

私的整理の成立を巡る交渉の法的考察
——ゲーム論の観点からの分析を踏まえて——

山本慶子
日本銀行金融研究所

2011年10月

私的整理の成立を巡る交渉の法的考察 ゲーム論の観点からの分析を踏まえて

やまもとけいこ
山本慶子*

要 旨

私的整理は、債権者全員の合意によって成立する。このため、「ごね得」や「メイン寄せ」を狙う債権者が存在するなど、債権者間の意見対立が著しい場合には、その成立が困難となる。そこで、本稿は、ゲーム論の観点からの分析を行い、私的整理が成立する仕組みおよび私的整理の成立を阻害する要因を明らかにし、その対応策を検討することを通じて、私的整理の成立を促す方法を考察するものである。具体的には、はじめに、私的整理が成立する仕組みについては、同時手番の1回限りのゲームだけでなく、2回繰り返しゲームや2段階交渉ゲームを用いた分析から、債権者らは自発的に行う交渉の結果として、「ごね得」や「メイン寄せ」を含む平等ではない分配案による私的整理を実現しうることを明らかにしている。次に、以上の分析から私的整理の成立を阻害する要因として、交渉決裂時の取り分たる倒産手続における分配額および交渉の対象たる企業価値についての債権者間での認識の不一致を指摘し、それらの要因を克服するための方策について考察している。以上を通じて、わが国の私的整理の問題とそれへの対応策を検討すると同時に、私的整理の局面におけるソフトローの内容について考察を加えている。

* 日本銀行金融研究所主査 (E-mail: keiko.yamamoto@boj.or.jp)、東京大学グローバル COE プログラム特任研究員

本稿は、筆者が東京大学グローバル COE プログラム「国家と市場の相互関係におけるソフトロー」特任研究員の期間に行った研究をまとめたものである。本稿に示されている意見は、筆者個人に属し、日本銀行あるいは東京大学の公式見解を示すものではない。なお、本稿の作成に当たっては、神田秀樹教授（東京大学）、藤田友敬教授（同左）、松下淳一教授（同左）、白井正和准教授（東北大学）、中村廉平氏（商工中金）、大川昌男氏（日本銀行）、服部正純氏（同左）、山田哲也氏（同左）、浅古泰史氏（同左）等より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、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. ゲーム論の観点を用いた私的整理の分析.....	4
(1) 倒産法および私的整理の意義.....	4
イ. ゲームの説明.....	4
ロ. 法的考察.....	5
(2) 交渉による私的整理の成立の意義.....	6
イ. 2回繰り返しゲームを用いた説明.....	7
ロ. 法的考察.....	10
ハ. 2段階交渉ゲームを用いた説明.....	12
ニ. 法的考察.....	14
(3) 小括.....	15
3. 私的整理の成立促進に向けた検討.....	17
(1) 交渉決裂時の取り分に関する問題.....	17
イ. 「交渉決裂時の取り分」としての法的再建型倒産手続における取り分.....	17
ロ. 会社更生手続における「交渉決裂時の取り分」.....	18
(2) 企業価値評価に伴う問題と対応.....	20
イ. 企業価値評価主体の問題.....	20
ロ. 第三者機関の利用.....	20
ハ. 企業価値評価の不確実性の問題と対応.....	22
ニ. 債権者と株主の関係.....	23
4. おわりにかえて.....	25
参考文献.....	28

1. はじめに

私的整理とは、法的倒産手続（破産手続、会社更生手続、民事再生手続、特別清算手続）によらないで、債務者と債権者および債権者相互間の合意のうえで行われる倒産処理¹、あるいは、裁判外の倒産処理のうち第三者が介在しないもの²等と定義される。

事業の再生を目的とする私的整理については、組織的な取組みも見られ、2001（平成13）年9月には、政府の「緊急経済対策」を受けて発足した「私的整理に関するガイドライン研究会」³によって「私的整理に関するガイドライン」が公表されている（以下「私的整理ガイドライン」という）⁴。同ガイドラインは、それに基づいて行う私的整理を公正かつ迅速に進めるための「準則」であり、法的拘束力はないものの、債務者企業および金融機関といった債権者ならびにその他の利害関係人により自発的に尊重され、遵守されることが期待されたものである⁵。このような性質を持つ私的整理ガイドラインは、「国家以外が形成し、国家がエンフォースしない規範の典型的なソフトローの一例」と考えられている⁶。

私的整理は、個別の案件ごとに債務者と債権者の合意を基礎としてアドホックに展開されるものであるが⁷、手続の簡易性、迅速性、手続費用の低廉性、秘

¹ 高木・中村 [1998] 2頁。

² 山本ほか [2010] 312頁 [水元宏典]、山本 [2008a] 17頁。このような定義のほか、「裁判外の事業再生ではあるが、債権者と債務者との相対交渉で行われ、第三者の関与がないもの」を私的整理と定義し（山本 [2009] 2頁）、中立的な第三者が介在する裁判外の倒産処理を倒産ADR（Alternative Dispute Resolution）として、両者を区別する場合もあるが（山本ほか [2010] 312頁 [水元宏典] 参照）、本稿では、裁判外の倒産処理一般を指すものとして私的整理の語を用いる。また私的整理には、清算型と再建型のいずれのタイプもありうるが、本稿では、再建型を念頭におく。

³ 同研究会は、2001（平成13）年6月7日、私的整理に関し関係者間の共通認識を醸成し、私的整理を行うに至った場合の関係者間の調整手続等をガイドラインとして取り纏めることを最終目標として発足したものであり、同研究会は、金融界・産業界の代表者と中立公平な学識経験者等で構成されていた。

⁴ なお、同ガイドライン制定後の2002（平成14）年9月に「私的整理に関するガイドライン実務研究会」によって、同ガイドラインの運用に関する問題点の検討がなされ（私的整理に関するガイドライン実務研究会 [2002] 参照）、それを受け、2005（平成17）年3月には「私的整理に関するガイドライン研究会」が再開し、同年5月にガイドラインQ&Aの一部改訂が行われている。

⁵ ガイドライン2項（1）。田中ほか [2007] 3頁 [須藤英章]。

⁶ 藤田 [2006] 5頁。

⁷ 佐藤 [2005] 528頁。

密保持性を特色とし⁸、「自然発生的な仕組み」として大きな社会的役割を果たしているといわれている⁹。

しかし、私的整理の成立は必ずしも容易なものではない。従来より、私的整理は、債権者や債務者を含むすべての利害関係人の権利を公平かつ公正に調整する点で限界があると指摘されてきた¹⁰。すなわち、私的整理は、債権者全員の合意によって成立するものであるため、債権者間の意見対立が著しい場合には、その成立が困難となる。例えば、私的整理ガイドラインに基づく私的整理の実務では、とくに「ごね得」¹¹や「メイン寄せ」¹²を狙う債権者の存在が、債権者間で意見が対立する原因のひとつとなっていたと指摘されている¹³。

一般的に、私的整理は、法的倒産手続よりも高い企業価値を保全しようと考えられている¹⁴。また、私的整理はパレート最適な状態を実現¹⁵するものである

⁸ 伊藤 [1981] 7頁、山本 [2008a] 17-18頁。

⁹ 伊藤 [2009] 10頁。

¹⁰ 伊藤 [2009] 10頁、山本 [2008a] 19-20頁、佐藤 [2005] 525頁等。

¹¹ 経済産業省で2004（平成16）年12月から翌年5月にかけて開催された「企業活力再生研究会」では、私的整理ガイドラインの利用における実情として、「私的整理ガイドラインによる手続を進めている中で、債権売却をされるケースが非常に多い。入札でサービサーなどに売却された場合、サービサーなどは債権放棄に一切応じないというケースが多く、困っている。」、「経験した私的整理ガイドライン（に基づく手続：筆者注）では、いずれも過度なメイン寄せがあった。私的整理ガイドラインに限らずDESやDDS等も含め、メイン寄せは必ず起こる。役員派遣を行っているかどうかという問題ではない。ゴネ得を狙う人は必ずいる。自ら再建に着手する場合は、良いこととは思わないが、他行から起こるのであろうと想定されるメイン寄せを、予め織り込んだ上で交渉を始める。」との発言がなされている。企業活力再生研究会（第3回、平成17年2月16日開催）議事要旨（私的整理ガイドラインによる再建手続の現状について）より抜粋。

¹² 田中ほか [2007] 361-362頁〔多比羅誠〕。メインバンク等の上位数行以外の金融機関は、債権放棄を行わず与信残高を維持し、期限の猶予と金利の統一のみを実施したといわれている。私的整理に関するガイドライン実務研究会 [2002] 32頁。

なお、メイン寄せが行われた背景には、メインバンクを中心としたこれまでの金融取引の実情や、メインバンクが私的整理ガイドライン手続の主宰者となるためにメインバンク等の負担に差異を設けなければ、対象債権者の同意が得られないという実情があったといわれている。田中ほか [2007] 170頁〔長屋憲一〕。

¹³ 私的整理ガイドラインの活用が芳しくなかった原因として、利害関係人の調整の難しさ、私的整理に関与することが予定されている第三者を確保することの難しさ（後掲注59に対応する本文参照）等が指摘されている。私的整理に関するガイドライン研究会 [2005] 3-5頁。

¹⁴ 一般的には、早期に企業再建に着手した方がその成功確率が高く、よって、より早期の段階でなされる私的整理によって保全される企業価値の方が、法的整理によって保全される企業価値よりも高くなると考えられている。このほか、実務界を中心として、法的倒産手続に入ると企業の資産価値の劣化が生じるという考え方があるといわれている。このよ

が（詳細は、下記2.（1）参照）、私的整理は債権者全員の合意によって成立するものであるため、法によってその実現を直接エンフォースすることはできない¹⁶。しかし、どのような場合に私的整理が成立するのか、何が私的整理の成立を阻む要因となっているのかが明らかになれば、その対応策を講じることによって、私的整理の成立を促しうると考えられる。

本稿は、以下の順序で検討を行う。はじめに、下記2. で、ゲーム論の観点を用いて私的整理が成立する仕組みについて分析を行い¹⁷、債権者らは自発的に行う交渉の結果として、平等ではない分配案による私的整理を実現しうることが明らかにする¹⁸。具体的には、2.（1）で、倒産法および私的整理の意義を確認する。そして、このうち私的整理の意義については、2.（2）で、交渉によって私的整理が成立する様子に着目した分析を行い、従来問題視されることの多かった「ごね得」や「メイン寄せ」を含む平等ではない分配案のもとで私的整理が成立すること等を明らかにしたうえで、2.（3）で私的整理の意義を

