

IMES DISCUSSION PAPER SERIES

再建型倒産手続に関する一考察

「法と経済学」の視点から

やまもと けいこ
山本慶子

Discussion Paper No. 2005-J-9

IMES

INSTITUTE FOR MONETARY AND ECONOMIC STUDIES

BANK OF JAPAN

日本銀行金融研究所

〒103-8660 日本橋郵便局私書箱 30 号

日本銀行金融研究所が刊行している論文等はホームページからダウンロードできます。

<http://www.imes.boj.or.jp>

無断での転載・複製はご遠慮下さい

備考： 日本銀行金融研究所ディスカッション・ペーパー・シリーズは、金融研究所スタッフおよび外部研究者による研究成果をとりまとめたもので、学界、研究機関等、関連する方々から幅広くコメントを頂戴することを意図している。ただし、ディスカッション・ペーパーの内容や意見は、執筆者個人に属し、日本銀行あるいは金融研究所の公式見解を示すものではない。

再建型倒産手続に関する一考察 「法と経済学」の視点から

やまもと けいこ
山本慶子*

要 旨

本稿の目的は、「法と経済学」の視点からの倒産手続の分析（「倒産手続の法と経済学」）を踏まえて、わが国の再建型倒産手続（会社更生・民事再生手続）について若干の考察を試みることにある。

本稿では、米国における「倒産手続の法と経済学」の研究の蓄積から、「倒産手続は債権者間の仮定的な合意を制度化したものである」という視点（債権者間の仮定的契約としての倒産法）と、「企業の再建は、企業のゴーイング・コンサーン・バリューが清算価値を上回る場合に肯定される」という視点（再建型倒産手続の存在意義）を抽出し、わが国の再建型倒産手続が、これらを満たす「効率的な倒産処理の選択」を実現し得るものかについて検討を試みている。再建型倒産手続のあり方を考える上では、企業価値の評価の問題が重要な課題の1つとなっていることから、「倒産手続の法と経済学」の視点からの倒産企業の企業価値の評価を巡る議論を整理した上で、わが国の現行の再建型倒産手続における企業価値および担保目的物の評価基準の当否につき検討を行っている。

キーワード：倒産手続の法と経済学、会社更生法、民事再生法、財産評
定制度、更生担保権

JEL classification: G3、K2

* 日本銀行金融研究所（E-mail: keiko.yamamoto@boj.or.jp）

本稿の作成に当たっては、松下淳一教授（東京大学）および金融研究所スタッフから有益なコメントを頂いた。ここに記して感謝したい。ただし、本稿に示されている意見は日本銀行あるいは金融研究所の公式見解を示すものではない。また、ありうべき誤りはすべて筆者個人に属する。

- 目 次 -

はじめに	1
I. 「法と経済学」の視点から見た再建型倒産手続の存在意義.....	3
1. 倒産法の存在意義.....	3
2. 再建型倒産手続の存在意義	7
II. 再建型倒産手続における企業価値の評価を巡る問題.....	10
1. 倒産手続の選択基準としての企業価値の評価.....	10
2. オークション・アプローチによるゴーイング・コンサーン・バリュウの評価	13
3. オプション・アプローチによるゴーイング・コンサーン・バリュウ評価の回避.....	16
III. わが国の再建型倒産手続における企業価値の評価	25
1. 「効率的な倒産処理の選択」のための制度枠組み.....	25
2. 会社更生手続における企業価値評価の問題点.....	35
IV. 結びにかえて	38
【参考文献】	40

はじめに (問題意識)

本稿の目的は、「法と経済学」の視点からの倒産手続の分析(以下、「倒産手続の法と経済学」という。)を踏まえ、わが国の再建型倒産手続について若干の考察を試みることにある。

わが国においても、近時、「倒産手続の法と経済学」を扱った論考が少なからず見られるようになってきたが¹、米国では1980年代初から隆盛を迎え、現在に至っている。「倒産手続の法と経済学」の主たる問題関心は、「効率的な倒産処理」の実現にある。「効率的な倒産処理」のためには、倒産手続自体の効率性(手続にかかるコストの最小化)も重要であるが、清算すべき企業が再建を試みる一方、再建すべき企業が清算に追いやられるといった不適切な倒産手続の選択がなされないようにする観点からは、いわば「入り口」における「効率的な倒産処理の選択」が重要となる。「倒産手続の法と経済学」の視点からは、「効率的な倒産処理の選択」は、倒産企業のゴーイング・コンサーン・バリューと清算価値との比較によってなされるべきこととなるが、そのために必要となる企業価値の評価については、事業の継続に必要な資産の評価や担保目的物の評価といった技術的な困難性を伴い、これが「効率的な倒産処理の選択」を行う上で障害となる。このため、米国では、再建型倒産手続における企業価値の評価を巡って、「倒産手続の法と経済学」の視点からの議論の蓄積がある。

わが国の倒産法制は、かつては、破産、和議、会社更生、会社整理および特

¹ わが国においても、小林秀之・神田秀樹『「法と経済学」入門』147-160頁(弘文堂、1986)、伊藤眞『破産 破滅か更生か』29-37頁(有斐閣、1989)により、早くから米国における「倒産手続の法と経済学」の理論動向が紹介されていた。また、わが国における倒産法制の見直しの動きに歩調を合わせる形で、商事法務研究会『平成8年度経済企画庁委託調査・M&A支援啓発事業(M&A活性化の観点からみた倒産法制のあり方に関する調査)』(商事法務研究会、1997)、池尾和人・瀬下博之『日本における企業破綻処理の制度的枠組み』三輪芳朗ほか編『会社法の経済学』253-277頁(東京大学出版会、1998)などの先行研究が見られる。倒産法制の改正作業が本格化した2000年以降の先行研究としては、例えば、山本和彦『倒産法改正と理論的課題 利害関係人の法的地位を中心として』NBL751号23-36頁(2002)、内野耕太郎『経済学からみた再建型倒産法制』寺澤達也ほか編著『ケース・スタディ 会社更生企業その後～実・学共同による検証と提言(季刊債権管理別冊1号)』6-21頁(金融財政事情研究会、2002)、瀬下博之・山崎福寿『民事再生法の経済分析』日本経済研究44号188-210頁(2002)、瀬下博之『倒産法制のあるべき姿と会社更生法改正試案の検討』ESP2002年6月号31-34頁(2002)、水元宏典『倒産法における一般実体法の規制原理』(有斐閣、2002)、山崎福寿・瀬下博之『担保権消滅請求制度の経済分析 民事再生法改正の提案』ジュリスト1216号107-118頁(2002)、水上慎士『私的整理の経済学 産業再生機構に期待される機能と設立後の課題』ESP2003年3月号39-44頁(2003)、広瀬純夫・秋吉史夫『倒産処理法制改革のインパクト 再建着手の早期化促進の効果を、イベント・スタディによって検証』金融庁金融研究研修センターディスカッションペーパー(2004)等がある。

別清算の 5 つの手続が並存するかたちであったが、近時、倒産法制の見直しに関する活発な動きが見られる。1999 年以降、民事再生法の制定と和議法の廃止（1999 年）、会社更生法の全面改正（2002 年）、破産法の全面改正および倒産実体法の見直し（2004 年）が行われたほか、特別清算手続の見直しと会社整理手続の廃止が予定されている²。また、倒産法制と相互に影響を及ぼす関係にある担保法制についても、2003 年に担保物権法の大規模な改正が行われたほか、2004 年に動産・債権譲渡の公示制度の整備のための法改正が行われた³。これらの一連の法改正は、個人破産事件の激増、大規模倒産事件や国際倒産事件の増加といった状況変化を受けたものであり、その内容は多岐に及ぶが、民事再生法の制定、会社更生法の全面改正に見られるように再建型倒産手続の整備・強化がその中で大きな位置を占めている。特に、会社更生手続については、手続の合理化の観点から、財産評定制制度および担保目的物の評価基準が、「継続企業価値」から「時価」に変更されるなど、企業価値の評価の問題は、再建型倒産手続のあり方を考える上で、重要な課題の 1 つとなっている。

このため、本稿では、「倒産手続の法と経済学」の視点からの倒産企業の企業価値の評価を巡る議論を整理した上で、わが国の現行の再建型倒産手続における企業価値および担保目的物の評価基準の当否につき若干の検討を行う。

（本稿の構成）

本稿の構成は以下のとおりである。まず、 章で、米国における「倒産手続の法と経済学」に関する一連の議論を、「倒産手続は債権者間の仮定的な合

² 1997 年 12 月 19 日に法務省から公表された「倒産法制に関する改正検討事項」を出発点とした一連の倒産法の見直しは、個人破産事件の激増、大規模倒産事件や国際倒産事件の増加という状況を受け、様々な問題点についての立法的手当てを行うためのものであった。特に、企業倒産に関しては、中小規模の株式会社にとって利用可能な倒産法制の整備が必要であるとの指摘や、大規模倒産事件に備えた手続の特則、倒産処理手続の相互の連携の円滑化などが指摘されていた（深山卓也「倒産法制に関する改正検討事項」の概要（1）」NBL632 号 44-45 頁（1998））。これを受けて、1999 年に、民事再生法が制定されるとともに和議法が廃止され、2002 年には会社更生法が、2004 年には破産法が全面改正された。さらに、商法上の特別清算および会社整理についても見直し（特別清算の手続等の見直し、会社整理の廃止）が予定されている（法制審議会倒産法部会が 2005 年 2 月 9 日に「特別清算等の見直しに関する要綱」を公表しており、2005 年の会社法の全面改正法案の一部（第 7 編第 3 章第 3 節）として国会へ提出されている。）。

³ 担保法制については、2004 年 4 月に担保物権法の見直し（抵当権に基づく収益執行制度の導入、抵当権消滅請求、先取特権・一括競売権の拡充）等に関する「担保物権及び民事執行制度の改善のための民法等の一部を改正する法律」（平成 15 年法律第 134 号）が施行された。さらに、動産・債権譲渡に係る公示制度の整備（動産譲渡に係る登記制度の創設、債権譲渡登記制度の見直し等）に関する「債権譲渡の対抗要件に関する民法の特例等に関する法律の一部を改正する法律」（平成 16 年法律第 148 号）は 2005 年 10 月頃に施行される予定である（植垣勝裕ほか「債権譲渡の対抗要件に関する民法の特例等に関する法律の一部を改正する法律」の解説（3・完）」NBL804 号 62 頁（2005））。

意を制度化したものである」(債権者間の仮定的契約としての倒産法)という視点と、「企業の再建は、企業の『ゴーイング・コンサーン・バリュー(広義の継続企業価値)』が清算価値を上回る場合に肯定される」(再建型倒産手続の選択基準)という視点の2つの視点を軸として整理することとする。その上で、
章で、再建型倒産手続における企業価値の評価を巡る議論を整理し、最後に
章で、わが国の再建型倒産手続(民事再生・会社更生手続)のあり方について若干の考察を行うこととする。わが国では、会社更生法の全面改正(2002年)によって、財産評定制度および担保目的物の評価基準が「継続企業価値」から「時価」に変更されたところであるが、これと民事再生手続における評価基準とを比較することを通じて、若干のインプリケーションの導出を試みることにする。

1. 「法と経済学」の視点から見た再建型倒産手続の存在意義

1. 倒産法の存在意義

(1) 倒産法の沿革

倒産とは、一般に、債務者の経済的破綻、すなわち、債務者がその債務を支払うことのできなくなった状態を指す⁴。

倒産を規律する法である倒産法の起源はローマ法まで遡ることができる⁵。ローマ「十二表法」第三表として紀元前5世紀に成文化された当初の倒産法は、債務の弁済を行うことができない債務者に対して債権者が過酷な制裁を行うことを認めるものであったとされる⁶。ローマ倒産法は、1542年の破産法⁷の制定に

⁴ わが国においては、「倒産」とは、「債務者の決定的な経済的破綻」すなわち、弁済期にある債務を一般的に弁済することができなくなり、ひいては経済活動をそのまま続けることが不可能となった事態を意味するとされるが、「破産」については、「債務超過」(総財産をもって総債権者に対する債務を完済することができなくなった状態)の概念と、「支払不能」(弁済期にある債務を一般的に弁済することができなくなった状態)の概念が区別される(青山善充ほか『破産法概説』1-3頁(有斐閣、新版増補2版、2001))。米国においては、「倒産」に当たる insolvency の概念は、「債務超過(balance sheet insolvency)」と「支払不能(equity insolvency)」の双方を含むが(Bryan A. Garner (editor in chief), *Black's Law Dictionary*, West Group, p.799 (7th ed., 1999))、米国の連邦倒産法典では、「insolventとは、負債総額が債務者の公正に評価した全財産を上回る状態」と定義されており(11U.S.C. § 101(32))、「債務超過」の意味で用いられている(田中英夫編集代表『英米法辞典』455頁(東京大学出版会、1991))。

⁵ Douglas G. Baird and Thomas H. Jackson, *Cases, Problems, and Materials on BANKRUPTCY*, Little, Brown and Company, p.21 (1985) [hereinafter Baird and Jackson, *Cases*].

⁶ 債権者は、債務者を一定期間監禁して親族等に弁済の機会を与えた上で、弁済がない場合は、これを殺害するか奴隷として売却することができ、殺害した場合はその肉体を、奴隷として売却した場合は売却代金を、債権額に応じて債権者間で分割できるとされていた(加藤正治『破産法研究第1巻』17-19頁(巖松堂書店・有斐閣書房、訂正4版、1922))。もっとも、実際に債務者

より英国に継受された⁸。英国の初期の倒産法は、商人（merchant）である債務者のみを対象とし、債務者の財産隠匿行為を防ぐ観点から、債務者にとって懲罰的なものであり、免責（discharge）や救済（relief）を与えるものではなかった⁹。初期の倒産法の本質的な要素は、商人たる債務者の財産を差し押えとともに、特定の債権者が他の債権者の犠牲の上に債権の全額回収を行うことを防ぐために債権者の単独の回収行動に制約を課し、集団的な債権回収を行う点にあったとされる¹⁰。

（２） 法と経済学の視点から見た倒産手続

イ． 債権者間の仮定的契約としての倒産法

（イ）債権者のコモン・プール問題

以上の沿革から明らかなように、倒産法の基本的な目的は、債務の支払いが困難となった債務者の財産を債権者間で分配するための集団的な手続を提供することにあるといえる。これに対し、「法と経済学」の視点からは、倒産法の存在意義はどのように説明されるのであろうか。

企業が債務超過に陥った場合、債権者、特に一般債権者（無担保債権者）には、他の債権者の債権回収により債務者の責任財産が枯渇してしまう前に自己の債権を回収しようとするインセンティブがあるため、債権者間の債権回収競争が生じることとなる¹¹。このように、各債権者が個別に債権回収行動を行う限り、債権回収競争の結果、企業の解体・清算という非効率な結果が導かれてしまう。

これに対し、債権者が共同して債権回収を行うことができれば、債権回収にかかるコスト（強制執行のコスト等）や他の債権者による債権回収行動のモニタリングに要するコストを削減できるため、各債権者がより多くの債権回収を実現することができると考えられる。また、債権者が個別に債権回収を行った場合、倒産企業は解体・清算されるが、集団的債権回収を行えば、企業が解体・清算されることはなく、それにより、清算価値（liquidation value）を上回る継続

の殺害に至ることは例外的であったとされる（同 20-21 頁）。なお、「十二表法」第三表のテキストについては、古山正人ほか編訳『西洋古代史料集』148-149 頁（東京大学出版会、第 2 版、2002）を参照。

⁷ Act Against Such Persons As Do Make Bankrupt, 34 and 35 Henry VIII ch. 4 (1542).

