

社債の「イベントリスク」に関する法的研究(一)
——アメリカ法の立場から——

森

まどか

目次

第一章 はじめに

第二章 社債権者と株主の経済的利害対立

第一節 企業価値最大化インセンティブと利害対立

第二節 利害対立の態様

第三節 利害調整の経済的意義

一 負債のエージェンシーコストとその抑制

二 社債契約による利害調整と企業価値

第四節 契約による利害調整の限界

一 社債契約締結時の問題

二 モニタリングの問題

三 再交渉の問題

第五節 小括

第三章 アメリカ合衆国における「イベントリスク」の出現とその対処

第一節 背景および具体的事例

一 RJRナビスコ社のLBO

二 マリオット社のスピンオフ〔以上本号〕

第二節 利害対立状況としてのイベントリスク

第三節 イベントリスクへの対処

第四章 イベントリスク条項の効率性と現状

第五章 結びに代えて

第一章 はじめに

発行会社の支払能力に問題がないと判断されるならば、社債権者は保護されているといえるか。社債は償還までの期間が長いのが通常であり、その間に行われる経営戦略や事業再編等により、社債権者の利益が影響を受ける可能性は大きい。ところが、こうした発行会社の行動に制約を課す社債契約中の制限条項は、簡略化の傾向にある。筆

者が調べ得た限りでは、一九九六年一月に、行政指導としての適債基準ならびに財務制限条項の設定の義務づけが撤廃された後、発行会社がデフォルトに陥ったときに債権弁済の順位を確保するための担保提供制限条項がほとんどの例において特約されるのに対して、信用力の低下に対する早期警戒条項ともいえる利益維持条項を特約する例は著しく減少している。⁽²⁾ そればかりか、財務上の特約を設定しない起債例さえも登場している。⁽³⁾

発行会社が財務上の特約を遵守しているか否かは、社債管理会社が約定権限に基づきモニタリングすることになっている。社債管理会社が約定権限を行使するために必要な場合には、社債管理契約で約定をすることにより発行会社の業務および財産を調査することが許されると解される。⁽⁴⁾ しかし、たとえ社債管理会社がこうした調査権を有するとしても、上述のように財務上の特約自体が簡略化している以上、発行会社に支払能力がある間の社債権者保護に関する社債管理会社の役割には自ずから限界が生ずる。

たしかに、発行会社に支払能力があると判断されるならば、利息の支払が確実になされ元本の償還にも問題がなにかぎり、社債権者の利益は害されないとして、社債権者保護の必要性はないとも考えられるかもしれない。実際、平成五年商法改正以後、デフォルト発生時あるいは発生直前のような極端な状況での社債権者保護が重大な問題とされ、⁽⁵⁾ すでに多くの研究がなされている。⁽⁶⁾ しかし、上述のような状況下では、デフォルトの発生という最悪の事態になるまで、⁽⁷⁾ 社債権者は法的保護を一切受け得ないことになる。本稿は、この点を問題として、発行会社に支払能力がある場合における社債権者保護の必要性およびその方法を考察する。⁽⁸⁾ この問題の考察にあたっては、社債の発行および流通が活発なアメリカ合衆国における議論を参考にする。

アメリカ合衆国においては、発行会社に支払能力がある間は社債権者は契約により保護されると伝統的に考えられてきた。これは、会社債権者の保護が個々の契約に委ねられる傾向があることに起因する。⁽⁹⁾ しかし、一九八〇年

代の企業買収ブームを背景として、買収先資産を担保とした借入資本による買収（レバレッジド・バイアウト：LBO）とともに、その対抗策として借入資本に依存する資本の再構成（Recapitalization）が行われたが、その結果として株価の急騰ならびに社債の信用価値の急落を招き、デフォルトにこそならなかったものの社債権者は莫大な損失を被ったといわれている。いずれも従来の制限条項では対処できない取引であった。さらに、こうした企業買収ブームが落ち着いた後も、企業分割の一方方法であるスピノフ（Spin-off）という新しい取引類型が発展し、これが株主に利益を与える一方で社債権者に損害を生ぜしめるというLBOと類似する影響をもたらしている。この新しいリスクは、「イベントリスク（Event Risk）」と呼ばれ、いずれも発行会社に支払能力がある間に生じ、しかも社債はデフォルトに陥らないことから、従来のような契約による対処の限界性がこのリスクの発生を機に露呈するものとなった。⁽¹¹⁾ この状況を受け、アメリカ合衆国では、発行会社に支払能力がある場合における社債権者の利益保護に関して広範かつ詳細な議論が展開されるようになっていた。

わが国の社債流通市場の制度的整備は遅れており、流通自体も不活発であるといわざるを得ない状況にあるが、将来的に流通が活性化し、社債の信用価値の下落が流通価格に反映されるようになれば、わが国においても同様に契約による対処の限界が問題となりうる。現時点においても実際にはこのリスクは潜在的に存在しており、社債権者はデフォルトになるまでこのリスクを認識することができないにすぎないと考えれば、この問題を検討する意義は大きい。

以下では、次のように考察する。まず第二章では、発行会社に支払能力がある間に起こる社債権者と株主の経済的利害対立の構造および利害調整の経済的意義を示し、公募社債権者の集団性および分散性のゆえに契約による利害調整に本来的な限界が存することを示す。なお、ここでは、持分のエージェンシーコストをゼロと仮定する。次

に第三章では、アメリカ合衆国で出現した「イベントリスク」の具体的事例の紹介と、これに対する判例および学説の対応を検討する。さらに、第四章では、第三章で度外視した持分のエージェンシーコストを改めて考慮に入れつつ、アメリカ合衆国で普及したイベントリスク条項を概観する。第五章では、わが国におけるイベントリスクの可能性とその対処方法を私見として提示する。

- (1) 一定水準以上の信用力を有する企業にのみ公募社債の発行を認め、さらに元利払いの安全性確保のために、おおむね画一的内容の財務制限条項を設定することが義務づけられてきた。
- (2) 公社債月報平成八年九月号三〇頁(表2)参照。利益維持条項は、企業の債務返済能力を収益性の観点から確保するため、一定の水準を超えた収益の悪化を防ぐための条項である。
- (3) 九六年一月には、三菱地所によって財務上の特約を設定しない無担保普通社債が発行された。商事一四六一号一一頁(一九七七年)。
- (4) 上柳克郎ほか編『新版注釈会社法第二補巻(平成五年改正)』二〇一頁(江頭憲治郎)(有斐閣、一九九六年)。なお、約定権限を行使するために必要な時にも社債管理会社が商三〇九条ノ三に定める調査権を行使することができるとする見解もあるが(中東正文「社債管理会社の権限と責任」今中利昭先生還暦記念『現代倒産法・会社法をめぐる諸問題』六六一頁、六六五頁(民事法研究会、一九九五年)、いづれの見解をとったとしても同様の結果となる)。
- (5) 社債管理会社の倒産申立権の有無、デフォルトに伴う社債管理会社の責任の内容等が問題とされている。
- (6) たとえば、中東・前掲注(4)六六一頁、松下淳一「社債管理会社の地位・権限と民事手続法との関係について」学習院三五頁(一九九五年)、神作裕之「社債管理会社の法的地位」鴻常夫先生古稀記念『現代企業立法の軌跡と展望』一八三頁(商事法務研究会、一九九五年)、田頭章一「会社更生手続における社債管理会社の地位」岡法四五巻三号九五一頁(一九九六年)、藤田友敬「社

債の管理と法」公社債引受協会編『公社債市場の新展開』三三二頁（東洋経済新報社、一九九六年）などがある。なお、平成五年商法改正前の募集の受託会社についての研究として、江頭憲治郎「社債の管理に関する受託会社の義務と責任」鴻常夫先生還暦記念『八十年代商事法の諸相』一〇五頁（有斐閣、一九八五年）参照。

(7) なお、戦後のデフォルト社債は、受託会社が一括して買取っていたが（商事一四九五号一〇八頁（第12表）（一九九八年））、今後はこうした処理は行われぬものと考えられている。このことは、ヤオハンジヤパンの会社更正手続申立て・同開始決定に伴う戦後初のデフォルト例で明らかになったといえる。田頭章一「社債のデフォルトと社債管理会社の役割」商事一四九〇号六頁（一九九八年）。

(8) この問題を認識するものとして、岩原紳作「米英における社債管理の受託会社の制度」岩原紳作ほか『大口取引に係る株式委託手数料の自由化について——証券取引審議会作業部会報告』一一二頁以下（資本市場研究会編、一九九三年）、田頭章一「社債発行会社のデフォルトと投資家の権利保全・行使（下）」金法一四六六号二五頁（一九九六年）等がある。この問題は企業財務の観点から論じられることが多いが、法的に論ずるものとしては、落合誠「契約による社債権者と株主の利害調整」竹内昭夫先生還暦記念『現代企業法の展開』一九九頁以下（有斐閣、一九九〇年）があるにすぎない。また、社債権者に限らず広く一般会社債権者保護のための法規制のあり方について言及するものとして、小林秀之「神田秀樹『法と経済学』入門」一七二頁以下（弘文堂、一九八六年）がある。

(9) 藤田友敬「会社法と債権者保護」商法会計制度研究懇談会編『商法会計に係る諸問題』二七頁、四三頁注(3)（企業財務制度研究会、一九九七年）参照。

(10) 後出第三章第一節二参照。

(11) 一九八〇年代においてアメリカでイベントリスクによる損害を受けた社債権者は、元利払いの裏付けとなるために事業内容が変更しない資産担保証券（ABS）へ投資するようになり、「社債の淘汰化現象」が起ったようである。岩村充「入門企業金融

論』一九七頁(日本経済新聞社、一九九四年)。

(12) 江頭憲治郎「社債の決済制度」鴻常夫先生古稀記念『現代企業立法の軌跡と展望』二四七頁、二四八頁以下参照(商事法務研究会、一九九五年)。

第二章 社債権者と株主の経済的利害対立

社債権者と株主は、ともに会社資本の供給者である。しかし、会社資産およびキャッシュフローに対する両者の請求権の性質は異なる。社債権者は、会社の資産およびキャッシュフローに対し、確定的かつ優先的請求権を有する。つまり、社債権者は、会社の利益とは無関係に確定利息の支払とその元本の償還を受ける。これに対して、株主は、会社の資産やキャッシュフローに対しては確定的かつ優先的請求権を持たないが、会社の上げる利益を享受する不確定な請求権、つまり配当請求権と残余財産分配請求権を有する。こうした会社に対する両者の請求権の性質の違いが、両者の間に潜在的な利害対立状態を生じさせるのである。

