最小限に抑える必要がある。また、それらの機関は、創造的な方法で、第一章手続の再構築プロセスに介入する準備をする必要がある。

- (1) 筆者は、この歴史について David A. Skeel, Jr., *Debt's Dominion: A History of Bankruptcy Law in America*, Princeton University Press, 2015 を詳しく論じている。
- (2) 倒産事件の申立件数については、米国倒産実務家協会のウェブサイトを参照のこと (http://abi-org.s3.amazonaws.com/Newsroom/Bankruptcy\_Statistics/Total-Business-Consumer1980-Present.pdf 最終閲覧日 二〇二〇年六月二〇日)。
- (3) これらのアイデアのいくつかは、他の倒産法研究者との議論を通じて生まれたものである。現在の経済危機に関するより早期の優れた分析として、Edward R. Morrison & Andrea C. Saavedra, "Bankruptcy's Role in the COVID-19 Crisis" (April 7, 2020); Aurelio Gurra-Martinez, "Insolvency Law in Times of COVID-19" (April 3, 2020) を参照のこと。Kenneth Ayotte & David Skeel, "Bankruptcy Law Needs a Boost for Coronavirus," *Wall Street Journal*, March 30, 2020 を参照のこと。
- (4) かかる統計データについては、http://abi-org.s3.amazonaws.com/Newsroom/Bankruptcy\_Statistics/Total-Business-Consumer1980-Present.pdf 最終閲覧日 二〇二〇年六月二〇日を参照のこと。
- (5) 大企業の負債は二〇〇八年に六・六兆ドル (対GDP比四四%) に達し、その後一〇兆ドル (対GDP比四八%) に増大した。中小企業にはさらに五・五兆ドルの負債がある (すべての企業債務について、対GDP比七四%)。Mayra Rodriguez Valladares, "U.S. Corporate Debt Continues to Rise As Do Problem Leveraged Loans," *Forbes*.com, July 25, 2019 を参照。John J. Rapisardi & Jacob T. Beiswenger, "The 2020 Economic Crisis: A Historical Perspective on Global Economic Distress and the Unique Impact the COVID-19 Crisis Will Have on U.S. Restructurings," *O'Melveny & Myers LLP* (2020) を参照のこと。
- (6) Edward R. Morrison, "Bankruptcy Decision Making: An Empirical Study of Continuation Bias in Small Business Bankruptcies," *Journal of Law & Economics* 50 (2007): 381.
- (7) Arturo Bris, Ivo Welch, & Ning Zhu, "The Costs of Bankruptcy," *Journal of Finance* 61 (2006): 1253; Elizabeth Warren

- & Jay Lawrence Westbrook, "The Success of Chapter 11: A Challenge to the Critics," *Michigan Law Review* 107 (2009): 603; Douglas G. Baird & Edward R. Morrison, "Serial Entrepreneurs and Small Business Bankruptcy," *Columbia Law Review* 105 (2005): 2310.
- (8) なぐべ<sup>24</sup> Douglas G. Baird, "Chapter 11's Expanding Universe," *Temple Law Review* 87 (2015): 975, 978 (ふたつを軸向を記述しつつある)を参照のしよう。
- (9) 数百人の研究者により署名された公開書簡を参照のしよう ("Economics, Law and Finance Professors from Major Universities Write to Congress: 'Bail Out People Before Large Corporations'" (March 24, 2020), available at <https://promarket.org/2020/03/24economics-and-finance-professors-from-major-universities-write-to-congress-bail-out-people-before-large-corporations/> 最終閲覧日 二〇二〇年六月二〇日)。
- (10) John R. Graham, Hyunseob Kim, Si Li & Jiaping Qui, "Employee Costs of Corporate Bankruptcy" (June 2019).
- (11) Morrison & Saavedra <sup>25</sup> 近時の論及び、類似の見解を採くところ (Morrison & Saavedra, *ibid.* at 7)。
- (12) Benjamin Iverson, "Get in Line: Chapter 11 Restructuring in Crowded Bankruptcy Courts," *Management Science* 64 (2018): 5370.
- (13) Remarks of Benjamin Iverson, European Corporate Governance Institute Conference on "The COVID-19 Crisis and Its Aftermath Corporate Governance Implications and Policy Challenges" (April 16, 2020).
- (14) Eckbo <sup>26</sup> DIPファイナンスを得た債務者の三分の二が、倒産手続開始前の貸し手を当てるようになったこと、また、企業の規模が大きければ、DIPファイナンスの調達がより簡単であることをもめあふにした。B. Espen Eckbo, Kai Li, & Wei Wang, "Rent extraction by super-priority lenders" (Sept. 22, 2019), pp. 7-8.
- (15) Andrew Scuria & Aisha Al-Muslin, "Bankruptcy Loans Turn Dangerous," *Wall Street Journal*, April 8, 2020 を参照のしよう。
- (16) 場当たり的な救済はほほすべての場合に避けられべきではないとの議論について Kenneth Ayotte & David A. Skeel, Jr., "Bankruptcy or Bailouts," *Journal of Corporation Law*, 35 (2010): 469 を参照のしよう。
- (17) 11 U.S.C. section 362(a).

