

IMES DISCUSSION PAPER SERIES

再建型倒産手続における利害関係人の中の
「公正・衡平」な権利分配のあり方

やまもと けいこ
山本慶子

Discussion Paper No. 2008-J-20

IMES

INSTITUTE FOR MONETARY AND ECONOMIC STUDIES

BANK OF JAPAN

日本銀行金融研究所

〒103-8660 東京都中央区日本橋本石町 2-1-1

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。

再建型倒産手続における利害関係人との 「公正・衡平」な権利分配のあり方

やまもと けいこ
山本慶子*

要 旨

本稿は、再建型倒産手続について、債務者企業における利害関係人との間で、とくに株主と債権者との間で行われる再建後の企業に対する権利の再分配について、その際の基準としての「公正・衡平（fair and equitable）」の具体的内容とそれを実現する権利分配方法について考察を行うものである。

再建型倒産手続は、実際に全資産を換価することなく、再建後の「企業価値に対する権利」の分配を利害関係人の中で行うものということが出来る。再建後の企業価値は既存の権利の総額に満たないことが一般であるため、こうした権利分配を行ううえでは、具体的な手続としては、再建計画案において、利害関係人が手続開始前から有していた既存の権利を変更する定めを置くことが必要となる。

米国では、こうした権利の分配基準としての「公正・衡平」は「絶対優先原則」を意味するものとされており、内在する問題点を克服するかたちで発展してきている。本稿では、米国における議論を参考に、わが国においても絶対優先原則の遵守が再建型倒産手続における権利分配基準である「公正・衡平」として望ましいという立場にたったうえで、絶対優先原則を内容とする「公正・衡平」を基礎にした権利分配の具体的なあり方につき試論を示している。

キーワード：公正・衡平、絶対優先、相対優先、新価値の法理、会社更生、民事再生、権利保護条項

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、後藤元（学習院大学法学部准教授）、白神猛（国際決済銀行）の両氏ならびに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、筆者個人に属し、日本銀行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

1．はじめに	1
2．米国における「公正・衡平」	4
(1)「公正・衡平」としての絶対優先原則の確立	4
イ．「公正・衡平」の起源	4
ロ．「公正・衡平」としての絶対優先原則の確立	7
(2)絶対優先原則の問題点と立法および判例による対応	12
イ．絶対優先原則の問題点	12
ロ．立法による対応	12
ハ．判例による対応——新価値の法理の形成	16
(3)小括	20
3．考察 —— 米国からの示唆をもとに	22
(1)会社更生手続における「公正・衡平」	23
イ．実務の立場	23
ロ．学説	24
ハ．会社更生法における「公正・衡平」と米国連邦倒産法における「公正・衡平」およびそれに関する手続間の相違	25
(2)民事再生手続における「公正・衡平」の適用可能性と必要性	28
(3)わが国再建型倒産手続における「公正・衡平」な権利分配の実現に向けて	31
イ．企業規模に応じた手続利用を提案する見解について	31
ロ．中小企業の再建における固有の問題——「新たな出資」の実現可能性	32
ハ．わが国再建型倒産手続における「公正・衡平」な権利分配の実現に向けての試論	33
4．まとめにかえて	44
参考文献	47

1. はじめに

経営の悪化または過剰債務に陥った場合に企業がとりうる選択肢としては、清算と再建がある。清算と再建には、さらに、法的倒産手続か私的倒産手続かという区別があり、このうち、わが国の法的倒産手続としては、清算型倒産手続である破産手続と特別清算手続、再建型倒産手続である会社更生手続と民事再生手続がある。本稿は、このうちの再建型倒産手続について、債務者企業における利害関係人の間で、とくに株主と債権者との間で行われる再建後の企業に対する権利の再分配について、その際の基準としての「公正・衡平 (fair and equitable)」の具体的内容とそれを実現する権利分配方法について考察を行うものである。

再建型倒産手続は、実際に全資産を換価することなく、再建後の「企業価値に対する権利」の分配を利害関係人の間で行うものということができる¹。再建後の企業価値は既存の権利の総額に満たないことが一般であるため、こうした権利分配を行ううえでは、具体的な手続としては、再建計画案において、利害関係人が手続開始前から有していた既存の権利を変更する定めを置くことが必要となる²。

再建型倒産手続では、再建計画案において既存の権利を変更する定めを置くに際して、清算・破産がなされた際に受けうる利益よりも多い配当を行うこと（清算価値保障原則）³、同一の種類の権利については、それぞれにつき平等に取り扱うこと（平等原則）⁴および異なる種類の権利については、各権利の順位を考慮しその権利変更の内容に「公正かつ衡平な差」を設けることが求められる

¹ 兼子ほか(1974)548-549頁参照。しかし、「従来の実務では、一般にこの企業価値の再分配という問題意識に欠けていた」との指摘もなされていた(同548頁)。

² 条文上の根拠は、会社更生法167条1項1号、民事再生法154条1項1号。権利変更は、再建計画における利害関係人の権利変更の定めによって行われることとなる。そのおおまかな手続の流れとしては、はじめに、債権者等により再建計画案が裁判所に提出され、裁判所によって当該計画案を決議に付する旨の決定がなされた後、債権者等の利害関係人による決議に付される。そして、当該計画案が可決された場合には、裁判所によって再建計画の認可または不認可の決定がなされることとなる。

³ いずれの再建型倒産手続にも明文の規定はないが、倒産手続全般を支配する原則として、会社更生手続および民事再生手続に適用があると解されている。西岡ほか編(2005)241頁〔真鍋美穂子〕、山本ほか(2006a)24頁〔水元宏典〕、380頁〔笠井正俊〕、466頁〔中西正〕参照。

⁴ 会社更生法168条1項、民事再生法155条1項。

ている⁵。しかし、これらの規律のうち、上記「公正かつ衡平な差」の内容は必ずしも明らかではなく、この「公正かつ衡平な差」の解釈によっては、平時実体法上は株主より優先するはずの債権者が全額の弁済を受けられないにもかかわらず、株主が債務者企業への権利を維持し続けるという再建計画案も認可されうることとなる⁶。中小企業のように、株主が経営者を兼任しており、経営者の個人的な資質等が企業の再建に重要となる場合には、経営者（既存株主）に当該企業の株式の継続保有を認めたいというニーズも指摘されており⁷、こうしたニーズからはとくに株主が債務者企業への権利を維持し続けるという再建計画案の策定が強く指向されることとなる。

上記「公正かつ衡平な差」は、1952（昭和 27）年の会社更生法立法時、米国の旧連邦破産法第 X 章の会社更生手続における「公正・衡平（fair and equitable）」を継受したものとされている⁸。米国における「公正・衡平」は、再建型倒産手続においても平時実体法上の権利内容を反映させようとする「絶対優先原則」

⁵ 会社更生法 168 条 3 項、民事再生法 155 条 2 項。もっとも、民事再生手続における同原則は、約定劣後再生債権の劣後的取扱いについて適用が予定されているものであり、平成 16 年の破産法および倒産実体法の見直しによって明文化されたものである。したがって、同手続の「公正かつ衡平な差」は再生債権者と劣後債権者の権利を規律するものであり、会社更生手続のような債権者および株主の権利を規律する意味での「公正かつ衡平な差」を採用するものではないと解する余地もある。この論点については下記 3（2）で詳述。

⁶ 会社更生手続では、100%減資の実施が比較的一般であるのに対し（事業再生研究機構編（2004）10 頁）、民事再生手続では、既存株主の権利について 100%減資することなく債権者の権利を減免する取扱いはしばしばみられる（事業再生研究機構編（2006）事例 1、2 参照）。例えば、裁判所に対して行った民事再生事件に関するアンケート結果によると、東京地裁では、減資が行われた 266 件のうち、100%減資が行われたケースは 222 件との報告がなされている（中井（2007）57 頁〔資料 12〕）。

もっとも、こうした差異は手続の対象の相違に基づくものとも解しうる。つまり、会社更生手続は、株主を手続に取り込む手続であり、更生計画において債権者の権利と株主の権利との間に「公正かつ衡平な差」が設けられていることを計画の認可要件等として求めるものである。これに対し、比較的中小規模の企業の再建を目的とする民事再生手続は、原則として株主の地位に変更をもたらさないまま再生債権者の債権にかかる債務の減免等を行う手続であることから、原則として、同手続における債権者と株主の権利の調整、すなわち、債権者と株主の権利について、そもそも「公正かつ衡平な差」を設けるといった認可要件を求めるものではない（ただし、再生債権と約定劣後債権については、民事再生法 155 条 2 項）。しかし、単に、このような規定の差異に基づき、再生計画において債権者の権利と株主の権利との間に「公正かつ衡平な差」を設ける必要はなく、本文で示したような権利変更に関する取扱いは許容されるといってよいものだろうか。この点については、下記 3（2）で後述。

⁷ 米国については後掲注 46 に対応する本文、日本については、下記 3（2）など参照。

⁸ 兼子ほか（1974）534 頁。なお、わが国民事再生法は、1978 年連邦倒産法第 11 章の影響を強く受けている（村田（2003）348 頁など）。

⁹を意味するものとされている。しかし、絶対優先原則を適用するうえではさまざまな問題 主に、絶対優先原則を適用するうえで必要となる企業価値評価にかかる不確実性やコストの問題、既存株主たる経営者に再建企業の株式の継続保有を認めることはできるかという問題 があるが、米国では立法および判例によってこれらの問題を克服するための工夫が施されてきている。これに対し、わが国における上記「公正かつ衡平な差」は、その内容について学説および実務で統一的な理解は未だ確立しておらず¹⁰、米国に比して十分な議論がなされてきたとはいえない¹¹。

そこで、本稿は、わが国においても米国と同様に、再建型倒産手続における権利の分配基準である「公正・衡平」の内容としては、債権者の事前の期待の保護に資する絶対優先原則が望ましいという立場にたったうえで、従来、同原則を適用するうえで生じる問題点として指摘されてきた点、すなわち、上記の問題については、オプションを利用し評価の時点を将来に移すことで評価の不確実性やコストの問題は一定程度軽減できること、また、上記の問題については、既存株主による新たな出資を媒介することで経営者（当該既存株主）を再建企業に引きとどめることが可能であることを試論として示す。

本稿は以下の流れで検討をすすめる。まず2.で、米国再建型倒産手続における権利の分配基準である「公正・衡平」すなわち絶対優先原則の発展を概観する。具体的には、まず、2.(1)では上記「公正・衡平」の起源から、その内容に関する絶対優先説と相対優先説の対立がみられたこと、2.(2)では、その後、絶対優先原則が採用されるに至ったものの、同原則に対する問題点が立法課題となり、1978年連邦倒産法がその課題をいかに克服したか、および、判例によって形成された「新価値の法理」によって経営者に株主たる地位の存続を認めたいというニーズに対応していることを紹介する。2.(3)で以上を小括する。

そのうえで、3.(1)で会社更生法において議論されてきた「公正かつ衡平な差」にかかる諸見解およびわが国の会社更生手続と米国における「公正・衡

⁹ この点については、下記2.(1)で後述。

¹⁰ 例えば、近時の会社更生手続の実務では100%減資とスポンサー等を引受先とする新株発行が併用される例が多くなっているが、これを実務は相対優先説の範囲内のものとして位置付けるのに対し（西岡ほか編（2005）241頁〔真鍋美穂子〕）、学説は絶対優先原則を基本とする基準を適用した結果と位置付けている（松下（2001）751-752、769頁等）。

¹¹ わが国において、1978年連邦倒産法改正以前の「公正・衡平」の発展を紹介するものとしては、三ヶ月（1970）（初出は1950）、田村（1993）（初出は1967）、青山（1969）、兼子ほか（1974）、1978年連邦倒産法改正以降の発展について紹介するものとしては、佐藤（1982）、小林（1985）、松下（2001）等がある。

平」の相違を明らかにする。3.(2)では民事再生法について敷衍する。以上を踏まえ、3.(3)では、会社更生手続のみならず民事再生手続においても普遍的に適用しうる、絶対優先原則を内容とする「公正・衡平」を基礎とした権利分配方法につき試論を示す。4.では、本稿を総括する。

2. 米国における「公正・衡平」

米国では、19世紀末、エクイティ・レシーバーシップ (equity receivership) の制度が判例法において発展し、同制度による企業再建を背景に再建型倒産手続における権利の分配基準である「公正・衡平」が確立してきた。そして、1898年連邦破産法 (以下、「旧連邦破産法」という。) ¹²にかかる1934年の改正ではじめてエクイティ・レシーバーシップ制度が立法化され (77条、77条B) 続いて、1938年の改正 (いわゆるチャンドラー法) によって、旧連邦破産法の第X章に会社更生 (corporate reorganization) 手続が定められた。これらの立法によって、「公正・衡平」は再建計画の認可 (confirmation) 要件として明文化されることとなった。しかし、その内容の解釈について絶対優先説と相対優先説とで対立があり、結局のところ、判例により「公正・衡平」は絶対優先原則を意味するものとの理解が確立した。その後、絶対優先原則に対する批判が多くなされたため、1978年連邦倒産法¹³では第11章に再建 (Reorganization) 手続が定められたが、再建型倒産手続における権利の分配基準である「公正・衡平」の適用場面すなわち絶対優先原則の適用場面は限定されるに至っている。以下では、こうした米国倒産法制の変遷に則して「公正・衡平」概念の内容を明らかにしていく。

(1) 「公正・衡平」としての絶対優先原則の確立

イ. 「公正・衡平」の起源

米国における「公正・衡平」の起源は、詐欺的譲渡禁止法 (fraudulent transfer law) ¹⁴と19世紀の鉄道会社の勃興と衰退にあるといわれている¹⁵。鉄道会社は、担保

¹² Bankruptcy Act of 1898, c. 541, 30 Stat.544.

¹³ Bankruptcy Reform Act of 1978, Pub. L. No. 95-598, 92 Stat.2549.

¹⁴ 当時は fraudulent conveyance law と呼ばれた。

付社債を中心に巨額の資金調達を行っていたが、1915年頃までにはその大半が経営困難に陥ってしまった。しかしながら、鉄道会社が担保の目的として主に提供していたのは鉄道のレールであり、広域に所在しかつ多くの担保権者の担保の目的となっていたことから売却も難しいうえに、そもそも売却しようにも買い手が現れないなど、伝統的な担保権実行手続（foreclosure）はうまく機能しなかった¹⁶。そこで、鉄道会社の事業を継続しつつ、その収益から債権回収を行っていく方法として判例法上のエクイティ・レシーバーシップによる再建手続が用いられるようになった¹⁷。同手続による再建は、通常、新たに設立されたエンティティ（株式会社等）に資産を譲渡すると同時に、既存債務を弁済するために当該エンティティが新たな債務負担および株式発行を行うことにより進められた¹⁸。

債務者企業が事業を継続していくには、経営者と新たな資金が必要となる。鉄道会社の例では、まさに既存株主がこれらを保有していた。このため、このような株主と、事業の継続に必要な資産について担保権を有する担保権者（担保付社債権者）とが協働し、株主と担保権者以外（無担保債権者等）には何ら分配を行わず、さらには当該企業から追い出してしまうという再建計画が策定かつ実施されるようになっていった¹⁹。

このような状況に対し、無担保債権者は、詐欺譲渡禁止法に基づいてエクイティ・レシーバーシップによる再建手続の有効性を裁判で争うこととなった。すなわち、当時のコモン・ローでは妨害目的、遅延目的および詐取目的でなされた譲渡等は詐欺譲渡（fraudulent conveyance）とされていたことから、無担保債権者は上記のような株主と担保権者の行為は無担保債権者に対する詐欺譲渡である旨を主張することができた。そして、無担保債権者は「債権者が何ら分配を受けられないのに、なぜ株主が権利の分配を受けうるのか」として同手続自体の有効性を争い²⁰、連邦最高裁において、債権者の権利の優先性が承認され

¹⁵ Collier (1996) ¶1129.185 (Markell (1991) pp.74-77).

¹⁶ Stern (1990) pp.788-791.

¹⁷ エクイティ・レシーバーシップおよびそれが再建手続として利用されるに至った経緯については、青山(1966)151-153頁、三ヶ月(1970)3-4頁、加藤(1990)36-39頁、村田(2003)350-354頁。

¹⁸ Collier (1996) ¶1129.185 (Markell (1991) p.75)。債務者企業の財産を一旦債権者群に売却し、債権者群はその財産を現物出資して会社を新設して新設会社の発行する株式を取得する手続とも説明される。松下(2001)753頁。

¹⁹ Markell (1991) pp75-76。また、Epstein *et al.* (1993) は、こうしたケースの多くで株主と担保権者が同一であったことを指摘している (*id.*, p.840)。

²⁰ Collier (1996) ¶1129.187 (Markell (1991) p.77)。

るものとなった²¹。しかし、そうした判決が出ていたにもかかわらず、次に紹介する 1913 年のボイド事件判決まで、債権者の権利の優先性を尊重しない実務が続いていたといわれている²²。

そこで、以下では、エクイティ・レシーバーシップ時代の重要判決である 1913 年ボイド事件と、旧連邦破産法 77 条 B における「公正・衡平」に関する 2 つの重要判決(1939 年ロサンゼルス製材会社事件、1941 年コンソリディテッド・ロック事件) を紹介する。

(イ) 1913 年ボイド事件

同事件²³は、鉄道会社の再建手続において、社債権者には再建企業の新社債を与え、また、優先株主および普通株主には一定金額の払込みを条件に再建企業の株式を与えるが、無担保債権者(ボイド)には何の分配も行わないものと定めた再建計画案に対し、無担保債権者が、当該計画案は、本来、無担保債権者に属すべき財産を既存株主に与えるものであり不当であると主張した事案であった。連邦最高裁は無担保債権者の主張を認め、その理由としては、再建計画案における権利分配の有効性は「確定した原則 (fixed principle)」²⁴に基づいて決せられるものであるということ²⁵、そして、「債権者は、既存株主が再建企業における何らかの権利分配を受けるよりも前に再建企業からの弁済を受ける権利を有している」ということを示した²⁶。もっとも、既存株主が引き続き再建企業に対する権利を有し続ける再建計画案が「公正」なものと認められるためには、債権者に対して、必ずしも現金による弁済が行われることが必要なのではなく、衡平な条件のもとで発行される社債または優先株式による権利の分配によることもできることを示した。

(ロ) ボイド事件判決の解釈を巡る絶対優先説と相対優先説の対立

²¹ Chicago Rock Island & Pac. R.R. v. Howard, 74 U.S. 392, 392 (1862).

