The University of Osaka
Institutional Knowledge Archive

Title	ロンドン・アプローチの終焉と法的整理手続の台頭（上）：イギリス法の経験
Author(s)	藤本, 利一
Citation	阪大法学. 2015, 65(3), p. 207-227
Version Type	VoR
URL	https://doi.org/10.18910/75446
rights	
Note	

The University of Osaka Institutional Knowledge Archive : OUKA

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

The University of Osaka

資　料

ロンドン・アプローチの終焉と法的整理手続の台頭（上）

――イギリス法の経験――

藤　本　利　一

はじめに

本稿は、昨年夏、London School of Economicsにおいて、Sarah Paterson准教授に対して行われたイギリス倒産法に関するインタビューを契機とする。インタビューで取り上げた主たるテーマは、イギリス法における価値評価（valuation）の問題と裁判所の役割についてであった。その折に、Paterson准教授より、当日のインタビュー内容について、近々発表する論文を参照するようにとのご示唆をいただいた。その論考が、Sarah Paterson, Bargaining in Financial Restructuring: Market Norms, Legal Rights and Regulatory Standards, 14 Journal of Corporate Law Studies 333 (2014) である。

この論考は、一九九〇年代に台頭したロンドン・アプローチの始まりとその枠組みを俯瞰し、それが二〇〇〇年代に入ってから廃れてしまう原因をフォローしている。その原因とは、イギリスにおける金融市場の変化、債務者企業の資金調達方法の高度化による、融資債権者の多様化、換言すれば、債務者企業の財務構成の複雑化であった。

すなわち、それまで、ロンドンの金融「村（clubbiness）」の話し合いで処理されていた債務者企業の債務再編は、「村民」の多様化、多数化によって、全員一致が困難となったのである。その結果、多数決による処理が必要となり、法的整理手続と事業譲渡が活用されることとなった。旅行業の免許を維持するために、清算処理が利用できなかったことを契機とする、MyTravel事件[1]が著名であるが、こうしたスキームは、イギリス法に、価値評価（valuation）の問題を生ぜしめ、それに対して、裁判所がどのように関与するべきかという困難な問題も生み出した。Paterson准教授は、こうした近時の展開をフォローしつつ、上記二つの論点に対し、一定の解法を提示される。その分析において、アメリカ倒産法の歴史と理論研究を丹念に比較しておられるところは印象的であり、とくに、近時裁判所の関与のもとで行われているイギリスの法的処理スキームと、アメリカ合衆国において二〇世紀初頭に実施された鉄道会社の再建スキームとの近似性を指摘される点は興味深い。また、American Bankruptcy Institutеによる最近の第一一章手続改革の議論も丹念にフォローしておられる。

本稿は、Paterson准教授の上記論文について、まず、イギリスにおいて、ロンドン・アプローチが終焉を迎えた理由と、法的整理手続に依拠しなければならなかった経緯、および裁判所の手続を利用することで生じた問題点を取り上げ紹介し、そのうえで、上記論文の当該部分に対する筆者のコメントを述べる。この論文の後半では、かかる論点への理論的対応として、たとえば、'valuation ombudsman'の議論などが提唱されるけれども、そうした部分は次回に取り上げ論じる。さしあたり、イギリスで起こった重大な変化とそれによって生じた問題点について紹介することが肝要であると考えるからである。

【要旨上】

A　はじめに

融資を行う場合、貸し手は、企業の財務の健全性を監視するために、融資契約の中に、複数の貸付条項（financial covenants）を定めることができる。これらの条項に抵触する行為が一つでもあれば、貸し手は、履行期を待たず、直ちに、未払いの債権額とともに、元本全額の回収をすることができる。この場合、貸し手には、二つの選択肢がある。(i)履行期を待たず、債権全額の弁済を求めることで、インソルベンシー・プラクティショナーの選任を促し、それによって、債務者企業の事業と資産を売却し、その代価を債権者に分配することと、(ii)当初の融資条件を見直すため、借り手と再交渉をすることである。

融資条項に違反する行為があったことは、窮境（financial distress）を示す早期の警戒信号ともいえる。窮境にある企業は、事業自体黒字であったとしても、負担する債務を弁済するために必要十分な現金を生み出すことができない。あるいは、債務者企業がその負担する債務を弁済することができるとしても、そのために、多額のキャッシュフローが必要となり、設備投資に資金を回したり、企業を買収して利益をあげたり、市場において価格競争に打って出ることができなくなる。これらの状況において、貸し手は、直ちに、債務者企業の事業と資産を売却し、代価を債権者に分配するよりも、当該企業への投資を再構築することで、たとえば、債務の一部弁済（pay down）、債務の免除（write-off）、または、デット・エクイティ・スワップ（以下、「DES」という。）を行い、より大きな価値を得ることができると判断することがあり得る。

かかる債務再編について、ロンドン・アプローチと呼ばれるスキームが存在した。これはイギリスにおいて、巨額の債務再編が行われる場合、依拠される一連の市場の規範である。しかし、今世紀初め、このアプローチに注目

