

社債の「イベントリスク」に関する法的研究(二)
——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 (以上一七六号)
 - 第二節 利害対立状況としてのイベントリスク
 - 一 イベントリスクの意義
 - 二 具体的イベントリスク取引と利害対立
 - 第三節 イベントリスクへの対処
 - 一 判例の対応
 - 二 学説の対応 (以上本号)

三 その他の対処方法

四 小括

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

第二節 利害対立状況としてのイベントリスク

一 イベントリスクの意義

以上のような事件を契機に認識されるに至った社債権者が負うリスクは、Moody'sやStandard & Poors（以下「S & P」とする）等の格付機関によって「イベントリスク（Event Risk）」として次のように定義された。すなわち「イベントリスク」とは、広義では、会社の信用状態に急激な変化をもたらすが、信用アナリストが分析する際の要素としては予測できない事象が発生するリスクである。⁽¹⁾これは、LBO、スピンオフ、企業再編のような経済上の取引だけでなく、大規模な訴訟、天災による損害のような他の様々な異常な事象をも含む。⁽²⁾本稿が対象とする狭義のイベントリスクは、社債権者から株主に不公正に価値を移転させる効果を持つ、経済上の取引から生ずるリスクで

ある。その顕著な例として、上述したRJRナビスコ社によるLBO、マリオット社によるスピンオフがある。

前述のように、発行会社が元本および利息の支払あるいは制限条項遵守につき債務不履行に陥らないかぎり、社債権者の権利は害されないと考えることもできる。それでは、アメリカ合衆国において発行会社に支払能力がある間に生ずる信用価値の下落というイベントリスクが問題となったのはなぜか。

これまで社債が流通することがほとんどなかったわが国においては、イベントリスクの発生を認識するのは難しいが、社債の流通が活発であるアメリカにおいては社債の信用価値の下落が流通価格に反映される。この信用価値の下落がさらに進行したとしても、発行会社に支払能力があり、かつ条項違反がないかぎり、社債権者は何の法的手段もとることができず、デフォルトが発生するか発生しそうになつてはじめて法的介入が可能となる。ところが、アメリカ合衆国で発行される社債は、ほぼ半数が満期が五年から一〇年の中期債、三分の一強が三〇年の長期債であるばかりか最長では一〇〇年のものもあり、⁽⁴⁾比較満期が長い。⁽⁵⁾償還されるまでの期間が長ければ、社債権者が信用価値の下落による打撃をより受けやすいといえる。

こうした信用価値の下落に対処するために、支払能力がある間の発行会社の行動に制約を課す条項が信託証券に組み込まれるのが通常であるが、次の点が問題となる。すなわち、会社法や会社実務が動的なものである一方で、信託証券契約は静的なものであるといえる。⁽⁶⁾なぜなら、信託証券契約は、会社法や発行会社の実務がいかに変化しようとも、社債が償還されるまでの長期間、何の変更もされないのが一般的だからである。⁽⁷⁾また、新しい取引類型への対処は、比較的緩慢に発展する。後述するように、イベントリスクに対処する条項が考案されたのは、問題が顕在化したかなり後であり、現に格付機関がイベントリスク条項格付サービスを開始したのは、その五年後である。⁽⁸⁾第二章で述べたように、社債権者と株主の利害が対立している以上、こうした信託証券契約の静的性質ゆえに、社債

発行時には予測されず、明示的に信託証券契約で取扱われなかった種類の行動を会社がとることが可能となつてしまふのである。

格付機関によるイベントリスクの定義を敷衍するならば、次のように位置づけることができるだろう。すなわち、イベントリスクとは、社債条項が対処しうる社債権者と株主との利害対立の態様として類型化されない取引により生ずる社債の信用価値の下落、である。このようなイベントリスク取引の例としてまず、LBOが出現し、さらに株価を高め社債の価値を減ずる点でLBOに類似する効果をもたらす代替的取引類型としてスピンオフが出現した。

二 具体的イベントリスク取引と利害対立

具体化したイベントリスク取引は、いずれも社債権者と株主との利害対立の態様として位置づけられている。ここでは、具体化したイベントリスク取引についての理論的説明および実証研究を紹介する。

イベントリスク取引の一例としてアメリカ合衆国ではLBOとスピンオフが認識された。Brealey & Myersは、近時のLBOを従来認識されていた社債権者と株主との利害対立の新たな態様として捉え、「おとり商法 (Bait and Switch)」という概念で説明している。⁹⁾

「おとり商法」の手法は、前述の伝統的態様のように発行会社が経済的に困窮している場合に常に行われるわけではないが、手っ取り早く経済的に困窮した状態にする一方法であり、次のようにして行われる。すなわち、保守的な政策をとって、比較的安全な社債を一定額発行しておくながら (Bait…おとり)、突然政策を転換して社債を追加的に発行する (Switch…転換)。保守的な政策が継続されることを見越してプライシングされた既存の社債のリスクは高くなり、既存社債権者はキャピタルロスを受ける。そして、このキャピタルロスに相当する分が株主の利益と

なる。⁽¹¹⁾

LBOについては、経済学者により実証研究が盛んに行われ、効率性の観点から社債権者保護の態様について研究がすすめられている。初期の研究によると、LBOにおいて社債権者は損失を受けない、とされていた。⁽¹²⁾しかし、その後の研究で社債権者が損失を受けるデータが示された。Asquith & Wizmanによる一九八〇年から一九八八年の間のLBO提案に関わる47の企業が発行した149の社債についての研究では、発表二ヶ月前からLBOの結果が明らかとなる二ヶ月後までの間にマイナス2・8%のアップノーマルリタインのデータが認められた。⁽¹³⁾さらに、一九八三年から一九八八年の間の251の企業が発行した555の社債について研究したCableによれば、平均11・83%下落したことが、⁽¹⁴⁾その他、一九八五年から一九八八年の間の一六の成功したLBOについての研究では、43の公募社債の価格が、LBOの発表二ヶ月前から一ヶ月後の期間で平均7・7%下落したことが示されている。⁽¹⁵⁾

以上の実証研究の結果は、LBOのようなイベントリスク取引によって、社債権者が実際に損失を受けていることを示している。しかし、以下のように、社債権者が受ける損失の規模は、株主が得る利益に比べると莫大なものとは認められていない。Dale, Davis, & Lehnによる56の発行についての最近の研究によれば、社債権者の損失の総額は二億ドルであったが、これは株主の利益総額一九九億ドルの約十分の一に過ぎない。⁽¹⁶⁾ RJRナビスコ事件においても、株主の利益総額は約一二〇億ドルであったが、これに対して社債権者の損失総額は約一〇億ドルにすぎなかった、とされる。⁽¹⁷⁾

もう一つの具体的イベントリスク取引の形態として、スピンオフがある。スピンオフのLBOとの違いは、資金調達のために新規の社債を発行する必要がない点、LBOにおいてよりも健全な資本構成をもつ継続的事業を必要とする点、支配権の変更を伴わない点にある。⁽¹⁸⁾これは、理論的には、すでに挙げた第一の利害対立の伝統的態様

である配当支払および企業の投資政策のうちの資産処分に類似している。しかし、以下に述べるように、従来の資産処分制限条項や配当支払制限条項による規制がスピンオフに及ばないことから対処されなかったものである。すなわち、資産処分制限条項は、会社が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禁止・制限する。この条項は、債務者の資産の実質的に全部に満たない資産の移転を制限・規制するものではないため、スピンオフには通常適用されない⁽¹⁹⁾。配当支払制限条項もまた、実際には効果的でない。多くの信託証書がこの条項を組み込んでいないからである⁽²⁰⁾。さらに、たとえこの条項が組み込まれていても、この条項は信託証書の日付以後に累積した収益から配当を支払うことを通常許容しており、社債権者が予測しなかった大規模な配当をなすことを本質的に許容するものとなっている⁽²¹⁾。すなわち、会社は信託証書により許容される配当額のすべてを毎年支払わず、その代わりに「支払可能な資金の留保 (reservoir of payable funds)」をなすことができる⁽²²⁾。

スピンオフも、以下のように実証学的に社債権者と株主の利害対立の態様として位置づけられている。

マリオット事件では、当該スピンオフによって、社債権者には収益力が低く非常にリスクの高い事業および資産のみが残されることになることが明らかとなり、最終的には社債の価値は一億九四六〇万ドル下落したが、他方、株式の価値は八〇六〇万ドル増大した⁽²³⁾。したがって、この取引は社債権者と株主の利害対立として捉えることができる。さらに、この取引は企業価値を減じるものであった。社債権者の損失額と株主の利益額の差額である一億一四〇〇万ドル分だけ企業価値が減少した計算になるからである。この企業価値減少分は、スピンオフに関わる直接的なコストと非効率性から成る、と説明されているが、こうした非効率性で高コストを要するイベントリスク取引がなされたのは、スピンオフを実行すれば企業全体の支配権を喪失する蓋然性を減ずることができるという、経営陣であるマリオット一族の利害が関わっていたようである⁽²⁴⁾。マリオット社は経済的に困窮しており、そのまま経営

を続ければ一族が支配権を失うことは明らかであった。そのため、収益力の高い事業を多額の公募社債から法的に分離することによって、一族は支配権を安定させることに成功した。²⁶⁾ なお、マリオット一族は25%の普通株式を所有していた。²⁷⁾ 以上のように、この取引においては、企業価値が減少し、かつ社債権者が損失を受け株主が利益を得ている点から、社債権者から株主への富の移転が行われたのは明らかである。

