＜研究ノート＞

チャプター 11 による再建動向に関する文献レビュー

―再建支援契約とディストレスト投資家の行動を中心に―

池　上　恭　子

目　次

はじめに
1．研究の視点
2．手続期間の短縮化とその要因
　（1）手続期間の短縮化
　（2）手続期間の短縮化の要因
3．RSAs の普及および RSAs に関する研究
　（1）RSAs とは
　（2）RSAs に関する研究
4．ディストレスト債券市場における投資家行動に関する研究
　（1）ディストレスト債券市場の拡大
　（2）ディストレスト投資家の行動に関する研究
むすびにかえて

はじめに

現行の米国連邦倒産法は 1978 年に制定され，再建についてはチャプター 11，清算についてはチャプター 7 に規定されている。我が国の民事再生法は，この米国連邦倒産法チャプター 11 を母法として定められたといわれる。チャプター 11 による再建について，その成果に焦点を当て，債権回収率や再建後の財務パフォーマンス，再建の可能性などに関する実証研究が長年に渡って進められており，わが国に比して多く蓄積されている[1)]。また，チャプター 11 の再建過程における債務再編による債務者と債権者，債権者間のバランスやガバナンス構造についても，再建結果に大きな影響を及ぼす要因として，多くの研究が行われている。

本稿では，チャプター 11 に関する今後の研究課題のフレームワークを構築することを目的として，チャプター 11 を適用した再建過程の変化とその要因，そして再建結果への影響について，主な先行研究を中心にまとめ，研究動向について整理する。また，我が国における倒産法制に基づく再建を含む事業再生に関する経済的効果を中心とした研究の参考にすることも目的とする。

構成は以下のとおりである。第 1 章において，研究の視点を示す。第 2 章において，手続期間の短縮化の状況およびその 3 つの要因を示す。第 3 章においては，要因のひとつである「再建支援契約（Restructuring Support Agreements: 以下，RSAs と略す）」に関する研究をまとめる。続いて，第 4 章においては，ディストレスト投資家の行動に関する研究をまとめる。

1．研究の視点

Hotchkiss, Thorburn, & Wang (2023) は，チャプター 11 による再建についての重要な変化として，手続期間の短縮化およびディストレスト投資家の台頭を挙げ，これらに関する文献レビューを行っている。本稿では，Hotchkiss et al. (2023) で挙げられた文献を中心に，2 つの変化について，その要因や再建結果への影響をみていく。

1）わが国では，民事再生法について実態を詳細に分析した文献として，山本和彦・山本研編 (2014) が挙げられる。

Hotchkiss et al. (2023) は，手続期間の短縮化の要因として，プレパッケージ (prepackaged) 型，プレネゴシエイト (prenegotiated) 型，プレアレンジ (prearranged) 型のチャプター 11 の増加および 363 条セールの増加を指摘している。これに加え，近年注目されているのが，RSAs である。RSAs は，プレパッケージ型等や 363 条セールにおいて，その利用が多く見られる。また，RSAs は DIP ローン契約にも利用される。RSAs の内容がどのように変化してきたか，再建過程にどのような影響を及ぼしているかに注目する。

ディストレスト投資家は資金面で重要な役割を果たすようになったが，その投資の目的，タイミング，対象等の投資戦略とともに，再建過程や結果に与える影響，具体的には，プレパッケージ型や 363 条セールとの関連のほか，債権回収率，資本構造の変化，ガバナンスの状況等に焦点をあてる。

2. 手続期間の短縮化とその要因

(1) 手続期間の短縮化

手続期間 (手続の申立てから終結までの期間) は，できるだけ短期間であることが望ましい。手続に関する直接費用および間接費用に大きな影響を及ぼすためである。特に，後者については，広範囲に及ぶ様々なコストが含まれるため，その影響は大きい。

図 2－1 は，チャプター 11 の申立てを行った公開企業 (負債 1 億ドル以上) について，1980 年から 2021 年までの各年の手続期間の平均を示したものである。チャプター 11 が施行された初期には 1000 日以上であったのが，直近では約 100 日まで短縮している。2019 年には Sungard Availability Services, LP. と FullBeauty Brands, Inc. の 2 社，2021 年には Belk, Inc. などが，申立てから 24 時間以内に再建計画の認可を得た事例もある。

