

米国連邦倒産法チャプター・イレブンの変容について

— Loan-to-own 戦略としての 363 条セール —

池 上 恭 子

要 約

本稿の目的は、米国連邦倒産法の再建型倒産手続であるチャプター 11 について、大きな変化をもたらした 363 条セール増加の背景を明らかにし、チャプター 11 の実態の変容を明らかにすることである。連邦倒産法の規程に照らしながら、チャプター 11 の手続を確認し、先行研究をもとに、363 条セールの利用目的を明らかにすることによって、チャプター 11 の実態の変容を明らかにする。

チャプター 11 の最大の特徴は、債務者がチャプター 11 申立後も継続して経営に従事することを認めた DIP 制度である。チャプター 11 は 1990 年代末から近年にかけて、大きく変化したとされる。最も大きな変化は、連邦倒産法 363 条に基づいて行われる売却「363 条セール」の増加である。その背景として、DIP に対する貸手の変化が大きく影響していることが指摘されている。

DIP ファイナンスの貸手として、ヘッジファンドが参入するようになり、再建後の所有権獲得を目的とした「Loan-to-own (所有のための貸付) 戦略」のために、363 条セールを利用するようになったのである。363 条においては、債権者の権利として、譲渡資産が担保権の目的物である場合に、担保権者がその債権を利用して、売買の入札を行うことができるクレジット・ビッドが認められている。DIP ファイナンスの貸手をストーキング・ホースとして選定することも含め、DIP ファイナンスの貸手にとって、363 条セールは非常に有利な方法である。そして、363 条セールを実行するために、DIP ファイナンスの条件として、コベナンツやマイルストーンを定めている。

チャプター 11 は、DIP 制度、自発的申立や自動的停止の制度から、「債務者寄り」の制度であると捉えられてきた。しかし、このように、DIP ファイナンスの貸手・債権者の力が強くなっていることから、「債権者寄り」と評価され、チャプター 11 の本質に大きく関わる変化と考えられる。再建過程におけるガバナンスの在り方、どのような方法が再建方法として効果があるのかを明らかにすることを今後の課題とする。

【目次】

はじめに

1. チャプター 11 の特徴およびその変化
 - (1) チャプター 11 の特徴
 - (2) チャプター 11 の変化
2. DIP ファイナンスとは
 - (1) DIP ファイナンスの定義および目的
 - (2) DIP ファイナンスの方法および優位性
 - (3) DIP ファイナンスの歴史
3. DIP ファイナンス投資家の分類および戦略
 - (1) DIP ファイナンス投資家の分類
 - (2) DIP ファイナンス投資家の特徴
 - (3) DIP ファイナンスにおけるヘッジファンドの行動
4. Loan-to-own 戦略としての 363 条セール
 - (1) 363 条セールの特徴
 - (2) 363 条セールの手続
 - (3) 363 条セールの利用目的

むすびにかえて

はじめに

現行の米国連邦倒産法 (Bankruptcy Code) は、1938 年制定のチャンドラー法 (Chandler Act, ch.575, 52 Stat.840 (1938)) に大幅な改正を加え、1978 年に成立した。その第 11 章において、再建型倒産手続として「再建手続 (Reorganization)」が規定された。これが、いわゆる「チャプター 11」である。その最大の特徴は、債務者が事業再建のために、チャプター 11 申立後も継続して経営に従事することを認めた「占有を継続する債務者 (Debtor in Possession ; 以下、DIP と略す)」に関する制度である。

1990 年代末から近年にかけて、チャプター 11 の実態が大きく変化すると指摘される¹⁾。その変化とは、連邦倒産法 363 条に基づいて行われる売却 (以下、363 条セールという) の増加である。363 条セールは、2009 年に破綻した General Motors および Chrysler の再建において実施され、注目を集めた²⁾。363 条セールの利用目的として、事業価値の毀損を防ぐために、手続が迅速に完了できる点が挙げられる。しかし、他方で 363 条セール増加の背景として、DIP に対する貸手の変化が大きく影響していることが指摘されている³⁾。

1) Roe (2017), Gilson, Hotchkiss & Osborn (2016) など。

2) General Motors および Chrysler の 363 条セールによる再建については、池上 (2013) 参照。

3) Gilson et al. (2016), Li & Wang (2016) など。

本稿の目的は、チャプター 11 に大きな変化をもたらした 363 条セール増加の背景を明らかにし、チャプター 11 の実態の変容を明らかにすることである。企業の再建は早期に解決されることが望ましく、従来から、米国では早期に再建が完了すると認識されてきた。363 条セールは、伝統的な再建方法よりもさらに早期に解決する手段であり、そのメカニズムを明らかにすることによって、早期再建の要因を見出すことが期待できる。チャプター 11 について、米国では法律的観点からはもちろん財務的観点からの研究も多く行われている。米国の連邦倒産法は、我が国の民事再生法の母法ともいわれているが、我が国ではあまり注目されていない。本稿では、連邦倒産法の規程に照らしながらチャプター 11 の手続を確認し、先行研究をもとに、DIP ファイナンスの貸手による 363 条セールの利用目的とそのための行動を明らかにすることによって、チャプター 11 の実態を明らかにする。

本稿の構成は以下のとおりである。第 1 章において、チャプター 11 の主な特徴を確認するとともに、チャプター 11 の変化を明らかにする。第 2 章においては、チャプター 11 の最大の特徴とされる DIP の資金調達「DIP ファイナンス」について、貸手の優遇措置および変化を明らかにする。第 3 章においては、DIP ファイナンスの貸手を分類し、その目的と戦略、チャプター 11 の手続過程における行動を明らかにする。そして、第 4 章において、363 条セールの利用目的とされる Loan-to-own 戦略とその目的遂行のための貸手の行動を明らかにする⁴⁾。

1. チャプター 11 の特徴およびその変化

(1) チャプター 11 の特徴⁵⁾

米国で初めて本格的な再建型倒産処理手続が整備されたのは、1938 年制定の米国連邦倒産法、いわゆるチャンドラー法においてである。これに大幅な改正を加え、1978 年に現行の米国連邦倒産法 (Bankruptcy Reform Act of 1978, Pub.L.No.95-598, 92 Stat.2549) が成立した。チャンドラー法においては、管財人の選任を必要とし、証券取引委員会 (Securities and Exchange Commission) や裁判所が積極的に関与する第 X 章「会社更生手続 (Corporate Reorganization)」と債務者自身が財産の占有を継続しつつ手続を進める第 XI 章「整理手続 (Arrangements)」が定められていた。現行の連邦倒産法はこれらを一本化し、第 11 章（「チャプター 11」）において、債務者自身が手続の中心となり、有機的な事業体としての再生復活を目的とする再建手続を規定した。

