



Title	民事再生手続における保全処分の機能と展開（三）
Author(s)	藤本, 利一
Citation	阪大法学. 2015, 64(5), p. 39-51
Version Type	VoR
URL	https://doi.org/10.18910/71537
rights	
Note	

The University of Osaka Institutional Knowledge Archive : OUKA

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

The University of Osaka

民事再生手続における保全処分の機能と展開 (三)

藤 本 利 一

五 アメリカ法の理論 (一) —— 流動性問題 (liquidity problem) と倒産法理論

前章では、アメリカ法における実務の展開を確認した。本章では、それに対する理論分析を検討する前提として、近時、アメリカ倒産法の分野において生じた流動性問題 (liquidity problem) とそれを契機とした基礎理論の見直しについて概観しておく。倒産法が窮境にある企業の流動性を生み出す際に果たす役割の重要性を明らかにし、かつ、この流動性創造機能を倒産法理論に組み込むことについて、Kenneth Ayotte 教授と David A. Skeel Jr 教授の議論を中心に検討する⁽¹⁸⁾。

1 流動性 (liquidity) の危機の出現

アメリカ合衆国における近時の金融危機以降、多数の倒産事件 (第一章手続) の背後に、流動性問題 (liquidity problem) があると指摘されるようになった。流動性の危機が問題となった近時の二つのケースを簡単に紹介し、そうした問題の持つ意味と倒産法理論との連関を指摘する。

(1) Bear Stearns 事案

Bear Stearns は、名門と謳われたアメリカの大手投資銀行（当時全米第五位）であった。この会社は、傘下の大手ヘッジファンド二社の破綻により、サブプライムローン（信用力の低い個人向け住宅融資）市場が悪化するきっかけを作った後、昔ながらの取り付け騒ぎの犠牲となり、JPMorgan Chase による救済合併の対象となった。一株当たり一七〇ドルもの高値で売買されていた株価は、一株当たりわずか二ドルとなり、その価値は地下鉄の切符代と同程度まで下がってしまったと評された。なお、買収総額は二億三六〇〇万ドルであった。この買収合意により Bear Stearns の倒産申立ては回避され、それによる金融市場の危機を食い止めることができた⁽¹⁸⁾

二〇〇八年三月一〇日の週のはじめに、Bear Stearns は、一七〇億ドルの現金と七〇億ドル以上の株式資本を維持していた⁽¹⁹⁾。しかし、その週の終わりには、Bear Stearns は、JPMorgan Chase との合併を行うため、連邦準備銀行（FRB）に対し巨額の資本注入を要求せざるを得なくなった。事業継続のための資金借入れに際し、その担保としていた資産が、突然、流動性を失ったためである⁽¹⁹⁾。Bear は、十分な担保資産を有していたにもかかわらず、自社に対する融資者を見つけないことができなかった⁽¹⁹⁾。いかに短期間のうちに投資家やトレーダー、その他の機関の信用が失われてしまうのかという現実を見つけた格好の事例であった。

(2) Kodak 事件

Kodak は、写真関連製品の製造販売で歴史に残る企業であり、かつ映像関連事業も行ってきた。写真フィルムはかつて世界で四社しか製造できなかった商品であり、寡占市場が形成されていた⁽¹⁶⁾。そのため、そうした上位企業はかなりの利益を得ていたが、デジタル写真技術の進歩で、銀塩式の写真フィルムの需要は縮退してしまった⁽¹⁶⁾。伝統的な写真フィルムからデジタル映像にトレンドが移り変わるなかで、Kodak は、新規事業の投資に失敗した後、自

社の持つ一連の映像関連特許権を、訴訟、ライセンス契約および売却によって、現金化することにシフトした。⁽¹⁹⁷⁾ Kodakの財務状況が悪化するにつれ、BlackBerry、Apple、そしてHTCのような企業が、訴訟で利益を得るため、遅延戦略を採用したため、Kodakは、二〇一二年一月、対抗措置として第一章手続の申立てを行った。⁽¹⁹⁸⁾ この申立ては、時間を稼ぎ、資金繰りから解放されるためになされた。⁽¹⁹⁹⁾ この申立てにより、Kodakは、特許権の売却と訴訟によって得る価値を最大化することができ、中核事業の再建を進めることができる。⁽²⁰⁰⁾ Kodakの倒産弁護士トップは、手続開始の日に、裁判所に対して次のように述べた。「流動性（の確保）のために、ここに来ました」と。⁽²⁰¹⁾