本章においては、まず企業財務の観点からアメリカ合衆国での議論を中心に、発行会社に支払能力がある場合における社債権者と株主との利害対立の構造およびその態様を明らかにし、それをふまえて、利害調整方法の経済的意義およびその問題を明らかにする。なお、考察を簡略化するために、本稿においては公募無担保社債を射程とする。また、本章においては特に、発行会社経営陣と株主との間の持分のエージェンシーコストはゼロと仮定する。

第一節 企業価値最大化インセンティブと利害対立

すでに述べたように、社債権者と株主が会社に対して有する請求権の性質は異なる。このことから、発行会社の企業価値(資産価値)を最大化する両請求権者のインセンティブは企業価値の大きさにより異なる。つまり、企業価値が負債の額面を上回る場合と下回る場合とで、それぞれ企業価値を最大化するインセンティブをもつ請求権者が異なる(図1参照)。

まず、企業価値が負債の額面を下回る場合、つまり債務超過の場合、企業価値を最大化するインセンティブを持つのは社債権者である。なぜなら、この場合には、社債権者が享受する価値は企業価値に比例して増大するからである。社債権者が会社資産に対する優先的請求権をもつため、社債権者が払戻しを受けた後でなければ株主は払戻しを受けることができない。このため、債務超過であるかぎり、株主の享受する価値はゼロとなり、株主は企業価値を最大化するインセンティブをもたない。

次に、企業価値が負債の額面を上回る場合、企業価値最大化インセ

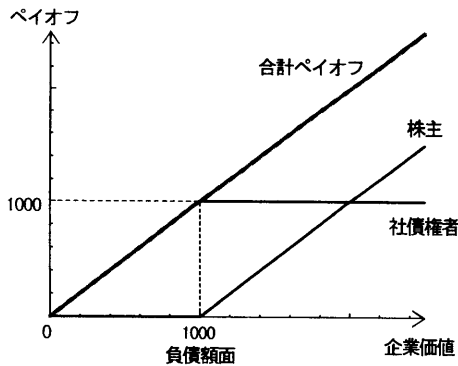


図1：有限責任⁽¹⁾

ンタイプを持つのは株主である。なぜなら、この場合には株主の享受する価値は企業価値の増加に伴って増大するからである。社債権者の享受する価値は負債の額面を超えることはなく一定となるため、社債権者は企業価値を最大化するインセンティブをもたない。

以上のように、企業価値が負債額面を下回る場合と上回る場合では、それぞれ社債権者、株主が発行会社の企業価値を最大化するように行動するかぎり、両者の利害対立は生じないかのように見える。ところが、限りなく債務超過状態に近い段階では利害対立状態が生じ易くなる。⁽²⁾ この場合、株主はなお企業価値を最大化するインセンティブを有するが、株主の投資行動の内容によっては、企業価値が減少して債務超過状態になる場合もありうるからである。これは、株主が発行会社の企業価値を増大するより、むしろ株主自身の価値を最大化するよう行動することにより引き起こされる。これが富の移転 (transfer of wealth)⁽³⁾ である。発行会社に支払能力がある場合には、有限责任制度から生ずるインセンティブがもたらす効果による社債権者と株主との間の利害対立は、以下に示すような株主の行動により生じる。⁽⁴⁾

すなわちかりに、株主が無限責任を負う会社があるとし、その負債の額面が一〇〇〇億円であるとす。企業価値が負債の額面である一

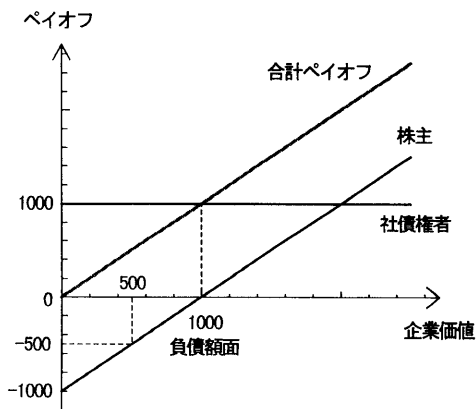


図2：無限責任⁽⁵⁾

〇〇〇億円を下回っていようと上回っていようと、社債権者の享受する価値は常に一〇〇〇億円である。他方で、たとえば、企業価値が五〇〇億円の場合、つまり債務超過の場合には、株主の享受する価値はマイナス五〇〇億円、企業価値がゼロの場合には株主の享受する価値はマイナス一〇〇〇億円であり、社債権者へのペイオフは株主の損失において確実になされる（図2参照）。

これに対して、株主が有限責任しか負わない場合、債務超過になっても株主は自己の出資額を限度として責任を負うのみであり、会社資産で充当できない残余部分は社債権者が負担することになる。それゆえ、この場合には、株主が投資、事業戦略を制御することで社債権者が支出した資金で賭けをすることができる。それでは、社債権者との間に利害対立を生み出すような株主の行動は具体的にはどのような態様で行われるか。以下で示す。

(1) RICHARD A. BREALEY & STEWART C. MYERS, PRINCIPLES OF CORPORATE FINANCE, 486, fig. 18-3 (5th ed. 1996).

(2) *Izai* 490-91. なお、企業価値最大化インセンティブと利害対立の関係についての記述は、藤田友敬「会社法と債権者保護」商法会計制度研究懇談会編『商法会計に係る諸問題』一七頁（企業財務制度研究会、一九九七年）によるところが大きい。

(3) たとえば、会社資産価値（企業価値）が\$10,000で負債額面が\$8,000（簡略化のため、利息は考慮に入れないことにする）、株主の持分が\$2,000である会社があるとする（この会社は債務超過に近い状態にある）。さて、いま、\$10,000の投資を要する次のようなプロジェクトがある。成功すれば、\$10,000の投資が\$30,000となるが、失敗すれば\$7,000に減少してしまう。成功する確率は10%、失敗する確率は90%であり、非常に危険な投資である。このプロジェクトの期待値は、 $30,000 \times 0.1 + 7,000 \times 0.9 = 9,300$ であり、企業価値は\$7,000減少してしまう。社債権者にとってのこのプロジェクトの期待値は、 $8,000 \times 0.1 + 7,000 \times 0.9 = 7,100$ であり、額面の\$8,000を下回る。これに対して、株主にとっての期待値は、 $(30,000 - 8,000) \times 0.1 + 7,000 \times 0 =$

2200となり、株主の持分は増加している。このようにして、企業価値が減少しても株主の持分を増大する行為が行われる。なお小林秀之¹¹神田秀樹『法と経済学』入門』一六七頁以下(弘文堂、一九八六年)も、こうした場合が、会社が「十分な」株主出資財産を持たない場合であり、これこそが会社債権者を保護しなければならない根本的な理由であると指摘している。

(4) 藤田・前掲注(2)一八頁。

(5) BREALEY & MYERS, *supra* note 1, at 486, fig. 18.3. しかしながら、かりに株主が無限責任を負うとしても、實際上株主に支払能力がないとすれば、社債権者へのペイオフが確実になされることにはならず、結果的には有限責任を負う場合と異ならないかもしれない。

第二節 利害対立の態様⁽¹⁾

従来、発行会社に支払能力がある間において社債権者との間に利害対立を引き起こす株主の行動には、主に四つの態様があると認識されてきた。⁽²⁾

第一の態様として、配当支払 (dividend payment) がある。⁽³⁾ 配当政策が維持されることを見越して社債の価格が決定される場合、配当率が高まり現金が株主に流出すれば、企業価値が減少するため、社債の価値は減少する。このように、企業価値の減少分は株主と社債権者とで共同に負担されるため、株価は流出額ほどは下落しないことになり、結局株主はプラスの正味価値を得る。こうして、株主は会社の経済状態が悪化している状況下においては、会社に資金を投入するのではなく、会社から資金を引き出すことを好むのである。同様の効果は、現金による分配だ

けでなく、自己株式の取得、株主への会社資産の分配によっても得られる。

第二の態様として、請求権の希薄化 (claim dilution) がある。⁽⁴⁾ 会社が債務を追加的に負担しないことを見越して社債の価格が決定される場合、同順位または高順位の追加債務が負担されることにより社債の市場価値は減少しうる。

第三の態様として、資産代替 (asset substitution) がある。⁽⁵⁾ 会社が、ビジネスリスクの相対的に低いプロジェクトを実行するために社債を売出し、その低リスクに見合うかたちで社債価格が決定した後、ビジネスリスクが相対的に高いプロジェクトに変更することがある。この変更が資産代替である。両プロジェクトの正味現在価値が同一であるならば、企業価値は変動しない。しかし、そのプロジェクトを受け入れることで、ビジネスリスクが高まるのであれば、株主は正味現在価値がマイナスであるプロジェクトであってもこれを実行するインセンティブを有する。⁽⁶⁾ なぜなら、このプロジェクトの実行によってたとえ企業価値が減少しても、株式の価値は増大するからである。また、この資産代替により、企業価値が増大しないのであれば社債の価値は下落する。プロジェクトの正味現在価値がプラスであったとしても、企業価値の増加以上に株式の価値を増加させらるれば社債の価値は減少する。⁽⁸⁾ いずれの場合においても、株主は相対的にリスクの高い計画を選択し、社債権者の損失において株主の富を増加させるインセンティブをもつ。

第四の態様として、過少投資 (under investment) がある。⁽⁹⁾ 正味現在価値がプラスであるプロジェクトの実行のために、新株発行によって資金調達すれば、企業価値が増大し、⁽¹⁰⁾ 社債も株式も価値が増大する。しかし、企業価値増加分は社債権者と株主とで分配され、株主はそのすべてを享受することはできない。⁽¹¹⁾ したがって、株主は追加出資をしてまでこれを実行するインセンティブに欠ける。⁽¹²⁾ これは、理論的には借入資本のあるすべての会社に影響があるが、経済的に困窮している会社にとっては特に重大な影響力をもつ。⁽¹³⁾