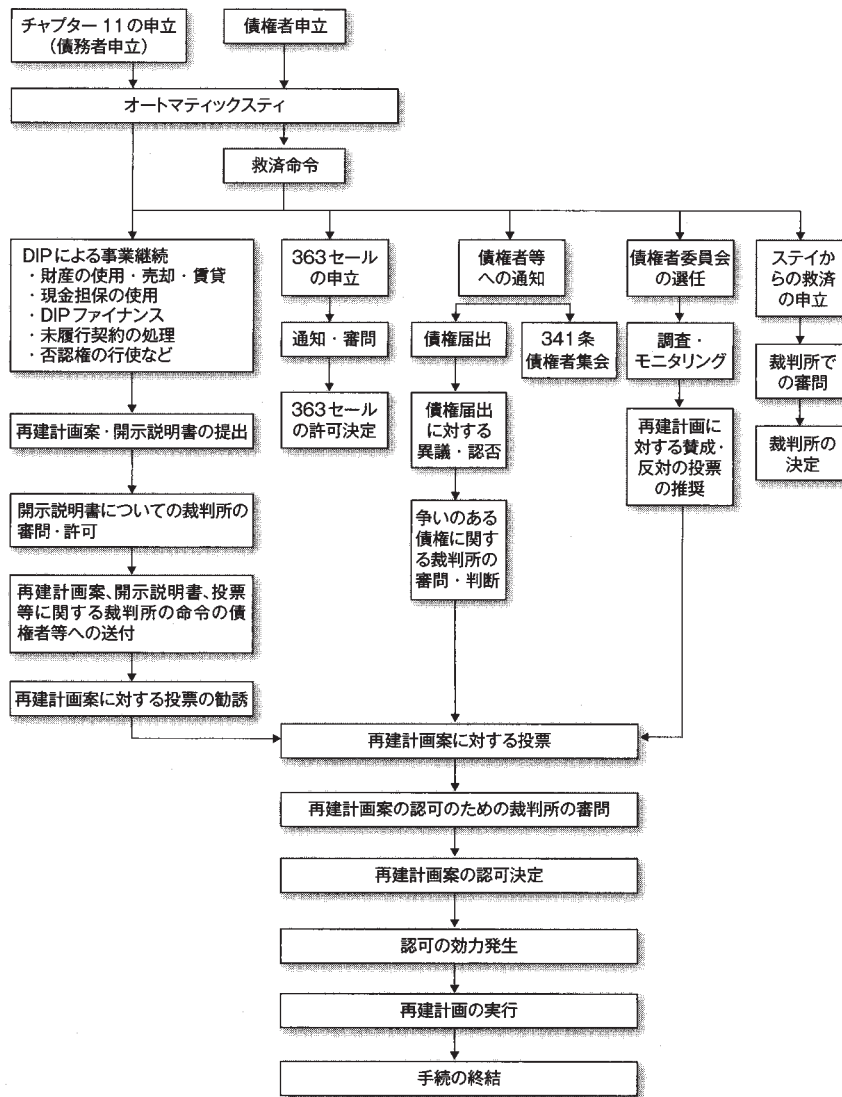
4) 我が国においても不良債権処理の方法として活用されている「債務の株式化 (debt-equity-swap)」と共通点はあるが、本稿においては、363 条セールおよび DIP ファイナンスに関連した投資家の行動という観点からとらえるものである。

5) 本節は、阿部 (2014)、福岡 (2017)、堀内・森・宮崎・柳田 (2011) をまとめたものである。

図 1-1 はチャプター 11 手続の申立から終結までの一連の流れを表したものである。この流れに沿って、特に重要な手続上の特徴をみていく。

まず、倒産手続は申立によって開始される。申立は、債務者による自発的申立 (voluntary case) と債権者等による非自発的申立 (involuntary case) の 2 種類がある。

図 1-1：チャプター 11 手続の流れ



(出所) 阿部編・粕谷 (2014) p.13。

自発的申立は、債務者適格を有する者が裁判所に申立書を提出することによって手続が開始される (11 U.S.C. § 301 (a))。債務者適格を有する者とは「米国内に居所、住所、もしくは営業の本拠地を有する者または米国内に財産を有する者 (個人、組合、会社をいう)」と定義されており (11 U.S.C. § 109(a))、支払不能や債務超過等は要件とされていない。したがって、債務者の申立により、裁判所の判断を待つことなく、手続を開始することができる⁶⁾。

自発的申立か非自発的申立のいずれかに関係なく、手続の申立が行われると、裁判所が保全命令等を発しなくとも、自動的に「救済命令 (Order for Relief)」が出されたとみなされる。具体的には、債務者に対する取立行為、訴訟、担保実行、担保設定行為、相殺等の回収行為一般が禁止される (11 U.S.C. § 362 (a))。これは「自動的停止 (Automatic Stay)」といわれ、その目的は、債権者からの取立行為をやめることにより、再建計画を策定する時間的余裕を与えることや債権者に対する平等弁済を実現するために債務者の財産を保全することなどが挙げられる。

そして、チャプター 11 の最大の特徴が、DIP 制度である。チャプター 11 では、原則として管財人を選定せず、債務者が管財人のすべての権利・権能を有し、その職務・義務を負う (11 U.S.C. § 1107 (a))。この制度の趣旨は、管財人よりも当該事業に精通した現経営陣に手続の主導権を委ねるほうが会社の再建に資することや経営陣が経営権を奪われることを恐れることなく、早期に申立を行うことができることなどが挙げられる⁷⁾。

救済命令後、連邦管財官 (United States Trustee) によって、無担保債権者から構成される債権者委員会が選任される (11 U.S.C. § 1102(a) (1))。債権者委員会のメンバーには、原則として、債権額上位 7 位の債権を有する者が選任される (11 U.S.C. § 1102 (b) (1))。債権者委員会は、DIP を監視する役割を担い、手続の運営に関する DIP との協議や再建計画案策定への参加等を行うことができ (11 U.S.C. § 1103(c))、債権者の利益保護のために活動する。

DIP は、チャプター 11 の手続開始から 120 日間、独占的に再建計画を提出することができる。これを「独占的提出期間 (exclusivity period)」という (11 U.S.C. § 1121 (b))⁸⁾。再建計画では、各債権者をいずれかの組 (class) に組分けし、その組ごとに債権者への弁済割合や弁済方法が決定される。再建計画提出後、DIP は債権者が適切

6) 非自発的申立の場合は、3人以上でかつその無担保債権者の合計額が1万4,425ドル以上の債権を有する債権者によることなどの要件が求められる (11 U.S.C. § 303(b) (1))。

7) 財務状況の悪化により、チャプター 11 申立前にすでに経営陣が交代している場合や企業再生の専門家が関与している場合もある。

8) DIP 以外の利害関係人も一定の要件を満たした場合は再建計画を提出することができる (11 U.S.C. § 1121(c))。また、裁判所が認めた場合には、債務者は 18 ヶ月を限度として独占的提出期間を延長することができる (11 U.S.C. § 1121(d) (2) (A))。

