

社債の「イベントリスク」に関する法的研究（三・完）
——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〔以上二七六号〕
 - 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
 - 一 判例の対応
 - 二 学説の対応〔以上二七七号〕
 - 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

第一節 イベントリスク条項と効率性

第二節 イベントリスク条項と社債市場の現状

第五章 結びに代えて

第一節 日本法への示唆

一 わが国におけるイベントリスクの可能性

二 アメリカ合衆国における議論からの示唆

第二節 今後の課題

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

第三節 イベントリスクへの対処

三 その他の対処方法

ここまでは、信認義務拡張論として出現した契約外の対処方法と、契約による対処方法につき比較・検討を行った。以下では、アメリカ合衆国において議論されているその他の対処方法を紹介する。

まずアメリカ合衆国においては、イベントリスクに対処するため、社債に強制保険を付けさせることの可否が議

論されている⁽¹⁾。当該社債に関するリスク変更につき保険を付する社債保険（bond insurance）によって、社債権者から保険者に発行会社のリスクが移転する。保険会社は、保険契約上の当事者として社債信託証書の条項を取り決めることができ、発行会社が契約上の義務を遵守しているか否かをモニタリングすることもできる。すなわち、保険会社は発行会社の行為に高度な実質的利害を有しているため、発行会社のデフォルト前には何の利害も義務ももたない信託証書の受託者と異なり、積極的に発行会社をモニタリングするという。逆に、発行会社にとつても、たとえば、信託証書条件が会社にとつて過度に厳しいのであれば、発行会社は何千もの社債権者とでなく、保険会社と交渉して容易に修正することができるというメリットがある。したがって、社債に保険を付けさせることによつて、公募社債に伴う契約締結時の問題、モニタリングの問題および再交渉の問題を克服することができる。この点において、アメリカ合衆国において、社債保険は、公衆からの借入と個別借入の利点を結合するものである、といわれている⁽²⁾。

こうしたメリットがある一方で、①社債は償還までの期間が長いのが通常であるが、それほど長期にわたつて保険会社が社債保険を引受けるとは考えにくいこと⁽³⁾、②投資家は発行会社だけでなく保険会社のリスク変更からも影響を受ける可能性があること⁽⁴⁾、③保険の対象とする範囲が不十分であること⁽⁵⁾、等の問題点も指摘されている⁽⁶⁾。

次に、取締役の選任等を通じて社債権者が発行会社の経営に関与する方法が議論されている⁽⁷⁾。アメリカ合衆国では、会社法上社債権者が発行会社の経営に関与する可能性がある。デラウェア州をはじめとする州会社法は、定款により議決権付社債（voting bonds）の発行を認めている。デラウェア会社法二二一条によれば、定款に定める限度および方法で社債権者に議決権を与えうること、議決権のほか、定款によるのであれば、株主が有する帳簿、計算書類およびその他の記録の閲覧権、ならびにその他のいかなる権利をも与えることができる⁽⁸⁾。他方、一九八四年改

正模範事業会社法はこれを認めていない⁽⁹⁾。

イベントリスクの可能性に対処するため、社債権者が発行会社の取締役会に代表者を出席させるインセンティブを有しているとしても、次のような問題が生ずるために、その潜在的コストは非常に高いと考えられている⁽¹⁰⁾。すなわち、①社債権者の取締役が会社の詐欺および欺罔についての責任を負う可能性がある⁽¹¹⁾、②商取引債権者や株主が、社債権者の取締役に経営の失敗や信義義務違反の責任を負わせて損失を埋合わせようとする可能性がある⁽¹²⁾、③社債権者が経営に関与するとすれば、破産の際に他の債権者に劣後する請求権しか主張できない可能性がある⁽¹³⁾、④社債権者が会社経営に積極的に関与することにより生ずる機会費用が問題となるからである。すでに示したように、発行会社に支払能力がある間は社債権者が享受する価値は一定であるから、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⁽¹⁴⁾。社債権者としては、保守的な経営を好むため、企業価値の観点からは望ましく、通常であれば実行される取引が実行されない可能性がある。なお、実際上はこの議決権付社債が利用されることはほとんどない⁽¹⁵⁾。

四 小括

判例が採用する伝統的契約解釈法理のもとでは、信託証書中に発行会社の当該行動を制限する明示の条項が定められていないのであれば、事後的に法が関与して改めてリスク配分することは許されず、当該リスクは社債権者が負担しなければならぬ。この法理は、契約締結過程および市場の力が十分に社債権者を保護していることを前提とし、予測しえなかつた行動を発行会社がとり、その結果社債権者が不利益を受ける可能性を念頭においていないともいえる。

これに対して、契約の締結に際し社債権者が適切に代表されていないこと、将来生じうるすべての取引類型を予測することはできないこと、発行会社側のイニシアティブで明示の条項を上手く回避する行動がとられうることを等考慮して、予測しえなかったリスクを社債権者に負担させることが妥当でない場合があると見る見解が現れた。イベントリスクからの社債権者保護の方策を模索するこれらの見解は、信託証券契約作成時には予測しえなかったリスク配分への法の関与の程度観点からは次のように分析できる。

まず、信託義務拡張論は、予測しえなかったあらゆる発行会社の行動から社債権者を保護し、社債権者と株主との間に起こるいかなるリスク配分にも関与すべきことになる。⁹⁹これは、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社債権者をまったく保護しないことを前提とするからである。¹⁰⁰

さらに、社債理論を採りながらも現代的契約解釈法理を適用し、信託証券契約文言に関する契約当事者の期待を判断する見解は、次の二つに分類できる。

第一は、社債市場が十分に効率的であるとはいえないことに着目し、信託証券契約作成時に予測しえなかった企業行動がなされた場合には、社債権者の期待を重視し社債権者を構造的に保護するべきであるとする見解である。その結果、契約解釈に際し、発行会社を作成者として作成者不利の原則を適用し、信託証券契約作成時には予測しえなかったあらゆるリスク配分に法が関与することになる。あくまでも契約法理に基づいて社債権者を保護する点では異なるが、信託義務拡張論とほぼ同様の結果となる。

第二は、個々の事例において争われている信託証券契約文言に関する当事者の期待を市場の認識に照らして分析し、現代的解釈法理を厳密に適用しようとする見解である。¹⁰¹社債市場は十分に効率的ではあるとはいえないとしても、ある程度は効率的であるとはいえるから、信託証券契約作成時に予測しえなかったすべての企業行動により生

じたりリスク配分に法が関与すべきではないとする。

以上のようなリスク配分への法の関与の程度の相違は、発行会社側（ここでは株主）の期待の保護を考慮に入れるか否かにより生じるともいえる。

信認義務拡張論においては、パレート効率性基準が用いられるため、理論的には社債権者にも株主にも不利益となる行動はとられない。しかし、すでに指摘したように、通常であれば許容され企業価値最大化の観点からは好ましい行動であっても、これが事前に抑制される恐れがある。作成者不利の原則を適用して当事者の期待を判断する場合においても、発行会社側の期待がまったく考慮に入れない結果となり、企業価値最大化の観点からは好ましい取引が妨げられる可能性が大きい。

これに対して、保護されるべき当事者の期待を市場の認識に照らして絞り込む第二の見解によれば、社債権者と発行会社それぞれの期待を合理的に調整する余地を残すものといえる。

その他、アメリカ合衆国においては社債保険の強制や社債権者の経営参加等が議論されている。しかしながら、いずれの方法も実際上用いられるのは稀である。⁴⁴

- (1) Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Limited Liability and the Corporation*, 52 U. CHI. L. REV. 89, 101-03(1985); Morey W. McDaniel, *Bondholders and Corporate Governance*, 41 BUS. LAW. 436-39(1986); George S. Corey et al., *Are Bondholders Owed a Fiduciary Duty?*, 18 FLA. ST. U. L. REV. 971, 977(1991). 任意保険ではあるが、最近わが国においても、損害保険会社が元利払いを保証する普通社債が登場した。発行会社は、この信用補完により高格付けを取得でき、発行コストは保証料や手数料を加えても、保証なしの発行より0・8%以上安くなるようである（平成一〇年四月一四日付け日本経済新聞朝刊）。さらに、企業が

破綻し社債が繰上償還されることになったときに、投資家が社債の購入時に予定していた償還時までの金利収入と元本の全額を肩代わりする新型の社債保証も現れている（平成一〇年八月二日付け日本経済新聞朝刊）。

- (2) Corey et al., *supra* note 1, at 977.
- (3) Easterbrook & Fischel, *supra* note 1, at 103; McDaniel, *supra* note 1, at 437.
- (4) McDaniel, *supra* note 1, at 438.
- (5) Easterbrook & Fischel, *supra* note 1, at 103.
- (6) 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』一九一頁、二一六頁以下（東京大学出版会、一九九八年）によれば、株式会社に対する一般的な規定として強制保険を法定している国はほとんど見られない。
- (7) 信託義務拡張論を唱える McDaniel は、社債権者がその代表者を取締役として選任すべきことを主張する (McDaniel, *supra* note 1, at 439)。
- (8) DEL. CODE ANN. tit.8, §221(1983), 北沢正啓＝浜田道代『デラウェア会社法』八五頁以下（商事法務研究会、新版、一九九四年）。
- (9) Revised Model Bus. Corp. Act §7.21(a)(1984), 北沢正啓＝平出慶道『アメリカ模範会社法』五〇頁以下（商事法務研究会、一九八八年）。
- (10) McDaniel, *supra* note 1, at 441.
- (11) *Id.* at 439-441; Corey et al., *supra* note 1, at 977.
- (12) Corey et al., *supra* note 1, at 977.
- (13) *Id.*