以上の四つの態様が従来主に認識されてきたものである。その他の態様として、時間稼ぎ (playing for time) と呼ばれるものがある。⁽⁴⁾これは、企業が経済的に困窮した状況にある場合に、株主ができるかぎり清算を遅らせようとするものである。たとえば、年間の経営状態を良好に見せかけるために財政状況が自発的に回復するかのような虚偽の見込みを持たせたり、維持管理、研究開発部門 (R & D) の経費を切りつめることによって、財政困窮の程度を隠蔽する会計処理をするなどというかたちで行われる。このように時間が引き延ばされることで、破産直前に危険な投資がなされる可能性が高まり、株式の価値が増大する一方で、社債の価値は減少しうる。

- (1) 現行法上、規制されているものも含む。
- (2) Clifford W. Smith, Jr. & Jerold B. Warner, *On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants*, 7 J. FIN. ECON. 117, 118-19 (1979).
- (3) *Id.* at 118. なお、Cash In and Run として位置づけられることがある。RICHARD B. BREALEY & STEWART C. MYERS, *PRINCIPLES OF CORPORATE FINANCE*, 493 (5th ed. 1996).
- (4) Smith & Warner, *supra* note 2, at 118.
- (5) *Id.*
- (6) このプロジェクトは、経済全体の資源配分から見れば非効率的であり、「採択の過誤 (Error of Commission)」と呼ばれる。若杉敬明『企業財務』六七頁(東京大学出版会、一九八八年)。BREALEY & MYERS, *supra* note 3, at 492.
- (7) 一般に、ビジネスリスクが増大すると、借入資本のある会社の株価は増大する。*Id.* at 492.
- (8) 倉澤資成「企業金融理論とエイジェンシー・アプローチ」伊藤元重・西村和雄編『応用ミクロ経済学』八九頁(東京大学出版会、一九八九年)。

- (9) Smith & Warner, *supra* note 2, at 118.
- (10) 企業価値は、新規の資本分と正味現在価値分だけ増大する。BREALEY & MYERS, *supra* note 3, at 492.
- (11) 一般にビジネスリスクが一定であれば、企業価値の増加分は社債権者と株主とで分配される。 *Id.* at 493.
- (12) この類型の利益相反は、株主の不作為により引き起こされる。こうした投資機会の拒否は、資源配分の観点からすれば機会費用を表すものにほかならず、「不採択の過誤 (Error of Omission)」と呼ばれる。若杉・前掲注(6)六七頁。 *Id.* at 492.
- (13) *Id.* at 493.
- (14) *Id.*

第二節 利害調整の経済的意義

上述のごとく、株主が一方的に社債権者から自己への富の移転を行なうことができる場合、発行会社の企業価値最大化とのバランスのなかでこうした株主の機会主義的行動 (opportunistic behavior) をどのように抑制し、かつどのような行動からの社債権者保護をいかに図るべきであろうか。以下では、この問題を明らかにするために、社債権者と株主の利害対立を負債のエージェンシーコストという観点から分析し、その抑制を通じた利害対立の制御が企業価値にいかなる影響を与えるのかを明らかにする。

一 負債のエージェンシーコストとその抑制

負債のエージェンシーコストとは一般に、「債権者が株主との間で債権債務契約を結ぶのに要する費用およびその契約を完全に実現させようと意図することから生ずるところの株主が負担しなければならない諸費用」と定義される。⁽²⁾これは、主に次の四つの要素により構成されているといわれている。⁽³⁾第一は、発行時の格付等のためのディスクロージャーの費用および制限条項遵守のモニタリング費用である。第二は、発行時における無担保社債の合理的なプライシングが事実上不可能なことから生じるコストである。すなわち社債権者は、株主が社債権者の損失の上に利益を得る行動をとるリスク、つまり社債権者から株主への富の移転が行われるリスクを前もって見込んで、契約の際に高い利子率を設定する(リスクプレミアム)。しかしながら、株主が富の移転をなすかどうか、および接取の額、時期、頻度といったリスクについて社債権者が完全な見通しを立てることができず、こうした不確実性から第二類型の負債のエージェンシーコストが引き起こされる。アメリカ合衆国では、株主が社債権者から富を搾取するという意味から「接取コスト (expropriation cost)」と呼ばれることもある。⁽⁴⁾この類型のエージェンシーコストを抑制しようとするのが社債契約中の制限条項である。第三は、株主の行動が債権者に好ましくない方向に向かわないように、債権者が行動を制約することから生ずる機会費用 (opportunity cost) である。具体的には社債契約制限条項による企業行動に対する制約で、制限条件がなければ達成できたであろう株主の利益最大化を実現し得ない可能性である。社債発行ごとにこのような制約が付されることから、負債による資金調達が高まるにつれてこの機会費用は増大する。同様に、社債契約における制限条項が厳格すぎる場合にもこの機会費用は増大する。⁽⁵⁾第四は、企業価値を増大しないが株主の利益のみを増大する行動、つまり富の移転が行われることにより生ずる機会費用である。⁽⁶⁾社債権者との利害対立を生ずる株主の行動により直接的に発生するのは、第二および第四の類型の負債のエージェン

シーコストである。

第二および第四の負債のエンジニアリングコストの抑制には、企業や経営者自身の評判に関わる利益が機能していると考えられる。つまり、株主や経営者が常に社債権者から富の移転を行なうとすれば、次回に借入をなす場合や経営者自身が再就職する場合に不利になるため、自ら富の移転を回避することがある。⁽¹⁷⁾

さらに、第二および第四の負債のエンジニアリングコストの抑制には、社債契約中の制限条項が機能していると考えられる。制限条項はたいいていの社債契約に挿入されており、社債権者から株主への富の移転を抑制しようとする（第二の負債のエンジニアリングコストの抑制）。しかし、他方で社債契約の作成自体にコストがかかることが考えられる（第一の負債のエンジニアリングコストの発生）⁽⁸⁾。すなわち、富の移転を抑制するための社債契約が複雑であればあるほど、その作成コストは大きくなる。同時に、複雑な契約ほどその遵守についてのモニタリングコストが大きくなる。なぜなら、これを予測した貸主がより高い利率というかたちで高額なモニタリングコストの代償を要求するからである。これは株主が負担しなければならない。⁽⁹⁾さらに、社債制限条項により企業の事業判断や投資判断に制約が課されることにより機会費用が生ずる（第三の負債のエンジニアリングコストの発生）。たとえば、前述の資産代替を抑制する条項は、同時に発行会社にとって良好な投資機会を追求することさえも妨げ、条項の存在ゆえにたとえプロジェクトの正味現在価値がプラスであってもこれが実行されないことがある。

したがって、社債権者と株主との利害対立を契約で制御する際には、企業や経営者自身の評判に関わる利益に負債のエンジニアリングコストの抑制機能があることを認識しながら、制限条項が負債のエンジニアリングコストを抑制しうるか、さらにはそれにより企業価値が影響を受けるかを検討する必要がある。具体的には、たとえ社債制限条項について、その作成コストやモニタリングコスト（第一の負債のエンジニアリングコスト）、および企業行動に課さ

れる制約により生ずる機会費用(第三の負債のエンジニアリングコスト)が生じるとしても、社債制限条項による利害対立の制御が接収コスト(第二の負債のエンジニアリングコスト)や富の移転から生ずる機会費用(第四の負債のエンジニアリングコスト)をなお効果的に抑制するといえるかが問題となる。

二 社債契約による利害調整と企業価値

社債権者と株主の利害対立を社債契約で制御することは、企業価値の増減にいかなる影響をもたらすか。以下では、具体的条項を列挙したうえで、この問題に関して対立する仮説を紹介する。

1 制限条項の三類型

一般的な制限条項は、生産／投資政策制限条項、配当支払制限条項、資金調達政策条項の大きく三つの類型に分類される。¹⁰⁾

(一) 第一の類型は、生産／投資政策制限条項である。この条項は、企業の投資判断、資産処分、合併行為に直接的に制限を課すことにより、利害対立を制御しようとする。この類型には、投資制限条項、資産処分制限条項、担保付債務条項、合併制限条項、資産維持条項がある。¹¹⁾

投資制限条項 (restrictions on investments) は主に、普通株式への投資、会社の貸付、会社の有する債権の支払猶予期間の延長、金銭の前貸しを禁止する。¹²⁾ この条項は、企業の投資判断に直接的に制限を課すため、前述の資産代替の危険性が回避されうる。¹³⁾ しかし、この条項を組み込むと新たな機会費用が課されることになる。¹⁴⁾ 第一に、追加資本の計上に制約があり、配当政策の変更にかかる場合には、資産の購入を認めた方がこれらのコストは引き下げられるはずである。¹⁵⁾ 第二に、会社が合併行為をしようとしている場合、合併前に対象会社の株式を購入す

ることによっても便益が生まれることもある。¹⁶⁾

資産処分制限条項 (restrictions on the disposition of assets) は、通常の事業行為以外で、実質的に全部の資産および特定の資産の移転等の処分をなすことを禁止・制限するものである。¹⁷⁾ 会社資産は切り売りされるよりも継続企業 (going concern) として売却される場合に収益が大きく、会社にとっては有益である。資産処分制限条項を組み込んだ場合、これを遵守しなければ期限の利益喪失あるいは担付切換が行われることになるから、会社資産を切り売りするための株主のコストが引き上げられることをも意味する。¹⁸⁾

合併制限条項 (restrictions on mergers) には、単に合併を禁ずるものと、一定の要件が満たされることを条件として他の企業取得を許容するものがある。¹⁹⁾ 吸収合併あるいは新設合併は、当然発行会社の財務状況を変化させるため、この条項による制限の対象となる。

これまで列挙した条項は、一定の行為を直接禁止することにより企業の生産／投資政策を制限するものである。しかし会社が一定の行為をとること、つまり一定のプロジェクトに投資することのほか、一定の資産を維持することを要求することによっても会社の事業判断に制約を加えることができる。この機能をもつのが資産維持条項 (covenants requiring the maintenance of assets) であり、企業の資産および運転資本の維持を要求する。とりわけ、運転資本維持条項にはメリットがあるとされる。²⁰⁾ 本条項の違反が発生すれば、社債契約の再交渉等を迅速にすべきであるという警告が社債権者に与えられ、早期警戒条項としての意味をもつからである。²¹⁾

(2) 第二の類型は、配当支払制限条項 (restrictions on dividends) であり、資金の外部流出を制限する。前述のように、現実の配当制限条項は現金配当だけでなく、償還、自己株式取得、一部清算、会社の資本減少等をも対象とする。²²⁾ 配当制限条項は、通常、社債が発行され償還されるまでの間を通じて配当支払に充てることができる資金目録