うな考え方に対しては、「法的倒産手続に入ることによる事業価値の劣化」は実証されたものではなく、むしろ、それは実務界の心理によるものである可能性が強いとの見方もある。山本 [2005] 91頁、同 [2008b] 387-388頁。

- ¹⁵ 他の誰の状態をも現在より少なくとも悪化させることなく、いく人かの人々の経済状況を改善させる余地のないような状態をパレート最適であるという。ヴァリアン [2007] 18-19 頁参照。
- ¹⁶ 例えば、法的倒産手続における平等原則（後掲注 51 およびそれに対応する本文参照）の適用といった、法律に基づく何らかの制約を課すことはできないということである。このことは、法的倒産手続においては、平等な分配（比例分配）を強制的に実施できるということがその意義の1つであるといえる。後述するとおり、本稿の考察によっても、その点が明らかになる。後掲注 36 参照。なお、松下 [2009] は、債務者財産の価値の最大化が目的である個別執行との対比で捉えれば、倒産手続は対象債権者と対象財産の両方における包括性が特徴であり、債務者財産を基礎とした全債権者への比例平等の弁済を確保する点を倒産法制の最も本質的な目的と理解すべきとしている。同 [2009] 1 頁および注 1。
- ¹⁷ 以下のゲーム論の観点からの分析については、岡田 [2008]、梶井・松井 [2002]、神戸 [2004] 等を参照。
- ¹⁸ なお、経済学的な観点から私的整理を分析した先行研究としては、Gertner and Sharfstein [1991]（債権者間のコーディネーションの問題によって、私的整理が非効率な結果をもたらしうると主張）、Berkovitch and Israel [1998]（私的整理、清算型倒産手続および再建型倒産手続の選択を戦略として捉え、展開形ゲームで分析し、過小投資の場合には企業は私的整理を選択し、過大投資の場合には再建型手続を選択すると主張）、内野 [2005]（非対称的情報下では事後的に効率的な私的整理が行われなくなる場合があると主張）等がある。

また、メイン寄せの経済合理性をゲームの均衡として表現できることを示したうえで、回収・清算のタイミングや、メイン寄せのリスクを考慮した貸出債権価値評価を導出したものとして、芝田・山田 [2008] がある。とくに、同 [2008] 36 頁以下（補論 1.）では、ゲームの均衡としてメイン寄せを説明できることが示されている。

小括すると同時に、私的整理の成立を阻害する要因について検討する。下記 3. では、そうした要因を克服するための方策について検討を行う。下記 4. では、本稿を簡単に総括する。以上の考察を通じて、わが国の私的整理の問題とそれへの対応策を検討すると同時に、私的整理の局面におけるソフトローの内容について考察を加えている。

2. ゲーム論の観点を用いた私的整理の分析

(1) 倒産法および私的整理の意義

イ. ゲームの説明

ある企業に 2 人の債権者 A、B が存在し、それぞれ 5 の債権を有しているとする¹⁹。債権者は、自らの利得である債権回収額を最大にするように行動することとする²⁰。企業は債務超過に陥っており、A、B は、それぞれ、「抜け駆け」して個別に債権回収を行う、もしくは「協力」して債権回収を行うという 2 つの選択肢を有している（事例 1）。A、B は、それぞれ同時に、これらの選択肢のうちの 1 つを選ぶ²¹。債権者の少なくともどちらか一方が「抜け駆け」を選択した場合には、個別の債権回収が行われ、企業の解体清算に繋がることから、その場合の債権者の回収額の総和（利得の総和）すなわち倒産企業の企業価値は 5 であるとする。どちらか一方が「抜け駆け」した場合には、抜け駆けした債権者が企業価値 5 から独占的に分配を受ける。ともに抜け駆けした場合には、企業価値 5 から債権額に応じた比例分配を行う（本事例では A、B の債権額は同額であるため、2.5 ずつ分配）。また、債権者がともに「協力」を選択した場合には、協力して集団的な債権回収を行うことによって、①個別に債権回収を行うための費用（強制執行手続に伴う費用等）を削減しうるほか、②当該企業の再建も実現しうることから、その場合の企業価値は 9 であるとする。この場合には、企業価値 9 から債権額に応じた比例分配を行うこととする（A、B に 4.5 ずつ分配）。そして、以上のようなゲームの構造について、A、B が共通の認識を

¹⁹ なお、情報完備ゲームのもとでは、プレイヤーの数はゲームの結果に影響しない。以下では議論の単純化のため、2 人ゲームを前提としている。

²⁰ 現時点で有している債権の価値を最大化するだけでなく、将来にわたって貸出取引を継続することで長期的に獲得しうる利益を最大化すること等を利得に含めることが考えられるが、以下の記述は、議論の単純化のため債権回収額の最大化を前提としている。

²¹ 本事例のように、プレイヤーが同時に行動を選択するゲームを同時手番ゲームという。

持っていることとする（情報完備ゲームと呼ばれる）²²。このとき、A、Bの戦略に応じた結果すなわち戦略の組は、「抜け駆け、抜け駆け」、「抜け駆け、協力」、「協力、抜け駆け」、「協力、協力」の4通りあり、それぞれの場合におけるAとBの利得を表わしたもの（利得行列）が表1である。

（表1）事例1の利得行列

A \ B	抜け駆け	協力
抜け駆け	(2.5, 2.5)	(5, 0)
協力	(0, 5)	(4.5, 4.5)

※ それぞれの利得は（A、B）の順で表記

この場合、A、Bがともに「協力」を選択し、ともに債権回収を行うことが、双方にとって最も効率的（パレート最適）となる。しかし、仮に相手方が「協力」でなく「抜け駆け」を選択すると、自分の利得が減少することから、いずれの場合においても「抜け駆け」を選択することがもっとも合理的な意思決定となる（こうした戦略を「支配戦略」という）。このため、A、Bのいずれも「抜け駆け」を選択する状態（「抜け駆け、抜け駆け」）がナッシュ均衡²³となり、こうした状況は「囚人のディレンマ」と呼ばれている。そして、倒産法の経済的分析を行った先行研究は、上記のゲームを踏まえ、各債権者の合理的な選択が債権回収競争を引き起こし、最終的には企業の清算という結果に陥るという状況を「債権者のコモン・プール問題」と呼んでいる²⁴。

□．法的考察

仮に、「協力」を選択すると債権者が互いにコミット²⁵することができるならば、すなわち、互いに「協力」を選択すると債権者間で合意することができるならば、「債権者のコモン・プール問題」の発生を回避することができる。しかし、実際には、事例のように債権者が2人であるということは稀であり、債権者が多数存在している場合には合意の締結に必要な費用（取引費用）は高くなっ

²² 以下の事例のゲームはすべて情報完備な状況を扱ったものである。この点について、後掲注44に対応する本文参照。

²³ ナッシュ均衡（点）とは、お互いの採る戦略がそれぞれ相手の戦略に対し、自らの利得を最大にする戦略である最適反応戦略になっている戦略の組のことをいう。

²⁴ より詳しくは、拙稿 [2005] 212-213 頁。

²⁵ 一般に、コミットメントとは、プレーヤーが事前にとるべき行動を公表し、将来確実にその行動を実行するという意思表示をいう。

てしまう。そこで、仮に取引費用がゼロであったならば、債権者間で自発的に締結されたであろう契約——債権者による個別の債権回収を禁止し、集団的な債権回収を図る旨の契約——を制度化したものが倒産法であり、倒産法とは、債権者への分配（上記の例でいう利得の総和）すなわち倒産企業の企業価値を最大化するという意義を有するものであるといわれている²⁶。

もっとも、法的倒産手続は、個別に債権回収を図るための費用（強制執行手続に伴う費用等）を一定程度削減することができるが、法的倒産手続自体にも費用が伴う²⁷。そこで、債権者が少数であるなど取引費用が低廉である場合には、「協力」を選択すると互いにコミットすること、すなわち「協力」を選択すると債権者間で合意した方が²⁸、こうした手続に伴う費用の削減しつつ、より多くの債権回収を実現できる。このような場合に、債権者間の自発的な合意によって集団的な債権回収を行うものが私的整理であるといえる²⁹。以上より、私的整理は、債権者による個別の債権回収を禁止し、集団的な債権回収を図るという法的倒産手続と同様の意義を果たしながら、法的倒産手続自体に伴う費用を回避できるという意義を有するものであるといわれている³⁰。

（２）交渉による私的整理の成立の意義

上記（１）のような同時手番の１回限りのゲームを用いた分析の主眼は、倒産法の意義の説明に置かれていたため、必ずしも、実際の私的整理を十分に考慮したものとはなっておらず、私的整理の意義は倒産法との比較において示されているにすぎない。

実際の私的整理では、事例１のゲームとは異なり、債権者の意思決定が同時に１回なされたきりで終わるわけではなく、相手の出方を見て自身の行動を決定したり、交渉がなされることが一般的であろう。さらに、実際の私的整理で

²⁶ 山本 [2008a] 3頁、拙稿 [2005] 212-213頁。ただし、前掲注16参照。

²⁷ なお、本稿の以下の分析は、私的整理によって保全される企業価値の方が、法的倒産手続によって保全される企業価値よりも高いという前提をおいているが、後述するとおり、先行研究における分析の主眼は倒産法の意義の説明に置かれているため、必ずしも、こうした前提を置いた分析がなされているわけではない。

²⁸ See, Jackson [2001] p.17.

