

ヒラリー・ローゼンバーグ著（伴百江・松尾由美・松尾順介訳）

『ハゲタカ投資家 ―不良債権は蜜の味―』

（日本経済新聞社，2000年9月）

田 頭 章 一

I. はじめに

経済的に破綻した、または破綻に瀕している企業に対する投資は、わが国でもこれまでになかったわけではない。ただ、その形態は、裁判外の私的整理の過程で破綻企業の株式買い取りや営業譲受等により経営権を得るか、会社更生手続など法的倒産手続でいわゆるスポンサー（減資後の増資の引受手）として関与して、更生計画を通して当該会社の支配権を得る方法が一般であった。ところが最近では、このような方法以外にも、破綻企業に対する多数・多額の債権（倒産債権またはデストレスト債権）を買い取り、その後当該債権を転売することによって売却益を得たり、債権者として債務者企業の再建に積極的に関与することにより長期的な投資の回収をねらうケースがみられるようになってきた。前者の伝統的なスポンサーとしての投資が更生手続等での増資の引受けなどを通してのいわば内からの倒産手続への関与であったのに対して、後者の倒産債権買い取りによる投資は、債務者（またはその財産の管理人としての管財人）と対立的な立場にある債権者として再建手続に介入しようとするもので、いわば外か

らの関与であると言ってよく、これが倒産処理実務に新しい課題を突きつける形となっている。

このようなわが国では新しい動きも、アメリカでは1920年代の大恐慌の時代からしばしばみられる投資活動である。本書は、「ハゲタカ投資家（vulture investors）」と呼ばれる、このデストレスト資産への投資におけるプレーヤーたちの「活躍」（生き様というべきか）をヴィヴィッドに描いた本である。移民の身から身を立てた辣腕トレーダー、「肉食主義者で、豪華なフランス料理のレストランでピーナッツバターとジャムだけのサンドイッチを注文する」風変わりな者など、多彩かつ個性的なハゲタカ投資家たちが次々と登場し、それぞれの倒産事件で、厳しい攻防を繰り広げる。彼らの活動は、「ハゲタカ」という言葉から連想されるような、ずるがしこく、残された企業価値を横取りしていくというイメージだけでは説明しきれない。本書を読むと、彼らの行動の背後に、倒産法を中心とする周到的な法律知識と、慎重な情報の分析に基づく洗練された投資判断があることがよくわかる。

本稿は、倒産法を専門とする評者が、本書の叙述の中にある（ときには行間に隠れている）法的問題を取り上げながら、本書の内容を紹介

しようとするものである。これによって、本書の内容が法的にも豊富な材料を提供していることを示すことができればと思う。

なお、「ハゲタカ投資家」の守備範囲は、裁判外の私的整理や裁判上の清算手続なども含まれ、また必ずしも倒産企業に対する債権の売買だけに限定されないことはいうまでもないが、この書評では、裁判上の再建型手続において、倒産債権の売買によって投資がなされる場合を念頭において筆を進める。

II. アメリカにおける 倒産債権取引の法的問題点

1. 規則3001条による債権譲渡の規制

連邦倒産規則3001条(e)(2)は、債務者に対する債権(公開取引の対象になっている場合は除く)が、債権届出(証明)後に担保目的以外で移転された場合は、譲受人がその移転の証拠を提出しており、かつ譲渡人から適時の異議がないときには、裁判所書記官は届出名義の変更をなすべきことを定める。本規則の1991年改正前は、譲受人は譲渡の条件、対価に関する証拠を裁判所に提出しなければならず、裁判所は譲渡人からの異議の有無に関わらず、審尋を開き、その結果移転の事実が確認できれば債権者の名義の変更を命じ、そうでなければ、適切な命令をすべきものとされていた(旧規則3001(e)(2))。そして、本条および連邦倒産法に基づいて、裁判所は、債権の譲渡の場合によっては制限する大きな権限を持つという解釈が判例の一般的傾向となった(判例のリーディング・ケースとなったのが、本書142頁に出てくるリビア・コッパー&プラスの倒産に関する判例(In re Revere Copper & Brass, Inc., 58 B.R. 1 (Bankr. S.D.N.Y.