²² Collier (1996) ¶1129.188, Markell (1991) p.78.

²³ Northern Pacific Railway Co. v. Boyd, 228 U.S. 482 (1931). 邦語の紹介文献としては、田村 (1993) 149-151 頁、青山 (1969) 421-424 頁参照。

²⁴ 「確定した原則」の指す内容はボイド事件判決中で必ずしも明らかではないように思われる。なお、その後の判例で示された「確定した原則」の指す具体的内容については下記 2.(1)ロ参照。

²⁵ Northern Pacific Railway Co. v. Boyd, 228 U.S. at 507.

²⁶ Northern Pacific Railway Co. v. Boyd, 228 U.S. at 508.

ポイド事件判決は、既存株主に再建企業における何らかの権利を与えることを定める再建計画案が認可されるには、それに先立って、一般債権者の債権全額について弁済または補償 (full payment, full compensation) を行われなければならないという法理を示したものと解された²⁷。と同時に、株主・債権者間の「公正」な権利分配を定める再建計画案であれば、債権全額の弁済または補償に代えることができることも示された。しかし、再建計画案における「公正」な権利分配とは一体何を示すのかが明らかにされなかったことから、それに関する2つの解釈、いわゆる「絶対優先説(absolute priority theory)」と「相対優先説(relative priority theory)」が生まれることとなった²⁸。

絶対優先説は、平時実体法上の権利、すなわち再建手続前に有していた権利に基づいた分配を行うべきとする見解である。これに対し、相対優先説は、再建企業の将来の事業から得られると見込まれる収益に対する権利分配を認める (それを前提に再建企業の資本構成を変更すべきとする) 見解である。同説によると、再建企業の将来の事業から得られると見込まれる収益が既存債務額を上回っている場合のみ、株主は分配に与えられることとなる²⁹。

一般的には、ポイド事件判決は、「公正」な権利分配のあり方として絶対優先説を採用するものであると評価されていたが、相対優先説への発展をサポートするとの見方³⁰やいずれの考え方とも矛盾しないとの見方も示されていた³¹。

ロ . 「公正・衡平」としての絶対優先原則の確立

(イ) 「公正・衡平」の立法化

上記のような議論の対立がみられた一方で、1934年の旧連邦破産法改正で、

²⁷ 青山 (1969) 423 頁。

²⁸ 以下は、Collier (1996) ¶1129.193 (Markell (1991) p.82) を参照。なお、「絶対優先」および「相対優先」の用語を確立したのは、Bonbright & Bergerman (1928) といわれている (Markell (1991) p.82 n.85) 。

²⁹ 例えば、6%利息付の旧社債については、その元金および累積利息金に等しい額面を有し、6%の利益配当及び残余財産分配請求についての優先株を与えるならば、エクイティのない株主が計画で普通株を与えられることも可能となるとされる (田村 (1993) 152 頁、Dodd (1940) p.732) 。同説は、「収益に対する権利が従来とほぼ等しく、かつ、各権利者につき、従来の相対的な優先性 収益および清算時の財産分配に関して が維持されればよ」く、「ゴーイング・コンサーン価値に基づいてエクイティのない債権者や株主に対しても、計画中で権利を与えうるもの」、「企業の厳密な評価が不要」なものと説明するものもある。田村 (1993) 151-152 頁

³⁰ Swaine (1927) pp.903, 904.

³¹ Bonbright & Bergerman (1928) p.147.

同法に 77 条（鉄道会社についての再建手続）と 77 条 B（鉄道会社以外についての再建手続）が追加された。両条では手続規定が置かれ、再建計画案の「公正・衡平」がその認可要件として定められることとなった。そして、この再建計画案の認可要件としての「公正・衡平」の規定はボイド事件判決で示された絶対優先説を立法化したものであるとの見解もあったが、実務上は「公正・衡平」の解釈として相対優先説を支持するものが多く、同法 77 条 B においてはボイド事件判決は引き継がれていないとする下級審判決すらあった³²。こうした同法 77 条 B における「公正・衡平」の規定の解釈にかかる絶対優先説と相対優先説の対立に一応の決着をつけた判決が、1939 年のロサンゼルス製材会社事件と 1941 年のコンソリデイテッド・ロック・プロダクツ事件である。これらによって、エクイティ・レシーバーシップ時代にボイド事件によって打ち立てられた原則は、同法 77 条 B の「公正・衡平」にも引き継がれていることが示され、かつ、その「公正・衡平」は「絶対優先原則」を意味することが確立されたといわれている³³。

（ロ）1939 年ロサンゼルス製材会社事件

同事件³⁴は、旧連邦破産法 77 条 B による再建手続を申し立てたロサンゼルス製材会社が、新たに設立された会社へ財産を譲渡したうえ、既存社債権者については現金と新会社の優先株を与え、既存株主については払込金なしに新会社の普通株を与える旨の再建計画案を定めたところ、既存社債権者が、このような再建計画案は、既存株主に対し新たな出資なしに新会社への参加を認めるものであり「公正・衡平」に反すると主張した事案である。連邦最高裁は、当該計画案を妥当とした控訴審判決を破棄した。その際、同法 77 条 B の「公正・衡平」は、エクイティ・レシーバーシップによる再建手続における裁判例を通じて確立した「専門用語（words of art）」を承継するものであるということ³⁵、そ

³² 田村（1993）152 頁、青山（1969）424 頁、Collier（1996）¶¶1129.193-194.

³³ See Collier（1996）¶¶1129.195-196（Markell（1991）p.85）、田村（1993）155 頁。

なお、1938 年の改正（チャンドラー法）によって旧連邦破産法に創設された第 X 章会社更生手続（Corporation Reorganization）でも、「公正・衡平」が更生計画の認可要件として規定されることとなり（同法 221 条 2 項）さらに、同手続でも「公正・衡平」は絶対優先原則を意味することが明らかにされた（Marine Harbor Properties, Inc. v. Manufacturer's Trust Co., 317 U.S. 78 (1941)）。

³⁴ Case v. Los Angeles Lumber Products Co., 308 U.S. 106 (1939). 邦語の紹介文献としては、田村（1993）152-153 頁、青山（1969）424-425 頁参照。

³⁵ Case v. Los Angeles Lumber Products Co., 308 U.S. at 115. もっとも、同判決以前の裁判例に

して、同法 77 条 B の「公正・衡平」の指し示す内容としては、下位の権利者が上位の権利者の犠牲において自己の権利を保有し続けることを認めるような再建計画案を認めることはできないことが示された³⁶。また、その傍論で、既存株主であっても、その必要性に基づいて、新たに金銭または金銭的価値のあるものの出資を行い、その出資と合理的に等価値の株式を受領することができることを示した³⁷。

(八) 1941 年コンソリデイトッド・ロック・プロダクツ事件

同事件³⁸は、親会社であるコンソリデイトッド・ロック・プロダクツが、完全子会社 2 社とともに旧連邦破産法 77 条 B による再建手続を申し立て、新設した会社に親会社および子会社の財産を譲渡し、既存社債権者のみならず、子会社株主（親会社）にも新株を与えたうえで、社債については利息を切り捨てる旨の再建計画案を定めたところ、子会社の社債権者が当該計画案に反対しその有効性を争った事案である。連邦最高裁は、当該計画案は「公正・衡平」に反するとした控訴審判決を支持した。すなわち、当該計画案は、社債の利息の切捨てに対して何ら補償を行うものではないにもかかわらず既存株主に再建企業の普通株式が与えられることになっており、社債権者の地位は「相対的に優先」されているに過ぎず、ポイド事件で示された「確定した原則」を満たすものではなく、こうした上位権利者に完全な補償を行うことのない再建計画案は「公正・衡平」ではないことを示した³⁹。

(二) 絶対優先原則の具体的内容

以上の判例で示された絶対優先原則の内容として、再建計画案においては「平時実体法上の権利」すなわち倒産手続前に有していた権利が尊重されなくてはならないことは明らかとなっていたが、それがいかなる内容のものなのかは定かではなかった。つまり、債権者には、債務者企業を即時に清算した場合に得られるであろう価額（清算価値、liquidation value; LV）を見合いとした権利分配

において、「公正・衡平」について言及されたものはないといわれている。Epstein *et al.*(1993) p.841.

³⁶ *Case v. Los Angeles Lumber Products Co.*, 308 U.S. at 120-121.

³⁷ *Case v. Los Angeles Lumber Products Co.*, 308 U.S. at 119-122.

³⁸ *Consolidated Rock Products Co. v. Du Bois*, 312 U.S. 510 (1941). 邦語の紹介文献としては、田村（1993）154-155 頁、青山（1969）425-426 頁参照。

³⁹ *Consolidated Rock Products Co. v. Du Bois*, 312 U.S. at 527.

を行うべきと解することも、既存の債権額全額について権利分配を行うべきと解することも可能であった。しかし、清算価値を見合いとした権利分配と解してしまうと、債務者を継続企業として再建させるという再建型倒産手続自体の理念にそぐわないという問題があり、反対に、債権額全額について権利分配を行うと解してしまうことは現実的ではないと考えられた⁴⁰。そこで、絶対優先原則の沿革が詐欺的譲渡禁止法にあることに鑑みると、そこでは債務者の有する財産の価値を基準とした判断がなされていたこと、および、1941年コンソリデイテッド・ロック・プロダクツ事件判決によって、絶対優先原則に従った再建計画案を策定するうえでは債務者企業の継続企業 (going concern) としての価値 (すなわち継続企業価値、going concern value; GCV) の評価がなされなければならないことが示されたこと⁴¹、絶対優先原則において求められる「平時実体法上の権利」の内容すなわち権利分配とは、企業の「清算価値」を見合いとした権利分配ではなく、継続企業価値を見合いとした権利分配と考えられることとなった⁴²。

以上を換言すると、次のようにいえよう。「公正・衡平」としての絶対優先原則とは、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 (プライオリティー秩序) 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とするものである。そして、再建計画案において求められる権利分配は、当該企業の事業の継続を前提とした価値すなわち継続企業価値を見合いとして行われる。

こうした絶対優先原則に従った権利分配の具体例を図を用いてみると、下記図1のようになる。清算のケースについてのみ、清算価値を見合いとした権利分配を行い (ケース1。下記図1参照)、再建のケースについては、継続企業価値を見合いとした権利分配を行うこととなる (ケース2、3、4。下記図1参照)⁴³。

さらに、ケース2 (継続企業価値が債権全額を上回るケース) では、債権者についてはその全額について弁済 (現金による弁済および株式等の付与による

⁴⁰ Collier (1996) ¶1129.196 (Markell (1991)p.85) .

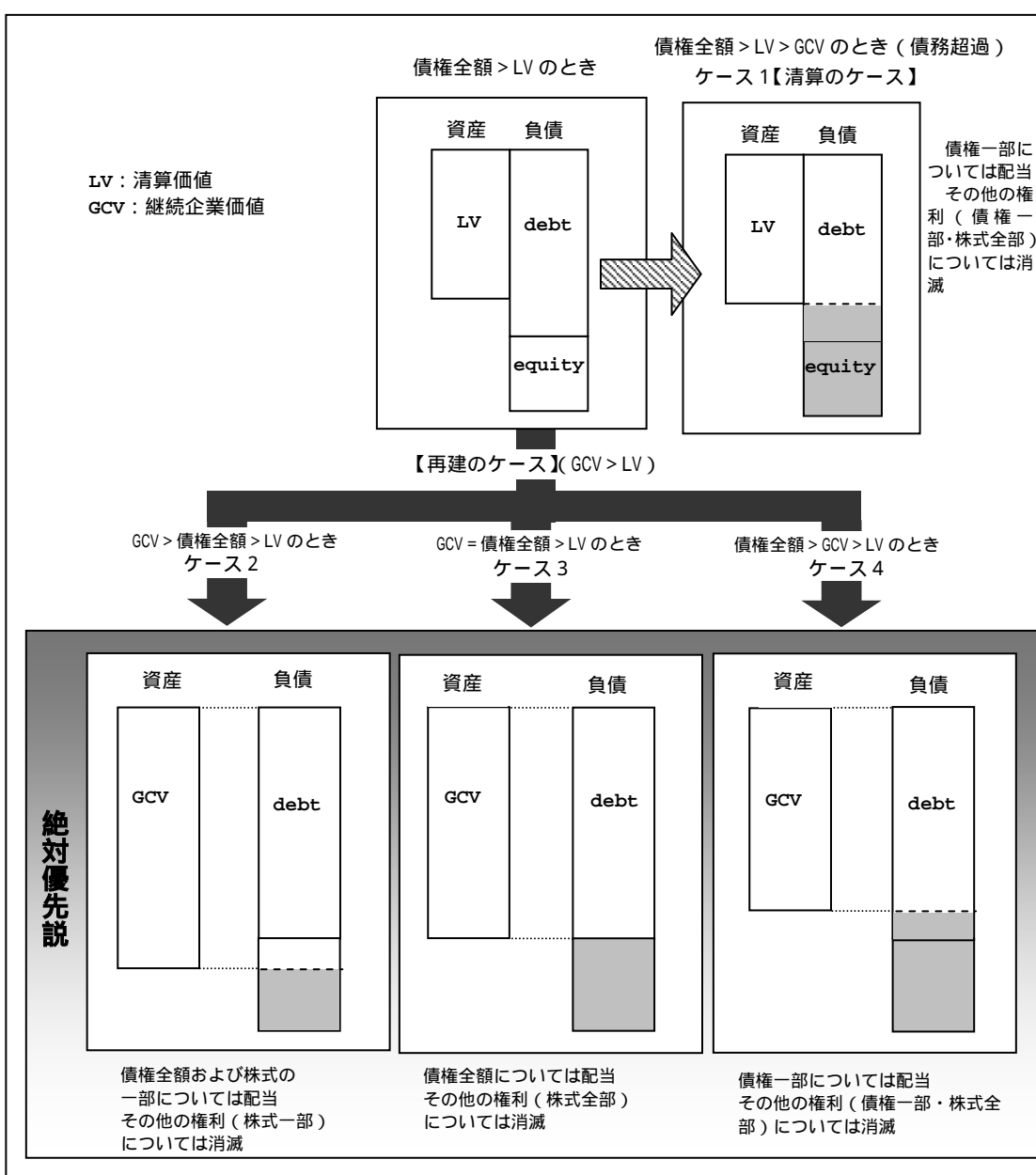
⁴¹ Ayer (1989) pp.974-976, Epstein *et al.* (1993) pp.841-842 . 例えば、債権者が10の債権を有しており、債務者企業が8の価値を有しているとき、既存株主に何らかの権利の保有を認める再建計画案は絶対優先原則に反することになる。

⁴² Cf. Collier (1996) ¶1129.196 (Markell (1991) p.85) .

⁴³ 社会厚生観点からは、企業が再建した場合の企業価値 (継続企業価値) が清算した場合の企業価値 (清算価値) を上回らなければ、当該企業の再建は効率的ではなく、そもそも再建すべきではないということになるため、こうしたケースは本文の検討から除外している。

ものを含む)が行われ、既存株主についてはその権利の一部が消滅(減資)されるものの残りについては権利分配(既存株式の保有あるいは新株の付与)を受けることとなる。反対に、ケース4(継続企業価値が債権全額を下回るケース)では、債権者については継続企業価値に見合う額の弁済(現金による弁済および株式等の付与によるものを含む)が行われ、当該弁済は債権全額についての弁済には満たないものの(完全な補償を行うものではないものの)既存株主についてはすべての権利が消滅(100%減資)され、債権者が企業価値に対する権利すべてについて分配を受けることとなる。

図1：米国における絶対優先原則に基づく権利分配のイメージ



(2) 絶対優先原則の問題点と立法および判例による対応

イ．絶対優先原則の問題点

1940年代前半から、学説では、絶対優先原則を採用した判例に対して批判的な見解が数多く現れた⁴⁴。

それによると、絶対優先原則に対しては、絶対優先原則を適用するうえでは継続企業価値による評価が必要であるとされ、それが既存の権利者が再建企業に対して権利を有するか否かを判断する基準となるが、そもそも企業価値の評価は概算に過ぎずまた絶えず変動すること等に鑑みれば、そうした価値に基づいた権利分配は不正確とならざるをえない点⁴⁵、経営者が株主を兼任しているような企業（典型的には中小企業）では、当該経営者の存在が企業の収益を左右することが多く、企業の倒産時においてなお当該経営者の存続がより高い企業価値（継続企業価値）を生み出すと考えられる場合には、債権者は自分の権利を多少犠牲にしてでも、既存株主について、再建企業に対する権利の保有を認めることで経営者に企業に残ってほしいと考えることが合理的であるが、同原則の厳格な適用はその可能性を排除してしまう点⁴⁶、が問題点として指摘されることとなった。以下、これらの問題点に関する米国の立法による対応と判例による対応をみていく。

ロ．立法による対応

(イ) 連邦破産法委員会による報告書の公表

旧連邦破産法改正のために設置された連邦破産法委員会（Bankruptcy Commission of the United States）は、絶対優先原則の適用の前提となる企業価値の評価は不正確なものとならざるをえず、しかも、同原則の適用が迅速な処理の障害となっていること、さらに、債権者や株主といった投資家の権利を保護するどころか、しばしばそれらの者の権利の毀損を招いていること、および、同原則の厳格な適用はこうした投資家を再建手続から除外してしまっていること等を問題意識として、1973年に公表した報告書で以下のような提案を行った⁴⁷。

⁴⁴ 田村（1993）156-157頁参照。

⁴⁵ Guthmann（1945）pp.744-745.