(inventory of funds) を定めることによって株主への配当に制限を課す。この目録は、一定不変のものではなく変更することが認められている。この目録に列挙された資金額が負になる場合には、配当の支払を禁ずる。²²⁴ 目録が負になるということは、企業価値の減少や純資産に対する負債の割合およびデフォルトの蓋然性が増加したことを表す。そのため、この配当支払禁止が機能する場合、株主は資産代替および請求権の希薄化をなすという、さらに強いインセンティブをもつ傾向があるといえる。²²⁵ したがって、会社の財政状態が困窮している場合には、配当制限は負債が存在することから生じる投資政策および資金調達政策の問題を制御することができない。その代わりに、配当支払の目録が負の場合には、すでに述べた生産／投資政策に課される直接的制限が株主の行動に制約を課しうることになる。²²⁶

(3) 第三の類型は、資金調達政策条項である。この条項には、債務および優先権について制限を加えるものと、レンタル、リースおよびセール・アンド・リースバック取引に制限を加えるものがある。

社債権者に優先する債務負担を禁止・制限する条項(ネガティブプレッジ条項)は、ユーロ債などの条項も含めてもっとも一般的な条項であり、次の二つの方法により社債権者の請求権の希薄化問題に対処する。²²⁷ 一つの方法は、より高い優先権付の債務の負担を一律に禁止するものであり、もう一つの方法は、既存の社債が同等の優先権を有するように順位を上げられないかぎり、より高い優先権付債務の負担を制限するもので、²²⁸ 多く見受けられる。

追加債務負担制限条項は、追加的に債務が負担されることにより、社債権者の地位の希薄化および会社の財務状態の弱体化を防止する意図をもつ。²²⁹ ただし、この条項は貸借対照表上の負債の増加を制限するものであり、赤字決算や、配当による株主資本の減少による負債比率の上昇から投資家を保護するものではない。²³⁰ なお、この条項の課す制限の範囲には、借入資金に加えて企業が負担するその他の債務も含まれる。²³¹ たとえば、他人の負債の肩代わり

または保証、保証に類似するその他の付随的債務、買入代金モーゲージに服する財産の買受け、条件付売買契約、他の長期契約のための分割支払買掛金、モーゲージに服するが債務の引受けなくして、会社が取得した財産に対するモーゲージによって担保される債務である。³²⁾ 子会社の請求権は、株主の請求権に類似するから、子会社が社債や優先株式を発行すれば、親会社の社債権者に与えられる保証の範囲は減じられるため、債務についての制限は通常、結合企業の債務にも適用される。³³⁾

ただし、将来のすべての債務負担を妨げることは、逆に企業価値を減ずることにもなる。³⁴⁾ その理由は以下のとおりである。新規に投資を行うために負債による資金調達をすることができないのであれば、必然的に会社は新株を発行するか投資を減少して資金調達しなければならぬ。この場合に投資から生じた収益は、株主よりもむしろ社債権者が享受する。すなわち、このような資金調達による投資は、社債を保証する範囲を拡大し社債のデフォルトリスクを減ずる。このデフォルトリスクの減少が予測されないものであるかぎり、株主を犠牲にして社債権者が価値を得ることになる。したがって、将来のすべての債務負担を妨げることは、株主から社債権者への富の移転を許容することになり企業価値を減ずるのである。³⁵⁾

レンタル、リースおよびセール・アンド・リースバック取引を制限する条項 (sale and leaseback restrictions) は、典型的に、信託証書の日付以前に企業が所有する資産をセール・リースバックすることを制限する。³⁶⁾ セール・アンド・リースバックとは、不動産等の固定資産を売却した売主が、その売却資産を対象として、買主との間でリース契約を締結し、それを継続使用する取引をいう。³⁷⁾ この取引によって売主は、売却代金の入手・運用および売却資産の継続使用が可能となり、しかもリース料は、通常費用として税額控除ができる。³⁸⁾ このリース料の長期にわたる支払は企業の債務となり、しかも社債権者に優先するため、既存の社債権者の請求権の価値が減じられる。³⁹⁾ それに加

えて、重要な資産が売却されることは、社債のデフォルトの際の差押えの対象物件の減少を意味することにもなる。よって、この条項は企業の資産の「空洞化」を防ぐためのものである。⁴⁰⁾

2 無関連仮説 (Irrelevance Hypothesis) と高コスト契約仮説 (Costly Contracting Hypothesis)

以上のような条項による社債権者と株主との利害対立の制御は、企業価値の増減にいかなる影響をもたらすか。アメリカ合衆国においてはこの点に関して、制限条項による社債権者株主間の利害対立の制御と企業価値とは関連がないとする無関連仮説 (Irrelevance Hypothesis) と、制限条項により利害対立を制御すれば企業価値が増大するとする高コスト契約仮説 (Costly Contracting Hypothesis) との対立が見られる。⁴¹⁾

無関連仮説は、発行会社の投資政策が固定されていようといまいと、社債権者と株主との利害対立を制限条項で制御することは企業価値に影響を与えないとする。⁴²⁾ まず投資政策が固定されている場合には、企業の正味のキャッシュフローが固定されているかぎり、⁴³⁾ 企業価値は条項の有無により影響を受けないとする。⁴⁴⁾ したがって、制限条項が社債権者に与える収益は株主の損失となり、同様に株主に与える収益は社債権者の損失となる。言いかえれば、制限条項は企業の請求権者へのペイオフの分配を変更するのみである。⁴⁵⁾ 次に、投資政策が固定されていない場合であっても、⁴⁶⁾ 外部市場の強制力と資本再構成の可能性といった、株主が自己の請求権の価値だけでなく企業価値を最大化するように促すための条項以外のメカニズムが存在するという。⁴⁷⁾ すなわち、企業価値ではなく株主だけの価値を最大化するような政策をとってきた会社の市場価値は低くなるはずであること、およびすべての投資家が会社の負債と持分の両方を同割合ずつ有すれば、投資家は請求権者間の富の移転に無関心になることから、社債権者と株主の利害対立はコストをかけることなく制御されると考えるのである。したがって、無関連仮説のもとでは、企業の投

資政策が固定されていない場合でも、株主の行動は社債権者と株主との利害対立の存在に影響を受けず、制限条項により利害対立を制御しても企業価値には影響を及ぼさない。

以上のような無関連仮説に対し、高コスト契約仮説は社債契約中の制限条項による利害対立の制御が企業価値を高めると主張する。⁴⁸この仮説は、無関連仮説と同様に、外部市場の影響力と資本再構成の可能性が企業の投資政策の選択に影響を与えることを認識しつつも、これらの要因が株主自身の請求権の価値よりも企業価値を最大化するように十分に作用していないとする。さらに、債務契約にはコストがかかるとしながらも、次のような場合には社債条項が企業価値を高めると主張する。その場合とは、株主が企業価値を最大化しない政策、つまり富の移転を引き起こす政策を実行する場合に生ずる機会費用が制限条項により減じられる場合と、社債権者が株主をモニタリングする際に負うコストが制限条項による引き下げられる場合である。したがって、高コスト契約仮説のもとでは、企業価値を最大化する最適な制限条項の独自の組み合わせが存在することになる。⁴⁹

このようにアメリカ合衆国では、制限条項による利害対立の制御と企業価値との関係について二つの仮説が対立している。これらの仮説の成否は、Smith&Warnerの研究が次のように実証している。⁵⁰制限条項が現在の形式をとり、存続しているという経験的証拠は、両説に整合する。しかし、制限条項を遵守するために要する直接的なコストおよび機会費用が莫大であるにもかかわらず(第一、第三の負債のエージェンシーコストの発生)、現実におおむね存続しうるのは、制限条項が企業価値の増大に資する効率的なものであるからなのであり、この事実は高コスト契約仮説と整合することになるという。他方、無関連仮説は企業価値を最大化する政策をとるインセンティブを株主に与えるものとして、外部市場の強制力や資本再構成の可能性という条項以外のメカニズムがあると主張するが、そうしたメカニズムが存在しているにもかかわらず、莫大なコストを要する条項が存続している事実とは矛盾する。こ

うした検討に基づき、企業価値は社債権者と株主の利害対立を制限条項によって制御することで増大することになり、最適な条項の組み合わせによる利害対立の制御は効率的であると結論づけている。⁵¹⁾

Smith & Warner によれば、高コスト契約仮説のもとで上述の制限条項の各類型は次のような機能をもつことになる。まず、配当制限条項は会社の生産／投資政策に黙示の制限を課し、企業価値を最大化する生産／投資政策に從うインセンティブを株主に与える。⁵²⁾ 資金調達政策条項は、請求権の希薄化問題に対処するだけでなく生産／投資政策への制限に対する配当制限条項の効果を強化する。⁵³⁾ そのうえで、最適な条項の組み合わせについては次のように述べる。生産／投資政策は、正味現在価値がプラスのプロジェクトを受け入れないというように一定の不作為を伴うことがあるため、モニタリングコストが非常に高い。⁵⁴⁾ さらに、当該生産／投資政策判断が最適でない時点を確認めるにも、その判断は観察するのが困難な規模に依存しているため費用を要する。かといって、社債権者が企業の生産／投資政策に直接の支配権を有するように条項を定めれば、これに関わる法的コストは高くなる。⁵⁵⁾ このコスト等、制限的な生産／投資政策に関わる高いモニタリングコストは、ほとんどの生産／投資政策が契約によって規制を受けることになることを示す。⁵⁶⁾ 以上に対して、たとえば大規模な社債発行の売出し等すぐに観察できる行動を伴う配当政策および資金調達政策を制限する条項遵守のモニタリングコストは低い。それぞれのモニタリングコストは異なるが、生産／投資政策、配当政策、資金調達政策は、すべて同一の企業のキャッシュフローにリンクしているため、配当制限条項および資金調達政策条項は、企業の生産／投資政策を制限する方法で作成することができる。したがって、株主が企業価値を最大化する行動をするよう促すためには、配当制限条項および資金調達政策条項を作成して企業の生産／投資政策を制限するのが効率的であることになるといえる。⁵⁷⁾