(3) 問題の所在

これらの著名な事件において、債務者企業は、深刻な流動性の危機に陥った。流動性の危機に瀕している企業は、その基本的価値を下回る価格で、早期の清算や事業譲渡を余儀なくされる。⁽²⁰²⁾ そのため、Kenneth Ayotte教授とDavid A. Skeel Jr.教授は、深刻で世界的な影響を及ぼした金融危機を経験した今日、倒産法は、窮境にある企業の流動性を生み出す役割を果たすことが重要であり、かつ、この流動性創造機能を倒産法理論に組み込むことが検討されなければならぬ、という。⁽²⁰³⁾ 倒産法の目的は、流動性の回復にこそ求められるべきだ、というのである。⁽²⁰⁴⁾

企業倒産に関する支配的な理論は、Thomas Jackson教授らの提唱によるCreditors' Bargain理論である。⁽²⁰⁵⁾ この規範理論は、企業が窮境に陥ったときに、多数の債権者が互いに協力し合うことができないうことで生じる特有の問題を解決することに、倒産法の射程が限定されるべきだ、と論じる。⁽²⁰⁶⁾ Ayotte教授とSkeel Jr.教授によれば、一見したところ無関係にも見える、流動性と債権者間の協力関係の問題は、今日のファイナンス理論において、密接に関連するとされる。⁽²⁰⁷⁾ ファイナンス理論では、流動性の欠如の原因として二つの事柄、すなわち、過剰債務の問題と逆淘汰(adverse-selection)の問題（ときに、「情報の非対称性」や「欠陥商品(lemons)」問題と呼ばれるもの）が挙げら

れている⁽²⁰⁸⁾。流動性の欠如は、窮境にある企業にとって重大な問題であるが、協力関係の欠如した多数の債権者の存在が、そうした問題をより深刻なものとする、というのである。かかる指摘については、上記事例が参考になるはずである。

Ayotte 教授と Skeel Jr 教授は、現行連邦倒産法においても、債務者企業の価値を保全し、流動性の回復に役立つ諸規定が存在している、という。たとえば、三六三条セール⁽²⁰⁹⁾、DIPファイナンスとプライミング・リーエンに関するルール（三六四条(d)⁽²¹⁰⁾）、クラムダウンと連関する、裁判所による担保目的物の価値の評価基準時に関するルール（五〇六条(a)⁽²¹¹⁾）、倒産手続開始前に設定された担保権が手続開始後に取得された換価物、果実や収益等に及ぶというルール（五五二条(b)⁽²¹²⁾）などがある。

Ayotte 教授と Skeel Jr 教授は、これら流動性を改善するための諸ルールには、倒産実務家にとって、疑問の余地がないとされるものであっても、理論的基礎を欠いているものがあると評される⁽²¹³⁾。また、そもそも、論争の的となっているルールが存在し、倒産裁判所によって、統一的な運用もなされていない、という⁽²¹⁴⁾。

Creditors' Bargain 理論を修正発展させる彼らの理論、すなわち、流動性の回復を目的とした倒産法理論は、こうした理論的基礎の欠陥を補い、倒産法理論における対立や不確かさを検証し、評価することができるとされる⁽²¹⁵⁾⁽²¹⁶⁾。以下では、まず、Ayotte 教授と Skeel Jr 教授による Creditors' Bargain 理論への分析と展開を取り上げる。

2 Creditors' Bargain 理論に対する分析と展開

Creditors' Bargain 理論は、Douglas Baird 教授と Thomas Jackson 教授の有力な業績による⁽²¹⁷⁾。Ayotte 教授と Skeel Jr 教授は、この理論について、債権者による債権回収に対する救済として倒産法が果たしうる重要な役割を認めるも

のであるとしつつ、流動性回復という彼らの理論との関連性において、Jackson 教授の著書「The Logic and Limits of Bankruptcy Law」に示された二つの重要な原理 (elements) を抽出し、批評を加えている。⁽²¹⁸⁾