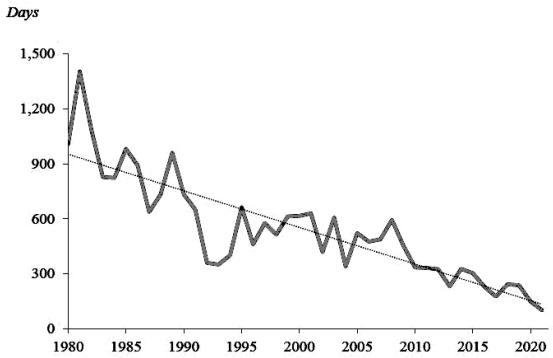
(2) 手続期間の短縮化の要因

Hotchkiss et al. (2023) は，手続期間を大幅に短縮できた要因として，3 点を挙げている。プレパッケージ型等の増加と 363 条セールの増加，そして RSAs の普及である。

まず，プレパッケージ型およびプレネゴシエイト型の増加である。これらは，チャプター11 申立て前に，主要債権者と交渉を行い，再建計画案について合意したうえで申立てを行う。プレパッケージ型は申立て前に計画案についての投票まで行うが，プレネゴシエイト型は申立て後に投票を行う[2)]。いずれも事前に債権者の同意を得ているため，通常 (free-fall) 型に比べ，手続から再建計画案認可までの期間を短縮できる。

Baird (2015) によると，1980 年代を通して，プレパッケージ型とプレネゴシエイト型両者を合わせ

図 2－1　チャプター 11 申立て企業の各年の手続期間平均 (日)



(出所) Roe & Simkovic (2024).p. 28.

2) プレアレンジ型は，プレネゴシエイト型と同じであるとする説明もあれば，プレアレンジ型は申立て前に 363 条セールの事前交渉済みの場合を指すという説明もある (経済産業省経済産業政策局産業再生課編 (2011))。

ても 1 件であったものが，1990 年から 2009 年にかけて，上場企業が申し立てたチャプター 11 のうち 26％から 34％の間を占めるまで増加し，2010 年以降は 44％を占めていた。

このようなプレプランニングによるコストの削減や債権回収率の向上等の経済的効果については，Betker（1995）やTashjian, Lease, & Mc Connell（1996）をはじめとする研究で評価されてきた。一方，LoPucki & Doherty（2002）や Teloni（2015）のように，経営上の問題や構造的な問題に対処することなく，債務だけを再編するものであり，再申立て（refiling）の可能性など，真の再生は達成されないとする批判もある。

次に，363 条セールの増加である。チャプター 11 の申立てを行った企業が，その財産の売却を行う場合について，1123 条と 363 条の 2 つの条項が定められている。1123 条では，再建計画にしたがって実行される売却を規定しており，一連の手続とともに債権者の投票が必要とされる。363 条（b）では，「通常取引の範囲外」の財産の売却等について，破産裁判所の通知と審尋を経た後，裁判所の許可を得て行うことができると規定されており，これを「363 条セール」という。

363 条セールを利用した資産売却の可能性が初めて認識されたのは 1980 年代初頭であるが，利用が増加したのは 90 年代末である。チャプター 11 申立て企業のうち 363 条セールを実施した企業の割合が，IT バブル崩壊後は 35％，金融危機後は 45％と増加した。金融危機後の General Motors や Chrysler の再建において活用され，注目を集めた。Barid & Rasmussen（2002），Ayotte & Morrison（2009），Roe（2017）などにより，財務的困難を解決する主要な手段として，資産売却が伝統的な再編に取って代わるようになったと指摘されてきた。

363 条セールは，プレアレンジ型によって，再建計画策定前に，収益性が見込まれる事業を第三者に売却して，倒産手続から分離することによって資産価値を維持し，より迅速に再建を行おうするものである。迅速な資産の処分によって，倒産手続きの長期化によるコスト増大を回避することができる。