- (14) *Id.*
- (15) 前出第二章第一節参照。
- (16) Corey et al., *supra* note 1, at 977.
- (17) そのほか、前述のマリオット事件で見られた社債権者の積極的な行動が会社政策に与えた影響は大きいようである。同事件では、前述のようにスピンオフを制限する明示の条項が信託証書に組み込まれていなかったため、社債権者はマリオットリスクにさらされることになったが、次のようにして社債権者がスピンオフの計画を変更させることに成功した。すなわち、社債権者はスピンオフ発表直後にこれを阻止すべく協力し、一〇日以内に二つのクラス・アクションを提起し、委員会を組織した。この強力な反対にあつて、マリオット社は、引受主幹事のメリルリンチ証券を解任し、その手数料を社債権者に支払うことで交渉にこぎつけ、富の移転の規模が小さい計画に変更する和解に落ち着いた。この事件は、信託証書契約中に明示の条項がなくとも、社債権者が会社政策に影響を与えうる可能性を示唆するものとして、アメリカ合衆国において注目された (Robert Parrino, *Spinoffs and Wealth Transfers: The Marriott Case*, 43 J. FIN. ECON. 242(1997))。
- (18) したがつて、第二章において検討した契約による利害調整が抱える三つの根本的問題は、伝統的契約解釈法理の前提に立てば問題とならないであろう。
- (19) McDaniel と Barkey は、企業価値が増大した場合の富の分配 (前出第二章第二節参照) に関しても、社債権者への事後的な補償あるいは追加支払という法の関与を主張する (本節二一参照)。
- (20) 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 34.
- (21) *Id.* at 106-07.
- (22) 金本＝藤田・前掲注(6)二一七頁。

第四章 イベントリスク条項の効率性と現状

これまでは、持分のエージェンシーコストをゼロと仮定し、社債権者と株主の利害対立に焦点を当ててその対処方法を考察してきた。しかし現実には、社債権者と株主だけでなく、発行会社の経営陣も利害をもつことが考えられる。そこで本章においては、一九八九年に出現したイベントリスク条項の分析を通じて、負債のエージェンシーコストと持分のエージェンシーコストの双方の観点から、アメリカ合衆国におけるイベントリスク条項による対処方法を概観する。

第一節 イベントリスク条項と効率性

一九八〇年代後半にイベントリスクの重大性が具体的に認識されてから、実務においてLBOから社債権者を保護する条項が考案され、個々の信託証書に組み込まれるようになった。⁽¹⁾この新しい契約条項は、一般に「支配の変更条項 (change of control covenants)」あるいは「イベントリスク条項 (event risk covenants)」と呼ばれる。⁽²⁾このイベントリスク条項は、トリガー事象 (trigger event) と、その発生時に社債権者が利用できる救済手段の二つの部分から成り立っており、企業買収に関わる特定の事象が発生すれば、社債権者は当該社債の買取請求権を付与されるか (put)、企業買収に関わる事象による追加的リスクを反映させて利率を引上げられる (interest rate adjustment)、と定められるのが一般的である。⁽³⁾格付機関のS & P社は、イベントリスクをはじめて登場した五年後の一九八九年

七月によくイベントリスク条項の格付サービスを開始したが、こうした市場の反応の遅さは、「馬が盗まれた後になってから納屋の戸に鍵をかけるようなもの」と表現されることもある。他方で一九七〇年代中頃に消失した公募投資適格社債条項による保護の復権であるとの評価もある。⁽⁵⁾

この支配の変更条項は、実際上二つの機能を有すると指摘される。⁽⁶⁾一つは、社債権者保護機能であり、もう一つは、敵対的企業買収から経営陣の地位を守る機能である。

第一の機能については、これらの条項は、企業買収による損失から社債権者を保護することにより、負債のエージェンシーコストを極小化し企業価値を増大させるとされる。⁽⁷⁾もつとも、前述のように多くの実証研究は、LBOにより生じる株主の利益が、社債権者の損失をはるかに超過することを示しており、企業買収により生じる損失から社債権者を保護しても企業価値は増大しない、と結論づけられる可能性もある。⁽⁸⁾しかし一方で、Kahan & Klausnerは、支配の変更条項が企業価値を増大する企業買収に関しても効率性を高める、と指摘する。一般に、経営陣の刷新、企業取得に伴う会社の事業変更等は企業価値を増大することが多いが、その反面、企業取得の結果として生ずる高割合の借入資本により非効率的な投資政策が行われる等、企業価値に否定的な影響を及ぼす要素ともなりうる。⁽⁹⁾実際、借入資本が存在することで、対象会社の既存社債権者から対象会社株主と取得者に富が移転され、結局は借入資本による企業取得をすすめられてしまうことが多い。⁽¹⁰⁾Kahan & Klausnerによれば、支配の変更条項は、損失の補償を社債権者に約束することにより、株主が非効率的に高度な借入をなすインセンティブを排除し、企業価値を最大化する企業取得構造を促進することに資するといふ。⁽¹¹⁾

第二の機能については、経営陣の地位が固定化されれば、持分のエージェンシーコストが増大して企業価値が減少することが考えられる。⁽¹²⁾そこで、支配の変更条項により、支配権の一定の変更が起こった場合に社債権者に救済

手段を与えることで、支配変更の実行に要するコストを高め、これを抑止することが考えられる。⁴³⁾しかしながら、前述のように、社債権者がLBOにより受ける損失は、対象会社株主が取得する利益よりかなり少ない。このため、たとえ対象会社株主が社債権者に補償するコストを負担しなければならぬとしても、ほとんどのLBOにおいて、なお正味の利益があるとも考えられる。このことから、支配の変更条項は敵対的企業買収の抑止効果をもたない、と結論づけられることが多い。⁴⁴⁾これに対してKahan & Kausnerは、支配の変更条項はなお経営陣に重大な保護を与える、と指摘する。⁴⁵⁾支配の変更条項が与える救済手段は、社債権者が受ける損失を大きく上回るコストを企業買収に課すことが多い。さらに実際は、社債の市場価値が企業買収によって影響を受けない場合でも、条項は社債権者に救済手段を与え支配変更にかかるコストを課す。そればかりか、対象会社の株主が企業買収により莫大な利益を得る一方で、取得会社の株主はわずかな利益を得るか、あるいは全く利益を得ないのが通常である。この結果、買収者は社債権者に与えられる救済手段が生ずるコストを負担しなければならない。以上のことから、支配の変更条項は富を増加する企業買収でさえも抑止しうるといえる。⁴⁶⁾

以上の二つの機能に照らすと、効率的な支配の変更条項は、企業に生ずる負債、持分双方のエンジエンシーコストを極小化し、取引の結果として社債の価値に与えた現実の損失に対する補償を与えるものであるという。⁴⁷⁾しかしながら、Kahan & Kausnerは、この条項の組み込みに株主の承認は不要であり経営陣が実質的なインシアティブをもつこと、条項の形態が複雑であるために経営陣の利害のみにどの程度資するのかを株主が見極めにくいことにより、実際上は、経営陣が自己に有利な条項を組み込む可能性を指摘する。⁴⁸⁾

Kahan & Kausnerはこの分析のもと、効率的な支配の変更条項の類型を模索する前提として、条項の組み込みに経営陣の利害が実際上どれほど関与しているかを示すため、一九八六年から一九九一年の間に発行されS & P社が

イベントリスク格付をした122の社債をサンプルとして実証研究を行なっている。

彼らは、現実に考案され組み込まれた支配の変更条項を次の三類型に分類し、それぞれのトリガー事象を分析する。第一の類型は、経営陣の承認を経ない（敵対的）企業買収に関わる事象によってのみ誘発される「敵対的支配変更条項（Hostile Control Change Covenants）」である。²⁰³

第二の類型は、社債格下げと同時に企業買収に関わる事象が発生した場合に誘発される「二重トリガー条項（Dual Trigger Covenants）」である。²⁰⁴ 大多数の二重トリガー条項は、次のような企業買収に関わる事象を対象とする。すなわち、①買収に対する現経営陣による承認の有無に関わらず、会社株式の一定割合（通常20%から30%）が取得されること、②会社取締役の過半数が、経営陣が指名しない者により解任される成功的な委任状抗争が起ること、③会社の実質的全部の資産の売却または合併、企業統合が行われること、④一年以上にわたって、会社持分の一定割合以上の配当支払あるいは株式の買戻し、または両方が行われること、である。²⁰⁵ 格下げの要件は、社債格付が投資適格から投機的等級以下へ格下げされることにより満たされ、これは企業買収に関わる事象発生の一二日前から事象発生の日後の間に起こらなければならない、と定められるのが一般的である。²⁰⁶

第三の類型は、企業買収に関わる事象発生の有無にかかわらず、社債格付の下落によってのみ誘発される「単純格下げ条項（Pure Rating Decline Covenants）」であり、些細な格下げであってもトリガー事象となる。²⁰⁷

