

会社の倒産局面におけるヘッジファンド・アクティビズム

増 田 友 樹

富山大学紀要. 富大経済論集 第65巻第3号抜刷（2020年3月）

富山大学経済学部

会社の倒産局面におけるヘッジファンド・アクティビズム

増 田 友 樹

キーワード：ヘッジファンド・アクティビズム，コーポレート・ガバナンス，
企業買収，事業再生

- 1 はじめに
- 2 倒産局面におけるヘッジファンド・アクティビズムの特徴
- 3 倒産局面におけるヘッジファンド・アクティビズムに関する議論
- 4 アメリカの倒産手続を対象にした実証研究の紹介
- 5 倒産局面におけるヘッジファンド・アクティビズムの意義と課題
- 6 おわりに

1 はじめに

近年，わが国でも，ヘッジファンド・アクティビズム（ヘッジファンドが対象会社の経営・財務戦略に影響を与えようとする活動）に関する研究が盛んに行われてきた¹。それらの研究は，ヘッジファンドが上場会社の株主として活動する場面を対象に，その特徴や意義などについて検討する（以下では，このような場面でのヘッジファンドの活動を「平常時のヘッジファンド・アクティビズム」という）。

* 本稿の執筆に際して，岩淵重弘専任講師，木村健登博士後期課程院生，熊代拓馬日本学術振興会特別研究員，津野田一馬准教授，仲卓真特定助教，そのほか関西新世代商事法研究会（於：大阪大学）の参加者から多くの貴重なコメントを頂きました。深く感謝申し上げます。

1 白井正和「アクティビスト・ヘッジファンドとコーポレート・ガバナンス」商事法務2109号（2016年）34頁以下，田中亘「機関投資家とアクティビズム」ジュリスト1515号（2018年）40頁以下，山田剛志「ヘッジファンド・アクティビズムの隆盛と株主の権利」商事法務2199号（2019年）26頁以下など。

これに対して、会社の倒産局面（in financial distress）における債権者としてのヘッジファンドの活動は、ほとんど議論されてこなかった（以下では、このような場面でのヘッジファンドの活動を「倒産局面におけるヘッジファンド・アクティビズム」という）²。その背景の1つには、わが国では、不良債権の市場（債権のセカンダリー市場やハイイールド債市場）が活発でないという事情があったと思われる³。

しかし、実務側からはわが国においても不良債権の市場を拡大させる必要性が指摘されており⁴、そのための提言も従来からなされてきた⁵。当然のことながら、不良債権の市場が拡大すれば、倒産局面におけるヘッジファンドの活動も増加することが予想される。また、ヘッジファンドがそのような局面で積極的に活動することで、不良債権の市場もより活発になるだろう。

もっとも、従来のわが国の研究においてヘッジファンドに期待されてきた役割を、会社の倒産局面においても同様に期待できるのかは明らかでない。後でみるように、倒産局面におけるヘッジファンドの活動は、対象会社への投資手段や関与の方法、それに伴って生じる問題点などに関して、平常時のそれとは大きく異なるからである。したがって、わが国でも、会社の倒産局面に焦点を当てて、ヘッジファンドの活動の意義や課題を理解しておくことは有益であるように思われる。

そこで、本稿は、会社の倒産局面におけるヘッジファンド・アクティビズムに関するアメリカの研究のサーベイに取り組んだ。アメリカでは、2000年以降、

2 本稿における「会社の倒産局面」とは、会社の財政状態が悪化した、またはそれ以降の状況を想定する。

3 大川友宏「米国ディストレストM&Aと日本への示唆」商事法務2144号（2017年）51～52頁。

4 大川・前掲注（3）52頁。

5 淵田康之「貸出債権の市場取引拡大のための制度的対応について」資本市場クォーターリー8巻1号（2004年）4～5頁。なお、2019年6月に、わが国で初めて公募でのハイイールド債（低格付け債）が発行された。

会社の倒産局面におけるヘッジファンドの活動が盛んになり⁶, そのことについての研究も数多く行われてきたからである。そこでは、ヘッジファンドが債権者として対象会社の事業再建に影響を与えることや対象会社の支配権を取得することの是非が議論されている。

以下では、2で倒産局面におけるヘッジファンド・アクティビズムの特徴を確認する。その後、3ではそうしたヘッジファンドの活動に関する議論、4ではそのことに関連する実証研究を紹介する。これらを踏まえて、5で、倒産局面におけるヘッジファンド・アクティビズムについての意義と課題を述べる。6は、簡単なまとめである。

2 倒産局面におけるヘッジファンド・アクティビズムの特徴

ヘッジファンドという名称は、投資活動や情報開示などに関して設けられる様々な規制の適用を受けることがないファンドを指して用いられる⁷。このようなヘッジファンドの活動は、会社の倒産局面であっても平常時であっても、対象会社の経営戦略等に積極的に影響を与えようとする点では変わらない⁸。ただ、そのために用いる投資手段や関与の方法は大きく異なる。

6 Michelle M. Harner et al., *Activist Investors, Distressed Companies, and Value Uncertainty*, 22 AM. BANKR. INST. L. REV. 167, 178(2014).

なお, Johathan C. Lipson, *Governance in the Breach : Controlling Creditor Opportunism*, 84 S. CAL. L. REV. 1035, 1048(2011)によれば, 1980年代頃から, いわゆるディストレスト投資家の活動はみられたようである。

7 白井・前掲注(1) 35頁, 田中・前掲注(1) 40頁。同様の定義がアメリカの研究においても用いられている。See Jongha Lim, *The Role of Activist Hedge Funds in Financially Distressed Firms*, 50 J. FIN. & QUANTATIVE ANALYSIS 1321, 1324(2015), Sparkle L. Alexander, *The Rule 2019 Battle: When Hedge Funds Collide with the Bankruptcy Code*, 73 BROOK. L. REV. 1411, 1414(2008), Bo J. Howell, *Hedge Funds: A New Dimension in Chapter 11 Bankruptcy Proceedings*, 7 DEPAUL BUS. & COM. L.J. 35, 37-38(2008).

8 Marcel Kahan & Edward Rock, *Hedge Fund Activism in The Enforcement of Bondholder Rights*, 103 NORTHWESTERN UNIV. L. REV. 281, 294(2009). ヘッジファンドが積極的に活動する理由として, ヘッジファンドのマネージャーの報酬がヘッジファンドの収益と強く結びついていることが指摘されている。Lim, *supra* note 7, at 1324-25.

以下では、平常時のヘッジファンド・アクティビズムの特徴（１）を簡単に確認した上で、倒産局面におけるそれ（２）をみていく。なお、（２）の説明は、特に断らない限り、アメリカの再建型倒産手続であるチャプター 11 を前提にしている。

（１） 平常時のヘッジファンド・アクティビズム

① 投資手段および関与の方法

ヘッジファンドは、一般的に、対象会社の選定およびその株式を取得した上で、具体的な提案やそれに関する交渉を積極的に行っていく⁹。対象会社の経営戦略等に重要な影響を及ぼすことで、企業価値（株価）を向上させることが目的である¹⁰。

もっとも、ヘッジファンドは、資金面の制約などから、一般的に対象会社の支配権を獲得することまではないとされる¹¹。むしろ、伝統的な機関投資家など他の株主からの支持を得ながら、株主提案や委任状勧誘を通じて対象会社の経営戦略等に影響力を及ぼそうとする。

② わが国の研究による評価

このような平常時のヘッジファンド・アクティビズムについて、わが国の研究は、以下のように評価する。

白井正和は、アメリカの研究を踏まえて、ヘッジファンドと伝統的な機関投資家の相補的な役割分担の望ましさはわが国においても基本的に妥当すると述べる¹²。したがって、ヘッジファンド・アクティビズムを通じた企業価値の向上を実現するために、様々な環境整備が必要であることを指摘する¹³。さらに、