(1) もちろんこの機会主義的行動は、法的な債権者保護の規制の外で行われるものである。よって、公募社債権者だけでなく一般的な会社債権者も同様に株主の機会主義的行動のリスクにさらされるといえるが、公募社債権者は特にその集団性および分散性のために、契約による対処に自ずと限界が生じることから（後出第四節参照）、重大な機会主義的行動のリスクにさらされやすいといえる。

- (2) 若杉敬明『企業財務』六三頁（東京大学出版会、一九八八年）。
- (3) 若杉・前掲注(2)六三頁以下。
- (4) *E.g.*, Morey W. McDaniel, *Bondholders and Stockholders*, 1988 J. CORP. L. 205, 234 (1988).
- (5) 実証はされていないが、理論的には株主から社債権者への富の移転を生ずる。
- (6) 正しい投資決定がなされないことによる機会費用である。若杉・前掲注(2)六六頁参照。
- (7) RICHARD A. BREALEY & STEWART C. MYERS, *PRINCIPLES OF CORPORATE FINANCE*, 495 (5th ed. 1996). したがって、オーナー社長が支配する中小企業や、敵対的企業買収においては、評判による抑止力は働かないため、負債のエンジェンシーコストは非常に大きくなる。
- (8) *Id.* at 494.
- (9) *E.g.*, *id.*
- (10) Clifford W. Smith & Jerold B. Warner, *On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants*, 7 J. FIN. ECON. 117, 126 (1979). 周知のとおり、アメリカ合衆国においては、一九九六年一月以前のわが国においてのように財務制限条項の設定の義務づけはなく、どの条項を契約に組み込むかは当事者の自由に委ねられている。公募投資適格社債に組み込まれる条項についての一九九一年の研究によると、以下のようになっている（なお、「内は一九七九年の研究結果である」。すなわち、配当支払制限条項が15%〔23%〕、債務負担制限条項が39%〔91%〕、担保提供制限条項が50%〔データなし〕、正味価値制限が1%〔データなし〕で

- ある。私募債および投機的等級社債（ジャンクボンド）との比較については、MARCEL KAHAN & BRUCE TUCKMAN, PRIVATE VS. PUBLIC LENDING: EVIDENCE FROM COVENANTS, 150 *IbL* 2 (1995) を参照。
- (11) それぞれの条項については、落合誠一「契約による社債権者と株主の利害調整」竹内昭夫先生還暦記念『現代企業法の展開』二〇九頁以下（有斐閣、一九九〇年）でより詳細に分析されている。
- (12) 鈴木竹雄ほか監修『アメリカ模範社債信託証書条項注釈』四五七頁以下（野村證券株式会社、一九七六年）。
- (13) 落合・前掲注(11)二一〇頁。
- (14) Smith & Warner, *supra* note 10, at 126.
- (15) *I.d.*
- (16) *I.d.*
- (17) *I.d.*
- (18) *I.d.*
- (19) *I.d.* at 128.
- (20) 「working capital」は、流動負債を超える流動資産の超過額を指すとされている。鈴木ほか・前掲注(12)四五二頁。
- (21) Smith & Warner, *supra* note 10, at 130.
- (22) アメリカ合衆国においては、大部分の州会社法が配当の支払を制限する規定を含んでいるが、その基準は最小限度のものであるといえる。
- (23) 鈴木ほか・前掲注(12)四〇五頁。
- (24) Smith & Warner, *supra* note 10, at 131.

- (25) *Id.* at 135.
- (26) *Id.* at 136.
- (27) *Id.*
- (28) たとえば、社債発行後に担保付社債が発行されたら、既存社債権者は自己の優先権の順位を上げてもらうか、副抵当について担保付社債権者と同等の請求権を与えられなければならないと定めるものがある。
- (29) 鈴木ほか・前掲注(12)三七〇頁。
- (30) 瀧澤芳男「適債基準及び財務制限条項の撤廃と格付に及ぼす影響について」公社債月報七年七月号一五頁（一九九五年）。
- (31) *E.g.*, Smith & Warner, *supra* note 10, at 137.
- (32) 鈴木ほか・前掲注(12)三七九頁。
- (33) 鈴木ほか・前掲注(12)三七〇頁。
- (34) Smith & Warner, *supra* note 10, at 137.
- (35) *Id.*
- (36) *E.g.*, *id.*, at 138.
- (37) 落合・前掲注(11)二一九頁。
- (38) 鈴木ほか・前掲注(12)四三四頁、落合・前掲注(11)二一九頁。
- (39) わが国においては、しばしば特に営業成績が不振の場合など、利益計上のため、あるいは資金調達の一手段として、保有している有形固定資産の一部をリース会社等に売却し、その資産をそのリース会社とのリース契約によって、継続して使用する場合がある。これは、一時的な特別利益を計上する代償として、長期の負債を抱えることになり、債権者保護の立場から見て格付にマイナスの影響を与える場合もあると言及されている。瀧澤・前掲注(30)一五頁。

- (40) 龍澤・前掲注(30)一四頁参照。
- (41) Smith & Warner, *supra* note 10, at 120.
- (42) *Id.*
- (43) Modigliani & Miller 理論が前提とする条件である。
- (44) Smith & Warner, *supra* note 10, at 120.
- (45) *Id.*
- (46) 配当支払、資産代替、過少投資等、株主へ富を移転する潜在的な機会を利用できる場合には、リスクのある社債の存在が投資政策を変更する¹⁾ことがある。*Id.*
- (47) *Id.* at 121.
- (48) Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. FIN. ECON. 305 (1976).
- (49) Smith & Warner, *supra* note 10, at 121.
- (50) *Id.* at 122-24.
- (51) *Id.*
- (52) *Id.* at 136.
- (53) *Id.*
- (54) ただし、合併行為等観察しやすい行動を伴う場合もある。
- (55) 社債権者は、一定の行動の結果、損失を受けた第三者および企業の両方に対して法的に責任を負う可能性がある。さらに、連邦証券法違反の責任を負う可能性もある。たとえば、詐欺を扱う一九三四年証券法の一〇条ルール一〇b.五のもとで、債権

者は企業が重要なディスクロージャーをしなかったことにつき責任を負う。

(56) Smith & Warner, *supra* note 10, at 153.

(57) *Id.* at 133.

第四節 契約による利害調整の限界

以上のようなアメリカ合衆国における仮説の対立が示すように、社債権者と株主との利害調整方法は、経済学的観点から分析されうる。しかし、たとえ契約による利害調整方法に経済学的観点から意義が認められるとしても、広く一般公衆に発行される社債の場合、社債権者の集団性および分散性のゆえに、この方法には本来的な限界があるものと思われる⁽¹⁾。まず、これを浮き彫りにするために、アメリカ合衆国における現在の契約による対処方法を私募と公募とで比較する。

一九三三年証券法四條(2)項は、公募売出しを伴わない証券の売出しは、登録を除外されると定めている⁽²⁾。このような登録除外発行は、私募発行あるいは直接発行とされる⁽³⁾。

私募債と公募債では、契約条件の交渉の様相が異なる。すなわち、公募信託証書条件は、発行者とアンダーライター間で交渉され⁽⁴⁾、広く分散した個々の社債権者がその立案に関与することはない⁽⁵⁾。これに対し、私募においては、借主と個々の貸主によってその借入条件が交渉される。私募債は、その流動化が比較的容易ではないことから⁽⁶⁾、機関投資家は償還までの長期間を発行会社の財務状態が良好であれ劣悪であれ、発行会社と命運をともにしなければならない

ならない。それゆえ、制限条項は発行会社の行動にある程度の制限を課す手段として特に重要となる。⁽¹⁷⁾ さらに、私募においては、契約条件の再交渉が容易であり頻繁に行なわれうる。

私募債契約条件には、四つの主要な特徴がある。⁽⁸⁾ 第一の特徴は、私募債契約においては、非常に詳細に様々な条項が設定され、経営陣が直接に制御できないような条件が多く挿入されるとともに、比較的曖昧な文言が用いられている。このため、私募債契約は、株主の行動をきわめて積極的に制御し、負債のエージェンシーコストを抑制することができる。⁽⁹⁾ 私募においては、契約条項の不遵守の場合にその状況を修正する治癒期間が公募に比べて短くされており、頻繁にデフォルトが発生するが、その場合でも必要に応じて条項を再交渉することができるので、むしろこれによりエージェンシーコストは極小化される。⁽¹⁰⁾ また、再交渉コストが低い私募では、変動しやすく直接制御できない将来の事象についても契約が締結される。⁽¹¹⁾ なぜなら、文言が曖昧な条項を挿入してもモニタリングコストは低いからである。⁽¹³⁾ 逆に、再交渉コストが高い公募の約款は、極端な場合を除き違反されることはない。公募では、違反をしやすくする曖昧な条項を設定することがかえってモニタリングコストを増大させ、かつ違反により生ずる紛争解決のコストも高いため、そのような条項がそもそも挿入されにくいからである。⁽¹²⁾

第二の特徴は、借主を注意深くモニタリングする手段を貸主に与えていることである。⁽¹⁴⁾ 公募においては、発行者はデフォルトに関する年間遵守証明書を信託証書の受託者に提出するが、社債権者への通知は受託者の裁量に委ねられている。したがって、受託者は通知を差し控えることが所持人の利益とならないと判断した場合に限ってデフォルトを通知する。これに対し、私募においては、より一層厳格な要件が定められている。たとえば、年に四回の遵守証明書の提出を要求するものが98%、発行会社が制限条項に違反したか否かを示す詳細な予測を含まねばならないとするものが97%、デフォルト発生の一三日内に所持人に通知しなければならぬとするものが97%、および所

持人のうち一名でも会社がデフォルト状態にあると主張すれば、会社がすべての所持人に対して通知をしなければならぬとするものが75%に上っている。⁽¹⁵⁾

第三の特徴は、私募債契約においては、集団的行動の問題に対処するため、請求権内部、つまり同一発行社債間の利益相反を制御していることである。たとえば、公募においては、個々の条項の変更には一定数の社債権者の同意があれば足り、この変更が全社債権者に影響を与える場合でも、同意をなした者のみに同意支払 (consent payment) をなすと定めている。これに対して、私募では60%が全社債権者に支払われない場合の同意支払を禁じている。⁽¹⁷⁾