²⁹ 伝統的な議論では、私的整理の法律構成について、債務者と債権者との間の個別的和解契約または総債権者との集団的和解契約であると説かれることが多い。もっとも、私的整理の手続全体の法律構成としては、このほかに信託を用いて説明するものもある。伊藤 [2009] 39-40頁。

³⁰ Jackson [2001] p.17. なお、拙稿 [2005] 212-213頁参照。

は、「協力」と「抜け駆け」という選択肢のほかにも、法的倒産手続を申し立て、同手続のなかで債権回収を行うという選択肢が存在するといえる。

そこで、以下では、実際の私的整理に即したゲームを用いた説明を試みる。具体的には、第1に、「協力」や「抜け駆け」のほかに「法的倒産手続を申し立てるか否か」という選択肢の存在を考慮した2回繰り返しゲームを用いて、上記（1）とは異なる観点から、私的整理の成立の意義の明確化を試みる。第2に、2段階交渉ゲームを用いて、私的整理の成立を巡る交渉の様子を明らかにする。

イ．2回繰り返しゲームを用いた説明

ゲームは2回にわたって行われる³¹。まず、1期目では、債権者A、Bが、個別に債権回収を行うか（「債権回収」）、私的整理による企業の再建を図り、再建企業からの債権回収を行うか（「私的整理」）を同時に決定する。2期目では、1期目の結果を知ったうえで、A、Bが、法的整理による企業の再建を図ることとし、法的整理を申し立て、同手続を通じて債権回収を行うか（「法的整理」³²）否か（「維持」）を同時に決定する。Aが「法的整理」を選択した場合にはそこで分配が決定するが、「維持」を選択した場合には、Bに決定が移ることとする（事例2）。

このとき、1期目の結果が「債権回収、債権回収」であり、2期目ではともに「維持」を選択する場合には解体清算がなされ、債権者には解体清算時の企業価値に基づく分配がなされることとする。また、1期目の結果が、「債権回収、私的整理」、「私的整理、債権回収」、「私的整理、私的整理」であり、2期目ではいずれの債権者も法的整理を申し立てない（「法的整理」を選択しない）場合には私的整理がなされ、かつ、債権者には私的整理によって保全される企業価値に基づく分配がなされることとする。2期目でいずれかの債権者が「法的整理」を選択する場合には法的整理が行われ、かつ、債権者には同手続によって保全される企業価値に基づく分配がなされることとする。

なお、一般的には、私的整理によって保全される企業価値の方が、法的整理

³¹ なお、情報完備ゲームのもとでは、繰り返しゲームにおけるゲームの回数は有限回である限り、ゲームの結果に影響しない。

³² 私的整理との対比で「法的整理」の用語が使われることがある。須藤 [2009] 58 頁参照。表現の簡略化のため、ここではそれに倣うこととする。もっとも、法的整理には、再建型のほかに清算型の破産手続、特別清算手続が含まれるが、以下では再建型の意味で用いる。

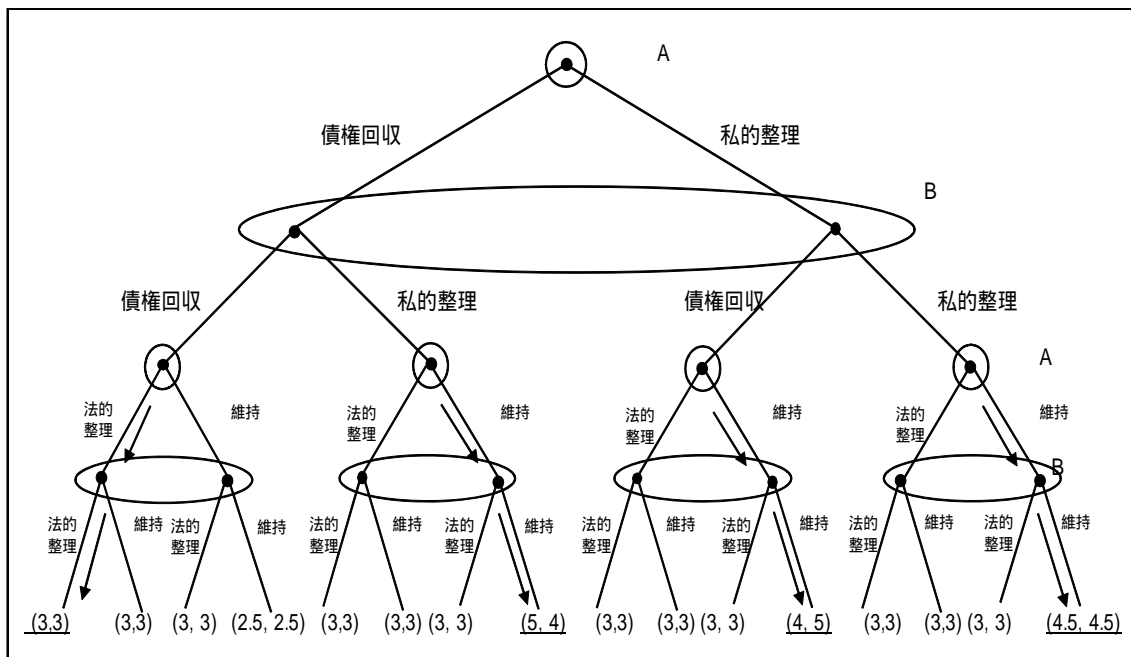
によって保全される企業価値よりも高いといわれていることから³³、本事例においては、私的整理によって保全される企業価値（下記数値例では9）は、法的整理によって保全される企業価値（下記数値例では6）よりも高い値とし、さらに、解体清算時の企業価値（下記数値例では5）はそれよりも低い値であると仮定する。そして、各企業価値を債権者らに分配する方法としては、①A、Bがともに同じ選択をした場合、およびいずれかが「法的整理」を選択した場合には、債権額に応じた比例分配が行われるというルールをおくこととする（本事例では、A、Bの債権額は同額であるため1対1の割合で分配）。これは、倒産手続においては、平等な分配が保障されている一方、平時に行われる私的整理においては、債権者の合意なしには平等な分配を実現できないということを表わすためのルールである。②それ以外の場合には、「債権回収」を選択した者には債権全額が、「私的整理」を選択した者には残りの企業価値が分配されることとする。これは、再建計画案で提示された損失負担に応じない債権者がいたとしても、より多くの損失負担に協力する債権者が存在することによって私的整理が成立しうる状況を表したものである。なお、こうした状況を、より多くの分配を主張する債権者（自らはより低い損失負担でなければ私的整理に応じないと主張する債権者）に着目して表現したものが「ごね得」であり、より多くの損失負担を受け入れる債権者、とくにそれがメインバンク³⁴である場合に着目して表現したものが「メイン寄せ」であるといえることができる。このゲームを展開形で表現したものが図1である。

³³ 前掲注14およびそれに対応する本文参照。

³⁴ 一般的には、メインバンクとは、事業者に対する貸出等においてもっとも緊密な関係を有する債権者金融機関のこととされている。株式会社産業再生機構 [2006] 66頁。メインバンクの定義は様々であり、かつてのメインバンク像（例えば、Aoki [1988]、Aoki & Patrick [1994]）と、現在、メインバンクと呼ばれているものとは必ずしも一致しないことに注意を要する。

なお、本稿では議論の単純化のため、債権者の債権額は同額であるという前提で分析を進めているが、近時は貸出残高の多さによってメインバンクが定義されることに鑑みれば、本事例でいうA、Bのどちらか一方がより高額の債権を有しているという前提で分析することも考えられる。芝田・山田 [2008] は、こうした前提で同時手番ゲームによってメイン寄せを分析したものである。

(図 1) 事例 2 の展開形表現



この展開ゲームの部分ゲームの完全均衡³⁵を求めるために、まず、2期目のゲームを部分ごとに考えると、それぞれの部分ゲームのナッシュ均衡は、左から順に、(3, 3) (「法的整理、法的整理」)、(5, 4) (「維持、維持」)、(4, 5) (「維持、維持」)、(4.5, 4.5) (「維持、維持」となる。次に、この結果をもとに1期目から始まる全体のゲームに戻ると、1期目でAが「債権回収」Bが「債権回収」であれば利得は(3, 3)に、Aが「債権回収」Bが「私的整理」であれば利得は(5, 4)に、Aが「私的整理」Bが「債権回収」であれば利得は(4, 5)に、Aが「私的整理」Bが「私的整理」であれば利得は(4.5, 4.5)となる。この1期目のゲームの利得行列を表したものが表2である。

(表 2) 事例 2 のゲームの 2 期目の部分ゲームのナッシュ均衡に基づく
1 期目のゲームの利得行列

		B	
		債権回収	私的整理
A	債権回収	(3 , 3)	(5 , 4)
	私的整理	(4 , 5)	(4 . 5 , 4 . 5)

※ プレーヤーの利得は (A、B) で表記

この利得行列においては、相手方が「私的整理」を選択した場合には、「債

³⁵ 部分ゲームの完全均衡 (点) とは、ゲームのすべての部分ゲーム (全体ゲーム自体を含む) にナッシュ均衡 (点) を導く行動戦略の組のことをいう。

債権回収」を選択することが最適反応戦略となっている一方、相手方が「債権回収」を選択した場合には、「私的整理」を選択することが最適反応戦略となっている。このことから、この利得行列におけるナッシュ均衡は「債権回収、私的整理」および「私的整理、債権回収」となる。したがって、本事例の 2 回繰り返しゲームの部分ゲーム完全均衡は、「債権回収、私的整理」および「私的整理、債権回収」の 2 通りとなる。

ロ．法的考察

以上のような数値例を用いた事例2のゲームからは、「私的整理、私的整理」ではなく、むしろ、「債権回収、私的整理」および「私的整理、債権回収」という戦略の組が部分ゲーム完全均衡となること、すなわち平等ではない分配案による私的整理が成立することが明らかになった。

より具体的には、第 1 に、平等ではない分配案による私的整理の成立であっても、より高い企業価値を保全しようという点で望ましいものであること、そして、債権者は自発的にパレート最適な状態を実現できることが明らかになった。すなわち、平等ではない分配案であっても、私的整理の成立によって、より高い企業価値（上記の数値例における 9）の保全に繋がり、さらに、それは個々の債権者からみても経済合理的なものとなっている。従来、平等ではない損失負担を求める慣行の存在が私的整理を阻害する要因となっていることが問題視されてきたが、個々の債権者としては、一部の債権者による「ごね得」の主張によって自らの損失負担が増加したとしても、私的整理の成立によってより高い企業価値が保全され、それによって、自らもより高い利得を得られるのであれば、平等ではない損失負担を伴う「私的整理」を選択することが経済合理的な選択となりうるのである。