- (1) FJohn Stark, III et al., "Marriott Risk": A New Model Covenants to Restrict Transfers of Wealth From Bondholders to Stockholders, 1994 COLUM. BUS. L. REV. 503, 509.
- (2) *Id.*
- (3) 九七年一二月以降の新しい債券決済ネットワークについては、椋川泰史「新しい社債流通システム」浜田道代ほか編田邊光政先生還暦記念『現代企業取引法』三五〇頁(税務経理協会、一九九八年)参照。
- (4) テッド・リー「米国の公社債市場—公社債引受協会編『公社債市場の新展開』一四三頁(東洋経済新報社、一九九六年)。
- (5) 筆者が調べ得た限りでは、わが国で平成八年一月から八月(財務制限条項の自由化直後)にかけて発行された178の公募無担保普通社債のうち、134が中期債(75・2%)、43が短期債(24・1%)であった。満期は最長で二〇年であり、わずか一例にとどまっていた(公社債月報平成八年九月号三四頁参照)。発行総額が前年度比54・2%増となった平成九年度においては、477の公募普通社債のうち、336が中期債(70・4%)、92が短期債(19・3%)、長期債は50(10・5%)となっており、最長の二〇年債も10例(3・0%)発行された(商事一四九五号六四頁(第3表)(一九九八年)参照)。
- (6) Dale B. Tanke, *Should Bonds Have More Fun? A Reexamination of the Debate Over Corporate Bondholder Rights*, 1989 COLUM. BUS. L. REV. No. 1 at 1, 99.
- (7) 前出第二章第四節参照。

- (8) E.g., Stark et al., *supra* note 1, at 557.
- (9) RICHARD A. BREALEY & STEWART C. MYERS, PRINCIPLES OF CORPORATE FINANCE, 493 (5th ed. 1996).
- (10) リストラ後、RJRナビスコ社の負債は二九〇億ドルに膨らみ、デフォルトにこそならなかったが、負債と純資産の割合は二対一となった。その後、ジャンクボンドを券面額以下で買戻す等、多面的かつ大規模な資本再構成 (recapitalization) が行われた。VICTOR BRUDNEY & WILLIAM W. BRATTON, CASES AND MATERIALS ON CORPORATE FINANCE, 219 (4th ed. 1993).
- (11) BREALEY & MYERS, *supra* note 9, at 493.
- (12) E.g., Marais, Laurentius et al., *Wealth Effects of Going Private for Senior Securities*, 8 J. FIN. ECON. 139 (1989).
- (13) Paul Asquith & Thierry A. Wizman, *Event Risk, Covenants, and Bondholder Returns in Leveraged Buyouts*, 27 J. FIN. ECON. 195, 203 (1990).
- (14) Crabbe, L., *Event Risk: An Analysis of Losses to Bondholders and "Super Poison Put" Bond Covenants*, 46 J. FIN. 689, 694 (1991).
- (15) Kenneth E. Scott, *Are the Barbarians After the Bondholders? Event Risk in Law, Fact, and Fiction*, 6 J. FIN. SERVICES RESEARCH 187, 191 (1992).
- (16) *Id.* at 190-91.
- (17) Kenneth Lehn & Annette Poulsen, *The Economics of Event Risk: The Case of Bondholders in Leveraged Buyouts*, 15 J. CORP. L. 199, 213 (1990). たしかに、社債権者が損失を受ける一方で、株主が利益を得ることから、これらの取引を社債権者と株主の経済的利害対立状態の一つとして捉えることはできる。その全体としての規模が小さくとも、個々の社債権者にとっての損失はわずかなものであるとはいえないし、少なくともこれらの取引により、社債権者の損失の上に株主が利益を得ることは明らかである。しかし、規模を相対的に比較すると、株主のキャピタルゲインすべてが社債権者のキャピタルロスから成るといってはいなく、LBO自体が企業価値を高めることも認められている。したがって、これらの取引を動機づけるものが社債権者から株主への富の移転そのものであると簡単に済ませることはできない、とも主張されている (*Id.* at 210)。よって、LBOのように企業価値

そのものを増大させるイベントリスク取引は、社債権者と株主の利害対立状態を生ずることには違いないが、従来問題となった富の移転の問題というより、むしろ企業価値増加分の分配の問題として位置づけることができる(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』二二七頁、一三三頁(商事法務研究会、一九九五年)参照)。この点において、アメリカ合衆国で問題となったLBOは、従来問題とされてきた社債権者と株主の単なる利害対立状況として捉えることはできないことに注意を要しよう。

- (18) スピンオフには支配の変更を伴わないため、第四章で述べる支配の変更条項で対処することができない。
- (19) Stark et al., *supra* note 1, at 545-46.
- (20) 前述のように、配当支払制限条項を組み込んでいるのは、公募投資適格社債の信託証書のうち15%にすぎない。
- (21) これは、社債権者から株主への富の移転を合法化するものである。この批判が見られる。Morey W. McDaniel, *Bondholders and Corporate Governance*, 41 BUS. LAW. 413, 422 (1986).
- (22) *Id.* at 422.
- (23) Robert Parrino, *Spinoffs and Wealth Transfers: The Marriott Case*, 43 J. FIN. ECON. 241 (1997).
- (24) *Id.* at 266.
- (25) *Id.* at 268-69.
- (26) さらに、スピンオフにより一族は再び企業の成長機会を積極的に追求することができるようになった。*Id.* at 242.
- (27) この点につき、持分のエージェンシーコストをゼロとした第二章の仮定に極めて近くなる。

第三節 イベントリスクへの対処

一九八〇年代に出現したイベントリスク取引による社債権者の損失に関する判例は多い。以下では、多くの判例のなかでもっとも代表的なRJRナビスコ事件での裁判所の対応を紹介し、次にイベントリスクに関する学説状況を概観する。

一 判例の対応

代表的な例としてはすでに挙げたように、LBOによるイベントリスクが問題となったMetropolitan Life Ins. Co. v. RJR Nabisco, Inc. 事件がある⁽¹⁾。原告であるMetropolitan Life Insurance Co. (以下「MetLife」とする)は、RJRナビスコ社の六種類の社債と普通株式を所有していた。

当該信託証書は、ニューヨーク州契約法の規制を受けるものであり、一三条項にわたり非常に詳細に定められていたが、合併および追加債務負担を制限する条項を含んでいなかった⁽²⁾。

一九八九年一〇月二〇日、RJRナビスコ社の執行役員であったF. Ross Johnsonが、一株七五ドル、総額一七〇億ドルでの自社に対するレバレッジド・バイアウトを提案した。すると一夜にしてRJRナビスコ社債の市場価格は約20%下落し、それまで優良社債(buycorp)として格付されていたものがこの発表でジャンクボンドになった。これに対して、原告がRJRナビスコ社とJohnsonを相手に、次のように主張して損害賠償を請求した⁽⁴⁾。すなわち、RJRナビスコ社の行動は、LBOの資金調達を助け、会社株主に莫大な「棚ぼた的利益(windfall)」を与えるため

に、発行済社債の価値を不当に充当して社債の価値を著しく損ね、結果的に原告は何百万ドルもの損失を不公正に受けた、と主張した。⁽⁵⁾ 原告はその根拠として、第一に契約解釈の問題として誠実かつ公正な取扱いの黙示の条項(implied covenant of good faith and fair dealing)違反を、第二に「エクイティ上(equity)」の問題として、社債権者に対する発行会社の信託義務(fiduciary duty)違反を主張した。これに対して、裁判所はいずれの主張も認めず、原告の請求を棄却した。

以下では、契約解釈上の問題としての黙示の条項違反の有無、発行会社と社債権者の信託関係の有無についての裁判所の判断をそれぞれ詳しく検討する。

1 誠実かつ公正な取扱いの黙示の条項違反(implied covenant of good faith and fair dealing)

原告はまず、黙示の条項違反があったと主張した。すなわち、原告は、LBO取引を妨げる「誠実かつ公正な取扱いの黙示の条項(implied covenant of good faith and fair dealing)」を契約に読み込み、この黙示の条項が違反されたものとして、RJRナビスコ社に対して社債を償還するよう命じるよう裁判所に求めた。⁽⁶⁾

これに対して、RJRナビスコ社は、次のように主張した。信託証書中の明示の条項は、合併および追加債務の負担を認めている。信託証書に組み込むことができたのに組み込まれなかった他の条項と同様に、これらの条項は市場および見識ある投資家である原告の認識するところである。にもかかわらず、裁判所がこの黙示の条項違反を認めれば、自由市場に許し難い侵害を加えることになる。

ニューヨーク州連邦地方裁判所は、まずRJRナビスコ社が将来の信用価値に関して当該信託証書に表記されていない条件に同意または黙認していたことをJohnsonほか会社役員が発言が立証しているとの原告の主張について、

次のように判断した。すなわち原告の主張は、表記された当事者意思の内容と異なることを他の口頭証拠または文書証拠を用いて証明するのを許さないとするパロール・エビデンスルール⁽⁸⁾ (parol evidence rule) に拘束される。そして、当該信託証書においては、明示の条項がLBOを許容も禁止もしていないのは明らかであるが、そのことによつて同ルールの適用が回避されることにはならないと付け加えた。⁽⁹⁾

他方で本件裁判所は、一定の状況のもとでは、当事者が相手方から「合意の効果 (fruits of the agreement)」を奪わないようにするために裁判所が契約に「誠実かつ公正な取扱いの黙示の条項」を読み込むにあたり、外部証拠 (extrinsic evidence) を考慮する場合があるとす⁽¹¹⁾。一定の状況とは、技術的には明示の条項が違反されていなくとも、一方の当事者が交渉の利益 (bargained for benefits) を明らかに相手方から実際上奪った場合である。さらに言えば、黙示の条項は、一方当事者が契約の履行を妨げ、あるいは契約による利益を抑制しようとする場合にのみ違反されることになる。そして本件のような社債信託証書については、「黙示の条項の内容は、信託証書文言から直接引き出され、信託証書に定められた権利と矛盾するいかなる権利も社債権者に与えることはできない」としている。