以上のようなトリガー事象についての分析の結果、次のことが示される。すなわち、敵対的支配変更条項は、社債権者にはほとんど保護を与えずもっぱら経営陣の地位の固定化に資する。²⁰⁸ なぜなら、敵対的支配変更条項は、社債権者には脅威であっても経営陣には脅威でない事象を排除する一方で、経営陣には脅威であっても社債権者には脅威でない事象を対象としており、この結果経営陣の利害に非常に資するものとなっているからである。²⁰⁹ S & P社に

よるイベントリスク条項格付は、敵対的支配変更条項すべてに最低のE-5格付を与えており、この分析と整合する。⁶⁸

二重トリガー条項は、社債価値に不利益を与える一般的な支配変更取引を対象とするが、社債権者保護には不十分である、とされている。⁶⁹ なぜなら、企業買収に関わる取引がトリガー事象の範囲外となったり、トリガー事象の格下げ要因とはならない格下げを引き起こす可能性があるからである。⁶⁹ S&P社は、ほとんどの二重トリガー条項につきE-3として格付をなしたが、この格付はイベントリスクに対して「若干の保護」を与えるものであることを示すものであり、この分析と整合する。⁶⁹

単純格下げ条項は、もつとも社債権者保護に厚く、経営陣の利害のみを反映するものではないとされている。⁶⁹ S&P社も、単純格下げ条項に対して、もつとも強力なE-1格付を与えている。しかし、この条項は会社経営陣の支配とは全く無関係の信用格下げのリスクを会社に課すことにもなるため、結果的に企業価値を減少する可能性が指摘されている。⁶⁹

以上のようなトリガー事象だけでなく、これにより誘発される救済手段も、社債権者保護機能と経営陣の地位固
定化機能に影響を与えうるといふ。⁶⁹

伝統的な社債条項は、これに違反した場合にはデフォルトの発生となり、社債の期限の利益を喪失するとともに損害賠償請求権等のデフォルト救済手段を社債権者に与える。多額の償還を求める期限の利益喪失は、企業の継続に重大な影響を与えやすいが、トリガー事象の発生は、デフォルトの発生にはならず社債権者は条項に明示された二つの特別な救済手段、すなわちプットあるいは利率調整のいずれかを実行することができる。

プットは、社債を所有し続けるか、事前に決定された価格で会社に社債を買取らせるかを判断する機会を社債権

者に与えるものである。重要な特徴は、その行使価格にある。敵対的支配変更条項は、通常額面または額面を上回るプレミアム付のプットを与える。二重トリガー条項の救済手段のほとんどは、額面でのプットである。⁶⁰

他方、利率調整を定める条項は、トリガー事象に伴うデフォルトリスクの増加に相応するリスクプレミアムを社債権者に与えようとするものである。これらの条項には、信用格付けの変動に特定の利率を関連付ける表が付されている。⁶¹ 利率調整を救済手段としているのは、単純格下げ条項とごく少数の二重トリガー条項である。⁶² 利率調整は、信用格付けが当初の格付より格上げされれば、社債の利率を引下げる点で特徴的である。⁶³

前述のように、負債のエージェンシーコストと持分のエージェンシーコストの双方の観点からは、企業買収による損失に対する効率的な救済手段は、社債権者が現実に被った損失に対する補償額そのものを社債権者に与えることである。⁶⁴ この補償は、企業価値を減少する取引を抑制するが、企業価値を増加する支配の変更をたいてい許容する。よって、社債権者に十分な補償を与えるもつとも簡易な方法は、会社の信用格付けが示す増加したデフォルトリスクを反映する方法で、社債権者に支払うべき利率を調整することとなるという。⁶⁵

これに対して、額面でのプットや、額面を上回る固定プレミアム付のプットは次の点において効率的な救済手段とはいえないという。⁶⁶ たとえば、社債発行後に市場金利が下落することにより社債の市場価値が上昇すれば、社債権者は企業買収による損失を過小補償されることになってしまう。なぜなら、発行日以後の市場金利の下落により上昇した社債価格に見合う補償を受けられないからである。逆に、市場金利が上昇すると、社債権者は過大補償されることになる。なぜなら、社債権者は、企業買収に関わる事象に起因する社債価格の減少を補償してもらえないからか、発行日以後の市場利率の上昇による社債価格の減少をも補償されるからである。⁶⁷

それでは、なぜこの非効率的なプットが普及しているのか。これは、やはり経営陣の利害によって説明されうる

という。額面でのブットは、次の点において富を増加する支配変更を抑制して、会社支配権市場から経営陣を防御する巧妙な手段となりうる。額面でのブットは、一般に社債権者の損失を上回るコストを支配変更に課すことになる。これは、発行時とブットが誘発された時の間に市場利率が上昇すれば社債価値が減じられるために、額面でのブットが社債権者を過大補償するからである。逆に、市場利率が下落した場合には、社債権者を過小補償することになるが、この補償額が企業買収による社債権者の損失額を超過することは決しないという。この補償の歪曲性は、特に委任状抗争や、経済力の強い買収者による敵対的企業買収の場合に顕著なものとなる。社債権者は、これらの取引の結果損失を被るのは稀であるから、額面でのブットは過大補償という効果を与えうることになるという。

トリガー事象および救済手段に関する以上の分析から、Kahan & Krausner⁴⁶⁾は、事前に決定される表に基づき利率調整を定める単純格下げ条項が、社債権者保護に最も適切であると結論づけている。二重トリガー条項は、通常額面でのブットを定めるため、それほど社債権者保護機能に資するものではなく、むしろ経営陣の固定化機能に資するものである。敵対的支配変更条項も通常額面でのブットを定めており、二重トリガー条項もより一層経営陣の固定化機能に資する。さらに、前述のように、利率調整は信用格付けが格下げされた場合に行われるばかりか、格上げされた場合にも、利率の引下げというかたちで行われる点で発行会社にも有益であるといえる。それでもなお、社債権者の救済手段として利率調整ではなく額面でのブットを選択する信託証書契約には、経営陣の利害が反映されていると考えることができる。サンプルの条項のうち72%が二重トリガー条項、22%が敵対的支配変更条項、6%が単純格下げ条項であり、現実には、支配の変更条項に経営陣の利害が反映されていることが示される。

- (1) これは、一連のイベントリスクの発生により、企業の負債による資金調達が困難になったためである。
- (2) これは、ポイズンピルや、企業買収の脅威からの防御手段を経営陣に与えるものである企業買収対抗策と類似するため、ポイズンプット (poison put) と呼ばれることもある。
- (3) See e.g., Marcel Kahan & Michael Klausner, *Antitakeover Provisions in Bonds : Bondholder Protection or Management Entrenchment?* 240 UCLAL. REV. 931,934(1993).
- (4) なお、以下で紹介する二重トリガー条項は、このサービスより前に出現したものである。
- (5) F. John Stark, III et al., "Marriott Risk" : A New Model Covenant to Restrict Transfers of Wealth From Bondholders to Stockholders, 1994 COLUM. BUS. L. REV. 503, 568.
- (6) But see John C. Coffee, Jr. *Unstable Coalitions : Corporate Governance as a Multi-Player Game*, 78 GEO. L. J. 1495, 1515(1990). 支配の変更についての経営陣と社債権者の利害は同時発生的なものであり、「一体化 (coalition)」した両者の利害は株主の利益を犠牲にする、と主張する見解もある。これに対し、Kahan & Klausner は「この条項における経営陣と社債権者の利害関係はより複雑なものであり、支配の変更条項の条件に影響力をもつ」と主張する。 *Id.* at 937,948-50.
- (7) *Id.* at 937.
- (8) E.g., Kenneth Lehn & Annette Poulsen, *The Economics of Event Risk : The Case of Bondholders in Leveraged Buyouts*, 15 J. CORP. L. 199 (1990); Lehn & Poulsen, *Contractual Resolution of Bondholder-Stockholder Conflicts in Leveraged Buyouts*, 34 J. L. & ECON. 645(1991); Mark E. Van Der Weide, *Against Fiduciary Duties to Corporate Stakeholders*, 21 DEL. J. CORP. L. 27(1996).
- (9) Kahan & Klausner, *supra* note 3, at 941.
- (10) *Id.* at 941.

(11) *Id.* at 941-42. 借入資本に依存する取得構造よりも、エクイティファイナンスによる取得による方が、社債権者の享受する価値が減少しない分だけ企業価値を増大する。ところが、株主のリターンは前者の構造によるほうが多いため、株主は前者の構造を好む。しかし、対象会社の社債に支配の変更条項が組み込まれており、社債権者に損失分の補償をしなければならぬとすれば、株主はこれを後者の構造によりなすであろう。このようにして、取引を効率的に構造だてるインセンティブを生じさせることで、支配の変更条項は企業の事前的な価値を高めるだろう、としている。

(12) *Id.* at 944-47.

(13) *Id.* at 945.

(14) *Id.*

(15) *Id.*

(16) *Id.* at 946.

(17) 社債権者を過小補償するのであれば、負債のエージェンシーコストは増大するし、逆に過大補償するのであれば、企業価値を増大する支配変更を妨げ、持分のエージェンシーコストが増大するからである。これに対して、経営陣の地位の固定化のみならず、敵対的企業買収と委任状抗争だけを対象とし、これらが発生した場合には補償額を上回る額を社債権者に与える救済手段を誘発するものとなる。*Id.* at 950.

(18) *Id.* at 946.

(19) *Id.* at 951.

(20) *Id.*

(21) *Id.*

(22) *Id.* at 955.