9 白井・前掲注（１）36頁、山田・前掲注（１）32頁。

10 白井・前掲注（１）37頁、田中・前掲注（１）40～41頁。

11 白井・前掲注（１）36頁。山田・前掲注（１）27頁も参照。

12 白井・前掲注（１）40頁。

13 白井・前掲注（１）41頁。

田中亘も、アメリカの研究を踏まえて、株式市場が将来収益を十分に織り込むという意味で効率的である場合には、ヘッジファンド・アクティビズムが企業価値を高める可能性があるとする¹⁴。したがって、ヘッジファンドの活動が企業価値を損なう恐れに留意しつつも、ヘッジファンド・アクティビズムを阻害しないような制度設計を行う必要性を述べる¹⁵。

こうした評価に対して、山田剛志は、ヘッジファンドやそれと連携する者が十分な情報開示がなされないまま大きな議決権を持った上で、ヘッジファンド側の提案を対象会社に受け入れてもらうように働きかけることを問題として指摘する¹⁶。仮にこのようにして提案が対象会社に受け入れられた場合、低い株価で大量の株式を取得していたヘッジファンドの側には、そのような情報を知らない一般株主が受領できない株価の超過収益が生じるからだとされる¹⁷。

(2) 倒産局面におけるヘッジファンド・アクティビズム

① 投資手段

ヘッジファンドは、会社の倒産局面において様々な投資手段を用いる。その中で最もメジャーな投資手段は、第三者からの無担保債権（一般債権）の取得である。具体的には、対象会社の社債や銀行の貸付債権である¹⁸。銀行や保険会社のような伝統的な金融機関が保有する不良債権を売却するようになったことで、ヘッジファンドなどのいわゆる非伝統的な投資家がこのようなマーケッ

14 田中・前掲注(1) 44頁。

15 田中・前掲注(1) 43～44頁。

16 山田・前掲注(1) 32～33頁。

17 山田・前掲注(1) 33頁。

18 Anthony J. Casey, *Auction Design for Claims Trading*, 22 AM. BANKR. INST. L. REV. 133, 135(2014). もちろん、ヘッジファンドは、担保付債権や株式を取得する場合もある。また、倒産手続開始後であれば、対象会社に対する取引債権が売買されることもあるとされる。Michelle M. Harner, *The Corporate Governance and Public Policy Implications of Activist Distressed Debt Investing*, 77 FORDHAM L. REV. 703, 712-13(2008).

トに参入しやすくなった¹⁹。

ヘッジファンドは、倒産手続開始前あるいは手続開始後早い段階で、対象会社の社債や銀行の貸付債権を額面よりも大幅に安い金額で購入する。その後、再建型の倒産手続を通じてその価値を回復させた債権を転売するか、そのまま保持して債権の弁済を受けるか、あるいは債権を対象会社の株式に転換する(デット・エクイティ・スワップ)などして利益を得る²⁰。

とりわけ、デット・エクイティ・スワップのように会社の支配権を得ることで利益を得ようとする戦略は、*loan to own* 戦略と呼ばれる²¹。このように呼ばれるのは、対象会社の支配権を得るために債権を取得するからである。*Loan to own* 戦略には、デット・エクイティ・スワップ以外にも、ヘッジファンドが対象会社の事業を譲り受ける方法がある²²。

以上のように、ヘッジファンドは、会社の倒産局面において、株式ではなく、主として債権を取得する。そのような場面では、株主としての立場よりも、債権者のほうが会社の事業再建に大きな影響を及ぼすことができるからである²³。また、ヘッジファンドは、平常時と異なり、対象会社の支配権を取得することもある。

19 Harvey R. Miller & Shai Y. Waisman, *Is Chapter 11 Bankrupt?*, 47 B.C.L. REV. 129,153(2005).

20 Edith S. Hotchkiss & Robert M. Mooradian, *Vulture Investors and the Market for Control of Distressed Firms*, 43 J. FIN. ECON. 401, 402(1997), Michelle M. Harner, *Trends in Distressed Debt Investing: An Empirical Study of Investors' Objectives*, 16 AM. BANKR. INST. L. REV. 69, 75(2008).

21 Michelle M. Harner, *Activist Distressed Debtholders : The New Barbarians at the Gate*, 89 WASH. UNIV. L. REV. 155, 165(2011).

22 EDWAED I. ALTMAN ET AL., *CORPORATE FINANCIAL DISTRESS, RESTRUCTURING, AND BANKRUPTCY* 125(4th ed. 2019).

23 Michelle M. Harner, *Corporate Control and the Need for Meaningful Board Accountability*, 94 MINN. L. REV. 541, 544(2010).

② 関与の方法

ヘッジファンドによる対象会社の事業再建への関与にも、様々な方法がある。その中で最も単純な方法は、チャプター 11 における再建計画についての議決権の行使とそれを踏まえた対象会社との交渉である²⁴。ヘッジファンドは、平常時における株式の取得と異なり、再建計画に関する決議の結果に単独で影響を与えることができるくらいの債権を取得することも多い²⁵。不良債権は大幅にディスカウントして取引されるために、比較的少ない資金で大量の債権を購入できるからである²⁶。ヘッジファンドは、このような支配力を背景に、対象会社の日々の運営にも積極的に関与していく²⁷。場合によっては、再建計画に関する議決権の行使だけでなく、管財人の選任申立てや開示説明書に対する異議申立て、調査委員の選任申立てなど、倒産法上の他の権利を行使することで、対象会社の事業再建に対して影響を及ぼしていく²⁸。

また、議決権の行使と並ぶ重要な事業再建への関与の方法として、チャプター 11 における（一般）債権者委員会の構成員になることが挙げられる²⁹。アメリカの債権者委員会は、再建計画の作成への参加を認められているからであ

24 Harner, *supra* note 18, at 732, Oscar Couwenberg & Stephen J. Lubben, *Private Benefits Without Control? Modern Chapter 11 and the Market for Corporate Control*, 13 BROOK. J. CORP. FIN. & COM. L.145, 153(2018).

25 Harner et al., *supra* note 6, at 183.

26 Edward J. Jagner & Adam J. Levitan, *One Dollar, One Vote: Mark-to-Market Governance in Bankruptcy*, 104 IOWA L. REV. 1857, 1883-84(2019).

27 See Paul M. Goldschmid, *More Phoenix Than Vulture: The Case for Distressed Investor Presence in the Bankruptcy Reorganization Process*, 1 COLUM. BUS. L. REV.191, 208 (2005).

28 Jared A. Elias, *Do Activist Investors Constrain Managerial Moral Hazard in Chapter 11? : Evidence from Junior Activist Investing*, 8 J. LEGAL ANALYSIS 493, 506-07(2015).

29 アメリカの債権者委員会の構成員の選任に関しては、かなりの自由度があるとされる。柴田義人ほか「比較法的観点から見た債権者委員会の活用」野村剛司『多様化する事業再生』（商事法務、2017年）61頁。

る³⁰。

さらに、ヘッジファンドは、対象会社に対して倒産手続開始後に新たに貸付けを行うこともある（いわゆる DIP ファイナンス）。このときに、貸付契約のコベナント条項によって対象会社をコントロールしようとする³¹。

以上のように、倒産局面におけるヘッジファンドの活動は、平常時に比べて、より一層対象会社の経営戦略等（事業再建）に影響を与えることができる。また、平常時のように他の伝統的な金融機関と協力するのではなく、むしろ単独で影響力を行使する。

3 倒産局面におけるヘッジファンド・アクティビズムに関する議論

アメリカの議論は、倒産局面におけるヘッジファンド・アクティビズムについて、否定的な評価を行う傾向にある³²。ヘッジファンドなど不良債権を取得して会社の経営に影響を及ぼそうとする者をハゲタカ（vulture）と呼ぶことがあるように³³、そのネガティブな印象は根強い³⁴。アメリカの研究を参照したわが国の研究においても、不良債権を第三者から取得する者について、「…自己の投資に対する利益の最大化であって、債務者の再建はそれ程重要視されず、手続に要する時間が一番の関心事となる」といったやや否定的な評価がなされ

30 Harner, *supra* note 18, at 732, Douglas G. Baird & Robert K. Rasmussen, *Antibankruptcy*, 119 YALE L. J. 647, 661(2010). ヘッジファンドは、正式な債権者委員会ではなく、非公式（unofficial）あるいはアドホック（ad hoc）な委員会の構成員として、対象会社の再建手続に関与していくこともあるとされる。Alexander, *supra* note 7, at 1420-21.