以上のように述べたうえで、本件裁判所は、黙示の条項を読み込む際には、まず信託証書における当事者間の「合意の効果」を検討し、次にその「効果」が害されたか、つまり原告の契約上の権利が被告により害されたかを判断することが適切であるとした。⁽¹²⁾ 信託証書のような「合意の効果」については、社債権者の権利義務は信託証書により認められる、とするアメリカ法曹財団信託証書注釈 (American Bar Foundation, COMMENTARIES ON INDENTURES) を根拠に、契約が保証する実質的な「効果」は、定期的規則的な利息支払と結果として来るべき元本の払戻しであるとした。そして、本件においては、利息の支払は継続しており、満期日に元本が償還されないと信ずる理由はないとした。

そのうえで、本件裁判所は、問題となっている信託証書の「効果」は、最近のLBOを容易にするための新規債務負担を妨げるような黙示の制限条項を含まないとした。このように判断しないのであれば、その投資を保証するよう原告が会社を拘束することを認めることになり、これは当事者が交渉しなかった追加的利益を裁判所をして生ぜしめるとした。¹³³

さらに、たとえRJRナビスコ社ほど大規模な企業であっても、LBOを実行する可能性を市場が割り引かないと信ずる理由はないから、原告が主張するような契約解釈の弾力性を認めれば、市場に干渉することになり市場を不安定にしてしまうとの懸念を表明した。

加えて、裁判所は以下のように特に言及した。すなわち、当事者が保険会社という見識ある投資家(sophisticated investors)であり、市場の仮定に精通し、発行会社と信託関係にない場合には、裁判所は契約の特定の明示条項に矛盾する条件を読み込まない、と。そして、市場の強制力の変化に対応するためには、一定の債務制限や支配の変更条項を含む新しい信託証書条項を取り決めるべきであるとした。¹³⁴

2 信認義務違反

RJRナビスコ事件に関してニューヨーク州の連邦地方裁判所は、社債権者に対して負う信認義務(fiduciary duty)に発行会社が違反したとの原告の主張に対して、次のように判断した。すなわち、社債は「債務の払戻しを受けるという契約上の権利を表すものであり、信認義務を伴う信託関係の構築に必要な発行会社の持分的利害(equitable interest)を示すものではない」。したがって、信認義務が生ずるためには、その「義務の根拠となる既存の所有者的権利(property right)または持分的利害が存在しなければならぬ」が、社債権者は「持分的利害を取得せず、その

権利は信託証書中の契約条件によって保護される会社債権者にとどまる」から、「発行会社は社債権者に信託義務を負わない」と述べた。¹⁵⁾そして、本件においては、発行会社は社債の価値を減少させるLBOを行わない旨の信託義務を社債権者に対して負わない、と判断した。¹⁶⁾

3 小括（RJRNビスコ事件判決の位置づけ）

RJRNビスコ事件においては、被告である発行会社が黙示の条項に違反したか否か、および発行会社が社債権者に信託義務を負うか否かが問題となった。ここでは、この二つの問題に関するRJRNビスコ事件判決の位置づけを明らかにする。

まず、黙示の条項に違反したか否かという問題について検討する。RJRNビスコ事件判決以前にも黙示の条項に関わる事件は数多く存在する。なかでも代表的な判例は次の二つである。

第一は、*Van Gemert v. Boeing Co.* 事件¹⁷⁾であり、転換社債権者である原告が、不適切な社債償還通知のために期限内に転換権を行使できなかったとして、証券法違反に基づき損害賠償を求める訴えを提起した。契約では、まずは通知をしなければならぬと定められており、それに従い発行会社は、信託証書契約条件所定の新聞によって償還通知を発表していた。第一審であるニューヨーク州連邦地方法院は、発行会社が信託証書契約を完全に遵守したと判断した。しかし、控訴裁判所である第二巡回区裁判所は、新聞による通知では不十分であるとし、社債権者が転換権を行使できずに被った損失は、その投資に固有のリスクから生じたものではなく、不十分な通知手続から生じたものである、として差戻した。¹⁸⁾なお、判決では、原告が本件のような「見識ある投資家」ではなく、「ほとんど見識のない投資家」であったことが特に言及されている。¹⁹⁾

第二は、Pittsburgh Terminal Corp. v. Baltimore & Ohio Ry. Co. 事件である。²³⁾この事件では、被告である Baltimore 社が普通株主にその子会社株式を配当する際に、転換社債権者に通知をせず、新聞発表のみを行った。²⁴⁾なお、当該信託証書は、Baltimore 社株式による配当については通知を要すると定めるのみであった。これに対し、同社の転換社債権者が転換権を行使できなかったとして同社を訴えたのが本件である。連邦第三巡回区裁判所は、当該信託証書がニューヨーク州契約法の規制を受けるとしたうえで、転換権を行使し「合意の効果」を受け取るのに必要な情報を社債権者が得られない方法を被告がとったとして、問題の信託証書に黙示の条項を読み込んだ。²⁵⁾この裁判でも、Van Gemert 事件と同様に、社債権者の契約上の権利が害されたことが重視されている。

RJR ナビスコ事件判決は、これらの判例の流れを受けている。ここでは、黙示の条項は信託証書の明示の条件の解釈をしやすくしたり説明するためだけに適用されるものであり、明示の合意条件と矛盾する場合には適用されないと解される。判例の立場によれば、黙示の条項の役割は、合意した当事者がその合意の実質的な取引条件を履行することを確実にすることであり、結果的には、転換社債権者への開示義務を根拠づける際にこの手法が用いられるにとどまる。社債権者が株主の特定の行動に制約を課したのであれば、そうした明示の条項を信託証書に組み込まなければならぬ。このように、誠実かつ公正に社債権者を取扱ふ黙示の条項の読み込みについて、裁判所は厳格な解釈方法をとっている。そして、こうした厳格な解釈方法は、「会社法は株主のためのもの、契約法は社債権者のもの」という伝統的見解に由来しているといえる。²⁶⁾

次に、発行会社が社債権者に信託義務を負うかという問題について検討する。これまでに社債権者が信託義務違反を主張している事件は多くあるが、これについて裁判所は、発行会社の取締役は社債権者に対して信託義務を負わないと判断している。

転換権の価値を減ずる過大な現金配当を宣言した経営陣に転換社債権者が損害賠償を求める訴えを提起した *Hart v. Kerkorian* 事件において、デラウェア州衡平法裁判所は、経営陣は転換社債権者に信託義務を負わず、「詐欺、支払不能、法令違背がないかぎり」、所持人の権利は信託証書条件により決せられると判示した。²⁸⁾ デラウェア州と同じくカリフォルニア州においても、会社取締役役に社債権者に対する信託関係上の責任を課さないと判断した判例がある。²⁷⁾ R J R ナビスコ事件判決は、判例のこうした立場に従っている。

こうした判例の立場に対して、発行会社が転換社債権者に対して信託義務を負うことを前提にしつつも、発行会社の取締役が信託証書条件を完全に遵守すれば信託義務違反とならないとの判決もある。²⁸⁾ この判決の立場は、社債権者に対する信託義務の内容を契約条件の遵守と捉えている点で、上述の判例が意味する信託義務の内容と異なるが、明示の条件を遵守するかぎり信託義務違反の主張が制限される点で同様の結果となろう。

以上のように、R J R ナビスコ事件判決は、これまでのイベントリスクに関わる判例の流れを踏襲している。²⁹⁾ 判例理論では「社債権者の権利はその証券が発行された信託証書条件によってのみ画される」と解されており、これは一般に「社債理論 (The Bond Doctrine)」と呼ばれることがある。この理論に基づけば、社債権者は、信託証書契約によってのみその権利が確定され、発行会社の取締役は社債権者に対して契約外の義務、すなわち信託義務を当然に負わないことになる。

R J R ナビスコ事件の裁判所は、社債理論をとったうえで、さらに契約文言を重視し、それを厳格に解釈する立場をとる。すなわち、裁判所は明示の条項がないかぎり、誠実かつ公正な取扱いの黙示の条項を読み込むかたちで契約関係に介入しない。この立場をとれば、社債権者の権利は、契約に明示的に定められたものに限られ、この明示の契約条件につきデフォルトが発生していないかぎり、社債権者に損害が生じたとはみなされない。したがって、

この厳格な立場を貫くならば、イベントリスクが発生した場合、問題となるイベントリスク取引をあらかじめ制限する信託証券契約条項が存在し、当該イベントリスクからの保護が契約条件となっている場合にのみ社債権者は保護されることになる。このような厳格な立場のもとでは、予測せぬ信用状態の急激な下落という潜在的なイベントリスクに対しては、社債権者は一切保護されない。

なお、アメリカ合衆国においては、発行会社を支払能力がある間の受託者(Trustee)は、信託証券法上、事務的な機能を有するに過ぎず、その義務、責任は軽減されている。³¹⁾ このため、アメリカ合衆国の判例は、発行会社を支払能力がある間は、信託証券中の条項のみに社債権者保護の根拠を求め、発行会社の支払能力がなくなれば、信託証券の受託者に根拠を求めるという傾向がさらに強くなる。RJRNビスコ事件の判決も当該取引行為に対処する明示の条項を組み込むよう社債権者に警告を与えるものと評価すれば、社債権者保護の根拠を信託証券契約中の条項にのみ求める立場をとる点で一貫している。

(1) 716F.Supp.1504(S.D.N.Y.1989)、市川兼三「LBOと社債権者の保護」商事一二九九号三一頁(一九九二年)においても紹介されている。

(2) なかでも、特に関連する四条項は次のようなものであった。第三項は、元本および利息の支払について定め、ネガティブプレッジ条項を含んでいた。第五項は、デフォルト救済手続および受託者の責任について定めていた。第九項は、補充信託証券の適用について定めていた。第一〇項では、企業結合、合併、資産の売却または譲渡について定められていた。

(3) 負債は「生産的目的のために(for productive purposes)」用いられると考えられていたため、債務負担限度額も定められていなかった。なお、Metlife自身がこれらの条項を排除する旨の契約の見直しに合意していたこと、Metlifeは内部の覚書において、

LB Oの社債への影響について詳細に検討し、市場に固有のこのリスクを認識し、何らかの対処方法を模索していたことが裁判所により認定されている(覚書において、LB Oに対処するために、後述する支配の変更条項を用いることが示唆されていた)。

Metropolitan Life Ins., 716F. Supp. at 1509.