- (23) *Id.* at 955-56.
- (24) *Id.* at 951, 959.
- (25) *Id.* at 953.
- (26) *Id.* at 954-55.
- (27) これは、「無意味、あるいは保護なし」を意味する。 *See id.* at 955.
- (28) *Id.*
- (29) *Id.* at 956-58.
- (30) *Id.* at 958.
- (31) *Id.* さらに、実証研究によれば、一九八八年から一九八九年の間に、これらの条項は社債の利率を平均24ベイシスポイント下げたことが認められた。
- (32) *Id.* at 959.
- (33) *Id.* at 959-60.
- (34) *Id.* at 960-66.
- (35) *Id.* at 960.
- (36) プレミアムは、1%から10・5%の間である。 *Id.* at 961.
- (37) 二重トリガー条項で、額面を上回るプレミアム付のブットを与えるものはない。 *Id.*
- (38) *Id.* at 966.
- (39) *Id.* at 962.
- (40) *Id.* at 959.

- (41) *Id.* at 950.
- (42) *Id.* at 962.
- (43) *Id.* at 963-66.
- (44) *Id.* at 964-65.
- (45) *Id.* at 965-66.
- (46) *Id.* at 966.
- (47) *Coffee, supra* note 6, at 1520.
- (48) *Kahan & Klausner, supra* note 3, at 967.

第二節 イベントリスク条項と社債市場の現状

一九八八年一月に出現したイベントリスク条項の数は、一九八九年にピークを迎えたが、それ以降は下降の一端をたどり、現在は事実上消失した、といわれる⁽¹⁾。S & P社によれば、イベントリスク条項格付を開始した一九八九年には71の投資適格社債が格付されたが、一九九〇年には62、一九九一年には18、一九九二年には2、一九九三年、一九九四年にはついにゼロとなった。一九九一年、S & P社および他の格付機関は、少なくとも一時的にはあるが、イベントリスク条項付きの社債発行は見られないと宣言した⁽²⁾。

イベントリスク条項による保護の消失には、三つの要因があると指摘されている。第一の要因は、これらの条項

が扱うLBO等の伝統的なイベントリスク取引が一九八九年後半から消失し始めたことである。⁽³⁾

第二の要因は、イベントリスク条項に要するコストである。一九八九年になされた72の社債に関する研究で、イベントリスク条項を組み込んだ31の発行において、利率につき平均24ペイシスポイントを社債購入者に負担させることが明らかにされた。⁽⁵⁾ イベントリスク取引が日常的に行なわれていた時期には、イベントリスク条項を組み込んだ発行を社債権者が要求し、利率プレミアムを支払い続けていた。ところが、認識されうるイベントリスクがほとんど存在しない状況下では、利率プレミアムを支払い続けるメリットは失われており、今日の多くの社債権者は、イベントリスク条項に対し低利率というかたちでコストを支払いたがらなくなったのである。これは、投資適格社債と投機的等級社債との利回りスプレッドが減少したことによっても助長されたという。⁽⁶⁾

第三の要因は、イベントリスク条項に対する経営陣の態度にある。⁽⁷⁾ 敵対的企業買収についての脅威が現実認識されなくなったことを受け、イベントリスク条項の有する経営陣固定化機能は経営陣にとっても魅力を失った。逆にイベントリスク条項が課す制限が負担となつているといふ。⁽⁸⁾

以上の要因により、アメリカ合衆国においてはイベントリスク条項は消失した。しかし、伝統的なイベントリスク取引であるLBO消失後に生じた、一九九二年一〇月のマリオット事件を契機として、今度はマリオットリスクに対処する新しい類型のイベントリスク条項の重要性が認識されるようになった。しかしながら、このマリオットリスクは、社債権者が利用しうる保護手段としてのイベントリスク条項を復活させるまでには至らなかった。⁽⁹⁾ これは、低金利、新規発行の低迷を背景として、社債権者がイベントリスク条項にコストを支払いたがっていないこと、および市場が条項の組み込みを強く要求したり、イベントリスク条項を組み込むことで社債利率が十分に低下しないのであれば、イベントリスク条項を定めるインセンティブに欠けることに原因があるようである。⁽¹⁰⁾

以上のようなイベントリスク条項の消失に対して、アメリカ合衆国においては、資産担保証券（ABS）の発行高が普通社債や転換社債の発行高と肩を並べるかこれらを凌ぐほどに成長している。ABSにおいては、元利払の裏づけとなっている事業内容が勝手に変更されたり自己資本比率が低下することはないうえ、信用補完機関によりABSの信用リスクが軽減される。そのため、優良債券は優良債券なりに、ジャンクボンドはジャンクボンドなりに、投資採算やそのリスクについての見通しを立てやすい。⁴²⁾こうして、一九八〇年代のアメリカ合衆国においては、株式への投資とABSへの投資の二極分化が行われ、リスクについての見通しの立てにくい社債が淘汰されていったことが指摘されている。⁴³⁾

以上の検討から、契約による対処については、発行会社や社債権者以外の第三者である発行会社経営陣の利害が関与する可能性、ならびに特定の条項を組み込むには強いインセンティブが必要となる点を指摘できる。こうした点をもふまえたうえで、以下において、アメリカ合衆国の議論から得られる示唆を明らかにするとともに今後の課題を提示し本稿の結びとする。

- (1) Marcel Kahan & Michael Klausner, *Antitakeover Provisions in Bonds : Bondholder Protection or Management Entrenchment?*, 40 UCLA L. REV. 931,935(1993).
- (2) F. John Stark, III et al., "Marriott Risk": A New Model Covenant to Restrict Transfers of Wealth From Bondholders to Stockholders, 1994 COLUM. BUS.L. REV. 503,578.
- (3) *Id.*

- (4) *Id.* at 579.
- (5) Leland Grabbe, *Event Risk: An Analysis of Losses to Bondholders and "Super Poison Put" Bond Covenants* 46 J. FIN. No.2 at 689,690 (1991).
- (6) Stark et al., *supra* note 2, at 579.
- (7) Kahan & Klausner, *supra* note 1, at 979.
- (8) *Id.* at 980.
- (9) Stark et al., *supra* note 2, at 583-86は「マリオットリスクに対処するための「イベントリスク収益条項 (event risk proceeds covenant)」という新しい条項を考案している。その内容は、スピンオフやLBOのような非日常的な取引から生ずる収益の利便を制限することにより、株主への富の移転を防止する。この条項は、マリオットリスク取引それ自体を制限するものでないばかりか、事業の成功に関する株主の期待を制限するものでもないという。
- (10) *Id.* at 580.
- (11) 一九九七年のABS発行高は、計五六九件総額一五四〇億ドルと、前年と比較して件数にして46%、総額で43%増加している。日本証券経済研究所編「図説 アメリカの証券市場一九九八年版」八六頁（日本証券経済研究所、一九九八年）。
- (12) よって、負債のエンジェンシーコストの発生が抑制される。岩村充「入門 企業金融」一九七頁（日本経済新聞社、一九九四年）。
- (13) 岩村・前掲注(12)一九三頁以下。証券化の対象となる資産は、キャッシュフローがかなりの程度予測でき、信用補完によって高い格付を取得する。逆にいえば、証券化の対象となりうるのは良質の資産に限定されるため、証券化の結果、相対的に質の低い資産が原債権者に残り、本体の財務内容を悪化させる側面があることも指摘されている（日本証券経済研究所・前掲注(11)二〇〇頁）。

第五章 結びに代えて

第一節 日本法への示唆

一 わが国におけるイベントリスクの可能性

わが国においても、アメリカ合衆国同様、イベントリスクの発生が現実のものとなりうるか。本節では、まずわが国において行われている、契約による社債権者と株主との利害調整に伴う限界と、企業を取り巻く現況および財務上の特約の現状を示す。そのうえで、わが国におけるイベントリスクの発生可能性を示唆し、現行法による対処の可能性を検討する。

現行商法は、利害調整が当事者間の契約に委ねられるのが望ましいという立法政策上、会社法上の配当制限を除き、社債権者と株主との利害調整を個々の社債契約に委ねていると解される。⁽¹⁾ よって、アメリカ合衆国におけると同様、わが国においても、発行会社の経営者は社債契約中に定められていないかぎり、社債権者の利益を一切顧みることなく経営を行なうことができる。⁽²⁾

それでは、アメリカ法のもとでみられた契約による利害調整の限界は、わが国の現行商法のもとではいかなる意味をもつか。すでに示したように、アメリカ法のもとでは、契約による利害調整が十分機能しない局面に生ずる問題として、①社債契約締結時の問題、②モニタリングの問題、③再交渉の問題が認識されていた。⁽³⁾ いずれも社債権

者の集団性および分散性ゆえに生ずる本来的問題であることから、わが国も問題を共有しようように思われる。ただし、わが国における社債管理会社制度は、アメリカ合衆国における信託証券の受託者とは権限、義務、責任等が異なり、かつ社債権者集会制度はアメリカ合衆国では法定されていないため、この点につき以下において若干の検討を加える。