第四の特徴は、支払条件が貸主に適合するように調整されていることである。これも交渉のコストが低いことにより可能となっている。⁽¹⁸⁾

以上のように、私募と公募の契約条件を比較すると、私募債契約が発行会社に支払能力がある間における社債権者と株主との利害対立をより効果的に制御することができるのに対して、公募債契約はそれを十分に制御できないことがわかる。すなわち、私募債契約においては個々の貸主と借主との間でその条項が取り決められ、個々の貸主による再交渉、モニタリングコストが低いことから、社債権者の利益を包括的に保護する曖昧な条項が作成されている。これに対して、広く分散している公募社債権者は、直接に契約条件の取り決めに関与することは實際上できないし、再交渉、モニタリングコストが高いことから、曖昧な条項をもって社債権者の利益を包括的に保護できない。さらに、曖昧な条項の解釈を巡って生ずる可能性のある法的紛争を解決するためのコストも莫大なものとなる。⁽¹⁹⁾ 以下では、公募債契約が抱える利害対立の制御機能の限界を、契約締結時の問題、モニタリングの問題、再交渉の問題の三つの場面に分けてより詳細に検討する。

一 社債契約締結時の問題

公募社債権者は信託証書の取り決め但实际上関与できない。アメリカでは、発行会社とアンダーライターとの間で取り決められるのが通例となっている。アンダーライターは、社債権者の法律上の代理人(agent)ではないが、社債のプライシングによりアンダーライターは現実の代理人が発行会社と交渉するのはほぼ同様な機能を果たしうる。すなわち、アンダーライターは社債をある価格で買取り、さらに高い価格で投資家に再売却する。社債権者の立場から見て良い契約条件を交渉すれば、社債権者により高くプライシングしてもらえることになるので、アンダーライターは現実の代理人が行動するのと同様により良い条件を求めて発行会社と交渉するようになる。もつとも、アンダーライターは、社債を売却する際の発行会社側からの評判を維持することにも利害がある。よって、アンダーライターは社債権者と発行会社との利益のバランスをとるような適切な条件を交渉するよう行動することが考えられる。²²⁾

以上のように、アンダーライターは、社債権者の利益保護のための重要なメカニズムを果たしうる。しかし、社債権者の契約締結時の代理人としてのアンダーライターの役割が常に効果的であるとは限らない。社債権者がアンダーライターを選任し、監視し、直接に報酬を支払うわけではなく、発行会社によって選任されることからその実効性に疑問が生じうるのである。社債契約交渉の際、発行会社にもアンダーライターにも、ともに制限的な条項をできるだけ挿入したくないというインセンティブが働くからである。すなわち、発行会社としてはできるかぎり自己の行動に制約を課さない好都合な条件を定めようとする。²³⁾ 他方、アンダーライターとしては、格付機関を満足させて市場性を確かなものにしさえすればよく、発行者の希望に沿うよう便宜を図って、その顧客関係を維持することに主要な関心があるため、投資家保護は二の次になりがちとなる。²⁴⁾ すると必然的に、買主たる社債権者は売主た

る発行者の定めた条件を受け入れなければならなくなる。²⁵⁾ もつとも、社債市場が効率的であれば、このようなアンダーライターのインセンティブは排除される。²⁶⁾

なお、いずれにせよアンダーライターがすべての起りうる偶発性を予測することはできないという根本的な問題は残る。²⁷⁾

二 モニタリングの問題

契約遵守のモニタリングは、公募社債については、信託証書の受託者が行なう。信託証書法三一五条は、受託者の義務を発行会社のデフォルト前とデフォルト後とで分けて、かなり異なる扱いをしている。²⁸⁾ 受託者の地位は、発行会社の期限の利益喪失事由が生じた前と後とでは違ふとするポズナの学説に従い、デフォルト発生前は契約的に処理し、デフォルト発生後は信託的に処理すべきだとする二分説が採用された。²⁹⁾ すなわち、デフォルト発生後は、受託者としての機能が重視されるのに対して、デフォルト発生前は、事務的機能に重点が置かれる。³⁰⁾ したがって、デフォルト発生前の受託者は、信託証書中に特に記述された義務の履行を除いて責任を負わない。³¹⁾ さらに、信託証書法三一五条(a)(2)は、受託者は、悪意がないかぎり、信託証書の要求するところに合致した証明書または意見書を、その記載が真実なことおよび当該説明において表明された意見が正当なことにつき、それを決定的なものとしてみなしてよい旨が定められている。³²⁾ したがって、信託証書法三一四条(a)(4)は、発行会社が制限条項遵守についての年間証明書を受託者に提出することを要求してはいるものの、デフォルト前の受託者の性質がこのように事務的機能を有するのみであることから、その限りでモニタリング機能の意義は制限される。³³⁾ それゆえ、社債権者保護の根拠を契約のみに限定した場合、受託者は事実上、制限条項遵守のモニタリング機能を有していないため、とりわけ発行

会社に支払能力がある間については、社債権者保護の実効性に問題が残る。³⁴⁾

三 再交渉の問題

私募債においては、借主と貸主との間で比較的容易にかつ低コストで契約内容についての再交渉が行なわれる。したがって、たとえば違反しやすい条項を定めておき頻繁にデフォルトが発生しても、再交渉により柔軟に対応することができ、契約内容の変更も比較的容易になすことができる。

これに対して、公募債においては、発行会社と個々の社債権者が契約内容の変更について再交渉をなすことは事実上不可能であり、契約は「補充信託証書 (supplemental indenture)」を用いて変更される。個々の条項の変更には、一定数の社債権者の同意が必要とされている。³⁵⁾

同意勧誘のもつとも単純な形態は、発行会社が個々の社債権者に勧誘状を送付するものである。この勧誘状には、当該信託証書の改正案ならびに一定の期日までに同意をするよう記載される。通常、会社は同意支払の申入れも行う。発行会社が必要な同意数を得られれば改正を組み込む補充信託証書を実行し、期日までに同意した社債権者にだけ同意支払を行う。³⁷⁾ところが、この条項の変更は、同意したしなにかかわらず全社債権者を拘束する。またこの同意勧誘は、新規に発行する社債との交換申込み (exchange offer) とよく組み合わせられる。こうした場合、発行会社は、同意する社債権者とだけ社債の交換を行うため、³⁸⁾十分な数の社債権者が証券を会社に差し出し勧誘条件に同意すれば、同意しない社債権者は何の補償も受けられないことになる。³⁹⁾

同意をなす社債権者と同意をしない社債権者のこうした差別的取扱いにより、集団的行動 (collective action) の問題が生ずる。⁴⁰⁾たとえば、X社が次のような改正を提案したとする。一億ドルの社債の価値を一〇〇万ドル (一〇〇

〇ドルの元本額あたり一〇ドル)減少するが、この改正が承認されれば、同意した社債権者に一〇〇〇ドルの元本につき五ドルの支払をなすというものである。このとき、社債権者がその行動につき互いに協力することができる。とすれば、この改正案が受け入れられることはない。この改正が社債権者の利益にならないのは明らかだからである。発行会社は企業価値全体を増加させ、価値の増加分を社債権者にも享受させることができるような改正のみを提案するはずである。

ところが、上述のごとく、社債権者が互いに協力することができない実際の同意勧誘の仕組みにおいては、いかなる結果を生ずるか。簡略化のため、社債権者は、それぞれ一〇〇〇ドルの社債を所有するABCの三人とし、改正が成功するためには、少なくとも三分の二の同意、つまり二人の同意が必要であると仮定する。もしこの改正が成功すれば、同意者へのペイオフは、九九〇+十五+九九五ドルであるのに対し、非同意者へのペイオフは、同意支払を受けられないため九九〇ドルとなる。他方、もし改正が失敗すれば、同意したかどうかにかかわらずペイオフは一〇〇〇ドルである。⁴¹⁾ こうした場合、集団としての社債権者はこの勧誘条件を好まないはずである。にもかかわらず、ABCはそれぞれ、自分が同意しなくとも勧誘が成功すると予想する場合には、九九〇ドルしか得られないことを恐れて、この改正に同意してしまう。⁴²⁾ 結局、この予想は自然に達成されてしまい、投資家に不利益をもたらす改正が実現してしまうことになる。⁴³⁾

(1) 落合誠一「契約による社債権者と株主の利害調整」竹内昭夫先生還暦記念『現代企業法の展開』二〇九頁以下(有斐閣、一九〇〇年)も同様の指摘をしている。

(2) もっとも一九三三年証券法は、公募を伴わない債券の定義を具体的に規定していない。そのため、これまでの判例の蓄積に基

- づいてつくられた標準的慣行と手続の標準に従う傾向がある。マーシャル・ギットラ「米国の私募債市場」公社債月報四九三号九頁(一九九七年)参照。
- (3) 私募発行は信託証書法の規制を受けない。
- (4) この点に関し、信託証書条件締結時に社債権者の利益を適切に代表する者が不在であることを問題とする見解もあるが、これについては後に詳述する。
- (5) このため契約内容は、必然的に定型化され、この意味ではいわゆる付合契約の一例である。鴻常夫『社債法』二二頁(有斐閣、一九五八年)、日本興業銀行編『証券』二二〇頁(金融財政事情研究会、一九九六年)。
- (6) これに対して、公募社債には流動性があるものと考えられる。
- (7) F. John Stark, III et al., "Mortgage Risk": A New Model Covenants to Restrict Transfers of Wealth from Bondholders to Stockholders, 1994 COLUM. BUS. L. REV. 503, 550.
- (8) MARCEL KAHAN & BRUCE TUCKMAN, PRIVATE VS. PUBLIC LENDING: EVIDENCE FROM COVENANTS, 142 (1995).
- (9) *Id.* at 153-54, 161-4. 公募においては、治癒期間は、利息の不払いについては三〇日間、制限条項違反については最低三〇日間であるのが通常である。これに対して、私募においては、治癒期間は三〇日未満であるのが一般的である。
- (10) *Id.* at 153.
- (11) したがって、発行時の社債権者の懸念を緩和することによる利益がデフォルト時の再交渉コストを上回るかぎり最適である。
Id. at 153.
- (12) *Id.* at 154.
- (13) たとえば、私募の75%において事業の性質条項が挿入されている。これは、債務が負担された時点の事業に関連のない事業をなすことを禁ずる条項であるが、曖昧なものである。*Id.* at 157.

