

## 【博士論文要約】

一橋大学大学院国際企業戦略科

経営法務専攻 ID11L012

山本 慶子

### 『倒産手続における権利分配基準に関する研究

—— 交渉の仕組みとしての倒産手続からオプションによる権利分配へ ——』

## 序章

本論文は、再建型倒産手続における権利分配基準について、債務者企業と利害関係人の交渉と捉える観点から分析を加え、その内容を明らかにすることを目的とするものである。

再建型倒産手続における権利分配基準のうち、とくに公正・衡平および清算価値保障原則については、倒産手続における利害関係人の権利の帰趨を決することとなる重要な規整であるにもかかわらず、明らかではない点がある。こうした事態は、単に公正・衡平の内容に関する見解の対立にとどまらず、本来、より多くの分配に与えるはずの権利者の権利侵害という理論的にも実務的にもより深刻な問題を引き起こす可能性があると考えられる。

本論文は、以上のような問題意識から、わが国の権利分配基準がその起源を有する米国連邦倒産制度について比較法研究を行い、同国における公正・衡平とそれに関連する制度の内容と変遷を分析し、そこから得られる示唆をもとに、わが国再建型倒産手続における権利分配基準とそれに関する制度につき検討を行うものである。本論文は、日本における議論等の状況、比較法的検討、わが国への示唆、本研究のまとめと今後の課題と題する4章から構成されている。

## 第1章 日本における議論等の状況

本章では、日本法における権利分配に関する制度の内容、議論の状況を整理したうえで、企業倒産の実態を確認している。わが国における公正・衡平は、権利変更基準、認可要件、権利保護条項制度において求められているが、その内容に

については未だ統一的な理解は確立されていない。さらに、民事再生手続においては、従来、手続の対象となる権利の単一性を根拠として、公正・衡平を権利分配の一般原則として位置づける必要がないとの理解が一般的であるが、その他の権利者が手続外で取り扱われる結果、かえって手続が不透明となり、手続の対象とされている再生債権者の権利が侵害される可能性等がある。また、わが国企業の倒産手続の利用実態調査からは、再建型倒産処理としては民事再生手続の利用偏重が見られ、とくに会社更生手続の主な利用主体として想定されていた大規模企業についても民事再生手続による倒産処理が多くなされていることがみてとれる。仮に、本来、会社更生手続の適用が予定されるような利害関係人が多岐にわたる規模の大きい企業について、民事再生手続による倒産処理がなされているのであれば、利害関係人の権利の扱いにつき公正・衡平な扱いがなされていない可能性がある。

## 第2章 比較法的検討

本章では、米国連邦倒産制度を素材とする比較法調査を行い、権利分配に関する以下のような発展を確認している。

はじめに、米国再建型倒産手続における利害調整の仕組みの発展について確認している。そこでは、かつては、チャンドラー法第 X 章手続および第 XI 章手続に結実する 2 つの系統の再建型倒産手続が存在していたこと、しかし、公正・衡平の適用を原則とする第 X 章手続では利害関係人間の交渉は裁判所等による法的な監視下におかれ、厳密な手続となったことから、清算価値保障原則の適用のみを原則とする第 XI 章手続の利用偏重が生じたことが確認された。

そのうえで、米国連邦倒産法における平時実体法上の権利の分配にかかる規律である公正・衡平および清算価値保障原則につき、その内容と制度上の変遷を明らかにした。まず、公正・衡平は、複数の異なる権利者間の利害調整を図る原則として発展し、その内容は、絶対優先原則——平時実体法上の権利すなわち手続前における権利の優先順位を尊重し、上位の権利者について全額の弁済を行うことなしに下位の権利者への弁済を行うことはできないこと——を意味することが確認された。また、同原則に基づく権利分配は、当該企業の継続企業価値を見合いとして行われるものとされた結果、同原則を権利分配基準として採用していたチャンドラー法第 X 章手続は、利害関係人の間で権利分配について交

渉のなされる余地のないものとみなされるようになった。これに対し、清算価値保障原則の内容は、計画案における配当が破産手続を実施した場合に合理的に予想される配当を著しく下回ってはならないとするものであることが確認された。同時に、同原則を採用していたチャンドラー法第 XI 章手続は、多数決を通じて継続企業剰余に対する交渉を認めるものとして捉えられるようになった。さらに、第 XI 章手続は、優先順位の異なる権利者間の利害調整を行うものではなく、主に無担保債権者を対象としたものであり、清算価値保障原則しか適用しないものであった。そして、そうした点も一因となって第 XI 章手続の利用偏重が生じることとなった。

しかしながら、これらの 2 つの権利分配基準は、いずれも公平基準としての問題を抱えていた。このため、現行連邦倒産法では、2 つの手続が統合されるとともに、新たな権利分配の枠組みが採用されることとなった。すなわち、権利分配の枠組みとしては、基本的には第 XI 章手続型の枠組み——個々の権利者については清算価値保障原則を適用し、継続企業剰余の分配は多数決を通じた交渉に委ねるといった枠組み——を採用し、ただし、すべてのクラスによる多数決が得られない場合すなわち交渉が決裂した場合には、クラムダウンを通じた絶対優先原則を内容とする公正・衡平を適用するという枠組みを採用することとなった。