(1) 効率性原則

Creditors' Bargain 理論の重要な第一原理は、単独の所有者によって選択される結果が、倒産法にとって理想的なものになる、ということである。⁽²¹⁹⁾ かかる所有者は、倒産手続の申立日に、当該企業のすべての資産を完全に所有する仮定の個人であるとされる。このような単独所有者は、清算か、自主再建か、または事業譲渡かといった、債務者企業の資産の配置について判断を行う。その際、単独所有者の採る判断は、追加の資金が提供されたとき、債務者企業とその債権者らが、事前に関与を認められれば、集団として締結したであろう合意に等しい、といわれる。⁽²²⁰⁾ こうした判断は、経済上効率的な方法で資産を配置したものと措定される。⁽²²¹⁾ すなわち、そのような個人は、集団にとって当該資産の価値を最大化するような判断をするはずだ、というのである。倒産手続において、資産の価値を最大化することは、債務者と債権者に、倒産手続における配当を最大にする可能性を付与する。⁽²²²⁾ 倒産手続において効率的な結果を生ぜしめるルールが見られるならば、債務者は、平時において、最も良い条件で資金調達を行うことができるであろう。⁽²²³⁾ Ayotte 教授と Skeel Jr 教授は、この法理を「効率性原則」と呼称する。⁽²²⁴⁾

Creditors' Bargain 理論によれば、もし倒産法がなければ、企業の資産は、単独の所有者が選択するようには、配置されなくなる。⁽²²⁵⁾ 債権回収に関する州法によれば、一般債権者は、「早い者勝ち」原則に基づいて、満足を得る。⁽²²⁶⁾ いわゆる優先主義⁽²²⁷⁾。債務者の資産を早期に差し押さえた一般債権者は、債務者が十分な資産を有していれば、「早い者勝ち」原則により、債権全額を回収できるけれども、それに遅れた債権者は、企業の資産がその債務の弁済に不十分であるとき、いわば蚊帳の外に置かれてしまい、債権を回収できなくなる。⁽²²⁸⁾

州法のような、債権回収に関する個人主義的方法は、債権者全体にとっての価値を破壊する効果を生ぜしめる⁽²⁴⁾。それはこういうことである。個々の債権者は、全員が即時の債権回収行為を取らなければ、債務者が事業を継続し、継続企業体として、ばら売りするよりも、より大きな価値を生み出すかもしれないということを理解している可能性がある⁽²⁵⁾。しかし、同時に、債権者は、州法に基づいて、直ちに債権回収を行えば、全額の回収ができることを知っている。そして、その債権者は、他の債権者も同じように考えていることも分かっている。このことから、債権者は、債務者の資産を差し押さえるために、裁判所への競争を行うインセンティブを持つようになる⁽²⁶⁾。個人が利己的に権利を訴求することで、事業の継続により大きな価値を生み出す企業を破壊してしまう⁽²⁷⁾ことが起きる⁽²⁸⁾。こうした「コモン・プール問題」によって、Creditors' Bargain 理論における債権回収手続が正当化される⁽²⁹⁾。倒産法のオートマティック・ステイは、倒産手続が申し立てられたとき、すべての債権者の債権回収行動を止めるものである。おそらく、この制度は、コモン・プール問題を防止するのに、もつとも適した方法である⁽³⁰⁾。

(2) Normative Butner Principle

Creditors' Bargain 理論の第二原理は、次のようなものである。すなわち、コモン・プール問題の解決は、債権者の手続上の権利の変更を要求するけれども、実体法上の権利を変更することまでは要求しない、というものである⁽³¹⁾。Ayotte 教授と Skeel Jr 教授は、この第二原理を、Normative Butner Principle と呼ぶ⁽³²⁾。これは、連邦最高裁判所の判決、Butner v. United States⁽³³⁾ に因んで名付けられたものである。連邦最高裁は、この判決において、倒産手続における実体法上の権利は、倒産法が特に命じていない限り、平時実体法によって定まる、と判示した⁽³⁴⁾。

Ayotte 教授と Skeel Jr 教授は、Normative Butner Principle の適用に関する典型例として、倒産手続における担保権の処遇を挙げて説明する⁽³⁵⁾。債務者が担保権者に対して債務不履行にあるとき、担保権者は、州法に基づき、担保目