⁸ Baird and Jackson, *Cases*, *supra* note 5, p.21.

⁹ Baird and Jackson, *Cases*, *supra* note 5, p.21.

¹⁰ Baird and Jackson, *Cases*, *supra* note 5, p.22.

¹¹ Douglas G. Baird, “The Uneasy Case for Corporate Reorganizations,” *The Journal of Legal Studies*, Vol.15, No.1, p.133 (1986) [hereinafter Baird, *Uneasy Case*].

企業としての価値、すなわちゴーイング・コンサーン・バリュー (going concern value) の保全が可能となると考えられる¹²。

このように、すべての債権者が共同して債権回収を行えば、企業の解体・清算という非効率な結果は回避できる。しかし、誰か 1 人でも抜け駆けして個別に債権回収を行えば他の債権者の被る損失は著しく大きなものになってしまうため、合理的な債権者は、抜け駆けして債権回収を行うことを選択するというゲーム理論における「囚人のディレンマ」と同様の状況が生じることとなる¹³。こうして、各債権者の合理的な選択が債権回収競争を引き起こし、最終的には、企業の解体・清算という非効率な事態に陥るという現象は、いわゆる「コモン・プール問題 (common pool problem)」と同様の問題と捉えられる¹⁴ (以下、これを「債権者のコモン・プール問題」と呼ぶ)¹⁵。

この点を、具体的な設例で確認することとする。企業には 2 人の無担保債権者 A、B が存在し、それぞれ 8000 万円の債権を有するものとする。企業が清算を行った場合の企業価値 (清算価値) は 1 億円であり、A、B が個別に債権回収を行うために必要な執行コストは 600 万円、債権回収の出遅れを防ぐために他の債権者の債権回収行動をモニタリングするのに要するコストは 500 万円であ

¹² Thomas H. Jackson, *The Logic and Limits of Bankruptcy Law*, Beardbooks, p.14 (2001, originally published: Harvard University Press, 1986) [hereinafter Jackson, *Logic and Limits*].

¹³ Thomas H. Jackson, "Bankruptcy, Non-Bankruptcy Entitlements, and the Creditors' Bargain," *The Yale Law Journal*, Vol.91, No.5, pp.862-863 (1982) [hereinafter Jackson, *Non-Bankruptcy*]. 「囚人のディレンマ」は、プレイヤーは、互いに協力し、集団的な決定ができないこと、プレイヤーは利己的 (selfish) であり、利他的ではないこと、プレイヤーの個人的な行動により達した結果は、集団的な行動による場合よりも悪い結果であることを前提要素として成立する (Jackson, *Logic and Limits*, *supra* note 12, p.10 note 9)。

¹⁴ Jackson, *Non-Bankruptcy*, *supra* note 13, p.864 and note 34. 「コモン・プール問題」の基本的な構図は、多数の者が 1 つの共有資源に対する利用権を有するとき、資源の過剰利用のインセンティブが発生するというものである。このような場合には、誰も当該資源の価値の保全や増進に関心を抱かないという問題が生じるが、法律により、所有権を集中させることで効率性を改善することができる (ポール・ミルグロム = ジョン・ロバーツ (奥野正寛ほか訳) 『組織の経済学』327 頁 (NTT 出版, 1997))。ジャクソン (Jackson, Thomas H.) 教授は、法律 (倒産法) により集団的債権回収行動を強制することは、「コモン・プール問題」の解決策と同様であると指摘している (Jackson, *Non-Bankruptcy*, *supra* note 13, p.864 and note 34)。

¹⁵ もっとも、ラスムッセン (Rasmussen, Robert K.) 教授は、企業の倒産時における債権者間の債権回収競争は、「コモン・プール問題」とは状況が大きく異なると指摘している。すなわち、債権者は、倒産時における自らの権利の処遇を前提として、企業と契約することから、倒産により生じる不利益 (コスト) は、貸付利率の上昇というかたちで、専ら企業 (究極的には株主) が負担することとなり、すべての当事者がコストを負担することとなる「コモン・プール問題」とは状況が異なるとする。このため、同教授は、倒産法の存在意義を「コモン・プール問題」から基礎付けることはできないとする (Robert K. Rasmussen, "Debtor's Choice: A Menu Approach to Corporate Bankruptcy," *Texas Law Review*, Vol.71, pp.64-65 (1992))。

るとする。A、B には、個別に債権回収を行うという戦略（「抜け駆け」戦略）と、相手方と協力して共同で債権回収を行うという戦略（「協力」戦略）があり、**図表 1** は各戦略の組み合わせにおける A、B の利得（債権回収額マイナス債権回収コスト）を表している。「抜け駆け」戦略を選択すると、執行コストに加え、他の債権者のモニタリングに要するコストが生じる。これに対し、「協力」戦略を選択すると、他の債権者のモニタリング・コストは不要であり、執行コストのみ（A、B がともに「協力」戦略を選択すると半分のコスト）で済むこととなる。

図表 1

	B 「抜け駆け」	B 「協力」
A 「抜け駆け」	(3900, 3900) ... (ア)	(6900 , 1400) ... (ウ)
A 「協力」	(1400 , 6900) ... (イ)	(4700, 4700) ... (エ)

それぞれの債権回収額は（A,B）の順で記述。

この場合、A、B がともに「協力」戦略を選択して共同で債権回収を行うケース（エ）が、双方にとって最も効率的（パレート最適）であることが分かる。協力して債権回収を行うことにより、個別の執行コスト、他の債権者の債権回収行動のモニタリングに要するコストの削減が可能となるからである。しかしながら、仮に、相手側が「協力」ではなく「抜け駆け」戦略を選択すると、自己の利得が減少することから、合理的な債権者は「抜け駆け」戦略を選択することとなり、その結果 A、B の双方が「抜け駆け」戦略を選択するケース（ア）がナッシュ均衡¹⁶となってしまう。これが、「囚人のディレンマ」の一場面である「債権者のコモン・プール問題」の帰結である。

（ロ）債権者間の仮定的契約による「債権者のコモン・プール問題」の回避

「債権者のコモン・プール問題」を回避し、債権者への分配価値を最大化するためには、すべての債権者が、個別的な債権回収を禁止し、協力して債権回

¹⁶ ナッシュ均衡とは、「他のプレイヤーがおのこの戦略から逸脱しないことが所与とされるとき、いかなるプレイヤーも自分の戦略から逸脱するインセンティブをもたない」場合の戦略の組をいう（エリック・ラスムセン（細江守紀ほか訳）『ゲームと情報の経済分析』32 頁（九州大学出版会、1990））。

収を行うことを契約によって互いに強制すること（ケース（エ）のパレート最適の状態を導くこと）が考えられる¹⁷。しかしながら、債権者が多数存在したり、偶発債務のように誰が債権者かが必ずしも明らかでない場合には、そのような契約を締結するための取引費用は著しく高くなり、現実的とはいえない¹⁸。このような観点からは、債権者の個別の債権回収を禁止ないし制限し、集団的な債権回収を図るといふ倒産法の存在意義は、契約締結のための取引費用という障害がなかったならば、債権者が自発的に締結したであろう債権者間契約（creditors' bargain）を制度化したものと説明されることとなる¹⁹。このため、「倒産手続の法と経済学」の視点からは、倒産法は、「債権者のコモン・プール問題」を回避し、債権者への分配価値、すなわち倒産企業の企業価値を最大化するための「債権者間の仮定的契約」を制度化したものと捉えることができると考えられる。

ロ． 倒産手続と私的整理の境界

なお、倒産法を「債権者間の仮定的契約」と捉えれば、契約締結にかかる取引費用が低い場合、例えば、債権者の数がさほど多くない場合には、法律で強制することなく、債権者が集団的債権回収のための契約を自発的に締結できる余地があると考えられる。倒産手続自体にもコストが存在するため、債権者間の契約により、契約締結にかかる取引費用を斟酌しても、よりコストが低く、より多くの債権回収を実現できる場合には、倒産法によらず、私的整理（nonbankruptcy workouts）を行うことで、倒産手続のメリットを享受しつつ、そのコストを回避できることとなる²⁰。その意味では、倒産手続は、債権者が多数の場合に見られるように、債権者間の合意を形成するためのコストが大きすぎる場合に選択すべきこととなると指摘されている²¹。

2． 再建型倒産手続の存在意義

倒産法の存在意義に関する以上の分析は、企業の解体・清算を暗黙の前提とするという意味で、基本的に清算型倒産手続を念頭に置いたものであるが、再

¹⁷ Jackson, *Logic and Limits*, *supra* note 12, pp.16-17.

¹⁸ Jackson, *Logic and Limits*, *supra* note 12, p.9.

¹⁹ Jackson, *Non-Bankruptcy*, *supra* note 13, pp.866-867.

²⁰ Jackson, *Logic and Limits*, *supra* note 12, p.17. 私的整理が行われる事例は実際にもよく見られるとされる (*Ibid.*, note 23).

²¹ Jackson, *Logic and Limits*, *supra* note 12, p.17.

建型倒産手続についてはどのような分析が可能であろうか。

(1) 再建型倒産手続の存在意義に関する伝統的見解

わが国の会社更生法および民事再生法の母法は、米国の連邦倒産法典上の会社更生手続 (corporate reorganization) および再建手続 (reorganization) であるとされる²²。

米国では、伝統的に、会社更生手続等の再建型倒産手続の存在意義は、債権者の権利行使により経営困難に陥った企業が解体・清算され、ゴーイング・コンサーン・バリューが毀損されることで、企業の資産や労働者の雇用に悪影響が及ぶことを回避する点にあると考えられてきたとされる²³。しかし、前述のように倒産法の存在意義が「債権者のコモン・プール問題」の解決にあると捉えようと、再建型倒産手続の存在意義を、企業の存続による雇用の確保等に求めることはできないと考えられる²⁴。企業の存続の有無は、「債権者のコモン・プール問題」とは別個の問題だからである²⁵。このような観点からは、再建型倒産手続についても、その存在意義は、企業価値ないし債権者への分配価値の最大化と捉えられるべきこととなる²⁶。

(2) 「倒産手続の法と経済学」の視点から見た再建型倒産手続

このように、「倒産手続の法と経済学」の視点からは、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「債権者間の仮定的契約」と捉えられ、この点は再建型倒産手続においても異なるところはないといえる²⁷。

再建型倒産手続は、企業の解体・清算を回避し、企業を存続させたまま、企業のゴーイング・コンサーン・バリューを保全することで、債権者への分配価

²² 旧会社更生法(昭和27年法律第172号)は、1938年連邦倒産法典(いわゆるチャンドラー法 < Bankruptcy Act of 1938, ch.575, 52 Stat. 840 >) 第X章「会社更生手続(Corporate Reorganization)」をモデルとしており、民事再生法は、現行の連邦倒産法典(Bankruptcy Reform Act of 1978, Pub. L. No. 95-598, 92 Stat. 2549) 第11章「再建手続(Reorganization)」(チャプター・イレブン)を参考に制定されたものとされる(村田典子「再建型倒産処理手続の機能(1) アメリカ合衆国における再建型倒産処理手続の発展過程」民商法雑誌129巻3号347-348頁(2003))。

²³ Baird, *Uneasy Case*, *supra* note 11, p.133.

²⁴ Jackson, *Logic and Limits*, *supra* note 12, pp.209-210.

²⁵ Jackson, *Logic and Limits*, *supra* note 12, pp.209-210.

²⁶ Jackson, *Logic and Limits*, *supra* note 12, pp.209-210.

²⁷ Jackson, *Logic and Limits*, *supra* note 12, pp.209-210.

値を最大化しようとする点にその特色がある。その意味では、再建型倒産手続の目的は、企業の存続自体にあるのではなく、債権者への分配価値を最大化するための集団的な債権回収手続を提供することにあるといえる。このように考えれば、再建型倒産手続は、清算価値を上回るゴーイング・コンサーン・バリューが存在するため、企業の解体・清算を回避することで債権者への分配価値を最大化し得る場合にのみ選択すべきこととなる²⁸。

もっとも、清算型倒産手続においても、企業を存続させたまま売却し、それによりゴーイング・コンサーン・バリューを保全することは可能であると指摘されている²⁹。そうだとすれば、ゴーイング・コンサーン・バリューの保全という点で両手続に本質的な差異はないといえることとなるが、清算型倒産手続では、市場における企業資産の現実の売却 (actual sale) を通じて企業価値の換価および債権者への分配が行われるのに対し、再建型倒産手続では、現実の売却は行われず、「仮定的な売却 (hypothetical sale)」を観念して企業価値を評価した上で、再建企業に対する新たな持分の分配のかたちで、債権者への分配が行われるという点に違いがある³⁰。

そして、再建型倒産手続における企業価値の評価が、「仮定的な売却」に基づいているという点にこそ、同手続の最大の問題が存在する。清算型倒産手続では、第 1 段階として企業資産を現実に売却し、第 2 段階として売却代金を債権者に分配するのに対し、再建型倒産手続では、第 1 段階の企業資産の売却が行われなため、第 2 段階の債権者に対する分配が行われるためには、再建企業のゴーイング・コンサーン・バリューの評価が必要となり、その評価方法如何が問題となる³¹。このように、市場メカニズムによらずに倒産企業のゴーイング・コンサーン・バリューの評価を行う点は、再建型倒産手続の特色であると同時に困難な課題をつきつけることとなる。

²⁸ ジャクソン教授は、チャプター・イレブンの存在意義は、同手続を選択することが、倒産企業の資産の活用の観点から、利害関係人全体にとって有益である点に求められるべきであるとする (Jackson, *Logic and Limits*, *supra* note 12, p.210)。

²⁹ Jackson, *Logic and Limits*, *supra* note 12, p.211.

³⁰ Jackson, *Logic and Limits*, *supra* note 12, p.211. この点を捉えて、再建型倒産手続は、再建企業の「チケット」 (“tickets” in the reorganized company) を利害関係人に与える制度であるといわれることがある (Lucian Arye Bebchuk, “A New Approach to Corporate Reorganizations,” *Harvard Law Review*, Vol.101, p.776 (1988) [hereinafter Bebchuk, *New Approach*])。

³¹ Jackson, *Logic and Limits*, *supra* note 12 pp.211-212 ; Bebchuk, *New Approach*, *supra* note 30, p.778.

11. 再建型倒産手続における企業価値の評価を巡る問題

1. 倒産手続の選択基準としての企業価値の評価

上述のとおり、再建型倒産手続における企業価値、すなわちゴーイング・コンサーン・バリューの評価は、「仮定的な売却」を観念して評価される擬制的な数値であり、客観的・一義的な数値ではない³²。この点は、「効率的な倒産手続の選択」の障害となり得る。倒産手続の目的が債権者への分配価値の最大化にある以上、倒産企業の再建が最適な選択であるか否かは、ゴーイング・コンサーン・バリューが清算価値を上回るか否かによって定まるが、ゴーイング・コンサーン・バリューの評価が困難であると、再建型倒産手続の選択が「効率的」であるか否かの判断を不透明なものとするからである。このため、再建型倒産手続における企業価値の評価の問題は、「効率的な倒産手続の選択」を達成する上で避けて通ることのできない課題であるといえる。

(1) 従来倒産法における取扱い

企業価値の評価は再建型倒産手続における基本的な課題であるが、米国の倒産法は、再建企業に対する持分の分配を利害関係人の交渉 (bargaining) に委ねることで、この課題に対処しようとしてきたと指摘されている³³。

現行の米国連邦倒産法典第 11 章に規定されている再建手続 (Reorganization. 以下、「チャプター・イレブン」という。) に則して、この点を確認する³⁴。チャプター・イレブンでは、利害関係人 (債権者および株主) は、実体法上の優先順位に基づいてクラス分けされる (11 U.S.C. § 1122)³⁵。再建計画は利害関係人のすべてのクラスに受諾されれば裁判所により認可される (11 U.S.C. § 1129(a))

³² Bebhuk, *New Approach*, *supra* note 30, p.778.