31 Miller & Waisman, *supra* note 19, at 153-54, Robert K. Rasmussen, *Taking Control Rights Seriously*, 166 UNIV. PENN. L. REV. 1749, 1767-68(2017). 他にも CRO(Chief Restructuring Officer)を選任することで、倒産手続に関与する方法もある。

32 See, Ellias, *supra* note 28, at 500.

33 Richard D. Thomas, *Tipping the Scales in Chapter 11: How Distressed Debt Investors Decrease Debtor Leverage and the Efficacy of Business Reorganization*, 27 EMORY BANKR. DEV. J. 213, 213-14 (2010).

34 See John C. Coffee Jr. & William A. Klein, *Bondholder Coercion :The Problem Constrained Choice in Debt Tender Offers and Recapitalizations*, 58 U. CHI. L. REV. 1207, 1214(1991).

ている³⁵。

以下では、先に2つの肯定的な評価(1)を確認した後で、4つの否定的な評価(2)をみていこう(これらの評価は、いずれもアメリカの企業の事業再建を前提にしている)。

(1) 肯定的な評価

① 流動性の提供

倒産局面におけるヘッジファンドの活動のメリットとして、ヘッジファンド以外の債権者や対象会社への流動性(liquidity)の提供が挙げられる。

対象会社の債権者の中には、チャプター11に参加するための時間や専門的な知識を有しない債権者もある³⁶。あるいは、何らかの理由により債権を早期に売却したい者もある³⁷。そうした債権者からすれば、会社の倒産局面で債権を購入するヘッジファンドは、まさに流動性を提供してくれる者に当たる。

さらに、先述したように、ヘッジファンドは、DIP ファイナンスやデット・エクイティ・スワップを投資手段として用いることもある。倒産局面というリスクの大きい状況で、対象会社に資金を提供してくれる者は限られるだろう。そのような状況で投資を行うヘッジファンドは、対象会社からみても流動性を提供してくれる者に当たる³⁸。

② 対象会社やその経営陣に対する規律付け

倒産局面におけるヘッジファンドの活動は、対象会社やその経営陣に対する

35 村田典子「当事者主導型倒産処理手続の機能の変容(2・完)」民商法雑誌139巻1号(2008年)53頁。

36 Adam J. Levitin, *Bankruptcy Markets : Making Sense of Claims Trading*, 4 BROOK. J. CORP. FIN. & COM. L. 67, 73(2010), Christopher W. Frost, *Bankruptcy Voting and the Designation Power*, 87 AM. BANKR. L.J. 155, 158-59(2013).

37 Goldschmid, *supra* note 27, at 206-07.

38 Suniati Yap, *Investing In Chapter 11 Companies: Vultures or White Knights?*, 2 SW. J. L. & TRADE IN THE AMERICAS 153, 159(1995).

規律付けとして機能する。平常時においても指摘されるように、ヘッジファンドは多くのリターンを得ようとするインセンティブを有しているし、対象会社との取引関係もないために³⁹、その事業再建に積極的に関与しようとするからである。このことは、その他の債権者が対象会社の事業再建に関心を持たないという、いわゆる集合行為問題を解決する⁴⁰。その結果、ヘッジファンドの事業再建への関与は、債権者の利益の最大化を目指さない経営陣への規律付けとして機能することで⁴¹、企業価値を向上させる可能性がある。

このようなヘッジファンドによる規律付けの効果が発揮される具体的な場面として、さらに次の2つが挙げられる。

第1に、ヘッジファンドの活動は、経営者が対象会社の企業価値を過少に評価することを抑止する⁴²。経営者は、事業再建時にストックオプションを報酬として提供された場合、企業価値を過少に評価しておく可能性がある。なぜなら、現在の企業価値を真実の値よりも小さく見積もっておいたほうが、その分だけ自身の報酬も増えるからである。とりわけ、倒産会社の企業価値は不確実であることからこのような行動をとりやすい⁴³。実際、会社の倒産後に経営者が株式を受け取ったとき、その会社はより過少評価されているとの実証研究もある⁴⁴。そこで、企業価値を通常の債権者よりも正確に算定することができるヘッジファンドが事業再建に関与することで、経営者のこのような行動を抑止できる可能性がある⁴⁵。

第2に、ヘッジファンドの活動は、担保権者などのいわゆるシニア債権者に

39 Wei Jiang et al., *Hedge Funds and Chapter 11*, 67 J. FIN. 513, 516(2012).

40 See Baird & Rasmussen, *supra* note 30 at 655, Kahan & Rock, *supra* note 8, at 298, 301, Goldschmid, *supra* note 27, at 200.

41 Yap, *supra* note 38, at 159-60, Harner et al., *supra* note 6, at 179.

42 Ellias, *supra* note 28, at 495.

43 See Kenneth Ayotte & Edward R. Morrison, *Valuation Disputes in Corporate Bankruptcy*, 166 UNIV. PENN. L. REV. 1819, 1819-23(2018).

44 Stuart C. Gilson et al., *Valuation of Bankrupt Firms*, 13 REV. FIN. STUD. 43, 67-68(2000).

45 See Baird & Rasmussen, *supra* note 30, at 661.

よる企業価値を最大化しない決定を防ぐ。会社が倒産局面にある場合、シニア債権者は、事業再建に大きな影響力を有している上に、リスク回避的な戦略を好む⁴⁶。とりわけ、債権を担保によって完全に保全している債権者（担保価値が債権価値を上回っている債権者）は、倒産手続を継続することで担保資産の価値が下落するリスクを引き受けるよりも、たとえ安くても担保資産を売却（fire sale）しようとするだろう⁴⁷。また、シニア債権者は、本来であれば対象会社を再建手続によって継続させることが企業価値最大化につながるにもかかわらず、対象会社を清算しようとするかもしれない（清算バイアス）⁴⁸。そこで、無担保債権者としての地位にあるヘッジファンドが事業再建に関与することで、このような決定を防止できる可能性がある⁴⁹。

(2) 否定的な評価

① 短期的な利益追求

平常時と同様、ヘッジファンドは、倒産局面においても短期的な利益を追求しており、必ずしも対象会社の将来（事業再建）に関心がないとの批判がされる⁵⁰。ヘッジファンドからすれば、企業が事業を完全に再建できるかどうかよりも、自身の債権をできる限り早くマネタイズすることが重要だからである⁵¹。ヘッジファンドが債権者委員会の構成員である場合には、より一層短期

46 Goldschmid, *supra* note 27, at 197-98.

47 Kenneth M. Ayotte & Edward R. Morrison, *Creditor Control and Conflict in Chapter 11*, 1 J. LEGAL ANALYSIS 511, 528, 539 (2009).

48 Mark J. Roe & Frederico C. Venezz, *A Capital Market, Corporate Law Approach to Creditor Conduct*, 112 MICH. L. REV. 59, 78 (2013).

49 *Id.* at 102.

50 Jonathan C. Lipson, *The Shadow Bankruptcy System*, 89 B.U.L. REV. 1609, 1618 (2009), Levitan, *supra* note 36, at 75, Thomas, *supra* note 33, 214, Harner, *supra* note 23, at 554.

51 Miller & Waisman, *supra* note 19, at 153.

的な利益を目的とした決定が行われる可能性も指摘されている⁵²。

ヘッジファンドが短期的な利益を追求することで生じる具体的な弊害として、次の2つの問題が提起されている。

第1に、短期的な利益を追求するヘッジファンドが事業再建に関与することで、実行可能でない再建計画が承認される結果、その後再び倒産申立てが行われてしまう⁵³。平常時であれば、ヘッジファンドの株主提案等の妥当性は、市場や他の伝統的な金融機関によって判断される。これに対して、倒産手続の場合、裁判所が再生計画を最終的に承認する。もっとも、裁判所は、再建計画の実行可能性を判断するための能力を十分に有しない⁵⁴。

第2に、ヘッジファンドが自身の短期的な利益を追求する結果、対象会社やその他のステークホルダーの利益が損なわれるおそれがある⁵⁵。ヘッジファンドは、他のステークホルダーと協力して対象会社の事業再建に尽力しないからである。

② インセンティブのゆがみ⁵⁶

ヘッジファンドは、自身のポジション（無担保債権者）について金融商品を用いてヘッジすることで、対象会社の企業価値を毀損するような行動をとる。

たとえば、CDS（クレジット・デフォルト・スワップ）の利用が挙げられる。CDSにおいては、プロテクションの売り手が債権のデフォルトリスクを引き

52 Michelle M. Harner & Jamie Marincic, *Committee Capture? An Empirical Analysis of the Role of Creditors' Committees in Business Reorganizations*, 64 VAND. L. REV. 747, 796-97.