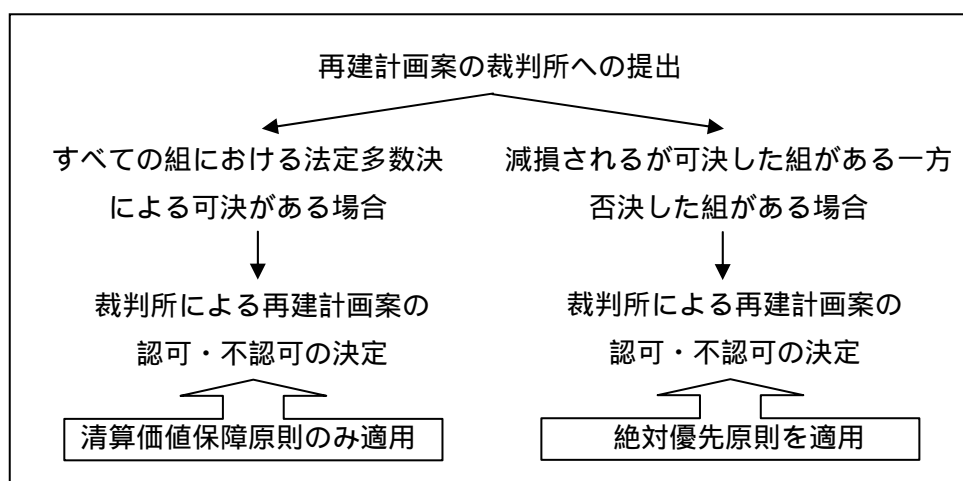
⁴⁶ Guthmann（1945）p.741.

⁴⁷ 1 Bankruptcy Commission of the United States, Report of the Commission on the Bankruptcy Laws of the United States, H.R. Doc. 137, 93d Cong., 1st Sess. 256 (1973), *reprinted in* Collier

すなわち、再建計画案の基礎となった企業価値の評価に合理的な根拠があり、当該計画案に基づいて分配される証券その他の対価が、債権者および株主のそれぞれの組⁴⁸に十分な満足を与える合理的な可能性があるという意味において「公正・衡平」なものであれば当該計画案は認可されるべきであるとした。そして、計画案が債権者または株主について、その権利を実質においてかつ不利益に変更するものではなく、かつ十分な情報の開示の後にそのような株主および債権者が事情を承知のうえで任意に受諾した再建計画案であれば、上の要件の認定は不要とされるべきという提案を行ったのである⁴⁹。

この提案を巡り意見は対立したが、最終的には、第 1 に絶対優先原則の適用を求められるのは個々の権利者ではなく権利者の組毎とすること、第 2 に個々の権利者については清算価値保障原則⁵⁰のみを適用すること、という点で妥協が成立し、こうした結果が 1978 年連邦倒産法に反映されることとなった⁵¹。

図 2：米国連邦倒産法における再建計画案の認可までのフロー



(1996) App. Pt. 2(c). 提案の概要は、松下 (2001) 754 頁 (Report of the Commission on the Bankruptcy laws of the United States, Pt. II, Section 7-310(d)(2)(B) (1973)) を参照。

⁴⁸ 再建計画案を策定するにあたっては、債権および持分権 (株式等) につき、組分け (classification) がなされ、同じ組に分類された権利については同じ扱いが求められることとなる。高木 (1996) 355 頁。現在の米国倒産実務では、組の細分が日常的に行われており、担保権については担保目的物毎、担保権の優先順位毎の組分けのほか、無担保債権についても、債権額に応じた組分けや、労働債権や不法行為債権を別の組にするなどの例があるとされている (山本 (研) (2004) 552 頁)。

⁴⁹ 以上、松下 (2001) 754 頁。

⁵⁰ 米国では、「best interest rule」と呼ばれる。清算したと仮定した場合に受領すると思われる配合額以上を受領するものとされている (11 U.S.C. §1129(a)(7)(A)(ii))。わが国における清算価値保障原則については、前掲注 3 およびそれに対応する本文参照。

⁵¹ 松下 (2001) 755 頁、Collier (1996) ¶1129.199 (Markell (1991) p.88)。

(口) 連邦倒産法第 11 章の規定とその評価

わが国と同様、米国においても、再建計画案は権利者による法定多数決を経て裁判所による認可・不認可の決定に付される。その際、一般債権者および株主を含む複数の利害関係人の組すべてが組毎の法定多数決により計画案を可決した場合には、各権利者のそれぞれについて清算価値保障原則が適用されるのみであり (11 U.S.C. §1129(a)(7)(A)(ii)) (つまり絶対優先原則の適用はなく) 計画案は原則としては認可される (§1129(a)(8))。これに対し、権利が減損される組の中で少なくとも 1 つの組が計画案を可決している一方で、計画案を否決した組がある場合において、債務者からの申立てに応じて裁判所が計画案を認可するとき (いわゆるクラム・ダウンの場合) には、絶対優先原則が適用されることとされている (11 U.S.C. §1129(b)(1))。例えば、無担保債権者の組が否決した場合には、再建計画により債権者が 100% の満足が与えられない限り、下位の権利者 (一般債権者または株主等) は、その従前の権利に基づき、いかなる財産をも取得または保持してはならない旨が定められている (11 U.S.C. §1129(b)(2)(B)(ii))⁵²。

1978 年連邦倒産法が制定されるまでは、それぞれの組で計画案が可決されたか否かにかかわらず、すべての組に絶対優先原則の適用が求められていた。これに対し、1978 年連邦倒産法では、一定の場合についてのみ (権利が減損されるにもかかわらず計画案を可決した組がある一方で、計画案を否決した組がある場合のみ) 絶対優先原則を適用することとされている。これは、絶対優先原則の問題点のひとつである継続企業価値の評価にかかる不確実性という問題点⁵³を、同原則の適用場面を限定するというアプローチによって改善しようとしたものと評価できよう (上記図 2 参照)⁵⁴。

⁵² 後掲注 65 参照。

⁵³ 前掲注 45 とその本文参照。

⁵⁴ 以上でみてきた絶対優先原則は、社会的厚生観点からはどのような場合でも適用されるべきものといえるのだろうか。米国では、1978 年連邦倒産法を前提とした絶対優先原則にかかる経済学的な分析が数多くなされてきている。

例えば、上位の権利者 (いわば債権者) へ全額の弁済がなされる前に下位の権利者 (いわば株主) への分配がなされるという「絶対優先原則からの逸脱 (deviation)」という現象が存在するという実証研究としては、Franks & Tourus (1989) (30 件中 24 件 (うち 23 件が債権者・株主間) で同原則からの逸脱を観察)、Eberhart *et al.* (1990) (27 件中 21 件 (うち 18 件が債権者・株主間) 観察、Weiss (1990) (37 件中 29 件)、Betker (1995) (75 件中 51 件 (すべて債権者・株主間)) がある。なお、これらの実証研究は、絶対優先原則からの逸脱は、倒産時に存在する債権および優先株式の券面額と 再建手続で分配された証券 (券面額) 現金、株式の合計額 (市場価格) を比較し、 について全額の弁済がなされていないにもかかわらず、再建型倒産手続で旧株主に株式が分配されている

状況を絶対優先原則からの逸脱と定義している (e.g., Betker (1995) p.164)

また、絶対優先原則からの逸脱がもたらす影響について次のような興味深い分析もなされている。

第 1 は、下位の権利者が私的情報 (private information) や企業特殊的人的資本 (firm-specific human capital) を有している場合には、下位の権利者の経営参加が企業価値と密接に関係しており、当該権利者が企業に残ること、すなわち、絶対優先原則からの逸脱を認めることに事前の (ex ante) 正の効果があるとの分析がなされている。例えば、

企業特殊的人的資本への事前の投資決定を望ましいものにする (Bebchuk & Picker (1993), Berkovitch *et al.* (1997, 1998))、経営者は、倒産を先延ばしリスクな経営を続けるインセンティブを有しているが、経営者に再建後の株式保有を認め再建後の企業価値の保有を認めると (債権者に対する倒産手続の決定の是非に関する情報すなわち再建と清算のいずれが効率的な倒産手続であるかについての情報開示につながることから) 経営者は倒産手続の申立ての決定あるいは清算の決定または資本の再構成の決定の時期を先延ばししなくなる (Baird (1991), Heinkel & Zechner (1993), Berkovitch & Israel (1998, 1999), Povel (1999))、財務危機に陥った企業による過剰なリスクテイクを抑制する (Gertner & Scharfstein (1991))、ニューマネーの主な供給主体でもある経営者においてはデット・オーバーハングあるいは過少投資の問題が生じやすいが、経営者に株式の保有を認めることで、経営および投資インセンティブを引き出しうることとなり過少投資等の問題を改善する (White (1989), Gertner & Scharfstein (1991), Berkovitch & Israel (1998)) とされている。

こうした分析からは、典型的には、経営者にそのような特質がさほど認められない大企業については絶対優先原則を厳格に適用する方が効率的となり、他方、経営者と株主の兼任が多い中小企業については旧経営者に当該再建企業の新株式を与え当該経営者を企業に引きとどまらせることによって当該再建企業に継続企業価値が生まれるのであるから、中小企業の再建手続における絶対優先原則の適用はかえって非効率な結果を生むとの説明がなされている。

第 2 は、絶対優先原則からの逸脱は、事前の負の効果として、経営危機に至る前の時点での企業 (経営者兼株主) の意思決定にマイナスの影響を与え、経営者のモラルハザード問題を悪化させるとの分析がなされている。例えば、会社設立時には経営者に株式を与えることで、経営者に株価を向上させるべく経営を努力するインセンティブを与えることができるが、絶対優先原則からの逸脱を認め事業が失敗した後も経営者が株式を保有し続けるとすると、そうした努力インセンティブを稀釈化する結果となることが指摘されている (Adler & Triantis (2002) p.1235. こうした事象は、Jensen & Meckling (1976) や Povel (1999) からの一般的な帰結であるとする)。また、事業が失敗してもなお経営者兼株主が株式を保有し続けることを認めるということは、株主として負担すべき企業のダウンサイド・リスク負担を免除することとなり、それによって経営者兼株主が過剰なリスク行動をとるインセンティブを高めてしまうことから、適切なリスク・リターンの事業ではなく、単にリスクの高い事業に投資が流れてしまうことも指摘されている (Adler (1992) pp.473-475, Bebchuk (2002)). 株主は有限責任制度のもと、ダウンサイド・リスクは株式に限定されている。その株式についてもリスク負担が免除されることにより過剰なリスクテイクが促されてしまうおそれがあるとする)。さらに、絶対優先原則からの逸脱を認め株式を分配することとすると、その分配は情報の非対称性を原因とする経営者のモラルハザードによって過度な水準となりうる結果、債権者の事前の投資コストが不要に高くなり、本来は効率的であるはずのプロジェクトの実施も阻まれうること (過少投資の問題) が指摘されている (Schwartz (1997) p.130, Schwartz (1998) pp.1827-1830, Adler & Triantis (2002) p.1235 n.54, Baird & Bernstein (2006) p.1940 n.26)。

八．判例による対応 新価値の法理の形成

経営者である既存株主の地位を存続させる可能性を排除してしまうことになるという絶対優先原則の厳格な適用に伴う現実的な不都合を回避するための方策として、米国では、判例法で「新価値の法理 (new value corollary)」あるいは「新価値の例外 (new value exception)」(以下、「新価値の法理」という。)と呼ばれる法理が形成されてきている⁵⁵。

新価値の法理とは、再建計画において、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である⁵⁶。

判例法理を形成する端緒となったのは、上記1939年のロサンゼルス製材会社事件である⁵⁷。同事件判決では、その傍論で、既存株主が再建後の会社に参加できるのは、その必要性に基づいて新たな出資を行いその出資と合理的に等価値な株式を受領する場合である旨が示された⁵⁸。そして、その後の判例により、新価値の法理の適用にあたっては、概ね、以下の5つの要件を満たすことが求められることになった⁵⁹。すなわち、再建計画における既存株主の出資が、新たになされたものであること、重要なものであること、金銭または金銭的価値を有するものであること、再建の成功のために必要なものであること、

このように、絶対優先原則からの逸脱についてはさまざまな経済学的分析がなされているが、同原則からの逸脱が望ましいものであるかどうかは、結局のところ事前の正の効果と負の効果の大きさを比較することなしに導くことはできず、その実証も困難である (Bebchuk (2002) p.457, Adler & Triantis (2002) p.1235)。しかし、絶対優先原則およびその逸脱がどのような効果を有しているかを分析することは事前の正の効果と負の効果の大きさを比較することが困難であるとしても、制度設計を行ううえで参考になる。

⁵⁵ かつて、同法理は、絶対優先原則のもとでは、債権者が完全な満足を受けない限り既存の株主はその権利を喪失する建前であるところ、その「例外」を認めるものであるとして「新価値の例外」と呼ばれたが、むしろ、こうした扱いは、絶対優先原則からの論理的帰結であるとの指摘がなされるようになり (see Markell (1991) p.73, Epstein *et al.* (1993) p.840) 以下の本文で紹介する判例によって、「新価値の法理」の用語が用いられるようになった (e.g., Bank of America National Trust and Savings Association v. 203 North LaSalle Street Partnership, 526 U.S. 434 (1999))。

⁵⁶ 松下 (2001) 757 頁。

⁵⁷ 前掲注 34 参照。

⁵⁸ *Case v. Los Angeles Lumber Products Co.*, 308 U.S. at 121 (前掲注 37 およびそれに対応する本文参照)。

⁵⁹ See e.g., *In re Bonner Mall P'ship*, 2 F.3d 899,908 (9th Cir. 1993); *In re Snyder*, 967 F.2d. 1126,1131 (7th Cir. 1992); *BT/SAP Pool C Associates v. Coltex Loop Central Three Partners*, 203 B.R. 527,534 (Bankr. S.D.N.Y. 1996) (松下 (2001) 758 頁も参照)。

取得する新株と合理的に等価値であること、という 5 つの要件であり、これらを満たせば、既存株主に新株を割り当てる再建計画であっても「公正・衡平」であるとされた。

しかし、1978 年連邦倒産法の制定後しばらくの間は、こうした新価値の法理が認められているのか、また、仮に認められているとして上記要件が有効に存続しているのかは明らかではなかった。これは、絶対優先原則に関しては現行連邦倒産法の制定に際し上述したような立法措置がとられたのに対し、新価値の法理に関しては何ら明文が置かれなかったためである⁶⁰。

その後、現行連邦倒産法のもとにおける新価値の法理に関する連邦最高裁判決として、1988 年のアーラー事件と、1999 年のノース・ラサール事件が現れることとなり、このうちのノース・ラサール事件判決によって新価値の法理が承認されるに至っている。以下でそれらを紹介する。

(イ) 1988 年アーラー事件

同事件⁶¹は、農園を所有し経営するアーラー夫妻に対し、農地や農機具等を担保に融資を行っていた銀行が、夫妻の財産状態の悪化を契機に担保権を実行しようとしたが、当該夫妻が担保権の実行を停止させるために連邦倒産法第 11 章手続を申し立て、さらに、自身が農園の所有者としての地位を存続させる旨の再建計画案を定めたところ、当該担保権者が、かかる再建計画案は絶対優先原則に反するとして反対した事案である。控訴審は、夫妻の毎年の労働や経験、熟達は「金銭または金銭的価値を有するもの」であり、新価値の法理に基づき再建計画を認可するという判断を下したが、連邦最高裁はこの控訴審判決を破棄した。その理由としては、将来の役務提供は無形で強制不能でありバランスシートに資産として計上することができず、絶対優先原則の例外を認めるための要件の 1 つである「金銭または金銭的価値を有するもの」であること（上記の要件）を満たさないとした⁶²。

同判決では、連邦倒産法のもとでも新価値の法理が有効に存続しているかについての判断自体は示されなかった（仮に存続しているとしても、同法理のも

⁶⁰ とくに、1973 年連邦破産法改正委員会の報告書（前掲注 47 参照）では、新価値の法理に関する提案として、絶対優先原則を緩和し経営の継続のような将来の貢献が事業の存続に重要な場合には既存株主の地位の存続を認めるという提案がなされていたにもかかわらず現行連邦倒産法の立法過程では一切考慮されなかったことも、こうした議論の一因となっていたといわれている（松下（2001）758-759 頁）。

⁶¹ *Norwest Bank Worthington v. Ahlers*, 485 U.S. 197 (1988).

⁶² *Norwest Bank Worthington v. Ahlers*, 485 U.S. at 205.