³³ Bebhuk, *New Approach*, *supra* note 30, p.779.

³⁴ かつての 1938 年連邦倒産法典第 X 章「会社更生手続 (Corporate Reorganization)」では、企業価値の評価は必須であった (高木新二郎『アメリカ連邦倒産法』393 頁 (商事法務研究会、1996))。ただし、現行のチャプター・イレブンにおいても、クラム・ダウン (cram down、後掲注37) 参照) が発動される場合には評価が必要とされる。また、担保権の優先権の範囲を定める必要がある場合にも、評価が必要とされている (11 U.S.C. § 506(a))。この場合の評価方法は、評価の目的と状況によって決定され、最有効利用価格 (best use value)、再調達価格 (replacement value)、公正な市場価格 (fair market value)、競売 (forced sale) 価格といった様々な評価方法が採られる可能性がある (同 207-208 頁)。

³⁵ クラス分けは再建企業に対する持分の分配方法を定める再建計画に記載されなければならない。再建計画の提出権は、債務者、管財人、債権者委員会、株主委員会、債権者、株主等に認められている (11 U.S.C. § 1121)。

ため³⁶、すべてのクラスが受諾する場合には、再建計画の決定の場面では、企業価値の評価は原則として不要となる³⁷。この場合には、倒産法の役割は、利害関係人をいかにクラス分けし、各クラス毎にいかなる要件で、再建計画の諾否を決定するか、という利害関係人間の交渉の手続を定めるとともに、交渉の内容（例えば、あるクラスが他のクラスに対してどこまで譲歩を行い得るか³⁸）について一定の制約を設けるかたちで交渉のルールを定める点にある³⁹。

しかし、このように、利害関係人間の交渉の手続・ルールを定めるかたちで企業価値の評価の問題を「回避」しようという倒産法の枠組みには、次のような問題点があると指摘されている。第1に、各権利者の実体法上の権利から大きく乖離した分配が行われ得るという点である⁴⁰。例えば、ゴーイング・コンサーン・バリューが総債務額を下回り、本来、株主への分配が期待されない場合であっても、株主は、再建計画の認可につき遅延策等の妨害を講じて、株主への分配を認める再建計画を成立させようとする傾向があると指摘されている⁴¹。第2に、現行のチャプター・イレブンの手続自体により、企業価値が毀損されるという点である⁴²。同手続は、一般に膨大な時間を費やすものであり⁴³、この間に、弁護士費用等の高額な管理費用という直接的なコストが生じるほか、経営の非効率性による間接的なコストが生じ、企業価値の減少に繋がっていると指摘されている⁴⁴。

³⁶ 再建計画により権利が減損されないクラスは計画を受諾したものとみなされる(11 U.S.C. § 1126(f))。

³⁷ 田村諄之輔「会社更生法における評価規定」『会社の基礎的変更の法理』135頁(有斐閣、1993)。ただし、計画案に反対するクラスがある場合でも、当該クラスに対して「十分な分配」が保障される場合には、裁判所は計画を認可できる(クラム・ダウン(cram down)という。11 U.S.C. § 1129(b)(2))。「十分な分配」が保障されるためには、当該クラスへの分配が企業を清算した場合に受けるであろう分配を下回らないことを要する(「清算価値保障原則(best interests rule)」)ことから、企業価値の評価が必要となる。その際の評価基準は継続企業価値による(同頁)。

³⁸ 例えば、清算手続を下回る分配を承認するには、そのクラスの全構成員の同意を要する(11 U.S.C. § 1129(a)(7))。

³⁹ Bebchuk, *New Approach*, *supra* note 30, pp.779-780.

⁴⁰ Bebchuk, *New Approach*, *supra* note 30, p.780.

⁴¹ Bebchuk, *New Approach*, *supra* note 30, p.780.

⁴² Bebchuk, *New Approach*, *supra* note 30, p.776 ; Lucian Arye Bebchuk, “Chapter 11,” in Peter Newman (ed.), *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, Vol.1, Macmillan Reference Limited, p.220 (in three volumes, 1998)[hereinafter Bebchuk, *Chapter 11*].

⁴³ Bebchuk, *Chapter 11*, *supra* note 42, p.220.

⁴⁴ Bebchuk, *Chapter 11*, *supra* note 42, p.220.

(2) ゴーイング・コンサーン・バリュウ評価に関するインセンティブ分析

さらに、再建型倒産手続におけるゴーイング・コンサーン・バリュウの評価をより困難とする要因として、評価を行う主体のインセンティブの対立という問題がある。

企業価値の評価に関しては、主として、担保権者、優先債権者等の上位の権利者と株主・一般債権者等の下位の権利者との間に利害の対立がある⁴⁵。すなわち、担保権者、優先債権者等弁済の優先順位の高い権利者は、企業価値が低ければ、再建後の企業の持分をより多く得ることができるため、企業価値を低く評価するインセンティブを有している。これに対して、株主・一般債権者等弁済の優先順位の低い権利者は、企業価値が高ければ再建後の企業の持分を保持できる可能性が高まるため、企業価値を高く評価するインセンティブを有している⁴⁶。

具体的な設例を用いてこの点を確認する⁴⁷。まず、優先債権者が100ドルの債権を有しており、再建後の企業が100株の普通株式を発行するケースを考える。この場合、倒産企業の企業価値が100ドル(以下)と評価されれば、優先債権者は債務の弁済に代えて、企業価値のすべて、すなわち、再建後の企業の株式の100%の持分を得ることとなるが、企業価値が1000ドルと評価されれば、100ドルの弁済に相当する10%の持分を得るに過ぎない。このため、優先債権者等の上位の権利者は企業価値を低く評価するインセンティブを有することとなる。次に、倒産企業の総債務額は100ドルであり、再建後の企業は100株の普通株式を発行するケースを考える。この場合、当該企業の企業価値が100ドル(以下)と評価されれば、企業価値のすべてが債権者に分配されるため、再建後の企業に対する株主の持分はゼロとなるが、企業価値が1000ドルと評価されれば、

⁴⁵ Bebchuk, *New Approach*, *supra* note 30, pp.778-779.

⁴⁶ Bebchuk, *New Approach*, *supra* note 30, p.779. この結論は、チャプター・イレブンで採用されている「絶対優先原則 (absolute priority rule)」が前提となっている。絶対優先原則とは、更生計画においては、優先する権利者が完全な満足を得た後でなければ劣後する権利者はいかなる満足も受け得ない、とする建前であるとされる(松下淳一「再生計画・更生計画による債権者と株主との利害調整について」青山善充ほか編『民事訴訟法理論の新たな構築(下巻)』753頁(有斐閣、2001))。チャプター・イレブンにおいては、実体法上の優先順位に基づき、上位の権利者(担保権者や優先債権者)に全額の弁済がなされない限りは、下位の権利者(一般債権者や株主)に弁済を行うことはできない(11 U.S.C. § 1129(b)(2)(B)(ii), (C)(ii))。もっとも、全クラスの債権者が同意する場合 (consensual plan) には同原則は適用されない。「絶対優先原則」については、兼子一監修『条解会社更生法(下)』534-535頁(弘文堂、1974)[以下、「条解(下)」という。]を参照。

⁴⁷ 以下の設例は、Bebchuk, *New Approach*, *supra* note 30, p.779 note 9 and note 10 に依拠している。ペブチャック教授は、企業価値が100ドルのケースと1000ドルのケースを比較しているが、この設例では、100ドル(債務額)以下のケースと100ドル(債務額)超のケースの比較として一般化できると考えられる。

債権者は 100 ドルの弁済に相当する 10%の持分を得るに止まるため、株主は、残余の企業価値、すなわち、株式の 90%を持分として得ることとなる。このため、株主の下位の権利者は企業価値を高く評価するインセンティブを有することとなる。

以上のような利害対立、インセンティブの相違が、ゴーイング・コンサーン・バリューの適切な評価をより困難なものとしている。それでは、中立的な立場と考えられる裁判官であれば、より適正な企業価値の評価が可能であろうか。確かに、裁判官は過大評価、過小評価を行うインセンティブを有しないと考えられる。しかし、裁判官は、リスク評価および企業の再建可能性の評価について楽観的であることが多いため、企業価値を市場より高く評価する傾向があるとされる⁴⁸。このため、裁判官によるゴーイング・コンサーン・バリューの評価は不適切なものになると指摘されている⁴⁹。

2. オークション・アプローチによるゴーイング・コンサーン・バリューの評価

以上のような問題点を踏まえ、ベアード (Baird, Douglas G.) 教授により、より明確なかたちでゴーイング・コンサーン・バリューの評価をなし得る再建型倒産手続が提案されている⁵⁰。ベアード教授の提案は、再建型倒産手続においても、現実に企業を市場で売却する (オークション、すなわち競売を行う) ことによって、ゴーイング・コンサーン・バリューの評価を市場に委ねようとするものである (以下、「オークション・アプローチ」という。)。以下、その骨子を紹介する。

(1) 「オークション・アプローチ」の概要

イ. オークションの意義

前述のとおり、清算型倒産手続では、企業の資産が現実に市場で売却されるため、企業価値の評価について格別困難な問題は生じない。ベアード教授は、清算型倒産手続 (連邦倒産法典第 7 章に規定する清算手続) と再建型倒産手続 (チャプター・イレブン) の違いは、前者が現実に企業の資産を第三者に売却するのに対して、後者は仮定的な売却に止まる点にあるが、米国の連邦倒産法

⁴⁸ Jackson, *Logic and Limits*, *supra* note 12, pp.220-221.

⁴⁹ Jackson, *Logic and Limits*, *supra* note 12, p.221.

⁵⁰ Baird, *Uneasy Case*, *supra* note 11. 同論文の紹介文献としては、内野耕太郎「経済学からみた再建型倒産法制」寺澤達也ほか編著『ケース・スタディ 会社更生企業その後～実・学共同による検証と提言 (季刊債権管理別冊 1号)』6-21 頁 (金融財政事情研究会、2002) がある。

典上、清算手続において企業をゴーイング・コンサーンとして一体で売却すること、反対に、チャプター・イレブンにおいて企業の資産を分割して売却することも妨げられないと指摘する⁵¹。このため、同教授は、再建型倒産手続（チャプター・イレブン）においても、企業（資産）の売却を行うことを提案しており、事実上、現行のチャプター・イレブンを廃止しようとするものといえる⁵²。

ロ． オークションによる企業価値の評価

オークション・アプローチでは、企業価値の評価は市場に委ねられるが、市場における買手（オークションのビッドナー）は、必ずしも企業価値を正確に評価できるわけではない。買手は、通常、企業と利害関係を有しない第三者であるため、当該企業に対する情報の保有という点で株主等の利害関係人に劣後しているからである。このため、第三者たる買手は企業の過大評価、過小評価の双方を行う可能性があるが、買手は、過大評価による損失を自分自身で負担する一方、過小評価により落札する機会を他の入札者に奪われる可能性があるため、常に自己の判断に基づきリスク・テイクを行い、それに見合った企業価値をオファーすることが期待される。この点で、第三者たる買手は、そうしたリスク・テイクを行うことのない株主や裁判所よりも、適切な評価主体であるとされる⁵³。

ハ． オークションの手法

倒産企業は、倒産前の旧債務の負担を一切負わないという条件でオークションにかけられ、倒産企業の債権者は、オークションの売却代金から弁済を受けることとなる⁵⁴。旧債務の負担を負ったまま売却された場合は、第三者たる買手は、企業をゴーイング・コンサーンとして評価せず、債務の負担のない清算価値でしか評価しないと考えられるからである⁵⁵。

次に、オークションの執行主体が問題となるが、企業を最も高い価格で売却するインセンティブを有するのは「残余利益請求権者（residual claimants）」（実体法上の優先順位に従って弁済が行われた場合に、最後に残余利益を受ける権

⁵¹ Baird, *Uneasy Case*, *supra* note 11, p.139.

⁵² 内野・前掲注50)10頁。

⁵³ Baird, *Uneasy Case*, *supra* note 11, pp.136-137.

⁵⁴ Baird, *Uneasy Case*, *supra* note 11, p.145.

⁵⁵ Baird, *Uneasy Case*, *supra* note 11, pp.145-146.

利者)であるため⁵⁶、オークションの執行主体は、残余利益請求権者とすべきものとされる⁵⁷。残余利益請求権者の得る企業価値は、企業を個々の資産毎に売却するのか一体のものとして売却するのか、コストをかけて買手を探し出す努力をするか否かといった自らの判断の結果に左右されるからである⁵⁸。

もっとも、残余利益請求権者が誰かは必ずしも自明ではないため、残余利益請求権者がオークションの執行主体となることを確保することは容易ではないとされる⁵⁹。なお、残余利益請求権者が多数存在する場合には、すべての残余利益請求権者が共同で行動し、あるいは、代表者を選任することが困難な場合があり得るが、そのような場合は、残余利益請求権者は、オークションの執行を投資銀行等の専門家に委ねることが見込まれるとされる⁶⁰。

(2) オークション・アプローチの問題点

しかし、以上のようなオークション・アプローチについても、いくつかの問題点が指摘されている。

例えば、オークション・アプローチでは、残余利益請求権者をオークション(競売手続)の執行主体とすることで、企業を最も高い価格で売却するインセンティブを付与しようとするが、実際にどの権利者が残余利益請求権者となるかは、企業価値を知ることなしには明らかでないという点である⁶¹。その意味では、オークションによる企業価値の評価という発想には、一種のトートロジーが含まれているといえよう。

また、市場における売却自体に内在する問題点も指摘されている。オークション・アプローチにおいては、倒産企業の資産を最も有効に活用し得る(したがって、最も高く評価し得る)者が落札することが暗黙の前提となっているが、この前提が満たされない場合には、市場における売却は、資源の再配分を行う手段として効率的なものとはいえなくなる⁶²。企業資産の多くは、特定の用途に

⁵⁶ 例えば、債権額5千ドルの担保権者、同1万ドルの一般債権者、同1万ドルの劣後債権者が存在するケースで、企業価値が5千ドル未満の場合には担保権者が、5千ドル以上1万5千ドル未満である場合には一般債権者が、1万5千ドル以上の場合には劣後債権者が残余利益請求権者となる(Baird, *Uneasy Case*, *supra* note 11, p.137)。

⁵⁷ Baird, *Uneasy Case*, *supra* note 11, p.137.

⁵⁸ Baird, *Uneasy Case*, *supra* note 11, p.137.

⁵⁹ Baird, *Uneasy Case*, *supra* note 11, p.137.

⁶⁰ Baird, *Uneasy Case*, *supra* note 11, p.138.

⁶¹ Frank H. Easterbrook, "Is Corporate Bankruptcy Efficient?" *Journal of Financial Economics*, Vol.27, No.2, p.416 (1990).