53 Miller & Waisman, *supra* note 19, at 153, Harvey Miller, *Chapter 11 Reorganization Cases and the Delaware Myth*, 55 VAND. L. REV. 1987, 2016(2002).

54 Miller, *supra* note 53, at 2006.

55 See Elias, *supra* note 28, at 494, Coffee, Jr. & Klein, *supra* note 34, at 1214, Levitan, *supra* note 36, at 72, Casey, *supra* note 18, at 135.

56 ここでいうインセンティブのゆがみとは、短期的にみても対象会社の企業価値を最大化しないような行動を意味する。

受けて、プロテクションの買い手であるヘッジファンドがその対価として手数料を支払う。仮に当該債権についてデフォルトや何らかのクレジットイベントがあれば、ヘッジファンドは、その債権の額面と等しい金銭（厳密には市場価格との差額）を受け取る⁵⁷。このようなCDSを用いることで、ヘッジファンドは、対象会社の企業価値を最大化しないような行動をとる可能性がある。具体的には、次の2つの問題が挙げられる⁵⁸。

第1に、CDSによってリスクをヘッジするヘッジファンドは、対象会社の事業をそのまま継続したほうがよい場合でも、対象会社の倒産を望む可能性がある⁵⁹。なぜなら、債権の弁済よりも、CDSによる支払いのほうがヘッジファンドにとって得になる場合があるからである。ヘッジファンドは、このような目的を実現するために、事業再建を拒絶するような行動をとる、あるいは支払訴訟を起こすかもしれない⁶⁰。

第2に、ヘッジファンドは、CDSで自身の経済的利益をヘッジしているにもかかわらず、チャプター11の再建計画に関する議決権を有するために、いわゆる株式のempty votingと同様の問題が生じる⁶¹。このような状況では、ヘッジファンドは、必ずしも対象会社の企業価値を最大化するように議決権を行使しないかもしれない。

57 Vincent S.J. Buccola et al., *The Myth of Creditor Sabotage*, 11(Oct. 8, 2019), available at <https://ssrn.com/abstract=3466275>(2019).

58 このようなインセンティブのゆがみが問題になるのは、保有する債権に対してCDSによってヘッジする割合が大きい債権者の場合である。Id. at 14.

59 Frank Partnoy & David A. Skeel Jr., *The Promise and Perils of Credit Derivatives*, 75 U. CIN. L. REV. 1019, 1034-35 (2006), Lipson, *supra* note 50, at 1616-17, Thomas, *supra* note 33, at 230.

60 Buccola et al., *supra* note 57, at 17-19.

61 Lipson, *supra* note 50, at 1649, Frost, *supra* note 36, at 172-73, Kahan & Rock, *supra* note 8, at 307, Janger & Levitan, *supra* note 26, at 1871, 1880. また、対象会社を積極的に監視するインセンティブも失うだろう。Partnoy & Skeel Jr., *supra* note 59, at 1032-33.

③ 倒産手続・事業再建の遅延

ヘッジファンドは、①や②のような理由から、対象会社の利益のためではなく、自身の利益のために倒産手続・事業再建においてごねるかもしれない（ホールドアップの問題）⁶²。また、その他の債権者との利害衝突が生じることで、倒産手続が長引くおそれもある⁶³。このような倒産手続・事業再建の遅延によって、それだけ対象会社の財産が減少する⁶⁴。

④ 債権の取得を通じた支配権の獲得

これまでに紹介してきた3つの否定的な評価は、いずれもヘッジファンドの活動が対象会社の事業再建に与える悪影響を指摘していた。近時、これとは全く異なる点が倒産局面におけるヘッジファンド・アクティビズムの問題として指摘されている。それは、ヘッジファンドが対象会社の倒産手続・事業再建に関与し、最終的に支配権を取得することを問題視する見解である⁶⁵。先述したように、ヘッジファンドは、loan to own 戦略を用いて対象会社の支配権を獲得する場合もあり、その場合には株式市場における買収者と類似した立場にある⁶⁶。

このような債権の取得および倒産手続を通じた支配権の獲得には、次の2つの問題が指摘されている。

第1に、ヘッジファンドが対象会社の債権を取得する際、支配権プレミアムが他の債権者に支払われていない。Loan to own 戦略を用いることを目的にヘッジファンドが対象会社の債権を取得する場合に、債権市場はそのような事

62 Lipson, *supra* note 6, at 1056, Harner et al., *supra* note 6, at 179, Yap, *supra* note 38, at 160, ALTMAN ET AL., *supra* note 22, at 125.

63 Harner, *supra* note 21 at 167. See, Jared A Ellias, *Bankruptcy Claims Trading*, 15 J. EMPIRICAL LEGAL STUD. 772, 773(2018).

64 Levitan, *supra* note 36, at 75.

65 Couwenberg & Lubben, *supra* note 24, at 150.

66 Baird & Rasmussen, *supra* note 30, at 661.

情を織り込んでいないし、すべての債権者に支配権プレミアムが分配される制度も設けられていない⁶⁷。その結果、ヘッジファンドは債権の取得を通じて支配権を手に入れることで、本来株式による支配権の取得の場合に支払わなければならない支配権プレミアムを回避できる⁶⁸。

第2に、支配権プレミアムの分配と関連して、このような債権取得を通じた支配権の獲得は、会社法や証券取引法など関連する規制を免れているとの批判がなされている。株式の取得を通じた企業買収はウィリアムズ法による開示要求や会社法上の買収防衛策の対象になるが、債権の取得による買収はそのような対象にならない⁶⁹。また、債権の取得を通じた支配権の獲得においては、取引にかかる透明性や価格の妥当性が十分に確保されていない⁷⁰。

4 アメリカの倒産手続を対象にした実証研究の紹介

アメリカでは、チャプター 11 などを用いて事業再建が行われたケースを対象に、ヘッジファンドの活動によって対象会社の事業再建にどのような影響が生じるのかが実証的に分析されてきた。結論を先に述べると、それらの実証研究からは、3 でみた否定的な評価は支持されない。以下では、7 つの実証研究(1)～(7)をみていこう。

(1) Edith S. Hotchkiss & Robert M. Mooradian

Hotchkiss & Mooradian は、社債をデフォルトした会社の事業再建（チャプター 11 以外も含む）に対するハゲタカ投資家（vulture investors）の影響について分析した。ハゲタカ投資家には、ヘッジファンド以外にもミューチュアルファンドなどが含まれる⁷¹。対象となった会社は、1980 年から 1993 年の間

67 Harner, *supra* note 21, at 192, Jagner & Levitin, *supra* note 26, at 1898.

68 Levitin, *supra* note 36, at 96.

69 Harner, *supra* note 21, at 160-61.

70 *Id.* at 182-23.

71 Hotchkiss & Mooradian, *supra* note 20, at 404.

に社債をデフォルトした 288 社である⁷²。このうち、172 社においてハゲタカ投資家の関与が確認された⁷³。

対象会社の CEO の変更割合は、ハゲタカ投資家が関与した会社とそうでない会社でほとんど変わらない⁷⁴。しかし、ハゲタカ投資家は、対象会社の CEO になっていることや対象会社の支配権を積極的に取得していることが確認された⁷⁵。

さらに、事業再建に取り組んだ後（事業再建終結後 1 年）の対象会社のパフォーマンス（営業キャッシュフローや売上）の変化についても分析されている⁷⁶。この分析によれば、産業ごとの調整を行った後の対象会社のパフォーマンスは、ハゲタカ投資家の関与（具体的には支配権の取得の有無、CEO や議長への就任の有無、取締役への就任の有無）によって改善していることが統計的に有意に認められた（1% 水準）⁷⁷。

(2) Michel M. Harner

Harner は、ディストレスト投資家の投資目的や戦略を明らかにするためのアンケート調査を行った。ここでいうディストレスト投資家とは、対象会社の債権をディスカウントして購入する事業体（entity）である⁷⁸。

Harner は、ヘッジファンドやプライベートエクイティファンド 1773 社に 26 個の質問で構成されるアンケートを送って、最終的に 340 社から回答を得ている。そのなかでも、ある程度投資経験のある 82 社をベースにした

⁷² *Id.* at 405.