363 条セールに関しては，どのような場合に選択されるか，また継続企業の再建に効果的であるかという議論が長く続いている。

Ayotte & Morrison（2009）や Gilson, Hotchkiss, Osborn, & Waldock（2021）は，チャプター 11 において，上位債権者の支配の拡大を背景に，有担保債権が多い場合，売却の可能性が著しく高くなることを指摘している。他方，Westbrook（2015）のように，債権者の支配は重要であるが，必ずしも有担保債権者の支配と 363 条セールの関連性は強くないとする見解もある。

Gilson et al.（2021）は，363 条セールによって継続企業として売却された企業と再建計画によって出現した企業の間で，債権回収率や倒産後の存続率に差がないとしている。これは，継続企業の売却が効率的な再建の一形態となりうることを示唆している。さらに，継続企業として売却されたケースの 84％にはストーキングホースがおり，半数には競合するオファーがあることも示している。業界内の競合他社などの戦略的買い手と金融機関の買い手の両方が参加し，様々なタイプの参加者による取引市場の拡大と流動性の向上によって，継続企業の価値維持にプラスの効果をもたらしているとしている。

Ma, Tong, & Wang（2022）は，革新的な企業におけるチャプター 11 申立て後のイノベーション・ポートフォリオの管理を調査している。有担保債務の多い企業は，事業の中核となるコア特許に担保が付されている場合，売却される可能性が高く，結果として無担保債権者の回収率を低下させ，売却された特許の利用率を低下させることを明らかにした。強い債権者支配の影響による特許の売却現象は，無担保債権者および企業全体にとって有害であるとする興味深い指摘をしている。

財務的に困難に陥った企業の資産売却に関する fire sale の研究も多数あるが，363 条セールについても fire sale の可能性が議論されている。Anderson & Ma（2014）は，363 条セールの売却価格が，再建計画による売却価格に比べて低いという結果を得た。その要因は，363 条セールが迅速に進められるため，情報開示が限定的で，活発な入札が行われないことにあるのではなく，債権者の交渉力の低下を原因としている。

このように，有担保権者の影響力の拡大が 363 条セールの誘因となっていることや売却価格にも影

響しているという見解が多くみられる。これら2点の要因とも深く関係し，近年注目されているのが，RSAs の普及である。

3. RSAs の普及および RSAs に関する研究

(1) RSAs とは

RSAs とは，債務者と主な利害関係者との間で締結される再建計画の支援を約束する契約のことである[3)]。債務者の再生に関して交渉し合意した事項について契約当事者を拘束することによって，申立て前または申立て後における主要な債権者等の支援を取得するものであり，再建計画への賛成投票を確保するための一般的な手法となっている。これによって，チャプター11の手続期間を短縮でき，また債務者に貸付けや投資を行おうとする者，市場等に対して安心感を与え，手続を円滑に進行することができる。

このような契約は，1980年代後半から存在しており，計画支援契約（Plan Support Agreements）やロックアップ契約（Lock-up Agreements）などと呼ばれてきた。Casey, Frederick, & Waldock (2022) によると，2005年から2009年には，RSAs は大規模なチャプター11案件の22%に利用されていた。2010年から急激に普及し，2010年から2014年にかけては大規模なチャプター11に占める割合が49％まで増加し，チャプター11の一般的な特徴といえるまでになった。

(2) RSAs に関する研究

RSAs については，2000年代初頭から理論的・規範的な研究は進められてはいたが，2010年代後半になって，特に注目を集めるようになった。例えば，Baird (2016) は，RSAs の登場によって，市場関係者が契約によって倒産手続を指揮することとなったとして「倒産の静かなる革命（bankruptcy's quiet revolution）」と表現している。チャプター11の交渉過程が，従来の債務者と複数債権者との交渉から上位債権者との間で（多くは二者間交渉）次々と交わされる交渉に変化したと指摘している。上位債権者は，事業売却や早期解決を申し立て後の融資の条件とするために RSAs を利用し，交渉過程の支配権を獲得したとしている。

Ayotte & Huang (2023) は，J. C. Penny の事例をもとに，DIP ファイナンス契約と363条セールに結び付けられた RSAs について，再建における影響力と問題点を指摘している。また，プレパッケージ型の手続が申立て前に遂行されることから，RSAs がその実行性を確実にし，プレパッケージ型を推進するものとしても利用されたと指摘している。