的物を売却し、そこから自己の債権の満足を得ることができ⁽²⁴⁾。州法上、担保権者は、担保目的物の価値の範囲内で、一般債権者に対して優先権を持つ。すなわち、競売の対価は、担保権者に優先的に弁済される⁽²⁴⁾。一般債権者は、担保権者が全額の満足を得た場合にのみ、担保目的物の残された価値に対して権利主張をすることができる⁽²⁴⁾。一方、倒産法では、担保権者の権利は手続上制約される。このことを正当化するのが、Normative Butner Principleである⁽²³⁾。すなわち、債務者が倒産手続を申し立てた場合、担保権者は、担保目的物を差し押さえ、換価することが禁止される⁽²⁴⁾。しかし、倒産法は、担保権者に対して、担保権の実体法上の価値を保護しなければならぬ。すなわち、担保権者は、申立時の担保目的物の価値の範囲内で、一般債権者に優先して弁済を受けることができるのである⁽²⁵⁾。さらに、Normative Butner Principleのもとで、担保権者は、競売の手続が遅延することで生じるコストについて、補償されるべきである⁽²⁶⁾。Creditors' Bargain 理論は、実体法上の権利の価値を維持することで、効率性原則は促進され、財団の価値が最大化されると考えているとされる⁽²⁷⁾。またさらに、実体法を尊重することで、有害なフォーラムショッピングが防止される。すなわち、Creditors' Bargain 理論は、他人の損失で、利益を得るため、倒産手続を利用したり、利用しないようにしたりする利害関係人のインセンティブは小さくなる⁽²⁸⁾ということを前提にしていると評価されるのである⁽²⁸⁾。

(3) 流動性回復の視点の加味

Creditors' Bargain 理論は、Ayotte 教授と Skeel Jr 教授の分析にとって、有益な出発点を提供するものであるとされる⁽²⁹⁾。彼らは、Creditors' Bargain 理論の第一原理に完全に同意する。すなわち、倒産法は、効率性原則を満たすことを追求するべきである⁽²⁹⁾。しかしながら、Normative Butner Principleは、流動性が問題になる場合、有益なガイドラインとならず、企業倒産法を適切に機能させるには、資産の価値を最大化するため、債務者の流動性を高める

ことを企図する諸ルールが必要になるという。⁽⁸⁵⁾ Ayotte 教授と Skeel Jr 教授が検討する先述の事例は、流動性の欠如が問題となったものであった。そこでは、Normative Butler Principle と効率性原則の間に、抵触が生じていたのである。⁽⁸⁶⁾ それゆえ、倒産法は、これらの諸原則を尊重することで生じる諸利益の間での困難な綱渡りが求められる。⁽⁸⁷⁾ Ayotte 教授と Skeel Jr 教授は、こうした綱渡りがどのようにデザインされれば最適になるのか、それを理解する必要があるという。⁽⁸⁸⁾ 彼らがすでに指摘しているように、現行連邦倒産法には、プライミング・リーエンをはじめとして、流動性を高めるための諸規定が存在している。それにもかかわらず、Bear Stearns や Kodak は、市場から事業継続のための資金を調達できなかった。こうした点を踏まえ、流動性の意義や流動性の欠如によってもたらされる問題を考究しつつ、あるべき倒産法理論、また流動性を高めるための倒産法ルールの分析が展開される。

〔本稿は、二〇一〇年度全国銀行協会研究助成金による研究成果の一部である。〕

(85) 筆者はかつて資金調達に配慮した制度、理論構築の必要性を指摘したことがある(拙稿「倒産手続とファイナンス—アメリカ法におけるプライミング・リーエンを手がかりに」東京弁護士会倒産法制部会『倒産法改正展望』九五頁、九六頁(商事法務、二〇一二年))。

(86) Matthew Goldstein, *JPMorgan Buys Bear on the Cheap*, Bloomberg Businessweek, March 16, 2008 (<http://www.businessweek.com/stories/2008-03-16/jpmorgan-buys-bear-on-the-cheapbusinessweek-business-news-stock-market-and-financial-advice>, 2014.11.25). 日本語の翻訳記事として、Matthew Goldstein「米金融破綻、まずベア・スターンズ JP モルガンへの身売り価格「1株2ドル」の衝撃」日経ビジネス ONLINE 二〇〇八年三月二二日 (<http://business.nikkei.co.jp/article/world/20080319/150585?P=1,2014.11.25>) 参照。

(87) Ayotte & Skeel Jr, *supra* note 187 at 1559.