- (18) 住宅ローンの支払猶予に関するデータは以下から引用した (<https://www.forbes.com/sites/advisor/2020/04/20/mortgage-payments-interrupted-by-covid-19-the-federal-and-state-response/#6b5035254a08> 最終閲覧日 二〇二〇年六月二〇日)。
- (19) 立退きに対する救済の情報については、以下を参照のこと (<https://docs.google.com/spreadsheets/u/1/d/e/2PACX-1vTH8dUIbH3X52T-Y3dEHQCAm60e5ng0Rn1rNCf15dPGcXxM9Qn9UdxUEjxwvFTKzbCbZxJMdRX/pubhtml#> 原文参照)。
- (20) Letter from National Bankruptcy Conference to Speaker Pelosi, Rep. McCarthy and Sens. McConnell and Schumer (March 22, 2020).
- (21) 債務者と履行義務のある当事者の双方が一時停止に同意するような自主的な取組を促すことについて Jonathan C. Lipson & Norman M. Powell, "Don't Just Do Something—Stand There! A Modest Proposal for a Model Standstill/Tolling Agreement," *Business Law Today* (April 14, 2020) を参照。
- (22) プリバンクシー型の倒産手続の概要については Robert K. Rasmussen & Randall S. Thomas, "Whither the Race? A Comment on the Effects of the Delawareization of Corporate Reorganizations," *Vanderbilt Law Review* 54 (2001): 283, 288-89 (2001) を参照。
- (23) 11 U.S.C. section 1126(b) は、債務者が倒産手続の開始を申し立てる前に受けた同意を有効にする。
- (24) Marcus Miller & Joseph Stiglitz, "Bankruptcy protection against macroeconomic shocks: the case for a 'Super Chapter 11' (December 1999) 中 Marcus Miller & Joseph Stiglitz, "Leverage and Asset Bubbles: Averting Armageddon with Chapter 11?" (March 2010) を参照のこと。
- (25) また、筆者は、連邦倒産法を正式に改正できるとしても、本文に記載されているプログラムを設定するために必要としないと考えている。全米倒産法会議は、同様の趣旨の連邦倒産法改正を提唱している。Letter from National Bankruptcy Conference to Speaker Pelosi, Rep. McCarthy and Sens. McConnell and Schumer (April 15, 2020).
- (26) ディファイナンス会社からの資金を利用するのに関する議論については Thomas Salerno et al., "This DIP Loan Brought to You by Someone Who CARES! (Or 'I'm From the Government And I'm Here To Help You.' American

Bankruptcy Institute (2020) を参照。本報告書執筆時点において、当初の三五〇〇億ドルの資金はすべてコミットされており、連邦議会議員らは追加の三〇〇〇億ドルの資金調達に合意した。

(27) John Bovenzi, Randall Guynn, and Thomas Jackson, 'Too Big to Fail: The Path to a Solution 26-27' (Bipartisan Policy Center, May 14, 2013) を参照(577p)。

