

財務上の特約と社債管理会社の約定権限 —社債権者と株主の利害調整の視点から—

目次

- 一 はじめに
- 二 制限条項の意義と不完全性
 - 1 制限条項の意義
 - 2 制限条項の不完全性
 - (一) 内容面における不完全性
 - (二) 実現面における不完全性
 - 3 アメリカ合衆国における銀行借入と私募債
 - 4 小括
- 三 アメリカ合衆国における法制度と議論状況
 - 1 信託証書の受託者
 - 2 スーパートラステイ提案の概要

森
まどか

四 日本法への示唆

- 1 財務上の特約内容と社債管理会社の約定権限
 - 2 制限条項変更のための再交渉権限
 - 3 約定権限行使にかかる社債管理会社の義務および責任
- 五 結びに代えて

一 はじめに

社債発行会社の財務行動に制約を課す制限条項は、元利払いについてのデフォルト発生という最悪の状態に陥らせないという意味においての重要な社債権者保護手段であり、効果的に実現されることが期待される。しかし、金融機関等からの個別借人と異なり、分散性および流動性を本来の属性とする社債においては必ずしも制限条項がうまく実現されるとはいえない。現に一九八〇年代後半のアメリカ合衆国で発生し問題となったイベントリスク (Event Risk) はこうした制限条項の不完全性を露呈するものであり、これを受けて社債権者保護の機能を取締役の義務等制限条項以外の手段に求める学説も現れている⁽¹⁾。制限条項による社債権者保護に限界があるとすれば、最終的には条項以外の保護に頼らざるを得ない場合もありうる。しかしながら、社債権者は会社債権者であるから第一義的にはまず契約 (制限条項) による保護を可能なかぎり模索するべきである。

わが国の社債発行市場に目を転ずると、一九九六年一月に適債基準ならびに財務制限条項の設定の義務付けが撤廃された後⁽²⁾、社債発行会社の財務行動に対する制約は「財務上の特約」として当事者の自由に委ねられることとなった。以降、財務上の特約は簡略化の傾向にあり、財務上の特約を設定しない起債例さえ見られるようになってい⁽³⁾る。元利払のデフォルトに陥らないようにするという意味においての社債権者保護の根柢をまずは契約に求めるとするならば、最近のわが国の社債発行市場で見られるような財務上の特約の簡略化という状況のもと、社債権者と株主の経済的利害対立の視点から改めて制限条項の意義を明らかにするとともに、その実現に大きな役割を果たしうるであろう社債管理会社の約定権限について検討する必要があると考える。

平成五年商法改正により社債管理会社の設置が原則的に強制されたが（商二九七条本文）、平成七年のソフトバンク債を皮切りに商法二九七条但書を利用した社債管理会社不設置債の発行数が増加し、その割合は七割以上を占める⁽⁴⁾。不設置債が市場に定着した理由としては、設置債に比べて手数料が割安になることが指摘されているが、これは社債管理会社の権限、義務、責任等がいまだ不確定であることから、社債管理会社の存在意義が明確にされていないためであるといえる。同年の商法改正以降、社債管理会社の法定権限や法定義務等を中心とした多くの研究⁽⁵⁾がなされているが、約定権限については必ずしも十分な議論が尽くされたとはいえない状況にあると思われる。また社債権者と株主の利害調整の視点から社債管理会社の存在意義を論ずる研究は少ないといえる⁽⁶⁾。

よって本稿は、社債管理委託契約によっていかなる権限を約定権限として社債管理会社に与えることができるかあるいは与えるべきかについての検討を通じて、社債権者と株主の利害調整の視点から社債管理会社の存在意義を明らかにすることを目的とする。以下では、次のように考察する。まず、発行会社の財務行動に制約を課す制限条項の意義を企業財務の観点から簡単に示したうえで、制限条項の内容面および実現面における不完全性を明らかに

する。また、この不完全性を克服しているとされるアメリカ合衆国の銀行借入ならびに私募債が採用する条項構造を紹介する。これをふまえ、制限条項の不完全性がいかなる方向性をもつて対処されるべきかを示す(二)。次に、社債の発行および流通が活発であり制限条項の内容面の不完全性をもつとも極端に顕在化したといえるアメリカ合衆国における法制度と近時なされている新しい制度の提案を概観する(三)。次に、以上の検討から日本法への示唆を試みる。具体的には、実際の社債管理委託契約における社債管理会社の裁量の範囲と法的制約を明らかにし、不完全性の克服の観点からその意義を検討する。さらに、約定権限行使にかかる社債管理会社の義務および責任について考察する(四)。最後に、これまでの検討をふまえ、社債管理会社を通じた制限条項の不完全性の克服についての展望と今後の課題を提示し結びに代える(五)。