- (191) *Id.*
- (192) *Id.*
- (193) *Id.*
- (194) アメリカのKodak、ドイツのアクファ、日本の富士フィルム、コニカである（加護野忠男「なぜコダックは破綻し、富士フィルムは好調なのか」PRESIDENT二〇一二年四月二日号一四頁）。
- (195) 加護野・前掲註（194）一四頁。
- (196) 加護野・前掲註（194）一四頁。
- (197) Ayotte & Skeel Jr, *supra* note 187 at 1559.
- (198) *Id.*
- (199) *Id.*
- (200) *Id.*
- (201) *Id.* at 1559–1560.
- (202) *Id.* at 1560.
- (203) *Id.*
- (204) *Id.* at 1561.
- (205) わが国においてこの理論を詳細に紹介・分析するものとして、水元・前掲註（70）三九頁以下が有益である。また倒産法の正当性ないし必要性について、債権者の協力関係に着目し、社会契約論およびゲーム理論の視点から検討するものとして、山本和彦「倒産処理法入門〔第四版〕」一頁以下（有斐閣、二〇一二年）参照。
- (206) Ayotte & Skeel Jr, *supra* note 187 at 1560; Douglas G. Baird and Thomas H. Jackson, Corporate Reorganizations and the Treatment of Diverse Ownership Interests: A Comment on Adequate Protection of Secured Creditors in Bankruptcy, 51 U Chi L Rev 97, 101–109 (1984).
- (207) *Id.*
- (208) *Id.*

- (209) 三六三条セールの問題点について、拙稿「計画外事業譲渡は「濫用」か？」銀行法務21七七一号三四頁以下(二〇一四年)参照。
- (210) DIPファイナンスとプライミング・リーエンについては、拙稿・前掲註(188)九五頁、とくに理論上の問題点について、一〇六頁―一六頁以下参照。
- (211) 担保権者に対するクラムダウンについて、拙稿「債権者一般の利益」概念の意義と機能」松嶋英機Ⅱ伊藤眞Ⅱ園尾隆司編『専門訴訟講座⑧倒産・再生訴訟』三〇四頁、とくに三一六頁―三二七頁(民事法研究会、二〇一四年)参照。
- (212) 五五二条(b)について、福岡真之介『アメリカ連邦倒産法概説』二〇三頁―二〇四頁(商事法務、二〇〇八年)参照。
- (213) Ayotte & Skeel Jr, *supra* note 187 at 1561.
- (214) *Id.*
- (215) *Id.* Ayotte教授とSkeel Jr教授の理論分析は、第一章手続による大規模倒産事件を前提としており、そこに登場する企業については、その保持する財産すべてに担保権が設定され、かつ、優先順位の異なる複数の担保権者が存在していることを前提する(*Id.* at 1562)。これがアメリカの現状である。また、彼らの理論の射程は、金融機関の倒産処理にも及ぶことが指摘されている(*Id.* at 1562)。
- (216) Ayotte教授とSkeel Jr教授の問題視角には、アメリカの倒産手続(第一章手続)における、いわゆる債権者主導型手続の動向が含まれている。かかる動向については、村田典子「当事者主導型倒産処理手続の機能の変容(一)(二・完)―アメリカ合衆国連邦倒産法第一章手続における債権者の手続支配―」民商一三八巻六号五九頁―八四頁、同三九巻一号三七頁―六八頁(二〇〇八年)参照。またこの文献の後のアメリカ法における重要資料として、Kenneth M. Ayotte & Edward R. Morrison, *Creditor Control and Conflict in Chapter 11, 1 J. Legal Analysis* 511, 511-512 (2009)がある。これは今世紀に生じた、担保権者の権限ないし影響力の爆発的な増大を論じたものである。併せて拙稿・前掲註(188)一二二頁註(123)、拙稿・前掲註(211)三二五頁および同頁註(135)も参照。Ayotte教授とSkeel Jr教授は、債権者主導の傾向が、倒産法による流動性供給の役割をより重要なものにしており、そして、それは、たとえば、プライミング・リーエンのような、数十年前にはあまり重要でなかった連邦倒産法の諸規定の重要性を高めている、という(Ayotte & Skeel Jr, *supra* note 187 at 1562-1563)。