⁷³ *Id.*

⁷⁴ *Id.* at 409.

⁷⁵ *Id.* at 411.

⁷⁶ *Id.* at 414.

⁷⁷ *Id.* at 415. その他にも、ハゲタカ投資家による対象会社の債権の取得が株式や社債の価格に与える影響も検討されている。

⁷⁸ Harner, *supra* note 20, at 75.

調査結果を公表した⁷⁹。

投資手段については、82社のうち61社からの回答があった。そのうち32社はデット・エクイティ・スワップ、12社は期日前の債権の売却、10社は債権の弁済、を挙げている⁸⁰。

債権保有期間については、回答のあった50社のうち32社が10ヶ月から24ヶ月、14社が25ヶ月以上であった。また、デット・エクイティ・スワップ後の株式保有期間については、19社が12ヶ月以下、23社が13ヶ月以上36ヶ月以下であった⁸¹。

最後に、投資戦略については、回答のあった55社のうち36社は債権の取得・保有を通じて、対象会社の経営陣の決定に影響を及ぼそうとしたことがあると回答した。さらに、対象会社の支配権の取得に関して、回答のあった64社のうち26社が支配権を取得することを試みると述べた⁸²。

(3) Wei Jiang et al.

Jiang et al. は、アメリカのチャプター 11 におけるヘッジファンドの役割を明らかにするための実証研究に取り組んだ。本稿の関心から、次の2つの問題意識を取り上げる⁸³。

第1に、債権者としてのヘッジファンドのチャプター 11 への関与が、債権の配当に望ましい影響を与えたのかどうかである⁸⁴。

第2に、ヘッジファンドの参加は、債権総額の価値を増加させているのか、それとも単に他の債権者からの利益の搾取にすぎないのかである⁸⁵。

⁷⁹ *Id.* at 77-80.

⁸⁰ *Id.* at 82.

⁸¹ *Id.* at 83.

⁸² *Id.* at 84-86.

⁸³ Jiang et al., *supra* note 39, at 517.

⁸⁴ *Id.*

⁸⁵ *Id.*

Jiang et al. は、1996 年から 2007 年までにチャプター 11 を申し立てた企業のうち、1 億ドル以上の資産を有する大企業 474 社をサンプルとしている⁸⁶。なお、彼らはヘッジファンドを金銭的なインセンティブを与えられたマネージャーで、その投資ビークルが一般公衆には直接アクセスできないものと定義している⁸⁷。サンプルのうち 87% のケースで、ヘッジファンドがチャプター 11 に関与していた⁸⁸。

Jiang et al. は、具体的には、次の 7 つの項目を被説明変数として検討を行った。それらの項目は、①倒産手続の成功割合（手続途中で清算や売却がなされなかった割合）、②倒産手続の期間、③債務者による独占的な再建計画の提出権が救済命令から 180 日後に失われた割合⁸⁹、④絶対優先原則（Absolute Priority Rule）が破られた割合（担保債権者への弁済が完全に行われる前に無担保債権者に弁済がなされた割合）⁹⁰、⑤承認された再建計画における平均的な弁済率、⑥ CEO の変更割合、⑦従業員リテンションプランの採用の有無⁹¹、である⁹²。

ヘッジファンドによる債権者委員会への参加が上記①～⑦の項目に与えた

86 *Id.* at 518.

87 *Id.* at 520.

88 *Id.* at 529.

89 チャプター 11 では、債務者だけが救済命令の日から 120 日間は再建計画を提出する権利を有する。もっとも、120 日以内に提出しない、あるいは 180 日以内にすべてのクラスからの同意を得ていない場合には、利害関係人が再建計画を提出することができる。福岡真之介『アメリカ連邦倒産法概説〔第2版〕』（商事法務、2017 年）316 頁参照。

90 絶対優先原則とは、「劣後する債権者または株主の組に対しては、それに優先する債権者または株主の組で再建計画に反対している組に対して全額の弁済をしない限り、財団から一切の価値を弁済してはならないという原則」である（福岡・前掲注（89）340～41 頁）。この絶対優先原則が破られた場合、ヘッジファンドが他の債権者（担保債権者）の利益を搾取している可能性がある。

91 鍵となる重要な従業員を引き留める計画が裁判所に承認された場合を 1 とするダミー変数である。Jiang et al., *supra* note 39, at 523 Table 1.

92 もっとも、このような分析には、ヘッジファンドがそもそもリターンのかい大い会社を選ぶという内生性の問題がある。ヘッジファンドが影響力を行使したことによる効果だけを検証する必要があることから、Jiang et al. は 2 つの操作変数を用いる。*Id.* at 533-34.

影響を検証したところ、内生性を考慮した後では、③、⑤、⑥の項目について1%水準で統計的に有意な結果が得られた⁹³。また、ヘッジファンドによる loan to own 戦略の採用が上記①～⑦の項目に与えた影響に関して、内生性を考慮した後では、③、⑤、⑥の項目について1%水準で統計的に有意な結果が得られた⁹⁴。

以上のような結果を踏まえて、Jiang et al. は、ヘッジファンドが事業の清算や売却よりも再建を望んでおり、短期的な投資目的でないことを指摘する。また、ヘッジファンドによる倒産手続への関与が債権者に対する弁済率や本稿では紹介していない株式リターンの増加に寄与していることを踏まえて、そのような関与は企業価値を高めていると述べる⁹⁵。

(4) Michel M. Harner et al.

Harner et al. は、チャプター 11 を通じて何らかの形で支配権を取得したヘッジファンドが、債務者の事業再建にどれくらい影響を与えているのかを検討する。対象となった会社は、2000 年 1 月から 2013 年 1 月の間にチャプター 11 を申し立てた 490 社である⁹⁶。

Harner et al. は、再建計画の承認、支配権の移転、363 セールのいずれかを通じて⁹⁷、元の事業が継続しているものを事業再建の成功 (emergence) として定義した⁹⁸。その上で、ファンドが関与したケースとそうでないケースで事業再建の成功割合を比較すると、前者のケースにおける成功割合は、後者よりも

93 *Id.* at 540.

94 *Id.* at 546. 株主委員会へのヘッジファンドの参加も分析されているが、本稿では省略する。

95 *Id.* at 554-55.

96 Harner et al., *supra* note 6, at 181.

97 363 セールとは、アメリカ連邦倒産法 363 条 (b) が定める手続にしたがって、裁判所の許可を得た上で、債務者の資産の全部または実質的に全部を第三者に譲渡することをいう (福岡・前掲注 (89) 432-33 頁)。363 セールを用いるメリットについて、大川・前掲注 (3) 43 頁参照。

98 Harner et al., *supra* note 6, at 185.

統計的に有意に高いことが確認されている（5%水準）⁹⁹。

さらに、Harner et al. は、事業再建に成功した企業が再び倒産申立てを行った割合を検討したところ、ヘッジファンドの関与の有無は統計的に有意な差は認められなかったとする¹⁰⁰。したがって、ヘッジファンドが短期的な利益追求のもとで行動していることは、このデータからは支持できないとする。

(5) Jongha Lim

Lim は、Jiang et al. の研究とは異なり、チャプター 11 だけでなく、私的整理も含めた事業再建におけるヘッジファンドの役割を検討する¹⁰¹。具体的には、次のような仮説を検証する¹⁰²。

ヘッジファンドのターゲットになる会社は、債権者との再交渉がより難しい状況にあるが（債権の種類や債権者の数が多いなど）、経済的にはそれほど深刻なデストレスではない、という仮説である（仮説 1）。これは、ヘッジファンドが自身の能力をいかしてこのような再交渉が難しい状況を改善することで利益を得ようとするのではないか、という考え方に基づく¹⁰³。さらに、ヘッジファンドの介入により事業再建の期間も短くなり（仮説 2）、対象会社の債務の大幅なカットも実現する（仮説 3）ことが予測される¹⁰⁴。

Lim は、サンプルとして、2001 年から 2011 年の間に倒産手続に取り組んだ会社 469 社（判所外 79 社、チャプターイレブン 271 社、プレパッケージ型 119 社）を取り上げる¹⁰⁵。このうち、ヘッジファンドが関与しているケースは 297 社で、その割合は、プレパッケージ型で 92 社、チャプターイレブンで 170 社、裁判

99 *Id.* at 186.