⁶² Andrei Shleifer and Robert W. Vishny, "Liquidation Values and Debt Capacity: A Market

供するために特化しており、汎用性は低い。このため、倒産企業の資産の価値を最も適切に評価し得るのは、通常、同じ産業界に属する企業であるが、企業倒産が生じる局面では当該産業界全体または経済界全体が不況に陥っている可能性があるほか、公的規制（独占禁止法など）により競争者である同一産業界の企業の買収が制限される可能性がある。このような場合には、買手は他の産業界の企業となり、資産価値を適切に評価できない、当該資産の取得・管理に要するコストが差し引かれる等の理由により、落札額が低下するという問題がある⁶³。

3. オプション・アプローチによるゴーイング・コンサーン・バリュー評価の回避

以上のオークション・アプローチに代わるものとして、ゴーイング・コンサーン・バリューの評価の問題を、評価当事者のインセンティブを上手く利用することによって解決しようという「オプション・アプローチ」と呼ばれる見解が提唱されている⁶⁴。

ゴーイング・コンサーン・バリューの評価の困難性がインセンティブの対立に起因し、インセンティブの対立が倒産企業に対する各権利者（債権者、株主）の権利が均質ではないために生じるとすれば、「権利の非均質性」を解消するために、債権と株式の転換を可能とするオプションを、すべての債権者および株主に付与することが考えられる。これにより、すべての権利者が、企業を最も高く評価するインセンティブを有する権利者である残余利益請求権者の地位に立つため、インセンティブの対立は解消し、ゴーイング・コンサーン・バリューの適正な評価がなされると考えられる。

(1) 「オプション・アプローチ」の提案

「オプション・アプローチ」は、はじめにベブチャック（Bebchuk, Lucian Arye）教授によりその理論的基礎が固められ、その後、アギヨン（Aghion, Philippe）ハート（Hart, Oliver）ムーア（Moore, John）教授らによって発展させられたも

Equilibrium Approach,” *The Journal of Finance*, Vol.47, No.4, p.1344 (1992).

⁶³ Shleifer and Vishny, *supra* note 62, p.1344.

⁶⁴ Bebchuk, *New Approach*, *supra* note 30 ; Philippe Aghion *et al.*, “The Economics of Bankruptcy Reform,” *The Journal of Law, Economics, & Organization*, Vol.8, No.3, pp.523-546 (1992)[hereinafter Aghion *et al.*, *Bankruptcy Reform*]. 同論文の紹介文献としては、内野・前掲注50)、池尾和人・瀬下博之「日本における企業破綻処理の制度的枠組み」三輪芳朗ほか編『会社法の経済学』253-277頁(東京大学出版会、1998)、山本和彦「倒産法改正と理論的課題 利害関係人の法的地位を中心として」NBL751号23-36頁(2002)等がある。

のである。以下、ベブチャック教授の提唱したオプション・アプローチ（以下、「ベブチャック・モデル」という。）の骨子を紹介する⁶⁵。

まず、具体的な設例として、3つの異なる権利者のクラス（A、B、C）が存在する公開会社が倒産手続によって再建されるケースを想定する⁶⁶。クラスAは、各1ドルの債権を有する優先債権者100名、クラスBは、同じく各1ドルの債権を有する劣後債権者100名、クラスCは、1人1単位の株式を有する株主100名から構成されるものとする。再建企業の株式1単位当たりの企業価値がVであるとすると、再建企業の企業価値は100Vとなる。Vの値が明らかである場合には、絶対優先原則に基づく、実体法上の各権利者の優先順位に従った企業価値100Vの分配は次のとおりとなる⁶⁷。

V ≤ 1（企業価値が100ドル以下）の場合には、クラスA（優先債権者）に100Vに相当するすべて（100単位）の株式が分配される（クラスB・Cには分配されない）。

1 < V ≤ 2（企業価値が100ドル超200ドル以下）の場合には、クラスA（優先債権者）に債権額全額（100ドル）に相当する100/V単位の株式が分配され、クラスB（劣後債権者）に、残余価値（100V - 100ドル）に相当する（100 - 100/V）単位の株式が分配される（クラスCには分配されない）⁶⁸。

V > 2（企業価値が200ドル超）の場合には、クラスA・Bには、それぞれ債権額全額（100ドル）に相当する100/V単位の株式が分配され、クラスC（株主）には、残余価値（100V - 200ドル）に相当する（100 - 200/V）単位の株式が分配される。

以上の分配内容を図示すると図表2のとおりとなる⁶⁹。

⁶⁵ 以下の説明は、Bebchuk, *New Approach*, *supra* note 30による。

⁶⁶ 以下の設例は、Bebchuk, *New Approach*, *supra* note 30, pp.781-782による。

⁶⁷ Bebchuk, *New Approach*, *supra* note 30, pp.782-784.

⁶⁸ 例えば、Vが1.25ドルの場合、クラスAの優先債権者には80(100/1.25)単位の株式が、クラスBの劣後債権者には残余の20(100 - 80)単位の株式が分配される(Bebchuk, *New Approach*, *supra* note 30, p.782 note 26)。

⁶⁹ Bebchuk, *New Approach*, *supra* note 30, p.783 table 1.

図表 2 V の値に応じて権利者へ分配される株式数

V の値	分配される株式数 (1人当たり)
$V \leq 1$	クラス A : 1 単位 (V 相当額) クラス B : ゼロ クラス C : ゼロ
$1 < V \leq 2$	クラス A : $1/V$ 単位 (1ドル相当額) クラス B : $1 - 1/V$ 単位 ($V - 1$ ドル相当額) クラス C : ゼロ
$2 < V$	クラス A : $1/V$ 単位 (1ドル相当額) クラス B : $1/V$ 単位 (1ドル相当額) クラス C : $1 - 2/V$ 単位 ($V - 2$ ドル相当額)

V の値が明らかでない、各権利者へ分配すべき企業価値も明らかにならないが、以上の考察から、各権利者へ分配すべき企業価値は V (株式 1 単位当たりの企業価値) の関数として表示できることが分かる⁷⁰。すなわち、クラス A の各債権者は、 $V \leq 1$ のときは V 相当額、 $1 < V$ のときは 1ドル相当額の企業価値 ($1/V$ 単位の株式) を取得する。次に、クラス B の各債権者は、 $V \leq 1$ のときには一切価値を得られないが、 $1 < V \leq 2$ のときは $V - 1$ 相当額の企業価値 ($1 - 1/V$ 単位の株式)、 $2 < V$ のときは 1ドル相当額の企業価値 ($1/V$ 単位の株式) を取得する。最後に、クラス C の各株主は、 $V \leq 2$ のときには一切価値を得られないが、 $2 < V$ のときは $V - 2$ 相当額の企業価値 ($1 - 2/V$ 単位の株式) を取得する。この点を図示すると図表 3 のとおりとなる⁷¹。

図表 3 V の値と各権利者への分配

	$V \leq 1$	$1 < V \leq 2$	$2 < V$
クラス A	V	1	1
クラス B	ゼロ	$V - 1$	1
クラス C	ゼロ	ゼロ	$V - 2$
合計	V	V	V

このように、各権利者へ分配すべき企業価値が V (株式 1 単位当たりの企業価値) の関数として表示できれば、V の値が明らかでなくても、各クラスの権利者に対して再建企業の株式を取得するオプション (コール・オプション) を付与することによって、図表 2 で示された分配を自発的に実現できるという

⁷⁰ Bebchuk, *New Approach*, *supra* note 30, p.784.

⁷¹ Bebchuk, *New Approach*, *supra* note 30, p.784 table2.

のが、ベブチャック・モデルの基本的な発想である。

上記の設例において、まず、クラス A (優先債権者) は、再建企業から債権の全額弁済を受けるか、弁済に代えて、株式 1 単位 (V 相当額の企業価値) を受け取ることができる権利を与えられるものとする⁷²。これにより、クラス A の権利者は、債権の全額弁済を受けるか、株式 1 単位を取得することとなる。次に、クラス B (劣後債権者) は、再建企業から債権の全額弁済を受けるか、弁済に代えて、1 ドルを支払うことで株式 1 単位を取得する (行使価格 1 ドルの) オプションを与えられるものとする。これにより、クラス B の権利者は、債権の全額弁済を受けるか、1 ドルを支払うことで株式 1 単位 (V - 1 相当額の企業価値) を取得することとなる。オプションが行使された場合には、株式の対価 100 ドルによってクラス A の権利者に対して債権の全額弁済が行われることとなる。最後に、クラス C (株主) は、2 ドルを支払うことで株式 1 単位を取得する (行使価格 2 ドルの) オプションを与えられるものとする。これにより、クラス C の権利者は 2 ドルを支払うことで株式 1 単位 (V - 2 相当額の企業価値) を取得することができ、その場合には、株式の対価 200 ドルによってクラス A・B の権利者に対して全額弁済が行われることとなる。いずれのケースにおいても、各クラスの権利者は、絶対優先原則に基づき本来受け取るべき企業価値 (図表 2、3 参照) を上回る価値を取得することはない⁷³。なお、同一のクラス内で、オプションの行使の是非について統一的な行動が採られない場合には、オプションを行使した権利者は相応の株式を受け取り、株式の対価は、その者より上位のクラスの権利者に対してプロラタで弁済されることとなる⁷⁴。

このようなメカニズムによって、V の値が明らかでなくても、各クラスの権利者の主観的な企業価値の評価に基づき、自発的に絶対優先原則に基づいた分配がなされることになる⁷⁵。まず、クラス C (株主) が $2 < V$ であると判断した場合には、オプションが行使されるため、クラス C (株主) は全株式 (100V - 200 の企業価値) を取得し、株式取得の対価である 200 ドルによってクラス A (優先債権者)・クラス B (劣後債権者) に対して債権の全額弁済がなされる⁷⁶。次に、クラス C (株主) が $1 < V < 2$ であると判断した場合には、オプションは行使されないが、クラス B (劣後債権者) が同様の評価を行った場合には、オプシ

⁷² Bebchuk, *New Approach*, *supra* note 30, p.785.

⁷³ Bebchuk, *New Approach*, *supra* note 30, pp.785-786.

⁷⁴ Bebchuk, *New Approach*, *supra* note 30, pp.787-788. 例えば、クラス B のうち 50 名のみがオプションを行使する場合である。この場合、オプションを行使した権利者は 50 ドルを支払い、株式 50 単位を取得し、株式の対価 50 ドルは、クラス A の各権利者に 0.5 ドルずつ分配される (*Ibid.*, p.788.)。

⁷⁵ Bebchuk, *New Approach*, *supra* note 30, pp.785-786.

⁷⁶ Bebchuk, *New Approach*, *supra* note 30, p.787.

オンが行使されるため、クラス B は全株式(100V - 100 の企業価値)を取得し、株式の対価である 100 ドルによってクラス A (優先債権者)に対して債権の全額弁済がなされる⁷⁷。最後に、クラス B・C の双方が V 1 であると判断した場合には、オプションが行使されることはないため、クラス A (優先債権者)が全株式(全企業価値 100V)を取得する⁷⁸。

以上のベブチャック・モデルのエッセンスは次のように要約することができよう。企業が倒産した場合、実体法上の優先順位に応じて、上位の権利者に対しては当該企業の株式が、下位の権利者に対しては当該株式を取得するオプションが付与される。オプションを付与された下位の権利者は、当該企業の企業価値を評価し、清算価値を上回るゴーイング・コンサーン・バリューがあると判断した場合にはオプションを行使し、上位の権利者に債権額分の対価を支払うことで株式を取得する。反対に、清算価値を上回るゴーイング・コンサーン・バリューがないと判断した場合には、オプションは行使せず、次に優先順位の高い権利者が当該企業の企業価値を評価して、オプションの行使の是非を判断する。この結果、最終的に、最も優先順位の高い権利者ないし企業価値を最も高く評価する権利者が倒産企業の株主となり、再建あるいは清算のいずれかが選択されることとなる。上位の権利者は、下位の権利者がオプションを行使すると再建企業の株式を取得できないが、下位の権利者が支払った株式の対価により債権の全額弁済を受けるため、不利益を被ることはない。

(2) AHMモデルの特徴

イ. ベブチャック・モデルの問題点

上記のベブチャック・モデルをさらに発展させたモデルがアギオン、ハート、ムーア教授によって提案されている(以下、「AHMモデル」という。)⁷⁹。

AHMモデルは、ベブチャック・モデルの次のような問題点を改善しようとするものである。第1に、倒産企業のすべての債務が株式に転換されると、経営者が経営の失敗のペナルティを受けないため、負債の存在によって経営者が清算を回避するために経営努力を行うという負債契約の規律付け機能(bonding role of debt)⁸⁰が失われてしまうという点である⁸¹。これに対して、AHMモデル

⁷⁷ Bebchuk, *New Approach*, *supra* note 30, p.787.

⁷⁸ Bebchuk, *New Approach*, *supra* note 30, p.787.

⁷⁹ 基本的なアプローチはベブチャック・モデルに依拠しているが、全体的な倒産手続の流れは Aghion *et al.*, *Bankruptcy Reform*, *supra* note 64 ; Philippe Aghion *et al.*, "Improving Bankruptcy Procedure," *Washington University Law Quarterly*, Vol.72, pp.849-872 (1994) 等によるため、「AHMモデル」と呼ばれることが多い(内野・前掲注50)12頁)。

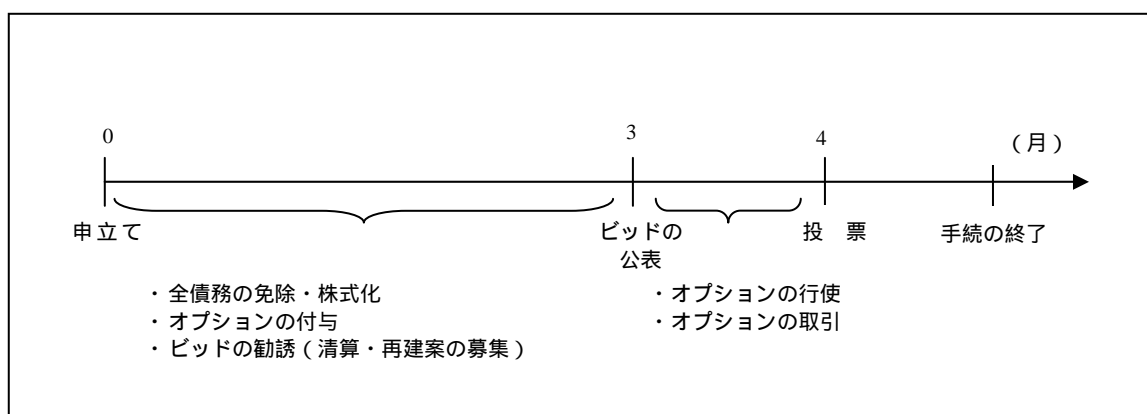
⁸⁰ 柳川範之『契約と組織の経済学』140頁(東洋経済新報社、2000)。負債契約の規律付け機能

では、負債契約による規律付けに代えて、経営者の経営継続の可否を企業の所有者の投票に委ねることで経営者を規律することが提案されている⁸²。第2に、ベブチャック・モデルによるオプションの付与等を行うための契約を債権者間で締結するには著しく高い取引費用が生じる点である⁸³。これに対して、AHMモデルでは、債権者間の契約締結にかかる取引費用を削減するため、国家による新たな倒産手続の創設（立法化）を提案している⁸⁴。

ロ. AHMモデルによる倒産手続

AHMモデルでは、ベブチャック・モデルに依拠しつつ、以下のような手順による倒産手続が提案されている（図表4参照）⁸⁵。

図表4 AHMモデル倒産手続の時系列



倒産手続が申し立てられると、倒産企業的全債務は免除され、株主資本のみの企業として再出発することとなる。この際、実体法上の優先順位に従い、上位の権利者のクラスには、企業的全株式が与えられ、下位の権利者のクラスにはベブチャック・モデルによるオプションが与えられる⁸⁶。これと同時に、株主を含めたあらゆる者に対して、当該企業の資産の処分と事業の経営に関する提

の詳細については同 138-150 頁を参照。

⁸¹ Aghion *et al.*, *Bankruptcy Reform*, *supra* note 64, p.531.