- (4) KKRによる買収の受入れ決定前の一九八九年二月一六日に、原告は仮差止命令 (*preliminary injunction*) を求めたが、損害の立証が不十分であったために裁判所はこれを認めなかった。 *Id.* at 1506.

(5) *Id.*

(6) *Id.* at 1507-08.

(7) *Id.* at 1508.

(8) 田中英夫編『英米法辞典』六二三頁(東京大学出版会、一九九一年)。

(9) See *Metropolitan Life Ins.*, 716F. Supp. at 1514-15.

(10) 553 F.2d 812, 815 (2d Cir. 1977).

(11) *Metropolitan Life Ins.*, 716F. Supp. at 1515.

(12) *Id.* at 1518.

(13) *Id.* at 1518.

(14) *Id.* at 1518-22.

(15) *Id.* at 1524.

(16) *Id.* at 1524.

(17) 520 F.2d 1373 (2d. Cir.), *cert denied*, 423 U.S.947, 96 S.Ct. 364 (1975).

(18) *Id.* at 1383.

- (19) *Id.* at 1383.
- (20) 680 F.2d 933 (3d Cir.), *cert. denied*, 459 U.S. 1056, 103 S.Ct.475 (1982).
- (21) 転換社債権者に通知をせず転換権の行使を妨げれば、子会社株式に関する証券登録説明書 (registration statement) の内容に提出する手間が含まれるからである。 *Id.* at 938.
- (22) *Id.* at 937, 938.
- (23) *Id.* at 941.
- (24) LAWRENCE E. MITCHELL, ET AL., CORPORATE FINANCE AND GOVERNANCE, 460 (2nd ed.1996).
- (25) 324A.2d 215, 219 (Del.Ch.1974) *aff'd in part and reviewed in part*, 347A.2d 133 (Del.1975).
- (26) 「詐欺」の意味としては事実審も上訴裁判所も深く言及しなかった。
- (27) Kessler v. General Cable Corp., 155Cal.Rptr.94 (1979).
- (28) Broad v. Rockwell Int'l., 642 F. 2d 929,958-59 (5th Cir.), *cert. denied*, 454 U. S. 965 (1981).
- (29) See e.g., Van Gemert v. Boeing Co., 553 F. 2d 812 (2d. Cir. 1977); Pittsburgh Terminal Corp. v. Baltimore & Ohio Ry. Co., 680 F. 2d 933 (3d Cir.), *cert. denied*, 459 U. S. 1056, 103 S. Ct. 475 (1982); Simons v. Cogan, 549 A. 2d 300 (Del. 1988).
- (30) Lawrence E. Mitchell, *The Fairness Rights of Corporate Bondholders*, 65 N. Y. U. L. REV. Nov. NO. 5 at 1165, 1175 (1990); MITCHELL, ET AL., *supra* note 24, at 460.
- (31) See e.g., Martin D.Sklar, *The Corporate Indenture Trustee: Genuine Fiduciary or Mere Stakeholders?*, 106 BANKING L.J. 42 (1989).

二 学説の対応

RJRナビスコ事件でピークに達したといわれるLBOによる「イベントリスク」は、発行会社に支払能力がある場合における社債権者保護について多くの議論を呼んだ。

すでに見たように、判例がとる「社債理論」に基づくと、問題となる行動を制限する明示の条項が信託証書契約中に存在しない場合には、契約解釈への司法の介入が認められず、社債権者は予測しなかったイベントリスクから保護され得ない。

こうした事態を懸念して、社債理論から離脱し、契約外の方法によりこの問題を解決しようとする見解が現れた。⁽¹⁾ この見解は、発行会社の取締役が株主に対するのと同様に、社債権者に対しても信託義務(Fiduciary duty)を負うと解するものであり、これは、RJRNabisco事件をはじめとするイベントリスクに関わる多くの判例において社債権者により主張されている。⁽²⁾

一方、基本的には社債理論をとり、社債権者の権利は契約により保護されるべきであると解しながらも、裁判所が契約解釈について介入する余地を認め、社債理論の限界を克服しようとする見解や、具体化したイベントリスク取引に対処するための新しい類型の条項を考案・挿入して社債権者を保護しようとする実務上の動きが見られる。以下では、これらの見解を順に概観する。

1 信託義務拡張論

発行会社の取締役が株主に対するのと同様、社債権者に対しても信託義務を負うべきとする見解がMcDanielにより主張されている。⁽³⁾ 彼はこの見解について次の二つの論拠を提示する。第一に、「投資理論(Investment Theory)」を根拠とする。すなわち、両者とも会社の資本源であること、両者とも配当あるいは利息により会社から利益を得る

期待を有すること、両者とも会社事業の成功に利害があり、会社の支払能力がなくなれば両者とも損害を被ること等に注目し、社債権者と株主は会社に対する利害が実質的機能的に類似しているという事実を強調する。投資理論のもとでは、社債権者も株主もともに会社の同じ投資家として同質的に考えられる。

第二に、取締役が社債権者に対して信託義務を負うとすれば、負債のエージェンシーコストが極小化されることを根拠とする。McDanielは、負債のエージェンシーコストを、信託証券契約の制限条項による機会損失と接収損失の合計として捉え、条項が完全であればこれにより機会損失と接収損失は排除されるはずであるが、以下の二つの理由から、そのような完全な条項は存在し得ないと説く。すなわち、①すべての偶発性を包摂する完全な保護条項を含む信託証券契約を取り決めることは、人間の能力では不可能である、②信託証券契約締結時には、自分たちの行動を制限する制限条項を挿入しない経営陣のインセンティブが働く、と。さらにMcDanielは、経験的証拠として、アメリカ合衆国の巨大企業の信託証券から制限条項が消失している事実を挙げ、これは条項が機会損失の大きい非効率的な存在であることの結果であるとする。さらに法律家は必ず条項を回避できるであろう、とも付け加える。⁽⁸⁾

以上の論拠に基づき、McDanielは、社債の価格についての市場による事前の調整過程は不十分である、とする。⁽¹⁰⁾ すなわち、完全市場においては、すべての社債権者は、将来の接収損失につき、利息の上乗せという形式であらかじめ適切に補償されることになっている。この完全市場モデルは社債市場が高度に効率的であること、およびすべての投資家が多様なポートフォリオを所有することを前提とする。しかし、McDanielは、現実には社債市場が高度に効率的であるとの前提は疑わしく、すべての社債投資家が多様なポートフォリオを所有しているわけでもないし所有するべきでもないとする。⁽¹¹⁾ そこで彼は、市場による事前の調整過程に代わる事後的な解決策として信託法理を用いるべきである、と主張する。⁽¹²⁾ ここでの最適な信託義務は、厚生経済学のパレート原理を直接に適用し、パレー

ト優越的 (Pareto Superior) であるべき、とする。⁽¹³⁾これは、誰の効用も下げずに、少なくとも一人の効用を高める経済的变化である。つまり、社債権者、株主どちらの富も減少させずに、少なくとも一集団の富を高めるような取引をなすように行動する義務を信認義務として取締役に課すべきであるとしている。そして、企業価値最大化のために取締役が行動すれば、他の目的を追求するよりも、社債権者と株主の間でパレート効率性を達成しやすく、両集団の利益に資するとする。⁽¹⁴⁾そのうえで彼は、潜在的なパレート効率性基準であるカルドア・ヒックスの補償原理に言及し、⁽¹⁵⁾利益を得る者が損失を受ける者に補償をなすかぎりパレート効率性が達せられるとして事後的な補償を主張する。⁽¹⁶⁾

こうした McDaniel の見解を巡っては次のように評価が分かれる。

Barkey は基本的には McDaniel と同じ立場に立ちながらも、彼の見解をさらにすすめている。⁽¹⁷⁾ Barkey は、信認義務の内容として次の二点を主張する。第一に、会社およびその役員・取締役が、すべての起こりうる事態につき評価を行い、会社資産に対するリターンの現在価値を最大化するという、包括的富の最大化 (Global Wealth Maximization) を目的として会社経営を行うべきであるとする。第二に、会社の取引により引き起こされた投資の価値の希薄化についての社債権者に対する補償として、会社資産の中から経営陣が追加支払 (side-payment) をなすことを解決方法として提案する。こうした内容の信認義務に違反する信託証書契約中の保護条項は無効であるとともに、⁽¹⁸⁾会社資産の現在価値を最大化することなく破産のリスクを高めるような会社の判断は黙示的に禁じられるという。

Mitchell は、⁽¹⁹⁾社債権者に対する信認義務を経営陣に負わせるとする見解に立ちながらも、McDaniel の見解を次の点で批判する。

第一に、会社全事業の基準としてパレート効率性基準を用いることは、社債権者と株主との間の会社に対する請求権の優先順位によって、それぞれのリスク選好の相違を無視することになると批判する。²⁰³ すなわち、株主は自己の投資の潜在的価値を高めるためにハイリスクを好むのに対して、社債権者は元本と利息の支払を確実にするためリスクが低い事業を好む。したがって、会社全事業について社債権者に対する信託義務を認めることは、通常であれば許容されるにもかかわらず経営陣が収益を最大化することができない場合が生じかねないこととなり社会的に望ましくないとする。²⁰¹