以上を換言すれば、私的整理は、倒産企業の企業価値の最大化（ここでは企業の再建を通じた企業価値の最大化）を実現するという点においては倒産法と同様の意義を有しているが、倒産法とは異なり、私的整理は債権者間での平等な分配を強制的に実施することなく、倒産企業の企業価値の最大化を実現するという意義を有するものであるといえる³⁶。

第 2 に、平等ではない分配案による私的整理の成否は、法的整理における分配額の影響を受けることが明らかになったといえる。上記の数値例では、平等

³⁶ 反対に、倒産法（法的倒産手続）は、平等な分配を強制することができることがその意義のひとつであるといえる。事例 2 のゲームから得られるこうした考察結果は、先行研究の示すところと一致する。前掲注 16 の引用参照。

ではない損失負担を伴う「私的整理」を選択することが部分ゲーム完全均衡となったが、仮に、私的整理によって保全しうる企業価値が7であり、「ごね得」主張者が債権額全額を主張すれば、2期目のゲームのナッシュ均衡は上記の事例とは異なる結果となり、部分ゲーム完全均衡も「私的整理、私的整理」となる³⁷。したがって、いわゆる「ごね得」主張者が自らの債権額全額の分配を主張するという前提のもとでは、相手方において、法的整理における分配額が、平等ではない分配案のもとでの利得を上回っている場合には、「私的整理、私的整理」が部分ゲーム完全均衡となる、すなわち、平等ではない分配案による私的整理ではなく、平等な分配案による私的整理が成立するといえる。

他方、私的整理によって保全しうる企業価値が同じく7であっても、いわゆる「ごね得」主張者が自らの債権額よりも少ない分配額を主張する場合——相手方には法的整理における分配額を保障しつつ、自らはその残余すべてから債権回収を図ると主張するとも考えられる——には、異なる結果となる³⁸。このように、債権者が主張する分配額は、ゲームの結果に影響を及ぼすものであるにもかかわらず、事例2のゲームでは、いわゆる「ごね得」主張者は債権全額の分配を主張するという前提を置いていた。しかし、実際には分配額自体も債権者間の交渉によって内生的に決定されるものであるため、企業価値の分配を巡る交渉の様子に着目した分析を行う必要がある。

³⁷ 仮に私的整理によって保全しうる企業価値が7であれば、2期目の部分ゲームのナッシュ均衡は、左から順に、(3, 3)（「法的整理、法的整理」）、(3, 3)（「維持、法的整理」）、(3, 3)（「法的整理、維持」）、(3.5, 3.5)（「維持、維持」）となる。これをもとにした1期目のゲームの利得行列は次のようになり、このような場合には、一方当事者が「債権回収」を選択した場合、他方当事者にとっての最適反応戦略は「私的整理」を選択することではなく「債権回収」となる。

	B		
A	債権回収	私的整理	
債権回収	(3, 3)	(3, 3)	
私的整理	(3, 3)	(3.5, 3.5)	

³⁸ 例えば、「ごね得」主張者は自らの取り分として4を主張（相手方には3を分配）することとすれば、2期目の部分ゲームのナッシュ均衡は、左から順に、(3, 3)（「法的整理、法的整理」）、(4, 3)（「維持、維持」）、(3, 4)（「維持、維持」）、(3.5, 3.5)（「維持、維持」）となる。これをもとにした1期目のゲームでは、一方当事者が「債権回収」を選択した場合、他方当事者にとっての最適反応戦略は「私的整理」を選択することとなる。

八．２段階交渉ゲームを用いた説明

法的整理における分配額が、私的整理における分配案の主張にどのような影響を及ぼしているか、交渉において分配額はどのようにして決まるのかについて分析するため、時間の推移を考慮し、債権者が逐次的に行動を選択する様子を表わすことができるゲーム（逐次手番ゲーム）³⁹、とくに２段階交渉ゲーム⁴⁰を用いることとする。

上記と同様、ある企業に２人の債権者 A と B が存在し、それぞれ 5 の債権を有しているとする。A と B は、当該企業の私的整理による再建を目指しており、それによって実現する企業価値の分配について交渉を行うものとする（事例 3）。

交渉ラウンドの回数は 2 回とする。最初の交渉ラウンドで B が条件（分配案）を提示し、それを受けて A が受諾か拒否かを決定する。A が拒否をした場合には 2 回目の交渉ラウンドへ進み、今度は A が条件を B に提示する。そして、B が受諾か拒否かを決め、ゲームが終了する。企業の再建に向けた交渉が長引くことで、企業の財務状況が深刻化することが多いことから、交渉ラウンドの回数が増すごとに、交渉の対象たる企業価値は減少すると仮定する（減価率は $100\sigma\%$ とする。このとき、 $0 \leq \sigma < 1/7$ ）⁴¹。なお、企業価値については次のような仮定をおく。1 回目の交渉ラウンドで交渉がまとまり、それによって企業が再建する場合の企業価値は 7、2 回目の交渉ラウンドで交渉がまとまり、それによって企業が再建する場合の企業価値は $7 \times (1 - \sigma)$ であるとする。そして、2 回目の交渉も決裂し、法的整理によって企業が再建する場合の企業価値は 6 であるとし、法的整理のもとでの分配（それぞれの利得）は (3, 3) となることとする。これは「交渉の不一致点 (d)」⁴²と呼ばれ、「 $d = (3, 3)$ 」と表わされる。

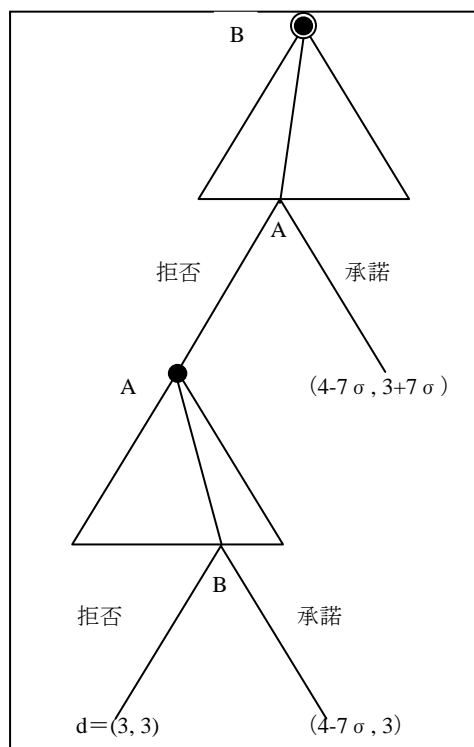
³⁹ 交渉理論は、ゲーム理論を用いて交渉問題を扱ったものであり、プレーヤー間で話し合いが行われ、話し合いの結果、ある合意に達したときにその合意が拘束力をもつ状況を扱うものである。プレーヤーが 2 人のゲームは交渉ゲーム（2 人協力ゲーム）と呼ばれ、また、以下で扱う、合意が実現するまでプレーヤーが交互に提案を繰り返すゲームは交互提案ゲームと呼ばれる。

⁴⁰ 交渉ラウンドの回数が $n (>1)$ 回のは、 n 段階の交渉ゲームあるいは多段階交渉ゲームと呼ばれる。本稿では、議論の単純化のため 2 段階交渉ゲームを用いて分析を行う。

⁴¹ 私的整理による再建で実現しうる企業価値が、法的整理による再建で実現しうる企業価値を上回っているという仮定、および、A は B よりも多く取り分を主張するという仮定を維持するために $\sigma < 1/7$ という仮定を置くものとする。

⁴² 交渉の不一致点、交渉決裂時の取り分、脅し点、威嚇点 (threat point) 等と呼ばれる。

(図 2) 事例 3 の展開形表現



B は、最初の交渉ラウンドで条件を提示する前に、まず、自分が提示した条件を A が拒否した場合に生じる結果について先読みする⁴³。2 回目の交渉ラウンドにおける条件提示者である A は「最後通告（通牒）ゲーム」における条件提示者となる。最後通告ゲームとは、一方が条件を提示し、他方が受諾するか拒否するかで終わるような 1 回限りのゲームをいう。このとき、他方が拒否すると、双方の利得はともに低いものとなることから、条件提示者による提案は、交渉決裂時の取り分を相手方に確保している限り、いかなる内容であっても受け入れられると考えられる。そうした条件提示者である A は、2 回目の交渉ラウンドにおいて、100σ%減価した企業価値 (7-7σ) を前提として、交渉決裂時の取り分 (3) を B に確保しつつ、A 自身の取り分 (α) の最大化を主張すると予想される (α=4-7σ)。なお、このような最後通告ゲームにおける A は、より多くの取り分を主張する「ごね得」主張者と同視することができ、反対に、B は、それに劣後する条件で分配案に合意する債権者あるいはメインバンクと同視することができる。

⁴³ B は、将来の行動を先読みして自分の最適な行動を決定する。このような推論は、先読み推論と呼ばれる。先読み推論の計算は、ゲームの終点に一番近い手番から順々にプレイヤーの最適行動を求めることによって行われる。このため、先読み推論の計算方法は、バックワード・インダクション、後向き帰納法と呼ばれる。

B は、以上のような先読みを行ったうえで、最初の交渉ラウンドで A に提示する条件を決定する。A が 2 回目の交渉ラウンドで提示してくる A の取り分(α)を、最初の交渉ラウンドにおいて B が提示すれば、A はそれを拒否しないと考えられる。その結果、2 回目の交渉ラウンドに進む必要はなくなり、企業価値の減価もなくなるため、その分 (7σ) だけ B の取り分は増えることとなる。その結果、最初の交渉ラウンドで B が提示する条件は $(A, B) = (\alpha, 7 - \alpha) = (4 - 7\sigma, 3 + 7\sigma)$ となり、A はこれを受諾し、交渉が成立することになる（このような戦略の組が部分ゲームの完全均衡となる）。

二．法的考察

事例 3 のゲームからは、私的整理の成立を巡る交渉においては法的整理における分配額が交渉決裂時の取り分となっていること、そして、各債権者は交渉決裂時の取り分を基準として平等ではない分配案を主張し、あるいは、その諾否を決定していることが明らかとなった。