前述のように、平成五年商法改正により、社債を発行する会社は原則として社債管理会社を設置しなければならないこととなった（商二九七条）。この社債管理会社制度は、社債発行限度規制の廃止の代替措置として社債権者保護の観点から導入された、と説明される。社債管理会社は、発行会社に支払能力がある間には、社債管理会社と発行会社間の社債管理委託契約に定められる約定権限に基づき発行会社の社債契約の遵守状況をモニタリングする。⁽⁶⁾ 商法は、社債管理会社に公平誠実かつ善良な管理者の注意をもって社債の管理をなす義務を負わせているが（同二九七条ノ三）、この「社債の管理」の文言は社債管理会社が法定権限の行使としてなす行為のみを指す用語として用いられている。よって、発行会社の契約遵守状況のモニタリングについては、商法二九七条ノ三が適用され公平誠実義務、善管注意義務が課されることにはならず、⁽⁷⁾ 個々の約定権限の内容に応じてその行使に関する義務の内容も特約できると解されている。⁽⁸⁾ しかしながら、実務上は社債管理委託契約に基づく約定権限の行使についても、社債管理会社の公平誠実義務、善管注意義務の対象とする旨を規定する契約例が多い。⁽⁹⁾ このような契約がなされている場合には、社債管理会社は発行会社の条項遵守状況につき善管注意義務をもってモニタリングするとともに、⁽¹⁰⁾ 違背があった場合には条項の定める措置を講じなければならぬ。たとえば、発行会社が財務上の特約違反により、善良な管理者の注意をもって判断すれば期限の利益の喪失を宣言すべきであったのに、注意を怠ってそれをしなかったときは、この義務に違反したことになる。この場合、社債権者は社債管理会社に対して契約の債務不履行責任

を追及できることになる。¹⁰¹この点において、わが国の社債管理会社制度は、発行会社に支払能力がある間には事務的機能をもつにすぎないアメリカ合衆国の信託証書の受託者に比べて、実際上は社債権者保護に資するともいえずである。¹⁰²しかしながら、社債管理会社と信託証書の受託者の機能の実際上の相違はあるものの、これによってもなお社債権者がイベントリスクから保護されることにはならない。というのは、社債管理会社は発行会社の業務状況一般につき常に調査をするわけではない。¹⁰³また、社債契約中の条項に該当せずモニタリングの対象とならない取引がなされる可能性は依然として残るからである。¹⁰⁴

次に、社債権者集会制度について考察する。わが国において、再交渉（社債契約内容の変更）をなすとすれば、現行法上次の手続を経なければならない。まず、財務上の特約の変更・追加・削除は、社債権者の利害に重大な關係を有する事項であると解され、¹⁰⁵社債権者集会の決議事項についての裁判所の認可を受けなければならない（商三一九条）。この社債権者集会決議は、特別決議によってなされ（同三二四條）、決議の日より一週間以内にこの決議の認可を裁判所に請求し（同三二五條）、裁判所による認可を受けなければならない（同三二七條）。こうした煩雑な手続から、わが国においてはアメリカ合衆国におけるよりもさらなる再交渉コストを要することが考えられる。¹⁰⁶

以上から、アメリカ合衆国において認識されている契約による利害調整の限界の問題は、ほぼそのままわが国においても共有されうるといえる。

次に、わが国の社債市場の現状を確認する。わが国では、規制緩和の一環として、平成五年商法改正により発行限度額制限が撤廃され、¹⁰⁷続いて一九九六年一月に企業が社債を発行する際にかかわる適債基準と財務制限条項の設定の義務づけがともに撤廃された。¹⁰⁸これらの規制は、一定水準以上の信用度を有する企業に公募社債発行の途を開くことで、投資家の社債投資に対する信頼性、ひいてはわが国の資本市場の健全性を維持しようとするものであり、

その意味ではこれまで重要な役割を果たしてきたといえる。⁽⁹⁾しかし、近年におけるわが国の資本市場の活性化および国際化等の進展に鑑み、今後は自己責任原則の一層の徹底を図りつつ、マーケットメカニズムを基本とした社債市場の運営が行なわれるべきであるとの考えから撤廃されるに至った。⁽¹⁰⁾財務制限条項の設定が義務ではなくなったことに伴い、発行会社、引受証券会社、社債管理会社等当事者間の判断に基づく「財務上の特約」として社債契約条項を自由に定めうるようになった。⁽¹¹⁾それでは、財務制限条項の設定の義務づけが撤廃された後には、実際上どのような変化が見られるか。

適債基準および財務制限条項の設定の義務づけが撤廃される一九九六年一月以前の主な財務制限条項は、担保提供制限条項⁽¹²⁾、純資産維持条項⁽¹³⁾、利益維持条項⁽¹⁴⁾、配当制限条項および担付切換条項から構成されていた。⁽¹⁵⁾一九九六年一月以前は、無担保普通社債を発行する企業は、担保提供制限条項を必ず設定することとされ、発行企業の格付に応じて、純資産額維持、利益維持、配当制限の各条項のなから、AA格企業は一条項、純資産額五五〇億円以上のA格企業は二条項を発行企業の選択で設定することになっていた。⁽¹⁶⁾実際に選択された財務制限条項を無担保普通社債について見ると、一条項の選択でよいAA格企業は利益維持条項の選択が多かった。全体的に見ても、利益維持条項は発行企業の財務活動を制約する度合いが少なくと考えられていたようであり特約される例が多く⁽¹⁷⁾、次いで純資産維持条項が多かった⁽¹⁸⁾（65%）。これに対して、配当制限を選択する企業は少なかつた⁽¹⁹⁾（26%）。

財務制限条項設定の義務づけ撤廃後の状況は、半年後の動向を示す資料によれば、以下のとおりである。すなわち、一九九六年一月から八月までに発行された無担保普通社債については、デフォルト時の弁済順位を確保するための担保提供制限は、ほとんどの銘柄で特約されており⁽²⁰⁾（97・2%）、財務上の特約の中核に位置づけられている。こうした状況の中で特筆すべき変化としては、信用力の低下に対する利益維持条項等早期警戒条項を特約する例が

著しく減少していることがある。九五年一月から八月に発行された無担保社債では、利益維持条項が選択される例が89%であったが、九六年一月から八月においては、23・0%に激減している。発行会社に支払能力がある間の社債権者保護の観点から見れば、この変化は興味深いものと思われる。その他、財務上の特約内容は全体的に簡略化されているといえ、アメリカ合衆国でイベントリスク条項が考案され組み込まれた動きとは明らかに対照をなすものであるといえる。

こうした財務上の特約の多様化に基づく利回りスプレッドはまだ実証されていない。しかし、投資家が特約内容の相違を理解したうえで投資しているかどうかは疑問視されており、イベントリスクとの関連では問題となりうるであろう。

次にこうしたわが国の社債市場の現状に照らし、わが国におけるイベントリスク発生の可能性の有無を検討する。従来のように、社債発行限度が法的に規制され（平成五年改正前商法二九七条一項）、適債基準および財務制限条項の設定の義務づけがなされている状況下では、イベントリスクは問題になりにくかったといえる。アメリカ合衆国でも同様に、一八〇〇年代および一九〇〇年代初期において、多くの州法が会社の負担しうる債務額を制限し、その制限を超えて債務を負担した取締役に個人的な責任を負わせていた。負担しうる債務総額を資本株式と等しい額に制限するのが一般的であり、多くの州では、会社の負債の増加には株主の一定の承認が必要とされていた。しかしながら、これらの制限は、企業行動の柔軟性を損なうものとして、一九二〇年代から一九三〇年代にかけて減少した。わが国の社債発行市場を巡る最近の動きもまた、従来の規制を緩和し、マーケットメカニズムにまかせようとするものである。加えて、わが国においても今後は事業の再構築や分社化が一層進むことが予想され、アメリカ合衆国で問題となったLBO、スピンオフおよび資本の大規模な再構成等が将来行われる可能性も否定できない

い。このような取引類型の発展は、すでに述べた契約による利害調整方法の本来的限界を露呈させるものとなるかもしれない。抽象的ではあるが、社債権者と株主との間に本来的に利害対立が存在するかぎり、全く新しい潜在的イベントリスクが生ずる可能性があるともいえる。⁴⁰⁾

現在のところ、わが国における社債流通市場は発行市場に比べると機能していないといわざるをえないが、新債券決済ネットワークが構築され、⁴¹⁾ 今後はアメリカ合衆国並みの流通市場に成長することも予想されるし、社債の流通が活発になれば、信用価値の下落が市場価格の下落として直接的に現われる可能性もある。もつとも、現時点においても流通市場の不備ゆえに、社債の信用価値の下落、すなわちイベントリスクが表面化していないにすぎないと考えれば、デフォルトが発生するか発生しそうな場合まで社債権者は何ら手段をとることができない（あるいは気づかない）現状は問題とされるべきであり、この点で、現在においてわが国におけるイベントリスク発生の可能性を認識し検討する意義は十分にある。こうしたイベントリスクから社債権者を保護する方法としては、現行会社法上は理論的に次の二つが考えられる。⁴²⁾

まず事前の法規制として、「十分な」株主出資財産をもつよう法が強制する方法が考えられる。⁴³⁾ 平成二年商法改正前には、この方法の一つとして最低資本金制度の導入が主張されたが、⁴⁴⁾ 最低資本金制度が導入された現在においてもさらに外部借入をなして事業を行えば事態は解決されないことが指摘されている。⁴⁵⁾ よって、たとえこれ以外の方法で十分な出資財産を確保することを法がいかに強制しようとも、同様にイベントリスクに対処することにはならないであろう。また、合理性の観点から、すべての会社について一律の最低資本金を規定することは無意味であるとの指摘もなされている。⁴⁶⁾