100 *Id.* at 188.

101 Lim, *supra* note 7, at 1323.

102 4つの仮説があるが⁹、本稿ではそのうち3つを紹介する。

103 *Id.* at 1326-27.

104 *Id.* at 1327.

105 *Id.* at 1333.

外で 35 社であった¹⁰⁶。

仮説 1 に関して、ヘッジファンドが関与した会社は、そうでない会社よりも再交渉が難しい状況にあることが統計的に有意に認められた（1% 水準）¹⁰⁷。また、前者の会社のほうが後者の会社よりも経済的に健全な会社であることも統計的に有意に認められた（5% 水準）¹⁰⁸。

仮説 2 については、ヘッジファンドが担保付債権を有している、あるいは新しい貸付けを行っていた場合には、倒産手続の期間も短くなることが統計的に有意に認められた（1% または 5% 水準）¹⁰⁹。

仮説 3 については、ヘッジファンドの無担保債権者としての関与は、対象会社の債務カットの大きさと統計的に有意な関係にあることが認められた（1% 水準）¹¹⁰。なお、仮説 2 および 3 に関して、複数のヘッジファンドが事業再建に関与する場合、倒産手続の期間が長くなったり、その債務の減少が小さくなる傾向が指摘されている¹¹¹。

以上の分析を踏まえて、Jongha は、ヘッジファンドの関与が対象会社の債権者との再交渉問題（ホールドアップ問題）を緩和しており、企業価値を高めるリストラクチャリングを促進していると述べる¹¹²。

(6) Jared A. Ellias (2016)

Ellias (2016) は、ヘッジファンドの倒産手続への関与が経営者のモラルハザードを抑止するという仮説に基づいて実証研究を行う。ここでいうモラルハザードとは、3 で紹介したように、経営者が倒産局面において対象会社のストッ

106 *Id.* at 1335.

107 *Id.* at 1338.

108 *Id.*

109 *Id.* at 1344.

110 *Id.* at 1346. この結果からすると、債権の弁済率は下がるという結果になりそうであるが、特にその点については説明されていない。

111 *Id.* at 1344, 1347.

112 *Id.* at 1348.

クオブションを受け取る場合、その報酬を増やすために対象会社の企業価値を過少に評価する、というものである¹¹³。

サンプルは、2009年1月から2010年12月の間にチャプター11を申し立てた会社のうち、一定の規模・条件を満たした107社である¹¹⁴。その上で、倒産手続において算定された企業価値と独自に算定された訴訟スコア（倒産手続中に行われた異議申立てを変数にしたもの）の関係が分析されている¹¹⁵。仮に経営者が企業価値を真実の値よりも過少に見積もるような場合には、ヘッジファンドがそれに対して異議を申し立てるだろう。その結果、訴訟スコアが高ければ、（他のコントロール変数を用いた上で）算定された企業価値も高くなることが予想される。

企業価値の評価に影響を与えうる様々な要因をコントロールした上で、訴訟スコアが増加した場合には、算定される企業価値も増加することが統計的に有意に確認された（1%水準）¹¹⁶。

さらに、Ellias（2016）は、訴訟スコアのなかでも特に重要な要素である、DIP ファイナンスまたは現金担保の利用および債務者の開示説明書に関する裁判所のヒアリングの場面に焦点を当てた検討を行う。これらのヒアリングは倒産手続の初期の段階で行われることから、ヘッジファンドがこれらを異議申立ての場として特に積極的に活用するからである。したがって、裁判所のヒアリングが行われる前の債権の価格とヒアリング後の債権の価格の差額は、倒産手続におけるヘッジファンドの関与の影響を反映していると推測される¹¹⁷。

このような予測に基づいて分析されたところ、ヘッジファンドによる上記ヒアリングでの異議申立てとその債権の価格の差額には、統計的に有意な関係が

113 Ellias, *supra* note 28, at 501.

114 *Id.* at 503-04.

115 *Id.* at 511. また、絶対優先原則が破られた場合と訴訟スコアの関係も分析されている。

116 *Id.* at 514.

117 *Id.* at 517.

認められた（5%水準）¹¹⁸。もっとも、こうしたヘッジファンドの活動が倒産コストを若干増加させていることも指摘されている¹¹⁹。

(7) Jared A. Ellias (2018)

Ellias (2018) は、ヘッジファンドのようなアクティビスト投資家が会社の事業再建に関与するようになった状況を踏まえて、不良債権の取引が会社の事業再建にどのような影響を与えているのかを検討する¹²⁰。不良債権が頻繁に取引されるほど、対象会社の経営陣は、特定の投資家とだけ交渉するということが困難になるからである¹²¹。

サンプルとして、2002年7月1日から2012年12月までにチャプター11を申し立てた企業の社債の取引データが用いられた¹²²。このデータによれば、サンプル企業の社債の多くは、倒産手続期間中に頻繁に取引されている¹²³。ただし、倒産手続が進むにつれて、その取引量が減少している¹²⁴。

Ellias (2018) は、これらを踏まえた上で、ヘッジファンドがチャプター11のどの段階で参加するのか、その後ヘッジファンドは債権を売却して退出するのか、債権の取引量は倒産手続における異議申立ての件数と関係するのか、などを検討する¹²⁵。

まず、無担保債権の33%以上が倒産手続中（再建計画の承認まで）に取引されたケースの割合は61%であること、そのほとんどが倒産手続の初期の段

118 *Id.* at 519. また、絶対優先原則が破られた場合と訴訟スコアとの関係に統計的に有意な結果は見出されなかった。

119 *Id.* at 527-28.

120 Ellias, *supra* note 63, at 772-73.

121 *Id.* at 774.

122 *Id.* at 775.

123 *Id.* at 778.

124 *Id.* at 778-79.

125 *Id.* at 784.

階であることが指摘される¹²⁶。また、ヘッジファンドは倒産手続の初期に債権を購入した後で、その多くが債権を保有し続けている¹²⁷。

さらに、債権取引量と倒産手続における異議申立ての件数との相関は、倒産手続の初期において、具体的には DIP ファイナンスに対する異議申立てにおいて認められる（1% または 5% 水準）。しかし、倒産手続の後半における異議申立てには相関が認められなかった。このことは、ヘッジファンドが倒産手続の初期に参入してくるという先述のデータに一致するとされる¹²⁸。

5 倒産局面におけるヘッジファンド・アクティビズムの意義と課題

これまでに確認してきたアメリカの議論および実証研究を踏まえて、会社の倒産局面におけるヘッジファンド・アクティビズムの意義と課題について検討する。以下では、ヘッジファンドの活動が対象会社の事業再建に有益であることを確認した上で（1）、同様の効果をわが国においても期待できるのか（2）を検討する。最後に、異なる観点からの批判として3で紹介した、ヘッジファンドによる債権の取得を通じた支配権の移転の問題について検討する（3）。

（1）倒産局面におけるヘッジファンド・アクティビズムが対象会社の事業再建に与える影響

① これまでの議論・実証研究からの示唆

4で紹介したアメリカの実証研究を踏まえると、倒産局面におけるヘッジファンドの活動は、平均的には対象会社の事業再建にとって有益であるように思われる。もちろん、実証研究で用いられたサンプルや手法（内生性の問題）などには注意する必要があるが、少なくとも、否定的な評価を支持する結果は見出されなかった。

126 *Id.* at 784, 788 table3.

127 *Id.* at 786-87.

128 *Id.* at 793.