⁸² Aghion *et al.*, *Bankruptcy Reform*, *supra* note 64, pp.537-538.

⁸³ Aghion *et al.*, *Bankruptcy Reform*, *supra* note 64, p.526.

⁸⁴ Aghion *et al.*, *Bankruptcy Reform*, *supra* note 64, p.526.

⁸⁵ Aghion *et al.*, *Bankruptcy Reform*, *supra* note 64, p.536 Figure 1.

⁸⁶ Aghion *et al.*, *Bankruptcy Reform*, *supra* note 64, p.533.

案(ビッド)を勧誘する手続が開始される⁸⁷。これらのビッドは、一定期間後(例えば、3カ月後)に公表され、この時点で、オプションを付与された権利者は、公表されたビッドを参考にして、オプションの行使の是非を判断することとなるが⁸⁸、一定期間中はオプションを譲渡することも認められる⁸⁹。こうして、一定期間後(例えば、1カ月後)に倒産企業の新たな株主が決定し、当該株主によって上記のビッドに関する投票が行われ、選択されたビッドに従って企業の清算または再建が行われることで倒産手続は終了することとなる⁹⁰。なお、このようなオプション・アプローチの枠組みについては、優先順位の低い権利者に株式の取得資金やその借入れの制約があれば、オプションを行使できない⁹¹、取得する株式が、支配株式か少数株式かにより、実際には大きな価値の差がある⁹²、といった批判があり得るが、この点については、資金制約のある債権者も、取得する株式を担保にして資金を調達し得るという指摘がなされているほか⁹³、この点については、少数株主を保護するため、少数株主に企業買収に関する拒否権を与えること等が提案されている⁹⁴。

(3) オプション・アプローチの評価と問題点

ベブチャック教授のモデルを出発点とし、アギオン教授らにより精緻化されたオプション・アプローチ(「BAHMモデル」と呼ばれることが多い)の最大のメリットは、企業のゴーイング・コンサーン・バリューを一義的に評価する困難を回避しつつ、利害関係人に対して実体法上の優先順位に応じた公平な弁済を実現できる点にある。前述のように企業価値を最も高く評価するインセンティブを有するのは残余利益請求権者であると考えられるため、すべての権利者に対して、残余利益請求権者の立場から企業価値の評価を行う機会を与えることによって、ゴーイング・コンサーン・バリューの評価を回避しつつ、公平な弁済がなされることとなるのである。

⁸⁷ Aghion *et al.*, *Bankruptcy Reform*, *supra* note 64, p.533. この場合のビッドは、企業の資産の処分に関する提案と、事業の経営に関する提案(例えば、旧経営者による経営の継続を認めるか否か)の双方を含む(*Ibid.*, pp.533-534)。

⁸⁸ Aghion *et al.*, *Bankruptcy Reform*, *supra* note 64, p.535.

⁸⁹ Aghion *et al.*, *Bankruptcy Reform*, *supra* note 64, p.535.

⁹⁰ Aghion *et al.*, *Bankruptcy Reform*, *supra* note 64, p.536.

⁹¹ Bebchuk, *New Approach*, *supra* note 30, p.796.

⁹² Aghion *et al.*, *Bankruptcy Reform*, *supra* note 64, pp.541-542.

⁹³ Bebchuk, *New Approach*, *supra* note 30, p.797.

⁹⁴ Aghion *et al.*, *Bankruptcy Reform*, *supra* note 64, pp.541-542.

しかし、オプション・アプローチについては、優先順位の低い権利者が倒産企業の業績や将来の収益見込みに関する完全な情報を有していない場合には、保守的な選択として、オプションを行使しない選択をする傾向があると指摘されている（いわゆる「勝者の災いの問題（Winner's curse problem）」⁹⁵）。また、より本質的な問題として、倒産企業につき強制的にデット・エクイティ・スワップ（債権の株式との交換）を行う点についても、債権者は、情報の劣位やリスクを勘案して、株式ではなく債権を選択したにもかかわらず、株式価値（倒産企業の純資産）が減少している倒産近接時において、強制的に債権を株式と交換することは、債権者の権利を著しく害するという批判がなされている⁹⁶。

（４） オプション・アプローチの法制化の提案

なお、企業のゴーイング・コンサーン・バリューを一義的に評価する困難を回避しつつ、利害関係人に対して実体法上の優先順位に応じた公平な弁済を実現できるというオプション・アプローチのメリットに着目し、これを現実に法制化しようという提案もなされている。例えば、わが国においては、1997年にBAHMモデルをわが国の倒産法制に適用するかたちでの「会社再建法」の立法提案が、経済企画庁の委託調査のかたちで、実定法学者（新堂幸司教授ら）を中心に行われている⁹⁷。会社再建法は、当時の会社更生手続をベースにしてBAHMモデルの導入に必要な範囲で変更を加えるものであり、既存の会社更生手続、会社整理手続等と並存する手続と位置付けられている⁹⁸。会社再建法では、BAHMモデルを導入するため、「議決権取得手続」を行うことが想定されている⁹⁹。同手続では、まず株主に、一般債権者・担保権者の総債権額に相当する額の「議決権取得権行使料」を払い込むことで、会社の議決権の100%を取得できる「議決権取得権」が付与される。株主が議決権取得権を行使しない場合には、

⁹⁵ 「勝者の災い」とは、オークションでは、一般に、落札者（勝者）が他のビッドよりも過大評価を行ってしまうことを指す。企業について十分な情報を有していない債権者は、「勝者の災い」（過大評価による追加的な損失が生じるリスク）をおそれて、オプションの行使を行わない傾向があるとされる（Philippe Aghion, “Bankruptcy and Its Reform,” in Peter Newman (ed.), *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, Vol.1, Macmillan Reference Limited, p.148 (in three volumes, 1998)）。

⁹⁶ Philip H. Dybvig, “Discussion of Improving Bankruptcy Procedure by Philippe Aghion, Oliver Hart, and John Moore,” *Washington University Law Quarterly*, Vol.72, p.877 (1994).

⁹⁷ 商事法務研究会『平成8年度経済企画庁委託調査・M&A支援啓発事業（M&A活性化の観点からみた倒産法制のあり方に関する調査）』（商事法務研究会、1997）。

⁹⁸ 商事法務研究会・前掲注97)23頁。

⁹⁹ 商事法務研究会・前掲注97)24-25頁。

議決権取得権は一般債権者に付与され、一般債権者は、担保権者の総債権額に相当する額の議決権取得権行使料を払い込むことにより、会社の議決権の100%を取得できる。そして、担保権者は、株主または一般債権者が議決権取得権を行使した場合には、議決権取得権行使料により優先的に弁済を受け、議決権取得権が行使されない場合には、会社の100%の議決権を取得することとなる。また、会社再建法の下では、管財人が清算価値による財産評定を行い、これを情報として開示した上で、個々の利害関係人がゴーイング・コンサーン・バリューの評価（議決権取得権の行使の判断）を行うことが想定されている¹⁰⁰。

もっとも、BAHMモデルの法制化については、オプション権（議決権取得権）を行使するか否かを各利害関係人の自己責任に委ねる前提として、倒産企業のゴーイング・コンサーン・バリューに関する十分な情報が提供されている必要があるが、利害関係人の中には、倒産企業の取引先企業や競争相手の企業も存在し得ると思われ、そのような場合にどこまで企業秘密にわたる情報を開示できるか、情報を開示した場合に実効的な秘密保持義務を課することができるかといった極めて困難な課題が生じる¹⁰¹、立場の弱い利害関係人は、實際上、議決権取得権を行使したくてもできないおそれがあり、そのような利害関係人が多数存在すると、一部の権利者が過剰な持分を取得する不当な制度となる可能性が大きくなる¹⁰²、株式は、理論的に等価値のものであっても、実際には支配株式と少数株式とでは大きな価値の差があるため、過半数の持分を取得した利害関係人が倒産企業をコントロールすることによる追加的な利益を得ることになり、その結果、利害関係人間の実質的な公平が害されるおそれがある¹⁰³といった問題点が指摘されており、法制化に当たっては、なお解決すべき課題が多いように思われる。

¹⁰⁰ 商事法務研究会・前掲注97)27-28頁。

¹⁰¹ 山本和彦・前掲注64)35-36頁。

¹⁰² 山本和彦・前掲注64)36頁。例えば、100億円の更生担保権がある場合に、優先更生債権者である労働者が千人いたとしても、各人が1千万円を払って千分の1の持分を取得できる可能性は極めて低い一方、オプション権を行使できないと、労働者は自己の権利を失うこととなる。このため、会社再建法の提案においては、このような不当な結果を避けるため、労働者の優先更生債権は議決権取得手続に組み込まず、再建計画の中で弁済するというアプローチを採っているが、この問題は労働者だけではなく、一般債権者である零細取引先や一般投資家である株主等にも当てはまると指摘されている(同頁)。また、理論的には、オプション権が市場で売買できればこの問題はある程度解決できるが、現実にはそのような市場を完備できるかは疑問があると指摘されている(同頁)。

¹⁰³ 山本和彦・前掲注64)36頁。例えば、少数の割合の利害関係人は少数株主となるため、実際の価値の比率よりも低い権利配分しか得られない可能性がある(同頁)。

III. わが国の再建型倒産手続における企業価値の評価

1. 「効率的な倒産処理の選択」のための制度枠組み

前2章で見たように、「倒産手続の法と経済学」の視点からは、倒産法は、債権者への分配価値の最大化を目的とした債権者間の仮定的契約を制度化したものと位置付けられる。そして、「債権者への分配価値の最大化」の観点からは、倒産企業を清算すべきか再建すべきかの選択は、いずれが債権者への分配価値を最大化するかを基準になされるべきことになる。具体的には、債権者への分配原資となる企業価値について、清算を行った場合の企業価値（清算価値）と再建を行った場合の企業価値（ゴーイング・コンサーン・バリュー）とを比較し、前者が後者を上回る場合には清算を、前者が後者を下回る場合には再建を選択することが、「倒産手続の法と経済学」の視点から見た「効率的な倒産処理の選択」となる。しかし、特に、再建型倒産手続においては、その判断基準となる企業価値の評価について困難な問題がある。

以下では、わが国の現行倒産法制が再建型倒産手続における企業価値の評価の問題にいかに取り組んでいるのか、そして、現行倒産法制が「効率的な倒産処理の選択」を達成し得るものであるかについて若干の考察を行うこととする。

(1) 倒産処理の選択の時期

イ. 単一手続型と複数手続型

はじめに、「効率的な倒産処理の選択」がどの時点でなされるかを確認しておく。

倒産手続は、清算型、再建型に大別されるが、単一の倒産手続の中で当該事件に最も適した処理方法を決定・実施する方式（「単一手続型」）と、さらに、債務者の属性（商人か、法人か等）や手続の性質（厳格か簡略か等）の違いに応じて、各型について、複数の倒産手続が用意され、その中から1つを選択させる方式（「複数手続型」）があり得る¹⁰⁴。ドイツやフランスの倒産法制が「単一手続型」の例とされ¹⁰⁵、わが国の倒産法制は「複数手続型」である¹⁰⁶。わが国では、清算型倒産手続として、破産法（平成16年法律第75号）に基づく破

¹⁰⁴ 福永有利「倒産法一本化の是非と問題点」ジュリスト1111号29頁(1997)。

¹⁰⁵ 福永・前掲注104)29頁。例えば、フランスでは、1985年1月25日付の法律により、すべての倒産処理手続は、まず再建型の手続として開始され、一定の期間経過後に再建が不可能と判断された場合に初めて、清算型の手続に移行するものとされている。もっとも、1994年6月10日付の法律による改正の結果、一定の要件を充たす場合には、直ちに清算型の手続を開始できるようになっている(高木新二郎編『破産・和議の基礎知識』517頁(西澤宗英)(青林書院、1996))。

¹⁰⁶ 福永・前掲注104)29頁。

産手続および商法に基づく特別清算手続、再建型倒産手続として、民事再生法（平成 11 年法律第 225 号）に基づく民事再生手続および会社更生法（平成 14 年法律第 154 号）に基づく会社更生手続が用意されている¹⁰⁷。「複数手続型」を採用するわが国においては、「効率的な倒産処理の選択」は、まず、倒産手続の申立て時点でなされるが、手続開始後においても、他の手続への移行のかたちで「選択」がなされることがある。以下、順を追って見ていくこととする。

ロ． 手続申立て時における「効率的な倒産処理」の判断

倒産手続の選択は、まず、倒産手続の申立ての時点においてなされる。申立てのできる利害関係人の範囲は手続毎に定められており¹⁰⁸、申立てのためには一定の手続要件を充足する必要があるほか、倒産手続の開始には、裁判所による開始決定を要する。しかし、申立ておよび開始決定が容易になされ得るならば、本来清算されるべき企業が再建型倒産手続を選択するといったかたちで、「効率的な倒産処理の選択」がなされない危険性が高まると考えられる。

この点、破産手続の場合には、申立てに当たり、破産原因（支払不能、債務超過）の存在という客観的事実が求められるため¹⁰⁹、清算価値を上回るゴーイング・コンサーン・バリューが存在するにもかかわらず、清算が選択される可能性は相対的に低いといえよう。これに対し、民事再生・会社更生手続では、手続の早期申立てを促すという政策的観点から、破産手続に比べて手続の申立て・開始決定の要件が緩和されているため、比較的容易に手続を開始することが可能と考えられる。すなわち、両手続では、申立ての要件として、「破産手続開始の原因となる事実が生ずるおそれ」があれば足りる上、一定の申立棄却事由に該当しない限り開始決定がなされる¹¹⁰。また、民事再生手続は、簡易迅速に債務者の経済的な再生を図るために、株主を手続に取り込まず組織法的な変

¹⁰⁷ 再建型倒産手続としては、この他に商法に基づく会社整理手続があるが、同手続は廃止される見込みである（前掲注2参照）ため、ここでは取り上げない。

¹⁰⁸ 例えば、破産手続の申立権者は、債権者、債務者（破産法 18 条 1 項）のほか、例えば、債務者が株式会社の場合には、取締役・清算人が加わる（同法 19 条 1 項 3 号、2 項）。

¹⁰⁹ 破産原因は、自然人の場合は、支払不能（破産法 15 条 1 項）、法人の場合は、支払不能または債務超過（同法 16 条 1 項）であり、支払停止があった場合には、支払不能と推定される（同法 15 条 2 項）。

¹¹⁰ 例えば、民事再生手続の申立ての要件としては、「破産手続開始の原因となる事実の生ずるおそれがある」、「債務者が事業の継続に著しい支障を来すことなく弁済期にある債務を弁済することができない」ことで足り、「再生計画案の作成若しくは可決の見込み又は再生計画の認可の見込みがないことが明らかである」ことといった所定の申立棄却事由に該当しない限り、手続の開始決定がなされる（民事再生法 21、25、33 条）。会社更生手続も同様である（会社更生法 17、41 条）。