1985))であった)。

しかし、上記改正後の新規則は、まず、譲受人は譲渡の証拠の提出を求められるだけで、譲渡条件、対価の開示は不要とし、譲渡人からの異議が提出された場合に初めて、裁判所は名義変更の可否につき判断をするものとした。この改正の趣旨は、債権売買市場の流動性を害しかねない裁判所の介入を回避することであった。このような倒産債権の売買に対する連邦倒産規則の態度は、本書で直接にふれられているわけではないが、本書を読み進めるにあたって知っておくと便利であろう。

2. 投票の無効(連邦倒産法1126条(e))

連邦倒産法1126条(e)によれば、裁判所は、再建計画案に対して悪意(bad faith)でなされた投票を無効と指定する(designate or disqualify)ことができる。これこそが、アリゲニー・インターナショナル事件で、ジャポニカの再建案と債務者会社のそれをめぐる法廷論争で争われた問題点であった(本書271頁以下、285頁以下)。そこにあるように、この事件で、倒産裁判所は、本件におけるジャポニカの行動は悪意によるものであるから、その投票は無効とすべきであると結論する。ジャポニカの行為は債権者にとって本来の経済的利益を得るための行動ではなく、最終的には債務者を買収する目的で債務者の計画案の可決を妨害しようとするものであるとして、無効の指定をしたのである。この判例は、現在でも重要な先例となっている。しかし、何が「債権者の本来の利益」という点については、その後の判例でも明確な基準が示されていないのが実状である。

3. インサイダーによる債権取引の規制

倒産債権が公開市場（あるいはそれに準ずる形）で取引される場合には、証券関係法の適用が問題になる。倒産手続でしばしば問題となるのは、本書においても随所に登場するインサイダー取引である。インサイダー取引の法理は、元来株式等の持分証券（equity securities）との関係で発展してきたが、最近では、判例やSECのメモランダムなどによって、債務証券（debt securities）の取引に関しても拡張されつつある。

このような状況を背景にして、倒産債権者が債権者委員会（手続開始後の公式なものだけでなく、手続外の非公式委員会も含む）のメンバーになったときは、債務者の内部情報を取得できる「一時的インサイダー（temporary insider）」になるとされ、債権の取引を禁じられるのが一般である（本書48頁参照）。レプコの再建手続で、下位（劣後）社債に約1億3千万ドルもの資金を投資したパルフォア・インベスターズ（いわゆる「ヘビーウェイト」タイプの投資家である）があえて債権者委員会に参加しないのは（本書201頁）それゆえなのである。しかし、大口の債権者が債権者委員会に参加しないことは決して望ましいことではない。そこで、アメリカ再建手続の実務では、裁判所の許可命令などを通して委員会のメンバーが一定の要件の下で取引を行うことを許す工夫もなされている。このような対処方法は、著名な大型倒産事件であるフェデレーテッド・デパートメント・ストアーズの再建手続でも試みられたと言われているが、この事件でハゲタカ投資家エンブリーが、債権者委員会メンバーになったり、辞任したりしているエピソード（本書198頁）は、上のよう

な事情とあわせて読めば、興味も深まるというものであろう。

4. その他の注目される問題点

以上でいくつか取り上げた法律問題は、あくまで倒産債権取引に伴う法的問題点の一部であり、ほかにも様々な問題がある。たとえば、連邦倒産法510条(c) — 衡平法の原則による劣後化（equitable subordination） — に基づいて、不当な債権譲渡によって得られた権利を再建計画において他の権利に劣後する地位におく可能性がある。また、裁判所に極めて広範な裁量的権限を与える105条に基づいて、裁判所は、不当と思われる債権取引の効力を様々な方法で制限することもありうる。これらは挙げて裁判所の裁量的判断に委ねられている。

さらに、手続運用上の問題としては、本書にも何度か出てくる債務者の排他的再建計画提出期間（exclusivity period）の設定も極めて重要な意味を持っている。法律上は、この提出期間は、原則として120日間であるが、裁判所はこれを伸縮することができる（1121条(b)(d)）。倒産債権の取得によって再建計画の可決を阻止する地位（blocking position）をえた債権者が、経営を継続している債務者と対立する計画案を提出することが見込まれる場合には、アリゲニー事件のように、排他的提出期間を延長せず、場合によっては短縮することも考えられて良いし、逆に不当な債権取引が行われている場合には、債務者サイドに戦略を練る機会を与えるために、この期間を延長する判断があつて良い。いずれにせよ、アメリカの再建手続に特有の排他期間の設定は、倒産債権売買との関係でも極めて大きな意味を持つ。

最後に、本書第9章で語られるサウスランド

のいわゆるプリパッケージ再建手続も、倒産手続前に倒産債権取引によって債権関係が単純化されたような場合に、簡略な手続で再建を実現する手段として注目すべき制度である。この手続を用いれば、再建計画に対する関係人の多数決による同意のプロセスを手続申立前に済ませ、手続開始後は、裁判所の認可の獲得に専念することによって、数ヶ月で手続を完了させることができる。プリパッケージの利点と問題点を考える際に、本書の記述は、大いに参考になるであろう。