(28) 既存の貸し手には「適切な保護」が与えられなければならない (11 U.S.C. section 364(d))。

## 訳者あとがき

### 一 要旨

David Skeel 教授は、この未曾有の事態への対処として、倒産裁判所およびそこで行われる倒産処理スキームを中核に据え、それらに強く信頼を置く点で、ノーベル経済学賞を受賞した Joseph Stiglitz 教授らが提唱する「超第一章手続」構想と対照的であり、興味深い。かつてニューデール期に、連邦最高裁判所判事となった William O. Douglas は、未曾有の企業倒産に直面した際、裁判所および倒産実務家を信頼せず、証券取引委員会の関与を是としたものの、うまく機能しなかったとされる<sup>(iii)</sup>。経済危機時の事業再生について、誰がイニシアティブを取るのかは、彼の地で繰り返し問われる難問である。

Skeel 教授は、過去の経済危機だけでなく、直近のドットコム・バブル(二〇〇〇年代初頭)やリーマンショックによる金融不況(二〇〇八年)のそれとも今回は異なり、莫大な倒産事件数が直ちに生じると指摘する。そこから、裁判所の「医療崩壊」を回避するため、COVID-19の感染者数を如何にして抑制するかという問題意識と同様に、倒産事件数の上昇カーブを平滑化する重要性を導く。なぜなら、第二防衛ラインとして、司法の役割が不可欠

であるところ、裁判所が負担過重に陥った場合、本来再建されるべき企業が清算されてしまいうリスクが大きくなるからである。このことは、ブリガムヤング大学の Benjamin Iverson 准教授の実証研究に裏打ちされている。かかる平滑化のためには、連邦議会や規制当局による助成金や融資が重要となり、CARE S 法などの意義が指摘されている。

もつとも、かかる資金繰りの保障は、今回の経済危機前からその事業に問題を抱え、窮境にある企業を救済するものでないことには注意が必要である。あくまでも今回の経済停止による「需要の蒸発」により資金繰りに行き詰まる企業の救済が前提になる。とはいえ、立法機関や行政機関が、CARE S 法やその他規制を通じて行う資金繰りのサポートにより、法的倒産処理制度を申し立てる必要性を最小限に抑えることが重要であるとされている。

このように第一防衛ラインとして、立法や行政規制による資金繰りサポートが展開されたとしても、相当数の倒産事件が裁判所に申し立てられるとの認識が Skeel 教授にはある。こうした倒産事件の「津波」に対処するには、現行第一章手続に問題があるとも指摘される。現行法は、一九世紀末の鉄道会社の破綻を防止するために採用された英知の結集でもあるが、今回の経済危機を克服するためには、改善されるべき点があるというのである。その一つが手続の簡素化である。現行第一章手続は、担保権者や株主など、複数の利害関係人の組を手続に取り込んで利害の調整を図ることに特徴がある。しかし、裁判所の負担を考えた場合に、こうした処理をそのまま維持することで、オーバーシュートが起きると考えるのである。そのため、ワークアウトを活用したブリパッケージ型の倒産処理を提唱する。すなわち、利害関係人らの事前の交渉により、倒産裁判所によるクラムダウンないし権利変更の対象となる組を一つに絞り込み、超短期の計画認可プロセスを実現するべきだというのである。法的整理と私的整理を架橋し、議決権行使のプロセスを簡略化することにより、迅速かつ円滑な事業再生を試みる点で、たいへん



に興味深い指摘である。

次に、こうした議決権行使のプロセスをも省略する、いわゆる第二会社方式の事業譲渡の活用が推奨されている。通常時とは異なり、経済危機時においては、買い手の資金繰りも疲弊し、その結果、市場が活性化しないおそれがある。しかし、「自〇〇売買 (sale to self)」や Skeed 教授が呼称する、第二会社方式での事業譲渡であれば、このような市場環境の悪化に左右される可能性は低くなる。この構想は、すでに米国が経験したクライスラー社や GM 社の破綻処理における成功を踏まえたものである。