ヘッジファンドの事業再建への関与は、対象会社の業績や債権の価格の改善、そして債権の弁済率の改善に寄与していた¹²⁹。また、経営者が企業価値を過少に評価するというモラルハザードに対する抑止としても機能していた¹³⁰。これらの結果は、3で紹介した肯定的な評価を支持する。

さらに、対象会社が倒産手続終結後に再び倒産手続を申し立てる割合は、ヘッジファンドの関与の有無によって差はなかった¹³¹。したがって、ヘッジファンドが短期的な利益追求を目的に実行不可能な事業再建計画を作成しているかは明らかでない。また、絶対優先原則が破られた割合は増加していないことを踏まえると¹³²、債権の弁済率の改善は、担保債権者など他のステークホルダーの利益を搾取した結果とはいえないだろう。これらの結果からは、3で紹介した否定的な評価を支持できない。

以上のように、倒産局面におけるヘッジファンド・アクティビズムは、平常時におけるそれと同様、対象会社やその経営陣に対する規律付けとして機能することで、企業価値の向上に貢献しているように思われる。このようなヘッジファンドの活動は、従来から抱かれてきたハゲタカのような印象とは程遠い。先述のように、わが国の研究でも、ヘッジファンドのような第三者から不良債権を取得する者が否定的に紹介されていたが¹³³、そのような評価は妥当でないと思われる。

もっとも、3で紹介した倒産局面におけるヘッジファンドの活動を否定的に評価する研究も、説得力を全く欠くわけではない。それにもかかわらず、公表されている実証研究からは、そのような評価を裏付ける結果が見出されなかった理由について次に検討する。

129 本稿4 (1), (3), (6) の実証研究参照。

130 本稿4 (6) の実証研究参照。

131 本稿4 (4) の実証研究参照。

132 本稿4 (3), (6) の実証研究参照。なお、絶対優先原則について、前掲注 (90) の説明参照。

133 村田・前掲注 (35) 53頁。

② 倒産局面において短期的な利益を追求しにくい理由

ヘッジファンドが倒産局面において短期的な利益を追求するというシナリオは、次の2つの理由から成り立ちにくいと思われる。

第1に、不良債権は、株式の売買と比較して、その売却を行うことは容易でない。たしかに、短期的な利益追求は、平常時の株式の売買のように頻繁に取引されているのであれば可能なかもしれない。しかし、債権の取引量は、株式売買と比較して少ない上に、倒産手続が進むにつれてその取引量が減少すると指摘されていた¹³⁴。したがって、仮にヘッジファンドが短期的な利益追求を目的に債権を取得しても、短期的な利益だけを反映した債権を売却することは難しいように思われる。実際、ヘッジファンドは、倒産手続の初期に債権を取得して、その後も債権を売却せずに保持していることが指摘されていた¹³⁵。

第2に、対象会社の支配権の取得を目的とするヘッジファンドも多く¹³⁶、それらのヘッジファンドは、短期的な利益を追求しているわけではないだろう。対象会社の支配権を取得するにもかかわらず、対象会社の長期的な利益を損なうことはしないと思われる¹³⁷。

③ インセンティブのゆがみによる弊害が生じない可能性

3で紹介したCDSを用いることで生じる2つの問題のうち、いわゆるempty votingに類似する問題は、ヘッジファンドの関与が対象会社の事業再建に有益であるという実証研究の結果を踏まえれば、それほど深刻ではないように思われる。これに対して、継続できたであろう会社を倒産させるという、もう1つの問題は、本稿で紹介した実証研究からは明らかでない。

ただ、このような問題については、近時、理論的な観点から批判がされてい

134 本稿4(7)の実証研究参照。

135 本稿4(6)の実証研究参照。See also, Goldschmid, *supra* note 27, at 268-69.

136 本稿4(2)の実証研究参照。

137 Goldschmid, *supra* note 27, at 271-72.

る¹³⁸。なぜなら、CDS を利用するヘッジファンドが、事業の継続が望ましい対象会社を倒産させるという懸念は、それほど現実的ではないからである。

仮に、コースの定理が成立する場合であれば、対象会社の継続企業価値が清算価値を上回る限りで、対象会社やプロテクションの売り手は、CDS を用いるヘッジファンドに対価を支払うことで事業を継続させようとする¹³⁹。また、当事者が交渉できない場合（コースの定理が成立しない場合）であっても、プロテクションの売り手は、その CDS の支払いを超えない範囲で事業を継続させるための資金を対象会社に提供する¹⁴⁰。あるいは、他の債権者が事業を継続させるための資金を提供するかもしれない¹⁴¹。

以上のことから、CDS を用いることで生じるインセンティブのゆがみは、それほど深刻でない可能性がある。

④ 倒産手続・事業再建の遅延が生じない理由

4 で紹介した実証研究において、倒産手続の期間は、ヘッジファンドの関与によって短くなっていた¹⁴²。その理由として、債権の保有がヘッジファンドに集中することで、対象会社やその経営陣は、多数の債権者と交渉する必要がなくなるからだと考えられる¹⁴³。

(2) 同様の効果をわが国においても期待できるのか

① 対象会社やその経営陣に対する規律付けとしての機能

将来的にわが国の不良債権の市場が活発になり、倒産局面におけるヘッジ

138 Buccola et al., *supra* note 57, at 20.

139 *Id.* at 22.

140 *Id.* at 23.

141 *Id.* at 28.

142 本稿4 (5) の実証研究を参照。

143 Victoria Ivashina et al., *The Ownership and Trading of Debt Claims in Chapter 11 Restructurings*, 119 J. FIN. ECON. 316, 334 (2016), Yap, *supra* note 38, at 158. 行岡睦彦『社債のリストラクチャリング』（有斐閣、2018年）16頁も参照。

ファンドの活動が増加しても、アメリカで発揮されてきた効果がわが国においても期待できるのかは明らかでない。たとえば、経営者が自身の報酬を増やすために企業価値を過少に見積もる、あるいは担保権者が企業価値を最大化しないような決定を行う、といった3で紹介してきた問題が、わが国にも当てはまるのかはわからないからである¹⁴⁴。

ただし、そのような具体的な問題への対処はともかくとして、ヘッジファンドが対象会社の事業再建に積極的に関与することで対象会社やその経営陣への規律付けとして機能する、という一般的な効果は、わが国の倒産局面においても期待してよいだろう。わが国のヘッジファンドも、アメリカと同様に多くのリターンを得ようとするインセンティブを有しているし、対象会社との取引関係もないからである。したがって、ヘッジファンドが事業再建に関与することで、対象会社の業績や債権の弁済率の改善といった効果が現れる可能性はある¹⁴⁵。以下では、わが国のデータがある債権の弁済率を例にして、その可能性を具体的に述べる。

② 債権の弁済率の改善

わが国の民事再生手続を対象にした研究によれば、対象会社の財産評定の際

144 債権の譲渡は、倒産手続開始前後にかかわらず、わが国ではアメリカと同様に自由にできる（債権届出期間が経過した後も届出名義を変更するだけでよい）。したがって、ヘッジファンドが第三者から債権を取得する機会は、わが国でも与えられている。伊藤眞『破産・民事再生法〔第4版〕』（有斐閣、2018年）1011～12頁参照。

145 なお、ヘッジファンドが対象会社の再建手続に関与するとして、わが国でどれくらいの影響力をもつのかは、今後の検討課題である。なぜなら、2で重要な関与の方法として挙げた債権者委員会は、わが国とアメリカで大きく異なるからである。

すなわち、わが国の民事再生手続では、債権者委員会の設置は任意である上に、設置されることはほとんどないとされる。また、わが国の債権者委員会は、意見の陳述権などは認められているものの、再生計画への作成の関与は認められていない。そのため、アメリカの債権者委員会ほど、対象会社の事業再建に影響を与えることはできないと思われる（近時は、法的倒産手続における債権者の主体性を回復させるために、債権者委員会の活用が提案されている。柴田ほか・前掲注（29）79頁参照）。

に、処分価額を採用した場合の対象会社の貸借対照表における負債資産倍率（負債／資産）の平均は、継続企業価値を採用した対象会社のそれを大きく上回っている¹⁴⁶。この財産評定の数値は債権者に対する弁済率についての重要な資料になることから¹⁴⁷、そこで算定された負債資産倍率が大きければ、それだけ債権者に対する弁済率は低く設定されるおそれがある¹⁴⁸。そのため、債権者の側からすれば、設定された弁済率の妥当性を正確に判断するために、継続企業価値を採用した負債資産倍率も示されるほうが望ましい。