とで求められる要件を欠いているとした)が、これ以降の判例では、労務出資 (sweat equity) は、上記 の要件を満たさないことが確認されている⁶³。

(口) 1999年ノース・ラサール事件

同事件⁶⁴は、あるパートナーシップ(ノース・ラサール)が所有するオフィスビルの一部に当該パートナーシップの債権者である銀行が第1順位の担保権を設定していたが、当該パートナーシップが連邦倒産法第11章手続を申し立て、そのパートナーが新たな出資を行う代わりにその地位にとどまる旨の再建計画案を提出し、担保権者である銀行がそれに反対したという事案である。連邦最高裁は、当該再建計画案を認可した控訴審判決を破棄した。

連邦最高裁は、連邦倒産法は、パートナーによる新たな出資を一切禁ずるものではないが、他の債権者の参加とこれを通じた「マーケット・テスト」に基づくチェックがない場合には、第三者が出資したであろう額よりも少ない額しか出資されないおそれがあることから、再建計画案で定められたパートナーの権利は「従前の権利に基づいて (“on account of” such junior claim)」与えられるものとなり⁶⁵、そのような再建計画案は1129条(b)(2)(B)(ii)の定める「公正・衡平」の要件を満たさない旨、判示した⁶⁶。換言すれば、「従前の権利に基づく」新株の割当てを定める再建計画案は「公正・衡平」ではないが、「マーケット・テスト」を経た再建計画案であれば出資額の適正性を確保しうるので、パートナーへ新たな権利を割当てては認められることを示した。

同判決では、主に、「取得する新たな権利と合理的に等価値であること」という上記 の要件について判断を示したものと見える。このほか、同判決で新価値の法理について明らかにされた点は以下のとおりである。

第1に、1129条(b)(2)(B)(ii)を根拠とする「公正・衡平」としての絶対優先原

⁶³ 松下(2001)760頁。

⁶⁴ Bank of America National Trust and Savings Association v. 203 North LaSalle Street Partnership, 526 U.S. 434 (1999). 邦語の紹介文献としては、高木(2000)136-137頁、松下(2001)761-764頁。

⁶⁵ 1129条(b)(2)(B)(ii)の規定は以下のとおり。

(b)(2) 本項の目的のためには、計画案が各組について公正・衡平であるという条件を満たすには、次の要件を満たすこと。

(B) 無担保債権の組に関しては、次の定めがあること

(ii) 計画案において、いかなる債権またはその組の権利に劣後する権利を有する者は、従前の権利に基づいた財物を何ら取得しないこと [以下略]

⁶⁶ 判旨の概要は、松下(2001)763-764頁参照。

則は、新価値の法理を認めるものであるとした。すなわち、条文上は、新価値という文言は存在しないものの、不同意債権者がいる上位権利者の組に対して全額の弁済を行わない再建計画においてパートナーに何らかの権利分配を行うことは禁止されるが、「従前の権利に基づいて」という文言の解釈により、その扱いを緩和することは可能であると示した⁶⁷。

第2に、「従前の権利に『基づいて』」という文言については、「と引き換えに (in exchange for)」という解釈と、「を原因として (because of)」という解釈がありうるが、文言の一般的な解釈としては、後者の内容と解すべきという立場が示された⁶⁸。

そのうえで、第3に、新たに取得する権利が従前の権利を「原因」とするもの（従前の権利に「基づいた」もの）であるというための因果関係 (causation) の判断は、再建型倒産手続の目的である継続企業価値の維持と債権者に分配する財産の最大化という2つの要請を調和する観点からなされるべきであり、少なくともパートナー（既存株主）が新たに権利を取得する目的で行う追加出資は、同一の目的のためにそれ以外の者が支払うであろう額と比較して最も高い額である場合以外には因果関係が認定されることが示された⁶⁹。換言すれば、パートナーが新たに権利を取得することが認められるためには、それ以外の者が支払うであろう額を上回る金額（最高値）の拠出が求められることとされたのである。もっとも、連邦最高裁は、上記因果関係を認定するためのより具体的な基準は何ら示していない。

第4は、「マーケット・テスト」についてである。まず、同判決は、「独占的期間 (exclusive period)」⁷⁰に提出された新株式の取得にかかるオークション（競

⁶⁷ *Bank of America Nat'l Trust and Sav. Ass'n v. 203 N. LaSalle St. P'ship*, 526 U.S. at 449.

⁶⁸ *Bank of America Nat'l Trust and Sav. Ass'n v. 203 N. LaSalle St. P'ship*, 526 U.S. at 449-451.

⁶⁹ *Bank of America Nat'l Trust and Sav. Ass'n v. 203 N. LaSalle St. P'ship*, 526 U.S. at 453. ノース・ラサール事件判決は、その脚注において「旧株主は、それ以外の者よりも、より高額の出資を望む」とした判例 (*In re Coltex Loop Central Three Partners, L.P.*, 138 F.3d 39,45 (CA2 1998)) や、旧株主は「再建債務者は、その他の者からの追加出資を得ることができないために旧株主（兼経営者）からの出資が必要であること」を示さなければならないとした見解 (Strub(1994)p.243) を紹介している。*Bank of America Nat'l Trust and Sav. Ass'n v. 203 N. LaSalle St. P'ship*, 526 U.S. at 453, n.26.

⁷⁰ 1121条(b)は、同法第11章手続開始後120日間は、債務者のみが再建計画案の提出権を有する旨を定めており、一般的に、この期間は「独占的期間」と呼ばれている。これにより、計画案の提出権を有しない者は計画案を否決することはできても、事業継続のあり方を積極的に提案することはできなくなり、他方で、債務者は、自分の提出した計画案を受諾するか、それとも再建を挫折させるのか相手に迫ることができることとなり、再建手続における交渉において優位に立つことができるとされる。松下(2001)759頁参照。

争入札)や代替案に関する規定のない再建計画案について、そこで示された株式の取得金額が最高値か否かの判断は、裁判所によってなされるものの、当該再建計画案が独占的期間に提出されたものであるという点に鑑みれば「マーケット・テスト」による判断こそが最善の方法であることを示した⁷¹。このことは、債務者だけではなく利害関係人を含む第三者によって当該再建計画案において定められた新たな権利(株式)の取得金額をチェックされることで、その価額の適正性を確保しようとするものであると解される。しかし、同判決は、「マーケット・テスト」とは、代替案(再建計画案)を債権者等に提出させる機会のみを要求することを意味するものなのか、パートナー(既存株主)が取得しようとする権利(新株)と同等の権利をオークションにかけるとを意味するものなのかといった具体的な内容についての判断を避けている⁷²。

以上を総括すると、次のようにいえよう。同判決が新価値の法理を認めたものであるという点はおよそ争いが無い。絶対優先原則からの逸脱については概して否定的な見解からも⁷³、「マーケット・テスト」は同原則の趣旨を保障しつつ、非効率な再建手続や既存経営者による非効率な残留が行われることに対するセーフガードとなるとの肯定的な評価が示されている⁷⁴。

しかしながら、同判決と従来の5つの要件との関係や、同判決が示した「マーケット・テスト」の具体的な内容等、重要な問題点が多く残されている⁷⁵。

(3) 小括

上記2.(1)イ.で述べたとおり、米国倒産法制における「公正・衡平」と

⁷¹ *Bank of America Nat'l Trust and Sav. Ass'n v. 203 N. LaSalle St. P'ship*, 526 U.S. at 457.

⁷² *Bank of America Nat'l Trust and Sav. Ass'n v. 203 N. LaSalle St. P'ship*, 526 U.S. at 458.

⁷³ Adler & Triantis (2002)は、経営者に適切なインセンティブを与える仕組みとして、株式が最適なものかは疑問であり、むしろ契約による規律付けの方が有効であるとして、絶対優先原則から逸脱して、インセンティブ付与のための株式を旧株主に与えることには否定的な見解を示している(Adler & Triantis (2002) pp.1237-1238)。

⁷⁴ Adler & Triantis (2002) p.1239. すなわち、絶対優先原則の遵守は、既存経営者の機会主義的な行動(非効率な再建計画を実施することのコストの外部化)を禁止する。したがって、絶対優先原則の遵守の適正性を担保する「マーケット・テスト」は、こうした既存経営者による非効率な再建計画の実施の回避に資するものといえよう。

⁷⁵ 仮に「マーケット・テスト」の内容を、オークションや債権者による代替案の提示と解釈したとしても、連邦倒産法第11章手続を申し立てる債務者の多くは小規模事業会社であることから、そのような市場を用いた価格付けは難しいこと、また債権者側からみても、そのような代替案を作成準備するコストは高く、入札の参入障壁となり、そもそも適正な価格付けを行いうる効率的な市場が成立しえないとの重要な指摘もなされている(Markell (2000) p.353)。

は絶対優先原則を指すものであり、当該原則は連邦破産法時代だけでなく、現行連邦倒産法のもとでも採用されている（11 U.S.C. §1129(b)(2)(B)(ii)）。

絶対優先原則は、第 1 に、上位の権利者への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という意味を有する。ただし、絶対優先原則のもとで尊重されるべき「平時実体法上の権利」すなわち絶対優先原則のもとで求められる権利分配の内容は必ずしも明らかではなかったが（上記 2.（1）ロ・参照）単に清算価値を見合いとした権利分配と解するのであれば清算型倒産手続と差がなくなる等の指摘を受け、継続企業価値を見合いとした権利分配と解されるようになった。

しかしながら、絶対優先原則の適用にあたっては、その前提として企業価値の評価が必要となる等、速やかな倒産処理を阻む問題が内在していることが問題視された（上記 2.（2）イ・参照）。そこで、1978 年連邦倒産法の制定によって、一般債権者および株主を含む利害関係人の組すべてが組毎の法定多数決によって再建計画案を可決した場合には絶対優先原則を適用しないが、クラム・ダウン⁷⁶がなされる場合のみ同原則を適用する（同原則の適用場面を限定する）という工夫が施された（上記 2.（2）ロ・参照）⁷⁷。

また、絶対優先原則を適用する場合のもうひとつの問題点 同原則の適用は、継続企業価値を維持する観点からは企業にとどまることが望ましい経営者兼株主も当該企業から排除してしまうという問題点 に対しては、同原則のもとでも、ある一定の要件を満たした新たな出資を行えば、既存株主が権利を取得すること（株主たる地位の存続）を認めるといふ新価値の法理が発展してきた（上記 2.（2）ハ・参照）。

このように、米国では、絶対優先原則の意義を認めながら、それに内在する問題点を認め、これを修正する立法および判例法理の生成に取り組んできたことと評価することができよう。

こうした発展の背景には、平時実体法上の権利を尊重する絶対優先原則の遵守を支持する考え方が一貫して存在しているように解される。とりわけ、倒産法の目的について経済学的に分析する一定の立場から演繹すれば、絶対優先原則を遵守すべきことが規範的に導かれるといえよう。すなわち、「倒産法の最大

⁷⁶ 前掲注 52 の本文参照。

⁷⁷ 債権者が十分な情報に基づいて計画案を受諾した場合には再建後の会社の財産的価値の分配は債権者に委ね、同原則の適用場面、すなわち、同原則の適用により債権者の利益を保護する場面を限定しているとみることができるとされている（松下（2001）754-755 頁）。

の目的は社会厚生を最大化にある」という立場⁷⁸からは、当該目的を達成するうえで、負債コストの最小化が必要であり、そして、それは債務者の倒産時における債権者の債権回収額の期待値（expected return）の最大化によって図られるとされている⁷⁹。これは、絶対優先原則の遵守が果たす機能 平時実体法上の権利を前提に投資を行う者（とりわけ債権者）の事前の期待を保護するという機能 とほぼ同一のものである。したがって、絶対優先原則は、上記のような立場と整合的であると考えられ⁸⁰、こうした立場からは、絶対優先原則が再建企業に対する権利分配における基本的な基準とされるべきことが支持されるものと考えられる。

「倒産法の最大の目的は社会厚生を最大化にある」という立場は、米国倒産法制に限らずわが国倒産法制についても妥当するものであり、したがって、そうした立場にたつならば、わが国においても絶対優先原則の遵守が望ましいものと捉えられることになろう。もっとも、わが国でも絶対優先原則の遵守が望ましいものとしても、米国倒産法制における「公正・衡平」の発展が示唆するのは、同原則を適用するうえではいくつかの点が問題となり、それを回避する何らかの措置が必要となることである。

3. 考察 米国からの示唆をもとに

以下では、米国における「公正・衡平」にかかる議論を参考に、わが国の「公正かつ衡平な差」概念（以下、「公正・衡平」という。）について考察を行う。

わが国の実務では、絶対優先原則を「公正・衡平」の内容とする運用は一般的ではない。その背景には、まさに米国で指摘されてきた絶対優先原則に内在する問題点の影響があるのではないと思われる。

そこで、以下では、米国の議論からの示唆をもとに、下記3.(1)で、会社更生法において議論されてきた「公正・衡平」にかかる諸見解の具体的内容の

⁷⁸ E.g. Schwartz (1998) p.1814. こうした考え方からは、次に「倒産法は債権者の仮定的な合意を制度化したものである」という理解（こうした考え方については拙稿（2005）参照）が導出される。

⁷⁹ Schwartz (1998) p.1814.

⁸⁰ Baird & Bernstein (2006) p.1940.

是非について検討を行う。学説では、「公正・衡平」を米国の絶対優先原則ないしはそれを緩和したものと解するものが多数ではあるが⁸¹、実務では一般的ではない。次に、下記3.(2)では、民事再生法においても、債権者および株主間の権利分配基準である「公正・衡平」ひいては絶対優先原則は適用されるのかについて検討を行う。下記3.(3)では、民事再生手続にとどまらず会社更生手続においても普遍的に適用しうる、絶対優先原則の遵守を基礎とした権利分配方法につき若干の試論を示す。

(1) 会社更生手続における「公正・衡平」

イ．実務の立場

実務では、「公正・衡平」の内容を、上位の権利者よりも下位の権利者を優遇してはならないという程度に解した運用が多いといわれている⁸²。わが国では、このような立場が相対優先説と呼ばれている⁸³。こうした立場によると、例えば、優先的更生債権について免除を求めているも、それに劣後する一般更生債権の免除率が優先的更生債権の免除率よりも大きければ、「公正・衡平」に反しないことになるとされる⁸⁴。こうした立場は、従来之和議や会社整理との対比で「公正・衡平」の内容を捉えようというものである⁸⁵。

当該見解は、そもそも企業価値の評価を念頭においていないため⁸⁶、企業価値評価に伴うコストは発生しない。しかし、当該見解は権利の再分配のもととなる企業価値が不明確であるという問題を伴い、場合によっては、再分配される権利の総額が継続企業価値を超える可能性も有している。再建型倒産手続は、企業価値に対する権利の再分配を行うものであり、分配される権利の合計は企業価値（継続企業価値）と同等となるはずであるから、そもそも企業価値と結

⁸¹ 松下（2001）751頁、山本ほか（2006a）32頁〔水元宏典〕参照。

⁸² 兼子ほか（1974）539頁。このほか、「公正・衡平」とは、「実体法上劣位の権利に遅れをとらせてはならない」ものと捉えるもの（小川（1965）334頁）もある。現在、実務ではこうした立場に基づいた運用が主なようである。西岡ほか編（2005）241頁〔真鍋美穂子〕、事業再生研究機構編（2004）304頁参照。

もっとも、実務家の中にも、100%減資を行わずに、株式の権利を一部認めるような更生計画は債務超過の場合には「公正・衡平」に反するとの見解もある。桃尾（2004）180頁。

⁸³ 米国における相対優先説の理解とは異なるものである点に留意が必要である。前掲注29およびそれに対応する本文参照。

⁸⁴ 西岡ほか編（2005）241頁〔真鍋美穂子〕。

⁸⁵ 兼子ほか（1974）539頁。

⁸⁶ 兼子ほか（1974）548頁参照。

びつかずに権利の分配を行う同説は採用することができないというべきである⁸⁷。しかも、権利分配のもととなる企業価値が明確でないため、上位権利者の犠牲において下位権利者が権利分配に与ってしまうおそれがある⁸⁸。現実にはこの立場による運用が多いといわれているが、このような不明確な基準を権利分配の根拠とすることが、権利者の真の理解を得るに足りるものなのかは疑問である。計画案に反対する者も拘束しうる権利分配の基準としては、より明確なものである必要があろう。

ロ．学説

これに対し、学説では、米国の絶対優先原則の理解に近い立場や絶対優先原則を緩やかに解したような立場が多い。いずれも厳格な絶対優先原則の適用を「公正・衡平」の内容とするものではないが、会社更生手続に存在する多数決制度をもって絶対優先原則の例外的取扱いを許容するという点で共通している。もっとも、そうした取扱いを行う論拠等において相違が存在しており⁸⁹、以下では代表的な3つの見解を紹介する。

第1は、会社更生法が立法された当初（1952（昭和27）年）の見解である。会社更生手続は「観念的な清算」を前提とするものである点に着目し、「公正・衡平」の基準とは、企業の「積極財産⁹⁰と消極財産及び株主の持分を対比し、それを権利の優先順位に従って分配すると仮定すれば満足が得られるかどうか、計画において分け前にあずかれるかどうかを決する」基準であるとするものである⁹¹。平時実体法上の優先順位に従いつつ、継続企業価値と比較した場合、これに与れない権利者は手続から除外される。分配されるのは清算価値を見合いとしたものではなく、あくまでも継続企業価値を見合いとしたものであること

⁸⁷ 兼子ほか（1974）548-549頁。

⁸⁸ これに対し、企業価値が過少に評価されると下位権利者の犠牲において上位権利者が分配を独占してしまうおそれがあると一般的には考えられるが、本見解のもとでは上位権利者は下位権利者より相対的に優先されるに過ぎず、したがって、下位権利者の権利は再建後も認められることとなるので、こうしたおそれは同見解のもとでは生じないといえる。

⁸⁹ 絶対優先原則の適用には企業価値の評価コストがかかるという問題が指摘されているが、以下のいずれの見解も企業価値を前提とした分配を行うものであり、問題の程度は相対的であるといえる。

⁹⁰ 存続を前提とした評価であり、清算を前提とした評価ではないとする。兼子・三ヶ月（1953）446頁。

⁹¹ 兼子・三ヶ月（1953）446頁。

から、この限りでは米国における絶対優先原則と同内容であるといえる⁹²。また、当該見解は、会社更生手続上の多数決制度、すなわち、会社更生手続の和解的要素に鑑みて、その組の法定多数決による同意がある場合には、優先順位を厳守するという厳格な扱いを緩和する余地を認めるものである。この点も、米国の現行連邦倒産法では組毎の法定多数決による同意がある場合には絶対優先原則の適用が除外される取扱いとなっていることと極めて類似しているといえよう。主な相違は、その組の法定多数決による賛成が得られたとしても、同じ組に属する反対者に対する関係でこれを強行することが酷な計画であれば、「公正・衡平」の要件を欠くものとして認可されないこともあるとされている点である⁹³。

第 2 は、会社更生手続の清算的要素を重視し、各権利者が期待する権利分配は企業の清算価値を見合いとしたもので足りるが、他方で、会社更生手続と破産手続を同列に扱うと会社更生手続の「うま味」がなくなってしまうので、企業の継続を前提として生ずる清算価値を上回る部分に関しては、上位権利者で独占するのではなく、下位権利者にも分配することを認める相対的な取扱いを導入すべきであるという見解である⁹⁴。つまり、利害関係人への権利分配は、清算価値のみを保障し、残りの清算価値を上回る部分の分配については、利害関係人による多数決制度に付されるという扱いである。同見解は、もはや上記第 1 の見解のように絶対優先原則的な権利分配を原則とするという発想から離れ、はじめから、清算価値を上回る継続企業価値分は多数決制度による分配に委ねるということの意味するものであるといえる。

第 3 は、多数決制度の採用、すなわち会社更生法の和解的要素をより重視し、利害関係人に議決権が与えられている以上、平時実体法上の権利の厳格な優先順位からの乖離が認められることが含意されているとする見解である⁹⁵。