な情報に基づき再建計画を判断できるよう開示説明書 (Disclosure Statement) を作成し、裁判所の許可を得て債権者に送付し、投票の勧誘を行う (11 U.S.C. § 1125)。

投票は、分類された組別に行われる。債権者の各組において、実際に投票した債権者の債権総額の3分の2以上、かつ、債権者数の過半数以上の賛成があった場合、その組は再建計画を受諾したことになる (11 U.S.C. § 1126(c))。再建計画は、原則としてすべての組が賛成した場合に裁判所によって認可される。ただし、いずれかの組が賛成しない場合においても、一定の要件を満たせば「クラムダウン (Cram Down)」によって認可される⁹⁾。

(2) チャプター 11 の変化

① 363 条セールスの増加

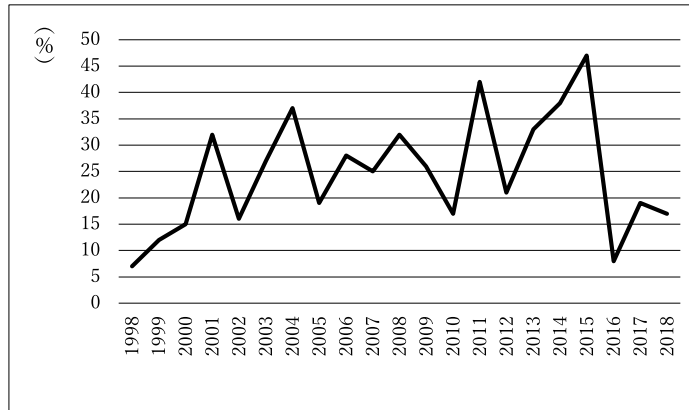
チャプター 11 における最大の変化と指摘されるのが、連邦倒産法第 363 条に基づいて行われる売却「363 条セール」の増加である。連邦倒産法 363 条においては、倒産手続を行った債務者が、その財産の使用、売却、賃貸を行った場合について定めている。363 条(c)において、「通常取引の範囲内」であれば、破産裁判所の通知と審尋を経ることなく、債務者の使用、売却、賃貸を行うことができるとされている (11 U.S.C. § 363(c))。そして、「通常取引の範囲外」についても、連邦破産法 363 条(b)によって、DIP は破産裁判所の通知と審尋を経た後、裁判所の許可を得て、債務者の使用、売却、賃貸を行うことができると規定されている (11 U.S.C. § 363(b))。「363 条セール」とは後者のことを指す。

図 1-2 は、1998 年以降における総資産 1 億ドル以上の上場企業でチャプター 11 を申し立てた企業のうち、363 条セールにより資産を売却した企業の割合を示したものである。これ以前は、1980 年代から 1990 年代前半まで実施された総数が 5 件程度にすぎなかった。363 条セールは 1990 年代半ばから増加し始め、2000 年代は 20～30% 台を推移している。2009 年、GM および Chrysler の再建において、363 条セールが利用されたことによって注目を集めた。2010 年代は 40% を超える年も見られるほどまでに増加した。

多くの文献において、363 条セールの増加をチャプター 11 の根本的な変化としてとらえている。例えば、Roe(2017)は、チャンドラー法の時代から現代にいたるまでの期間について、会社の再建手続における「意思決定方法」の変遷を市場環境に着目しながら 3 つの時代に区分している。1990 年代後半以降を第三の時代として「M&A

9) クラムダウンとは、少なくとも1つの権利変更がなされる組が再建計画案を受諾した場合には、他の組が再建計画案を拒絶したとしても、一定の要件を備えれば、裁判所が再建計画を認可しなければならないという制度である。

図 1-2：チャプター 11 を申し立てた上場企業のうち 363 条セールの件数の割合



(出所)UCLA-LoPucki Bankruptcy Research Database
http://lopucki.law.ucla.edu/tables_and_graphs/363_sale_percentage.pdf
 (最終アクセス 2019 年 10 月 31 日) より筆者作成。

市場での売却」の時代と特徴づけている。事業譲渡による企業再建は 363 条セールによって普及し、その背景として、1980 年代からの M&A 市場の活況と債権売買市場の発達を挙げている。また、Barid (2015) は、Lynn M.Lopucki の the Bankruptcy Research Database をもとに、1990 年代にチャプター 11 の申立から計画認可までの期間の短縮化、363 条セールが急激な増加、チャプター 11 から脱却したケースの減少、主要株主間での交渉の減少やエクイティに対する支払いの減少などの変化が生じていることを明らかにした。そして、そのなかでも 363 条セールの急増が最も重要であり、その他の特徴と密接に関連していることを指摘している。さらに、その要因として債権者の力が増加したことも指摘している。

② プレ・パッケージド型チャプター 11 およびプレ・ネゴシエテッド型チャプター 11 の増加¹⁰⁾

チャプター 11 の申立から再建計画が認可されるまでの期間が、1980 年代は約 900 日であったのが、1990 年代から 2010 年代半ばまで 460 日から 605 日までの間に収まっている¹¹⁾。このようなチャプター 11 の時間短縮をより顕著に表している変化がプレ・パッケージド (Pre-packaged) 型チャプター 11 (以下、「プレ・パッケージド型」という) およびプレ・ネゴシエテッド型 (Pre-negotiated) チャプター 11 (以下、「プレ・ネゴシエテッド型」という) の増加である。

10) 経済産業省経済産業政策局産業再生課 (2011) pp.7-10.

11) Barid (2015) p.978.

プレ・パッケージド型とは、申立前に、再建計画案とともに開示説明書により適切な情報を開示し、計画案について投票を行い、法定多数の債権者から賛成を得た場合には、申立後において改めて投票の必要はなく、裁判所の認可を速やかに得ることができるというものである(11 U.S.C. § 1126(b))。

プレ・ネゴシエイテッド型とは、申立前に、主要な債権者と再建計画についての事前交渉を行い、合意を得たうえでチャプター 11 の申立を行う。それと同時に開示説明書と事前に合意した再建計画案を提出した後、投票の手続に入る。この投票が申立手続の開始後に行われる点がプレ・パッケージド型とは大きく異なる点である。また、申立前に、関係者と協議を重ね、事業の譲受人を事前に決めたとうえで、申立直後に裁判所の許可により 363 条セールを実施するプレ・アレンジド型 (Pre-arranged) チャプター 11 (以下、「プレ・アレンジド型」という) も、363 条セールの増加とともに利用が増加している。

1980 年代を通して、プレ・パッケージド型とプレ・ネゴシエイテッド型の両者を合わせても1件であったものが、1990 年代前半には、上場企業が申し立てたチャプター 11 のうち 19%がプレ・パッケージド型を占めた¹²⁾。しかし、1990 年代後半になるとプレ・パッケージド型 13%に減少し、代わってプレ・ネゴシエイテッド型が 7%から 20%に増加した。1990 年から 2009 年にかけて、プレ・パッケージド型とプレ・アレンジド型を合わせて、26%から 34%の間を占めていたが、2010 年は 44%にまで増加した。これらの手続は、45～60 日で完了することができ、手続期間を大幅に短縮しようとする傾向が顕著に表れている。

2. DIP ファイナンスとは

チャプター 11 を申し立てた債務者にとって、再建に向けて事業を継続していくために、資金の確保が最大の課題である。そのような資金を調達する手段である DIP ファイナンスの特徴および歴史的変遷を見ていく。

(1) DIP ファイナンスの定義および目的

DIP ファイナンスとは、「連邦倒産法に基づいて法的に倒産した債務者に対する融資」を意味し、DIP ファイナンスの方法や優遇措置は連邦倒産法および倒産裁判所の許可によって確保されるものである¹³⁾。前述のように、債務者は、手続の申立と同時に、「救済命令」が出されたとみなされ、「自動的停止」によりすべての権利者の権

12) Ibid.