Janger & Levitin (2020) は，363条（b）に基づく計画前の全資産売却と1129条に基づく再建計画に基づく資産売却における RSAs の利用による効果と問題点を指摘している。迅速な売却の効率性と計画の保護手続の間の橋渡しをする可能性があるが，倒産手続を濫用する恐れもあると指摘している。

Skeel (2020) は，RSAs 普及の背景として，急速な技術の進歩などにより，経営難に陥った企業の継続企業価値が急激に減少する傾向にあるため，債権者は DIP ローン契約等を利用し，迅速に再建しようとすることを指摘する。また，ディストレスト債券市場の急成長により，債権者は常に変動する状況において，取引内容を継続するために RSAs が利用されるようになったとも指摘している。

Ayotte & Ellias (2021) は，2020年の Neiman Marcus や J.Crew 等の事例から，経営陣と上位債権者によって締結された RSAs が DIP ローン契約に結び付けられることによって，債権者に倒産手続の過程の支配権を大幅に委譲する手段となっていることを指摘している。

Casey et al. (2022) は，2020年末までに申立てが行われた大型チャプター11（総資産額1億ドル以上，440件）を対象に，RSAs に含まれる条項の内容やその変化について実証分析を行った。

RSAs の内容について，まず「マイルストーン」やこれに類する「期限を示す表現」（例えば，「遅くとも」（no later than）など）が多く見られるように

3）阿部信一郎編・粕谷宇史 (2014) p. 184。Skeel (2020) によると，RSAs は通常契約が倒産前に交渉された場合に使用され，PSAs は契約が破産後に交渉された場合に使用される。

なった。「マイルストーン」という言葉が RSAs に登場したのは 2009 年が初めてであり，2012 年以降に急増した。2020 年には，約 90％の案件において「マイルストーン」という用語が使われている。マイルストーンの増加は，RSAs が「チャプター 11 におけるタイミングを支配する」メカニズムとして，ますます使用されるようになっていることを示している。

また，KEIP/KERP（Key Employee Incentive Plans/Key Employee Retention Plans）と呼ばれる経営者インセンティブ・プランが，2010 年に RSAs に含まれるようになった。これらの条項は，通常，RSAs 関係者の明示的な同意がない限り，すでに合意している以外の「新たな役員報酬やリテンション・プランを採用しない，役員賞与，報奨金，リテンション・ペイメントの承認または支払を行わないという契約」である。これらによって，債務者の取締役会や経営陣の変更を制限することもある。一方では，同意した RSAs 当事者は，債務者の経営陣に対する支配権を確保するために利用し，他方で，主要な関係者の支援を確保した後，経営陣が役得を引き出さないようにするための保護装置として機能する可能性もあり，「支配」の方法のひとつといえる。これらの動きから，RSAs は，債権者間の交渉摩擦の緩和とは対照的に，「支配」に関連する条項が 2010 年以降，より一般的になったと指摘している。

4. ディストレスト債券市場における投資家行動に関する研究

(1) ディストレスト債券市場の拡大

連邦倒産法に基づく再建過程または清算過程にある企業を含む，経営破綻や経営不振により財務的危機に陥っている企業に対する債権をディストレスト（distressed）債権，その企業が発行する株式や債券をディストレスト証券という[4]。

Altman & Benhenni（2018）によると，1980 年代の負債に多く依存したリストラクチャリングの反動から 1989〜1992 年に債務不履行および大企業の倒産が大幅に増加したことを背景に，1990 年代に入って，倒産企業の債券を売買するディストレスト債券の取引市場が出現した。ディストレスト債券市場は，1990 年初めは額面 3,000 億ドル，時価 2,000 億ドルであったのが，IT バブル崩壊を背景に 2002 年には額面 9,400 億ドル，時価 5,000 億ドル，金融危機を背景に 2008 年から 2009 年にかけては，額面 3 兆 6,000 億ドル，時価 2 兆ドルにまで拡大した。このような市場に投資するディストレスト投資家の活動が活発となり，積極的に関与するようになってきたことは多く指摘されている（Hotchkiss & Mooradian, 1997; Ivashina, Iverson, & Smith, 2016; Jiang, Li, & Wang, 2012）。