した研究者たちが存在した。[2] これらの研究者は、急速に変化する金融市場において、市場における従来の規範が継続して効力を持ち続けることに対し、警告を発していた。本稿は、この話題を取り上げ、ロンドン・アプローチの衰退と、市場原理ではなく、法的権利を厳密に遵守する交渉が活発になっていること、裁判所が関与しない場合の、利害関係人の交渉力に及ぼす、イングランドにおける法的整理手続の効力、また、当該法的手続によって、特定の債権者に有利なように、交渉力のバランスが崩れるリスクが存在することを論じる。

B　市場の規範――ロンドン・アプローチ

一九七〇年代、イングランド銀行は、いわゆる第二次金融危機に際し、銀行の救済に積極的に関わっていた。イングランド銀行は、窮境にある大企業を救済するにあたり、当該金融危機の間に獲得した専門的知見を利用し始めた。その後、イングランド銀行は、企業の救済に積極的に関与することが適切ではないと判断し、当時の Pat Kent 総裁のリーダーシップのもと、借り手である大企業が窮境に陥ったときに依拠すべき一連の諸基準を、商業銀行が自身のために採用するよう奨励した。イングランド銀行は、一九九〇年八月、ロンドン銀行協会に、「ロンドンのすべての銀行が窮境にある企業を救済するため、複数の銀行による取り組みに習熟するべきであることを確かなものにすること」を目的として、文書を送付した。これが、ロンドン・アプローチとして知られるようになった、インフォーマルな枠組みであり、ほぼ一〇年に渡り、活用された。

ロンドン・アプローチのとくに興味深い特徴は、それが、たとえば、借り手に対する訴訟を制限するなど、事前に合意し定められた手続ルールを超えることを行っていた、という点である。その構想の本質は、次のようなものであった。すなわち、貸し手は、自己の利益だけでなく、他の貸し手に対する「公正さ」という一般的な概念に留

意するべきである、と。イギリス銀行協会（British Bankers' Association）は、ロンドン・アプローチに関するポリシー・ノートとして、次のように定めている。

基本原則

a　融資者は、商取引上の判断を行う権限を有するけれども、

b　融資者は、現実的で、プラグマティックであること、また、自己のかかる判断が他者に及ぼす影響について認識することが期待される。貸し手は、自己の利益のために、他の貸し手に対し、不公平である条件を獲得しようするべきではなく、企業の救済という目的のすべてに共感するように努力するべきである。

C　法に基づく交渉

1　初期の展開

Armour and Deakin 論文[3]では、ロンドン・アプローチの未来に対する警告が発せられていた。それは、ロンドン債券市場における三つの重大な変化、すなわち、グローバル化、金融機関を介さない資金調達の拡大（the rise of disintermediated credit）と、窮境にある企業を対象とした債券市場（the distressed debt market）の発展を踏まえたものである。三番目の事象が、もっとも劇的な変化であった。アメリカ合衆国の投資家が、大挙して、イギリスの市場に参入し、母国において大成功を収めた戦略をロンドンで実行した。窮境にある企業への貸し手から、低額で債権を買い取るというこの戦略により、アメリカの投資家は、債務再編の実行後、債権の価額が上昇した場合、直ちに利益を得るか、または、DESを行い、株式を取得した後、数年が経過し、市場環境が改善した場合な

どに、成功裏に投資を終わらせた。これらの投資会社は、「超合理的」であった。健全な企業に対する資本調達には、一切関与せず、そうした市場から排除されるリスクについては、まったく無関心であった。

窮境にある企業に対する債権を買い漁る投資家は、「ハゲタカファンド」として知られ、銀行は、かかる投資家との取引を拒むことは可能であった。しかし、銀行は、こうしたハゲタカファンドを排除することに積極的ではなかった。なぜなら、ハゲタカファンドの存在により、銀行には、新たな選択肢が誕生したからである。すなわち、当該融資金債権を一定額で、想定内の損失を前提に、特定のファンドに売却するというものである。

ハゲタカファンドのロンドン市場への新規参入が、ロンドン・アプローチの円滑な遂行を妨げることがないように、というイングランド銀行からの要請は、何の役にも立たなかった。しだいに、ハゲタカファンドという言葉は用いられなくなり、かわりに、窮境にある企業の債務を対象とする投資家（distressed debt investor）というはるかに尊敬を含む言葉に置き換わっていった。

債務再編に関する交渉はすべて、倒産法の影響のもとで行われる。法の影響を受けた交渉については、離婚交渉に関するMnookin and Kornhauser論文（一九七九年）[4]によって描かれている。Mnookin and Kornhauserによれば、利害関係人が「法の影響のもとで」交渉するとき、法的手続を利用したとすれば得られるであろう結論が、法的権利を行使することなく、合意されるはずの契約条項に影響する。