Ⅲ. わが国におけるディストレスト債権流通市場と法的規制のあり方

本書で描かれている「ハゲタカ投資家」たちのダイナミックな投資活動は、読者に一種の興奮を与えるものである。しかし、それと同時にある種の戸惑いを感じる、というのが、わが国の読者の一般的反応であると言ってよいであろう。倒産によって解雇される労働者、また連鎖倒産の危機にさらされる零細取引債権者などがある一方で、外部から介入してきた投資家や交渉の代理を行う弁護士達が法外な利益・報酬を得ることは許せない、という感情は自然であろう（この意味で、本書178頁以下に描写されているウィーリング・ピッツバーグ社事件における労働者達の言動は興味深い）。また、攻撃的なハゲタカたちが倒産手続に関与してくると、倒産手続を混乱に陥れて、さまざまなコストを手続および利害関係人に課し、倒産手続の目的が阻害されるおそれもある。

しかし、ハイリターンの裏側としてこの種の投資家達がハイリスクをとっていることも事実であり、少なくともアンフェアな投資をしてい

るわけではない。また、著者も強調するように（本書447頁）、より巨視的にみれば、かかる投資は、倒産債権に流動性を与え、私的整理を含む倒産処理手続を合理化するプラスの側面も認められる。

このような認識に基づいて、わが国でも、不良債権の売買市場を整備すべしとする声が最近みられるようになってきた。しかし、わが国の倒産処理法はといえば、このような投資活動については、いまだほとんど無関心であるといわざるをえない（たとえば、債権届出名義の変更について定めた会社更生法128条1項および民事再生法96条は、上記の連邦倒産規則3001条と比べれば、かなり簡略である）。ただ、アメリカの11章再建手続と比べるてみると、わが国の企業再建手続（会社更生手続と民事再生手続）は、次のような点で、ディストレスト債権の売買を促しにくい構造になっているものと評価せざるをえない。

すなわち、まず、わが国の再建手続は、手続における債権者の交渉上の地位が十分ではないということである。アメリカでは、管財人の選任が例外的で、債権者委員会が法律上必置とされ、実質的にも重大な役割を果たしているのに対して、わが国の更生手続では債権者委員会はおかれず、債権者は、裁判所と管財人の主導する手続で受動的な地位に甘んじてきた。平成12年から施行されている民事再生法においても、債権者委員会という機関は設けられたものの（同法118条参照）、任意機関でほとんど設置されておらず、かつその権限も意見具申などごく限定的なものにとどまっている。もちろん、過去の会社更生事件で債権者（外国債権者）が、更生計画案の提出権などほとんど忘れられていた権限を示唆して積極的に再建手続に関与して

きた例はあった（昭和50年代の「札幌トヨベツト事件」は当時の著名事件である）。最近では、わが国でも外資系のファンド等が倒産手続に積極的に関与しつつあるといわれており、その様子は、平成10年に申し立てられた日本リースの再建を描いた奥野善彦『会社再建』（2000年）にも描かれている。これらの動きが従来の倒産処理手続の基本的な構造を変えていくきっかけになるのが、当面の関心の対象となろう。

次に、再建手続における情報開示の問題も重要である。アメリカの倒産（再建）手続では、アリゲニー事件に描かれているように、1125条に基づく開示文書、各種メディアによる情報、債権者委員会の活動などをとおして、投資家達は会社の経営状況および再建計画についての詳細な情報を入手することができる。これに対して、わが国の更生・再生手続では、手続開始に至った事情、債務者の業務・財産に関する状況等を裁判所に報告し、それを利害関係人の閲覧に供するなどの規定はあるが（会更179条・183条、民再17条・125条等参照）、利害関係人以外の外部者はその書類を閲覧できないし、そもそもこの報告書だけでは投資情報としては十分ではないと言われている。再建手続において有意義な投資情報に多少なりともアクセスできるのは、スポンサー（候補者）のみであるのが実状であるといつてよいであろう。これでは、潜在

的な投資家に対する情報開示としては不十分であるといわざるを得ない（この情報開示制度の整備などディストレスト証券市場発展のための諸条件については、訳者の一人である松尾順介氏による先駆的な考察がある。同『日本の社債市場』222頁以下（1999年）参照）。

アメリカでは1990年代の好景気で「ハゲタカ投資家」の活動が縮小傾向にあったようであるが、このところの景気の後退によって、再び活発化する兆しがあるといわれている。また、最近では、国際的な不良債権取引市場の発展、インターネットによる不良債権（消費者に対する不良債権も含む）取引を扱う複数のサイトの登場など、さまざまな新しい動きも報告されている（最近の不良債権売買市場の状況を紹介する文献として、See KAROL K DENNISTON, *DISTRESSED DEBT TRADING* (2000)）。このようなグローバルな動きの中で、わが国の市場をどのように育成していくのか、そしてそのインフラの一つとして倒産法を含む法制のあり方はどうあるべきか、ということは、そろそろ本腰を入れて取り組まなければならない課題であろう。

本書は、これらの点を検討する際の貴重な材料を提供してくれる。実務家、研究者を問わず、法律家にとってもじっくりと吟味すべき好著といえよう。

（上智大学法学部 教授）