(2) ディストレスト投資家の行動に関する研究

Altman & Benhenni（2018）は，ディストレスト投資家を 3 つのタイプ―Active control investors, Active noncontrol investors, Passive investors―に分類し，その投資行動の特徴を示しているが，ヘッジファンドなどの特定の投資家に焦点を当てて，その投資行動を分析した研究が多数ある。それぞれが，どのような目的で，どのようなタイミングで，資本構造のどの部分に参加しているのか。それによって，再建過程や再建結果にどのような影響を及ぼしているのかなどを明らかにしている。

Hotchkiss & Mooradian（1997）は，ハゲタカ投資家（vulture investors）がデフォルト企業に与える影響を分析した最初の研究であり，経営難に陥った企業のガバナンスと再建において果たす役割を明らかにした。デフォルト企業（1983〜1993 年，288 社）のうち，ハゲタカ投資家が関与した企業は，チャプター 11 申立て前から債券の取得を行っていること，チャプター 11 による再建の割合が高いこと，そして，上位債権の 3 分の 1 以上を保有する場合が多いことや半数が再建企業の株式の 5％以上を所有する「ブロック・ホルダー」であることなどを明らかにした。このような行動を通じて，ハゲタカ投資家は，

4）Altman は，額面金額の 80％未満すなわち満期までの利回りが米国 10 年国債金利を 10％以上上回る債券やローンを「ディストレスト」，債務不履行に陥り，経営再建中（通常はチャプター 11 適用）の企業の債券またはローンを「デフォルト」と定義している。しかし，一般的には本文中のような定義が多い。

取締役会に参加したり，CEO や会長に就任する。また，債券を取得することによって，再建後の株式の過半数を所有するなどにより，再建企業を支配していることを明らかにした。のちに，Li & Wang（2016）は，DIP ローンの貸し手を「loan-to-loan」と「loan-to-own」に分類し，その戦略とチャプター 11 から脱却する企業のガバナンスの結果に及ぼす影響を検証しているが，この「loan-to-own」戦略という表現に表されるような，株式に転換される債券の保有について，Hotchkiss & Mooradian （1997）で，すでにその状況が指摘されていた。

Hotchkiss & Mooradian（1997）は，さらに，ハゲタカ投資家による債券の購入によって，対象企業の普通株式と債券の異常リターンがプラスになるという結果を得ている。また，再建後の業績についても，ハゲタカ投資家が対象企業の経営に積極的であるほど，再建前の水準よりも改善しており，経営陣を規律付けすることによって，企業価値の向上に寄与していると結論づけている。

Jiang et al.（2012）は， Hotchkiss & Mooradian（1997）の後継となる研究として，再建過程におけるヘッジファンドの関与に関する初めての研究（1996 年～2007 年，大規模なチャプター 11，474 件）を行っている。ヘッジファンドが，ディストレス債券市場で最も活発な投資家であること（ディストレス債券年間取引高の半分を占めるなど）を示し，また DIP ファイナンスの提供を通じて有担保債権側に，無担保債権者委員会への参加を通じて無担保債権側に，エクイティ委員会への参加や loan-to-own 戦略を追求してエクイティ側に参加するなど倒産企業の資本構造のいたるところに存在することを明らかにしている。なかでも再建過程に大きな影響を及ぼすことができる「支点（fulcrum）」となる無担保債権を戦略的に取得し，loan-to-own 戦略を開始し，プレパッケージ型で高い回収率を享受することを見出している。

ヘッジファンドの無担保債権者としての行動により，債務者に及ぼす影響は，債務者が再建計画を提出する排他的権利を喪失する確率の上昇や，CEO の交代および主要な人材の KERP 採用の確率の上昇に現れる。また，有担保債権者に及ぼす影響は，再建過程からの高い脱却確率（有担保債権者の清算バイアスの克服），無担保債権の回収率と株式に転換される可能性（loan-to-own 戦略による財務的制約の緩和）の上昇に現れる。