法的整理における分配額が交渉決裂時の取り分となっているということは、仮に交渉が失敗に終わったとしても、法的整理による債権回収を行うという代替手段が残されており、そこで法的整理における分配額の利得が保障されているということを意味する。このため、両債権者は、交渉決裂時の取り分すなわち法的整理における分配額と同額かそれ以上の分配額の提案がなされない限り、その提案に合意することはない。そして、こうした行動が先読みされ、両債権者が同意しうる分配案が提示されることになる。その結果、上記事例の A のような「ごね得」主張者が存在したとしても、B は、自らの利得が法的整理における分配額を上回るものであれば、必ずしも平等な分配案による私的整理でなくても自発的に合意することになる。このような B は「負担を強いられている」のではなく、自身にとって経済合理的な条件を確保しうる限り、そうした平等ではない分配案による私的整理の成立に自発的に合意しているといえる。

また、事例 3 のような前提のもとでは、必ずゲームの均衡が存在すること、すなわち、債権者は、自発的な交渉の結果として、平等ではない分配案による私的整理の成立に合意することが明らかにされたといえる。もちろん、すべての私的整理の成立が、事例 3 のゲームの仕組みによって説明できるわけではない。A、B とともに協力的な債権者であれば、「ごね得」が主張されることなく、平等な分配案による私的整理が成立すると考えられるように（例えば、事例 1 における「協力、協力」）、事例 3 のゲームの仕組み以外にも私的整理が成立する可能性はある。以上を換言すれば、私的整理によって保全される企

業価値が、法的整理によって保全される企業価値を上回る場合には、いずれの仕組みによっても、ゲームの均衡すなわち私的整理の成立は導かれるといえる。もっとも、私的整理によって保全される企業価値が、法的整理によって保全される企業価値を上回らないという場合以外にも、企業価値の減価率（上記の例の σ ）が極めて高い場合等には、必ずしも私的整理の成立が導かれるわけではないことには留意が必要である。

（３）小括

先行研究において、私的整理は、債権者間の自発的な合意によって、法的倒産手続自体に伴う費用を削減しつつ、集団的な債権回収を行うことを通じ、倒産企業の企業価値の最大化（とくに企業の再建を通じた企業価値の最大化）を図りうるという意義を有するものと捉えられてきた。本稿では、ゲーム論の観点をを用いた私的整理の実態に即した分析を行うことによって、私的整理の意義の明確化を試みたところ、以下のような考察結果が得られた。

まず、事例 2 のゲームの分析からは、私的整理は、倒産企業の企業価値の最大化を実現するという点においては倒産法と同様の意義を有するものであるが、倒産法とは異なり、私的整理では債権者間での平等な分配を強制的に実施することなく、倒産企業の企業価値の最大化（とくに再建を通じた企業価値の最大化）を実現しうるということが明らかになった。換言すれば、私的整理は、必ずしも平等な分配を実施せずとも、倒産企業の企業価値の最大化を実現しうるという意義を有するといえる。

次に、事例 3 のゲームの分析からは、私的整理においては法的整理における分配額を交渉決裂時の取り分とした交渉が行われること、債権者は、自らの利得が法的整理における分配額を上回るものであれば、必ずしも平等な分配案による私的整理でなくても自発的に合意することが明らかになったといえる。そして、債権者の自発的な交渉の結果として、その分配案が平等な内容であるにせよ、平等な内容ではないにせよ、ゲームの均衡すなわち私的整理の成立が導かれうるということが明らかになったといえる。

しかし、以上のような結論は明らかに実感に反する。なぜなら、実際の私的整理の成立を巡る交渉では、債権者間での合意に至ることが困難であるといわれており、私的整理の成立は必ずしも容易ではないと思われるからである。

このような考察結果と現実の不一致については、事例 3 のゲームの前提の一部が現実的ではないため、そもそも、このような仕組みによって私的整理は成

立しないという可能性が考えられる。すなわち、事例 3 のゲームに限らず、上記で見た、いずれのゲームについても、そのルールについて債権者が共通の認識を持っているという前提（情報完備ゲーム）⁴⁴の現実的妥当性には問題がある可能性がある。具体的には、第 1 に、上記のゲームでは、「交渉決裂時の取り分」についての認識が債権者間で共有されているという前提となっていた。この場合の「交渉決裂時の取り分」とは、法的倒産手続における各権利者の「取り分」を意味すると考えられる。しかし、下記 3.（1）で後述するとおり、わが国の法的再建型倒産手続における取り分の予測は容易ではなく、債権者間で交渉決裂時の取り分についての認識を共有することは困難であると考えられる。第 2 に、上記のゲームでは、交渉の対象たる企業価値についての認識が債権者間で共有されているということが前提となっていた。そのうえで、B は、どのような分配案を提示すれば A が合意するかについての先読みを行うものとされていた。しかし、企業価値を客観的に明らかにすることは難しいため、交渉の対象たる企業価値についての認識を債権者間で共有することは困難であると考えられる⁴⁵。第 3 に、上記のゲームでは、債権者の数が増えてもゲームの結果には影響しないとしていた⁴⁶。しかし、債権者はゲームのルールに関する共通の認識を持っていない（情報不完備ゲーム）という前提のもとでは、債権者の数の増加は、取引費用の増加をもたらし、債権者全員での合意の実現をより困難にするおそれがある。

もっとも、ゲームの前提にこのような問題があることが、ゲームの均衡の実現すなわち私的整理の成立を阻害している要因となっているのであれば、そうした問題への対応策を講じることによって、私的整理の成立を促すことが可能であると考えられる。なお、上記で指摘したゲームの前提に関する 3 つの問題のうち、交渉決裂時の取り分についての債権者間での認識の不一致の問題、および、交渉の対象たる企業価値についての債権者間での認識の不一致という問題をそれぞれ解決することができれば、債権者の数が増えることによる合意形成の難しさは一定程度解消しうることから、以下では、そうした債権者間での認識の不一致の問題に絞ってその対応策を検討していくこととする。

⁴⁴ 前掲注 22 に対応する本文参照。

⁴⁵ 例えば、A が B よりも企業価値を高く評価している場合には、B は 2 回目の交渉ラウンドで A が提示する分配案を正確に予測しえず、両者が合意できる分配案を B が提示することは難しいと考えられる。反対に、A が B よりも企業価値を低く評価している場合には、B は両者が合意できる分配案を提示できるようにも考えられるものの、A にとっても高額の取り分を示すと同時に、A が考えている以上に高額の取り分を B についても示すことから、A は受諾しない可能性があるとも考えられる。

⁴⁶ 前掲注 19 参照。

3. 私的整理の成立促進に向けた検討

以下では、交渉決裂時の取り分についての債権者間での認識の不一致の問題、および、交渉の対象たる企業価値についての債権者間での認識の不一致という問題への対応策について順に検討していく。

(1) 交渉決裂時の取り分に関する問題

イ. 「交渉決裂時の取り分」としての法的再建型倒産手続における取り分

上述の通り、私的整理の成立を巡る交渉における「交渉決裂時の取り分」とは、法的再建型倒産手続における各権利者の「取り分」と考えられる⁴⁷。ところが、法的再建型倒産手続における分配額の予測は容易ではない。

すなわち、わが国の法的再建型倒産手続である民事再生手続および会社更生手続は、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であり⁴⁸、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、既存の権利の変更が必要となる。具体的には、いずれの手続も再建計画案において、既存の権利を変更する定めを置くこととなるが⁴⁹、それに際して、清算・破産がなされた場合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）⁵⁰、同一の種類権利はそれぞれ平等に取り扱うこと（平等原則）⁵¹、および異なる種類の権利は各権利の順位を考

⁴⁷ なお、平時すなわち私的整理において、法的再建型倒産手続における各権利者の「取り分」を明らかにするということは、そのための法的再建型倒産手続における仕組みを手続外で利用することに等しい。各債権者に支払われる分配額は、その事案ごとに判断されるべきものであるし、そうした仕組みの利用に伴う費用も高いことから、こうした扱いをすること自体が、簡易、迅速性といった私的整理のメリットを奪うとも考えられる。もっとも、私的整理には、秘密性といったそのほかのメリットもあることから、上記のような費用を勘案してもなお、私的整理が法的整理に移行した場合より高い企業価値を保全するものであるならば、私的整理において法的再建型倒産手続における各権利者の「取り分」を明らかにする仕組みを導入することも検討に値するといえる。

⁴⁸ 兼子ほか [1974] 548-549 頁参照。

⁴⁹ 会社更生法 167 条 1 項 1 号、民事再生法 154 条 1 項 1 号

⁵⁰ 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 [2010] 24 頁 [水元宏典]、380 頁 [笠井正俊]、466 頁 [中西正] 参照。

⁵¹ 会社更生法 168 条 1 項、民事再生法 155 条 1 項。

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（以下「公正・衡平」という）⁵²が求められることになる。

そして、民事再生手続は、原則として単一の権利者すなわち一般債権者のみを対象とするものであり、共益債権、別除権や一般優先債権への弁済は手続外で行われる。このため、手続外での弁済額によっては一般債権者の分配額も変動しうることから、そうした観点では一般債権者に対する民事再生手続における分配額の予測は容易ではないといえる。他方、会社更生手続は、担保権者、債権者または株主といった種類の異なる権利者を対象とするものであるため、権利変更における利害関係人の調整が複雑となる。このため、会社更生手続では、「公正・衡平」な更生計画を作成したうえで、多数決による可決を得て、さらに、当該計画が「公正・衡平」なものであるかについて裁判所による審査を受けることが予定されている。しかしながら、権利分配の基準である「公正・衡平」の内容については、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に対する弁済を行うことはできないとする見解（絶対優先説と呼ばれる）と、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する見解（相対優先説と呼ばれる）⁵³とで争いがあり、わが国における「公正・衡平」の内容に関する通説的見解は未だ確立されていない状況である。もっとも、実務では相対優先説による扱いが多数であるといわれているが、仮に相対優先説にたつ場合には、上位の権利者への全額弁済なしに下位の権利者に対する弁済が行われうることから、会社更生手続における分配額の正確な予測は困難であるといえる。

ロ．私的整理における「交渉決裂時の取り分」

以上を踏まえ、私的整理における「交渉決裂時の取り分」を明らかにすることをもって、私的整理の成立に繋げる方法としては、2つ考えられる。

第1は、権利分配の基準について相対優先説ではなく絶対優先説を採用することである。絶対優先説によれば、実体法上の権利の優先順位に従った分配、すなわち上位の権利者への全額の弁済なしに下位の権利者に対する弁済が行わ