13) 堀内他 (2011) pp.143-4.

利行使が禁止される。これにより、DIPは元利金の支払負担はなくなるが、その後の資金繰りが十分に確保できなければ、事業を継続し再生することができない。DIPファイナンスの目的は、信用力を失ったDIPに対して、新たに資金ないし資金枠を提供し、当面の信用不安を払拭し、事業を継続する環境をつくることである。その資金使途は、DIPが、チャプター11申立後、再建計画の認可までの日常的な営業活動を行うのに必要な運転資金である。

(2) DIPファイナンスの方法および優位性

連邦倒産法第364条において、DIPファイナンスの方法が規定されている。(a)から(d)は優遇措置および優遇措置を受けるための条件を定めており、順次優遇措置が高まるとともに、優遇措置を受けるための条件も厳しくなっていく¹⁴⁾。

(a) 通常の業務の範囲内における無担保の借入れ (11 U.S.C.364 (a))

DIPは、通常の業務の範囲内におけるものについては、共益債権 (administrative expenses)¹⁵⁾として無担保で借入れを行うことができる。この場合、裁判所による通知と審尋を必要としない。債権者は、共同債権として一般の無担保債権者(申立前の無担保債権)に優先して弁済される。

(b) 通常の業務の範囲外における無担保の借入れ (11 U.S.C. § 364 (b))

DIPは、通常の業務の範囲外におけるものについては、共益債権として無担保で借入れを行うことができる。これについては、裁判所による通知と審尋、許可を必要とする。

(c) 超優先債権 (スーパープライオリティ債権) (11 U.S.C. § 364 (c))

DIPは、無担保で借入れが行うことができない場合、通知と審尋を経て、すべての共益債権に優先するかたち (Super Priority Claim) で、担保に供されていない資産については担保を設定し、あるいは、すでに担保に供されている資産については、その担保権に劣後する担保権を設定し、借入れを行うことができる。

(d) 優先担保権 (プライミング・リーエン) (11 U.S.C. § 364 (d))

DIPは、通知と審尋を経て、既存担保権者に適切な保護を与えるときに限り、既存担保権と同順位あるいはこれに優先する担保権 (priming lien) を設定して借入れを行うことができる。

(c) や (d) のような優先権は、DIPファイナンスに資金を提供しようとする投資家にとっては大きなインセンティブとなり、DIPファイナンス制度の最も重要な特徴である。

14) 藤田(2004)p.48, 阿部編(2014) pp.80-3.

15) 共益債権とは、手続開始後に発生した財団(債務者)にとって有益な支出についての債権であり、具体的に列挙されている。たとえば、保全のために実際に必要な費用、租税、罰金・科料・還付金の減額、管財人の報酬、債権者手続のために負担した費用等が挙げられる(11 U.S.C. § 503(b)).

(3) DIP ファイナンスの歴史

DIP ファイナンスは、1978年連邦倒産法制定後、すぐに積極的に活用されたわけではなかった。当時は、金融機関にとって、再建企業に新規に融資した経験がなく、そのような融資には抵抗があったためだと思われる¹⁶⁾。

1983年にチャプター11の申立を行った Johns-Manville Corporation に対し、当時の Chemical Banking Corp. (現在の J.P. Morgan Chase & Co.) が DIP ファイナンスを実施した。その後、スーパープライオリティやプライミング・リーエンの優遇措置によって、結果として担保権が設定されているため、デフォルトになっても回収可能性が高いことが認識された。また、Chemical Banking が規制当局に対し、検査上の分類が不良債権と分類されないように交渉を行うなどして、貸手にとってDIPファイナンスの有利な環境が整い、その活用は次第に拡大していく。

上場企業でチャプター11を申し立てた企業のうちDIPファイナンスを活用した事例は、1990年代は半分に満たなかったのが、2000年以降には3分の2まで増加した¹⁷⁾。Dahiya, John, Puri and Ramirez (2003) の分析では、DIPファイナンスを活用した事例の割合が1989年には10.42%であったのが、1996年には48.21%に増加した。Li and Wang (2016) の分析では、1996年から2013年にかけてのサンプルで63%、Gilson, Hotchkiss and Osborn (2016) の分析では、2002年から2011年のサンプルで70.9%となっており、90年代に大きく増加し、その後徐々に増加したと推察できる。

このようなDIPファイナンス拡大の背景には、貸手における変化に一因がある。1980年代は、単独の大銀行が中心となっていた。大銀行は、倒産企業のほとんどすべての資産について担保を付して、多額の貸付を行っていた。1990年代になると、一つの銀行で貸付を行うのではなく、シンジケートローンが組成されるようになった。シンジケートローンによる貸付額は、1987年に1,370億ドルであったのが、10年後の1997年には1兆ドルまで増加した¹⁸⁾。シンジケートローンは、一つの銀行で貸付を行うのに対し、リスクを分散し軽減することができることが普及の一因といえる。

そして、2000年代になると、そのシンジケートローンのメンバーとして、ヘッジファンドが参加してきた。Jiang, Li and Wang (2012) によると、1996年から2007年にかけて実施された大企業のチャプター11の474事例のうち、90%近くについてヘッジファンドの関与があった。このようなヘッジファンドの拡大をもたらしたのは、倒産債権取引のセカンダリー市場の発展にあるとされる。セカンダリー市場において、ヘッジファンドはデフォルトを拒否したり、融資枠の修正提案や承認されていない再

16) 経済産業省中小企業庁事業環境部 DIP ファイナンス研究会 (2001) p.61.

17) Altman et al. (2019) p.50.

18) Barid & Rasmussen (2010) p.666.