こうした大きな制度枠組みの変更がなされる傍ら、絶対優先原則の位置づけは、利害関係人間での合意が得られなかった場合に適用される原則的なものにとどまることとなったが、なおもその適用が問題となりうるケースがあることも認識されていたといえる。ひとつは、1978 年連邦倒産法制定の際にも絶対優先原則に対する問題のひとつとして認識されていた、経営者が株主を兼任しているような企業における株主の取扱いである。同原則の厳格な適用は株主たる経営者が再建する企業に留まることを困難にする。そうした不都合を回避するために、旧連邦倒産法のもとでは、新価値の法理、すなわち、債権者が 100%に満たない弁済しか受けられない場合であっても、従来の株主は新たな出資をすれば、引き続き債務者企業の株主であり続けることができるとする判例法理が形成されており、現行法のもとでも判例によって承継されていることが確認されている。ただし、その要件の明確化については未だ発展の途上にあるといえる。もうひとつは、衡平法上の権利変更という大きな例外である。1978 年連邦倒産法制定の際には、裁判所の衡平法上の権限として、実体法上の権利の順位を尊重するのではなく、債権が劣後化されることが明示されることとなった。これも

判例によって形成されてきた法理であるが、より具体的な要件や効果については、引き続き、判例による形成が待たれている。これらの法理の発展からも明らかとなっており、米国では、絶対優先原則に沿った解決を基本としながらも、合理的な範囲で絶対優先原則からの逸脱を認めることがあること、あるいは、同原則から合理的に説明しうる範囲での法理の形成が試みられているといえる。

続いて、こうした制度的変遷を背景にもつ米国における学界の議論として、とくに法と経済学者の議論を取り上げ、そこでの絶対優先原則の位置づけについて確認した。

まず、倒産の法と経済学の観点からは、倒産法は、倒産企業の企業価値あるいは債権者への分配価値の最大化を実現するための債権者の仮定的契約を制度化したものと説明されている（以下、こうした考え方を「仮定的契約モデル」という）。そして、このような考え方のもとでは、契約に基づく実体法上の権利および優先順位が倒産手続においても尊重されることが導かれていた。しかし、現実には、絶対優先原則からの乖離が見られることが多いとして、同モデルにおける論理的説明が不十分であるとの批判が生じた。このため、同モデルの改良版として、絶対優先原則からの乖離の理論的根拠を、事業失敗リスクを分担するための自発的な合意に求めるリスク・シェアリング・モデルが提唱されることとなったが、学界からの支持は得られなかった。

法と経済学者による議論の焦点は、なぜ絶対優先原則からの乖離が生じるのか、同原則からの乖離の経済的な意義は何か、絶対優先原則からの乖離は望ましいものか否かという点に移っていった。実証的研究により絶対的優先原則からの乖離の存在は明らかにされた一方で、それが望ましいか否かを実証的に明らかにすることは困難であることが認識されるようになったといえる。もともと、同原則からの乖離が生じるメカニズムについては発見もあり、再交渉によって絶対優先原則からの乖離は生じうること、さらに、株主が計画案の採択を遅延させられる地位にあたり企業価値のボラティリティがあることによって、株主にはいわゆるオプションが認められ、その結果、株主は、オプションを源泉とする交渉力に基づき、絶対優先原則からの乖離を意味する分配を獲得できることが明らかにされた。

さらに、絶対優先原則の遵守を所与として、いかに同原則に従った権利分配を実現するかという観点からの議論も活発化した。絶対優先原則からの乖離を生むのは企業価値評価の不確実性にあるとし、利害関係人の評価バイアスを排除

し、かつ、市場での売却を通じ、より公正な価格を実現するために、オークションやオプションを利用した倒産処理が提案されるようになった。

さらに、絶対優先原則に関する米国における近年の状況を確認するために、2つの議論を取り上げた。ひとつは、2000年代に入り、大規模企業を中心に資産売却を通じた倒産処理すなわち 363 条セールを用いた倒産処理の隆盛とそれを巡る議論、もうひとつは、倒産手続を巡る環境の変化を契機に米国破産協会 (ABI) が 2014 年に公表した第 11 章手続の改正提案、とくに権利分配 (配当) に関する提案についての議論である。363 条セールに関する議論や、実務界および学界が協働して作成した ABI 報告書からも明らかなおお、米国では、平時実体法を尊重すべきとの考え方は現在も支配的であり、絶対優先原則の正当性を認めながら、それに内在する問題点を認め、改善方法に関する議論やそのための立法に引き続き取り組んでいると評価できる。

### 第 3 章 わが国への示唆

本章では、以上の調査から得た示唆に基づき、わが国における権利分配のあり方について、2つの側面、すなわち、権利分配基準の内容面——権利分配基準の制度枠組みと基準の内容に着目した分析——および権利分配基準の適用面——絶対優先原則を採用した場合に企業価値評価に伴う問題を回避しながら平時実体法上の内容および優先順位に従った分配を実現しうるかに着目した分析——からの考察を試みた。