⁵² 会社更生法 168 条 3 項、民事再生法 155 条 2 項。

⁵³ 例えば、事業再生研究機構編 [2004] 304 頁 [上野保・上甲悌二・土岐敦司・那須克巳] のほか、「公正・衡平」とは、「実体法上優位の権利がそのまま認められるべきであるというのではなく、実体法上劣位の権利に遅れをとらせてはならない」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 [上野保・上甲悌二・土岐敦司・那須克巳] 参照。

れないこととなるため、分配額の客観的な予測が可能である。しかしながら、分配の前提となる企業価値自体が継続企業としての企業価値（継続企業価値）である限りは、下記3.（2）でも検討するとおり、その算定自体が困難であることから、結局のところ、単に絶対優先説を採用するだけでは「交渉決裂時の取り分」の明確化には困難が伴う。

第2に、次善の策ではあるが、「交渉決裂時の取り分」を「清算価値」による分配であると捉えることが考えられる。すなわち、清算手続においては、継続企業価値に比べて算定が容易な清算時の企業価値に基づき、そして、相対優先説とは異なり客観的な基準をその内容とする絶対優先説に基づいた分配がなされるため⁵⁴、「清算価値」による分配額については、客観的な予測が可能である。問題は、私的整理における「交渉決裂時の取り分」を「清算価値」による分配と捉えることについての認識の形成をどのように図るかである⁵⁵。この点、会社更生手続自体が交渉の場であり、そこでの「交渉決裂時の取り分」が「清算価値」による分配となると捉えられることからすれば⁵⁶、これに準じて私的整理における「交渉決裂時の取り分」も「清算価値」による分配となると捉えることにも一定の合理性があると考えられる⁵⁷。

⁵⁴ 清算型倒産手続である破産手続では、分配基準として絶対優先説を採用することに争いはなく、基本的には権利の変更なしに、実体法上の権利の順位に従った弁済がなされるにすぎない。具体的には、別除権者（担保権者）、優先破産債権者、一般破産債権者、劣後的破産債権者の権利尊重の順序は、手続の構造上自動的に貫かれ、先順位の権利者に完全な満足が図られない限り、次順位の権利者には何らの満足が与えられないという原則（絶対優先原則）が厳格に守られることとなる。

⁵⁵ これもまた、ソフトローの問題と捉えられるかもしれない。

⁵⁶ 会社更生手続においては、少なくとも清算価値保障原則を充たした分配であること、および、仮に一部の組（クラス）で多数決による可決に至らなかった場合であっても、権利保護条項制度（裁判所が、一部の組が不同意を示した場合であっても、不同意の組に属する権利者の権利を保護する条項（権利保護条項）を定めることにより、認可を決定することができる制度。会社更生法200条、民事再生法174条の2第1項）により当該不同意の組には清算価値による分配が行われることとされている。

このような会社更生手続は、清算価値による分配を保障しつつ、清算価値を上回る部分の分配については多数決に委ねるものであると捉えることができる。米国連邦倒産法上の第11章手続でも、清算価値を上回る部分は、権利者間での「交渉」の対象そのものであると捉えられている。Jackson [2001] p.214. また、拙稿 [2011] 参照。

⁵⁷ なお、交渉決裂時の取り分を、①継続企業価値を前提とした絶対優先説に基づく分配とする場合と②清算価値を前提とした絶対優先説に基づく分配とする場合の違いは、①は、ごね得の主張を抑止し、それによって、より公正・衡平な分配に近づくことにあると考えられる。

(2) 企業価値評価に伴う問題と対応

イ．企業価値評価主体の問題

私的整理の成立を巡る交渉では、交渉の対象たる企業価値についての認識の共有が前提とされていたが、そもそも継続企業としての企業価値の評価は容易なものではない。

企業価値の評価を困難にする要因のひとつは、評価主体のバイアスである。債務者はもちろん債権者等の利害関係人は、自分に都合のよい評価を行う可能性があるため、企業価値の評価は、私的整理に参加する利害関係人から独立した第三者によって行われることが望ましい。しかし、実際のところ、そうした第三者を選任することは容易ではない。例えば、私的整理ガイドラインでは、手続の公正性を確保するための仕組みのひとつとして、公認会計士、税理士、弁護士、不動産鑑定士、その他の専門家（以下「専門家アドバイザー」という）を選任する仕組みが用意されている⁵⁸。しかし、実際には、専門家アドバイザーに適任な弁護士は、既にいずれかの金融機関の顧問弁護士であることが少なくなく、顧問先金融機関と全く関わりのない、専門家アドバイザーとしての第三者性を備えた弁護士を確保することは困難であったといわれている⁵⁹。

ロ．第三者機関の利用

そこで、私的整理の成立を巡る交渉のなかで、利害関係人から独立した第三者機関を利用し、その判断に拘束力を持たせるかたちで企業価値を評価することが考えられる。

例えば、特定調停手続⁶⁰のなかで、調停委員会における鑑定を利用することが考えられる^{61、62}。当事者間で合意に至れば、調停は成立し、その調停調書は債務

⁵⁸ ガイドライン5項(3)②参照。専門家アドバイザーは、債務者が提出した財務諸表の内容の適正性、再建計画案の内容の相当性や実行可能性等を調査し報告することとされており（Q&A23（22頁）参照）、その選任は任意であるが、私的整理ガイドライン手続の「公正衡平を旨とし、透明性を尊重する」という基本理念を確保するうえでは選任は不可欠と考えられていた（ガイドライン2項(5)参照）。

⁵⁹ 私的整理に関するガイドライン実務研究会〔2002〕34頁。田中ほか〔2007〕12頁〔須藤英章〕も同旨。

⁶⁰ 特定調停とは、民事調停法（昭和26年法律第222号）の特別法である「特定債務等の調整の促進のための特定調停に関する法律」（平成11年法律第158号）に基づく調停手続をいい（同法1条）、特定債務者が民事調停法2条の規定により申し立てる特定債務等の調整に係る調停のことをいう。

⁶¹ 特定調停手続による事業再生では、調停委員会が組織され、裁判官から構成される同委

名義となる⁶³。他方、当事者間であらかじめ仲裁合意（仲裁法 2 条 1 項）を締結できれば仲裁手続の利用が可能である。同手続で仲裁人が下す仲裁判断は確定判決と同一の効力を有し（同法 45 条 1 項）、当事者を拘束することができる⁶⁴。

このほかにも、わが国には、多様な事業再生手続——企業再生支援機構⁶⁵、整理回収機構⁶⁶、中小企業再生支援協議会⁶⁷による事業再生のほか、特定認証紛争解決手続（いわゆる事業再生 ADR）⁶⁸に基づく事業再生等⁶⁹——がある。これらの事業再生において関与が予定されている第三者機関が企業価値の評価主体と

員会によって、弁護士または公認会計士等が鑑定人として任命され、再建計画の内容について調査・評価を命ずるとされている。

⁶² 私的整理ガイドラインによる私的整理をより有効に運用するために、特定調停手続の利用を提案するものとして、多比羅 [2001]。

⁶³ 合意に至らなければ特定調停の不成立として手続が終了する（特定調停法 18 条）が、関係権利者が仲裁判断的な解決を望む場合は、事前の申立てにより調停委員会が鑑定（調査）結果および当事者の意見を参考にして調停条項を定めること（同法 17 条）や、その結果を踏まえ調停に代わる決定を行うこと（同法 20 条、民事調停法 17 条）が考えられる。田中ほか [2007] 426 頁〔多比羅誠〕。

⁶⁴ 仲裁判断は、当然には債務名義とはならない。当該仲裁判断に基づく強制執行をするには、裁判所の執行決定がなければならない。仲裁法 45 条 1 項但書。

⁶⁵ 株式会社企業再生支援機構は、「株式会社企業再生支援機構法」（平成 21 年法律第 63 号）によって 2009（平成 21）年 10 月に設立された時限的な組織である。

⁶⁶ 株式会社整理回収機構（以下「RCC」という）は、住宅金融専門会社（住専）の不良債権を処理するために設立された住宅金融債権管理機構（住管機構）と、破綻した東京の 2 信組（東京協和信用組合、安全信用組合）の受け皿として設立された東京共同銀行（後に、整理回収銀行に商号変更）とが、前者を存続会社とするかたちで 1999（平成 11）年 4 月に合併したものである。RCC は、旧住専各社および破綻金融機関から譲り受けた債権の回収を行うものであるが、その回収額の最大化を通じて金融機関の破綻処理等に伴う国民負担の最小化に資することを目的とし、それを業務とする一方で、当該業務の一環として企業の再生業務を実施している。

⁶⁷ 中小企業再生支援協議会は、1999（平成 11）年 8 月に制定された「産業活力の再生及び産業活動の革新に関する特別措置法」（平成 11 年法律第 131 号。以下「産活法」という）によって、中小企業の再生を支援する機関として設置されたものである。平成 15 年から全国に順次設置が進み、現在では 47 都道府県すべてに設置が完了している。経済産業大臣が中小企業再生支援指針に基づき経済産業省令で定めるところにより商工会議所等を認定支援機関として認定し、その認定支援機関のなかに中小企業再生協議会を設置することとなっている（産活法 41、42 条）。田中ほか [2007] 436 頁〔藤原敬三〕。

⁶⁸ 特定認証紛争解決手続（事業再生 ADR）とは、「裁判外紛争解決手続の利用の促進に関する法律」（平成 16 年法律第 151 号）に基づく認証紛争解決手続（ADR）のひとつであり、同法に基づく認証紛争解決事業者のうち一定の要件を満たし経済産業大臣の認定を受けた者（特定認証紛争解決事業者。産活法 2 条 25 項、48 条）が行う事業再生 ADR をいう（産活法 2 条 26 項）。