第二に、こうしたパレート効率性基準は、結果的には株主にとって不公正になると批判する。²⁰² すなわち、社債への投資の性質は、通常の事業が社債権者を害する一方で株主に資することがあるという一定のリスクを本来予定しているものであり、この性質がまさに社債権者が確定利息の支払と破産においての優先権を与えられている理由であるとする。²⁰³ よって、社債権者の利益保護の対象は、結果的に株主への富の移転となる予測されない損失に限られるべきとする。²⁰⁴ そして、閉鎖会社における支配株主と少数株主の対立の問題が、社債権者と株主の対立に類似することを理由に、²⁰⁵ 信託義務の事前的機能を果たすものとして、次のような合理的期待基準を提示する。²⁰⁶

まず、会社のとつた行為が社債権者の合理的期待 (reasonable expectations) と矛盾しているかどうかを社債権者側が立証する。次に、取締役がこの行為をとる際に正当な事業目的を有していたかどうかを取締役側が立証する。これが立証されれば社債権者は、取締役会がその目的を達成するのに社債権者をさほど害さない他の合理的な手段を用いることができたであろうことを立証する。社債権者がこの立証に成功した場合、裁判所は代替的な方法で会社の行動をやり直すよう命令するか、やり直しが不可能な場合には、会社に社債権者に対する債務不履行責任を負わせる。²⁰⁷ この基準についてまだ不明確な点は、今後のケース・ローの発展に委ねるとする。²⁰⁸

以上の信認義務拡張論に対しては、多くの批判がなされている。まず、McDanielが唱える第一の論拠、つまり社債権者も株主も会社の資本供給者としては同様であるとする、いわゆる「投資理論」は、法的根拠たりえないとする批判がある。この批判によれば、両者が類似するからといって、あるいは会社にとつては「一ドルは一ドル」であるからといって、それぞれの証券所持人集団の会社に対する権利を法的に同視してよいことにはならないとする。²³⁾さらに、この「投資理論」を貫くのであれば、会社債権者全体に対しても同様に信認義務が拡張されると考えるのが自然であることになるが、²⁴⁾信認義務拡張論の提唱者はこれについては明確に論じていない。

次に、信認義務拡張論の第二の論拠でもある効率性の観点から、すなわち、McDanielの根拠とする負債のエンジニアリングコストの極小化が、実際には達成されていないとの批判がされている。²⁵⁾たしかに取締役が常にパレート効率性基準にしたがって行動するであれば、理論的には社債権者が予測せぬイベントリスクにさらされることはなくなるはずである。しかし、社債権者に対する信認義務を裁判所が認定する場合に要する事後的費用は不可避であり、こうした費用は効率性の観点からは好ましくない。²⁶⁾さらに、イベントリスク取引においては、社債権者と株主の利害は対立しており、両者の利害を同時に保護するような義務を課しても、結果的にはどちらか一方、あるいは両方の所持人が必ずしも満足しないことになる場合が多く、逆に追加的訴訟に要する費用が死重損失 (deadweight loss) として生じてしまう。²⁷⁾この立場からは、パレート効率性基準の代わりに合理的期待基準を提示する Mitchell の見解に對しても、社債権者側と取締役側の立証には、時間的・金銭的費用を要し、死重損失を生ずることになる点で同様の批判がなされうるであろう。

さらに、経済学の立場より効率性の観点から特に強い批判がなされている。経済学的には、企業価値を減ずる富の移転を生ずる取引は好ましくないが、企業価値を増大する富の分配を生ずる取引は好ましい。しかし、信認義務

拡張論は、両方の取引の実行に法が関与することを主張する。つまり、この理論によれば、富の移転は信認義務により抑制され、富の分配は *Bentley* が主張するところの追加支払によって行なわれるべきことになる。よって、信認義務拡張論は、企業価値を増大する *LBO* にさえ、社債権者を保護するために法の介入を認めるものであり、正当化されないと主張する。³⁴⁾

次に、信認義務を社債権者に拡張することにより生ずる実際上の問題を理由とした批判もなされている。*McDaniel* は、社債権者から株主への富の移転を抑制するためにこの義務を拡張しようとするが、彼の見解では、逆の場合、つまり株主から社債権者への富の移転が想定されていない。市場がこの補償を予測せずに社債をプライシングすることがあり、このような場合には、逆に株主から社債権者へ富が移転する場合もありうる、とする批判がある。³⁵⁾

さらに、*McDaniel* が主張するように、厚生経済学のパレート原理を会社事業に適用する場合、実際問題として経営陣はいかなる判断をなすべきか、さらに裁判所は経営陣の行動を實際上、いかにして判断するのが疑問視されている。³⁶⁾ この原理の適用には、かなりの不確実性を伴い、法的安定性が損なわれる。合理的期待基準も結局は *ケース・ロー* の発展に委ねられており、やはり不明確である。経済学的には、このような法的不安定性から生ずる死重損失はかえって非効率となる。³⁸⁾

加えて、信認義務を社債権者に拡張する場合における契約関係との整合性を問題とする批判もある。³⁹⁾ 経営陣の行爲の中には社債権者および会社債権者に影響を及ぼすものは多いが、それらのうち、司法の判断を受けるに値するものと、契約上の保護に服させるものとを区別する必要が生ずるが、その基準が不明確であるとする。⁴⁰⁾ なお、この問題に関して *Broad v. Rockwell* 事件判決は、⁴¹⁾ 両者の区別が曖昧であるとして特に批判されている。⁴²⁾ この事件で裁判所は、発行会社が転換社債権者に信認義務を負うと判断したが、信託証書条件を完全に遵守したならば契約上の

義務を果たしたのであるから、信認義務の主張は制限される、と特に言及しており、裁判所は、契約上の義務を完全に遵守することを信認義務の内容と捉えているようである。そこで、条項が遵守されない場合に、社債権者は契約違反と信認義務違反の両方を問うことができるのかという問題が生じうるように思われる。

さらに、社債権者にも信認義務を拡張し、負債と持分を実質的に同質化することは、経済上の証券が有する様々なリスクを均質化することになるとの批判がある。⁴³ リスクの均質化は、様々なリスクをもつ証券を選択する投資家の自由、ひいては投資政策を選択する会社の自由をも奪うことになる。このように資本市場におけるリスク選択の自由が、司法あるいは証券所持人のコントロールにより奪われることは望ましくないとする。⁴⁴

2 現代的契約解釈法理 (Modern Approach to Contract Interpretation) の適用

判例は、社債権者の権利および保護は契約により確定されるという社債理論に基づき、意味が争われている契約文言を、当事者が選択した文言と信託証券契約の「文言性 (four corners of the document)」から導かれるその他の意味から客観的に判断するという厳格な解釈手法をとってきた。すなわち、文言に逐語的意味を与え、関連する状況がたとえ個々の契約文言に関する契約当事者の意図の解明に資するとしても、それを考慮しない。⁴⁵ よって、社債権者の権利や保護が信託証券契約中に明示的に定められていないかぎり、社債権者は自己に不利益な会社の行動に対する権利や保護を主張することはほとんどできない。

従来裁判所がとってきたこうした厳格な解釈方法は果たして妥当か。この点は、そもそもイベントリスクを法的にどのように評価するか、という根本的な問題に関わる。⁴⁶ この問題に対して、基本的には判例と同様に社債理論を採用しながらも、信託証券契約をより柔軟に解釈することによってイベントリスクから社債権者を保護しようとする

る見解が現われた。すなわち、契約法の分野で用いられる現代的契約解釈法理を信託証券契約の解釈にも適用しようとするものである。伝統的契約解釈法理が、契約当事者の意図が契約の逐語的意味と一致しているとの前提に立つて文言を厳格に解釈するのに対して、現代的契約法理は、両者の間に齟齬が生じる可能性を認め、内容や状況等を広く調査して契約の意味を判断する手法である。⁴⁴⁷

現代的契約解釈法理は、次の三つの場合に適用されうる。すなわち、①当事者が個々の契約条項につき対立する意図を有している場合、②個々の契約文言に関して現実的意図を有していない場合、③後に重大な問題となったがこれに対処する条項が契約にあらかじめ組み込まれていなかった場合、である。⁴⁴⁹ ③の場合におけるリスク配分を定める際、裁判所は契約に合理的な条件を読み込むことになるが、これは特に「gap-filling」と呼ばれることがある。⁵⁰ 現代的契約解釈法理を採用すれば、裁判所は取引に関わるすべての状況をも考慮して、当事者の期待を判断すべきこととなる。⁶¹

現代的契約法理適用の提唱の第一人者である Beaton は、伝統的契約解釈法理のもとでの制限的な解釈では、次の点で当事者の期待を保護しきれないことがあり妥当でないとする。⁵² すなわち、この厳格な解釈手法のもとでは、⁵³ 発生したリスクが社債権者に自動的に配分されるのを防ぎたいれば、立案者がそのリスクを明示的に予測し明らかにしたうえで処理しなければならぬ。⁵⁴ しかし、予測しえない偶発性は依然として残余リスクとして社債権者に重大な影響を与えることになるが、この残余リスクがあることは、伝統的契約法理では想定されていない。伝統的契約解釈法理は、信託証券契約等、網羅的に立案された文書の条項は、厳密なリスク配分を体现していることを前提としてからである。⁵⁶ そして、このことは、発行会社の機会主義的行動を助長することにもなると指摘する。⁵⁷ よって、社債購入時の投資家の期待や溝(gap)の意味を決するためには、読み込むべき合理的な条項を解明するすべて

の関連する状況を考慮すべく契約文言や構造を超えた解釈を裁判所が行うことを認めるべきであるとする。⁵⁸⁾

この主張を実証的に支持しうるものとして、アメリカ合衆国における伝統的解釈手法の前提の可否を分析した研究がある。⁵⁹⁾ かりに、十分に発展した資本市場においては、証券についてのすべての利用可能な情報が当該証券の市場価格に迅速に組み込まれるとする効率的資本市場仮説（ECMH）が、社債市場にも当てはまることが示されれば、この前提が正当であることになり、伝統的解釈法理は支持されうることになる。⁶⁰⁾ しかし、社債市場におけるECMHを確かめるために、経験的証拠、市場の状況および情報としての信託証書契約について分析がなされた結果、社債市場のECMHの機能を支持する経験的証拠は曖昧であること、社債市場は通常株式市場ほど取引されず、さらには信託証書契約条件を他の種類の市場情報と同様に扱うことには問題があることが示された。⁶¹⁾ よって、社債権者の権利を決する伝統的契約解釈法理の根底にある前提、つまり契約締結過程と市場の力が十分に社債権者の利益を保護しているという前提が普遍的に正しいとはいえず、常に伝統的契約解釈法理を採用することは疑わしいとも主張される。⁶³⁾