八．会社更生法における「公正・衡平」と米国連邦倒産法における「公正・衡平」およびそれに関する手続間の相違

上記第 1 説と第 2 説および第 3 説が本質的に異なっているのは、第 1 説が絶

⁹² 前掲注 42 とそれに対応する本文参照。かつては、同見解は、米国の絶対優先説に最も近い立場として位置付けられていた。兼子ほか（1974）538 頁。

⁹³ 兼子・三ヶ月（1953）448 頁。この点が、かつての米国における絶対優先説と異なる点であると考えられていたようである。兼子ほか（1974）543-544 頁。

⁹⁴ 田村（1993）167 頁。

⁹⁵ 青山（1969）463-466 頁参照。「公正衡平という一定の範囲の中で具体的にいかなる計画を選択するかが多数決によって決定される」とする。同 463 頁。

対優先原則的な扱いを「公正・衡平」の内容であると捉えるものであるのに対し、第2説および第3説は、多数決制度の意義から演繹して、相対的な取扱いを「公正・衡平」の内容と捉えるものである点である。しかし、いずれの見解にたつたとしても、会社更生手続上、更生会社に対する権利の分配は一次的には当事者間の合意の擬制である法定多数決に委ねるという規定になっていることから結論において大差は生じない⁹⁶。さらに、こうした制度設計は米国連邦倒産法とも同じであり、権利分配に関する手続として日米間に相違はないようにもみえる。

しかし、両者は次の点で大きく異なっている。すなわち、米国連邦倒産法におけるクラム・ダウンと同様、わが国の会社更生手続においても、一部の組の不同意があった場合には、裁判所は不同意の組に属する権利者の権利を保護する条項を定めて更生計画を認可することが認められている(会社更生法200条1項)(以下、「権利保護条項制度」という。)。このとき、米国では絶対優先原則の適用が予定されているのに対し、わが国では、不同意の組に属する権利者の権利を保護するためには、債権者については「破産手続が開始された場合に配当を受けることが見込まれる額」(同条1項2号)、株主については「清算の場合に残余財産の分配により得ることが見込まれる利益の額」(同号)を支払うことが必要とされているのである(傍点筆者)。さらに、同項4号では、「その他前三号に準じて公正かつ衡平に当該権利を有する者を保護すること」とされている(傍点筆者)。同条1項が2号で列挙するのは、「破産手続が開始された場合」および「清算の場合」の配当、すなわち清算価値による配当であると解されるが、4号では、それらに「準じて公正かつ衡平」に保護することとしている。

同条は、旧会社更生法時代に、米国の旧連邦破産法第216条7、8項を取り入れたものであるとされているが⁹⁷、その内容とするところは米国のものとは区別されている。すなわち、わが国の通説・判例によると、権利保護条項制度とは、不同意の組限りでの「一部清算」を意味する。よって、更生計画案に反対した者に対しては、企業の存続を前提とする評価に基づく分配を行う必要はなく、清算価値による補償を行うべきものとしている⁹⁸(米国との比較は、上記図2お

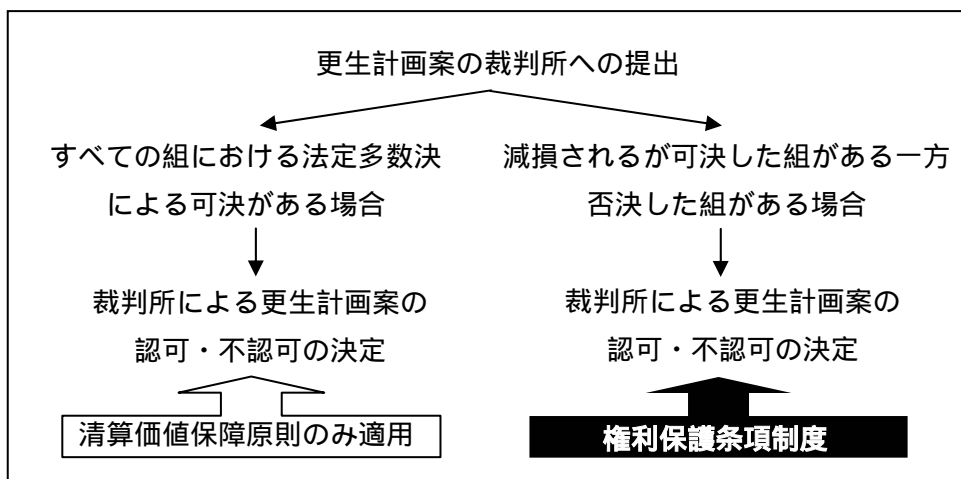
⁹⁶ ただ、上記第3の見解も、倒産手続の通則である清算価値保障原則とあわせて考えれば、第1、第2の見解と結論においては大差ないといえる。もっとも、第2の見解では、全員の同意があれば、下位の権利者よりも、上位の権利者が不利に扱われる計画案であっても認可されることとされており、その限りでは清算価値保障原則は及ばず、両説の相違となりうる。

⁹⁷ 兼子ほか(1974)635頁。

⁹⁸ 兼子ほか(1974)646頁。

よび下記図3参照)。

図3：会社更生法における更生計画案の認可までのフロー



同制度には、2つ問題がある。

1つは、自らは更生計画案に賛成したにもかかわらず、他の者が反対したため、結局自己の属する組全体としては否決したことになってしまった権利者の処遇の問題である。更生計画案を否決した者については、当該企業の清算を望んだのであるから清算価値だけを補償すれば足りるということは妥当であるとしても、更生手続による再建を望んだ者についてまで、現実には会社更生手続が実施されているにもかかわらず清算価値の補償しか行わないことを合理的に説明することは困難なように思われる。

もう1点は、わが国における「公正・衡平」概念の形骸化という問題である。米国では、すべての権利者の組の法定多数決により再建計画案が可決された場合には清算価値保障原則が適用されるのみであるが、少なくとも1つは可決した組がある一方で計画案を否決した組がある場合で、債務者からの申立てに応じて裁判所が計画案を認可するとき（クラム・ダウン）には、権利分配における「公正・衡平」すなわち絶対優先原則の適用が求められることになる。これに対してわが国では、すべての権利者の組の法定多数決により更生計画案が可決された場合には清算価値保障原則が適用され（ただし上記でみた第1説による場合を除く）⁹⁹、また、一部の組の不同意があった場合において裁判所が計画

⁹⁹ 「公正・衡平」概念に関しては解釈論としていくつかの見解があるが、多数決制度を前提とする限りその結論において大差ないことは前述したとおりである（前掲注96とそれに対応する本文参照）。

また、法定多数決で可決された計画案につき、認可要件としての「公正・衡平」を根拠に裁判所が積極的に介入するとはおよそ一般には考えられないが、上記第1説によると、その組の法定多数決による賛成が得られたとしても、同じ組に属する反対者に対す

案を認可するときには、権利保護条項制度によって清算価値による配当が求められるのみであり¹⁰⁰、したがって、権利分配における「公正・衡平」が求められる局面はなくなっているといえる。会社更生手続で権利変更を行う際には「公正・衡平」な差を設けることが条文上求められているにもかかわらず、このように「公正・衡平」が求められる局面がないという「公正・衡平」概念の形骸化は、それ自体問題であるといえよう。

以上のような問題が生じる背景には、米国におけるクラム・ダウンとわが国における権利保護条項制度の間において、否決した組に属する権利者への補償のあり方についての考え方の相違があるといえる。この点については、否決の組に属する者のうち自らは更生計画案に反対した者と自らは更生計画案に賛成した者のそれぞれの権利をどのように取り扱うことが適切かという観点から、きめ細かな検討を行うことが必要と考えられる。上述したとおり、更生計画案に賛成した者に対して清算価値の補償しか行わないことを合理的に説明するのは困難であると考えられることに鑑みれば、否決した組に属する権利者であっても、再建型倒産手続である更生手続に拘束する以上は、更生計画案の賛成・反対にかかわらず会社更生手続における権利分配（継続企業価値による権利分配）を保障すべき、あるいは、少なくとも更生計画案に賛成した者については会社更生手続における権利分配を保障すべきと考えられ、こうした権利保護条項制度の設計については立法論を含め検討されるべきであると考えられる。なお、会社更生手続における権利保護条項制度を上記のとおりとした場合においても、従来、同制度が果たしていると考えられてきた各権利者間の利害調整機能¹⁰¹には影響がないと考えられる。

（２）民事再生手続における「公正・衡平」の適用可能性と必要性

る関係でこれを強行することが酷な計画であれば、「公正・衡平」の要件を欠くものとして認可されないこともあるとされている（前掲注 93 とそれに対応する本文参照）。このように第 1 説に立つ限りは、引き続き「公正・衡平」が適用される余地はあるといえる。

¹⁰⁰ もっとも、厳密には、同制度において「公正・衡平」は同条項で定められる配当額の上限を画する概念として機能する余地はある。つまり、同条項による配当は、必ずしも清算価値による配当でなくてもよく、これ以上の額を配当することも可能だが、その限度は、計画案全体の「公正・衡平」、遂行可能性を害さない限度とされている。兼子ほか（1974）646 頁参照。

¹⁰¹ 権利保護条項制度は、各権利者の利害調整機能を果たすと考えられている。各下位権利者に対しては、計画案に反対することを抑制する機能を果たし、上位権利者に対しては、不当な譲歩の要求を排しその権利を守る手段として機能するとされている。兼子ほか（1974）637-638 頁。

民事再生手続は資本構成の変更を想定しないものであることを理由に、同手続では権利分配における「公正・衡平」が論じられるということ自体がなかった。すなわち、民事再生手続では、共益債権、別除権および一般優先債権は同手続外で弁済が行われ、再生計画による権利変更の対象は、主に再生債権のみとなっている。また、そもそも、民事再生手続は、株式会社のみならず自然人も手続の対象するものであることから、資本構成の変更が原則的な再建方法として想定されていない¹⁰²。そして、同手続の立法趣旨によれば、会社組織の再編や株主の権利縮減を再生計画の対象としないことによって、再生債務者主導の簡易迅速な再建を目指すものであるとされている¹⁰³。このため、株主の権利の変更は同手続の射程外となり、少なくとも条文上は、債権者と株主との権利変更における「公正かつ衡平な差」は論じられることがなかったのである¹⁰⁴。

実際に民事再生手続を利用する企業のうち、経営者が株主を兼任していることが多い中小企業のケースでは、経営者に株主の地位を与えることで当該企業に引きとどめたいというニーズが強く、債権者のみならず株主の権利の変更が必要となる局面が多いともいえる。にもかかわらず民事再生手続は、資本変更を行わない制度とすることで、そもそも、既存株主の権利変更を手続内で行わない したがって、同手続上で債権者や株主間での権利分配にかかる「公正・衡平」が求められる余地がない ものとしてきたといえる。

しかし、民事再生手続においても、以下の理由から、会社更生手続と同様に、権利分配における「公正・衡平」が求められる余地はあると考えられる。

第 1 に実質的理由として、いずれの再建型倒産手続によるかで権利の処遇に差異があると、倒産時近傍で、より有利な倒産手続を選択する機会主義的な行動が予想され、倒産手続の選択を巡る紛争が生じる可能性がある。また、そもそも、権利分配の結果に大きな差を生む可能性のある「公正・衡平」の適用が、各倒産手続によって異なりうるというのは、事前の投資決定の観点では望ましいものではないと考えられる。確かに、債権者は事前の投資決定の時点で各倒産手続における処遇を意識しているなら、債権者は株主重視の倒産手続への移行リスクも含めて投資決定を行う（取引条件を決定する）ことになるので問題はないようにも思われるが、仮に債権者重視の手続の選択を債権者等にコミットしたい債務者企業の立場にたった場合には、民事再生手続のような株主重視の倒産手続への移行リスクの存在がかえって当該企業の資金調達可能性を低下せしめることとなるといえる。さらに、再建型倒産手続間で手続を移行する場

¹⁰² 山本ほか（2006a）31 頁〔水元宏典〕、伊藤・田原監修（2006b）11 頁〔岡正昌〕参照。

¹⁰³ 山本ほか（2006a）31 頁〔水元宏典〕。

¹⁰⁴ 前掲注 5 参照。

合もあるので、権利の処遇に大きな差を生む可能性のある原則の適用が倒産手続によって異なりうることは望ましいものではない。したがって、こうした観点からは、平時実体法上の権利のプライオリティー秩序を尊重し、会社更生手続だけでなく民事再生手続においても、一般原理として権利分配における「公正・衡平」が求められると考えるべきである¹⁰⁵。

第2に形式的理由として、従来、民事再生手続で「公正・衡平」が論じられることがなかったのは、同手続が一般債権者しか権利変更の対象としていなかったことから、一般債権者以外の権利者（とりわけ株主）との間で「公正・衡平」を論じる局面が生じなかつただけであるといえる¹⁰⁶。しかし、その後の法改正を経て、現行の民事再生手続では、少なくとも一般債権者と劣後債権者との関係が問題となる余地が生まれ、その場合には「公正・衡平」が適用されることとなっている¹⁰⁷。さらに、民事再生手続では、株主の残余財産分配請求権の実質的価値がゼロの状態である債務超過の場合に限り、会社法の規定による株主総会の特別決議等の資本減少の手続によることなく、裁判所の許可（民事再生法166条1項）を経れば再生計画において資本減少の条項を定めることができる（同法154条3項）¹⁰⁸。増資についても、譲渡制限株式の場合に限ってはあがあるが、再生計画において所定の定めをすれば、株主総会の特別決議ではなく取締役（取締役会設置会社では取締役会）にて増資の決定を行いうる旨の特例が認められている（同法154条4項）¹⁰⁹。このように、民

¹⁰⁵ 以上の問題の対応策としては本文で示したもののほかにも、あらかじめ、いずれの再建型倒産手続を利用するか債務者自身に決めさせておく（具体的には、定款で利用する再建型倒産手続を明示しておく）という制度を採用することも立法論としては考えられる。こうした制度設計はRasmussen（1992）によるメニュー・アプローチを参照している。

¹⁰⁶ 松下（2000）でも、「一般債権のみを調整の対象とし、担保権も優先債権も手続に取り込まないことから『公正・衡平』による調整は不要なのである」とされている（同61頁）〔傍点筆者〕

¹⁰⁷ 民事再生法155条2項。前掲注5参照。

¹⁰⁸ 「債務超過のときは、株式の価値がないため株主の権利保護を図る必要性は弱く、また債権カットの前提として、会社財産の分配において債権者よりも劣後すべき株主の責任を明確にする必要が生ずる場合もある」ことから、「株式会社である再生債務者の資本の組替えを機動的に行なうことができるために設けられた制度である」とされている（伊藤ほか編（2002）9-10頁〔瀬戸英雄〕）。

¹⁰⁹ 同条は、民事再生法制定当時には存在しなかった。株式の譲渡制限がされている株式会社の民事再生手続において、経済的窮境にある株式会社の株主はもはや経営に対する関心を失っており株主総会の特別決議が成立せず、株主以外の者に対する新株発行ができないという事例が報告されていた。そこで、債務者の事業の再生のためには特別決議を経ず株主でない者に対する新株発行ができる特例を認めるべきとの議論が強くなされていた。本条は、これを受けて、2004（平成16）年の破産法整備法により設けられた特例である。伊藤・田原監修（2006b）12-13頁〔岡正昌〕、山本ほか（2006a）410-411頁〔笠

事再生手続上も、資本構成の変更が限定的ながらも予定はされている。つまり、一般債権者のほかに株主の権利も手続の対象となりうるのであって、その場合には、まさに、異なる種類の権利者間の権利分配において「公正・衡平」を図る必要があるといえる。

(3) わが国再建型倒産手続における「公正・衡平」な権利分配の実現に向けて

イ．企業規模に応じた手続利用を提案する見解について

いずれの手続においても「公正・衡平」が妥当することを前提とした考察はわが国の先行研究にも存在しており、米国の議論を参考に、会社更生手続では絶対優先原則に従った取扱いを、民事再生手続では相対優先的な取扱いを認めるべきという見解がある¹¹⁰。絶対優先原則の遵守は、平時実体法上の権利の優先順位に忠実であり、その限りで権利者の合理的な期待を尊重するものであるが、絶対優先原則の適用の前提となる企業価値の評価には時間とコストがかかる。そこで、同見解は、以上の点に鑑みて、そのコストを負担する能力のある大企業については、会社更生手続を利用させ、絶対優先原則を適用し、債権者に倒産リスクを負担させる場合には100%減資と新株発行を実施するべきだが、そのコストに見合わない中小企業に限っては、民事再生手続を利用させ、債権者には清算価値保障原則のみを適用し、清算価値を上回る部分の一部または全部は経営者兼株主に与えることを認めてもよいとしている。こうした見解は、絶対優先原則を適用する際の現実的な問題を回避するため、同原則を柔軟に運用するものであるといえる¹¹¹。

井正俊 ）。

¹¹⁰ 松下（2001）769-770頁。

¹¹¹ 類似した見解として、Baird & Rasmussen（2001）は、事業継続を行い、企業価値を増加させるためには、経営陣（株主）に対する適切なインセンティブ付けが欠かせず、そうした観点から絶対優先原則の修正を図るべきだとする。絶対優先原則のもとでも、新株主と経営者の交渉によって、経営者に対して新株を付与するとの結論を導くことは可能であるが、再交渉のコストが高く、経営者を雇用し続けることが明らかな場合にまで、絶対優先原則を適用し、経営者を一旦企業から退出させることは迂遠であるとする。そこで、経営者と株主が同一であり、経営者が企業に残ることによって清算価値を上回る継続企業価値が生まれる場合、すなわち典型的には中小企業の場合には、経営者（旧株主）にも新規株式を配当する相対優先原則（絶対優先原則からの逸脱）が望ましいと主張する（Baird & Rasmussen（2001）p.950）。

こうした見解に対しては、事後的に旧経営者を当該企業に存続させるための交渉を当事者間で行うことの再交渉のコストは絶対優先原則を採用できないほど著しいものであるかにつき懐疑的であるとの主張（Adler & Triantis（2002）p.1238）も存在している。