最後に、DIPファイナンスの重要性が示される。日本とは異なり、米国では、窮境にあり法的整理手続を利用する企業に対しDIPファイナンスを提供する市場が存在する。Skeed 教授は、今回の事態にあたり、かかる市場の限界を踏まえ、公的資金の活用を考えつつ、一方で、政府による過度な市場介入により、既存のDIPファイナンス市場が毀損することを危惧する。そのために、協調して融資を行いつつ、政府負担部分のプライオリティを引き下げることを提案しており、このこともたいへんに示唆的であると思われる。このような官民協調型の融資戦略は、DIPファイナンスにまつわる問題を解決するともされる。なぜなら、債務者は、新規の貸し手に対し提供できる担保資産を持たないことが通常であり、一方、連邦倒産法三六四条(d)の規律によれば、既存の貸し手に対しその債務全額を弁済することが原則として保証されていない限り、新しい貸し手には、既存の貸し手に勝る優先権を付与することができないからである。政府がマイナスのポジションを引き受けることで、資金提供がスムーズになされるというのである。



## 二 批評

### I はじめに―「需要の蒸発」に抗う

現在、COVID-19 感染拡大の影響により、社会・経済活動がほぼ停止した状況に陥っている。わが国の経済基盤を支える中小企業の多くは、この間の「自粛」による経済活動の停滞で、資金繰りが著しく困難となっており、このままでは死（＝破産清算）を待つしかない。今回の経済危機の特徴は、個々の経営の失敗ではなく、防疫の観点から行われる社会経済活動の停止による「需要の蒸発」に起因している。すでに財務状況が毀損している企業はいうまでもなく、財務が健全で、収益性も十分にある「健康な」企業であつてさえも、「需要の蒸発」という他律的な要因により行き詰まり、「死」を迎え破綻する。こうした「死（＝破産による法人格の消滅）」に抗うための対抗策を考えなければならない。

### II これまでの事業再生スキーム

通常、経営危機に陥った企業は、金融債権者（銀行）のみと債務整理に関する話し合いを行う（「私的整理」）。単なる債務返済の「リスケ」（＝繰延べ）を考えることが基本であり、私的整理の場に参加するすべての金融債権者から債務整理案（＝リスケ案）について同意を得なければならない。つまり、債務を減額するのではなく、少し待つてもらう、という形式である。「私的整理」では、債務者企業の債務を減免するという「抜本的処理」は好まれず、全員の同意を獲得することは難しいとされてきた。

このような「抜本的処理」のために、「法的整理」が利用される。「法的整理」とは、裁判所の主宰する法的倒産手続を意味するところ、債権者の多数決により、債務者企業の債務を減免するという「抜本的処理」が可能となる。

たとえば、すべての債権額の九〇パーセントを免責し、残り一〇パーセントを一〇年間で分割弁済する、といった内容の計画が実行されるのである。なお、この法的整理には、金融債権者だけでなく、商取引債権者など、多様な利害関係者が参加する。そのため、中小企業向けの民事再生手続ですら、複雑で重くなる。

従来、私的整理と法的整理の間に、必ずしも十分な連携が図られてきたわけではない。それぞれ主宰する機関が異なる（たとえば、行政庁と裁判所など）からである。適切な比喻ではないけれども、ともすれば「縦割り」になりかねない状況にあった。この点は、今回の危機を克服するために大きなマイナスポイントであると思われる。その意味で、今後の研究のためには、Sked教授が強調するように、私的整理と法的整理手続を架橋するようなスキームを考究する必要があるう。

### Ⅲ covid-19 危機の特質―「過剰債務」問題

私的整理であれ、法的整理であれ、債務返済のリスクや債務の減免といった果実を獲得するには、相当の時間がかかる。その間、中小企業の資金繰りを支え、その破産清算を回避することが不可欠である。そのために、金融機関等による追加の融資が欠かせない。これはcovid-19罹患者に対する「酸素」供給に相当する。