現代的契約解釈法理は、会社との関係において社債権者に対する公正性を促進するという実質的根拠において信義義務拡張論と共通するが、次の点において異なることとされている。⁶⁴⁾ すなわち、信義義務拡張論は、社債権者が契約上の保護を受けられないことを前提として契約外の保護を与えようとするのに対して、現代的解釈法理は、あくまでも社債権者と会社の契約関係が「交渉されたもの」であるとの概念を維持し、⁶⁵⁾ 契約文言の意味を決することにより社債権者に契約上の保護を与えようとする。⁶⁶⁾ この相違により、信託法理のもとで裁判所が判断するよりも、契約文言や関連する状況に係る契約解釈法理のもとで判断するほうが、判決の射程が限定的なものとなる。⁶⁷⁾ よって、契約文言の意味に関する市場の不確実性を減じ、文言解釈の予見性を与えるという重要な目的を達成することがで

きる。⁶⁸特に信認義務拡張論と異なり、当事者は依然としてリスク配分を自由に定めることができるので、状況の変化に応じて会社の富を最大化するよう柔軟に企業行動を行なうことができる。⁶⁹

以上のように、現代的契約解釈法理をとることにより、伝統的契約解釈法理よりも柔軟に契約当事者の期待を判断することができるようになるが、一方で裁判所が実際にとるべき解釈原理がいかなるものであるべきかという問題が生ずる。⁷⁰すなわち、裁判所は上述の三場合において、当事者の期待を当該契約関係の状況全体を考慮し、公正性および合理性を指針としてリスク配分すべきこととなるが、信託証券契約が通常交渉されない定型文言 (boilerplate) であることから、発行会社およびそのアンダーライターが当該文言につき有した期待を判断することは難しい。⁷¹さらに、分散し、知識レベルが統一的ではない社債権者側の有する期待が同質であると言いつてもいい切れないことからも、その期待を判断することは難しい。⁷²また、当該契約条件に溝があると判断した場合には、その溝を埋めるべきこととなるが、ここで裁判官の主観的な判断を伴う危険性がある。⁷³

これらの問題に照らして、現代的解釈法理の提唱者は、現代的解釈法理の実質的改良の必要性を認識することになるが、その見解は分かれる。

Bratton は、現代的契約解釈法理を投資家の構造的保護 (systematic protection) を創造するものへと転化する。⁷⁴すなわち、裁判所は信託証券契約解釈の際に、発行会社を作成者として、作成者不利の原則 (Contra Proferentem Principle) を適用すべきであるとする。⁷⁵これは、不明確な契約条件は立案者に不利に解釈すべきとする原則である。たしかに、発行会社は定型文言である信託証券契約を現実に立案するわけではない。しかし、投資家が、市場価格やアンダーライターに対する影響を通じて間接的に契約条件に影響を与えうるにすぎないのに対して、発行会社は、事前に契約条件の意味を明らかにするうえで投資家より有利な立場にあり、⁷⁶この原則を信託証券契約にあてはめ

ることが可能ともいえる。⁽⁷⁸⁾ 伝統的契約解釈理論のもとでは、投資家が自己の利益を保護する条項を交渉し契約に組み込む責任を負うものとされていた。これに対して、この原則を適用すれば、伝統的契約解釈法理のもとでの立案責任を社債権者から発行会社へ転換することになり、すでに挙げた現代的契約解釈法理の適用に伴う難しい問題を非常に容易に回避できる。⁽⁷⁹⁾ さらに、伝統的解釈法理のもとでは、発行会社が信託証書契約の文言に含まれる意味の範囲内において、社債権者を害し、契約締結時には社債権者が予測しえなかった条件の文言の曖昧さや溝を利用することも可能であったが、このリスクを発行者に負担させるように司法が介入すれば、社債権者に対する不正が予防されることになるとも主張する。⁽⁸⁰⁾ この解釈法理は、伝統的契約解釈法理とは対照的に、契約締結過程および市場の力がほとんど社債権者を保護しないことを前提とするといえる。⁽⁸¹⁾ しかしながら、この解釈法理をあまりにも自由採用すると、逆に発行会社側の期待が損なわれる恐れがあるため、一律に適用するべきではなく慎重に適用するべきとの主張も見られる。⁽⁸²⁾

Brudneyは、社債権者が投資をなす前に信託証書契約の溝や曖昧さについての十分なディスクロージャーがなされなかったことを条件に、その溝や曖昧さを利用して発行会社が社債権者に不利益を及ぼす行動をとった場合には、当該信託証書契約を社債権者に有利となるように解釈するべきであると主張する。⁽⁸⁴⁾ このように解釈すれば、発行会社が自己に不利に解釈された文言を将来の契約において調整的変更をなすインセンティブをもつことが期待されるとする。⁽⁸³⁾ Brudneyは、契約の意味自体ではなくディスクロージャーの適切性に着目すれば、裁判所の裁量を制限することもないし、取引計画者に不確実性を与えないと強調する。⁽⁸⁶⁾ しかし、イベントリスク取引との関係では、実際はほとんどの場合において作成者不利の原則が適用されることになり、Bartonの主張と同様、社債権者に構造的保護を与えるものとなる。⁽⁸⁷⁾

一方、上述のように現代的契約解釈法理を社債権者に構造的保護を与えるものに転化するのではなく、あくまでも柔軟に対処する手段として捉える見解がある。この見解は、信託証券契約文言と社債市場との関係に着目するもので、市場が契約文言の解釈に全く関知していないとする見解も、市場は社債に関わるすべての知りうるリスクを迅速に価格に組み込むとする見解も、ともに極端であり妥当ではないとする。そして、契約文言の意味に関する当事者の期待を市場の認識に即して事例ごとに解釈すべきであるという⁸⁸⁾。すなわち、市場の認識に照らして当事者の期待を判断すれば、作成者不利の原則を適用するのが適切な場合もあればそうでない場合もあり、結果的に伝統的契約解釈法理を採用すべき場合もありうるとする。前述のような信託証券契約の静的性質ゆえに、発行会社は、社債発行時には予測されず明示的に信託証券契約で取り扱われなかった取引を行うことが可能となるが、必ずしも社債権者に不利益を及ぼすような予見しえなかつたすべての行動に裁判所の介入を要するわけではないとする⁸⁹⁾。この見解は、社債権者側の期待だけではなく、発行会社側の期待をも視野に入れ、両者の期待を市場の機能に照らして合理的に調整する必要性を考慮に入れている。

現代的契約解釈法理を構造的な社債権者保護手段として硬直的に解する上述の立場と、このように柔軟に解する立場との具体的相違は、現金のみを対価とする合併(cash-out merger)における転換社債権者保護が問題となったBroad事件を例に明らかにしよう⁹⁰⁾。

この事件では、Collin社の全株主が現金を対価としてその株式を売却することで、Collin社がRockwell社に吸収合併されたが、Collin社が合併前に発行した転換社債の所持人がその社債を存続会社であるRockwell社の普通株式に転換することを主張したのに対し、Rockwell社は現金にのみ転換することを主張した。両者は、次の信託証券契約文言の理解につき食い違っていた。それは、転換社債を、Collin社株式の所持人が受け取るべき「株式その他の

証券および財産の種類と額」に転換しようと定めるものであった。Rockwell社の主張によれば、Collin社株主は現金を受け取ったのであるから転換社債は現金にのみ転換されることになり、他方で転換社債権者の主張によれば、現金価値は騰貴可能性がないから(not appreciate)、騰貴可能性のある資産である普通株式に転換できる期待を失ったことになる。⁶²⁾

この場合、前述のBratonの見解によれば、次のように処理されることになる。現金のみを対価とする合併により期待がくじかれるリスクは、当該信託証券契約が締結された際には認識されておらず、当事者の期待に含まれていないばかりか転換社債のプライシングにおいても考慮に入れられていなかった。それゆえ、社債権者は合併後においても普通株式に社債を転換できることを期待したのであるから、信託証券契約の逐語的解釈は契約当事者の期待に従っていないから認めるべきでなく、転換権の存続という社債権者の合理的期待を保護するために作成者不利の原則を適用すべきことになる。⁶³⁾

これに対して、市場の認識に照らして当事者の期待を判断するべきとする見解は、次の理由により、本件においては特に裁判所による介入を認めるべきでないとする。すなわち、実際には、この合併手法は、Collin社債が発行されるほぼ四〇年前から多くの州法により認められていたのであり、発行会社、アンダーライター、投資家がこの重大な取引類型の発展や転換社債の転換権に及ぼす影響をそれほど長期間にわたって認識し得ないほどに社債市場が非効率的であったとの証拠はない。⁶⁴⁾さらに、この手法での合併による当該リスクは、普通株主に債券、償還株式等、現金以外の財産を対価とする合併によるリスクとほとんど同一であるが、後者の場合には転換社債権者は転換権を行使することができないと当該契約で定められていることとのバランスから、本件合併における転換権喪失のリスクは社債権者に配分するよう解釈されるべきである。⁶⁵⁾こうして、Broad事件においては、Bratonが主張するよ

うに投資家の期待を認定することは、社債市場の非効率性の程度や信託証券契約のもとでの他の同一リスクに関しては明白な処理について、正当と認めがたい仮定を伴い妥当性を欠くとする。そして、社債発行時には認識されなかったリスクを予測していなかったとの仮定に基づき投資家を構造的に保護する根拠を提供するよりもむしろ、現代的解釈法理には、個々の事例において争われている信託証券契約文言の意味の詳細についての注意深い分析を要するとし、こうした手法こそが現代的解釈法理の厳密な適用なのだ主張する。⁶⁷⁾