しかしながら、別の要素も、こうした交渉に影響を与える。利害関係人間の交渉力である。「ロンドン・アプローチ」による債務再編は、新古典派の経済学者が、「不合理ではないが、合理性を欠く、集団志向モデル」として批判したものを含んでいた。たしかに、倒産手続が開始された場合の請求権に関する相対的な序列は重要である。しかし、合意にいたる際の、協力と協調も重要である。利害関係人が、ロンドン・アプローチの精神に従い、法的

権利に依拠することなく、多数意見が勝利し、債務再編が成功することはあり得た。

ロンドン市場に参入したとき、ハゲタカファンドは、ロンドン・アプローチの「閉鎖性（clubbiness）」に対して、類似の批判を行った。アメリカ合衆国において連邦倒産法第一一章手続が利用される環境の洗練性と比べ、ロンドン市場は、素人が活躍し、時代錯誤なところであるというものもいた。積極的な債権者支配に対する規律はなく、インソルベンシー・プラクティショナーとその弁護士が、債権者団の犠牲の下に、利益を得ることができる制度である、と論じられた。ハゲタカファンドは、個人の利益を最大化することを悪いことであるとは考えなかった。また、ハゲタカファンドは、「仲良し」市場における体制翼賛の姿勢と彼らが理解したものに対し、自己の利益のため遅延戦略と訴訟を利用した。こうして、債務再編の交渉過程において、劇的な変化がロンドン市場に起きた。市場における話し合いよりも、法的権利に基づく交渉へ、と。

ロンドン市場におけるこうした変化のきっかけは、一九九五年におけるBaringsの破綻であろう。City Disputes Panelは、銀行の破綻に伴って生じた、Baringsの社債権者委員会と責任追及を受けている監査役を含む、あらゆる利害集団との、多数の紛争を調停した。社債権は平等に扱われず、契約条項により、優先的社債権者が、劣後的地位にある組よりも、多額の配当を受けた。しかしながら、破綻した企業を対象とする債券市場は、特定の債券保有者に対する配当を最大化するための取引機会が失われた、と結論づけ、債券が活発に譲渡された。債券の新所有者は、「合意された」契約を投票で否決し、訴訟戦略を実行に移し、結果的に、三年後、自分たちへの配当額がより大きくなり、劣後的社債権者への配当が減額された、新規の協定が締結された。論者によれば、初期段階のBaringsの交渉は、「ロンドンの古い村における閉鎖性（clubbiness）」を表すものとされた。

このBaringsの物語は、債権者の集団が自分自身の戦略にのみ依拠し、かつ、法を適用した場合の結論を参照し

て行う、新しい交渉の先触れであった。そして、債務再編に関する従来のシナリオにおいて、ハゲタカファンドの戦略は、それ以外の投資銀行グループとは異なっていた。ハゲタカファンドは、債券の流通市場において、債務再編の合意がなされた結果、価格が高騰した場合、短期利益を重視する。他方、事業の状態が改善され、財務状況がよくなった場合に利益を生じることを前提に、資本再構成の一部として、株式を取得し、長期利益を重視する。いずれの場合も、買い手は、損失の限定ではなく、利益の最大化を重視している。こうして金融市場が洗練されるに伴い、従来の協調スキームでは、投資銀行とハゲタカファンドとの間で異なる戦略を止揚することができなかった。

さらに、Baringsが示したのは、担保付債権についても、さまざまなクラスを設定した、より複雑な資本構成が、優先的地位にある貸し手と劣後的地位にある貸し手の間の戦略の違いを生ぜしめたことである。このことは、貸し手と持分権者についても同様である。

イギリスでは、大企業について債務再編を実施するにあたり、事業譲渡の場合とは異なり、法的手段を利用する必要性はほとんどなかった。一つには、裁判所外で債務再編を行うに際し、ロンドン・アプローチが説得力を持っていたからであり、また一つには、多くの企業において、銀行の融資債務と株式だけといったように、資本構成が単純であったからである。債務再編を実現するための法原則は、半世紀前のアメリカ法のように、「不安定で、かつ曖昧な」ものであった。ロンドン・アプローチがその規範としての力を失い、資本構成が従来よりも複雑になり、裁判所外での合意が今までより難しくなるにつれ、イギリスの法律家は、債務再編を行うための適切な実現手段を見つけるため、イギリス法をあらためて参照するようになった。

その例として、まず、Company Voluntary Arrangements（以下、「CVAs」という。）が挙げられる。これは、コーク委員会の推薦により導入されたものであり、債務者企業が債権者と和解等を行ううえで、比較的シンプルな

手続である。債権額の七五％の同意が必要とされ、債権者はクラスごとに投票しない。それゆえ、CVAs は、credit documents により、より高い議決要件が設定されていた場合でも、それを七五％まで下げることできる。しかしながら、CVAs は、中小企業に対する、迅速かつ廉価な手続手段と考えられていた。また、担保権者に対し、債務整理案を強制することはできない。複雑な商業貸付により生じる債務には、一般に、担保が付されている。CVAs は、小売業者がテナントの所有者に対し負担する賃料を債務整理する場合に活用されたけれども、多くの高リスク商業貸付の場合、CVAs は有効な債務再編の手段にはならなかった。