通常、こうした融資には不動産などの担保設定が必要とされるが、倒産危機にある中小企業には、担保を設定する財産がないことが多い。そのため、金融機関は、当該企業の事業収益からの回収を想定し、収益予測のもと融資額を決めざるを得ない。しかし、covid-19による経済停滞の特質は、回復の時期が現時点でまったく見通せないことにある。それゆえ、コロナ危機の前に収益性のあった健全な企業ですら、収益の予測がほぼ不可能になり、通常の融資は行われないことになりかねない。

そこで、政府の支援による補助金の提供や、金融機関による緊急融資に対する支援が重要になる。Speed教授の言葉を借りれば、裁判所の「医療崩壊」を防ぐための「第一防衛ライン」ということになるのか。これらのスキームについては、さまざまな団体や機関による提言がなされ、政府の前向きな取り組みが進行していると思われる。

問題となる深刻な危機は、仮にこうした融資が中小企業に対して実行されるとしても、それが反復継続することで生じる。つまり、これまでと異なり、出口が見通せない今回の危機の特質から、健全な企業が、事業維持のため融資を受け続けることで、「過剰債務」に陥ってしまう。また、同様に、公租公課の納付の猶予を受けた場合にも、「過剰債務」は生じうる。Covid-19による危機の最中に、あるいはその危機が去った時点で、収益性のある企業でさえ、膨れ上がった債務をカットする「抜本的処理」を行わなければならない。

そして、現在、反対する債権者が存在しても、過剰債務をカットできるのは、裁判所の法的整理手続のみである。日本でも、今後、圧倒的な数の倒産事件の申し立てが全国の裁判所に「津波」のように押し寄せた場合、裁判所にも人的・物的限界はあり、事件処理の過剰負担から、いわば「医療崩壊」が起きかねない。米国ほどの状況になるかは議論の余地があるとしても、備えは必要ではないか。そのために、中長期的な視点にはなるが、Speed教授も指摘するように、裁判所に対する必要な予算の投入が前向きに検討されるべきであろう。司法手続のIT化推進の前倒しはもちろん、裁判所職員も含めた人的な体制の充実が図られるべきであろう。

#### IV 私的整理と法的整理手続の架橋——必要な「酸素」を届けるために

##### (1) 裁判所の「医療崩壊」を防止する

短期的に見て、このような裁判所の「医療崩壊」を防ぐためには、倒産事件数の平滑化を実現しなければなら

い。すなわち、倒産事件数のピークをできる限り低くし、長いスパンで対応することが求められる。このことは医療崩壊を抑制するため、罹患者の数をできる限り少なくするという発想と同じである。

そのために、私的整理と法的整理手続の有機的な架橋を図ることが不可避となる。<sup>(v)</sup> 中小企業の資金繰りが悪化した場合、できる限り早い段階で「私的整理」を行い、債権者全員の同意を得て過剰債務の圧縮を試みるべきであろう。それでも、このスキームに反対する債権者が一人でも登場すれば、裁判所の関与が必要となるけれども、無秩序に倒産事件が裁判所に殺到することを回避できれば、裁判所の処理能力が十全に発揮される。

## (2) 法的整理手続を簡素化し迅速化する

私的整理を前捌きとして活用するだけでなく、法的整理手続自体の迅速化、簡素化も検討されるべきである。

Sked教授は、プリパッケージ型倒産手続として、ワークアウトを経由し、単一の組による議決と裁判所の認可手続を示唆していた。日本法でもすでに議論があるように、私的整理を経由し、金融機関のみを対象として法的整理を行うことが考えられるところ、簡易・迅速に計画の認可を獲得できるような方策が検討されるべきであろう。この場合、再生債権の調査・確定手続や議決権行使手続の簡素化など、検討するべき課題は多いけれども、倒産法理論上、もっとも厄介な点は、裁判所による「事業遂行可能性」（民事再生法一七四条二項二号）の判断をどう規律するか、ということではないか。この「可能性」について、再生債務者とその計画案に賛同する多数債権者の考えと、裁判所のそれが対立することはありうる。手続の簡素化を進められたとしても、この要件の規律如何により、債務者企業は清算されてしまう。難問である。<sup>(vi)</sup>