更に行わないことを原則としているほか¹¹¹、旧経営者が業務を継続する DIP (Debtor In Possession) 型を原則としている (民事再生法 38 条) ことから¹¹²、株主や経営者は自らの地位を保全するために同手続を選好するインセンティブを有すると考えられる。以上のことから、わが国の再建型倒産手続では、清算価値を上回るゴーイング・コンサーン・バリューが存在せず本来清算されるべきであるにもかかわらず、民事再生手続または会社更生手続が選択され、「効率的な倒産処理の選択」がなされない可能性は相対的に高いと考えられる¹¹³。

八. 手続選択後における「効率的な倒産処理」の判断

もっとも、仮に、倒産手続開始時点において「効率的な倒産処理の選択」がなされなかったとしても、手続開始後の他の倒産手続への移行によって、「効率的な倒産処理の選択」がなされる途は残されている。

例えば、破産手続の開始後においても、債権者は、倒産企業を再建させた方が破産配当より高い分配を受けることができると考えれば、再建型倒産手続 (民事再生・会社更生手続) の申立てを行うと考えられる。再建型倒産手続の申立てがなされた場合には、裁判所は破産手続を中止することができ (民事再生法 26 条 1 項 1 号、会社更生法 24 条 1 項 1 号) 再建型倒産手続の開始決定がなされた場合には、破産手続は当然に中止される (民事再生法 39 条 1 項、会社更生法 50 条 1 項)。

反対に、民事再生・会社更生手続では、手続開始後の再生・更生計画案の作成・決議・認可の過程において、再生・更生計画の遂行の見込みがない場合には、裁判所により再生・更生手続の廃止 (民事再生法 191 条、会社更生法 236 条) 再生・更生計画の不認可等の決定がなされ (民事再生法 174 条、会社更生法 199 条) 当該決定が確定し、債務者に破産原因があると認められたときは、

¹¹¹ 松下・前掲注46)771 頁。

¹¹² これに対して、会社更生手続では、必要的に管財人が選任される (会社更生法 42、67 条 1 項、旧会社更生法 46、94、95 条)。もっとも、2002 年の会社更生法の改正により、経営責任のない旧経営者は、管財人として選任され得ることが明確となっている (会社更生法 67 条 3 項)。

¹¹³ 東京商工リサーチの調査によると、2000 年 4 月から 2003 年末までの間に民事再生手続を開始した 2964 件のうち、44% に当たる 1302 件が手続廃止となったとされる (朝日新聞 2004 年 3 月 28 日朝刊)。これは、本来清算すべき企業が再建を試みているケースが少なくないことを示唆しているように思われる。

また、米国のチャプター・イレブンの申立て案件の大多数は、棄却あるいは清算手続へ移行しており、実際に再建が成功する案件は 10% 程度であるとされる (National Bankruptcy Review Commission (U.S.), *Bankruptcy: The Next Twenty Years: National Bankruptcy Review Commission Final Report*, William S. Hein & Co., p.610 and note 1550 (2000, originally published: U.S. G.P.O., 1997))。

裁判所の職権により破産手続開始決定がなされる（民事再生法 250 条 1 項、会社更生法 252 条 1 項）。その意味では、破産手続は再建型倒産手続に対して劣後の地位に置かれているといえる¹¹⁴。

（２） 再建型倒産手続における企業価値の評価の枠組み

上述のように、再建型倒産手続については、「効率的な倒産処理の選択」でない可能性が相対的に高いと考えられるため、手続開始後の他の手続への移行の判断は、重要な意味を有すると思われる。民事再生手続、会社更生手続では、移行の判断の基礎となる倒産企業の企業価値の評価は、当該移行時を基準としてなされるべきものと考えられるが、その際、手続開始時を基準とする財産評定制（民事再生法 124 条、会社更生法 83 条）は、有用な参考情報を提供するものとなる。

このうち、会社更生手続については、平成 14（2002）年の会社更生法の全面改正の際に財産評定制の見直しが行われている。そこで、以下では、民事再生手続における財産評定制および会社更生手続における財産評定制の見直しを巡る議論を整理した上で、両手続における評価基準の比較を行うこととする。

イ. 民事再生手続における財産評定制

民事再生手続における財産評定制は、再生債務者に対しては、財産状況を把握させるとともに手続追行の見通しを与え、債権者に対しては、手続中における態度決定のための資料を提供する役割を担うものとされる¹¹⁵。

再生債務者は、手続開始決定後にその一切の財産について、手続開始時における価額を評価しなければならず、その際の評価基準は、原則として「財産を処分するものとして」行う「処分価額」とされている（民事再生法 124 条、民事再生規則 56 条 1 項）¹¹⁶。民事再生手続における財産評定制は、清算価値を把握し、再生計画が再生債権者一般の利益に反しないか否かを判断するための判断

¹¹⁴ 伊藤眞『破産法』71 頁（有斐閣、全訂第 3 版補訂版、2001）。

¹¹⁵ 伊藤眞ほか編著『注釈民事再生法（上）』385-386 頁（阿多博文）（金融財政事情研究会、新版、2002）[以下、「注釈」という。]。

¹¹⁶ 例外的に「継続企業価値」によることも認められる（民事再生規則 56 条 1 項但書）。「継続企業価値」による評価が必要となるケースとしては、例えば、再生債務者が営業の全部または一部の譲渡を検討している場合に、譲渡対価の参考資料とするケースが考えられるとされる。ただし、旧会社更生法におけるのと同様、この場合の「継続企業価値」の具体的な内容については争いがある（注釈・前掲注115）388 頁（阿多博文）。

資料とするものであるため、この場合の「処分価額」の評価は、破産手続を前提とした財産の清算価値を算定することであるとされる¹¹⁷。また、再生手続においては、担保権は別除権として取り扱われる（民事再生法 53 条）が、事業の継続に必要な資産について担保権消滅請求制度（同法 148 条以下）が行使され、担保権者から価額決定の請求（同法 149 条）がある場合に担保権者に支払われる担保目的物の価値は、原則として「処分価額」を基準として評価することとされている（民事再生規則 79 条 1 項）¹¹⁸。

財産評定制度における評価基準が「処分価額」とされたのは、民事再生手続では、「一般の利益に反するとき」を再生計画の不認可事由とする（民事再生法 174 条 2 項 4 号）ことにより、「清算価値保障原則」（債権者が再生計画によって取得すべき利益が、債務者が破産した場合に債権者が受けるべき破産配当を上回ることを保障すること）が採用されていることから、破産配当と比較して再生計画の認可・不認可の判断の基礎となる情報を提供する必要があること、「継続企業価値」よりも実務的に簡易・安価・短期間での評価が可能であることによるとされる¹¹⁹。

ロ． 会社更生手続における財産評定制度

会社更生手続においては、更生管財人は、手続の開始決定後に更生会社に属する一切の財産について、手続開始時における価額を算定しなければならない（財産評定制度）。この点は、旧会社更生法、現行会社更生法とも変わりはない（現行会社更生法 83 条、旧会社更生法 177 条）。

（イ）旧会社更生法における評価基準とその問題点

旧会社更生法（以下、「旧法」という。）の財産評定制度は、更生管財人が管理・運用する財産を確定することにより、当該財産の運用の状況を的確に把握する、更生管財人が財産の状況を正確に把握することで、更生計画案作成のための基礎資料とする、手続に参加する利害関係人（更生担保権者、株主

¹¹⁷ 注釈・前掲注115)388 頁〔阿多博文〕。ただし、実務上は、破産手続における破産財団の換価が正常な場合の換価と乖離しているため、「処分価額」について必ずしも統一した取扱いはなされていないとされる（同頁）。

¹¹⁸ ただし、必要な場合には、他の適切な評価方法（取引事例比較法、収益還元法、原価法等）によることも認められる（民事再生規則 79 条 2、4 項）ため、同評価は、「処分価額」を基礎としつつ、適宜修正され得ると解されている（山本和彦ほか編『Q&A 民事再生法』193-194 頁〔田頭章一〕（有斐閣、2001））。

¹¹⁹ 注釈・前掲注115)387 頁〔阿多博文〕。

等)の権利範囲を明確にするという役割を担うものとされていた¹²⁰。

1952(昭和27)年に制定された当時の原始会社更生法には、財産評定における個別財産の評価基準と担保目的物の評価基準に関する規定はなかったため、基準時点および評価基準について見解が分かれ、更生管財人と更生担保権者や株主との間で多くの紛争が見られた¹²¹。このため、1967(昭和42)年の法改正により、両評価基準はともに、原則として、企業の存続を前提とした、いわゆる「継続企業価値」によることとされた(旧法177条2項)¹²²。これは、会社更生手続の目的は企業の再建であることから、更生会社の財産評定は、原則として、企業の存続を前提としてなされなければならないと考えられたことによるとされる¹²³。

「継続企業価値」は、一般に「企業財産を一括して継続企業として処分する価格」を意味するとされるが¹²⁴、その具体的な内容は条文上明示されておらず、理論的にも必ずしも明らかではなかったため¹²⁵、その具体的な算定方式が確立されるには至らなかった¹²⁶。このため、実務上、「継続企業価値」の評価を巡って、特に更生管財人と更生担保権者との争いの調整に多くの労力を費やし、更生計画案の作成を遅らせる要因となっていたとされる¹²⁷。

また、会社更生手続では、担保権は更生担保権として扱われ、その権利内容は更生計画に従って決定されることから、更生担保権の権利範囲を確定するために担保目的物の評価を行う必要がある。そのため、旧法下では、担保目的物の評価額と財産評定制度における個別財産の評価額とで二重に評価されることを避けるために、担保目的物の評価についても財産評定制度と同じく「継続企

¹²⁰ 池田光宏「会社更生における財産評定をめぐる諸問題」門口正人編『現代裁判法大系〔会社更生・会社整理・特別清算〕』170-171頁(新日本法規出版、1998)。

¹²¹ 宮脇幸彦・時岡泰『改正会社更生法の解説』299-300頁(法曹会、1969)。

¹²² 条解(下)・前掲注46)96-97頁。

¹²³ 条解(下)・前掲注46)103頁、宮脇・時岡・前掲注121)306頁。

¹²⁴ 矢沢惇『企業会計法講義』101頁(有斐閣、改訂版、1973)。

¹²⁵ 条解(下)・前掲注46)104頁。

¹²⁶ 条解(下)・前掲注46)109頁。「継続企業価値」の具体的算定方法については、市場価格、再調達価格、収益還元価格等の種々の考え方があった上、それぞれの考え方や評価方法についても統一的な見解がなかったとされる(事業再生研究機構財産評定委員会編『新しい会社更生手続の「時価」マニュアル』5頁(商事法務、2003)[以下、「時価マニュアル」という。])。また、昭和42(1967)年の会社更生法改正時に想定されていた収益還元方式についても、倒産企業における収益力が低めに見積られる傾向があったほか、収益還元率の決定根拠も曖昧であったと指摘されている(同5-6頁)。

¹²⁷ 時価マニュアル・前掲注126)72頁。

業価値」が評価基準とされていた（旧法 124 条の 2）¹²⁸。

（ロ） 現行会社更生法における評価基準

以上の問題点を踏まえ、平成 14（2002）年の会社更生法の全面改正の際、財産評価制度および担保目的物の評価基準につき見直しが図られた。同改正においては、財産評価制度には、更生会社の資産状態を正確に把握すること、更生会社の会計の具体的な基礎を与えること、利害関係人の権利範囲を明確化すること、更生計画の遂行可能性を判断する前提とすること、権利分配の公正・衡平を判断する前提とすること、といった多様な目的があることが強く認識され、その結果、
の目的を果たす上で、手続開始時の個別財産の価額については、手続開始時を基準時とした「時価」による評価を行うこととされた（会社更生法 83 条 1 項、2 項）¹²⁹。会社更生手続においては、「平時の会社」から更生手続の開始により新たに設立された更生会社に財産が包括的に譲渡されると捉えることができるため、財産評価による評価額は、更生会社にとっての取得原価であり、その時点の「時価」を用いて算定することが理論的に正当であると指摘されている¹³⁰。また、担保目的物の評価についても、財産評価制度における個別財産の評価額と同一とすることで手続構造の理解を容易にし、手続コストの低減にも繋がることから、手続開始時における「時価」による評価を行うこととされた（会社更生法 2 条 10 項、83 条 2 項）¹³¹。これにより、財産評価の結果（手続開始決定時の「時価」）が更生担保権の担保目的物の評価（更生担保権者への弁済額）と結びつくこととなるため¹³²、評価基準となる「時

¹²⁸ 旧法においては、「更生手続においては、担保の目的物を現実に換価するわけではなく、その評価も更生担保権者として更生手続に参加し、更生計画において更生担保権者として扱われる範囲を確定するために必要になるだけであるから、その評価を処分価額によってなすべき必然性はない」ため、「むしろ、更生手続が企業の継続を前提としており、担保権の目的の評価が更生手続において更生担保権者として取り扱われる範囲を確定するためになされる以上、その評価基準も継続企業価値によるのが理論的」とされていた（兼子一監修『条解会社更生法（中）』554 頁（弘文堂、1973））。

¹²⁹ 法務省民事局参事官室「会社更生法改正要綱試案補足説明」『会社更生法の改正（別冊 NBL70 号）』129-130 頁（商事法務、2002）。

¹³⁰ 岡正晶「会社更生手続における財産評価」門口正人ほか編『新・裁判実務体系 第 21 巻 会社更生法 民事再生法』147-148 頁（青林書院、2004）、松下淳一「更生手続における『時価』について」『時価マニュアル・前掲注126』226 頁。

¹³¹ 法務省民事局参事官室・前掲注129)130 頁。

¹³² 更生計画においては、更生担保権も減免され得るため、担保目的物の財産評価額（担保目的物の評価額）は、更生計画における実際の弁済金額と必ずしも一致するものではないが、減免には更生担保権者の議決権の総額の 3/4 以上に当たる議決権者の同意を要する（会社更生法 196

価」は、担保目的物の評価基準としても適切なものが求められることとなった¹³³。

財産評定制度の目的は更生会社の財産的基礎を明らかにすることにあるため、会計上の評価指針は逸脱することはできない一方、財産評定の結果が更生担保権の権利の内容をも画する機能を有することを考慮する必要がある¹³⁴。このため、財産評定の評価基準となる「時価」(以下、「83条時価」という。)としては、会計上の評価指針・評価方法として許容される複数の選択肢の中から、個々の資産を評価するに当たり最も公正妥当と認められ、かつ、更生担保権の権利範囲を画する基準としても正当化される評価方法が選択されることが想定されているとされる¹³⁵。そのように考えた場合、83条時価の算定方法は、資産の種類、資産の用途に応じて異なるものとなり得る¹³⁶。例えば、事業用不動産については、「回収可能価額」(「正味売却価額」¹³⁷と「使用価値」¹³⁸のいずれか高い方)を合理的に算定された価額として適用することができるとされる¹³⁹。

83条時価を会計上の「時価」に則して考えた場合には、一般に、「処分価額」(清算価値)を上回るものとなるとされる¹⁴⁰。他方、担保目的物の「時価」が

条5項2号ロ)等の制約があるため、弁済額の上限を画するという点で、担保権の権利範囲についても原則的な意味を有する(岡・前掲注130)150頁)。

¹³³ 松下・前掲注130)230-231頁。

¹³⁴ 松下・前掲注130)230-231頁、事業再生研究機構財産評定委員会「改正会社更生法の財産評定における『時価』」NBL752号62頁(2003)。

¹³⁵ 時価マニュアル・前掲注126)84-85頁。日本公認会計士協会「財産の価額の評定等に関するガイドライン(中間報告)」(経営研究調査会研究報告第23号)旬刊経理情報1057号付録(2004)所収(以下、「ガイドライン」という。)では、83条時価として、企業会計上の「時価」を意味するものと、企業会計上「時価」ではないが、「代替的に又は特定の価額によるもの」が考えられるとする(ガイドライン52項「第83条時価に係る定義」・同13頁)。