一方、Schemes of Arrangement（以下、「Sa」という。）は、より有効な手段であった。これは、倒産法ではなく、会社法に規定されている。Sa は、企業とその構成員の間の和解、または、企業とその債権者との間の和解のために用いられることができる。裁判所による初回審理手続において、裁判所は、組の構成を審査する。組分けの適切さを判断する際に、裁判所は、計画履行の前後における債権者の権利を考慮する。計画に対する議決権行使を行う集会においては、各組において、債権額で七五％、頭数で過半数の債権者の同意が必要となる。かかる要件をみたした場合、裁判所による認可のための最終審理手続が行われる。

資本構成の複雑さを考慮して、Barings の最終協定案は、Sa によって実行された。その一年後、Marconi の債務再編事件があった。Marconi は、電気通信事業の大規模会社である。それは、複雑な資本構成を有し、窮境に陥ったとき、それに対する債権が活発に譲渡された。Marconi は、裁判所外での債務再編は難しいと判断したが、公開有限責任会社である自社（Marconi plc）とその子会社である Marconi Corp. について、Sa により債務再編を実行することを決断した。Sa に関する説明文書では、債権者が取り得る選択肢をきわめて重視していた。それによると、債務再編が認められなければ、グループ会社の財務状況からして、倒産手続の申立てをせざるを得ず、利害関係人

すべてにとって、より少ない配当しかなされない、と。

この Marconi 事件の認可に際しての審問手続において、Mr Justice Lindsay は、裁判所の果たす機能について、会社法の注釈書（Buckley on the Companies Acts）から、以下の部分を引用した。

「認可権限を行使するに際し、裁判所は、以下の諸点を審査する。すなわち、まず第一に、制定法上の諸規定と整合すること。次に、組が債権者集会への参加者により公正に代表され、法定多数の意見が信義に基づいて形成されており、かつ反対少数意見の者が、自己の利益に反するよう強制されていないこと、である、最後に、たとえば、知性があり誠実な人ならそうするように、自己の利害について、当該組の構成員が関心を持ち、行動した結果、計画への同意が合理的になされたこと、である。

裁判所は、多数派が信義に基づいて行動しているかを審査し、それを踏まえ、債権者集会の決議を登録するためだけに存在している訳ではない。けれども、そうはいっても、裁判所は、債権者集会の結論と異なった判断を積極的に行うことはしないであろう。ただし、ある組が適切な意見表明の機会を持たなかったり、もしくは、債権者集会が、その決議に拘束される組の利害にかかわる事柄を取り上げなかったり、または、計画に不適切な事項が存在した場合は別である。」

Mr Justice Lindsay は、計画を議決するための集会が適法に開催され、かつ、法定多数の同意が得られたことを確信した。この集会において、誰もその計画に異議を述べなかった。しかし、計画が誠実で合理的な人によって同意されたかを検討するに際し、裁判所は、計画が認められなかった場合の帰結について、明言した。Marconi 事件の

計画策定の交渉は、法的手続が強制された場合の結果を前提に行われていたのである。

2　法的手続の影響

Mnookin and Kornhauser 論文の中核は、利害関係人が法の影響下で交渉する場合、法的手続の有用性とその限界が、法的手続の外部にいる利害関係人の交渉力に影響を与えると言うことであろう。問題は、債権者が、あくまでも自己の法的権利に固執することではなく、むしろ、交渉に際して、当該債権者が、法的手続を利用した場合の損得を考えていること、および、自己の行動が他者に与える影響をまったく考慮しない、ということが問題である。はじめに、債権者が、債務再編に際し、合意を調達するため、法的手続に訴えるという脅迫を用いた場合、個々の利害関係人は、適用される法的救済に頼らず、当該脅迫に依拠するほうが有用だと認めなければならない。(5) 優先的地位を持つ金融債権者が、強制執行を行い、ただちに資産を売却するよりも、再交渉したほうがよいと判断した場合、そうした脅しにはほとんど意味がない。Marconi 事件は、銀行と社債権者（bond debt）が同じ法的地位にあるという利点を有していたゆえ、単一の組による債務再編が可能であった。次の重要な事例において、問題はそう簡単ではなかった。

MyTravel はイギリスの旅行業者で、優先的地位にある金融債権者、劣後的地位にある社債権者、および株主からなる複雑な財務構成を有するものであったが、二〇〇四年の終わり頃に窮境に陥った。旅行業の監督官庁である Civil Aviation Authority は、MyTravel が債務再編を行わない限り、その免許を取り消すと警告した。そのため、MyTravel は、債務整理計画を策定し、債権者から同意を得る手段を選択せず、事業譲渡の計画を提案した。(6) このとき MyTravel は、Re Tea Corporation 事件に依拠した。これは、すでに清算手続にあった Tea Corporation