Sked教授は、議決権行使を回避する手段として、事業譲渡を位置付けている。つぐに、covid-19による危機で市場が機能せず買い手を見つけることが困難な場合に、GM社のような自己売買（sale to self）の有用性を指摘す

る。しかし、日本法で問題となるのは行政庁の許認可の処理である。医療法人（非営利法人）の事業譲渡について、この法人を適用対象とする民事再生法には、更生計画に基づき行政庁の許認可にかかる権利義務を新会社に移転するような規律（会社更生法二三一条）が存在しない。COVID-19による危機により医療法人の倒産が予想される<sup>(vi)</sup>ところ、このような欠缺をどのように補充するか、またなぜ計画であれば許認可の問題がクリアできるのか、等が考究されるべきである。

こうして、「私的整理を経由した後、裁判所において抜本的処理を行う事例」を成功に導くことが、さしあたり目指すべきところかもしれない。近々、このようなスキームが全国で展開される可能性がある。それらの事件を可能な限りフォローし、処理のプロセスとその帰結をモニタリングし、その実証的な分析結果を社会に対して詳らかにする必要がある<sup>(vii)</sup>と考える。

### (3) DIPファイナンスのインセンティブを高める

過剰債務の抜本的処理のために必要なものは、「時間」である。つまり、本稿が対象とする「私的整理を経由した後、裁判所において抜本的処理を行う事例」の場合、収益があげられない中、相当程度の期間、債務者企業の事業を維持しなければならない。そのために必要なものが、倒産危機にある企業に対して無担保で貸付を行う「DIPファイナンス」という融資である。

私的整理段階でなされたDIPファイナンスにより生じた金融債権は、既存の金融債権者の同意により、優先的地位を獲得することができる。一方、民事再生手続のような法的整理手続においては、申立て後、開始決定前になされたかかる融資について、裁判所の許可のもと優先的地位を付与することが明文で定められている（民事再生法一二〇条一項）。

しかし、「私的整理を経由した後、裁判所において抜本的処理を行う事例」では、私的整理段階のDIPファイナンスは、法的整理手続に移行したのち、無担保の一般債権として扱われる（たとえば、産業競争力強化法五七条等、民事再生法一五五条一項ただし書参照）。「優先的地位」は手続を跨いで完全には保障されない。不動産担保などを設定していなければ、DIPファイナンスの債権回収は事実上きわめて困難となり、この状態を放置すれば、融資に応じる金融機関はきわめて少なくなる。DIPファイナンスを試みる金融債権者の優先的地位を保障する理論の構築が求められている。

一方、短期的に見て、金融機関の融資意欲を削ぐことにならないような方策についても検討されるべきである。たとえば、不良化した金融債権を買い取ったり、それを保証したりするなど、政府の公的な介入が想定される。いずれの方法にせよ、政府が劣後的な地位で債務を負担するスキームが考究されなければならない。Skeel教授は、米国で発達したDIPファイナンス市場を政府の介入から保護することの重要性を説いているけれども、そうした市場が脆弱なわが国では、異なった視点からの理論的根拠が示される必要がある。

以上のことは、倒産法理論の中核でもあるプライオリティの問題であり、DIPファイナンスのインセンティブを高めるため、金融機関に対する優先的地位の保障と、政府負担に対する劣後的処理という二つのベクトルを同時に考察する挑戦的な課題に向き合うことになる。<sup>(viii)</sup>

## VI 結びにかえて―救われるべき者の選択

今回のCOVID-19による危機は、その終息が現時点で見えないことから、いわゆる優良企業でさえ「過剰債務」の問題に巻き込まれる可能性が高い。「超第一一章手続」を提唱するStiglitz教授とは異なり、Skeel教授の考察は、

この課題を解決するために、司法に信を置き、裁判所を活用しようとすることに特徴がある。<sup>(ix)</sup>そして、倒産事件数の爆発的增加から、切り札である裁判所を如何にして守るかを考究されるが、そこで救済される企業は、今回の経済危機前からその事業に問題を抱え、窮境にある企業ではないことに注意が必要である。あくまでも今回の経済停止による「需要の蒸発」により資金繰りに行き詰まる企業の救済が前提になる。