ヘッジファンドと株価の関係も分析しており，無担保債権者にヘッジファンドが含まれる場合は，プラスの株価反応がみられる。これは，他の債権者を犠牲にした価値抽出ではなく，無担保債権者としてのヘッジファンドが債務者や債権者に与える影響によってもたらされる効率性の向上によるものであると結論づけている。

Lim（2015）は，法廷外債務再編，従来のチャプター 11，プレパッケージ型の幅広い選択肢によって経営難の解決を試みたリストラクチャリング（2001～2011 年，469 社）におけるヘッジファンドの役割を調査した。Lim（2015）もまた Jiang et al.（2012）と同様に，ヘッジファンドは，無担保債権を中心に取得し，fulcrum 債券に集中的にポジションを獲得することによって，再建過程に大きな影響力を与えていることを明らかにした。そして，ヘッジファンドは，プレパッケージ型の 3 分の 2 に関与しており，積極的な関与がプレパッケージ型を完了する確率の上昇に寄与していることも明らかにしている。ヘッジファンドは，有担保債権者としても無担保債権者としても債権者間のホールドアウト問題を緩和することができ，再建の迅速化や債務削減の大きさに影響を及ぼし，結果として，価値を創造することができることを示している。

Iwashina, Iverson, & Smith（2016）は，再建過程における債券取引による負債所有構造の変化がチャプター 11 の再建結果に及ぼす影響を明らかにするために，申立てから再建計画の投票までの様々な投資家の行動を分析した（1998 年～2009 年，136 社）。その結果，申立て開始時には，積極的投資家（ヘッジファンド等）は，銀行や非金融法人と比較して，債券の比較的小さな割合を所有している。しかし，再建計画の投票までには，投票権のある fulcrum 債券を倍以上に増加させている。再建過程における債券取引によって，投票権のあるクラスの債券所有権の集中度が高くなるほど，プレアレンジ型や継続企業として売却されるの可能性が高まることにより，結果として再建のスピードが向上することを明らかにしている。

Feldhutter, Hotchkiss, & Karakaş（2016）は，債務不履行における債権者による支配権の移行が債券のプライシングに与える影響を分析している。そこで，債権者の影響力が最も大きい，支配権の変更にとって最も重要な債券は中位価格の債券であり，それが fulclum 債券であると指摘している。

このように，ヘッジファンドは fulcrum となる無担保債権を戦略的に取得している。fulcrum 債券は，本質的には完全に回収されない最も上位の債権で，再建企業の株式の過半数をを受け取る可能性が高い。fulcrum 債券が交渉の中心になることが多いため，債券保有者は，交渉過程や再建計画の形成に対して大きな発言力をもち，さらに再建企業の株主となり，再建後の経営に大きな影響を及ぼすことになるのである。

PE 投資家の行動についての研究も多くみられる。Hotchkiss, Smith, & Stromberg（2021）の研究（1997～2010 年，レバレッジド・ローン市場で借入 2151 社）では，PE 投資家の支援を受ける企業は，そうでない企業に比べ，法廷外の債務再編またはプレパッケージ型によって再建を図ることが多く，結果として，より迅速に再建を行い，コストも軽減できる。また，通常のチャプター 11 の場合も，PE 投資家の関与があったほうが，手続期間が短い。PE 投資家は，企業が苦境に陥った際に資本を注入することが多く，再建後も経営権を維持する傾向が強く，結果として迅速に解決し，再建に積極的な役割を果たしているとしている。Bernstein, Lerner, & Mezzanotti（2019）は，金融危機の間，PE に支援された企業は，同業他社よりも投資の減少が少なく，より多くの株式や負債による資金調達を行い，資産や市場シェアを増加させたことを明らかにしている。

このように，PE の行動に対する肯定的な見解が示されている一方で，短期主義によってレバレッジを高めるインセンティブが働き，財務的破綻に陥る可能性が高くなる懸念があるという指摘もある。Hotchkiss et al.（2021）も，PE ファンドが投資先企業から撤退しプラスのリターンを得たものの，その後にデフォルトに陥ったいくつかの有名な事例があり，この批判に拍車をかけていると指摘している。