建計画を拒否するのに十分な債権を取得することが可能となった¹⁹⁾ また、債務契約の条件に何ら制限がないならば、債権を売却することも可能である。

3. DIP ファイナンス投資家の分類および戦略

(1) DIP ファイナンス投資家の分類

DIP ファイナンスは、貸手によって、申立前債権者が貸し付けるディフェンシブ (defensive) 型と新規債権者が貸し付けるオフエンシブ (offensive) 型に分類される。1990年代は、チャプター 11 を申立てた上場企業の 60%が、主に申立前の貸手である銀行から、申立後の貸付を受けていた²⁰⁾。すなわち、申立前債権者が申立後債権者にもなるということである。

その理由としては、次のような点が考えられる²¹⁾。申立前債権者は、自らに優先する債権の出現を妨げ、再建計画を策定する過程において影響力を増すために資金提供する。つまり、申立前債権者がDIPファイナンスを供与しなければ、第三者が債権者となり、プライミング・リーエンにより、裁判所の通知と審尋を経て、申立前債権の担保に優先する担保権を設定する可能性がある。また、申立前債権者は、クロス・コラテラル (cross-collateralization)²²⁾ やロールアップ (roll-up)²³⁾ など有利な取扱いを受けることもできる。

申立前債権者がDIPファイナンスを提供すれば、再建計画策定や状況モニタリングに参加し、積極的に影響を及ぼすことができるが、申立前債権者がDIPファイナンスを供与しなければ、債務者が申立後債権者の管理下に入り、申立前債権者が債務者の監視を行うことができなくなる。また、取引関係が希薄になり、申立後債権者が、債務者再生後、取引関係を強化する可能性もあり、申立前債権者は取引先を失う可能性もある。最終的に清算になった場合、申立後債権者はスーパープライオリティ債権やプライミング・リーエンにより与信額の全額を回収するであろうが、申立前債権者の回収は十分に可能か不透明である。

19) Ibid., p.669.

20) Li & Wang, op.cit., p.1.

21) 事業再生研究機構編 (2004) pp.21-4, 田作 (2000) p.9.

22) クロス・コラテラルとは、申立前債権者が DIP ファイナンスを供与する場合、申立後に取得した資産に対して、申立前債権の担保を設定すること。

23) ロール・アップとは、申立前債権者が DIP ファイナンスを供与する場合、債務者がその資金で当該債権者への申立前の債務の弁済を行うこと。

(2) DIP ファイナンス投資家の特徴

銀行とヘッジファンドは、両者ともに投資の価値を最大化することを目的としているが、その戦略や行動は様々な点で異なる²⁴⁾。

銀行は、長年の企業との関係を維持し、貸付を超えたサービスを提供する。さらに、その関係において、商業規範や評判によって行動が制約される。ヘッジファンドは期限が限られ、なんらサービスを提供することもなく、評判に制約されることもない。

スキルも異なり、銀行は債務者を監視し、担保物件が安全であることを確認することに優れている。ヘッジファンドは、会社経営に積極的に関与するために必要とされる専門的な知識を有する起業家を雇う。コベナンツが侵されたとき、銀行は担保の追加を要求するが、ヘッジファンドは新しいCEOを求める。

銀行は、営業成績がよい会社、債務が担保に満たない (under-collateralized) 会社のDIP ファイナンスを提供するのに対し、ヘッジファンドは営業成績に関係なく、総負債のうち銀行ローンの割合が少ない会社のDIP ファイナンスを提供する傾向にある²⁵⁾。

ヘッジファンドは、ローンを取得し、再建までの長年にわたり株式を保有する。事業を運営していくために、経営陣と対峙するのではなく、DIPファイナンスの条件を通じて、あるいは、新役員、特にCRO (Chief Restructuring Officer) を送り込み、支配権を獲得する。しかし、銀行は株式を保有することが制限されているため、事業を所有し運営しようとはしない²⁶⁾。銀行は貸付を行い、その回収を行うことによって利益を獲得することを目的としている。

DIP ファイナンスにおける銀行とヘッジファンドの戦略および行動の特徴によって、それぞれをLoan-to-loan と Loan-to-own と分類し、特にヘッジファンドの行動を「Loan-to-own (所有のための貸付)」戦略と表現している²⁷⁾。

典型的なチャプター 11 の再建計画のもとでの株式の分配は、多くの場合、所有権を旧債権者に集中するものであった。Gilson (1990) によると、1980年代の61例のチャプター 11 では、再建後の会社における普通株の平均80%が旧債権者に分配された。DIP ファイナンスにヘッジファンドが関与するようになり、再建後の株主もその目的も大きく変化したといえる。

24) Barid & Rasmussen, op.cit., pp.666-671.

25) Li & Wang, op.cit., pp.1-3.

26) 銀行に対して、債権から転換した株式を保有することは認めているが、保有期間を2年と制限している (11 U.S.C. § 1834(a),(c) (2))

27) Li et al. (2016), Barid et al. (2010), Altman et al. (2019) など。

(3) DIP ファイナンスにおけるヘッジファンドの行動

ヘッジファンドのような投資家は、Active Control Investors と分類される²⁸⁾。Loan-to-own 戦略によって、チャプター 11 脱却後の株式を所有し、会社全体を支配し、債務企業の経営陣に直接的な影響を及ぼすことを目的としている。その目的のために、チャプター 11 の過程においてどのような行動をとるのか見ていく。

担保付債権者であるヘッジファンドは、様々な形で、チャプター 11 の再建過程に介入する²⁹⁾。まず、担保付債権者である優位性によって、再建計画の策定過程を利用することができる。計画作成の交渉の場に参加し、計画において債権の取り扱いや再建計画について意見を述べる。また、再建計画の投票過程においても、債権の 3 分の 1 以上を有するなど債権者のなかでも支配的な地位を占め、投票権をまとめ、反対することができる (blocking position)。再建計画のもとで、債権者は組別に分類され、その組ごとに投票が行われる。各組において、債権総額の 3 分の 2 以上、かつ、債権者数の過半数以上の賛成を得た場合、その組は再建計画を承認したことになる (11 U.S.C. § 1126(c))。再建計画は、原則としてすべての組が賛成した場合に裁判所によって認可される。したがって、債権額の 3 分の 1 を有するならば、反対することができる。

DIP ファイナンスの貸手は、スーパープライオリティやプライミング・リーエンの特別な保護に加え、契約上の保護も与えられている。担保物について独占権を主張するか、デフォルト時に債務者の資産を支配することができるような財務上と事業上のコベナンツを含む。コベナンツ³⁰⁾は DIP ファイナンスの交渉において重要な役割を果たし、コベナンツを通して債務者の決定に影響を及ぼすことができる。

affirmative covenants には、定期的な情報公開、予算の提案、DIP 貸手によって支配される Lock Box や預金口座を通しての受取勘定の集約、その他の税金や債務の支払などが含まれる³¹⁾。negative covenants には、営業活動の制限、資本的支出の制限、資産処分 of 制限、財務活動の制限、特定の財務比率の維持、現金支出の制限、DIP 貸手の担保および優先順位の維持、経営陣や所有権の変更の禁止などが含まれる。これらの negative covenants は債務者の事業上の決定を制限し、貸手に支配と保護を与える。コベナンツ違反となったときは、最終的にはさらなる資金提供は行われない

28) Altman et al. (2019) p.270-2, Harmer (2008) p.716-7 においては、DIP ファイナンスを含め不良債権の投資家を active control investors, active noncontrol investors, passive investors に分類している。

29) Harmer (2008) p.732.