はじめに、権利分配基準の内容面に関する考察としては、そもそも、権利分配を規律する概念のみならず制度の枠組みについて日米間には差があることが明らかとなった。すなわち、第 1 に、クラムダウンの場合のみに公正・衡平が適用される米国とは異なり、わが国の公正・衡平は計画案の内容および認可要件として定められており、その適用はより一般的である点、第 2 に、わが国の通説的な理解に立てば、権利保護条項制度は米国のクラムダウンと同等の制度ではなく、清算価値保障原則と同一の機能を持つ制度である点を確認された。このことから、わが国の権利保護条項制度は清算価値を前提とした配当額を交渉決裂時の取り分 (いわゆる BATNA) とするものであるのに対し、米国のクラムダウンは継続企業価値を前提とした配当額を交渉決裂時の取り分として定めるものであることが明らかとなった。米国の同制度には、倒産手続によっても平時実体法上

の権利を剥奪または侵害することは許されず、唯一権利者による合意が得られる場合に限り、実体法上の権利と優先順位とは異なる分配を行うことが許されるという考え方がうかがわれる。そして、企業価値評価に伴う現実的困難から、継続企業剰余の分配は一次的には交渉に委ね、それが失敗に終わった場合のみクラムダウンのもとで公正・衡平の適用を通じて権利補償を行い、権利者間の合意を形成し、計画認可を達成するという制度を採用しているということができる。これに対して、わが国の権利保護条項制度のもとでは計画案に反対したクラス権利者には清算価値を前提とした配当しか行われれないのだとすれば、権利者の同意がないにもかかわらず、その十分な権利補償も行わずに権利の変更を強制するものであり、当該権利者の権利を侵害するものであるといえる。したがって、本人の同意なく、絶対優先原則から乖離した権利分配を認めうる権利保護条項制度は、米国におけるクラムダウンと同様の機能を果たすよう、その意義をあらためる必要があるとし、そのための解釈論を示した。

次に、権利分配基準の適用面に関する考察として、仮に、わが国でも絶対優先原則を内容とする権利分配基準を採用した場合、企業価値評価に伴う問題をいかに回避しながら平時実体法上の内容および優先順位に従った分配を実現するかについて検討を行った。具体的には、近年の米国における絶対優先原則の適用を巡る論点と位置づけることができる 363 条セールすなわち事業譲渡を用いた倒産処理における権利分配基準の適用の問題と、企業規模に応じた絶対優先原則の適用のあり方という 2 つの議論を取り上げ、わが国についてこれらに即した問題点の有無について検討を行った。

事業譲渡を用いた倒産処理については、はじめに、わが国においても事業譲渡による倒産処理が増加していることを確認したうえで、その法的仕組みを確認し、事業譲渡の際に生じうる問題についての分析を行った。そして、問題は、事業譲渡と合わせて債務引受がなされるケース、既存関係者が譲受人となり不当な価格で事業を譲り受けるケース、実体法上の優先順位に反する弁済がなされるケースごとに異なること、そして、その問題に応じた対応が必要なことを指摘し、解釈論および立法論として、事業譲渡についての裁判所の許可のための要件につき検討を行った。あわせて、事業再生の方法として用いられることの多い会社分割についても、濫用的会社分割が問題となる場合には、事業譲渡と本質的には同じ問題の発生が懸念されることから、わが国における現状の議論を整理したうえで、事業譲渡を用いた倒産処理に関する考察結果を参照しつつ、裁判所の許可によって計画外で行う会社分割を行うことを認め、その際に、事業譲渡につ

いて検討した対応策と同等の要件を設けることが望ましいとの提案を行った。

企業規模に応じた絶対優先原則の適用のあり方に関する議論としては、米国では ABI 報告書において、大規模企業については絶対優先原則に即した処理を高めるための買戻しオプション制度の適用の提案が、中小企業については中小企業向けの新たな再建手続の導入が提案されていたことから、企業規模に応じた異なる倒産制度のあり方について検討を行った。

#### 第4章 終わりに—— 本研究のまとめと今後の課題

最終章では、以上の総括に加え、今後の課題として以下の点を整理している。すなわち、本研究では、米国における学界の議論として、絶対優先原則を巡る議論が最も活発化した領域である法と経済学の議論を取り上げた。経済学的知見を応用した議論については、伝統的法学者、実務家および法と経済学者の間でかなりの温度差があることは否めない。そこで、本研究では、学者のみならず実務家との協働の成果である ABI 報告書を取り上げたことで、学界・実務界ともに、平時の実体法秩序を遵守するという認識が共有されていることは確認できたように思われる。もっとも、今後の研究課題として、ABI 報告書を踏まえた第 11 章手続の改正動向を追いながら、伝統的法学者および実務家における認識をより正確に把握し、米国における議論の背景をより深く理解することで、わが国の企業環境を前提とした倒産実務、倒産手続にとって有益な示唆を探っていく必要があると考えられる。

以 上