なお、企業会計上の「時価」(「公正な評価額」とは、独立した当事者間による、競売・清算による処分以外の現在の取引において、資産の購入(負債の負担)または売却(弁済)を行う場合の価額であり、通常は、観察可能な市場価格、市場価格が観察できない場合には、合理的に算定された価額をいうとされる(ガイドライン53~54項「企業会計の時価と市場価格」・同13頁)。また、「代替的に又は特定の価額によるもの」の例としては、例えば、金銭債権の83条時価は、債権金額から貸倒見積高を控除した金額とされる(ガイドライン73項「金銭債権」・同16頁)。

¹³⁶ 各資産毎の83条時価の具体的な算定方法については、ガイドライン71~168項「科目別第83条時価」・前掲注135)16-34頁を参照。

¹³⁷ 「正味売却価額」とは、「資産又は資産グループの売却価額から処分費用見込額を控除して算定される金額」をいう(ガイドライン63項「正味売却価額」・前掲注135)15頁)。

¹³⁸ 「使用価値」とは、「資産又は資産グループの継続的使用と使用後の処分によって生ずると見込まれる将来キャッシュ・フローの現在価値」をいう(ガイドライン70項「使用価値」・前掲注135)16頁)。

¹³⁹ ガイドライン100~107項「事業用不動産」・前掲注135)20-21頁。

¹⁴⁰ 時価マニュアル・前掲注126)78頁。

「処分価額」を下回る場合には、そもそも清算価値保障原則を充たさないことになる¹⁴¹。このため、更生担保権者の権利の減免を定める更生計画の場合には、多数決原理の下での少数者の保護のため、「時価」は「処分価額」を上回るものでなければならないと指摘されている¹⁴²。

(八) 評価基準の変更とその評価

現行法上、財産評定制度の目的とされる諸点のうち、更生会社の資産状態を正確に把握する、更生計画の遂行可能性を判断する、権利分配の公正・衡平を判断するという点は、民事再生手続における財産評定制度とほぼ同様である。もっとも、の目的のためには、手続開始時の個別財産の評価が必要であるのに対し、およびの目的のためには、更生計画案作成時における再建を前提に企業の将来収益を基礎に算定した更生会社の事業全体の価値（ゴーイング・コンサーン・バリュー）と、企業の解体・清算を前提に算定した財産の処分価額（清算価値）とを比較することが有益であると考えられる¹⁴³。このため、現行法では、それぞれの目的に応じた評価を行う観点から、更生計画案の参考資料として、財産評定制度（83条）と「異なる時点又は異なる評価の基準による更生会社に属する一切の財産の評価」を行うこととしている（会社更生規則51条1項）。この点、会社更生法改正要綱試案（2002年2月22日法制審議会倒産法部会決定）の段階では、更生計画案の基礎を明らかにするため、裁判所の定める時期における更生会社の「企業全体価値」（事業全体の価値）の評価を行うこととしており、その際の評価基準については、更生会社の事業全体の価値を更生会社の将来収益を基礎にして算定するものとしていた¹⁴⁴。この意味での企業全体価値（以下、「規則51条価値」という。）は、更生会社が事業を継続することにより得られる将来収益等を基礎に算定される事業価値と継続しない事業や遊休資産の売却処分等により得られる回収額の総和であるとされる¹⁴⁵。

¹⁴¹ 松下・前掲注130)229頁。

¹⁴² 松下・前掲注130)229頁。

¹⁴³ 時価マニュアル・前掲注126)40-41頁。

¹⁴⁴ 法務省民事局参事官室「会社更生法改正要綱試案」（第42 財産評定及び更生担保権に係る担保権の目的の評価）『会社更生法の改正（別冊 NBL70号）』97頁（商事法務、2002）、同・前掲注129)130頁。なお、規則51条価値が処分価額を下回るようなケースでは、更生計画の認可要件（会社更生法199条2項2号「更生計画の内容が公正かつ衡平であること」）を充たさず、更生手続の廃止決定事由（同法236条1項1号「決議に付するに足りる更生計画案の作成の見込みがないことが明らかになったとき」）に該当するものと考えられる。その意味では、規則51条価値は、処分価額を上回るものであることが前提となると考えられる。

¹⁴⁵ ガイドライン169項「事業全体の価値」・前掲注135)35頁。「事業全体の価値」の構成要素である事業価値は、一般に、DCF（ディスカウント・キャッシュ・フロー）法やマルチプル法（乗数法）等の

また、この場合の「処分価額」は、事業の全部を廃止し、解体・清算することを前提とするものであり（会社更生法施行規則 3 条）民事再生手続上の財産評定の評価基準である「処分価額」と同義とされる¹⁴⁶（この意味での「処分価額」は、「予定処分価額」¹⁴⁷と区別する意味で「清算処分価額」と呼ばれる¹⁴⁸）。

ところで、旧法における「継続企業価値」も一種の時価であると解されていた¹⁴⁹。その意味では、現行法の下においても、「継続企業価値」による評価は必ずしも排斥されないと考えられる¹⁵⁰。しかし、前述のとおり、「継続企業価値」の具体的な内容が明らかではなく、例えば、収益還元価額による場合も、前提となる予想収益率を事業の再編成等の更生計画が明らかでない時点で定めねばならないことや、収益還元率の決定も困難であったことから¹⁵¹、一般的な評価基準としては不適切であったと指摘されている¹⁵²。これに対して現行法の 83 条時価は客観的な評価基準であり、財産評定の透明性を高め、迅速かつ円滑な手続の処理が可能になるものと期待されている¹⁵³。

評価方法によって算定され、継続しない事業や遊休資産の売却処分等により得られる回収額は、処分価額によって評価される（ガイドライン 172 項「事業全体の価値の評価方法」・同 35 頁）。なお、DCF 法による事業価値は、将来キャッシュ・フローの見積額をその見積期間の各年度に一定の割引率を用いて割り引いた現在価値の総額をもって算定される（ガイドライン 175 項「DCF 法による事業価値の算定の意義」・同 37 頁）。また、マルチプル法とは、公開会社の株式時価総額は株主価値等に等しいという前提の下で、評価対象となる会社または事業に類似した公開会社を選定し、それらの会社の時価総額に基づく企業価値と「支払利息及び税金控除前利益(EBIT)」、「減価償却費、支払利息及び税金控除前利益(EBITDA)」等といった特定の財務指標による倍率を推計し、これを評価対象となる会社または事業の実績値、見込値、予想値等に乗ずることにより評価額を算定する方法をいう（ガイドライン 181 項「乗数法による事業価値の算定の意義」・同 39 頁）。

¹⁴⁶ ガイドライン 192 項「清算処分価額(法務省令第 3 条で規定する処分価額)」・前掲注135)42 頁。

¹⁴⁷ 「予定処分価額」とは、会社更生法施行規則 2 条に規定する「処分価額」であり、「企業継続を前提とする更生会社が経営活動を続ける中で、資産譲渡を行う場合の譲渡価格を想定」しており、「通常の正常営業循環過程において処分する価額の意味合いが強いもの」とされる（ガイドライン 190 項「予定処分価額(法務省令第 2 条で規定する処分価額)」・前掲注135)42 頁）。

¹⁴⁸ ガイドライン 188 項「処分価額の意義と種類」・前掲注135)42 頁。

¹⁴⁹ 宮脇・時岡・前掲注121)306 頁。

¹⁵⁰ 時価マニュアル・前掲注126)85 頁。

¹⁵¹ 松下・前掲注130)227 頁、時価マニュアル・前掲注126)71-72 頁。

¹⁵² 松下・前掲注130)227 頁。

¹⁵³ 時価マニュアル・前掲注126)73-74 頁、笠井正俊「財産評価」ジュリスト 1241 号 32 頁(2003)。

2. 会社更生手続における企業価値評価の問題点

(1) 問題の所在 担保権の処遇の相違

上述のように、民事再生手続においては、「清算価値保障原則」が採用されていることから、個々の債権者に対して清算価値以上の分配が保障される。また、会社更生手続においても同原則が採用されていると解されていることから¹⁵⁴、清算価値を上回る分配が保障されていると考えられる。しかし、会社更生手続と民事再生手続とは、主として手続中における担保権の処遇の違いにより、個々の債権者への分配の内容が異なるものとなる。

民事再生手続においては、担保権は、担保権消滅請求制度が適用される場合を除き、別除権として手続外で行使される。したがって、担保権者がその地位において回収し得るのは、手続外で担保権を実行した場合の担保目的物の換価額、あるいは、担保権消滅請求制度の下で認められる担保目的物の「処分価額」であり、いずれも清算価値に相当すると考えられる。他方、会社更生手続における担保権は、更生担保権として、手続内で更生計画に基づいて評価・弁済される。前述のように、更生計画案の策定に当たっては、83条時価とは異なる基準（規則51条価値）によって「企業全体価値」の評価が行われる。この場合において、担保権者は、規則51条価値により評価された「企業全体価値」の中から、担保目的物の83条時価による評価額を基準（上限）とした分配を受けることとなると考えられる¹⁵⁵。このため、担保目的物の83条時価が清算価値を上回るものである限りは、担保権者は、会社更生手続において、担保目的物の清算価値を上回る利益（いわゆる「時価ボーナス」ないし「ゴーイング・コンサーン・ボーナス」）を受け得ることとなる¹⁵⁶。

このような「時価ボーナス」の源泉は、企業の超過収益力（いわゆる暖簾）と考えられ¹⁵⁷、その分配方法としては、その全額を更生担保権者に分配する方法、その全額を下位権利者（一般債権者等）に分配する方法を両極として様々

¹⁵⁴ 現行会社更生法185条1項但書は、民事再生法174条2項4号と同様、清算価値保障原則を定めたものと解されている（桃尾重明「更生計画案の策定」門口正人ほか編『新・裁判実務体系第21巻 会社更生法 民事再生法』183-184頁（青林書院、2004））。なお、旧会社更生法も、同原則を採用していたと解されている（伊藤眞「会社更生手続における更生担保権者の地位と組分け基準」判例タイムズ670号23頁（1988））。

¹⁵⁵ 前述のとおり、担保目的物の財産評定額は、更生計画における更生担保権者への弁済額の上限を画する機能を有する（前掲注132）。

¹⁵⁶ このような担保目的物の清算価値を上回る利益は、旧会社更生法における「継続企業価値」が「処分価額」を上回る場合にも同様に生じることから、2002年の会社更生法改正による担保目的物の評価基準の変更（「時価」評価）によって新たに生じた問題ではないといえる（松下・前掲注130）230頁が、以下では「時価ボーナス」の語を用いる。

¹⁵⁷ 松下・前掲注130）239頁（注12）。

な判断があり得る¹⁵⁸。この点、現行会社更生法は、清算価値保障原則の範囲内であれば、更生計画によってその全額を更生担保権者に分配する方法を選択し得るという意味で、民事再生手続に比べ担保権者に相対的に有利な地位を保障するものといえよう。

さらに、わが国の現行倒産法制においては、「更生第一主義」の採用が債権者間の分配内容に大きな影響を与えている。「更生第一主義」とは、会社更生手続をすべての倒産手続中の最優先の手続と位置付ける立法政策であり¹⁵⁹、同政策の下では会社更生手続と民事再生手続の申立てが競合した場合には、会社更生手続が選択されることとなる¹⁶⁰。「更生第一主義」を採用する根拠としては、会社更生手続が再建型倒産手続の中で一番強力な手続であるため、同手続が円滑に実施され、成功する限りは他の手続の必要性はない点が挙げられている¹⁶¹。もっとも、「更生第一主義」は、絶対的なものではなく、「破産手続、再生手続、整理手続又は特別清算手続が継続し、その手続によることが債権者の一般の利益に適合するとき」には、当該他の手続が優先することになる（会社更生法 41 条 1 項 2 号。旧法 38 条 1 項 4 号も同旨¹⁶²）。その意味では、「更生第一主義」における会社更生手続の優位性は相対的なものといえよう。

「更生第一主義」の採用により、債権者間で、民事再生手続、会社更生手続のいずれを選択するかにつき合意が形成されない場合には、基本的には会社更生手続が選択されることとなると考えられる。このため、会社更生・民事再生のいずれの手続を選択した場合も保全される企業のゴーイング・コンサーン・バリューは同一であるとすれば、「更生第一主義」の下では、担保権者への分配価値がより多くなる会社更生手続が選択され、その場合には、更生計画の内容

¹⁵⁸ 松下・前掲注130)239 頁(注13)。

¹⁵⁹ 兼子一監修『条解会社更生法(上)』576 頁(弘文堂、1973)[以下、「条解(上)」という。]。

¹⁶⁰ 会社更生手続の開始決定は、民事再生手続の申立てを禁止し、既に開始されている民事再生手続を停止(中止)させるのに対し(会社更生法 50 条 1 項)、民事再生手続の開始決定には、会社更生手続の申立てを禁止、あるいは手続を停止(中止)させる効力はない(民事再生法 39 条 1 項)。

このため、実務上は、会社更生手続から民事再生手続に移行するためには、一旦、更生手続を終結(廃止決定を確定)させた上、改めて民事再生手続を申し立てることになるとされる(四宮章夫・中井康之編著『1 問 1 答 改正会社更生法の実務』360 頁(名倉啓太)(経済法令研究会、2003))。

¹⁶¹ 小林信明ほか編著『Q&A 改正会社更生法のすべて』291 頁(中央経済社、2003)、条解(上)・前掲注159)576 頁。

¹⁶² 旧法 38 条 1 項 4 号の立法趣旨は、企業の規模・形態・業種・財産状態、手続の進捗状況等にかんがみ、新たに更生手続を開始するよりも、他の手続による方が債権者に(弁済率、弁済期間等の点について)有利になる場合は、むしろ当該他の手続によらしめるものと説明されている(条解(上)・前掲注159)346-347 頁)。

如何によっては「時価ボーナス」の付与のかたちで、「一般債権者から担保権者への価値移転」が生じ得ることとなる。その意味では、わが国の倒産法制は「更生第一主義」の採用と「時価ボーナス」の付与により、「一般債権者から担保権者への価値移転」を助長するものであるといえよう。

(2) 現行法の分配メカニズムの当否

企業のゴーイング・コンサーン・バリューが同一であるとすれば、一般債権者への分配価値と担保権者への分配価値はトレード・オフの関係に立つこととなるため、両者を同時に最大化する倒産手続は存在しない。この点、わが国の倒産法制は、「更生第一主義」の採用と「時価ボーナス」の付与により、「担保権者への分配価値の最大化」を助長するという意味で、必ずしもすべての債権者について「債権者への分配価値の最大化」の要請を満たすものではないといえる。また、「債権者間の仮定的契約としての倒産法」という視点からは、債権者間の分配価値がトレード・オフの関係に立つ場合には、債権者間で、倒産手続の選択に対立があるケースで、相対的であるとはいえ、特定の倒産手続を優先させることの合理性を裏付けることは困難であろう。

上述のとおり、更生担保権者に処分価額を上回る利益（「時価ボーナス」）を与えることは、担保権の実行禁止（会社更生法 50 条 1 項）という制約の対価として理解することができるが¹⁶³、これに対しては、「時価ボーナス」を受け取ることができるのは、被担保債権について担保割れとなっている担保権者であることを合理的に説明し得ない¹⁶⁴といった問題点も指摘されている¹⁶⁵。