が、Saを利用し、その事業と資産を新会社に売却し、旧会社の利害関係人を新しい条件の下で新会社の利害関係人とした事件であった。Tea Corporation の株主は、こうした計画に反対したが、控訴裁判所（Court of Appeal）は、ある組からそうした異議がなされたとしても、裁判所は計画を認可する裁判管轄権を持つと判示した。その理由は、Tea Corporation が清算された場合、当該組には何らの経済的利益も存在しないからである。MyTravel は、当初、一九八五年会社法四二七条に基づき、こうした処理を求めた。すなわち、劣後的地位にある社債権者が、合意による債務再編スキームに反対した場合、新会社にすべての事業と資産を譲渡し、優先的地位にある金融債権者にはＤＥＳを行い新会社の株式を与え、劣後的地位にある社債権者についてはＤＥＳを行わず、何ら資産を持たない旧会社の債権者として残す、と。しかし、新会社は、社債権者に対し、株式を付与することで、その買い取りの申出をしていた。もっとも、その額は、新会社の株式総額の二％であったけれども。Tea Corporation 事件の法理に基づき、MyTravel は、社債権者に当該計画に対する議決権を認めなかった。けだし、社債権者は、MyTravel が清算されたとした場合、何ら経済的価値を得ることができなかったからである。

しかし、この計画は認められなかった。Mr Justice Mann は、改正された会社法に従い、債務再編後の新会社の株主は、債務再編前の旧会社のそれと実質上同じでなければならないとして、かかる計画を認可しなかった。MyTravel は、これにひるまず、第二案を提示した。それは、優先的地位にある金融債権者のみを対象としてＤＥＳ等を行う計画案であったけれども、異なっていたのは、事業譲渡が計画外で行われたことである。Mr Justice Mann は、計画認可のための第一回審理期日において、組分けについて判断をしなかった。一九八五年会社法四二七条によれば、そうした判断は必要ではなかったからである。しかし、その後、この争点が問題とされたとき、彼はこう述べた。「社債権者が MyTravel に対して経済的利益を有し、それゆえに計画案に対し議決権を付与される

か否かを判断する必要があったとすれば、私は、それはなかった、と判示したであろう。」会社法四二七条に関するMr Justice Mannの判断は上訴されなかったが、社債権者に「経済的利益」を一切認めなかった点は上訴され争われた。控訴裁判所は、組分けを行う第一回審理期日において、かかる経済的利益に関する争点について判断する必要はないと判示した。社債権者には議決権が付与されず、すべての債権者を対象としたSaをしなければならないという法理は存在しなかった。それゆえ、価値評価の問題は裁判所による認可手続において論じられることとなった。当該手続は、公正さに関わる問題が判断される場であり、かつ計画により影響を被る利害関係人はそこでの判断に関し上訴する権限を持つこととなる。MyTravel事件はそれ以上争われず、社債権者は、裁判所外で策定された条件に従うこととなった。

このようなイギリス法の処理は、アメリカ合衆国における鉄道会社の再建手続と類似する。David Skeel Jr. 教授によれば、アメリカのスキームはこうであった。鉄道会社再建のための交渉はきわめて大規模なものとなったが、すべての利害関係人に議決権が付与されたわけではない。アメリカの法律家は、既存の手続から利用できるものを調べ、鉄道会社の債務再編を行おうとした。その結果選択されたのが、司法による手続である。裁判所は、衡平法上の権限に基づき、債務者財産と担保権の価値を保全するためにレシーバーを任命した。各債権者の集団を代表する債権者委員会が計画案について交渉し、計画案について合意が得られれば、単一の再建委員会が設置された。鉄道会社の事業と資産はすべてこの再建委員会に譲渡された後、新会社に譲渡された。最後に、再建委員会は、再建計画に定められた条項に基づき、新会社の株式と債券を旧会社に対する投資家に分配した。Skeel教授は、こうした処理がコモンローの長きに渡る伝統に基づくものであると評した。すなわち、裁判所が、元の形とは似ても似つかぬ再建スキームを創造し、発展させた、と。これが、コモンローの創造性の見本であるという。(7)

3　法的手続利用の進展

上向きの金融市場と好景気により、MyTravel事件から数年間は平穏であった。この数年間において、イギリスの債務再編スキームは、アメリカの第一一章手続のそれに、より親しむようになった。本稿は、第一一章手続を網羅的に検討するものではないが、二つの点について分析を行う。第一に、第一一章手続では、裁判官は、組の反対がある場合でも、当該組に対してＤＥＳを強制できる点である。それゆえ、アメリカでは、再建計画を策定した後、債務者企業について、利害関係人に対し、事業譲渡を行う必要がない。第二に、第一一章手続では、裁判官による計画の認可について、精密な構造が第一一章手続のもと発展した点である。すなわち、裁判官は、個々の債権者について、清算価値保障を審査し（the best interest test）、絶対優先原則違反の有無を検討する。

これらの基準のため、価値評価を行う際、コモンローの判例法理は、市場による評価だけでなく、専門家による価値評価をも参照してきた。債権者集団は、それぞれ、自己の評価人を選任した。かかる評価人は、伝統的な評価手法、たとえば、ＤＣＦ法を採用することが一般であるとされる。アメリカの裁判官は、時間と費用がかかり、予測可能性がない、債権者間の価値評価をめぐる争いにおいて、仲裁人としての役割を担った。