次に事後的な対処方法としては、株主有限責任を事後的に否定する方法が考えられる。⁴⁷⁾ 法人格否認の法理の適用

や取締役の対第三者責任（商二六六条ノ三）などが理論的には可能であるが、イベントリスクへの対処方法としての具体的運用は現在のところ難しいと考えられる。⁴⁹ とりわけ、取締役の対第三者責任の場合、株主の利益になるが債権者の損になるようなプロジェクトが採用され、失敗したようなケースにおいては、経営判断原則によりその責任を追及することは事実上不可能となる可能性が強い。⁵⁰ さらに、かりに取締役に責任を負わせることが可能であるとしても、とりわけ公募社債においてはその損害額が莫大であることが予想され、取締役に個人的な責任を負わせることには実上限界があるようにも思われる。ただし、事後的な対処方法として二六六条ノ三を用いることが困難であるとしても、イベントリスク発生の抑止機能として作用する可能性はあろう。とはいえ、この対処方法には、経営判断原則との関係をふまえたさらなる検討を要しよう。⁵¹

二 アメリカ合衆国における議論からの示唆

以上、わが国においてイベントリスクが発生する可能性と現行法上考えられる対処方法を検討した。その結果、わが国においても今後イベントリスクが発生しうる状況にあるが、現行法上の対処方法として事前に会社財産を維持させる法の役割には限界を伴うであろうこと、および事後的に有限責任を否定する方法も、現在のところイベントリスクへの効果的な対処方法とはいえないことがわかった。そこで以下では、これまで検討したアメリカ合衆国における議論から示唆を受けるかたちで、わが国における社債権者保護法理の構築の当否に焦点を当て考察する。アメリカ合衆国では信認義務拡張論が主張されているが、この議論がわが国の会社法に与える示唆はいかなるものか。わが国においても、伝統的に社団の構成員としての株主と債権者にすぎない社債権者は会社法上区別されてきた。しかし、証券実務において、転換社債や新株引受権付社債は、その価格が株価に連動するものとして株式と

同様に扱われていること、また転換社債は潜在的株式であり、無議決権株式は実質的に社債と異なることから明らかのように、近時社債と株式の事実上の類似性が認められる。このような類似性に鑑みると、そもそも社債と株式との間に線引きをなすことが適切か、という疑問も生じうる。しかし、このような類似性があるからといって、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することにはただちには賛成しがたいように思われる。また、経済証券が有する様々なリスクが均質化されることは、少なくとも実際上の問題として、近時のわが国における債券の商品内容の多様化の流れに逆行し、活発な市場形成に資するものではないといえよう。

近時わが国においてもコーポレート・ガバナンス論等企業のあり方をめぐる議論が活発に行われている。そこでは会社に関わる利害関係者（株主、経営陣、従業員、債権者、コミュニティ等）の間で利害対立が生じた場合の利益調整方法も議論され、信認義務拡張論の可否がわが国においても同様に問題となる可能性もないとはいえない。もしかりに、わが国においても、取締役が社債権者に対して信認義務に相当する義務を負うべきとすれば、アメリカ合衆国での議論と同様、契約関係とこの信認義務に相当する義務が整合するか、および他のステイクホルダーにもこの義務が拡張されるか、という数々の法的問題が明らかにされなければならないであろう。

わが国における信認義務拡張論の可否は、コーポレート・ガバナンスに関わる非常に重大な問題でもあり、現時点においては社債権者保護の観点のみから安易に結論を導くことはできない。そこで以下では、少なくとも社債権者に構造的な保護を与えるべきか否かという観点から、わが国におけるイベントリスクへの法的対処のあり方につき考察を行う。この考察にあたっては、イベントリスクを法的にどのよう評価すべきか、つまり、社債契約作成時には予測しえなかった類型の行動を発行会社がり、社債権者が不利益を受ける場合に社債権者はどの程度保護されるべきかを検討する必要がある。

イベントリスクの法的評価は、社債市場による社債権者保護の程度、つまり社債市場の効率性にかかわるよう
 思われる。社債市場がある程度効率的であれば、社債権者の集団性および分散性から前述の①契約締結時の問題、
 ②モニタリングの問題、③再交渉の問題が生じるとはいえ、社債のプライシング等により社債権者は一定程度保護
 される場合がある。こうした場合に、あらゆるイベントリスクが法的に対処されるとすれば、これが見込まれずに
 プライシングされれば逆に株主から社債権者へ富が移転する可能性がある。これに対して、社債市場がまったく社
 債権者を保護しないのであれば、①②③の問題が存することを理由として、あらゆるイベントリスクから社債権者
 を保護すべきという議論がなされるかもしれない。⁶¹⁾

こうした観点からは、わが国におけるイベントリスクへの法的対処方法を検討する際には、わが国の社債市場の
 効率性を考慮に入れることが必要であるように思われる。しかしながら、わが国の社債市場の効率性に関する実証
 研究はわずかに見当たる程度である。⁶²⁾ 少なくともわが国の社債市場の効率性が不明である現時点において、構造的
 社債権者保護法理が必要であるか否かを明言することはできない。しかし、イベントリスクが問題となるであろう
 将来において、社債市場の発展に伴い契約締結過程や市場の力がある程度社債権者の保護に資するとすれば、⁶³⁾ 現時
 点において構造的な社債権者保護法理を構築することは株主側の期待を不当に損なう恐れが生じうる。よって、少
 なくとも現時点においてではあるが、イベントリスクに対する法的対処を考察するうえで、社債権者と株主の利
 益のバランスを考慮に入れつつ、公正性および市場の効率性に照らして事例ごとに判断する手法が比較的妥当な解
 決方法といえるかもしれない。⁶⁴⁾

よって、こうした観点からは、アメリカ合衆国での主張に見られるように、社債権者の権利や保護は社債契約に
 より確定されるとの社債理論に基づき契約文言に関する当事者の期待を判断する手法は、以下の点において示唆に

富むようにも思われる。すなわち、アメリカ合衆国の裁判所は当事者の期待にもつともふさわしい意図を選択するために、当該契約関係の状況全体を考慮すべきことになるが、わが国においても、社債契約が通常は交渉されない定型文言である点では同様であり、当事者の期待を判断するのに困難が伴うことが予想される。定型文言であるがゆえに、発行会社や引受主幹事証券会社が当該文言につき有した期待と、分散しその知識が一様でない社債権者の期待をそれぞれ判断しなければならないからである。そこで、その解釈手法として発行会社を作成者として作成者不利の原則を採用すれば、この難しさを容易に克服できるようにも見える。今日学説においても、この原則は、いわゆる水道・ガス等の供給約款および売買約款の解釈において、補助的解釈原則として是認されているようである。たしかに、社債契約中の条項はいわゆる付合契約の一種とみることができるところから、この原則の適用が妥当であるかのようにも思われる。しかしながら、もしかりにこの原則を適用するとすれば、次の点に注意を要するものと考えられる。社債発行市場があらかじめこれらの条項を情報として折り込み、プライシングし、利率の上乗せというかたちで社債権者を保護している場合があり、こうした場合についても作成者不利の原則を適用すれば、社債権者が過度に保護され、発行会社および株主が過度に不利な立場におかれることになる。よって、将来において裁判所が社債契約解釈につきこの原則を適用する場合があるとすれば、市場にプライシングされやすい条項とされにくい条項とを別々に考慮する必要があるように思われる。

このように、社債契約の定型文言性ゆえに生ずる当事者の期待の判断基準を社債市場の認識に求めれば、上述の困難な問題は解決されうるといえる。そして、アメリカ合衆国においては、具体的に「市場の認識」を市場の効率性に応じて、小規模な個人投資家、合理的な投資家、あるいはその中間的立場ともいえる市場の専門家の知識レベルを基準とすることが主張されているが、この見解の示唆するところは大きいといえる。

以上のように、アメリカ合衆国で主張されているこの見解は社債権者に構造的保護を与えるものではないが、作成者不利の原則が適用される場合もある等柔軟に対処されうる点、契約解釈の問題としてイベントリスクに対処するため、信認義務拡張論と比べてその射程が限定的なものとなり社債市場を不安定にするおそれがない点、また当事者が任意に条項を組み込むことを妨げないという意味において、社債契約の内容を市場メカニズムに任せようとする近時の動きに逆らわないものであるといえる。

最後に、アメリカ合衆国におけるイベントリスク条項の分析をふまえて、現在のわが国における財務上の特約の内容について若干の検討を加える。前述のように、最近の財務上の特約は簡略化され、その結果早期警戒条項が特約される例が著しく減少している。アメリカ合衆国においては、伝統的条項の厳格性は一九七〇年代に入り緩和されていったが、八〇年代のM&Aブームが企業の財務内容の悪化を招くに至り、再び社債条項に投資家の関心が集まるようになった。⁶⁴⁾ その結果、先に紹介したイベントリスク条項が導入されたのである。この一連の経過は、現在のわが国における動向とは対照的である。⁶⁵⁾ しかしながら、今日ではアメリカ合衆国においてもイベントリスク条項が消失してしまっていることからすれば、わが国の発行会社が早急にイベントリスク条項に類する新しい特約をなす必要はないし、実際上行われる可能性も低い。いかなる類型のイベントリスクが発生するかは未知であるし、むやみに企業の財務活動に制限を加えることにより生じる機会費用および作成コストを考えれば、効率性の観点からは好ましくないからである。