- (14) *Id.* at 158.
- (15) 75%の契約が、所持人のうち一人でも会社がデフォルト状態であると主張すれば、会社はすべての所持人に対して通知をしなければならぬ、と定める。*Id.* at 160.
- (16) *Id.* at 142.
- (17) *Id.* at 162.
- (18) *Id.* at 142.
- (19) 私募においては、再交渉することにより訴訟を回避する。
- (20) 信託証書条件の作成に関与するアンダーライターは、信託証書契約上の法的な当事者ではない。また、この段階では、信託証書の受託者の義務は存在しない。See Lawrence E. Mitchell, *The Fairness Rights of Corporate Bondholders*, 65 N.Y.U.L.REV. 1165, 1183 (1990).
- (21) このことを問題とし、立法論としてアンダーライターに法的責任を負わせようとする見解もある。See, e.g., Stewart M. Robertson, *Debenture Holders and the Indenture Trustee: Controlling Managerial Discretion in the Solvent Enterprise*, 11 HARV. J. L. & PUB. POL'Y No.2 at 462, 485 (1988).
- (22) Dale B. Trauke, *Should Bonds Have More Fun? A Reexamination of the Debate over Corporate Bondholder Rights*, 1989 COLUM.BUS.L.REV. No.1 at 1,23 (1989).
- (23) ただし、後に詳述するようなイベントリスク条項が考案され、社債契約に挿入されるようになったことは興味深い。注目すべきは、これらの条項が発行会社のイニシアティブで考案され、発展したことである。はじめてイベントリスクが出現してから五年後になって、ようやく格付機関がイベントリスク条項格付サービスを開始し、市場においてもイベントリスク条項が評価されるようになった。このことは、イベントリスクが広く認識されるようになったことにより、社債による資金調達が困難になり、

- それを克服する企業側の意図の表れであるといえる。
- (24) See e.g., Mitchell, *supra* note 20, at 1184.
- (25) 社債信託証書は当事者により交渉された合意とすることではできないとして、社債権者の権利が信託証書のみによって決定されるその後掲判例の立場に対する批判もなされている。See Martin Riger, *The Trust Indenture as Bargained Contract: The Persistence of Myth*, 16 J. CORP. L. 211 (1991).
- (26) 藤田友敬「社債の管理と法」公社債引受協会編『公社債市場の新展開』三四〇頁(東洋経済新報社、一九九六年)も、同様の理由から投資家の利益を代表する者が社債契約作成に関与していないことが直ちに投資家の不利益になるわけではないと指摘している。
- (27) Taube, *supra* note 22, at 25.
- (28) 15 U.S.C.A. §77000 (1939).
- (29) 木下毅「アメリカ合衆国信託証書法第315条の研究——アメリカ合衆国信託証書法の研究(7)」公社債月報六二年一二月号四頁以下(一九八七年)。
- (30) 木下・前掲注(29)五頁。
- (31) 15 U.S.C.A. §77000.
- (32) 15 U.S.C.A. §77000.
- (33) Robertson, *supra* note 21, at 477によれば、故意または過失をもって遵守証明書を準備する発行者から社債権者を保護することはほとんどできない。
- (34) アメリカでは、このように、発行会社に支払能力がある間の信託証書の受託者の性質は、制定法上、事務的機能を有するに過ぎない。発行会社に支払能力がある場合における社債権者保護がアメリカにおいてこれほど問題とされるにいたったことには、

このような受託者の性質も一因となっているものと思われる。

- (35) 個々の約款の変更には、通常、既発債の元本総額の三分の二の所持人の同意が必要であるとほとんどの信託証書契約で定められる。ただし、満期や社債の元本総額の変更には、信託証書法三二六条 (b) の定めにより、社債権者の個別の同意が必要である。
- (36) 十分な数の同意を得られなかった場合には、発行者は期日を終了させるかあるいは延期する。延期する場合には、発行者は同意支払額を増やしたりより魅力ある改正案を提案して、勧誘に甘味剤を付与する。Marcel Kahan & Bruce Tuckman, *Do Bondholders Lose from Junk Bond Covenant Changes?*, 66 J. Bus. 499, 502 (1993).
- (37) 私募においては、一般に、個々の約款の変更につき全社債権者に支払われない同意支払が禁止されている。
- (38) こうした勧誘では、同意支払をする場合もあればしない場合もある。
- (39) なお、強制的勧誘の主な目的は、条項の内容を変更することではなく、利息支払の延期や元本の免除というかたちでの迅速な救済を求めることである場合もありうる。
- (40) 藤田友敬「社債権者集会と多数決による社債の内容の変更」鴻常夫先生古稀記念『現代企業立法の軌跡と展望』二一七頁以下(商事法務研究会、一九九五年) 参照。
- (41) すなわち、失敗した場合の社債価値(一〇〇〇)√成功した場合の同意者の社債価値(九九〇十五)√成功した場合の非同意者の社債価値(九九〇)という関係が成立する。
- (42) Marcel Kahan, *The Qualified Case Against Mandatory Terms in Bonds*, 89 NW. U. L. REV. 565, 604 (1995). これに対して、投資家どうう議決したかにかかわらず、改正が承認されれば常に補償を受けるとすれば、改正が有利であると考えた場合にのみ賛成するインセンティブをもつことになる。
- (43) よって、社債権者から十分な富を移転できるかぎり、株主は企業価値を減するような改正を求めるであろう点において、こうした改正を両者の利害対立のひとつの態様として捉えることができる。Kahan & Tuckman, *supra* note 36, at 506.

第五節 小括

本章においては、企業財務の観点から、発行会社に支払能力がある場合に、社債権者は株主による富の移転の問題に直面することを示し、両者の間の利害対立構造および利害調整の経済的意義と契約による利害調整方法が根本的に抱える問題について検討した。

社債権者は、現実には会社が元本および利息の支払につきデフォルトに陥らなくとも、株主がそのリスクを増大させる行動をとるかもしれないという問題に常に直面している。この社債権者から株主への富の移転は、企業価値最大化の観点からも好ましいものではなく、これを制御することには経済的意義を認めることができる。アメリカ合衆国における従来の制限条項による利害対立の制御は企業価値最大化の観点から好ましいとする仮説は、これらの条項が株主が企業価値を最大化するような方法で生産／投資政策判断をなすインセンティブを与えるよう機能してきたとする。

たしかに、株主によるこの富の移転行為を市場が正確に反映するかぎり、事前に債権の価値は減少し、リスクプレミアム付のプライシングがなされることにより社債権者は十分な補償を受けることになるから、利害調整の必要性はないかのようにも見える。⁽¹⁾しかし、前述のように、このリスクプレミアムを負担するのは株主であるから、株主はこの高い金利を支払うためにますますリスクの大きい投資を行なおうとするようになり、結局は悪循環に陥ってしまう。⁽²⁾この悪循環を断ち切るものが社債契約中の条項による利害調整であるともいえる。⁽³⁾

アメリカ合衆国においては、従来、支払不能あるいは支払不能に陥りそうな会社においての社債権者と株主の利

害調整が倒産手続等に則つて法的に処理される一方で、会社に支払能力がある場合には、契約中の個々の条項により個別的に対処されてきた。⁴¹⁾これは、株主が会社法上の信認義務による保護を受けるのに対し、社債権者が契約法上の保護を受けるべきものと伝統的に分類されてきた経緯による。ところが、こうした契約による対処は、将来に起りうるすべての事象を予測することができないうえ、社債権者の分散性および集団性のゆえに根本的な問題を抱えている。こうした根本的問題を伴う契約による利害調整方法は、近年になり「イベントリスク」の出現に対して重大な限界を露呈することになり、その克服のために法による介入が必要かが問われるようになってきている。この問題は、発行会社に支払能力がある間における社債権者の利益保護を契約に委ねることを妥当とする従来の方法の再考を迫るものである。

- (1) 藤田友敬「会社法と債権者保護」商法会計制度研究懇談会『商法会計に係る諸問題』二二頁（企業財務制度研究会、一九九七年）、若杉敬明『企業財務』六五頁（東京大学出版会、一九八八年）。
- (2) 藤田・前掲注(1)二二頁は、貸付の段階を見るならば逆選択の側面を有するとし、最終的には極めて危険な事業を行なう企業のみが残ることになると指摘している。
- (3) 若杉・前掲注(1)六五頁。
- (4) アメリカ合衆国における配当規制等、制定法上の会社債権者保護は実質的に緩やかであり、債権者保護は個々の契約条件に委ねる傾向にある。藤田・前掲注(1)二七頁、四五頁注⁽³⁾。See ROBERT CHARLES CLARK, CORPORATE LAW, 88 (1986).

第三章 アメリカ合衆国における「イベントリスク」の出現とその対処

一九八〇年代中頃、アメリカ合衆国において、突如として「イベントリスク (Event Risk)」と呼ばれる社債権者に対する新しいリスクが出現した。このリスクは、発行会社がデフォルトに陥っていない場合に生じるものである。発行会社を支払能力がある間の社債権者と株主の経済的利益対立の観点からは、このリスクはいかなる意味をもつか。本章においては、この新しいリスクの位置づけを明らかにすることを目的とする。以下では、この新しいリスクが認識されるようになった背景および具体的事例を概観し、その意義を確認したうえで、アメリカにおける対処方法を紹介する。

第一節 背景および具体的事例

アメリカにおける企業合併および企業買収を歴史的に概観すると、一八九〇年から一九七五年までに三度の合併の波が見られる。第一の波(一八九五年〜一九〇五年)、第二の波(一九二〇年代)、第三の波(一九五〇年代中頃〜一九七五年)は、それぞれ「独占のための合併」、「寡占を目指した合併」、「成長を目的とする合併」と位置づけられている。⁽¹⁾この後一九八〇年代には、次の四つの特徴をもつ第四の企業買収の波が生じた。その特徴とは、①企業買収取引の形式規模の増大傾向、②敵対的企業買収の流行の継続、③コンゲロマリットの解消、④レバレッジド・バイアウト形態の発展、である。⁽²⁾アメリカ合衆国における「イベントリスク」は、この企業買収の第四の波を背景