イギリスの裁判官は、認可手続において、債務再編が行われない場合に、各債権者が何を得ることができるか、という仮想基準（counterfactual）を用いた。多くの場合、債務再編に代わるのは、個々の財産の処分である清算手続ではなく、一体としての事業譲渡であろう。かかる事業譲渡は一般的なものではなく、優先的地位にある債権者は、債務者企業に対する投資を新たな条件の下で維持することが最善であると考えるかも知れない。かかる状況において、優先的地位にある債権者が望む再交渉がどのように評価されるべきかという問題が生じる。

まったく資産を持たない旧企業に社債権者を残したままにする判例がでるまで、再建計画を評価する適正な基準

と、それを適用するイギリスの裁判所の役割は、大きな論争の対象であった。高利回り債（high yield bond）の投資家を代表するthe European High Yield Associationは、the Insolvency Serviceに対し、公開書簡により、新しい債務再編手続についての複数の提案を行った。仮想基準を用いることの是非が論じられたけれども、その基準に依拠することは市場価格によるということを意味し、その結果、優先的地位にある債権者の交渉力は恐ろしく高められ、私的整理（out-of-court restructuring）の可能性は減少し、取引費用と資本コストが増大する、とされた。Mnookin and Kornhauserが示すように、法の影響のもとで利害関係人が交渉する場合、法はその結果だけでなく、利害関係人の交渉力にも影響を及ぼすのである。法が、だらだら続く私的な交渉のもとでなされる配当を好まないとすれば、利害関係人は、来たるべき法的手続への準備にそのリソースを用いるであろう。

市場価格は、将来のキャッシュフローを反映するべきである。しかし、市場が不況にあり、買い手が売り手の窮境を知っている場合、市場価格では、当該事業の価値が低く算定されるといわれる。これに対し、市場価格アプローチの支持者は、市場価格のみが、債務者企業の価値を算定するもっとも正確な基準であると主張する。市場価格は、適正な売却のプロセスのもとで決められ、評価人の主観が入る余地がないから、というのがその理由である。価値評価（valuation）は、科学（science）ではなく、技芸（art）であり、議決権を付与するべきでない利害関係人にまで、それを認めてしまう危険がある。その結果、劣後的地位にある債権者の交渉力を高めてしまうことにもなる。また、価値評価はそれをめぐる紛争を生み、債権者が巻き込まれる。これに対し、市場価格は、利害関係人に対し、明確な判断基準を提供できる、という。

Re Bluebrook Ltd.事件[8]において、債務者企業は、市場価格基準により、当該企業の価値が優先的地位にある債権全額をカバーすることができないとして、優先的地位にある債権者のみを対象としたSaを実施した。この計画に

は、プリパック型の事業譲渡が設定されており、かかる債権者の権利が、新会社の債権と株式に転換された後、債務者企業の資産と事業は譲渡された。劣後的地位にある債権者は、旧会社に残され、当該事件が裁判所に係属した時点で、この債権者らとの交渉は不調に終わっていた。この事件において、債務者企業と優先的地位にある債権者らは、市場価格に関する証拠だけでなく、専門家による評価を行い、その証拠を裁判所に提出していた。専門家の意見によれば、裁判所は仮想基準のみに依拠すればよく、現在の市場環境を考慮したアルファ・ファクターを含む現在価値の確定が求められるべきとした。これに対し、劣後的地位にある債権者らは、市場価格とそれを基礎づける証拠を批判した。かわりに、彼らは、専門家としてLEKを推薦し、より複雑な技法を伴うMonte Carlo simulationの採用を証拠とともに提案した。

Mr Justice Mannは、かかる基準に批判的であり、そもそも、劣後的地位にある債権者らは、市場価格基準に対する批判において、十分な理由を述べていないと考えた。また、仮に、アルファ・ファクターによる価値の低減を行ったとしても、Re Bluebrook Ltd.事件において、債務者企業の価値は、優先的地位にある債権全額をカバーしない、と判断していた。こうした状況の下では、優先的地位にある債権者らが、必要以上の価値を取得しているとはいえないと考えたのである。

（以下、次号）

【解題上】

本論文は、とくに今世紀初頭からの、イギリスにおける事業再生の展開を基礎に、法的整理手続が、「shadow」として与える影響について論じたものである。従前、イギリスでは、ロンドン・アプローチと呼ばれる、裁判所の