わが国では一般に、期限の利益喪失あるいは担付切換が社債権者救済手段として特約されている。期限の利益喪失は、発行会社に大きな打撃を与え、倒産に追い込みかねない。発行会社を継続させる点を重視するのであれば、アメリカ合衆国のイベントリスク条項に見られる利率調整 (interest adjustment) を救済手段として採用することも

視野に入れるべきであろう。

なお、アメリカ合衆国においては特約内容を強行法化しようとする議論も見られ、財務制限条項の設定の義務づけおよび適債基準の撤廃がなされた近時のわが国の動きとは対照的である。強行的な条項の効率は各発行会社によつて異なるであろうから、一定の特約内容を社債契約に強行的に組み込むことによりすべての発行会社を一律に扱うことは適切ではない。社債権者の利益保護は個々の社債契約に委ねるのを原則とするべきであると考える。

- (1) 神田秀樹「株式と社債」竹内昭夫先生還暦記念『現代企業法の展開』二五一頁（有斐閣、一九九〇年）。
- (2) 神田・前掲注(1)二五一頁参照。
- (3) もつとも、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、二四五頁（商事法務研究会、一九九五年）は、公募社債についての再交渉の困難さは、社債権者および発行会社の双方の観点から見れば、法制度により緩和されるべきでないかもしれないと述べられる。
- (4) アメリカ合衆国においては、多くの信託証書に社債権者集会についての条項が含まれているが、實際上利用されにくいことから模範条項には含まれていない。鈴木竹雄はか監修『アメリカ模範社債信託証書条項注釈』五八四頁（野村證券株式会社、一九七六年）。
- (5) 吉戒修一『平成五年・六年改正商法』二六六頁（商事法務研究会、一九九六年）参照。
- (6) 前述のように、わが国の社債管理会社にあたるアメリカ合衆国における信託証書の受託者は、発行会社に支払能力がある間は、事務的機能を有するに過ぎない。そのため、モニタリングの実効性には問題があるが、モニタリングコストは低い。他方

で、信託証書の受託者の機能が再考されている (Martin D. Sklar, *The Corporate Indenture Trustee: Genuine Fiduciary or Mere Stakeholder?*, 106 BANKING, J.42(1989))。

- (7) 上柳克郎ほか編『新版注釈会社法第二補巻(平成五年改正)』一九二頁(江頭憲治郎)(有斐閣、一九九六年)。
- (8) 江頭・前掲注(7)一九二頁。
- (9) 日本興業銀行編『証券』三二八頁(金融財政事情研究会、一九九六年)。
- (10) 上柳克郎ほか編『新版注釈会社法第二補巻(平成五年改正)』一七二頁(神田秀樹)(有斐閣、一九九六年)。
- (11) 社債管理委託契約を第三者のためにする契約(民五三七条・五三八条)と構成しようと信託的關係等と構成しようと、社債管理会社と社債権者との間に何らかの契約關係が発生するからである。江頭・前掲注(7)二二二頁参照。
- (12) 前述のようにアメリカ合衆国においては、発行会社がデフォルトに陥っていない場合は信託証書中の個々の契約に、デフォルトに陥った場合には信託証書の受託者に、それぞれ社債権者保護の根拠を求める傾向がある。
- (13) 商三〇九条ノ二の調査権は、三〇九条一項に定める法定権限を行使するためのものであると解する。江頭・前掲注(7)二〇一頁。
- (14) たとえモニタリングの対象となる取引がなされたとしても、次のような問題が生じうる。すなわち、アメリカ合衆国と異なり、約定権限行使において社債管理会社が實際上善管注意義務を負う状況下では、社債管理会社は契約不履行に基づく損害賠償責任を負う可能性がある。したがって、アメリカ合衆国における信託証書の受託者に比べ、社債管理会社によるモニタリングおよび再交渉コストは莫大なものとなりうる(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』一九九頁、二三六頁(有斐閣、一九九〇年)参照)。
- (15) 江頭・前掲注(7)一九六頁。三一九条の「社債権者の利害に重大な關係を有する事項」としては、利率の引下げ等が一般に該當すると解されていた(上柳克郎ほか編『新版注釈会社法』一五二頁(前田庸)(有斐閣、一九八八年)。九六年一月まで

財務制限条項の設定が義務付けられてきたため、財務制限条項の変更・追加・削除等は念頭におかれていなかったと思われる。

(16) ただし、こうしたわが国における裁判所の後見的役割に照らすと、アメリカ合衆国で問題となった差別的取扱いによる同意の強制（第二章第四節三参照）がわが国で発生する可能性は低いようにも思われる。

(17) 発行限度規制が撤廃された理由として、この規制は社債の発行時における制限にすぎないこと、この制限に違反して社債が発行されてもその効力に影響はなく取締役の問題となるにとどまることから社債権者の保護としては実質的でないこと、およびこの規制が企業の資金調達に重大な足かせとなっていることのほか比較的理由が挙げられる。田邊光政「社債法の沿革」『昭和商法学史』四五九頁、四七八頁以下（日本評論社、一九九六年）、吉戒・前掲注(5)二五五頁。

(18) このような社債発行を巡る一連の規制緩和を受け、一九九五年度には無担保社債の発行総額が過去最高を記録した（商事一四六一号九頁（一九九七年）参照）。他方で、商法二九七条の例外規定を利用した社債管理会社不設置債の割合が増加している。一九九六年一月から八月までに発行された国内公募無担保普通社債に関する資料によれば、178の起債のうち、104が不設置債であった（58・4%）（公社債月報平成八年九月号三四頁参照（一九九六年））。社債管理会社を設置しない場合には、社債管理手数料がかからず、設置債に比べて手数料が割安になることから市場に定着したのではないかと考えられている。たとえば、格付がシングルAの企業が十年満期で五百億円の普通社債を発行した場合、従来に比べて手数料は七分の一程度となる（平成九年四月一八日付け日本経済新聞朝刊）。

(19) 日本興業銀行・前掲注(9)二四九頁。

(20) 日本興業銀行・前掲注(9)二四九頁。

(21) なお、欧米では財務上の特約が付されるのは無担保社債に限らないが、わが国では無担保社債に限られている。本多圭介「社債発行と財務制限条項」公社債月報平成六年七月号一三頁。

- (22) 当該社債が平等かつ比例的に担保されないかぎり、発行会社その他の債権者に対する担保提供を制限する条項で、無担保社債の投資家が他の債権者に劣後し、不利な立場におかれることを防ぐための規定である（日本興業銀行・前掲注(9)二五一頁参照）。
- (23) デフォルト時に発行会社の総債務に対する純資産価値を高めることにより、社債権者の債権回収率の向上に資するものである（榎原互弥「財務上の特約について」公社債月報平成八年九月号二九頁（一九九六年））。
- (24) 企業のもつ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（日本興業銀行・前掲注(9)二五二頁）。この条項はわが国独特の条項である（江頭憲治郎「社債の財務制限条項の現状とその在り方」石田満先生還暦記念『商法・保険法の現代的課題』六六頁、八〇頁（文眞堂、一九九二年））。
- (25) 償還の原資となるべき内部留保が過大に流出することを防ぐため、支払能力維持の観点から歯止めをかけるものであり、特定の大株主（親会社、オーナーなど）が存在し、過剰配当の恐れがある場合などに有効とされる（榎原・前掲注(23)二八頁以下）。
- (26) 発行会社の不測の事態が生ずる前の段階で、無担保社債を担保付社債へ切換え、企業の存続に重大な影響を及ぼす無担保社債の期限の利益喪失を回避して、社債を存続させるとともに、社債権者が他の債権者に劣後することのないよう償還原資の保全を図ることを目的とする条項である（日本興業銀行・前掲注(9)二五三頁）。
- (27) 純資産額維持条項、利益維持条項、配当制限条項は、担保付切換条項とあわせて担保付社債への切換えを行なうトリガー（Trigger）条項としての役割を果たす（日本興業銀行・前掲注(9)二五二頁以下）。
- (28) 渡辺茂ほか「財務上の特約について」公社債月報平成七年一月号二八頁（一九九五年）。
- (29) 渡辺・前掲注(28)二八頁参照。
- (30) 渡辺・前掲注(28)（表1）参照。
- (31) 公社債月報平成八年九月号三〇頁（表2）参照（一九九六年）。

- (32) 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（一九九七年）。
- (33) 西岡忠夫「F A債と財務上の特約自由化は発行条件に反映されるべきだ 投資家の自己責任がますます問われる社債発行市場」金融財政事情一九九七年六月三〇日号二六頁以下。
- (34) なお、最近では社債管理会社不設置債が多く発行されているため、イベントリスクとの関係を明らかにする必要がある。また、不設置債と商法上の社債権者保護規定との関係についても不明確な点が多い（たとえば、社債権者の一部の者による発行会社との交渉と社債権者全体との関係については、商法三四〇条と不設置債との関係が問題として残る。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）」金法一四六六号一九頁（一九九六年）参照）。これらについては今後の検討課題としたい。
- (35) 社債発行限度規制は、社債権者と株主との利害調整機能を有していたといえる。神田・前掲注(1)二四一頁、二五八頁注(25)。
- (36) See e.g., Morey W. McDaniel, *Bondholders and Stockholders*, 1988 J. CORP.L. 206, 214-17.
- (37) *Id.* at 215.
- (38) 平成九年一月四日付け日本経済新聞朝刊参照。
- (39) 江頭憲治郎「結合企業法の立法と解釈」二〇八頁注(1)（有斐閣、一九九五年）。
- (40) F. John Stark, III et al., "Marriott Risk": A New Model Covenants to Restrict Transfer of Wealth from Bondholders to Stockholders, 1994 COLUM. BUS. L. REV. 503, 523.
- (41) 椽川泰史「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。
- (42) 小林秀之「神田秀樹『法と経済学』入門」一七〇頁（弘文堂、一九八六年）。