しかし、同見解によっても問題点として想定されている点ではあるが、適切な規模の企業が民事再生手続を選択するとは限らず、企業規模による手続の使い分けがうまく機能するとは限らない¹¹²。その場合には個別の対応が必要となり、必ずしもそれぞれの手続で一貫した扱いがなされるわけではなくなってしまふ。加えて、手続によって「公正・衡平」の内容が異なることは、申立権者（例えば、債務者のほか、債権者の場合もありうる）にとって自己に有利な倒産手続を事後に選択する機会を与えることとなり、事前の投資決定に歪みを生ぜしめるおそれがあるといえる¹¹³。

ロ．中小企業の再建における固有の問題 「新たな出資」の実現可能性

上記見解が中小企業については、絶対優先的ではなく相対優先的な取扱いを認めるとする民事再生手続を適用すべきと提案する重要な根拠に、絶対優先原則を適用しつつ経営者兼株主を再建企業に引きとどめるためには、米国の例を参照するならば「新価値の法理」によらなければならず、これは「新たな出資」を必要とするものである以上、中小企業の再建事案ではそのような資金を拠出するのは現実問題として困難であることが指摘されている。すなわち、中小企業においては、経営者はしばしば会社の借入れについて個人資産を担保として提供していることから新たな出資をする資力が無いのが通例であり、また、そのような経営者に当該会社の新株を取得するための融資が行われることも稀であろうとの指摘である¹¹⁴。

そこで、以下では、オプションを利用することによって、上記のような新たな出資に伴う資金流動性制約の問題だけでなく、企業価値評価に伴う不確実性の問題ならびに評価コストの問題を回避できることを示したうえで「公正・衡平」な権利分配方法すなわち絶対優先原則に従った権利分配方法につき試論を示す¹¹⁵。また、以下で示す試論における権利分配方法は、利害関係者に適切な

¹¹² 松下（2001）771 頁。このほか、会社更生手続においても既存株主を存続させることが望ましいケースもありうるとされている。同 770-771 頁。この場合は、債権者が合意すれば大きな問題には繋がらないが、不適切な規模の会社が民事再生手続を利用し、容易にその経営者が株主の地位を温存しようとするならば、それは問題であるといえる。もっとも、松下（2001）771-772 頁は、この点については、再生債権者にも資本構成変更のイニシアティブを認めること等の措置によって、債権者の保護を図るべきとする。

¹¹³ 前掲注 105 とそれに対応する本文参照。

¹¹⁴ 松下（2001）768 頁。

¹¹⁵ こうしたオプションの利用は、Bebchuk（1988）や Aghion *et al.*（1992）等によって提案された。これらは企業価値の評価の不確実性の問題をいかに解決するかということに焦点をあてた分析・提案であり、本稿の試論で参考とした Baird & Bernstein（2006）の分析

インセンティブづけを可能とするものであり、債務者企業の再建可能性の向上にも繋がるといえる。

八．わが国再建型倒産手続における「公正・衡平」な権利分配の実現に向けての試論

(イ) 評価に伴うコストの発生と評価の不確実性について：第1段階・2段階

経済学的には、債務超過の場合においては、株主の保有する株式の経済的価値はゼロであることから¹¹⁶、当該企業に対するコントロール権（経営決定権）は企業価値最大化のインセンティブをなくした株主から債権者に移転することが望ましいと説明される¹¹⁷。この経済的実質を法的に実現し、かつ、当該企業の再建を図っていくには、既存株主から株式を取り上げ、これを債権者に引き渡すこと、すなわち既存株主の保有する株式を100%減資し、債権者についてはDES（Debt Equity Swap）¹¹⁸によって、債権の現物出資と引き換えに当該企業の株式をすべて取得することが考えられる（第1段階・第2段階。下記図4参照）。

もちろん、債権者の債権全額についてすべてDESを行う必要はなく、例えば、債権の清算価値については短期・中期・長期の分割弁済などを組み合わせて行

は、同じく企業価値の評価の不確実性の問題をオプションを用いて取り組むものであるという点ではBebchuk（1988）やAghion *et al.*（1992）の応用であるとも評価できようが、Baird & Bernstein（2006）は、絶対優先原則に従った権利分配を行うということに焦点をあてた分析・提案であり、オプションを用いて将来のある一時点に評価時を移すことにより評価の不確実性を解決するものである点で異なっているといえる（後掲注126および154参照）。

¹¹⁶ こうした理解にたつてDESを論じたものとして金融法委員会（2004）4頁（59頁）、江頭（2008）687頁注5は「既存株主の株式価値は零に近い」としている。これに対して、再建を前提として行うDESである以上、厳密には債務超過になったからといって株式の価値はゼロではないとの指摘もなされている（藤田（2008）127頁）。

¹¹⁷ 例えば、岩村（2005）329頁。こうした観点からは、倒産とは、企業が債務不履行に陥ったときに、債権者が代わって経営することを認める法的な仕組みであるといわれる（Breal *et al.*（2008）p.506）。本文の以下での考察は、まさにこのような観点から、望ましい倒産手続（権利分配方法）を考察するものである。

¹¹⁸ DESについては、多くの先行研究が存在するが、例えば新会社法のもとで論じたものとして藤田（2008）がある。会社法207条9項5号は、金銭債権を券面額以下で現物出資する場合には、検査役調査が不要であるとしたもので、同条はDESに関していわゆる券面額説をとる実務を容認したものであると解されているが、その理論的背景はなお整理されるべき点が多く、少なくとも既存株主の利益を害するものか否かという観点で形式的基準を典型的に明らかにすることが必要であると指摘している。

なお、100%減資とあわせて行われるDESについては、保護に値する既存株主の利益が存在しないケースであるはずにもかかわらず、同法207条9項5号の適用はあることから、こうした現行法をいかに解釈すべきかは問題であるとしている（同138-140頁）。

うと同時に、残額債権についてのみ DES を行うといった方法が考えられる。この方法によれば、企業価値の評価自体を回避することが可能になると同時に、債権者は、清算価値の保障を受けつつ、株式を保有することで、清算価値を上回る企業価値についてもすべて把握することになる。そして、債権者たる新株主は、再建が成功し株式の価値が向上すれば、同株式の他企業への転売あるいは株式の公開によって投資を回収することが可能となる¹¹⁹。

¹¹⁹ わが国の現行制度上、DES の実施には制度的な障害が存在しないわけではない。とくに民事再生手続は DES に必要な減資・新株発行を機動的に行いうる法制となっていないという問題（中島（2001）参照）や、そもそも独禁法や銀行法上、再建企業にとって主な債権者である金融機関においては、株式保有につき制約が存在している。

他方、会社更生法に関しては、会社の資本構成の変更を迅速に行いうるようさまざまな特例が認められている。具体的には、会社更生手続では、事業の更生の一手法として更生計画の定めにより新株を発行することが認められており（会社更生法 167 条 2 項）、取締役会決議も、株主総会特別決議（譲渡制限会社の場合）も要求されない（同法 210 条 1 項）。また、独禁法との関係では、更生計画の定めに従い、更生債権者・更生担保権者が株式を取得する場合には、代物弁済による取得とみなされ独占禁止法上の 5% ルールの適用除外となる（会社更生法 229 条、独禁法 11 条 1 項 1 号）。また、更生計画の定めに従い更生債権者・更生担保権者が、払込または現物出資なしに株式を取得する場合であっても、銀行法上の 5% ルール（同法 16 条の 3 第 1 項）の適用除外とされている代物弁済（同条第 2 項、同法施行規則 17 条の 6 第 1 項第 2 号）による取得とみなされると解されている（藤原（2005）73 頁、森・濱田松本法律事務所・藤原編著（2003）167 頁）。このような特例が認められているにもかかわらず、実際に、会社更生手続において DES による株式取得が行われる例は少ないといわれている。その理由としては、一般に更生会社の株式には市場性がなく、債権者としては市場における現金化が困難なこと、金融機関である債権者に関しては、独禁法 11 条 1 項の適用は免れるが、同条 2 項の適用は免れない（つまり、株式の保有が 1 年を超える場合には公正取引委員会の認可が必要である）ことから、株式の受け入れには消極的になっていること（山本ほか（2006a）32 頁〔水元宏典〕）、投資ファンド等の投資家がスポンサーとなる場合であっても、DES を行い、アップサイドを更生債権者等と分け合うと投資効率が下がってしまうことが指摘されている（桃尾（2004）187 頁）。民事再生手続についても、同様のことが当てはまると考えられる。

本稿が示す試論によれば、この点は改善可能である。つまり、当該株式を旧株主によって買い取らせることを認めておく、あるいは、100%減資を行わず、一旦信託を用いて上場を維持しておき市場で売却を行う余地を認めておくことで（後掲注 161 参照）現金化ないしは市場の問題は改善できるものと思われる。また、この点についても、試論で示す権利分配が実現すれば、DES の実施主体すなわち金融機関等の既存債権者が、むしろ、スポンサー等の介入なしに、アップサイドを取得していくことに繋がっていくといえる。

これに対し、この点は現行制度上の問題である。すなわち、独禁法 11 条 2 項、ならびに銀行法 16 条の 3 第 2 項において、1 年を超えて保有する議決権については、公取委による認可もしくは内閣総理大臣の承認が必要とされている点が、DES を実施するうえでの大きな障害となっている。さらに、銀行法によれば、1 年を超える株式の保有の承認は、総株主の議決権の 50% を超える部分については受けることもできないとされている（銀行法 16 条の 3 第 3 項）。しかしながら、独禁法における株式の保有制限の趣旨は、事業支配力の過渡の集中を避けることにあること、また、銀行法における株式の保有制限の

もっとも、わが国の再建型倒産手続においてはその手続開始原因として求められているのはいわゆる「債務超過のおそれ」であり¹²⁰、既存株主の経済的価値がゼロであるかにつき不確実性を伴ったものとなっている^{121、122}。そこで、こ

趣旨は、銀行経営の健全性の確保と他業禁止を遺漏なきものとするにあり、このような1年という期間の制限が果して合理的なものなのか、とくに企業の再建の見地からは、同期間について等をはじめ見直しを行う余地があると思われる。

なお、本年9月19日、金融庁は、金融商品取引法等の一部改正に係る政令・内閣府令案を示しており(本案については2008年10月20日までパブリックコメントを実施中)、それによると、銀行グループ(銀行または銀行持株会社)の議決権保有制限の例外措置の対象となる「新たな事業分野を開拓する会社」(いわゆるベンチャービジネス)または「経営の向上に相当程度寄与すると認められる新たな事業活動を行う会社」(事業再生を行う会社)の範囲(銀行法16条の2第1項12号及び16条の3第7項に規定する内閣府令で定める会社。同法施行規則17条の2第5項)を拡大することとし、事業再生を行う会社については、以下のいずれかの会社に該当する非上場の株式会社を追加することが予定されている。すなわち、中小企業の新たな事業活動の促進に関する法律に規定する「経営革新計画」の承認を受けている会社、産業活力再生特別措置法に規定する「事業再構築計画」の認定を受けている会社、民事再生法に規定する「再生計画」の認可を受けている会社、会社更生法に規定する「更生計画」の認可を受けている会社、銀行等が債権放棄、DESまたはDDS(デット・デット・スワップ。いわゆる債務の劣後ローン化)のいずれかを行うことを内容とする合理的な経営改善計画を実施している会社、が挙げられている。この改正(銀行法施行規則の一部を改正する内閣府令)は、金融商品取引法等の一部を改正する法律(平成20年法律第65号)の施行の日から施行される予定である。本改正がなされれば、銀行は特定子会社(銀行法施行規則17条の2第7項)を通じて、事業再生を行う会社の株式の5%を越える保有が認められることになる。

¹²⁰ わが国の再建型倒産手続においては、手続開始原因として、債務者に破産手続開始の原因となる事実の生ずるおそれがあるとき(会社更生法17条1項1号、民事再生法21条1項前段) または、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とき(会社更生法17条1項2号、民事再生法21条1項後段)であることが求められている。

破産原因となる事実とは支払不能と債務超過であり、支払不能とは、「債務者が支払能力を欠くために、その債務のうち弁済期にあるものにつき、一般的かつ継続的に弁済することができない状態」(破産法2条11項)をいい、債務超過とは、「債務額の総計が資産額の総計を超過している状態」をいうとされている(伊藤(2007)80頁。なお、この場合の資産額とは清算価額ではなく、継続企業価値を基準として算定されるものと解されている(山本ほか(2006b)60頁〔長谷川宅司〕、伊藤・田原監修(2006a)92-93頁〔高井章光〕)。

¹²¹ なお、米国連邦倒産法では、わが国のように「債務超過」あるいはそのおそれが手続開始要件として一切法定されていない(高木(1996)36頁参照)。債務超過が手続開始の前提とされていない米国では、株主などの下位の権利者が再建企業の権利を分配されるか否かの判断が常に議論になるといえる。

¹²² Baird & Bernstein(2006)は、継続企業価値の評価を巡る不確実性が原因で、現実には、絶対優先原則からの逸脱が生じていると説明している(Baird & Bernstein(2006)p.1941. Adler & Triantis(2002)でも同様の指摘がなされている(*id.*, p.1237))。すなわち、継続企業価値の不確実性のために、株主等の下位の権利者は、ある種のオプション価値を有しているとする(不確実性が増大すればその価値も増す)。こうしたオプション価値を有し

うした「債務超過のおそれ」を手続の開始原因とする再建型倒産手続を念頭に置く場合には、上記 100%減資と同時に DES を実施することとあわせて（第 1 段階・第 2 段階。下記図 4 参照）、以下で述べるようなオプションを用いた権利分配を行うことで（第 3 段階・第 4 段階。下記図 4 参照）、企業価値の評価を行うというコストはもちろん、不確実性を伴う企業価値評価自体も回避しながら、平時実体法上の権利に基づいた適切な権利分配を行うことが可能になる（全体の流れは下記図 4 参照）。

図 4：本稿で示している試論の全体の流れ

- 第 1 段階：株式を 100%減資する。《既存株主は株主の地位を失う》
 - 第 2 段階：債権者には分割弁済等により清算価値を保障しつつ、残額債権について現物出資をなし、新株の第三者割り当て（DES）を行う。《旧債権者が新株主となる》
 - 第 3 段階：旧株主には、将来、権利行使価額の払込をもって当該株式を新株主（上記債権者）から買い取る権利（コール・オプション）を与える。
 - 第 4 段階：再建に成功したら、旧株主は、権利行使価額の払込（労務提供による方法を含む。）を行い、当該企業の株式を、新株主（上記債権者）から買い取る。《旧株主が株主の地位に戻る》
- 旧株主が権利行使を行わない場合は、新株主（上記債権者）は、当該株式を保有し続けるか、第三者等に売却する。

（ロ）株主の地位の存続の必要性和絶対優先原則における許容性

しかしながら、上述したとおり、中小企業の場合には、経営者が株主を兼任していることが多く、また、特定の個人が存在ないしは資質が当該企業の価値の維持または向上に不可欠であることが多い¹²³。そして、このような場合には、経営者を当該企業にとどまらせるために株主の地位を存続させる必要性が高い

ている結果、その対価として、絶対優先原則のもとで与る分配以上の分配に与るという現象（絶対優先原則からの逸脱現象）が生じていると説明する。Baird & Bernstein（2006）が、こうした発想をもとに行った権利分配方法の提案については、後掲注 126 および 154 参照。

¹²³ 大企業の場合については、後掲注 159 とそれに対応する本文および後掲注 161 参照。

と考える立場からは、上記（第1段階・第2段階）のような処理は、それを阻害するものであり、実際の再建を困難にするとの指摘があるだろう。

当該経営者を株主の地位に引きとどめなくとも、例えば新株主と経営者の中で新たな雇用契約を締結し当該企業への残留に必要な報酬を取極めることによって経営者を当該企業に引きとどめるということは考えられる。

しかしながら、とりわけ中小企業のケースでは、株主であった経営者が当該企業の株式の保有主体になる以外の対応が現実問題として想定し難い。米国で形成された「新価値の法理」とは、まさに、絶対優先原則を遵守するうえで生じるこうした問題に対処するために形成されたものであるといえる。したがって、わが国でも絶対優先原則の遵守を基本と考えていくうえでは、あわせて「新価値の法理」の考え方をわが国にも当てはめることが妥当であると思われる。同法理に基づき、既存株主が新たな出資を行うことを条件に再建企業の新株の取得を認めることとすれば、絶対優先原則のもとでも経営者を当該企業に引きとどめることが可能となろう。

（八）「新たな出資が金銭または金銭的価値を有するものであること」 労務出資の許容性

ところが、米国の判例でも問題となっているように、新株の取得を認めるための要件の判断は容易ではない。より具体的には、新価値の法理を適用するための5つの要件¹²⁴のうち、出資が新たに成されたものであるか否かについては自明であり、重要なものであること、再建の成功のために必要なものであることについても、個別の事案に応じた判断に馴染むものと思われるが、金銭または金銭的価値を有するものであること、および、取得する新株と合理的に等価値であることという要件は、価値の「評価」の問題を伴うものとなる。

について若干敷衍すると、米国では、新たな「出資」は「金銭または金銭的価値を有するもの」に限定されており、労働や経験、熟達といった労務出資は認められていない。このため、経営者たる既存株主は資金を用意するしかないが、新価値の法理を適用する必要性の高いケースの多くは、経営者自身に借入余力が残っていないものであろうことが、新たな出資を行ううえでの大きな問題になるといえる¹²⁵。

¹²⁴ 前掲注 59 とそれに対応する本文参照。

¹²⁵ 前掲注 114 とそれに対応する本文参照。

この問題の対応策として、わが国では2つの方向が考えられる。

1つの方向は、経営者たる既存株主に対して、即座に新たな出資を行わせるのではなく、一定期間経過後のある時点において新たな出資を行わせるというものである。これが可能であれば、経営者自身の資金の準備が整う可能性も高まるほか、それによって企業の再建の見込みが強まり、経営者に対して融資を行う者が現れる可能性も高まるといえる¹²⁶。