関与しない、（集団としての）融資債権者の合意に基づく、市場での事業再生が主流であった。しかし、そうした均衡を破ったのが、アメリカのいわゆるハゲタカファンドである。彼らは、自己の利益の最大化について、「超合理的」であり、既存の「集団的アプローチ」は「閉鎖的」であると非難され、自己の主張を通すためには、訴訟手続の利用も辞さないという断固とした姿勢を貫いた。こうした新たな投資家への嫌悪感は存在したものの、次第に、ロンドン市場において、彼らの地位が確立されていく様は興味深い。それには、債務者企業の資金調達手法の変化、資本構成の多様化といった、イギリス側の事情が影響していたようである。間接金融を主体とし、財務諸表の構成が、負債は金融機関（商業銀行）のみ、資本は株主のみ、という単純な構造では、グローバル化した経済社会において、生き残っていくことができなくなっていたともいえる。その結果、ロンドン・アプローチをかつて主導したイングランド銀行の影響力は低下した。その影響下にある商業銀行だけで構成される「村（clubbiness）」では、債務再編ができなくなったのである。こうした限られたメンバーによる、いわば「阿吽の呼吸」による、「合意」に対抗する存在が、かつてハゲタカファンドと呼ばれた投資家であり、その戦略の基底には、法的整理手続における法的権利の処遇というものがあった。「仲良しクラブ」でなくなったことは、全員の同意が簡単には得られなくなったことを意味する。その結果、債務再編案に対する「多数決」による処理が求められる。ここで、裁判所の関与が必要となるのである。イギリスの倒産実務家は、あわてて、CVAs やSaといった、法的手続の利用を工夫し始める。(9) このような実務の動向に対する、理論的分析が、Paterson 准教授による本論文の核となる。こうした私的整理から法的整理手続への移行について、筆者は、日本における相続財産管理制度から破産手続への移行を想起する。すなわち、相続債権者間において、ある債権の額や存否について争いが生じた場合、相続財産管理人は、訴訟手続を選択せず、簡易な権利確定手続を持つ破産手続を利用することがあるとされる。訴訟手続の利用に伴う時間とコ

ストに、相続財産の価値（value）が耐えられないからである。権利義務の存否が問題として顕在化した場合には、法的整理手続の利用が望まれる、ということであろう。裁判所が企業再生に関与する意味の一部は、このような value から debt へと移行せざるを得ない局面で浮き彫りになる。

彼女の理論分析を語る上で、避けて通れないのが、アメリカ法への言及である。分析の柱ともいえる、「交渉（力）」と「法的手続（の効力）」について、一九世紀末の鉄道会社の再建に言及した、彼の地の有力な研究者の論文が参照されるのである。鉄道会社の資本構成は、相対的に複雑で、現代の劣後債を含む構成を持ち、優先的地位と劣後的地位を持つものが存在した、ということが一つの理由であろう。イギリスと対比してよく理解できるのは、ヨーロッパ圏において、経済先進国といわれるイギリスでさえ、企業の資本構成は、ごく最近まで「単純」であったということである。アメリカ法の優越性があるとするなら、複雑な資本構成を持つ大企業の再建を二〇〇年近くにわたり実践してきたということになろうか。

彼女はまず、Douglas Baird 教授の次の論述を引用する。

「鉄道会社の再建に関与したものは、主として、法の影響のもとというよりも、当時の銀行と弁護士間の協定に基づいて、交渉を進めていた。投資家は、銀行と弁護士を信頼することができた。けだし、彼らはリピートプレイヤーであり、その自己利益は、長きにわたり、投資家を公平に処遇することにあったからである。JPMorgan は、鉄道会社を再建したが、同時に、繰り返し、資本市場へ利益を還元した。新規の投資家を見いだすその能力によって、新規の投資家は、取引が焦げ付いたとき、JPMorgan に、自己の利益を守ることを求めた。JPMorgan は、集団としての、優先的地位にある投資家および劣後的地位にある投資家への利益還元を最大化する、プライオリティ

の仕組みを実行するあらゆるインセンティブを有していた。弁護士は次のことを理解していた。すなわち、JPMorganとウォールストリート銀行が、将来にわたり自己に仕事の依頼をするか否かは、現在関与している事件における自己の行動にかかっている、と。」

いわゆる「交渉」による処理を支持する者は、その民主的で、合意を基礎とした文化により、債務再編が最少の訴訟事件数、最短の時間等で実現される、と主張するとされる。しかし、これには、David Skeel Jr. 教授の批判が妥当しよう。ウォールストリート銀行とその代理人弁護士が、初期の鉄道会社再建事件に、中心的存在として関与したことで、ごく小規模な助言者の集団が、自己の利益を図るために、その再建手続において彼らが有していた支配権を行使していた、という問題があった、と彼は言う。また、そうした債務再編は、いわゆるウォールストリート・クラブの部外者（一般投資家）にとって有害であるという問題が、繰り返し強調されている。JPMorgan の顧客とは異なり、一般投資家は、最終の債務再編案において、その権利が消滅させられたからである。こうして、アメリカは、一九三〇年代に企業再建実務を急速に変化させ、最終的に、一九七八年法における第一一章手続を策定するにいたった。[10]

資本構成の多様化は、多数決による手続を必要とした。そのために利用されたのが、最新の法令ではなく、そもそも、保険会社に適用されていた、古くからあるSaであった。[11] しかし、アメリカ法が考えるような、利害関係人全体を巻き込んだ交渉と、議決の手続とはなっていない点について注意が必要であろう。これは、イギリス法が、組内でのクラムダウンはできるが、反対する組自体へのクラムダウンができないことに起因する。[12] その点において、アメリカ法はイギリス法に対し優れているといえようか。この不完備な点を補うために採用した方法が、仮想基準に基づいて、すなわち、清算価値に基づいて分配される価値が0である債権者に対し議決権を認めないこと、すな