- (43) 小林 〓 神田・前掲注(42)一七一頁、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』一九一頁、二二四頁（東京大学出版会、一九九八年）。
- (44) 小林 〓 神田・前掲注(42)一七二頁。
- (45) 小林 〓 神田・前掲注(42)一七二頁も認めるところである。
- (46) 金本 〓 藤田・前掲注(43)二一五頁。
- (47) 小林 〓 神田・前掲注(42)一七二頁、金本 〓 藤田・前掲注(43)二一七頁。
- (48) 小林 〓 神田・前掲注(42)一七一頁、金本 〓 藤田・前掲注(43)二一七頁以下は、日本では皆無であるが、会社資産がその事業内容に比して過小な場合に法人格を否認し株主の責任を認めるケースがありうるが、この場合はルールの不明確さと恣意性が問題となると指摘する。
- (49) 小林 〓 神田・前掲注(42)一七二頁、藤田友敬「会社法と債権者保護」『商法会計に係る諸問題』三一頁（商法会計制度研究懇談会、一九九七年）。
- (50) 金本 〓 藤田・前掲注(43)二二二頁。
- (51) たとえば前述のRJRナビスコ事件では社債権者は約一〇億ドルの損失を被っている。
- (52) アメリカ合衆国においては、現在三〇を超える州会社法において、意思決定をなすに際して、株主以外の会社の利害関係者（従業員、債権者等）の利益を考慮することを取締役に認める条項（Constituency Statutes：「ステイクホルダー条項」あるいは「会社関係者法」と称される）が定められているようであるが、考慮義務まで課す州は少ない（ただしコネチカット州）。
- 高橋衛「アメリカにおける取締役の義務に関する近時の議論」一論一一三号一〇二頁（一九九五年）、落合誠一「企業法の目的」『岩波講座 現代の法7企業と法』五頁、一〇頁以下（岩波書店、一九九八年）。
- (53) 神田・前掲注(1)二四一頁以下において、社債と株式の類似性が論じられている。神田秀樹「資本市場からみた会社法」『資

本市場の展開と会社法の変貌」商事一三九八号二頁、六頁（一九九五年）。

(54) 田邊光政『会社法要説』三五六頁（税務経理協会、第五版、一九九八年）。

(55) 神田・前掲注(1)二四四頁以下、神田・前掲注(53)六頁参照。

(56) 公社債引受協会編『グローバル化時代への対応に向けて—各国市場構造比較と商品多様化の問題点』（公社債引受協会、一九九七年）参照。

(57) たとえば、浜田道代「企業倫理の確立と監査役・代表訴訟制度」ジュリ一一二二二二〇頁（一九九七年）、落合・前掲注(52)五頁（岩波書店、一九九八年）、前田雅弘「企業管理と法」『岩波講座 現代の法7企業と法』六三頁（岩波書店、一九九八年）等参照。

(58) 落合・前掲注(52)。

(59) ただし、神田・前掲注(1)二七四頁注(65)が指摘するように、アメリカ合衆国においては、取締役が信託義務を負う相手方は株主であるが、わが国においては少なくとも法形式上は取締役は会社に対して忠実義務を負っている点で異なる。

(60) 落合・前掲注(52)二五頁。

(61) アメリカ合衆国で主張される信託義務拡張論はこの前提に立っていると見える。

(62) 藤田友敬「社債の管理と法」『公社債市場の新展開』三三三六頁、三四〇頁（公社債引受協会、一九九六年）。なお、最近の実証研究によれば、社債管理会社設置債と不設置債（FA債）との間の発行時の利回り水準（対スワップ・スプレッド）にはほとんど差が見られないとされている。また、九六年一月の財務制限条項の自由化後に投資家が特約内容の相違を理解したうえで投資しているか否かは疑問視されている（西岡・前掲注(33)）。

(63) 実務家の間では、投資家の意思表示手段としてのプライシングの重要性が認識されつつあるようである。佐々木一成「財務制限条項の自由化等の影響と投資家—試される投資家、自己責任原則とは何か—」商事一五〇四号二〇頁（一九九八年）。

- (64) なお、社債権者の救済を認める法的根拠として、アメリカ合衆国における黙示の条項と同様に株主の行動を制約する黙示の合意があったとして、あるいは端的に信義則により債務不履行に基づく損害賠償請求権を認めるべきとの見解もある（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』二三四頁（有斐閣、一九九〇年））。
- (65) 河上正二「約款規制の法理」二六三頁（有斐閣、一九八八年）参照。
- (66) 鴻常夫「社債法」二二頁（有斐閣、一九五八年）、日本興業銀行・前掲注(9)二二〇頁参照。
- (67) なお、藤田・前掲注(62)三四二頁は、配当制限や投資政策制限条項は、企業の規模、財務構成、業種その他によって非常に異なりうることを理由に、社債管理会社の義務等に比べれば市場による評価が働きやすいかもしれない、としている（ただし、西岡・前掲注(33)）。
- (68) 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, 120-22.
- (69) 佐々木・前掲注(63)二二頁以下も、深刻な景気状況を背景に、本稿でいう早期警戒条項のもつ「センサー機能」を重視し、用い方によってはリスク軽減につながるものとしてこれを評価している。
- (70) 江頭憲治郎「社債の財務制限条項の現状とその在り方」石田満先生還暦記念『商法・保険法の現代的課題』六六頁、七五頁（文眞堂、一九九二年）参照。
- (71) LBOや事業の再構築が将来わが国において頻繁に行われる可能性に照らして、現在のような簡潔な財務上の特約が果たして妥当か、という認識は起債関係者の間にあるようである（本多・前掲注(2)一二頁、佐々木・前掲注(63)二〇頁、西岡・前掲注(33)二八頁）。
- (72) 特約内容の強行法化の議論については、Marcel Kahn, *The Qualified Case Against Mandatory Terms in Bonds*, 89 NW. U. L. REV. 565 (1995)において分析されている。

(73) なお、落合・前掲注64二三六頁は、わが国において、社債管理会社の義務を軽減することを条件として、投資政策に関する条項も含めた各種条項の中から一定の条項を強行的に入れさせる立法も考えられなくもない、と主張する。

第二節 今後の課題

本稿は、一九八〇年代にアメリカ合衆国で出現した「イベントリスク」をめぐる議論を参考にして、発行会社を支払能力があると判断される場合における社債権者保護の必要性およびその法的対処のあるべき方向性を考察した。

近時実務家の間では、投資家の意思表示手段としてのプライシングの重要性についての認識が高まりつつあるようであるし、財務上の特約として組み込まれなくなった早期警戒条項のもつ「センサー機能」の意義を見直す動きも見られる⁽¹⁾。アメリカ合衆国における議論状況の分析をふまえたうえで、わが国におけるこうした状況をも考慮に入れると、筆者は現時点においては構造的な社債権者保護法理の構築には消極的であり、原則として社債契約にその保護を委ねるべきと考える。

しかしながら、本稿では、社債管理会社不設置債とイベントリスクとの関係を明らかにすることができなかった。また、イベントリスクへの対処方法を考察する際に焦点となった取締役の義務に関しても、現行商法二六六条ノ三の理論的検討のほか、コーポレート・ガバナンス論との関連においてイギリス等アメリカ合衆国以外でも活発に議論されている信認義務拡張論についても他のステイクホルダーとの関係からのさらなる検討を要する。加えて、イ

ベントリスクに対する社債権者救済手段として損害賠償請求権を認めることが果たして適切かという問題が残る。かりに社債権者に損害賠償請求権を認めるとすれば、イベントリスクによる損害とは何かという点も問題となる。デフォルトが発生するか発生しそうな場合まで社債権者が何ら法的手段をとりえない問題としてイベントリスクを認識するのであれば、債務不履行に基づく損害賠償請求権に代わる方法として、読み込まれた当該条項違反が誘発する救済手段の履行請求等（期限の利益喪失、担付切換等）の方法も考えられよう。

本稿は、デフォルトという最悪の状態に陥る以前の社債権者保護の可能性をイベントリスクを素材にして検討した。原則として社債契約に委ねようとする本稿の結論、および最近のわが国における深刻な景気状況に照らすと、デフォルト時における社債権者保護がますます重要な課題となるが、現在のところ必ずしも自明になったとはいえない。よって今後は、以上の問題に加え、デフォルトに陥った場合の社債権者保護に関する問題をも検討課題としたい。

(1) 佐々木一成「財務制限条項の自由化等の影響と投資家―試される投資家、自己責任原則とは何か―」商事一五〇四号二〇頁（一九九八年）、西岡忠夫「F A債と財務上の特約自由化は発行条件に反映されるべきだ 投資家の自己責任がますます問われる社債発行市場」金融財政事情一九九七年六月三〇日号二六頁以下。

(2) 佐々木・前掲注(1)二二頁。