注

- (1) See e.g., Morey W. McDaniel, *Bondholders and Corporate Governance*, 41 *Bus. Law* 413 (1986)
- (2) 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、さらに元利払の安全性確保のために、おおむね画一的な財務制限条項を設定することが義務付けられてきた。
- (3) たとえば九六年一月の三菱地所による無担保普通社債の発行例が挙げられる。商事一四六一号一一頁(一九九七年)。
- (4) 寺田義明「前田節子」国内無担保社債における財務上の特約設定状況「公社債月報平成一〇年二月号一七頁、一九頁。なお、平成八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では、58・4%であった(公社債月報平成八年九月号三四頁参照)。
- (5) 平成九年四月一八日付け日本経済新聞朝刊等参照。

- (6) たとえば、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（民事法研究会、一九九五年）、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）、田頭章一「会社更生手続における社債管理会社の地位」岡法四五卷三九五一頁（一九九六年）ほか。
- (7) 最近の研究として、黒沼悦郎「社債契約と社債管理会社」金融法研究・資料編(5)二頁以下（一九九九年）がある。また、平成五年改正前の募集の受託会社に関するものとして、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、特に一三八頁以下（有斐閣、一九八五年）参照。
- (8) 社債管理会社の裁量の行為は、むしろ約定権限に基づいて行われることが多いといえる。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』三五七頁注(6)（東洋経済新報社、一九九六年）参照。
- (9) 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（有斐閣、一九九〇年）。なお、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、一九二頁（商事法務研究会、一九九五年）は、社債権者と株主との間に深刻な利害対立が生じうることに鑑み、制限条項違反が生じた場合に社債権者の利益を擁護するものとして社債管理会社の法的地位を理解しうることを示唆される。

二 制限条項の意義と不完全性

1 制限条項の意義⁽¹⁾

社債権者と株主はともに会社資本の供給者であるが、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のに対し、株主は配当請求権と残余財産分配請求権という不確定な請求権を有する。こうした請求権の違いにより、両者の間に潜在的な利害対立状態が存在する。すなわち、たとえ債務超過になったとし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（有限責任）、会社資産で充当できない残余部分は社債権者に負担させることができるため、企業価値を増大することなく行われる社債権者から株主への富の移転（transfer of wealth）が可能となってしまうのである。⁽²⁾

こうした利害対立の態様としては主に、①配当支払（dividend payment）、②請求権の希薄化（claim dilution）、③資産代替（asset substitution）、⁽⁵⁾④過小投資（under investment）⁽⁶⁾等が認識されているが、いずれの場合においても社債権者の損失において自己の富を増加させるといふ株主のインセンティブにより引き起こされるものである。⁽⁷⁾

以上のような株主による富の移転に直面する社債権者は、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を前もって見込んで、契約の際に高い利率を設定する。しかしながら、株主が富の移転をなすかどうか、およびその額、時期、頻度などにつき社債権者が完全な見通しを立てることができないため、負債のエージェンシーコストが発生する。そして、この類型の負債のエージェンシーコストを抑制しようとするのが発行会社の財務行動に一定の制約を課す制限条項であると説明される。⁽⁸⁾

2 制限条項の不完全性

以上のように、制限条項は社債権者から株主への富の移転に制約を課し、社債権者の利益を保護するが、同時に低利率で借入をなすことができるようになることから株主の利益にもなる。しかしながら、制限条項については内

容面およびその実現面において次のような不完全性が生じうる。

(一) 内容面における不完全性

制限条項は社債権者から株主への富の移転を抑制しようとするものである。しかしながら、まず償還までの長期の間に起こりうるあらゆる富の移転行為を予測し対象とするのは不可能であるという不完全性がある。⁽⁹⁾ 株主による富の移転行為は企業価値を増大することなく行われるものであるが、将来にそうした行為が行われることを予測し特定することは不可能である。⁽¹¹⁾