ディストレスト債券市場の拡大や 363 条セールの増加による，倒産企業の評価に対する影響も議論されている。Demiroglu, Franks, & Lewis（2022）は，債券の市場価格が，専門的な投資家による取引の結果として，参加者による倒産企業の評価を改善するのに役立っているとしている。また，Roe & Simkovic（2024）は，チャプター 11 の成功について，市場評価と市場取引を促進する制度がともに機能するように変化してきたことにあるとしている。363 条セールによる全社売却およびディストレスト債券市場の拡大・ディストレスト投資家の洗練化によって，バリュエーションが改善され，「市場価値」への転換が図られるようになった。破産裁判所および実務において，「市場価値」の利用が普及することによって，当事者の摩擦を減少させ，手続を迅速化し，また，市場取引における企業の再配置を可能にし，取引がより容易に成立し，再建を達成することができるようになったとしている。

むすびにかえて

金融危機や COVID-19 感染拡大など，世界経済に大きな打撃を与え，世界中の企業が巻き込まれる未曾有の事態を経験してきた。そのような事態に対して，各国で，法廷内外を含め，様々な倒産処理・事業再生の手続や手法が検討され，実施されてきた。それらの施策や活動について，米国では，これまで法律的な観点からだけでなく，金融・財務的観点からも豊富なデータを活用し，膨大な研究が蓄積されてきた。それらの研究のなかから，本稿では，チャプター 11 制定以来の大きな変化 2 点，手続期間の短縮化およびディストレスト投資家の行動について，主な先行研究をまとめ，研究動向を整理した。

手続期間の短縮化を可能にした要因は，プレパッケージ型やプレネゴシエイト型の増加および 363 条セールの増加である。そして，近年利用が一般化している RSAs である。RSAs は，プレパッケージ型やプレネゴシエイト型，プレアレンジ型と 363 条セールの組み合わせで利用され，実行性を高める推進力となっている。また，RSAs は DIP ローン契約と連動していることも多い。さらに，「マイルストーン」の設定や経営者インセンティブ・プランなどの条項から，再建過程を支配し，結果として企業の支配権獲得のための重要な手段となっていること

が明らかにされている。RSAs に関する研究はまだ少ないが，その再建過程や結果への影響は大きく，注目される。

ディストレスト投資家については，ヘッジファンドを中心に，その投資行動を分析した文献をまとめた。ヘッジファンドが関与した場合は，プレパッケージ型を採用することが多いことや 363 条セールの可能性が高まることも指摘されている。様々な段階の債券に投資するが，なかでも fulclum となる無担保債権を戦略的に取得し，再建過程において大きな影響を及ぼすことが，多くの研究で明らかにされている。さらに，再建後は株主となり支配するという loan-to-own 戦略をとる。RSAs は，このようなディストレスト投資家の行動を推進する役割を果たしている。

今後もディストレスト投資家が再建に大きな影響を及ぼすと考えられ，債権者と債務者の関係，債権者間の関係，ディストレスト投資家の再建過程および再建後における行動など債権者のガバナンスの状況とその再建結果へ影響が注目される。

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（2022）「米国におけるプレパッケージ型チャプター 11 の動向—One-day Bankruptcy を中心に—」『海外事情研究』49，93-106。

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—』一般社団法人金融財政事情研究会。

山本和彦・山本研編・民事再生研究会（2014）『民事再生法の実証的研究』商事法務。

Altman, E. I., & Benhenni, R. (2019). The anatomy of distressed debt markets. *Annual Review of Financial Economics, 11* (1), 21-37.

Anderson, A. M., & Ma, Y. Y. (2014). Acquisitions in bankruptcy : 363 sales versus plan sales and the existence of fire sales. *American Bankruptcy Institute Law Review, 22* (1), 1-34.

Ayotte, K., & Morrison, E. R. (2009). Creditor control and conflict in Chapter 11. *Journal of Legal Analysis, 1* (2), 511-551.

Ayotte, K., & Ellias, J. A. (2021). Bankruptcy process for sale. *Yale Journal on Regulation, 39* (1), 1-60.

Ayotte, K., & Huang, A. Z. (2023). Standardizing and unbundling the Sub Rosa DIP loan. *Emory Bankruptcy Developments Journal, 39* (3), 523-558.

Baird, D. G. (2015). Chapter 11's expanding universe, *Temple Law Review, 87,* 975-988.