この見解によれば、争われている条項についての市場の認識とは誰の認識を指すかが問題となるが、次のように主張されている。すなわち、社債市場の効率性が疑わしいかぎり、多くの投資家を保護することができないことを理由に「見識ある投資家」を基準とすることを妥当でないとしながらも、⁶⁸⁾逆に全くの素人投資家を基準とすることも妥当でないとする。⁶⁹⁾なぜなら、こうした投資家を基準とすれば、「棚ばた的利益」を受ける投資家が多くなるからである。⁷⁰⁾よって、これらの両極端の中間の見地から市場の認識を評価するべきであるとし、市場の専門家の知識レベルに焦点を当てるべきと主張する。⁷¹⁾その理由として、これらの者は、見識ある投資家から知識があまりない投資家へ知識を伝達する役割を果たし、社債のプライシング過程の一部となっているからであるとする。⁷²⁾

以上の見解のほか、一般に、前述の公正かつ誠実な取扱いの黙示の条項により対処する可能性がある。この黙示の条項に基づく主張および判断は、従来次の二つの場合においてなされてきた。第一は、裁判所が発行会社の転換社債権者に対する開示義務を根拠づける場合である。⁷³⁾第二は、黙示の条項が、単に開示義務の原因としてではなく、社債権者の実質的な権利の原因となると社債権者により主張される場合である。この場合、裁判所が契約当事者の関係を判断する際にかかなりの裁量権をもつことになる。⁷⁴⁾

第一の場合の黙示の条項として、裁判所は明示の条項と矛盾しない開示義務を読み込むことを認めている。これ

は、文言性を重視する伝統的解釈法理の流れをくんだものといえる。しかし、イベントリスクとの関連ではむしろ社債権者の実質的な権利、つまり社債権者に対する発行会社の実質的な義務を黙示の条項により根拠づけることができるか、という第二の場合が問題となる。しかし、前述のように黙示の条項により信託証書契約中の明示の条項と整合しない権利が創造されるべきではないと解するのが裁判所の支配的見解となっていることから、判例法上はこの問題を解決できず、黙示の条項は社債権者の実質的な権利を基礎づけない。また、かりに裁判所が社債権者の実質的な権利の根拠を黙示の条項に求めうるとしても、次のような困難な問題が残るとされている。すなわち、裁判所が黙示の条項の読み込みにより発行会社の機会主義的行動にいかなる制限を課すべきと考えるのか、という問題である。たとえば、前述のRJRNピスコ訴訟において社債権者は、実質的な権利の根拠として黙示の誠実条項を主張した。この訴訟では、原告のMellicieがRJRNピスコ社に貸付をなした時にLBOによる「イベントリスク」を十分認識していたが、Mellicieはこのリスクに対処する明示の条項を挿入するように要求しなかったことが内部資料より明らかとなっている。⁽¹⁰⁶⁾このことは、Mellicieがリスク負担を受け入れたことを意味するのであろうか。⁽¹⁰⁷⁾ Mellicieによれば、自分が受け入れたのは、RJRNピスコ社が生産的な「事業目的」のために追加債務を負担するリスクであり、株主への資金分配のための追加債務負担のリスクではなかったとする。このような区別は、債務者のいかなる行動が「機会主義的か」という核心的問題に集束する。⁽¹⁰⁸⁾しかし、借入や合併の「良い」「悪い」を裁判所が区別をすることは妥当ではないとの批判がなされている。このような判断を裁判所がなすことは、将来的に発行会社の正当な行動を妨げる恐れがあるからである。さらに、社債権者の実質的な権利の根拠として黙示の条項を用いることは、会社の行動に不当な制限を課すことになり、結果的には社債権者と会社の間に信認関係を認めることとそれほど異ならない、との批判もある。⁽¹⁰⁹⁾

社債の「イベントリスク」に関する法的研究(二) (森)

- (1) See e.g., Morey W. McDaniel, *Bondholders and Corporate Governance*, 41 *Bus. Law.* 413(1986)[hereinafter McDaniel, *Corporate Governance*]; McDaniel, *Bondholders and Stockholders*, 1988 J. CORP. L. 205 [hereinafter McDaniel, *Stockholders*].
- (2) See, e.g., Simons v. Cogan, 549 A.2d 300 (Del.1988).
- (3) わが国では、取締役が忠実義務を負うのは、法形式上は株主ではなく会社に対してである(商二五四条ノ三)。
- (4) McDaniel, *Corporate Governance*, *supra* note 1, at 416-17; McDaniel, *Stockholders*, *supra* note 1, at 218-21.
- (5) McDaniel, *Stockholders*, *supra* note 1, at 234-35.
- (6) *Id.* at 235.
- (7) *Id.* at 236.
- (8) *Id.*
- (9) *Id.* at 237.
- (10) *Id.* at 239-241.
- (11) *Id.* at 242.
- (12) *Id.* at 245.
- (13) McDaniel, *Corporate Governance*, *supra* note 1, at 449; McDaniel, *Stockholders*, *supra* note 1, at 246.
- (14) McDaniel, *Corporate Governance*, *supra* note 1, at 450. 彼は「*ならん*」に社債権者が派生訴訟(derivative suit)を提起することを認めらるべきである」と主張している。
- (15) McDaniel, *Stockholders*, *supra* note 1, at 223-24. カルドア・ヒックス補償原理とは、概して、ある経済的变化の結果として利益を受ける者がこの変化から損失を受ける者に補償を支払い、両者の効用が変化前よりも望ましい状態になるとすれば、その経済的变化の実現は社会的に望ましいとする。実際に補償を支払ったとすれば、その状態は変化前の状態をパレートの意味で優越す

ることになることから、潜在的なパレート効率性基準として言及される（ただし補償が実際に支払われることを要しない）。奥野正寛、鈴木興太郎『シクロ経済学Ⅱ』三二六頁、三四〇頁以下（岩波書店、一九九六年）参照。

- (17) Albert H. Barkey, *The Financial Articulation of a Fiduciary Duty to Bondholders with Fiduciary Duties to Stockholders of the Corporation*, 20 CREIGHTON L. REV. 47 (1986).
- (18) *Id.* at 74-75.
- (19) Lawrence E. Mitchell, *The Fairness Rights of Corporate Bondholders*, 65 N. Y. U. L. Rev. Nov. No. 5 at 1165 (1990).
- (20) *Id.* at 1218.
- (21) *Id.*
- (22) *Id.* at 1218.
- (23) *Id.* at 1219.
- (24) *Id.*
- (25) *Id.* at 1223.
- (26) 閉鎖会社における支配株主と少数株主の対立が問題となった事件で、支配集団がとった行為が正当な事業目的であることを示すことを求める基準が裁判所により提示されたことを参考にしてている。
- (27) *Id.* at 1224.
- (28) *Id.* at 1225.
- (29) Thomas R. Hurst & Larry J. McGuinness, *The Corporation, The Bondholder and Fiduciary Duties*, 10 J. L. & COM. 187, 193 (1991).
- (30) 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』一三三頁（有斐閣、一九九〇年）。Mark E. Van Der Weide, *Against Fiduciary Duties to Corporate Stakeholders*, 21 DEL. J. CORP. L. 27 (1996) は「債権者だけでなく、

従業員、顧客等ステイクホルダーに対する信託義務の拡張にも反対している。

- (31) Hurst & McGuinness, *supra* note 29, at 200; Kenneth Lehn & Annette Poulsen, *The Economics of Event Risk: The Case of Bondholders in Leveraged Buyouts*, 15 J CORP L 199, 212.

- (32) Hurst & McGuinness, *supra* note 29, at 200.

- (33) Lehn & Poulsen, *supra* note 31, at 212. 株主の利益が100ドル、社債権者の損失が10ドルであり、結果として正味価値が90ドルであるA社のLBOがあるとすると、A社取締役が、社債権者と株主とともに公正に取扱う信託義務を負う場合、株主が享受した100ドルのうち5ドルを社債権者に移転することを提案しよう。この結果、社債権者は5ドルの正味損失を受け、株主は95ドルの正味収益を得ることになるが、LBOの正味価値は90ドルのままである。ところが、社債権者と株主がともにこの再分配に満足せず、それぞれ信託義務違反のことで取締役に対して訴訟を提起するために2・5ドルの法的手数料を費やすとする。そうなれば、社債権者は7・5ドルの正味損失、株主は92・5ドルの正味収益を有し、取引に関わる総合正味収益は85ドルとなり、法的手数料の5ドルは死重損失となる。なぜなら、社債権者と株主の富の再分配だけに費やされた資金は、この訴訟がなかったならばもっと生産的な利用に供されたはずだからである。

- (34) *Id.* at 211-13. Lehn & Poulsen は、これらの取引にコースの定理 (Coase theorem) を当てはめて、信託義務拡張論を批判する。コースの定理とは、「当事者に交渉のための費用がかからない場合には、法的権利の割当てにかかわらず、効率的な結果が達成される」と主張するものである。McDaniel および Barkey の見解によれば、LBOにおける社債権者への補償あるいは追加支払は、より効率的な資金分配を促進することになるとする。しかし、社債権者と株主には明らかな交渉関係があるとはみなし、取引コストが高くないものと捉えてコースの定理を適用すると、株主による社債権者への補償の義務の有無にかかわらず、当該取引の実行については同じ結果が得られることになるという。つまり、企業価値を減ずる富の移転は行われず、企業価値を増大する富の分配は行われる、とする。そればかりか、社債権者に対する信託義務を認めれば、前述の死重損失分だけ企業価値が減

少するから、効率的観点からは好ましくないとする。しかしながら、コースの定理の前提が現実に満たされるかについては甚だ疑問である。

(35) 信託義務を社債権者に対して拡張し、株主から社債権者への補償を認めるとすれば、補償は裁判所により認められるがゆえに、その有無には不確実性が伴うことを理由としている。

- (36) Kenneth E. Scott, *Are the Barbarians After the Bondholders? Event Risk in Law, Fact, and Fiction*, 6 J.FIN.SERVICES RESEARCH 187, 195 (1992).