こうした将来の予測不可能性の問題が顕在化したものとして、一九八〇年代後半にアメリカ合衆国で問題となつたイベントリスクが挙げられる。⁽¹²⁾ イベントリスクとは、社債権者から株主に不正に価値を移転させる効果をもつ経済上の取引から生ずる信用価値の下落である。社債発行時には予測されなかつたために社債契約中に当該行為に制限を課す条項が含まれていないことにより生じたものである。⁽¹³⁾ その例としてまずLBOが現れ、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スピントフが出現した。⁽¹⁴⁾ イベントリスクは、デフォルトリスクを反映して高まるものであり、両者は連続的な側面をもつ。しかしながら、イベントリスクが発生したとしても必ずしも当該社債がデフォルトに陥らない場合もあり、⁽¹⁵⁾ その場合には社債権者は何ら法的救済を受け得ないこととなる。

こうした状況を受け、アメリカ合衆国では信託義務拡張論や現代的解釈法理の適用等により社債権者を保護する様々な議論が活発に行われている。⁽¹⁶⁾ 信託義務拡張論は、発行会社の取締役が株主に対して負う信託義務を社債権者にも拡張することでイベントリスクから保護しようとするが、その論拠および具体的妥当性に対しては多くの疑問

が投げかけられている。また、原則的に社債権者を契約により保護するが、これまでの判例法のようにその文言性を重視せず、現代的契約解釈法理を適用して柔軟に対処しようとする見解もある。¹⁰⁷ 現在までのところ、判例法は、原則として社債契約中に明示の制限条項がないかぎり社債権者を保護しないという姿勢をとっており、ほとんどの場合において社債権者はデフォルト発生寸前になるまで法的救済を受けない結果となっている。¹⁰⁸ 将来の予測不可能性という意味でのこの不完全性は、たとえばわが国の社債管理会社の権限、義務、責任等を強化しその範囲を狭めることは可能であるとしても、その発生可能性を完全にゼロとすることはできない。

他方で、多くの厳重な条項を組み込み、株主による富の移転行為を全面的に禁止すればよいようにも思われるが、企業行動が過度に制約されることにより、制限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（機会費用）が生じ、これも負債のエージェンシーコストとなってしまうことが指摘される。¹⁰⁹ 制限条項による利害調整と企業価値との関係についての高コスト契約仮説（Costly Contracting Hypothesis）によれば、理論上は負債のエージェンシーコストを極小化するような最適な条項の組み合わせが存在するとも主張されるが、¹¹⁰ 実際にはそうした最適な条項を組み込むことは困難である。

（二）実現面における不完全性

次に、こうした制限条項の内容における不完全性だけでなく、その実現においても不完全性が存在することが考えられる。すなわち、制限条項の機能を効果的にするために、発行会社の遵守状況につきモニタリングを行い、違反があれば当該条項が誘発する救済手段（期限の利益喪失等）を実行し、あるいは制限条項の変更が提案された場合に再交渉を行う必要性が生ずる場合がある。しかし、社債の分散性および流動性から、それぞれ集合行為の間

題 (collective action) と保障問題 (bonding problem) が発生し、制限条項の実現に不完全性をもたらすことが指摘されている。

集合行為の問題は、株式の場合においても同様に見られるもので、投資が分散し個々の投資家が所有する投資額が小さいことに起因するインセンティブ問題である。一般に、投資家が会社の行動につき情報を獲得しそれらの行動の分別を独立して評価し議決権を行使するための費用が、情報に基づき議決権を行使することにより生ずる期待便益、あるいは現実の便益を著しく超える場合には、個々の投資家にとっては、何も行動しないことが合理的である（合理的無関心）。また、たとえ便益が費用を上回るとしても、個々の投資家は他の十分な数の投資家がインセンティブをもって行動するものと考えて、自分は費用をかけずに便益を享受しようとすることがある（ただ乗り）。

保障問題は、株式には見られない社債特有の問題である。一般に、債権者はその債権を譲渡して債務者との債権債務関係から離脱 (exit) できるが、これをもって債務者の放漫経営や誤った行動がなされるのを防止できるというメリットが存在する。他方で債権者は、放漫経営や債務者の誤った行動とは無関係な戦略的目的のためにその権利を盾に機会主義的に交渉権限を利用することもできる。これは債権者の機会主義的行動 (opportunistic behavior) とされるが、これによって条項の実現面において債務者が負担しなければならない費用が生じうる。