30) コベナンツとは社債や融資による資金調達の際に、その社債要項または融資契約の内容として記載できる一定の特記事項のことであるが、債務者の義務を定める affirmative covenants, 債務者に対する禁止事項を定める negative covenants, 財務制限条項である financial covenants の 3 つに分類される。

31) Roe (2016) pp.413-4.

ことになる。このようなコベナントによって、貸手は債務者の再建を支配する可能性を有する。

4. Loan-to-own 戦略としての 363 条セール

(1) 363 条セールの特徴

前述のとおり、363 条セールとは連邦倒産法第 363 条に基づいて行われる売却であり、「通常取引の範囲外」の財産の使用、売却、賃貸のことを指す (11 U.S.C. § 363(b))。

連邦倒産法において、財産の売却を明確に認可する条項が二つある。363 条と 1123 条である。1123 条は、チャプター 11 手続の中核をなす「再建計画の内容」に関する規定であり、その必要的記載事項として、財産の全部または一部の譲渡に関する事項が規定されている (11 U.S.C. § 1123(a)&(b))。1123 条の規定に従った売却は再建計画の過程において実行されるものであるため、再建計画案の策定・提出、開示説明書の作成・交付、債権者の投票、裁判所の審問等が求められる。これに対して、363 条ではいかなる手続を利用すべきかについて、何ら規定されていない。要求されるのは、利害関係人への告知と公開法廷における聴聞手続を経て、裁判所の審問を受けることである。再建計画に関する投票も開示説明書の確認要件もなく実施される。したがって、非常に迅速に手続きが完了される。

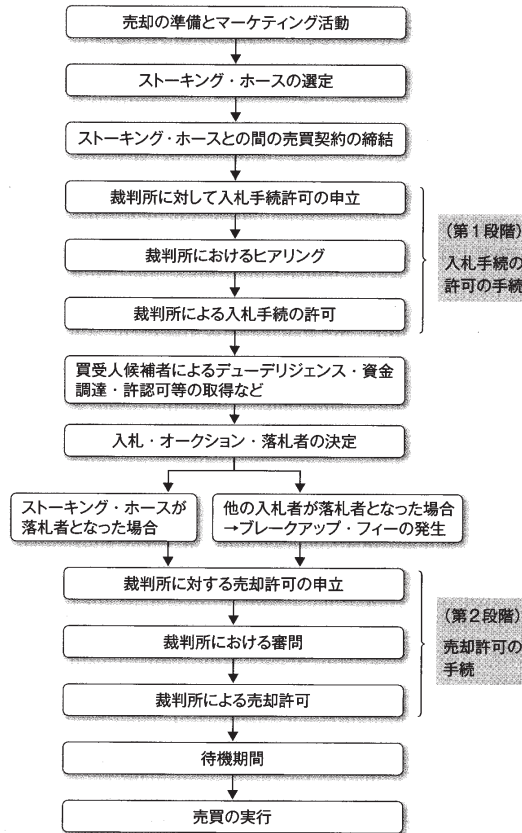
Gilson Hotchkiss and Osborn (2016)によると、再建計画の確定まで平均 1.25 年 (中央値 1.10 年) に対して、363 条セールの完了まで 0.57 年 (中央値 0.35 年) である。再建においては、この迅速性が非常に重要であり、この点を 363 条セールの最大の利点として挙げる見解は数多くある。長期化による事業価値の毀損を回避するため、あるいは、弁護士等の専門家に支払う費用を含む管理コストを削減するために、迅速性が求められるのである。また、債務者は短期間であるならば事業を継続する資金を有している。貸手も長期ではなく短期の資金なら融通してもよいと決断する可能性がある。

さらに、363 条セールには次のような利点がある。一定の条件を満たす場合には、財産に付着する担保権等の権利の負担がない状態 (Free and Clear) で当該財産の譲渡を行うことができる (11 U.S.C. § 363(f))。そのほか、詐欺的譲渡 (Fraudulent Conveyance) に対する否認リスクも回避できる。

(2) 363 条セールの手続

363 条セールの手続は、以下のような手順で進められる³²⁾。

図 4-1：363 条セールの流れ（ストーキング・ホースがいる場合）



（出所）阿部編・粕谷（2014）p.110。

① 売却の準備とマーケティング活動

債務者は、専門家アドバイザーに依頼し、資産売却のためのマーケティング活動を行う。専門家アドバイザーは、資産の売却内容の検討、担保権者と買主候補者との交渉のサポート等、363 条セールの活動における様々な局面を支援する。

② ストーキング・ホースの選定

非公開で買主候補を探し、仮の買主候補と交渉を行い、ストーキング・ホース (stalking horse ; いわゆる「当て馬」) を選定する。ストーキング・ホースは、入札を行う前に、一定の価格以上で資産を買い受けることを約束する最初の買主候補者である。

32) 経済産業省経済産業政策局産業再生課編（2011）pp.27-8, 阿部編・粕谷（2014）pp.109-115. Gilson et.al (2016) p.8.

③ 売買契約の締結

債務者とストーキング・ホースの間で、売買契約を締結する。債務者は、入札手続について裁判所に許可を求める申立を行う。

④ 入札

裁判所によって入札手続が承認されると、入札を開始する。入札において、ストーキング・ホースの提示条件よりも良い条件を提示する買主候補者が現れた場合には、そのものを買主と認め、ストーキング・ホースにはブレイクアップ・フィー (break up fee; ストーキング・ホースに対して、時間や労力等を使ったこと、他の投資機会を失ったこと等の補償の意味で支払われる解約料) 等を支払う。逆に、ストーキング・ホースが提示した条件を上回る条件の入札がない場合には、ストーキング・ホースが買主として確定する。

⑤ 裁判所による売買の許可

入札において、落札者が決定したら、債務者は裁判所に売買の許可を求める申立を行い、裁判所の通知・審問を経て、許可が決定される³³⁾。

ストーキング・ホースを設定することによって、債務者には入札の最低売却価格を設定することができ、債務者の価値を最大化することができる。ストーキング・ホースにとっては、売却に関する事項や入札事項等の譲渡契約について協議をすることができ、また多くの情報を得て、詳細なデュー・デリジェンスを行う時間的余裕が大きいなど他の入札者より有利に落札できる可能性が高い。

(3) 363 条セールの利用目的

363 条セールについて、主として2つの目的が考えられる。一つは、早期に債権を回収するために資産売却を行うことである³⁴⁾。そのために、再建の過程を直接的に関与するのではなく、affirmative covenants として、DIPローン契約書において、厳しいキャッシュフローの要件を求めている³⁵⁾。それは、現金の支出に制限をかけることによって、債務者が現金創出のために資産の売却を選択せざるを得ない状況におくことを企図している。すなわち、直接的に資産売却を要求するわけでないが、slow liquidation と表現されるように、コベナンツにおいて、資産売却を選択せざるを得ないような条件を課すのである。

もう一つが、クレジット・ビッド (Credit bid) を利用した Loan-to-own 戦略である。クレジット・ビッドとは、譲渡資産が担保権の目的物となっている場合に、担保権者

33) 裁判所の承認に際しては、business judgment rule が適用される。価格以外の要因も考慮され、2009年のPolaroidの事例においては、2番目に高い価格の入札者が選ばれた。

34) Gilson et al. (2016) p.5.