わち手続から排除するという方法であった。さらに、それに加えて、こうした劣後的地位にある債権者らに対し、プレパック型の事業譲渡を組み込み、既存の債務者企業に残存させる、ということを行った。こうした旧会社にはもちろんまったく資産が残されていない。そのため、かかる債権者らは、激しい法廷闘争を行うことになる。そのターゲットは、まず、仮想基準として、つまり清算価値をはかる基準として、どのようなものが妥当かという点であり、この点については、なおイギリス法の今後を見守る必要がある。(13)

またこの基準の適用が問題となるのは、裁判所によるSa計画認可手続である。それゆえ、こうした判断にあたっての裁判官の役割が検討されなければならない。(14) Paterson 准教授は、債権者が他者への影響を顧みず自己利益に「超合理的」であることにやや懐疑的な印象を抱いているようにも思われ、アメリカ法における裁判官の役割に注目しつつ、その認可手続の精緻さを評価される。問題は、裁判官自身に、こうした価値評価を委ねることが適切かということであろう。かかる問いへの彼女の回答が、'valuation ombudsman'であり、そのターゲットとして、Saの管理人（administrator）が候補とされている。彼女の立論の要旨およびそれへの評価については、次号で行う。

＊本論文の内容を踏まえて、筆者の拙い質問に答えていただいたSarah Paterson 准教授に対し、あらためて謝意を記す。Paterson 准教授の関連する近時の論考として、Sarah Paterson, *The Adaptive Capacity of Markets and Convergence in Law: UK High Yield Issuers, US Investors and Insolvency Law*, 78-3 Modern Law Review 431 (2015)、および Sarah Paterson, *Rethinking the Role of the Law of Corporate Distrees in the Twenty-First Century*, Law Society and Economy Working Paper Series, WPS 27-2014 December 2014 が存在する。

＊本稿は科研費【24402007】、【25285028】、および全国銀行学術研究振興財団研究助成金の成果の一部である。

（1）*Mytravel Group Plc., In the Matter of the Companies Act 1985* [2004] EWHC 2741. イギリスにおける事業再生の最新

の概要について、中島弘雅「イギリスの事業再生手法としての『会社整理計画』」高橋宏志他編『民事手続の現代的使命』伊藤眞先生古稀祝賀論文集九四七頁（有斐閣、二〇一五年）が有益である。

（2） J Flood and others, *The Professional Restructuring of Corporate Rescue: Company Voluntary Arrangements and the London Approach*, ACCA Research Report 45 (1995); J Armour and S Deakin, *Norms in Private Insolvency Procedures: The 'London Approach' to the Resolution of Financial Distress*, 1 Journal of Corporate Law Studies 21 (2001).

（3） J Armour and S Deakin, 1 J. Corp. L. Stu. 21 (2001).

（4） R. H. Mnookin and L. Kornhauser, *Bargaining in the Shadow of the Law: The Case for Divorce*, 88 Yale L. J. 950 (1979).

（5） See, R. A. Posner, *An Economic Approach to Legal Procedure and Judicial Administration*, 2 *J. of Legal Studies*, 399, at 419 note 29 (1973) etc..

（6） *In Re Tea Corporation, Limited Sorsbie v. Same Company* [1904] 1 Ch. 12.

（7） もちろんこのようなスキームにも影はある。Skeel 教授によれば、個人投資家ないし大衆投資家が、こうした計画による配当から排除されたという。彼らは、JPMorgan やその仲間ともいえる、いわゆるウォールストリート・バンクの顧客ではなかったからである。詳細について、拙稿「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」阪大法学六五巻二号八一頁（二〇一五年）参照。

（8） Re Bluebrook Ltd. [2009] EWHC 2114 (CH), [2010] BCC 209, [2010] BCLC 338.

（9） この点について、アメリカの法律家も、二〇世紀初頭の鉄道会社の再建にあたり、既存の制度で利用できるものを探していた、という指摘は興味深い。Skeel によれば、それがコモンローの伝統であり、利点であるということになろう。

（10） かかる経緯については、さしあたり、拙稿・前掲註（6）八五頁以下参照。

（11） この点について、拙稿「倒産法の世界のこれから」法セミ七一七号二六頁（二〇一四年）参照。

（12） かかる点について、拙稿・前掲註（10）二八頁以下、および拙稿「『債権者一般の利益』概念の意義と機能」伊藤眞ほか編『専門訴訟講座8巻 倒産・再生訴訟』三〇四頁、三一四頁以下（民事法研究会、二〇一四年）参照。

（13） かかる点について、さしあたり、拙稿・前掲註（11）三三二頁以下参照。

（14） 第一一章手続におけるアメリカの倒産裁判官の役割について、拙稿・前掲註（6）九五頁以下参照。