- (217) Ayotte & Skeel Jr, *supra* note 187 at 1563. 倒産法の基礎理論を解き明かしたものとして、Thomas H. Jackson, *The Logic and Limits of Bankruptcy Law* 10-17 (Harvard 1986) 倒産手続における担保権の処遇について論じた Baird and Jackson, *supra* note 205 at 116-25. Creditors' Bargain 理論を探求した Thomas H. Jackson, *Bankruptcy, Nonbankruptcy Entitlements, and the Creditors' Bargain*, 91 *Yale L.J.* 857, 861-68 (1982) が、Creditors' Bargain 理論における主要な業績である。
- (218) *Id.* at 1563-1567.
- (219) *Id.* at 1563. ほうじた単独所有者の判断の合理性に関する比喩は、日本におけるマンション建て替えをめぐる意思決定の(統合ないし調達)問題を想起すれば理解しやすいのではないか。個々人に区分所有権を認めたことで、当該建物の処遇に関し、ある時点における効率的な、あるいは最適な判断(資産の配置)をなすことが、きわめて困難になることがある。その結果、ほうじた問題は、多数決問題に置換される。
- (220) *Id.*
- (221) *Id.*
- (222) *Id.* at 1563-1564.
- (223) *Id.* at 1564.
- (224) *Id.*
- (225) *Id.*
- (226) *Id.*
- (227) Jackson, *supra* note 217, *Logic and Limits* at 12, 16.
- (228) Ayotte & Skeel Jr, *supra* note 187 at 1564.
- (229) *Id.*
- (230) *Id.*
- (231) *Id.*
- (232) *Id.*
- (233) *Id.* Jackson, *supra* note 217, *Logic and Limits* at 11-12.

- (234) *Id.*
- (235) *Id.* at 1564–1565. Jackson, *supra* note 217, Logic and Limits at 21.
- (236) ここで、Ayotte 教授と Skeel Jr 教授が、「規範的 (Normative)」という言葉を用いるのは、この法理を、実務上一般に用いられている、実際の (positive) Butner principle と区別するためである。この法理は、連邦最高裁の判決に由来し、それは、実体法上の権利は、倒産法がそれとは異なった命令をしていない限りにおいて、倒産手続において尊重される、と判示している。このように、一般に理解されている Butner principle は、その規範的な価値がどのようなものであれ、倒産法を所与のものともみなす実定的法理である。これとは対照的に、Normative Butner Principle は、倒産法がどのように形作られるべきか、という視点を含んでいる。連邦倒産法が明示的に実体法上の権利を変更し、かつ、その変更がコモン・プール問題に関係しなければ、Creditors' Bargain 理論によって、そうした権利変更を、理論上、正当化することはできない。(Ayotte & Skeel Jr, *supra* note 187 at 1565 note 28)。
- Creditors' Bargain 理論⁵ Normative Butner Principle の侵害 (実体法上の権利の変更) が、一定の条件下において、効率性原則を維持するために、すなわち、価値最大化のために、必要となる可能性を認めている、と Ayotte 教授と Skeel Jr 教授は指摘する。たとえば、Jackson, *supra* note 217, Logic and Limits at 28 が引用されている。しかし、Jackson のその理論は、本章で取り上げている流動性の危機がもたらす諸問題 (the liquidity-driven deviations) を明示的に取り上げていない (*Id.*) とも付言している。
- (237) 440 US 48 (1979).
- (238) *Id.* at 54–55.
- (239) Ayotte & Skeel Jr, *supra* note 187 at 1565. 清算価値保障原則を踏まえつつ、担保権に対する倒産法上の保護の仕組み (主としてクラムダウン) について、拙稿・前掲註 (211) 三二六頁—三二七頁参照。
- (240) *Id.*
- (241) *Id.*
- (242) *Id.*
- (243) *Id.*

民事再生手続における保全処分の機能と展開 (三)

- (244) *Id.*
- (245) *Id.*
- (246) *Id.* at 1566.
- (247) *Id.*
- (248) *Id.*
- (249) *Id.*
- (250) *Id.*
- (251) *Id.*
- (252) *Id.*
- (253) *Id.* at 1566-1567.
- (254) *Id.* at 1567.