Baird, D. G. (2016). Bankruptcy's quiet revolution. *University of Chicago Coase-Sandor Institute for Law & Economics Research Paper, 755,* 1-41.

Baird, D. G., & Rasmussen, R. K. (2002). The end of bankruptcy, *Stanford Law Review, 55,* 751-789.

Bernstein, S., Lerner, J., & Mezzanotti, F. (2019). Private equity and financial fragility during the Crisis. *The Review of Financial Studies, 32* (4), 1309-1373.

Betker, B. L. (1995). An empirical examination of prepackaged bankruptcy. *Financial Management, 24* (1), 3-18.

Casey, A., Tung, F., & Waldock, K. (2022). Restructuring support agreements: An empirical analysis. *University of Chicago Coase-Sandor Institute for Law & Economics Research Paper, 1008,* 1-31.

Demiroglu, C., Franks, J., & Lewis, R. (2022). Do market prices improve the accuracy of court valuations in Chapter 11? *The Journal of Finance, 77* (2), 1179-1218.

Feldhütter, P., Hotchkiss, E., & Karakaş, O. (2016). The value of creditor control in corporate bonds. *Journal of Financial Economics, 121* (1), 1-27.

Gilson, S. C., Hotchkiss, E. S., Osborn, M. G., & Waldock, K. (2015). Cashing out: the rise of M&A in bankruptcy. *Harvard Business School Working Paper,* 15, 1-5.

Hotchkiss, E. S., & Mooradian, R. M. (1997). Vulture investors and the market for control of distressed firms. *Journal of Financial Economicis, 43* (3), 401-432.

Hotchkiss, E. S., Thorburn, K. S., & Wang, W. (2023). The changing face of Chapter 11 bankruptcy: Insights from recent trends and research. *Annual Review of Financial Economics,* 15, 351-367.

Hotchkiss, E. S., Smith, D. C., & Strömberg, P. (2021).

Private equity and the resolution of financial distress. *Review of Corporate Finance Studies 10* (4), 694-747.

Ivashina, V., Iverson, B., & Smith, D. C. (2016). The ownership and trading of debt claims in Chapter 11 restructurings. *Journal of Financial Economics, 119* (2), 315-335.

Janger, E. J., & Levitin, A. J. (2020). Badges of opportunism: Principles for policing restructuring support agreements. *Brooklyn Law School, Legal Studies Paper, 629,* 168-190.

Jiang, W., Li, K., & Wang, W. (2012). Hedge funds and Chapter 11. *The Journal of Finance, 67* (2), 513-560.

Li, K., & Wang, W. (2016). Debtor-in-possession financing, loan-to-loan, and loan-to-own. *Journal of Corporate Finance, 39,* 121-138.

Lim, J. (2015). The role of activist hedge fund in financially distressed firms. *Journal of Financial and Quantitative Analysis, 50* (6), 1321-1351.

LoPucki, L. M., & Doherty, J. W. (2002). Why are Delaware and New York bankruptcy reorganizations failing. *Vanderbilt Law Review, 55,* 1933-1985.

Ma, S., Tong, J. T., & Wang, W. (2022). Bankrupt innovative firms. *Management Science, 68* (9), 6971-6992.

Roe, M. J. (2017). Three ages of bankruptcy. *Harvard Business Law Review, 7,* 187-219.

Roe, M. J. & Simkovic, M. (2024). Bankruptcy's turn to market value. *USC CLASS Research Paper, 24* (23), 1-58.

Skeel, D. A. Jr. (2020). Dsitorted choice in corporate banktuptcy. *Yale Law Journal, 130* (2), 366-426.

Tashjian, E., Lease, R. C., & McConnell, J. J. (1996). An empirical analysis of prepackaged bankruptcies. *Journal of Financial Economics, 40* (1), 135-162.

Teloni, F. (2015). Chapter 11 uration, preplanned cases and refiling rates: An empirical analysis in the post-BAPCPA era. *American Bankruptcy Institute Law Review, 23,* 571.

Westbrook, J. L. (2015). Secured creditor control and bankruptcy sales: An empirical view. *University of Illinois Law Review, 2015* (2), 831-846.