⁶⁹ このほか、かつては、産業再生機構による事業再生が盛んであったが、同機構は 2007（平成 19）年 3 月をもって解散、同年 6 月に清算完了している。

しての役割を果たすことが考えられる。例えば、企業再生支援機構による事業再生では、同機構あるいは企業再生支援委員会⁷⁰、整理回収機構による事業再生では、同機構内に設置された各種の専門家から構成される企業再生検討委員会（再生計画の策定、実行の着手についての承認の実施が予定されている）⁷¹、中小企業再生支援協議会による事業再生では、弁護士、公認会計士等の外部専門家から編成される個別支援チーム（対象企業のデュー・ディリジェンスが実施され、その結果を踏まえ、協議会は具体的かつ実現性の高い再生計画の策定を支援することが予定されている）⁷²、事業再生 ADR に基づく事業再生では、手続実施者（事業再生計画案の調査・検証のみならず、手続の主催者として、手続参加や事業再生計画案への同意に難色を示す債権者と接触を図り協議を行い、これを債務者にフィードバックして、債権債務関係の調整を仲介する役割が予定されている）⁷³である。これらの第三者機関は、既にその役割のなかで企業価値の評価を行うことがあったが、今後は、これらの第三者機関が評価バイアスの少ない評価主体として、より一層重要な役割を果たしていくことが期待されよう⁷⁴。

八．企業価値評価の不確実性の問題と対応

企業価値の評価を困難にする要因のもうひとつとして、将来の不確実性を挙げられる。例えば、DCF 法による企業価値は、当該企業における将来の収益をもとに算定されるが、当然ながら、将来の予測には不確実性が伴うため、客観的かつ画一的な企業価値を算定することは難しい。

こうした問題への対応策としては、債権者の有する権利（債権）と引き換えに当該企業の株式をすべて譲り渡すこと（Debt Equity Swap）によって、企業価値の評価自体を回避することが考えられる。具体的には、既存株式を 100%減資

⁷⁰ さらに、同機構は債権の買取権限を有していることから、企業価値評価に意見の対立がある局面においては、反対債権者から適正な時価で債権を買い取ることが可能である（株式会社企業再生支援機構法 29 条）。

⁷¹ 田中ほか [2007] 429 頁 [大森繁]。

⁷² 田中ほか [2007] 438 頁 [藤原敬三]。

⁷³ 山宮 [2009] 29 頁。

⁷⁴ なお、第三者機関を用いた企業価値評価を実施するためには、評価を依頼し、その評価（判断）に従うことを当事者間で合意しておく必要がある。企業価値が明らかになることで利益が減少する債権者には、こうした企業価値評価を利用するインセンティブはないようにみえるが、企業価値の認識が共有できなければ交渉は決裂し、債権者はともに損をする結果となるので、交渉の参加者たる債権者には、こうした企業価値評価を利用するインセンティブはあると考えられる。

し、債権者は DES 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取得することが考えられる⁷⁵。企業が債務超過である場合には、株主の保有する株式の経済的価値はゼロであり、保護すべき既存株主の利益は残っていないため、債権者と既存株主の関係が問題とならないことに加え、企業価値を最大化するインセンティブのある債権者に株主からコントロールを移すことが望ましいといえる。

二．債権者と株主の関係

私的整理の対象となる企業は実質的債務超過状態であることが多いため、そうした場合には、上記ハ．の議論がそのまま該当する。しかしながら、私的整理の開始時点で対象企業の客観的な資産査定を行うことは容易ではないことから、債務超過であるか否かを判断することが困難な場合もあると考えられる。さらに、それが私的整理のメリットのひとつといえるように、私的整理は実質的債務超過状態に至るよりも早期の段階で行われる場合もある。このため、私的整理が行われる場合における既存株式の価値はゼロであるとは限らず、ゼロではない場合には、DES の条件すなわち債権の評価額あるいは発行株式の価額によっては、株式の希釈化が生じうるため、債権者と既存株主との関係が問題となりうる⁷⁶。

会社法上、金銭以外の財産を出資する場合には、原則として裁判所の選任する検査役の調査を受ける必要があるが、履行期が到来している金銭債権を額面（当該債権にかかる負債の帳簿価額（券面額））以下で出資する場合には検査役の調査は不要である旨が規定されている（会社法 207 条 9 項 5 号）。当該規定の趣旨は、履行期が到来済みの金銭債権の場合には株式会社が弁済しなければならない債権の価額は確定しており、評価の適正性について特段の問題は生じないため、DES をより簡易な手続で行いうるようにすることにあると説明されている⁷⁷。また、このような履行期が到来した金銭債務を弁済できないということをもって、株式の価値はゼロ、すなわち実質的債務超過状態であるとし⁷⁸、

⁷⁵ 拙稿 [2008] 138 頁以下。もちろん、債権者の債権全額について DES を行う必要はない。例えば、債権の清算価値については短期・中期・長期の分割弁済等を組み合わせて行うと同時に、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。

⁷⁶ 藤田 [2001] 8 頁注 68。

⁷⁷ 相澤・豊田 [2005] 26 頁。

⁷⁸ 田中 [2005] 注 29 参照。株式の価値がゼロになるためには、履行期が到来した債務を弁済できない（支払不能状態にある）だけでなく、債務超過状態にあることが必要であることから、田中 [2005] は、履行期にある債務を弁済できないことの意味と債務超過を整合的に説明しうる論理を検討している。同 26-27 頁。すなわち、理論的には、企業の

その場合には、保護すべき既存株主の利益は残っておらず、したがって債権者と既存株主の関係は問題にならないとされている。

これに対し、履行期が未到来の金銭債権を現物出資する場合については議論がある。すなわち、この場合には、検査役調査が求められるものの、その際の債権価値の評価方法については解釈に委ねられている。履行期が未到来の金銭債権の時価は券面額を下回る一方、株式にも価値が存在し、金銭債権の券面額で株式の発行条件を決めると既存株主の利益を害するおそれがあることから、債権価値の評価方法が問題となる⁷⁹。

こうした問題を回避するため、①検査役は債権を時価で評価すべきという考え方（いわゆる評価額説）があるほか、②債務者である株式会社は期限の利益を放棄すればよく、したがって検査役調査は不要であるから⁸⁰、債権は券面額で評価することとし、発行会社が1株当たりの発行価額（払込金額。会社法199条1項2号）を適切に調整することによって既存株主の利益に配慮するという考え方⁸¹がある⁸²。

継続企業価値が負債を上回っている限り（実質的債務超過ではない限り）、その会社は企業価値を担保として市場で履行期の到来した債務を借り換えることができ、反対にこうした借り換えができなければ実質的債務超過であると考えられること、他方で、現実には、市場は不完全であり、借り換えができないからといって実質的債務超過とは限らないこと、この場合には履行期の到来した債務を弁済できないからといって、実質的債務超過状態と同視することはできないことが指摘されている。もっとも、現実問題としては、実際に継続企業価値を評価することは困難であり、不完全であっても市場が借り換えの可否を示すほうが客観的であり信頼できるともいえ、会社法が履行期の債務を弁済できないという事実をもって、実質的債務超過状態にあると割り切ることに一定の合理性を認めうるとしている。同27頁。

⁷⁹ 田中 [2005] 25 頁注 17。

⁸⁰ 相澤・豊田 [2005] 26 頁はこのような考え方にたつものと考えられる。

これに対しては、債務会社が期限の利益を放棄することが既存株主の利益にならない場合や、債務会社が期限の利益を放棄し券面額によって株式の発行条件を決める場合には、既存株主の不利益のもとに一方的に債権者に有利な扱いとなることや、取締役の善管注意義務違反、および既存株主に対する責任（会社法429条）が問題になることが指摘されている。田中 [2005] 25 頁、江頭 [2009] 696 頁。

⁸¹ このような処理の可能性を指摘するものとして、弥永 [2002] 89 頁、神田 [2002] 33 頁注 10、田中 [2005] 注 19 等。例えば、時価 800 万円の債権を券面額 1000 万円と評価しこれを発行総額とした場合、1株あたりの発行価額（払い込み金額）を現在の株価の 1.25 倍とする等。田中 [2005] 25 頁参照。このほか、金融法委員会 [2004] 3-4 頁は、「債権の時価÷発行株式数」から算出した発行価額による調整を、針塚 [2002] は、「債権の時価÷株価の時価」から算出した発行株式数による調整を提案するものといえる。

⁸² 以上の整理は、田中 [2005] 25 頁参照。とくに、①と②の違いは、①においては、検査役調査において債権の時価を必ず評価するのに対し、②においては、株主が新株発行差

私的整理で実施される DES については、債権者と既存株主との関係、とりわけ履行期の到来していない金銭債権を現物出資する場合の債権者と既存株主の利益との関係について、より緻密な検討を要するものと思われる⁸³。

4．おわりにかえて

本稿は、倒産法の定める手続によらず企業の再建が達成される仕組み、すなわち私的整理が成立する仕組みについて、ゲーム論の観点から分析を試みた。実際の私的整理を取り巻く環境はより複雑なものであり、本稿はその一側面についてのみ取り上げ、分析したものに過ぎないが、そうした分析からは以下のような結果を得たといえる。

すなわち、倒産法上の規律の及ばない平時において、「交渉決裂時の取り分」および「交渉の対象たる企業価値」について共通した認識を債権者間で有するという前提のもとでは、債権者らは自発的に行う交渉の結果として、平等ではない分配案による私的整理を実現しうるということが明らかになった。

このことは、平等ではない分配案を主張する債権者の存在が、必ずしも私的整理の成立を阻む要因となっているわけではないことを意味する。すなわち、そうした債権者は、「交渉決裂時の取り分」である法的整理に移行した場合に受け得る分配額と、私的整理によって受け得る分配額とを比較し、より高い企業価値の保全に繋がる私的整理が成立しうる限りにおいて、換言すれば、他の債権者の合意が得られると見込まれる限りにおいて、自らの利得の最大化を試みるのである。また、そうした主張を受け入れる債権者も、自らの経済合理性に基づくことなく、平等ではない分配案を承諾することはない。したがって、ゲームの仕組みからは、こうした平等ではない分配案を主張する債権者の存在が、必ずしも私的整理の成立を阻む要因となっているわけではないと考えられる⁸⁴。

むしろ、私的整理の成立を巡る交渉における「交渉決裂時の取り分」および

止請求等のかたちで発行条件の適正さを争う場合にのみ、裁判所が債権の時価を評価すれば足りるという点にあるとする。同注（19）。

⁸³ こうした問題を会社法の観点から詳細に検討したものとして、藤田 [2008]。

⁸⁴ もちろん、実際の私的整理で散見された「ごね得」主張者のすべてが、こうした経済合理的な債権者であったとは限らず、むしろ、本稿で指摘した問題の存在から、「交渉決裂時の取り分」を前提とした提案を行うものではなかった可能性が高いと考えられる。