訳者も、今回の経済停止を原因として資金繰りに行き詰まる中小企業を主として念頭に置いてるが、たとえば、私的整理や法的整理の段階で救済融資を実行する場合、今回の停止以前から財務状況を毀損していた企業が混在することは避けられないように思われる。すなわち、本来の融資であれば、当該債務者企業の収益性、あるいは計画認可要件の言葉を用いれば、事業遂行可能性 (feasibility) を厳密に評価することになるはずである。しかし、すでに述べたように、COVID-19 による危機の特質は、その終わりが見えないことにあり、その判断は容易ではない。DIPファイナンスの実行段階で選別することに躊躇を覚えるのであるが、一方で、モラルハザードが生じるリスクもある。この点は、DIPファイナンスの優先性にかかる理論的基礎を考察する場合に、押さえておくべき点ではないかと考える。

いずれにせよ、考えるべき示唆を多く含む論攷である。今回は「あとがき」の趣旨から、関連する重要な先行業績について引用を差し控えた。あらためて研究論文を公表する際に真摯に向き合いたいと考えている。<sup>(x)</sup>最後に、Skeed教授をはじめブルッキングス研究所にあらためて感謝を申し上げる。

(iii) 藤本利一「アメリカ法における一九七〇年の企業再建——William O. Douglas の構想とその帰結——」阪大法学六五卷二号八一頁(二〇一五年) 参照。

(iv) 本稿の問題意識からは、たとえば、全国倒産処理弁護士ネットワーク「事業の継続のために——新型コロナウイルス



感染症 (COVID-19) に対する緊急提言 (No.2) ——」(<http://www.zentoh-net.jp/whatsnew/derai.php> 最終閲覧日 二〇二〇年六月二〇日) が有益である。

(v) 私的整理と法的整理の関係について、藤本利一「倒産法の世界のこれから」法学セミナー七十七号二六頁(二〇一四年)参照。また、民事再生手続から破産手続に移行する場合の、共益債権の取り扱いについて、藤本利一「倒産法における優先的地位と劣後化——債権者平等の意義を踏まえて(下)」NBL一五〇号三三頁(二〇二〇年)も参照。

(vi) 藤本利一・前掲注(iii)九五頁以下参照。

(vii) この点は富永浩明弁護士を示唆による。民事再生法に限定されるが、計画による譲渡と計画外の譲渡の関係について、藤本利一「いわゆる計画外の事業譲渡の正当性——債権者利益の位置づけを起点に」伊藤真ほか編・多比羅誠弁護士喜寿記念論文集二二二頁(商事法務、二〇二〇年)参照。

(viii) DIPファイナンス等の優先性に関するSked教授の論致を分析したものとして、藤本利一「倒産手続とファイナンス」東京弁護士会倒産法制部会『倒産法改正展望』九五頁(商事法務、二〇一二年)参照。

(ix) 米国の倒産裁判所の沿革について、藤本利一「アメリカの倒産手続と裁判所——未完の裁判所・裁判官に映るあるべき司法像の変遷」佐藤鉄男・中西正編著『倒産処理プレイヤーの役割——担い手の理論化とグローバル化への試み』三二四頁(民事法研究会、二〇一七年)参照。

(x) 諸外国の動向については、北島(村田)典子「COVID-19によるオーストラリア倒産法改正」NBL一七一号四〇頁(二〇二〇年)が示唆に富んでいる。同じく、イギリス倒産法改正の動向(<https://services.parliament.uk/bills/2019/21/corporatesolvencyandgovernance.html> 最終閲覧日 二〇二〇年六月二四日)についても、中島弘雅教授、北島(村田)教授、およびオックスフォード大学の Jennifer Payne 教授からご教示をいただいた。記して感謝申し上げます。今回の危機は、わが国の倒産法改正にも大きな影響を与えることになろう。

\* 本稿は、科研費基盤研究(C)「アメリカ倒産法における裁判所の役割——その史的変遷と現在問題」(研究課題番号・16K03402)の助成を受けた研究成果のひとつである。