もう1つの方向は、労務出資自体を認めるというものである¹²⁷。そもそも、米国で新たな出資として労務出資が認められなかった理由は、将来の役務提供が無形で強制不能であること、また、バランスシートに資産として計上することができないという点にあった¹²⁸。これに対し、わが国の会社法では、まず合名会社および合資会社については労務出資が認められると解されていることから¹²⁹、¹³⁰、米国のような指摘は妥当しないといえる。次に、わが国の株式会社については、会社法上明文の規定はないものの労務出資は認められておらず、金銭出資と現物出資に限定されると解されているが¹³¹、以下の点に鑑みると、こうした会社法上の解釈の妥当性については議論の余地がありうると思われる。すなわち、労務出資が禁止されることの具体的な意義は会社債権者保護および他の株主保護という観点から説明されているように思われるが、それぞれの説明の妥当性を検討した先行研究¹³²を踏まえると、必ずしも労務出資の禁止の説明に成功しているようには考えにくい。

まず、会社債権者保護の観点からは、第1に、労務はその性質上、会社債権

¹²⁶ See Baird & Bernstein (2006) p.1962. 後述するとおり、経営者たる既存株主に対して将来のある時点において、新たな出資を行うことと引き換えに新株を取得するオプションを交付しておくことで、こうした時間的猶予を経営者たる既存株主に与えることが実現されることとなる。詳細は、下記3.(3)八.(二)参照。

¹²⁷ こうした方向性を支持するものとしては、高木(1997)100頁。

¹²⁸ 前掲注62とそれに対応する本文参照。

¹²⁹ 前田(2008)785頁。ただし、労務出資が認められるためには、定款に出資の目的として記載されることが必要であり、また損益分配および残余財産の分配は、原則として出資の価額に応じてなされるから、労務出資の価格または評価の標準を定款に定めることが必要とされている(同頁)。

¹³⁰ そもそも合名会社において労務出資が認められた理由としては、昭和37年改正前、合名会社の登記上、財産出資については「其ノ価格」を登記事項としながら(同改正前商法64条1項4号)労務出資の価額は登記事項とされておらず、したがって会社債権者に損害を及ぼすおそれがないと説明されていたとされる。江頭(2004)52頁。もっとも、この点については後述(後掲注134および135に対応する本文参照)。

¹³¹ 例えば、前田(2008)785頁。

¹³² 江頭(2004)とくに同50-54頁参照。

者に対する引当財産となりえないから、有限責任の株式会社では出資の対象と認めることはできないということが導かれうるが、労務出資を認めたとしても会社債権者に対する引当財産は増加せず、貸借対照表の資本の部（資本・資本準備金）の増加に応じて生ずるのは費用の発生であり、資産の部は一円も増加しないこと、したがって、資産の過大計上と資本の部の増加とが生じた場合と異なり、会社債権者に対する引当財産が減少するかたちで会社債権者の利益は害されることはないといえる¹³³。第 2 に、合名会社では労務出資の価格が登記事項とされていないことを根拠として労務出資が認められていることに対し¹³⁴、株式会社では資本の額が登記事項とされており、したがってその資本の額に労務出資の額を含めると会社債権者に損害を及ぼすおそれがあるといえそうだが、そもそも資本の額の大小自体が会社債権者の利害につき重要な意味をもつのか否かが問題である¹³⁵。合名会社の場合には会社債権者または潜在的取引先に対し計算書類を開示する制度は存在せず、昭和 37 年改正前には出資の価格の登記が会社の財産状態に関する唯一の開示制度であったため、その額の大小は会社債権者にとってそれなりの重要性を有していた可能性があるが、株式会社の場合には計算書類が開示されるので、登記される名目的な資本の額が会社債権者保護にとって重要な役割を果たしていないのではないかと考えられる¹³⁶。もっとも、中小規模の株式会社の中には法に定められた計算書類の開示をまったく行っていない会社も多く、その場合には登記における資本の額は会社債権者保護にとってそれなりの意味がある可能性もある。だとすれば、その限りでは、計算書類の公告等を行っている会社等に限定して労務出資を認めるべきとも考えることができる¹³⁷。

次に、他の株主保護の観点からは、労務の金銭的評価は困難であるため、その過大評価により他の株主を害するおそれがあるといえそうだが¹³⁸、市場価格が存在するような労務についてはそもそも他の株主が害されるおそれがないこと、仮に市場価格が存在するような労務以外の労務であっても¹³⁹、問題が株主

¹³³ 江頭（2004）51 頁。

¹³⁴ 前掲注 130 参照。

¹³⁵ 江頭（2004）52 頁。すなわち、労務出資を認めることが直ちに会社債権者に損害を及ぼすことには帰着しないといえる。

¹³⁶ 江頭（2004）52 頁。

¹³⁷ 江頭（2004）52-53 頁。

¹³⁸ 江頭（2004）53 頁。

¹³⁹ こうした市場価格が存在するような労務以外の労務がほとんどである。このため、その公正な評価単価の算定方法が企業会計上問題となり、企業会計基準第 8 号「ストック・オプション等に関する会計基準」および企業会計基準適用指針第 11 号「ストック・オプション等に関する会計基準の適用指針」（2005 年 12 月 27 日）においては、市場価格が存

保護に過ぎないのであれば、株主総会の特別決議を求めるなどをすれば労務出資を禁止する必要はないと考えることもできる¹⁴⁰。

以上のような労務出資の禁止という解釈の妥当性のほかに、新価値の法理で労務出資が認められないもうひとつ理由としてあげられていた点（バランスシートに資産として計上することができないという点）についても、その妥当性には議論の余地がありそうである。つまり、わが国会社法においては、労務提供の対価として新株予約権を付与することは認められている（ストック・オプション）。会社法制定（2005（平成17）年）以前は、株式会社においては労務出資が認められないこと等を根拠に、新株予約権付与の対価としての「労務の提供」は「無償」としか評価されず、したがって、それは常に有利発行に該当するとされていた¹⁴¹。しかし、労務提供と新株予約権の付与とを対価関係にあるものと処理する国際的な会計基準の動向を受けわが国でも会計基準の整備が進み¹⁴²、労務提供にかかる評価は当該労務提供にかかる報酬と同等であると考えられるようになってきている¹⁴³。このように労務提供は報酬額をもって金銭評価することが可能となっており、このことは労務出資も報酬額¹⁴⁴をもって金銭評価することが可能であることを意味している。

本稿は、会社法上、労務出資が一般的に認められるか否かにつき十分な考察を行っているわけではないが、江頭（2004）等の先行研究を前提とすれば、計算書類の開示を行っている株式会社については、労務出資を禁じることの理由付けは十分ではないように思われ、少なくとも企業の再建型倒産手続においては労務出資を認める余地はあるように思われる。すなわち、合同会社および合資会社については労務出資が認められていること、また、計算書類の公告等を行っている株式会社については、新たな株主から成る株主総会の決議を経ることを条件に、再建企業の存続に必要な経営者の労務出資をもって再建企業の新株（ないしは新株予約権）を当該経営者に与えることは、わが国の法制におい

在しない労務の価格の算定方法についての考え方が示されている。財団法人会計基準機構監修（2008）155頁。

¹⁴⁰ 江頭（2004）53頁。

¹⁴¹ 江頭（2008）418頁注12。

¹⁴² 前掲注139で示した会計基準および適用指針参照。ストック・オプションを費用認識する企業会計の考え方は、わが国の会社法にいう新株予約権が「役務提供の対価」として付与されるという考え方を前提にしているとされる。江頭（2004）44頁。

¹⁴³ 江頭（2008）418頁注12。例えば、100万円相当の金銭でない報酬を受け取することを認められた取締役に対し、会社が公正な評価額100万円の新株予約権を付与することは、有利発行に当たらないとされている（江頭（2008）417頁）。

¹⁴⁴ 本稿で示す権利分配方法において、新たな出資を労務によって提供する場合のその算定方法は、下記3.(3)八.(二)参照。

ては許容されうるのではないかと考えられる。

(二)「新たな出資が取得する新株と合理的に等価値であること」について
第3段階・第4段階

米国で新価値の法理を適用するうえでのもう1つの問題点は、前述したとおり、新たな出資が「取得する新株と合理的に等価値であること」(上記の要件)にかかる判断である。米国の判例では、「取得する新株と合理的に等価値であること」と判断するにあたっては、「マーケット・テスト」によることが要求されている。しかし、「マーケット・テスト」の内容は必ずしも明らかではなく、債権者等が代替案(再建計画案)を提出しうる機会が保障されていればよいというものから、さらに踏み込んで、既存株主に割り当てられようとしている新株をオークション(競争入札)にかける機会を設ける必要があるというものまでがありうると考えられている¹⁴⁵。

労務出資を含む出資額が金銭的に評価可能であったとして、再建中の企業の株価、ないしは再建後の企業の株価が明らかでなければ、「新たな出資が取得する新株と合理的に等価値であること」の判定は難しい。すなわち、新たな出資と取得する新株が合理的に等価値であるかの判断の難しさは、再建中あるいは再建後の企業価値の評価の難しさに起因しているといえる。そこで、本稿では、こうした評価にかかる問題点を回避する方法として次のような仕組みを提案する。つまり、上述の第1段階・第2段階(上記図4参照)の手順(一旦、100%減資を行ったうえでDESで当該企業のコントロール権を旧債権者に移転)を踏んだうえで、さらに、旧株主には、将来、当該企業の株式を取得する権利(コール・オプション)を与えておく(第3段階。上記図4参照)¹⁴⁶。旧株主には、将来、再建が達成した後(例えば、3年から5年後を権利確定日としておくことが考えられる)¹⁴⁷に、権利行使価額の払込によって、当該権利の行使が認められ、株式を取得することができる。これによって、旧株主は、一旦は企業のコントロール権を放棄することとなるが、その後、新たな「出資」(すなわち、権

¹⁴⁵ 前掲注72とそれに対応する本文参照。

¹⁴⁶ 株式を取得する態様としては、直接、新株主から株式を買い取る場合と、会社から新株発行を受ける場合とが考えられる。なお、後者の場合だと、単に新たに株式を発行するだけであると、株式の価値が稀釈化するおそれがある。このため、本スキームの経済的価値を維持するためには、新株主に対しては、旧株主がオプションを行使した場合には、株式会社に対してその有する株式の取得を請求できる株式(取得請求権付株式。会社法108条1項5号)を与え、株式の価値を保障しておく必要がある。

¹⁴⁷ 再生ファンドが手がける事案では、再建までの期間としておよそ3年から5年が想定されている。日本銀行信用機構局(2005)9頁。

利行使価額の払込)¹⁴⁸を行うことによって、再び株式を取得することができることとなる(第4段階。上記図4参照)。

しかし、このスキームは、現実にどのような条件のもとでオプション行使を認めるかによって、その意味するところ、とりわけ経営者のインセンティブづけは異なってくる¹⁴⁹。

第1は、将来企業価値がある程度明らかになった時点を権利行使日とし、当該権利行使日における株価を一株当たりの権利行使価額とすることが考えられる。当該権利行使価額の払込は、労務提供による方法を含むこととする。将来、再建が達成され明らかになった株価を一株当たりの権利行使価額とすることによって、企業価値評価の不確実性に起因する「新たな出資が取得する新株と合理的に等価値であること」の判断にかかる問題を改善することが可能となると考えられる¹⁵⁰。また、一定期間を置くことによって、旧株主の資金流動性制約の問題¹⁵¹を回避することができる。

もっとも、第1の方法は、次に述べる第2の方法と比べて、経営者たる既存株主の経営努力インセンティブ(経営努力を行い企業価値(株価)を向上させるインセンティブ)が低いといえる。さらには、第1の方法に対しては、株価を基準とした一株当たりの権利行使価額の算定というかたちで企業価値評価の不確実性の問題を先送りしているだけではないかとの批判も考えられる。しかし、再建が達成され業況が上向きとなった場合であればキャッシュ・フローは正に転じていることから、少なくとも企業価値を算定するうえで加算すべきリスク・プレミアムは、倒産手続が開始された直後における再建可能性あるいは将来キャッシュ・フローの見通しが明らかでなかったときのものに比べ、いくらか低いものとなっているはずである。このため、企業価値の不確実性という問題は常に発生するものではあるものの、再建が達成された後の企業価値の不

¹⁴⁸ この権利行使価額は、どのようなインセンティブづけを行うかによって本文下記(第1から第3のもの)のような価額とすることが考えられる。いずれの場合においても、労務提供による新たな出資を行うときの労務の金銭評価は、ある一定期間に生じる報酬債権額をもって行うこととなる。

¹⁴⁹ なお、以下で検討するいずれの方法においても、労務提供による新たな出資を想定した権利行使価額を定めている場合には、当該労務提供の代替は不可能なので、あわせてオプションの譲渡制限を付す必要があるといえる。

¹⁵⁰ もっとも、下記で述べるように(後掲注161参照)仮に上場を維持したまま本試論で示すような再建手続を行うことが可能であるならば、第1の方法によれば市場で示された株価を権利行使価額に用いることができるので、企業価値評価の不確実性に起因する「新たな出資が取得する新株と合理的に等価値であること」の判断にかかる問題を「回避」することが可能となると考えられる。

¹⁵¹ 前掲注114とそれに対応する本文参照。

確実性の程度¹⁵²は、再建が達成される前（倒産手続開始直後）のそれよりは低いはずであり、その意味では企業価値の算定は幾分行きやすくなっていると考えられる。また、株式公開を果たした場合はもちろん、そうでなくても再建が達成されさえすれば、当該再建企業の買手も現れやすくなることから、株価を基準とした一株当たりの権利行使価額の算定も行いやすくなるのではないかと考えられる¹⁵³。

第 2 は、経営者の経営努力インセンティブを最大限引き出しつつ、新株主となった旧債権者の利益（既存債権）を保障する方法として、仮に旧債権者たる新株主の合意が得られるならば、権利付与の時点である程度予測することが可能な将来のある時点（権利行使日）における株価を一株当たりの権利行使価額とすることも考えられる。この場合、結局のところ、企業価値評価の不確実性の問題は回避しえないが、他方で、実際に実現した株価が一株当たりの権利行使価額を上回るものである場合は、その差額をキャピタル・ゲインとして経営者に把握させることを認めることによって、経営者の努力インセンティブを確実に引き出し、それによる企業価値上昇分は、新たに株式を取得することとなる経営者以外の株主（債権者であった新株主）も享受することが可能となる。また、仮に実際に実現した株価が一株当たりの権利行使価額を下回るものであっても、株式の保有を望む経営者はオプションを行使する可能性もある。このように経営者がオプションを行使し新株式を取得する場合には、新株主（旧債権者）は当該再建企業に対して上記価額で株式買取請求を行いうるとしておく（取得請求権付株式としておく）ことで、いわば、新株主（旧債権者）に投下資本回収の機会を用意しておくことが考えられる。このような措置は、旧株主（経営者）および旧債権者（新株主）の双方にとってメリットがあるといえる。

第 3 は、再建企業に対する権利を厳格に分配する方法として、将来企業価値がある程度明らかになった時点をおプション行使日とし、かつ、旧債権者の残債権額をもとに一株当たりの権利行使価額を決定することも考えられる¹⁵⁴。こ

¹⁵² 企業価値の評価は、ディスカウント・キャッシュ・フロー（DCF）法等によって行われるのが一般的である。DCF法による企業価値は、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が、事業の見込みがたっていない時点での将来キャッシュ・フローの決定および割引率の決定は容易ではない。松下（2003）227頁、事業再生研究機構財産評定委員会編（2003）71-72頁参照。

¹⁵³ 仮に、株式を公開しうる程度にまで再建が成功すれば当該株価は明確であるし、それ以外の場合であっても、他に転売する第三者がいれば一定程度の客観性を保持しうる。このほかの場合の株価の算定は、純資産を基準に行われることとなろう。

¹⁵⁴ こうしたアイデアは、Baird & Bernstein（2006）を参照。Baird & Bernstein（2006）は、

のような仕組みによれば、既存株主に当該企業の株式の分配が行われる際には必ず上記価額による払込が行われることから、債権者の本来の債権回収が保障され、また、企業価値が明らかとなったうえで旧株主は株式を買い取るかどうかの判断を行うという機会が与えられることから、旧株主は権利行使価額を上回る便益がある場合についてのみ株式を買い取る選択をすることになる。これにより、公正・衡平な権利分配が実現することになるといえる¹⁵⁵。

4. まとめにかえて

本稿では、米国における議論を参考に、倒産法制は平時実体法上の権利を前提に投資を行う者の事前の期待を保護しうるものであるべきという立場にたったうえで、絶対優先原則の遵守こそが再建型倒産手続における権利分配基準である「公正・衡平」として望ましいものであるというところから出発し、最後に、同原則を適用するうえで配慮すべき要素を整理しつつ、「公正・衡平」としての絶対優先原則をわが国の再建型倒産手続における普遍的な原則として実現するための権利分配方法の具体的なあり方について試論を示した。

絶対優先原則を内容とする「公正・衡平」からは、100%減資を伴わない債権の減免を定める再建計画では、債権者の権利が不当に毀損されるおそれがある¹⁵⁶。そこで、本稿では、絶対優先原則を内容とする「公正・衡平」な権利分配方法を検討した。それによれば、絶対優先原則を遵守しつつも、既存株主であった経営者を引きとめ、彼らが再建企業の株式を取得する可能性を用意しながら、新たな出資に伴う資金流動性制約、企業価値評価に伴う不確実性、および評価コストといった問題等の回避を実現しうる余地があろう。

企業価値の不確実性をもとに株主はオプション価値を有しているという発想から出発し、企業価値が明らかになる将来の時点で権利分配を行う仕組みを提案する。具体的には、はじめに、保守的に算定した企業価値に基づく権利分配を行い企業の普通株式をすべて上位権利者に配分する一方で、下位権利者には、将来、新株主あるいは再建企業から、一部または全部の普通株式を買い取る権利を与える。そして、その買取価額は上位権利者の債権回収に十分な額であり、かつ、それに適切なリスク調整リターン（appropriate risk-adjusted return）を加えたものとする（*id.*, p.1964）。