「交渉の対象たる企業価値」について共通した認識を債権者間で持つことの難しさが、私的整理の成立を阻害する要因となっている可能性があると考えられる。そこで、本稿は、かかる要因を克服する方策について、以下のような検討を行った。

まず、私的整理の成立を巡る交渉における「交渉決裂時の取り分」とは、法的再建型倒産手続における各権利者の取り分であると考えられる。しかし、わが国の法的再建型倒産手続および実務で有力な扱いすなわち相対優先説に基づく扱いを前提とする限り、それは「清算価値を上回り相対的な差が設けられたもの」という以上に、事前に予測することは難しい。他方、仮に私的整理の成立を巡る交渉における「交渉決裂時の取り分」を「清算価値」に基づく分配額と捉えれば、事前の予測が可能であることから交渉決裂時の取り分が明確になり、もって私的整理の成立に繋がると考えられる。したがって、清算価値による分配額が交渉決裂時の取り分であると捉えることも考えられるとした⁸⁵。

次に、「交渉の対象たる企業価値」とは、継続企業としての企業価値であるが、こうした企業価値の評価は、評価主体のバイアスや評価に伴う不確実性の影響を受ける。そこで、本稿は、バイアスの少ない評価主体として独立した第三者機関を利用すること、さらに、企業価値評価に伴う不確実性を回避する方法として DES を利用することについて検討を行った。前者について大きな障害は存在しないと思われる一方、後者については、仮に実質的債務超過状態よりも早期の段階で私的整理による再建を試み DES が利用される場合には既存株主と債権者の関係が問題となりうることを指摘した。

最後にソフトローについて得られた若干のインプリケーションについて述べると、わが国の私的整理ガイドラインは、債務者企業および債権者等により自発的に尊重され、遵守されることが期待されたものであり、こうした性質を持つ同ガイドラインはソフトローの一例と捉えられてきた。しかし、本稿の考察によって明らかになったとおり、平等ではない分配案による私的整理の成立もゲームの均衡となりうることからすれば、少なくとも、ガイドラインは、常に債権者間の平等的な取扱いを求めるという内容となっているという点で、ソフトローを明文化したもの⁸⁶としては、十分ではなかったといえる。

本稿は、より高い企業価値の保全に繋がる企業の再建を図っていくための方策として、私的整理の成立を阻害する要因のうちの一部を検討したものにすぎ

⁸⁵ もっとも、前掲注 57 参照。

⁸⁶ ソフトローとは、ゲームの均衡において観察される安定的な行動様式を明文化したものと定義されている。加賀見 [2005] 118頁参照。

ない。企業の再建を通じたより高い企業価値を保全し、かつパレート最適な状態を実現するためには、法的倒産手続が開始された場合の企業価値を、私的整理が成立した場合の企業価値と同等とするよう、法的倒産手続に伴う費用の削減を目指す方法も考えられよう。ただ、一連の倒産法制の改正や実務改善の工夫もあって、既に法的倒産手続に伴う費用の削減は一定程度進んでいると考えられる。法的倒産手続が開始された場合の企業価値の減少を引き起こす最大の要因が、「法的倒産手続に入ること」という事実による評判の棄損であるならば⁸⁷、それは私的整理によってしか回避しえないものであり、その意味でも、私的整理の問題改善を通じてその成立を促していくことは、引き続き、積極的な課題と位置付けられるといえよう⁸⁸。

以 上

⁸⁷ 前掲注 14 参照。

⁸⁸ なお、私的整理による企業の再建の達成が難しい場合には、利害関係人は法的倒産手続の開始を申し立てることで、法的倒産手続へ移行することが可能であるが、こうした移行がなされるにあたっては、両手続の間で一定の連続性が確保されることが重要である。こうした観点から、私的整理と法的倒産手続間の連続性が問題となる具体的局面を指摘し、各論的検討を行ったものとして、水元 [2009] 228-234 頁。

参考文献

- 相澤哲・豊田祐子、「新会社法の解説（5） 株式（株式の併合等・単元株式・募集株式の発行等・株券・雑則）」、『商事法務』1741号、2005年、15～31頁
- 伊藤 眞、「私的整理の法理（上）」、『判例タイムズ』440号、1981年、5～17頁
——、『破産法・民事再生法』、有斐閣、第2版、2009年
- ヴァリアン、ハル R.、『入門ミクロ経済学』、勁草書房、第7版、2007年
- 内野耕太郎、「非対称的情報下での私的整理と法的整理の選択」、CDAMS ディスカッションペーパー05/6J、神戸大学「市場化社会の法動態学」研究センター、2005年
- 江頭憲治郎、『株式会社法』、有斐閣、第3版、2009年
- 岡田 章、『ゲーム理論・入門：人間社会の理解のために』、有斐閣、2008年
- 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』、ダイヤモンド社、1965年、243～351頁
- 加賀見一彰、「ソフトローの Secondary Rule への経済学的視点——会計および監査制度を題材に」、『ソフトロー研究』第2号、2005年、113～136頁
- 梶井厚志・松井彰彦、『ミクロ経済学 戦略的アプローチ』、日本評論社、2002年
- 株式会社産業再生機構、『産業再生機構 事業再生の実践 第2巻』、商事法務、2006年
- 兼子 一監修・三ヶ月章・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年
- 神田秀樹、「債務の株式化（デット・エクイティ・スワップ）」、『ジュリスト』1219号、2002年、30～35頁
- 神戸伸輔、『入門 ゲーム理論と情報の経済学』、日本評論社、2004年
- 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」、2004年（金融法委員会 HP）
- 佐藤鉄男、「裁判外倒産処理と法的倒産処理の関係」、今中利昭先生古稀記念『最新倒産法・会社法をめぐる実務上の諸問題』、民事法研究会、2005年、525～540頁
- 事業再生研究機構編、『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、2004年
- 私的整理に関するガイドライン研究会、「ガイドラインの評価および今後の課題等について——実務 WG 検討結果報告」、2005年
- 私的整理に関するガイドライン実務研究会、「『私的整理に関するガイドライン』運用に関する検討結果」、『金融法務事情』1659号、2002年、30～36頁
- 芝田隆志・山田哲也、「メイン寄せリスクと貸出債権価値の評価：ゲーム論的リアルオプションによるアプローチ」、『金融研究』27巻別冊2号、2008年、1～45頁
- 須藤正彦、「私的整理と法的整理の交錯素描——法的整理が必要とされる理由は何か」、

- 『ビジネス法務』9巻6号、2009年、58～64頁
- 高木新二郎・中村 清、『私的整理の実務』、きんざい、1998年
- 田中亀雄・土屋 章・多比羅 誠・須藤英章・宮川勝之、『私的整理ガイドラインの実務』、金融財政事情研究会、2007年
- 田中 亘、「事業再生から見た会社法の現代化(1)」、『NBL』822号、2005年、20～32頁
- 多比羅 誠、「『私的整理に関するガイドライン』と特定調停手続の利用」、『金融法務事情』1629号、2001年、28～33頁
- 西岡清一郎・鹿子木康・梶谷雄一編・東京地裁会社更生実務研究会、『会社更生の実務(下)』、きんざい、2005年
- 針塚 遵、「デット・エクイティ・スワップ再論」、『商事法務』1632号、2002年、16～21頁
- 藤田友敬、「自己株式取得と会社法(下)」、『商事法務』1616号、2001年、4～9頁
- 、「規範の私的形成と国家によるエンフォースメント：商慣習・取引慣行を素材として」、『ソフトロー研究』6号、2006年、1～18頁
- 、「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』、2008年、117～142頁
- 松下淳一、『民事再生法入門』、有斐閣、2009年
- 水元宏典、「倒産処理における法的小よび非法的紛争解決システムの連携とその限界」、熊本大学法学会編『紛争解決システムの新展開 熊本大学法学会叢書9』、成文堂、2009年、220～234頁
- 弥永真生、「債務の株式化——ヨーロッパにおける扱いを参考にして」、『ジュリスト』1226号、2002年、84～90頁
- 山宮慎一郎、「事業再生ADR手続の流れ——事業再生実務家協会の手続をもとに」、事業再生実務家協会・事業再生ADR委員会編『事業再生ADRの実践』、商事法務、2009年、24～63頁
- 山本和彦、「『無限後退』からの脱出を目指して——倒産法制の新たな展望(特集 倒産法制、さらなる期待と課題)」、『NBL』800号、2005年、91頁
- 、『倒産処理法入門』、有斐閣、第3版、2008年a
- 、「事業再生ADRについて」、『名古屋大学法政論集』223号、2008年b、387～417頁
- 、「裁判外事業再生手続の意義と課題」、「裁判外事業再生」実務研究会編『裁判外事業再生の実務』、商事法務、2009年、525～540頁
- ・中西 正・笠井正俊・沖野眞已・水元宏典、『倒産法概説 第2版』、弘文堂、2010年
- 山本慶子、「再建型倒産手続に関する一考察——『法と経済学』の視点から——」、『金

- 融研究』24巻法律特集号、2005年、207～244頁
- 、「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」、『金融研究』27巻法律特集号、2008年、111～154頁
- 、「再交渉による企業の再建——会社更生手続における債権者間の『公正・衡平』な権利分配のあり方を踏まえて——」、『「企業法」改革の論理』、日本経済新聞発行社、2011年（未定稿）
- Aoki, Masahiko, *Information, Incentives, and Bargaining in the Japanese Economy*, Cambridge University Press, 1988.
- , & Hugh Patrick, *THE JAPANESE MAIN BANK SYSTEM – ITS RELEVANCE FOR DEVELOPING AND TRANSFORMING ECONOMIES*, Oxford University Press, 1994
（なお、同書の翻訳書として、白鳥正喜監訳、『日本のメインバンク・システム』、東洋経済新報社、1996年）。
- Berkovitch, Elazar, and Ronen Israel, “The Bankruptcy Decision and Debt Contract Reorganizations,” *European Finance Review*, 2(1), 1998, pp.1-27.
- Gertner, Robert, and David Scharfstein, “A Theory of Workouts and the Effects of Reorganization Law,” *Journal of Finance*, 46, 1991, pp.1189-1222.
- Jackson, Thomas H., *THE LOGIC AND LIMITS OF BANKRUPTCY LAW*, Beardbooks, 2001
(originally published: Harvard University Press, 1986).