(37) 落合・前掲注③〇二二三頁。

(38) Lehn & Poulsen, *supra* note 31, at 212.

(39) 落合・前掲注③〇二二三頁。

(40) Hurst & McGuiness, *supra* note 29, at 204.

(41) 642 F. 2d 929, 958-59 (5th Cir.), *cert. denied*, 454 U. S. 965 (1981). 前出第三節一を参照。

(42) Mitchell, *supra* note 19, at 1221 頁。このような義務は信託義務ではなくと批判している。

(43) George S. Corey, et al., *Are Bondholders Owed a Fiduciary Duty?*, 18 FLA. ST. U. L. REV. 971, 983 (1991).

(44) *Id.* at 983.

(45) Dale B. Tauke, *Should Bonds Have More Fun? A Reexamination of the Debate Over Corporate Bondholder Rights*, 1989 COLUM. BUS. L. REV. No. 1 at 1, 11.

(46) 高橋真弓「社債権者保護範囲に関する一考察」一論一二〇巻一号一一八頁以下(一九九八年)も同様の問題を指摘する。

(47) Tauke, *supra* note 45, at 78.

(48) *Id.*

- (49) Bratton は、信託証書契約文言の意味が争われる場合の多くは、契約当事者が対立する期待を有する場合よりもむしろ当該問題に対処する条項を挿入しなかった場合であると指摘する。William W. Bratton, Jr., *The Interpretation of Contracts Governing Corporate Debt Relationships*, 5 CARDOZO L. REV. 371, 378 (1984).
- (50) Tauke, *supra* note 45, at 79.
- (51) *Id.* at 78-80.
- (52) William W. Bratton, Jr., *The Economics and Jurisprudence of Convertible Bonds*, 1984 WIS. L. REV. 667, 691.
- (53) Bratton は、契約解釈理論一般の問題として、文書の文言性を重視する契約解釈理論を「古典主義的契約解釈理論 (Classical Contract Theory)」裁判所が契約解釈に介入してリスク配分をするべきとする契約解釈理論を「新古典主義的契約解釈理論 (Neoclassical Contract Theory)」として区別する。*Id.* at 667.
- (54) *Id.* at 683, 692.
- (55) *Id.* at 691. なお、誠実条項 (good faith clause) は、標準条項に挿入されていない。契約解釈への司法の介入の態様には、新古典主義的契約解釈のほか、契約の無効化 (contract avoidance)、会社法上の信認制限があるが、Bratton はこれら二つの枠組みによる積極的な司法の介入は、市場にかなりのコストをもたらす不必要なリスクを生ずるとし、新古典主義的契約解釈の態様で、裁判所が介入するべきである、としている。
- (56) *Id.* at 667, 692.
- (57) Bratton, *supra* note 52, at 739.
- (58) Bratton, *supra* note 49, at 381-82.
- (59) *Id.*
- (60) *But see* Tauke, *supra* note 45, at 35-36, n.75.

- (61) *Id.* at 33-44.
- (62) ただし、非効率であるともいえない、としている。
- (63) *Tauke, supra note 45*, at 45.
- (64) *Id.* at 80.
- (65) *Id.*
- (66) *Id.* at 79-80.
- (67) *Id.*
- (68) *Id.* at 80.
- (69) *Id.*
- (70) *Id.* at 81.
- (71) *Id.*
- (72) *Id.* at 82.
- (73) *Id.* at 78, 81. 裁判所が現代的契約解釈法理を適用しないのは、こうした原因に起因すると指摘する。
- (74) *Id.* at 82.
- (75) *Bratton, supra note 51*, at 699. ただし *Bratton* は、転換社債に限定して論じている。F. John Stark, III et al., "Marriage Risk": A New Model Covenants to Restrict Transfers of Wealth From Bondholders to Stockholders, 1994 COLUM. BUS. L. REV. 503, 560-61 も、作成者不利の原則の一律適用を主張する。
- (76) *Bratton, supra note 49*, at 405-06. なお、アメリカ合衆国では、契約法リスティメント（第二次）で同原則の存在を認めている。

- (77) Tauke, *supra* note 45, at 87.
- (78) Stark, et al., *supra* note 75, at 560-61.
- (79) Tauke, *supra* note 45, at 88.
- (80) Bratton, *supra* note 52, at 681-82.
- (81) *Id.* しかし、Tauke, *supra* note 45, at 83, n.189 は、Bratton は信託証書契約の解釈の際に、作成者不利の原則を適用することを主張しておきながら、他方で発行会社が信託証書契約の作成に関して重大な役割を果たしていないことを理由にこの原則の適用を認めるべきでない、としていたり、現代的解釈法理は信託証書契約解釈に重要な指針を与えない、としていたり自己矛盾に陥っている、と指摘する。
- (82) Tauke, *supra* note 45, at 88.
- (83) *Id.*
- (84) Victor Brudney, *Corporate Bondholders and Debtor Opportunism: In Bad Times and Good*, 105 HARV. L. REV. 1821 (1992).
- (85) *Id.* at 1872.
- (86) *Id.* at 1878.
- (87) 信託証書契約が長期間継続するものであり、かつその間に新たな取引類型が発展する可能性に鑑みると、社債権者が社債を購入する前に、発行会社さえ信託証書契約中の溝や曖昧さを利用して取引をなすことを企図しえない場合が多いのではないか。よって、社債購入時に十分なディスクロージャーをなすことはほとんど不可能であると思われるからである。
- (88) Tauke, *supra* note 45, at 115, 119.
- (89) *Id.* at 89 によれば、作成者不利の原則を適用すべき場合として、Sharon Steel Corp. v. Chase Manhattan Bank N.A., 691 F.2d 1039 (2d Cir.1982) *cert. denied*, 460 U.S. 1012 (1983) を挙げ、そうでない場合として Franklin Life Ins. Co. v. Commonwealth Edison Co. 451

F.Supp.602 (S.D.1978); Morgan Stanley & Co. v. Archer Daniels Midland Corp.570 F.Supp.1529 (S.D.N.Y.1983) を挙ぐる。

(9) *Tauke, supra* note 45, at 100.

(10) *Broad v. Rockwell Intl. Corp.*,614 F.2d 418 (5th Cir.1980), *vacated & reh. en banc granted*,618 F.2d 396 (5th Cir.1981), *reh. en banc*,642 F.2d 929 (5th Cir.1981), *certified*,454U.S.965 (1981).

(92) 連邦地方裁判所が契約違反に基づく社債権者の請求を棄却した後、第五巡回区控訴裁判所は、当該信託証券契約は合併後の転換権を定める文言の意味につき曖昧であり、契約文言の意味についての争点は陪審に付されるべきであったと判断した。大法廷での再審理において、第五巡回区控訴裁判所は陪審の判断を覆し、契約違反はなかつたと判断した。大法廷裁判所の明確な文言は、社債権者が普通株主が受け取るべきものと同じ対価に転換することを認めるものであると判断した。現金は、その文言上、合併時に株主が受け取るべきものと同類型の財産に社債を転換することを要求する信託証券条項の意味の中に含まれる、とした。

(93) *Bratton, supra* note 52, at 693, 694-95.

(94) *Tauke, supra* note 45, at 102.

(95) *Id.* at 104.

(96) *Id.* at 106-07.

(97) *Id.* at 102, 107 n.244 (「これは、*Bratton v. Beaunit Corp.*, 440 F.2d 1244 (7th Cir.1970); *Kessler v. General Cable Corp.*, 155 Cal. Rptr.94, 92 Cal. App. 3d 531 (Ct.App.1979) に比べても支持されている。」)

(98) R-JRナビスコ事件に見られるように、「裁判所は「見識ある投資家」を基準として採用することが多い。」

(99) *Tauke, supra* note 45, at 121. *Bratton* は「見識のない投資家」つまり小規模な個人投資家を保護するために裁判所による介入が必要であると主張している。 *Bratton, supra* note 52, at 708-16.

- 100) *Tauke, supra note 45, at 121.*
- 101) *Id. at 122.* 行った専門家としては、アンダーライターを除いた、ブローカー、ディーラー、投資アドバイザー、機関投資家その他格付機関の役員等が含まれる、としている。
- 102) *Id.*
- 103) *Van Gemert v. Boeing Co., 520 F.2d 1373, 1385 (1975); Pittsburgh Terminal Corp., 680 F.2d at 941.*
- 104) *Tauke, supra note 45, at 124.*
- 105) *VICTOR BRUDNEY & WILLIAM W. BRATTON, CASES AND MATERIALS ON CORPORATE FINANCE, 221 (4th ed.1993).*
- 106) このような新しい条項を要求すれば、他の貸主に対する競争的地位が低下する点を MetLife が恐れたからである。See *Metropolitan Life Ins. Co. v. RJR Nabisco, Inc., 716 F. Supp. at 1513.*
- 107) *John C. Coffee, Jr., Unstable Conditions Corporate Governance as a Multi-Player Game, 78 GEO. L. J. 1495, 1507 (1990).*
- 108) *Id. at 1508.*
- 109) *Id. at 1508-09.*
- 110) *Tauke, supra note 45, at 136; BRUDNEY & BRATTON, supra note 105, at 222.*
- 111) 実質的な結果は同様であるが、理論的な相違については、BRUDNEY & BRATTON, *supra note 105, at 222* 参照。誠実義務の場合、裁判所は義務の内容を判断するが、信託義務の場合、裁判所は利益の分配(gain-sharing)についての制限を画する点になるといふ。