として出現した。以下では、イベントリスクと呼ばれる新しいリスクが認識される契機となった具体的事例を紹介する。

一 R J R ナビスコ社の L B O ⁽³⁾

一九八八年一〇月二〇日、R J R ナビスコ社の社長が自社に対して一七六億ドルの資金で、レバレッジド・バイアウト (L B O) を行なう旨を発表した。⁽⁴⁾これにより、同社の株価が一株 21・38ドルから 77・25ドルへと急騰した。これは、L B O によって調達された資金で高く株式を買取ることを期待したものである。これに対して、R J R ナビスコ社の社債価格は一夜にして約 20% 下落し、社債権者は 10 億ドルの損失を受けた。⁽⁵⁾これは、L B O によって巨額の借入を行ない、その株式買収に充てることにより同社の財務内容が急激に悪化することが見込まれたためである。当時、新聞報道は一斉にこの事件を「高格付け企業の社債権者の大量殺人」とか、「株主による社債権者の搾取」として書き立て、⁽⁶⁾多くの関心を集めた。社債は、それまで優良社債 (blue-chip) として格付されていたが、この発表によりジャンクボンド (くず債: junk bond) になってしまった。

これに対して、R J R ナビスコ社の社債権者が同社を相手として、L B O により株主に「棚ぼた的利益 (windfall)」を与えるために、既に発行した社債の価値を不当に充当して社債権者に重大な損失を与えたとして、損害賠償を求め訴えを提起した。裁判所は、L B O を禁止する明示の条項が社債信託証書にないことを重視し、裁判所が契約解釈に介入して当事者相互が意図しない条項の存在を認めることはできないとして請求を棄却した。⁽⁷⁾

二 マリオット社のスピンオフ

社債権者がこのようにして損害を受けるリスクは、このRJRNピスコ事件でピークに達したといわれるが、その後一九九二年には、マリオット社によるスピンオフという新しい形態で再びこのリスクが強く認識されることになった⁽⁸⁾。

スピンオフとは、会社財産の一部を移転して子会社を設立するか、あるいは既存の会社に自社の資産を現物出資し、分割会社の株式を取得した会社が、直ちに当該分割会社の株式を自己の株主に対して持株比率に応じて分配するという企業分割の一方法である。スピンオフをなすもつとも一般的な動機は、効率性の改善と考えられている⁽⁹⁾。すなわち、会社にとって「合わない (a poor fit)」事業部門をスピンオフすることによって、被分割会社(親会社)の経営陣はその主要事業に専念することができる⁽¹⁰⁾。さらに、個々の事業が経済的に独立していれば、収益力のない他の投資を支えるために一方から他方へと資金が吸い上げられるリスクはないし、個々の事業価値を見極めること、およびそれに連動させて経営陣に報酬を与えることができる⁽¹¹⁾。

他方で、親会社に収益力が低くリスクの非常に高い事業や資産が残される場合には、社債権者は、子会社の資産に対して請求権を持たないため、結果としてスピンオフによる打撃を受けることになる。マリオット社の行ったスピンオフにおいては、親会社側に収益力が低くリスクの高い事業と資産が残されることになった。

ホテル業を経営していたマリオット社は、経営状態が悪化するなか、一九九二年四月に四億ドルの社債を発行し、そのわずか半年後の一〇月に次のようなスピンオフを実行する旨を発表した。すなわち、収益力のある事業を新法人 Marriott International に移転し、その株式をマリオット社株主に分配するものであった。その結果、収益力が低い事業と負債のほとんどが Host Marriott と改名された親会社に残され、年間一七億ドルの売上げと三億五〇〇万ド

ルのキャッシュフローは、その負債による年間二億五〇〇万ドルの利息の支払に充てられねばならなかった。このスピンオフが発表されると、マリオット社の株価が急騰したのに対し、社債の市場価値は即座に三億六〇〇万ドル下落し、発表直前には110の価値で取引されていたが、発表直後にはジャンクボンドになり、一〇月末には80の価値にまで下落した⁽¹⁴⁾。

これに対し、社債権者がマリオット社を相手として、信託証書違反、詐害的讓渡(Fraudulent conveyance)⁽¹⁵⁾、信認義務違反等に基づきクラス・アクションを提起したが、五ヶ月後に和解した。このマリオット事件に見られる企業分割のリスクは、イベントリスクの中でも特に「マリオットリスク」と呼ばれる。マリオット社のスピンオフの発表後、これをまねたスピンオフ提案が激増した⁽¹⁸⁾。

(1) RONALD J. GILSON & BERNARD S. BLACK, THE LAW AND FINANCE OF CORPORATE ACQUISITIONS, 13 (2d ed. 1995).

(2) *Id.* at 30-31.

(3) *See generally id.* at 399. たとえば、井手正介、高橋文郎「企業財務入門」二九六頁（日本経済新聞社、第二版、一九九七年）参照。典型的なLBOでは、買収会社はLBOファンドなど機関投資家の出資を仰いで「殼会社（shell company）」と呼ばれる買収のためのパーパーカンパニーを設立する。殼会社は、これらの出資金のほかに銀行借入、債券、優先株などを発行して買収資金を調達する。通常、出資金は10・15%にすぎず、残りは銀行借入（50・60%）、債券および優先株（20・30%）で調達する。買収後は、殼会社と被買収会社が合併し、キャッシュフローや資産の売却によって債務を返済する。

(4) 一三日内に執行役員Johnsonが率いる投資者集団や、Kohlberg Kravis Roberts & Co.（以下「KKR」とする）等の間でRJRナビスコ社に対する買付競争が進展し、同年二月一日にRJRナビスコ社の取締役会はKKRの申込みを受け入れる決定をした。

- (5) 岩原紳作「英米における社債管理の受託会社の制度」岩原紳作ほか『大口取引に係る株式委託手数料の自由化について——証券取引審議会作業部会報告——』一一二頁、一五八頁注(3)参照(資本市場研究会、一九九三年)。
- (6) Morey, *McDaniel, Bondholders and Stockholders*, 1988 J. CORP. L. 205, 207.
- (7) Metropolitan Life Ins. Co. v. RJR Nabisco, Inc., 716 F. Supp. 1504 (S.D.N.Y. 1989).
- (8) F. John Stark, III et al., "Marriott Risk": A New Model Covenants to Restrict Transfers From Bondholders to Stockholders, 1994 COLUM. BUS. L. REV. 503, 506.
- (9) スピンオフは、配当することのできる財源があるため、配当規制を受けることなく行われうる。なお、アメリカ合衆国におけるその他の企業分割の手法として、① Split-off (不完全分割)、② Split-up (完全分割)がある。①は、会社が分割会社を設立するとともに、もしくは既存の会社に自社の事業用資産を現物出資し、分割会社の株式を取得した後に、その株式を被分割会社の株主に対する株式の買戻しの対価として分配するものである。②は、会社が複数の分割会社を設立するとともに、もしくは複数の既存の会社に自社の事業用資産を現物出資し、分割会社の株式を取得した後に、被分割会社を清算することにより、その株主に分割会社の株式を分配するものである。株主総会の承認が不要となる場合が多く、債権者保護手続をとる必要のないことから、Spin-off は特に頻繁に利用される。通商産業省産業政策局産業組織課編「会社合併・分割の現状と課題」別冊商事法務一八七号一八一頁以下(商事法務研究会、一九九六年)。
- (10) RICHARD A. BREALEY & STEWART C. MYERS, *PRINCIPLES OF CORPORATE FINANCE*, 937 (5th ed. 1996).
- (11) もちろん、収益力が高い事業がスピンオフされ、親会社に「合わぬ」資産や事業が残されることもある。
- (12) BREALEY & MYERS, *supra* note 10, at 937.
- (13) 二〇年債においては30%下落した。
- (14) Stark et al., *supra* note 8, at 506.

(15) アメリカ合衆国では、企業が社債を発行する際に、一九三九年信託証券法 (Trust Indenture Act of 1939: TIA) により、社債権者の利益を保護するために受託者 (trustee) を設置しなければならない。そして、発行会社・受託者間の信託証券 (indenture) 契約に基づいて社債を発行する。信託証券には、発行会社と社債権者の間の借入条件のほか、信託義務 (fiduciary duties) をはじめとした受託者の諸義務を定めるものでもある。信託証券の受託者制度の歴史等については、永野竜樹「米国におけるトラスティー制度 (社債受託制度) の現状と課題」信託一六五号五二頁 (一九九一年) 以下参照。See also Martin D. Sklar, *The Corporate Indenture Trustee: Genuine Fiduciary or Mere Stakeholder?*, 106 BANKING L.J. 42 (1989).

- (16) 詐害的譲渡 (fraudulent conveyance) は、連邦法および州法が規制している。詐害的譲渡とは、譲渡人に不十分な対価を支払って行われる資産の譲渡であり、次に掲げる要件の一つを満たすものである。その要件とは、①譲渡人がその資産の公正価格がその債務を下回る点で支払能力がないこと (insolvent)、②その事業を実行するには不合理に過小な資本を譲渡人が有していること、③債務が支払われるべきことになっても譲渡人がその債務を支払うことができないこと、である。たとえ、十分な対価をもって行われる譲渡であっても、次の場合には詐害的譲渡とみなされる。すなわち、譲渡人の経済状況にかかわらず、債権者を妨害し、支払を遅延し詐取する (defraud) 現実の意思をもって譲渡がなされた場合である。詐害的譲渡法に従って、当該譲渡が詐害的であると裁判所が判断すれば無効となる。譲渡が無効となる点で非常に重大な効果が得られるので、当事者は通常この旨の主張を強力になすことが予想される。しかしながら、詐害的譲渡の訴えを進行するには時間を要し、被告による詐欺の意思を立証するか、譲渡人が支払能力がなく不合理に過少資本を有すること、あるいは債務を支払うことができないことを立証しなければならぬ点で困難であると考えられている。See e.g., Stark, et al., *supra* note 8, at 530-32; VICTOR BRUDNEY & WILLIAM W. BRATTON, *CASES AND MATERIALS ON CORPORATE FINANCE*, 254 (4th ed. 1993).
- (17) この訴え以外に、社債権者のほかマリオット社の優先株主によっても訴訟が提起された。See Stark, et al., *supra* note 8, at 519-23.

(18) *Id.* at 525. 代表的なものとして、Skybox International Inc.; Mirage Resorts, Inc.; Litton Industries, Inc.; Ethyl Corporation 事件が挙げられている。Skybox 事件のスピンオフの目的は、債務を減少して株主の利益をはかり、債権者が利用できる価値を直接的に減ずるものであったと説明されている。

【付記】脱稿（一九九八年一月）後に、金本良嗣・藤田友敬「株主の有限責任と債権者保護」三輪芳朗ほか編『会社法の経済学』一九九八年以下（東京大学出版会、一九九八年）に接した。