また、「更生第一主義」を採用する根拠としては、上述のとおり、会社更生手続が一番強力な再建型倒産手続であるため、同手続が円滑に実施され、成功する限りは他の手続の必要性はないという点が挙げられているが、同じく再建型倒産手続である会社更生手続と民事再生手続の間で債権者間の分配内容に有意な違いが認められ、両手続により保全されるゴーイング・コンサーン・バリュー

¹⁶³ 松下・前掲注130)230頁。

¹⁶⁴ 山本克己「コメント2」時価マニュアル・前掲注126)251頁。

¹⁶⁵ なお、会社更生手続は、担保目的物の評価基準として「時価」を採用する一方で、担保権消滅請求制度の評価基準を「処分価額」としている（会社更生規則 27 条による民事再生規則 79 条 1 項の準用）。これは、会社更生手続における担保権消滅請求制度は、更生担保権者に弁済を行うことを目的とするものではなく、更生手続が更生計画認可前に廃止（会社更生法 236、237 条）等により終了した場合の配当等の原資を確保することを目的とするものであることから、担保目的物の価額の評価は、担保権が実行された場合に得られるであろう額を基準とする必要があるためと説明されている（松下淳一「更生担保権」伊藤眞ほか編『新しい会社更生法 モデル事例から学ぶ運用上の論点』193 頁（有斐閣、2004））。

が同一であれば、手続の選択を利害関係人の合意に委ねる仕組みを採用することも考慮に値するという反論も可能であるように思われる。

(3) 問題解決の視点

担保権者に「時価ボーナス」が生じ得る最大の要因は、民事再生手続と会社更生手続が担保目的物の評価について異なる評価基準を採用している点にある。その意味では、両手続の評価基準を統一することも考慮に値すると思われるが、一般債権者への分配価値と担保権者への分配価値がトレード・オフの関係に立つ場合には、担保目的物の評価としていずれが望ましいかを一義的に導くことはできないと考えられる。いずれの評価基準が望ましいかについては、結局のところ、倒産手続における担保目的物の評価の目的を踏まえつつ、担保目的物の交換価値について優先弁済権を実現するという実体法上の担保権の機能と倒産手続中の担保権の制約とのバランス等の諸要素を勘案して判断されるべきものと考えられる。

反対に、両手続の評価基準の相違に一定の合理性が認められるのであれば、手続の選択は、債権者間の合意（多数決による決定）に委ねられるべきものであるように思われる。したがって、代替的な再建型倒産手続として民事再生手続と会社更生手続が併立する中で、常に会社更生手続を優先する「更生第一主義」の合理性は自明ではないように思われる¹⁶⁶。

IV. 結びにかえて

本稿では、米国における「倒産手続の法と経済学」の研究の蓄積から、「倒産手続は債権者間の仮定的な合意を制度化したものである」という視点（債権者間の仮定的契約としての倒産法）と、「企業の再建は、企業のゴーイング・コンサーン・バリューが清算価値を上回る場合に肯定される」という視点（再建型倒産手続の存在意義）を抽出し、わが国の現行倒産法制が、これらを満たす「効率的な倒産処理の選択」を実現し得るものかについて若干の検討を試みた。

現行の倒産法制では、清算価値を上回るゴーイング・コンサーン・バリューが存在しないにもかかわらず再建型倒産手続（民事再生・会社更生手続）が選

¹⁶⁶ 東京地裁では、2002年の会社更生法の改正後、中規模企業の会社更生手続の申立てが増加しており、それに伴い、経営者側が経営権の維持を前提に民事再生手続を選択したのに対して、債権者側が経営者の交代を前提に会社更生手続の申立てを行うなど、両手続が競合する場面が見られるようになってきているとされる。鹿子木康「東京地裁における会社更生事件の実情と課題」NBL800号142頁(2005)。

択される可能性は、清算価値を上回るゴーイング・コンサーン・バリューが存在するにもかかわらず破産手続が選択される可能性よりも相対的に高いと考えられる。このため、再建型倒産手続における企業価値の評価は重要な役割を有すると考えられる。

わが国の民事再生手続と会社更生手続は、いずれも、清算価値を上回るゴーイング・コンサーン・バリューの分配を確保する点で、「効率的な倒産処理の選択」を満たすといえる。しかしながら、担保目的物の評価基準は、民事再生手続では「処分価額」であるのに対して、会社更生手続では「時価」であることにより「時価ボーナス」が発生し得ることとなり、「更生第一主義」の採用とあいまって、担保権者を相対的に有利な地位に置き得るものであるといえる。

「債権者への分配価値の最大化」という視点からは、一般債権者への分配価値と担保権者への分配価値がトレード・オフの関係に立つ場合に、担保目的物の評価基準として、「ゴーイング・コンサーン・バリュー」と「清算価値」のいずれが望ましいかについて一義的な結論を導き出すことは困難であろう。他方で、現行法では異なっている民事再生手続と会社更生手続の評価基準を統一する場合には、いかなる評価基準が適切かについて、再建型倒産手続における担保目的物の評価の目的、実体法上の担保権の機能と倒産手続における担保権の制約とのバランス等の諸要素を十分に検討することが必要となろう。また、「債権者間の仮定的契約としての倒産法」という視点からは、倒産手続の選択について債権者間の利害が対立し、合意が形成されない状況においては、相対的とはいえ、法が一方の手続を優位に置くこと（「更生第一主義」）の当否については再考する余地もあるように思われる。このような観点からは、清算価値保障原則が維持される限りは、民事再生手続と会社更生手続の間で相互に手続の移行を認めることも考えられよう。

本稿はこれらの点について十分な分析を行うものではないが、わが国の再建型倒産手続のあり方について一視点を提示するものとなれば幸いである。

以 上

【参考文献】

- 青山善充・伊藤眞・井上治典・福永有利『破産法概説』（有斐閣、新版増補2版、2001）
- 池尾和人・瀬下博之「日本における企業破綻処理の制度的枠組み」三輪芳朗・神田秀樹・柳川範之編『会社法の経済学』253-277頁（東京大学出版会、1998）
- 池田光宏「会社更生における財産評定をめぐる諸問題」門口正人編『現代裁判法大系〔会社更生・会社整理・特別清算〕』169-183頁（新日本法規出版、1998）
- 伊藤眞「会社更生手続における更生担保権者の地位と組分け基準」判例タイムズ670号4-28頁（1988）
- 『破産 破滅か更生か』（有斐閣、1989）
- 『破産法』（有斐閣、全訂第3版補訂版、2001）
- ・才口千晴・瀬戸英雄・田原睦夫・桃尾重明・山本克己編著『注釈民事再生法（上）』（金融財政事情研究会、新版、2002）
- 植垣勝裕・高山崇彦・中原裕彦・坂田大吾「『債権譲渡の対抗要件に関する民法の特例等に関する法律の一部を改正する法律』の解説（3・完）」NBL804号54-62頁（2005）
- 内野耕太郎「経済学からみた再建型倒産法制」寺澤達也・小林慶一郎・平野双葉・石坂弘紀編著『ケース・スタディ 会社更生企業その後～実・学共同による検証と提言（季刊債権管理別冊1号）』6-21頁（金融財政事情研究会、2002）
- 岡正晶「会社更生手続における財産評定」門口正人・西岡清一郎・大竹たかし編『新・裁判実務体系 第21巻 会社更生法 民事再生法』146-154頁（青林書院、2004）
- 笠井正俊「財産評価」ジュリスト1241号28-33頁（2003）
- 加藤正治『破産法研究第1巻』（巖松堂書店・有斐閣書房、訂正4版、1922）
- 兼子一監修・三ヶ月章・竹下守夫・霜島甲一・前田庸・田村諄之輔・青山善充『条解会社更生法（上・中・下）』（弘文堂、1973-1974）
- 鹿子木康「東京地裁における会社更生事件の実情と課題」NBL800号139-150頁（2005）
- 小林信明・三村藤明・近藤泰明編著『Q&A 改正会社更生法のすべて』（中央経済社、2003）
- 小林秀之・神田秀樹『「法と経済学」入門』（弘文堂、1986）
- 事業再生研究機構財産評定委員会「改正会社更生法の財産評定における『時価』」NBL752号56-69頁（2003）

- 編『新しい会社更生手続の「時価」マニュアル』(商事法務、2003)
- 四宮章夫・中井康之編著『1問1答 改正会社更生法の実務』(経済法令研究会、2003)
- 商事法務研究会『平成8年度経済企画庁委託調査・M&A支援啓発事業(M&A活性化の観点からみた倒産法制のあり方に関する調査)』(商事法務研究会、1997)
- 瀬下博之「倒産法制のあるべき姿と会社更生法改正試案の検討」ESP2002年6月号31-34頁(2002)
- ・山崎福寿「民事再生法の経済分析」日本経済研究44号188-210頁(2002)
- 高木新二郎『アメリカ連邦倒産法』(商事法務研究会、1996)
- 編『破産・和議の基礎知識』(青林書院、1996)
- 田中英夫編集代表『英米法辞典』(東京大学出版会、1991)
- 田村諄之輔「会社更生法における評価規定」『会社の基礎的変更の法理』123-140頁(有斐閣、1993)(初出、中野貞一郎・鈴木正裕・青山善充・高橋宏志・新堂幸司・竹下守夫・伊藤眞編集・三ヶ月章先生古稀祝賀『民事手続法学の革新 下巻』509-527頁(有斐閣、1991))
- 日本公認会計士協会「財産の価額の評定等に関するガイドライン(中間報告)」(経営研究調査会研究報告第23号)旬刊経理情報1057号付録(2004)所収
- 広瀬純夫・秋吉史夫「倒産処理法制改革のインパクト 再建着手の早期化促進の効果を、イベント・スタディによって検証」金融庁金融研究研修センターディスカッションペーパー(2004)
- 福永有利「倒産法一本化の是非と問題点」ジュリスト1111号29-39頁(1997)
- 古山正人・中村純・田村孝・毛利晶・本村凌二・後藤篤子編訳『西洋古代史料集』(東京大学出版会、第2版、2002)
- 法務省民事局参事官室「会社更生法改正要綱試案」『会社更生法の改正(別冊NBL70号)』86-99頁(商事法務、2002)
- 「会社更生法改正要綱試案補足説明」『会社更生法の改正(別冊NBL70号)』100-138頁(商事法務、2002)
- 松下淳一「再生計画・更生計画による債権者と株主との利害調整について」青山善充・伊藤眞・高橋宏志・高見進・高田裕成・長谷部由紀子編『民事訴訟法理論の新たな構築(下巻)』749-773頁(有斐閣、2001)
- 「更生手続における『時価』について」事業再生研究機構財産評定委員会編『新しい会社更生手続の「時価」マニュアル』225-242頁(商事法務、2003)
- 「更生担保権」伊藤眞・西岡清一郎・桃尾重明編『新しい会社更生法

- モデル事例から学ぶ運用上の論点』184-204頁(有斐閣、2004)
- 水上慎士「私的整理の経済学 産業再生機構に期待される機能と設立後の課題」ESP2003年3月号39-44頁(2003)
- 水元宏典『倒産法における一般実体法の規制原理』(有斐閣、2002)(初出、法学協会雑誌118巻2号187-233頁、5号734-787頁、6号815-882頁、8号1179-1251頁、10号1561-1624頁(2001))
- 深山卓也「『倒産法制に関する改正検討事項』の概要(1)」NBL632号43-47頁(1998)
- 宮脇幸彦・時岡泰『改正会社更生法の解説』(法曹会、1969)
- ミルグロム、ポール・ジョン、ロバーツ(奥野正寛・伊藤秀史・今井晴雄・西村理・八木甫訳)『組織の経済学』(NTT出版、1997)
- 村田典子「再建型倒産処理手続の機能(1) アメリカ合衆国における再建型倒産処理手続の発展過程」民商法雑誌129巻3号346-377頁(2003)
- 桃尾重明「更生計画案の策定」門口正人・西岡清一郎・大竹たかし編『新・裁判実務体系 第21巻 会社更生法 民事再生法』178-188頁(青林書院、2004)
- 矢沢惇『企業会計法講義』(有斐閣、改訂版、1973)
- 柳川範之『契約と組織の経済学』(東洋経済新報社、2000)
- 山崎福寿・瀬下博之「担保権消滅請求制度の経済分析 民事再生法改正の提案」ジュリスト1216号107-118頁(2002)
- 山本和彦「倒産法改正と理論的課題 利害関係人の法的地位を中心として」NBL751号23-36頁(2002)
- ・長谷川宅司・岡正晶・小林信明編『Q&A 民事再生法』(有斐閣、2001)
- 山本克己「コメント2」事業再生研究機構財産評定委員会編『新しい会社更生手続の「時価」マニュアル』249-254頁(商事法務、2003)
- ラスムセン、エリック(細江守紀・村田省三・有定愛展訳)『ゲームと情報の経済分析』(九州大学出版会、1990)
- Aghion, Philippe, "Bankruptcy and Its Reform," in Peter Newman (ed.), *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, Vol.1, Macmillan Reference Limited, pp.145-149 (in three volumes, 1998)
- ・ Oliver Hart and John Moore, "The Economics of Bankruptcy Reform," *The Journal of Law, Economics, & Organization*, Vol.8, No.3, pp.523-546 (1992)
- ・ and , "Improving Bankruptcy Procedure," *Washington University Law Quarterly*, Vol.72, pp.849-872 (1994)
- Baird, Douglas G., "The Uneasy Case for Corporate Reorganizations," *The Journal of Legal Studies*, Vol.15, No.1, pp.127-147 (1986)
- and Thomas H. Jackson, *Cases, Problems, and Materials on BANKRUPTCY*,

- Little, Brown and Company (1985)
- Bebchuk, Lucian Arye, "A New Approach to Corporate Reorganizations," *Harvard Law Review*, Vol.101, pp.775-804 (1988)
- , "Chapter 11," in Peter Newman (ed.), *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, Vol.1, Macmillan Reference Limited, pp.219-224 (in three volumes, 1998)
- Dybvig, Philip H., "Discussion of Improving Bankruptcy Procedure by Philippe Aghion, Oliver Hart, and John Moore," *Washington University Law Quarterly*, Vol.72, pp.873-877 (1994)
- Easterbrook, Frank H., "Is Corporate Bankruptcy Efficient?" *Journal of Financial Economics*, Vol.27, No.2, pp.411-417 (1990)
- Garner, Bryan A. (editor in chief), *Black's Law Dictionary*, West Group (7th ed., 1999)
- Jackson, Thomas H., "Bankruptcy, Non-Bankruptcy Entitlements, and the Creditors' Bargain," *The Yale Law Journal*, Vol.91, No.5, pp.857-907 (1982)
- , *The Logic and Limits of Bankruptcy Law*, BeardBooks (2001, originally published: Harvard University Press, 1986)
- National Bankruptcy Review Commission (U.S.), *Bankruptcy: The Next Twenty Years: National Bankruptcy Review Commission Final Report*, William S. Hein & Co. (2000, originally published : U.S. G.P.O., 1997)
- Rasmussen, Robert K., "Debtor's Choice: A Menu Approach to Corporate Bankruptcy," *Texas Law Review*, Vol.71, pp.51-121 (1992)
- Shleifer, Andrei and Robert W. Vishny, "Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach," *The Journal of Finance*, Vol.47, No.4, pp.1343-1366 (1992)