それにもかかわらず、継続企業価値を採用して、再生債務者の財産をDCF法で評価した事案は少ない¹⁴⁹。このような背景には、継続企業価値が清算価値を上回る部分を示すことによって、債権者が交渉力を有することへの懸念がある¹⁵⁰。したがって、債権者に対する弁済率が過少に設定されているおそれは十分にあり得る¹⁵¹。

そこで、ヘッジファンドが事業再建に関与することで、このような問題を改善できるかもしれない。ヘッジファンドは、対象会社の財産を継続企業価値で算定するための専門知識も有しているからである。

さらに、この弁済率が過少に設定されるという問題は、民事再生手続において事業譲渡が行われる事案でも生じている可能性がある。そのような事案では、その他の倒産スキーム（自主再建型あるいは資金調達型）が用いられた事

146 森まどか＝藤本利一「再生手続における財産評定・情報提供」山本和彦＝山本研『民事再生法の実証的研究』（商事法務，2014年）97頁図表6－③。

147 山本和彦ほか編『Q&A民事再生法〔第2版〕』（有斐閣，2006年）306頁〔岡正晶〕。

148 会社更生手続に関する記述であるが、弁済額の正当性について企業価値評価的な考え方による検証はなされていないとの指摘がある。河本茂行ほか『『債務価値評価』概念を使った更生計画の実証研究に向けた提案』野村剛司編集代表『多様化する事業再生』（商事法務，2017年）22頁。

149 森＝藤本・前掲注（146）105頁。

150 森＝藤本・前掲注（146）110頁。

151 河本ほか・前掲注（148）32頁では、更生計画においてスポンサーが手にする利益が過大になりがちであるとの仮説が主張されている。

案よりも、弁済率が極めて低く設定されているからである¹⁵²。このような事実は、事業譲渡の譲受人であるスポンサーがレントを多額に得ており、対象会社への支払い（ひいては債権者への弁済）が過少になっている可能性を示唆する。事業譲渡のプロセスや譲渡価額の適正性に関して十分な基準や根拠が残されていないとの指摘も踏まえると¹⁵³、このような事業譲渡にかかる適正性の確保をヘッジファンドに期待してもよいかもしれない。

(3) 債権の取得を通じた支配権の移転

① 倒産局面における支配権プレミアムとその分配

会社の倒産手続が支配権移転の場として利用される場合に、ヘッジファンドが対象会社の債権を取得する際に支配権プレミアムを支払っていないことが問題として指摘されていた。この問題を提起する Harner は、ヘッジファンドがデット・エクイティ・スワップのような *loan to own* 戦略を用いて、最終的に対象会社の株主として支配権を手に入れる場合を念頭に置く。

しかし、債権取得時における支配権プレミアムという概念は、*loan to own* 戦略の場合だけでなく、単に倒産手続における再建計画の決議に影響を与えるレベルでの債権の取得にも当てはまるように思われる。倒産手続においては、再建計画によって対象会社の事業再建の内容や弁済率が決められる上に、その再建計画に関する議決権は（主として）債権者に与えられるからである。したがって、再建計画についての議決権を有する債権は、株主総会における議決権を有する株式に類似した機能を有している¹⁵⁴。支配権プレミアムという言葉を用いるかどうかはともかく、会社の倒産局面において多額の債権を第三者から取得することで、ヘッジファンドは何らかの追加的な利益（プレミアム）を得

152 森＝藤本・前掲注（146）98頁。

153 河本祐子「再生手続における事業譲渡、会社の分割・合併」山本和彦＝山本研『民事再生法の実証的研究』（商事法務、2014年）260頁。

154 See Couwenberg & Lubben, *supra* note 24, at 153, Janger & Levitan, *supra* note 26, at 1890.

る、あるいはそのような機会を得ているといえるだろう¹⁵⁵。

ただ、このような追加的な利益（プレミアム）とその分配に関する問題は、ヘッジファンドによる債権の取得の場面に限られない。(2) ②で述べた継続企業価値を踏まえた弁済率の設定や事業譲渡における支払額の妥当性も、理論的には、この追加的な利益の分配が問題になる1つの場面である。なぜなら、それらも、倒産手続（あるいは事業譲渡）を用いることで生じる追加的な利益（プレミアム）を、元の債権者にどれくらい分配するかという問題だからである。このように考えると、Harner が提起した債権取得時の支配権プレミアムとその分配は、より一般的な問題として議論すべきであるように思われる¹⁵⁶。

② 既存の法ルールとの関係

もっとも、仮に債権取得時の支配権プレミアムの分配を問題にするのであれば、わが国の金融商品取引法の公開買付規制など既存の法ルールとの関係が問題になってくる。なぜなら、わが国では、支配権の移転や支配権プレミアムの分配を念頭に置いた法ルールがいくつかあるからである。

たとえば、わが国の強制公開買付制度の目的の1つに、他の株主に対する支配権プレミアムの分配が挙げられてきた¹⁵⁷。そのため、債権取引における追加的な利益（プレミアム）の分配も同様に問題になる。現行法では、株主総会における議決権のない社債の取引に関して強制公開買付規制は適用されないが¹⁵⁸、もしわが国でも社債が上場されれば、会社の倒産局面における社債の買

155 支配権プレミアムの内容には、シナジーはもちろん、少数派からの搾取など様々なものが含まれる。藤田友敬「支配株式の取得と強制公開買付」岩原紳作編集代表ほか『会社・金融・法』（商事法務、2013年）48頁注48、山下友信＝神田秀樹編『金融商品取引法概説〔第2版〕』（有斐閣、2017年）267頁参照。

156 わが国の会社更生手続における弁済基準に関する記述ではあるが、取締役の注意義務である公正価値移転義務と類似する義務を管財人が債権者に対して負うという考え方も一部で主張されているようである。松下淳一＝事業再生研究機構編『新・更生計画の実務と理論』（商事法務、2014年）310頁参照。

157 藤田・前掲注（155）43頁。

158 山下＝神田編・前掲注（155）268頁参照。

い集めなどを念頭においた規制の是非を議論する余地がある¹⁵⁹。

6 終わりに

ヘッジファンドは、会社の倒産局面において、債権の取得を通じて会社の事業再建に関与していく。その影響力は平常時よりも大きく、場合によっては対象会社の支配権の取得に至ることもある。

このような倒産局面におけるヘッジファンドの活動に対しては、アメリカにおいても否定的な評価がなされる傾向にあった。もっとも、実証研究の結果を踏まえると、そのような活動は、平常時と同様、対象会社やその経営陣に対する規律付けとして機能しているように思われる。少なくとも、従来から抱かれてきたハゲタカのような印象からは程遠い。

このような倒産局面におけるヘッジファンドの活動による規律付けの機能は、わが国においても同様に期待してよいだろう。たとえば、ヘッジファンドが対象会社の事業再建に関与することで、一般債権者に対する弁済率の改善につながる可能性はあるように思われる¹⁶⁰。

また、この弁済率の改善も含めて、倒産手続を用いることで生じる追加的な利益（プレミアム）とその分配は、より一般的な問題として議論されるべき問題である。本稿が倒産局面におけるヘッジファンド・アクティビズムの問題だけでなく、そのような問題に関する議論のきっかけにもなれば幸いである。

提出年月日：2019年12月18日

159 なお、他にも債権取得時の強圧性や開示、買収防衛策なども関連して問題になる。強圧的な社債の買付けの問題について、*See Coffee, Jr. & Klein, supra note 34, at 1211, Thomas, supra note 33, at 238*, 開示の問題について、*See Casey, supra note 18, at 136*.

160 なお、わが国においても、ヘッジファンドが常に望ましい働きをするとは考えにくい。ヘッジファンドが倒産局面において他の債権者の損失のもとで利益を得ようとする可能性は、十分に考えられる。本稿では特に検討していないが、このような懸念を念頭に置いた議論もアメリカではされている（*See Miller & Waisman, supra note 19, at 156-57, Harner, supra note 23, at 557-59*）。