35) Skeel (2004) p.1919.

がその債権を利用して、売買の入札を行うことをいう。連邦倒産法において、入札の結果によって担保権者が譲渡資産を取得することとなった場合、売買価格と債権の届出によって認容された担保付債権額を相殺することができる」と規定されている (11 U.S.C. § 363(k))。

クレジット・ビッドは担保権者に与えられた重要な権利であり、米国倒産法の大きな特徴のひとつとされる³⁶⁾。担保債権者は、担保権の目的となっている資産の売却代金について、一般債権者に優先して弁済を受ける。その売却価格が、担保権者にとって不当に低い価格である場合に、担保権者を保護することを目的としている³⁷⁾。その低い価格を受領するのではなく、クレジット・ビッドを行い、入札に参加し、自らその資産を取得する。そして、その資産を所有する、あるいは、担保権者が適正と考える価格で他に売却することによって、不当に低い価格に対抗できるということである。

担保権者は、債権を対価として入札を行うため、入札価格の一部だけを現金で支払うことが可能であるのに対して、それ以外の入札者はすべて現金で支払わなければならないため、価格面での競争は厳しくなり、担保権者は有利である。

この 363 条セールにおけるクレジット・ビッドが、Loan-to-own 戦略の有効な方法として活用されている³⁸⁾。その典型的な手続は、まず不良債権を投資対象とする投資家がセカンダリー市場において割引価格で申立前担保付債権を取得し、その債権を DIP ローンにロールオーバーする、あるいは、DIP ファイナンスを提供する。そして、DIP ローン契約のなかに、ストーキング・ホースとしての指定を受けることができるように要求し、マーケットプロセスが迅速であることを強調し、入札においてクレジット・ビッドを行う。

このような事例として、ヘッジファンドをストーキングホース・ビッドとす 363 条セールの行使を条件に、DIP ファイナンスを提供することに同意するという事例がある³⁹⁾。School Specialty は、申立前債権者のひとつである Bayside Capital から DIP ファイナンスの提供を受けた。その条件として、即時に 363 条セールを進めることおよびその 363 条セールのプロセスはマイルストーンに従うことであった。Bayside Capital はストーキング・ホースとなり、チャプター 11 の申立と同時に、資産譲渡契約に署名した。その契約に基づき、Bayside はタームローンによってクレジット・ビッドを行った。また、裁判所が入札の手続を承認するまで、Bayside は独占権を有する。入札価格は Bayside の入札価格 165 万ドルを下限とする。Bayside 以外の

36) 阿部編・粕谷 (2014) pp.105-6.

37) Roe (2016) p.138.

38) Nesvold (2011) p.378.

39) Gilson (2014), Altman et al. (2019) p.125.

入札者が落札した場合には、Bayside は 100 万ドルの返済費用 (expense reimbursement) の支払いを受ける資格がある。また、予定通りに運ばずに取引が終了した場合には、Bayside は 282.5 万ドルのブレイクアップ・フィーが支払われる。このように、DIP 債務契約において、入札の手續や 363 条セールそのものについて貸手の承認を要求した条項を含んでいるものがある⁴⁰⁾。

また、DIP ファイナンスにおいては、計画の申立や資産の売却に関するマイルストーンを含んでいることもあり、それを満たすことができない場合には、DIP ファイナンスの貸手が支配権を握る可能性がある。法律事務所の Wilmer Hale が the Loan Syndications and Trading Association について行った調査によると、大企業の倒産事例において、106 例のうち 89 例で計画の承認や有効期限に関するマイルストーンが、107 例のうち 90 例で売却の終了や 363 条セールの入札プロセスに関するマイルストーンを含んでいた⁴¹⁾。

むすびにかえて

米国の連邦倒産法において「再建手續 (Reorganization)」を規定したチャプター 11 の最大の特徴は DIP 制度である。DIP が行う資金調達も DIP ファイナンスであるが、再建を成功させるための最も重要な要因であり、資金提供を促進するように債権者を保護・優先する制度が整備されている。

DIP ファイナンスは、貸手が申立前債権者である場合と申立後に債権者となる場合があるが、当初は申立前債権者である銀行が主となっていた。1990 年代になると、銀行がシンジケートを組成するようになり、2000 年代になると、シンジケートにヘッジファンドが参入するようになった。この背景には、DIP ファイナンスの貸手に対する優遇措置に加え、セカンダリー市場の発展等があった。

ヘッジファンドは、投資の価値を最大にするため、DIP ファイナンスの債権者としての地位を利用し、再建計画の投票において諾否に影響を与えたり、コベナンツによって債務者の決定に影響を及ぼすなどの行動をとることができる。

チャプター 11 の最も大きな変化は、連邦倒産法 363 条に基づく 363 条セールの増加である。再建計画による売却と比べると、債権者から再建計画の承認を得る必要がないことから非常に迅速に手續を進めることができるなどの利点がある。ヘッジファンドは、この 363 条セールを利用して、資金を早期に回収するために資産の売却を促したり、さらには、所有することを目的とした貸付、つまり「Loan-to-own 戦略」

40) Altman et al., op.cit., p.122, Gilson et al. (2016) pp.9,13.

41) Altman et al., op.cit., p.132.

を行っている。363条においては、債権者の権利として、譲渡資産が担保権の目的物である場合に、担保権者がその債権を利用して、売買の入札を行うクレジット・ビッドが認められている。DIPファイナンスの貸手をストーキング・ホースとして選定することも含め、DIPファイナンスの貸手にとって、363条セールは非常に有利な方法である。これらの規程が、Loan-to-own戦略としての363条セールの利用を促している。さらに、363条セールを実行するために、DIPファイナンスの条件として、363条セールの実施のためのコベンツやマイルストーンを定めており、より有利に実行できることとなっている。

チャプター11は、DIP制度、自発的申立や自動的停止の制度から、「債務者寄り」の制度であると捉えられてきた。しかし、このように、DIPファイナンスの貸手・債権者の力が強くなっていることから、「債権者寄り」と評価され、チャプター11の本質に大きく関わる変化と考えられる。また、このような状況を踏まえ、再建過程におけるガバナンスの在り方について多くの議論がなされている。そのようなガバナンスの議論を含み、どのような方法が再建方法として効果があるのかを明らかにすることを今後の課題とする。