¹⁵⁵ もっとも、残債権額が著しく高額な場合には、労務提供による払込を認めたとしても、旧株主の資金流動性が引き続き問題となりうると考えられる。

¹⁵⁶ 株主の責任追及も十分ではないといえよう。

さらに、試論で示した権利分配方法によることで、債権者は従来放棄せざるを得なかった再建企業のアップサイド¹⁵⁷を取得することが可能となる。大口債権者であることが多い担保権者は事業継続に伴うダウンサイドは全面的に負担するが、アップサイドが生じたとしてもせいぜい債権額が回収額の上限であるため、一般的には、早期に権利を実行し（担保権を実行し）、事業を清算させるインセンティブを有していると考えられている¹⁵⁸。DESにより再建企業の継続企業価値を一時把握させることで、事業継続をした場合のアップサイドも取得できることとなり、むしろ、継続企業価値を維持するインセンティブが生じるといえる。このことは、企業の再建可能性の向上にも繋がるといえよう。

また、試論では経営者兼株主を引きとどめたいという主として中小企業におけるニーズを満たしうるものとして検討を進めたが、そこで示した権利分配方法は、経営者兼株主の引きとめニーズの乏しい大企業を含む企業全般の再建においても適用しうるものとなっている¹⁵⁹。

本稿で示した方法論は理念型であり、実際には弁済による配当を組み合わせると権利分配はより複雑なものとなること、また、結果的には既存株主の地位の存続を認める結果となる点で現行実務の取扱いと大差はなく、単に技巧的な説明なだけなのではないかとの指摘を受けるかもしれない。本稿が示した上記試論で示した権利分配が実現されるうえでは、DES実施にかかる業法規制をはじめ乗り越えるべき論点はいくつもある¹⁶⁰。しかし、絶対優先原則の遵守という権利分配の基準を示すことにより、債権放棄を迫られてしまった債権者に

¹⁵⁷ つまり、従来放棄せざるを得なかった清算価値を上回る配当部分については、上記3.(3)八.(二)で論じたいずれの方法においても取得可能となっているが、第1の方法は将来の株価、第2の方法は現時点で予想される将来の予想株価を取得できるのに対し、第3の方法は、あくまで既存債権額がアップサイド・ゲインの上限となっている。

¹⁵⁸ *E.g.*, Rasmussen (2004) p.1937. つまり、担保目的物の価値が被担保債権額以下に下落した場合、担保権者は損失をこうむることとなるが、担保目的物の価値が被担保債権額以上に増加した場合であっても、その剰余価値部分は一般債権者の利益になるだけである。このため、担保権者は、事業（担保目的物）の価値を現在化する方を好むものと説明されている。

¹⁵⁹ 大企業の場合には、ストック・オプションなどによって経営者が株主を兼任していることはあっても、特定の個人の存在が当該企業の価値の向上に不可欠であることは少なく経営者の代替性が高い。また、仮に、再建企業の価値の向上に不可欠である経営者兼株主が存在する大企業の場合であっても、そのような株主が株主全体に占める割合はわずかであろうし、相対で経営者を引きとどめる契約を締結する取引コストは低い（中小企業の場合については、前掲注123に対応する本文参照）。したがって、大企業の場合においては、新株式を付与する方法によって既存株主を引きとどめる必要は相対的には低いといえるが、皆無ではない。

¹⁶⁰ 前掲注119参照。

とつてのみならず、株主としての地位の存続を図りたいという債務者企業の経営者にとっても、交渉の出発点となるものと思われる^{161、162}。債務者企業とそれを取り巻く利害関係人に対する権利分配が適切に図られることで、企業の再建型倒産手続がより利用しやすいものとなれば、債務者企業の人的・物的資源の有効活用につながり、ひいては社会全体における適正な資源配分の実現およびわが国経済の活力の向上に寄与するものと考えられる。

以上

¹⁶¹ 試論で示したような株式の100%減資およびオプションの発行という権利分配方法にかわり、既存株主による議決権の行使ないし配当の受領を一旦は停止させるが、その後、既存株主が企業のコントロール権を取り戻す余地を認めておく仕組みによっても、同様の目的を実現することはできると考えられる。より具体的には、ある一定期間についてのみ（例えば、再建計画達成までの期間）既存株主を委託者、債権者を受益者、債権者を代表する者を受託者とするような株式の信託（voting trust, 議決権信託）を設定する方法も考えられる。こうした仕組みはかつてのエクイティ・レシーバシップで用いられていたとされている（cf. Baird & Rasmussen (2001) pp.931-932）。このほか、既存株主は普通株式を保有したまま、債権者について普通株式転換条項付優先株式を発行するという方法も考えられる（実際の利用例の紹介もある。Baird & Bernstein (2006) pp.1964-1965）。

以上のような仕組みは、その実質は上記でみた基本スキームと同様、絶対優先原則の遵守を基本とするものであるうえ、100%減資の実施を必要としないものであることから、上場会社が上場廃止基準を維持しながら再建を行ううえでとくに有用な方策となりうるといえる。つまり、上場会社は民事再生手続もしくは会社更生手続開始の申立てがなされた場合、原則として上場廃止となるが、平成15年4月の上場制度の見直しにより、東京証券取引所（同取引所有価証券上場規程601条1項7号、同規則601条6項）では、

上場維持を申請するとともに再建計画を開示するものであること、当該再建計画が100%減資を計画するものではないこと、再建計画が認可されることが見込まれる状況にあること、上場廃止の原因となるような事項を再建計画に含む等、公益または投資家保護の観点から上場維持が適当と認められない状況にないこと、という4つの要件に適合し、再建計画の開示日の翌日から1ヶ月間における上場時価総額が10億円以上維持されるときは、上場廃止としない扱いが認められている（事業再生研究機構編（2004）372頁参照）。会社更生手続においても、本来的には株主の権利はすべて消却すべきだが、上場を維持するメリットは認められているところであり（事業再生研究機構編（2004）372頁）上場廃止基準の内容の見直しはもちろん、現行の廃止基準を前提とした回避スキームも検討に値しよう。上記で取り上げた議決権信託（ある一定期間についてのみ、既存株主を委託者、債権者を受益者、債権者を代表する者を受託者とするような株式の信託）を用いれば、上場維持のために100%減資を内容としない更生計画を策定したいというニーズにも対応できるといえる。

¹⁶² なお、本稿は、主に、株主と債権者との間における「公正・衡平」な権利分配のあり方についてを検討対象とするものであったが、優先債権者と劣後債権者間でも類似の問題が生じるといえる。つまり、企業価値の不確実性の問題への対応としては、劣後債権者にも上記のようなオプションを認めることが有用であるといえるが、劣後債権者は当該企業の価値向上に不可欠な存在ということは想定しがたいことから、劣後債権者の場合には労務出資についての考察は不要となる。

参考文献

- 青山善充「会社更生の性格と構造(1)」法学協会雑誌 83 巻 2 号 135-213 頁(1966)
- 「会社更生の性格と構造(4・完)」法学協会雑誌 86 巻 4 号 415-472 頁(1969)
- 伊藤眞『破産法・民事再生法』(有斐閣、2007)
- 伊藤眞・才口千晴・瀬戸英雄・田原睦夫・桃尾重明・山本克己編『注釈民事再生法(下)』
(金融財政事情研究会、新版、2002)
- 伊藤眞・田原睦夫監修・全国倒産処理弁護士ネットワーク編『新注釈民事再生法(上)』
(金融財政事情研究会、2006a)
- ・ 監修・ 編『新注釈民事再生法(下)』(金融財政事情研究会、
2006b)
- 岩村充『企業金融講義』(東洋経済新報社、2005)
- 江頭憲治郎「ストック・オプションの費用計上と商法」落合誠一先生還暦記念『商事法
への提言』41-64 頁(商事法務、2004)
- 『株式会社法』(有斐閣、第2版、2008)
- 小川善吉「企業の更生」石井照久・有泉亨・金沢良雄編『経営法学全集 第3巻』243-351
頁(ダイヤモンド社、1965)
- 加藤哲夫「アメリカにおける鉄道更生 その変遷とひとつの帰結」中村眞澄・金
澤理教教授還暦記念論文集『現代企業法の諸相』25-61 頁(成文堂、1990)
- 兼子一・三ヶ月章『条解会社更生法』(弘文堂、1953)
- ・ 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(下)』(弘文堂、1974)
- 金融法委員会「デット・エクイティ・スワップの商法上の取扱いについて」1-6 頁(2004)
(商事法務 1709 号 58-62 (2004))
- 小林秀之『アメリカ民事訴訟法』(弘文堂、1985)
- 財団法人会計基準機構監修・企業会計基準委員会編著『企業会計基準 完全詳解』(税務
経理協会、2008)
- 佐藤修市「米国における会社更生手続 更生計画における公正衡平の原則を中心に
(上・中・下)」民事月報 37 巻 6 号 3-29 頁、7 号 3-25 頁、9 号 42-70 頁(1982)
- 事業再生研究機構編『更生計画の実務と理論』(商事法務、2004)

- 編『新版再生計画事例集』(商事法務、新版、2006)
- 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』(商事法務、2003)
- 高木新二郎『アメリカ連邦倒産法』(商事法務、1996)
- 「会社更生法の立法的課題」ジュリスト 1111号 98-105頁(1997)
- 「民事再生法による担保権消滅請求の濫用防止策」『倒産法の改正と運用』(商事法務研究会、2000)
- 田村諄之輔「公正、衡平と遂行可能性」『会社の基礎的変更の法理』141-174頁(有斐閣、1993)(初出「会社更生計画における『公正、衡平と遂行可能性』についての一考察」菊井先生献呈論集『裁判と法(下)』741-777頁(有斐閣、1967))
- 中井康之「主要裁判所における運用状況～裁判所アンケート結果の紹介と分析～」事業再生と債権管理 115号 37-60頁(2007)
- 中島弘雅「民事再生手続における資本構成の変更」平出慶道先生・高窪利一先生古稀記念論文集『現代企業・金融法の課題(下)』607-622頁(信山社、2001)
- 西岡清一郎・鹿子木康・榎谷雄一編『会社更生の実務(下)』(きんざい、2005)
- 日本銀行信用機構局「わが国における事業再生ファンドの最近の動向」日本銀行調査季報 2005年春号 1-24頁(2005)
- 藤田友敬「新会社法におけるデット・エクイティ・スワップ」新堂幸司・山下友信編『会社法と商事法務』117-142頁(商事法務、2008)
- 藤原総一郎『DES・DDSの実務』(きんざい、2005)
- 前田庸『会社法入門』(有斐閣、第11版補訂版、2008)
- 松下淳一「民事再生計画」ジュリスト 1171号 57-63頁(2000)
- 「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・長谷部由起子編『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)
- 三ヶ月章『会社更生法研究』(有斐閣、1970)(「アメリカにおける会社更生手続の形成」(初出は「アメリカにおける会社整理手続の形成」法学協会雑誌 68巻2号(1950))
- 村田典子「再建型倒産手続の機能(1) アメリカ合衆国における再建型倒産手続の発展過程」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）
- 森・濱田松本法律事務所・藤原総一郎編著『企業再生の法務 実践的リーガルプロセスのすべて』（きんざい、2003）
- 山本和彦・中西正・笠井正俊・沖野眞己・水元宏典『倒産法概説』（弘文堂、2006a）
・長谷川宅司・岡正昌・小林信明編『Q&A 民事再生法』（有斐閣、第2版、2006b）
- 山本慶子「再建型倒産手続に関する一考察 「法と経済学」の観点から」金融研究24巻法律特集号207-244頁（2005）
- 山本研「更生計画における更生担保権および更生債権の組分け」事業再生研究機構編『更生計画の実務と理論』531-555頁（商事法務、2004）
- Adler, Barry E., “Bankruptcy Risk Allocation,” *Cornell Law Review*, Vol.77, No.2, pp.439-489 (1992)
- , and George G. Triantis, “The Aftermath of North LaSalle Street,” *University of Cincinnati Law Review*, Vol.70, No.4, pp.1225-1244 (2002)
- Aghion, Philippe, Oliver Hart, and John Moore, “The Economics of Bankruptcy Reform,” *The Journal of Law, Economics, & Organization*, Vol.8, No.3, pp.523-546 (1992)
- Ayer, John D., “Rethinking Absolute Priority After Ahlers,” *Michigan Law Review*, Vol.87, No.5, pp.963-1025 (1989)
- Baird, Douglas G., “The Initiation Problem in Bankruptcy,” *International Review of Law and Economics*, Vol.11, No.2, pp.223-232 (1991)
- , and Robert K. Rasmussen, “Control Rights, Priority Rights, and the Conceptual Foundations of Corporate Reorganizations,” *Virginia Law Review*, Vol.87, No.5, pp.921-959 (2001)
- , and Donald S. Bernstein, “Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain,” *Yale Law Journal*, No.8, Vol.115, pp.1930-1970 (2006)
- Bebchuk, Lucian Ayre, “A New Approach to Corporate Reorganizations,” *Harvard Law Review*, Vol.101, No.4, pp.775-804 (1988)
- , “Ex Ante Costs of Violating Absolute Priority in Bankruptcy,” *Journal of Finance*, Vol.57, No.1, pp.445-460 (2002)
- , and Randal C. Picker, “Bankruptcy Rules, Managerial Entrenchment, and Firm-Specific Human Capital,” University of Chicago, John M. Olin Law & Economics Working Paper No. 16 (2d series) (1993) (available at

http://www.law.uchicago.edu/lawecon/WkingPprs_01-25/16.Bebchuk-Picker.pdf)

- Berkovitch, Elazar, and Ronen Israel, "The Bankruptcy Decision and Debt Contract Renegotiations," *European Finance Review*, Vol.2, No.1, pp.1-27 (1998)
- , and , "Optimal Bankruptcy Laws Across Different Economic Systems," *Review of Financial Studies*, Vol.12, No.2, pp.347-377 (1999)
- , , and Jaime F. Zender, "Optimal Bankruptcy Law and Firm-specific Investments," *European Economics Review*, Vol.41, No.3-5, pp.487-497 (1997)
- , , and , "The Design of Bankruptcy Law: A Case for Management Bias in Bankruptcy Reorganizations," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.33, No.4, pp.441-464 (1998)
- Betker, Brian L., "Management's Incentives, Equity's Bargaining Power, and Deviations from Absolute Priority in Chapter 11 Bankruptcies," *Journal of Business*, Vol.68, No.2, pp.161-183 (1995)
- Brealy, Richard A., Stewart C. Myers, and Franklin Allen, *Principles of Corporate Finance*, McGraw-Hill (9th edition, 2008)
- Bonbright, James C., and Milton M. Bergerman, "Two Rival Theories of Priority Rights of Security Holders in a Corporate Reorganization," *Columbia Law Review*, Vol.28, No.2, pp.127-165 (1928)
- Dodd, Merrick E., Jr., "The Los Angeles Lumber Products Company Case and its Implications," *Harvard Law Review*, Vol.53, No.5, pp.713-753 (1940)
- Eberhart, Allan C., William T. Moore, and Rodney L. Roenfeldt, "Security Pricing and Deviations from the Absolute Priority Rule in Bankruptcy Proceedings," *Journal of Finance*, Vol.45, No.5 pp.1457-1469 (1990)
- Epstein, David G., Steve H. Nickles, and James J. White, *Bankruptcy*, West (1993)
- Franks, Julian R., and Walter N. Tourus, "An Empirical Investigation of U.S. Firms in Reorganization," *Journal of Finance*, Vol.44, No.3, 747-769 (1989)
- Gertner, Robert, and David Scharfstein, "A Theory of Workouts and the Effects of Reorganization Law," *Journal of Finance*, Vol.46, No.4, pp.1189-1222 (1991)
- Guthmann, Harry G., "Absolute Priority in Reorganization: Some Defects in a Supreme Court Doctrine," *Columbia Law Review*, Vol.45, No.5, pp.739-754 (1945)
- Heinkel, Robert, and Josef Zechner, "Financial Distress and Optimal Capital Structure Adjustments," *Journal of Economics & Management Strategy*, Vol.2, No.4, pp.531-565

- (1993)
- Jensen, Michal C., & William H. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, Vol.3, No.4, pp.305 (1976)
- King, Lawrence P., (editor in chiefs), *Collier on Bankruptcy*, Vol.6, Matthew Bender, 15th ed. Rev. (1996) (本文中は Collier として引用)
- Markell, Bruce A., "Owners, Auctions, and Absolute Priority in Bankruptcy Reorganizations," *Stanford Law Review*, Vol.44, No.1, pp.69-128 (1991)
- , "LaSalle and the Little Guy: Some Initial Musings on the Ultimate Impact of *Bank of America, Nt & SA v. 203 North LaSalle Street Partnership*," *Bankruptcy Development Journal*, Vol.16, No.2, pp.345-360 (2000)
- Povel, Paul, "Optimal 'Soft' or 'Tough' Bankruptcy Procedure," *Journal of Law, Economics, & Organization*, Vol.15, No.3, pp.659-684 (1999)
- Rasmussen, Robert K., "Debtor's Choice: A Menu Approach to Corporate Bankruptcy," *Texas Law Review*, Vol.71, No.1, pp.51-121 (1992)
- , "Secured Credit, Contorol Rights and Options," *Cardozo Law Review*, Vol.25, No.5, pp.1935-1950 (2004)
- Schwartz, Alan, "Contracting about Bankruptcy," *Journal of Law, Economics & Organization*, Vol.13, No.1, pp127-146 (1997)
- , "A Contract Theory Approach to Business Bankruptcy," *Yale Law Journal*, Vol.107, No.6, pp.1807-1851 (1998)
- Stern, Jeffrey, "Failed Markets and Failed Solutions: The Unwitting Formulation of the Corporate Reorganization Technique," *Columbia Law Review*, Vol.90, No.3, pp.783-802 (1990)
- Strub, Michael H. Jr., "Competition, Bargaining, and Exclusivity under the New Value Rule: Applying the Single-Asset Paradigm of *Bonner Mall*," *The Banking Law Journal*, Vol.111, No.3, pp.228-257 (1994)
- Swaine, Robert T., "Reorganization of Corporations: Certain Developments of the Last Decade," *Columbia Law Review*, Vol.27, No.8, pp.901-931 (1927)
- Weiss, Lawrence A., "Bankruptcy Resolution: Direct Costs and Violation of Priority Claims," *Journal of Financial Economics*, Vol.27, No.4, pp.285-314 (1990)
- White, Michael J., "The Corporate Bankruptcy Decision," *Journal of Economic Perspectives*,

Vol.3, No.2, pp.129-151 (1989)