制限条項が実現されるためには、条項が遵守されているかどうかをモニタリングし、その結果違反があれば適切な措置をとり、あるいは制限条項の変更につき再交渉を行わなければならない。以下では、これら制限条項を実現する段階それぞれにおいて生ずる二つの問題を具体的に示す。

まず遵守状況のモニタリングの局面では、上述の集合行為の問題が生じうる。すなわち、社債の分散性ゆえにモニタリングコストがその便益を上回る場合には、個々の社債権者にはそれぞれモニタリングするインセンティブに

欠ける。逆に、便益がコストを上回るとしても、ただ乗り問題が生じ、社債権者全員が同様に考えれば、モニタリングは行われなくなる。⁶³

次に、制限条項につきモニタリングがなされ、その結果違反が発覚したとしても次のような問題が生じうる。すなわちまず集合行為の問題としては、個々の社債権者は条項違反があったとしても、たとえば期限の利益を喪失するべきか否かにつき判断するインセンティブに欠ける。また、一般に市場金利が上昇すれば社債の市場価値は下落することとなるが、この際個々の社債権者に期限の利益を喪失する権限が与えられているとすれば、社債権者は条項違反を口実に投資を回収することが可能となってしまう。⁶⁴これは、すでに述べた保障問題として特徴づけられ発行人会社に費用を生じるものとなる。

制限条項は社債権者と株主の利害調整手段として特約されるが、次のような場合には変更の必要性が生じうる。すなわち、まず前述のように利害調整により負債のエンジニアリングコストを抑制しようとする一方で、企業行動に制約を課すことにより機会費用が生ずることもありうる。⁶⁴理論的には負債のエンジニアリングコストを極小化し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とされるが、⁶⁵実際上はそうした最適な条項を組み込むのは難しいといえる。⁶⁶また違反が発生した後においても、制限条項の誘発する救済手段を執行しないほうが望ましい場合にも変更の必要性が生ずる。よってここでも、社債の分散性および流動性ゆえに次のような問題が生じうる。すなわち、個々の社債権者が当該条項の変更につき情報を取得して判断するというインセンティブに欠けることが考えられ、⁶⁷望ましい変更がなされない可能性がある。さらに、社債権者が再交渉権限を機会主義的に利用することによる保障問題が生じうる。たとえば、アメリカ合衆国においては実際に、社債権者が変更に同意を与える代わりに過度の補償を求めることが考えられる。⁶⁸アメリカ合衆国における研究によれば、金融機関等からの個別借

入および私募債においては、こうした問題は起こりにくいとされている。なぜなら、個別借入における金融機関、および私募債を所有する保険会社や銀行等においては、評判効果による抑制を受けるからである。すなわち、これらの金融機関が機会主義的に交渉権限を利用すれば、次回に貸付をなすときに不利になってしまうからである。これに対して、公募社債においてはその流動性ゆえに、発行会社が社債権者に一定のコントロールを及ぼすことができず、債権者に対する評判効果は機能しない。実際、条項の変更に際して同意支払を行う実務が定着しているアメリカ合衆国においては、同意支払が変更起因する社債価値の損失よりも社債権者を過大に補償しており、変更により社債権者が現実には利益を得るというデータがあるとされる。⁴⁰

以上のように、金融機関等からの個別借入と異なり、社債には分散性および流動性を伴うことから、個々の社債権者がその実現をなすとすれば、制限条項遵守のモニタリング、制限条項変更のための再交渉、違反がなされた局面のそれぞれにおいて制限条項を実現するうえで不完全性が存在する。よって、制限条項が特約されたとしてもその実現の不完全性ゆえにその目的である負債のエンジニアリングコストの抑制が果たされない事態が生じうる。それどころか、制限条項を実現するためにさらなるコストを発行会社に課し、これが負債のエンジニアリングコストとなる。また、実現の不完全性があまりにも大きければ、制限条項自体がそもそも特約されない事態も生じうることを考えられ、これは制限条項の内容の不完全性の問題にも連なりうる。

3 アメリカ合衆国における銀行借入と私募債

アメリカ合衆国では、銀行借入ならびに私募債における制限条項と、公募債における制限条項とで次のような相違が認められる。すなわち、銀行借入ならびに私募債契約においては、次の三点において公募社債よりも条項によ