参 考 文 献

- 阿部信一郎編・粕谷宇史(2014)『わかりやすいアメリカ連邦倒産法』商事法務。
- 池上恭子(2013)「米国連邦倒産法チャプター11による企業再建の動向—GMおよびChryslerの事例を中心として—」『海外事情研究』40(2), pp.61-84。
- 井出ゆり(2009)「米国連邦倒産法チャプター11手続の下での「363条セール」と近時の論点—GM, クライスラー, リーマン・ブラザーズ等の大型倒産事件における事業譲渡に関する事例紹介—」『NBL』911, pp.12-20。
- 粕谷宇史・鈴木惇也(2015・2016)「アメリカ連邦倒産法チャプター11手続の現状と課題—米国倒産協会によるチャプター11手続の改正提言の概要と分析—」『国際商事法務』43(12), pp.1789-99, (44)(1), pp.27-33, (44)(2), pp.208-215。
- 経済産業省経済産業政策局産業再生課編(2011)『各国の事業再生関連手続について—米英仏独の比較分析—』社団法人金融財政事情研究会。
- 経済産業省中小企業庁事業環境部DIPファイナンス研究会(2001)「DIPファイナンス研究会報告書」『NBL』716, pp.64-75, 717, pp.54-66。
- 事業再生研究機構編(2004)『事業再生ファイナンス—米・英の現状と日本への示唆—』商事法務。
- 杉本究(2004)「DIPファイナンスビジネスに関する一考察—米国DIPファイナンスビジネスを例として—」『同志社政策科学研究』5(1), pp.181-200。
- 滝川佳代編(2018)『M&Aリスク管理の最前線—国内外の最新実務—』商事法務。
- 田作朋雄(2000)「DIPファイナンスの意義—アメリカにおける現状—」『金融法務事情』1589, pp.6-11。

- 福岡真之介 (2017) 『アメリカ連邦倒産法概説第2版』 商事法務。
- 藤田直介 (2004) 「米国 DIP ファイナンスの実務」 『銀行法務 21』 627, pp.48-53。
- 藤原総一郎 (2002) 『DIP ファイナンスの実務』 社団法人金融財政事情研究会。
- 堀内秀晃・森倫洋・宮崎信太郎・柳田一宏 (2011) 『アメリカ事業再生の実務—連邦倒産法 Chapter 11 とワークアウトを中心に—』 社団法人金融財政事情研究会。
- 村田典子 (2008) 「当事者主導型倒産処理手続の機能の変容—アメリカ合衆国連邦倒産法第 11 章手続における債権者の手続支配—」 『民商法雑誌』 138(6) pp.739-764, 139(1) pp.37-68。
- Altman,E.I., E.Hotchkiss & W.Wang,(2019). *Corporate Financial Distress, Restructuring, and Bankruptcy (4th edition)*. John Wiley & Sons,Inc.
- Barid,D.G.,(2015). Chapter 11's Expanding Universe. *Temple Law Review* 87, 975-988.
- Barid,D.G., & R.K.Rasmussen,(2002). The End of Bankruptcy. *Stanford Law Review* 55, 751-789.
- Barid,D.G., & R.K.Rasmussen,(2006). Private Debt and the Missing Lever of Corporate Governance. *University of Pennsylvania Law Review* 154, 1209-1251.
- Barid,D.G. & R.K.Rasmussen,(2010). Antibankruptcy. *The Yale Law Journal* 119, 648-699.
- Bratton,W.W. & D.A.Skeel,(2018). Foreword : Bankruptcy's New and Old Frontiers. *University of Pennsylvania Law Review* 166, 1571-1595.
- Dahiya,S., K.John, M.Puri, & G.Ramirez,(2003). Debtor-in-possession Financing and Bankruptcy Resolution: Empirical Evidence. *Journal of Financial Economics* 69(1), 259-280.
- Gilson,S.C.,(2010). *Creating Value through Corporate Restructuring (2ed edition)*. John Wiley & Sons.
- Gilson,S.C.,(2014). School Specialty Inc., *Harvard Business School Case* 9-214-458.
- Gilson,S.C., E.Hotchkiss, & M.Osborn,(2016). Cashing Out : the Rise of M&A in Bankruptcy. *Harvard Business School Working Paper* 15-057.
- Harner,M.M.,(2008). The Corporate Governance and Public Policy Implications of Activist Distressed Debt Investing. *Fordham Law Review* 77, 703-773.
- Jiang,W., K.Li, & W.Wang,(2011). Hedge Funds and Chapter 11. *Journal of Finance* 67, 513-560.
- Li,K., & W.Wang.,(2016). Debtor-in-possession Financing, Loan-to-loan, and Loan-to-own. *Journal of Finance* 39, 121-138.
- Nesvold,H.P., J.M.Anapolsky & A.R.Lajoux,(2011). *The Art of Distressed M&A*. McGraw-Hill.
- Roe,M.J.,(2017). Three Ages of Bankruptcy. *Harvard Business Law Review* 7, 187-219.
- Roe,M.J., & F.,Tung,(2016). *Bankruptcy and Corporate Reorganization (4th edition)*, FOUNDATION PRESS.
- Skeel,D.A.,(2004). The Past, Present and Future of Debtor-in-possession Financing. *Cardozo Law Review* 25, 1905-1934.

The Change of the United States' Bankruptcy Code Chapter 11 —Section 363 Sale as Loan-to-Own Strategy—

Kyoko IKEGAMI

The purpose of this paper is to clarify the background of the increase in Section 363 sale that caused a major change in Chapter 11, which is a restructuring bankruptcy procedure under Bankruptcy Code, and to explain the changes in the actual situation of Chapter 11. In light of the rules of Bankruptcy Code, we will review the procedures of Chapter 11 and clarify the changes in the actual state of Chapter 11 by clarifying the purpose of the Section 363 sale based on previous research.

The biggest feature of Chapter 11 is the DIP system that allows the debtor to continue to operate after Chapter 11 is filed. Chapter 11 has been changed significantly from the late 1990s to the recent years. The biggest change is the increase in “Section 363 Sale” made under Section 363 of Bankruptcy Code. With the situation as a background, it has been pointed out that the change of lessors to DIP has a great influence. As a DIP finance lender, hedge funds has entered and used Section 363 sale for a “Loan-to-own” strategy to acquire ownership after reorganization. Under Section 363, the creditor’s right is to accept a credit bid that allows the security interest holder to use the receivable to bid for sales when the transferred asset is the object of the security right. Section 363 sale is a very advantageous way for DIP finance lenders, including selecting DIP finance lenders as stalking horses. In order to execute Section 363 sale, covenants and milestones are established as conditions for DIP financing.

Chapter 11 has been regarded as a “debtor-oriented” system from the DIP system, voluntary petition and automatic stay system. However, as the power of lenders and creditors of DIP finance has become stronger in this way, it is evaluated as “close to creditors” and is considered to be a change that greatly affects the essence of Chapter 11. The future challenge is to clarify how governance should be in the reorganization process and what methods are effective as reorganization methods.