る保護範囲が広い。

まず、組み込まれる条項の数は、公募社債信託証書におけるよりも多い⁽⁴¹⁾。また、同様の条項が組み込まれるとしても、公募社債信託証書に組み込まれるもののほうが制限が緩やかであることが指摘される⁽⁴²⁾。さらに、公募社債においては稀にしか組み込まれることのない「状態維持 (state-of-the-firm) 条項」が銀行借入および私募債契約にはよく組み込まれる⁽⁴³⁾。

この状態維持条項は、流動負債比率やインテレスト・カバレッジ・レイシオ等⁽⁴⁴⁾が一定の状態に維持されない場合に違反されるため、配当支払制限条項に代表される「裁量制限 (discretion-limiting) 条項」よりも頻繁に違反される。しかし、銀行借入や私募においては、公募における分散性や流動性が見られないために違反されたとしても容易に再交渉がなされ、それにより負債のエージェンシーコストを積極的に抑制することができる⁽⁴⁵⁾。

すでに述べたように、あらかじめ企業価値のボラティリティを現実を増大する行為を特定し、株主に資する以上に社債権者を害する(富の移転が行われる)かどうかを判断するのは非常に難しいが、状態維持条項は、その蓋然性が高く、社債権者を害するような行為を事前に阻む事実上の機会を与えるものとして評価されている⁽⁴⁶⁾。たとえば、インテレスト・カバレッジ・レイシオが下落した場合には、株主は発行会社の事業のリスクを高める経済上のインセンティブを有し、それにより債権者がそうしたリスク移転に徐々にさらされることとなる⁽⁴⁷⁾。しかし、状態維持条項としてたとえばインテレスト・カバレッジ・レイシオ条項を組み込んでおき、会社がいったんそれに違反すれば、債権者は会社の行動に対して事実上の拒否権 (the *facto veto*) を与えられることとなる⁽⁴⁸⁾。つまり状態維持条項は、違反されたらただちに債権者が貸付債権を回収するという意味において厳格に適用されるべき性質のものではなく、むしろ債権者が株主による富の移転の危険にさらされた場合に企業経営に対する強大な発言

権を債権者に与えるものとされている。⁴⁸⁾

4 小括

発行会社に支払能力がある間に行われる社債権者から株主への富の移転からの社債権者保護は制限条項によりなされるが、同時に負債のエージェンシーコストを抑制することから、結局は株主（発行会社）の利益にもなりうる。他方で、社債の分散性と流動性により生ずる集合行為の問題および保障問題によりその実現が困難になるどころか逆に負債のエージェンシーコストを増大する可能性もある。

アメリカ合衆国における銀行借入および私募債契約においては、経営陣の裁量行為に制約を加える裁量制限条項だけではなく、一定の状態を維持させることを目的とする状態維持条項が多く組み込まれている。裁量制限条項は違反されれば債権者はただちにその債権を回収して自己の利益を確保することを目的とするのに対して、状態維持条項は頻繁に違反されても債権者の再交渉権限を通じて株主による富の移転に対処しうるものである。これは、株主によるあらゆる富の移転行為を事前に特定して制限条項として契約に組み込むことが不可能であるという制限条項の不完全性がある程度克服することができるものといえよう。

こうした状況に照らすと、法制度による対処で実現面における不完全性がある程度克服し制限条項の実効性を確保すれば、内容面における不完全性もある程度克服することが可能であるように思われる。すなわち、制限条項による利害調整を効果的なものとすれば、広範に制約を課す制限条項が積極的に組み込まれることにもなりうるからである。よって以下では、制限条項の内容面における不完全性の克服を究極的な目的として捉えながら、その実現面における不完全性の克服のための法制度のあり方を検討する。

注

- (1) 制限条項の意義については、拙稿「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——」名法一七六号一七五頁以下（一九九八年）において詳しく言及しているので、本稿では重複を避けるためごく簡潔に述べるとどもることをお断りする。
- (2) 拙稿・前掲注(1)一七五頁以下。
- (3) Clifford W. Smith, Jr. & Jerold B. Warner, *On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants*, 7 J. FIN. ECON. 117, 118 (1979). 配当政策等の財務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には、配当支払のほか、自己株式の取得、株主への会社資産の分配等による企業価値減少分は株主と社債権者とで共同に負担されるため、株価は流出額ほど下落しないことから株主はプラスの正味価値を得る。
- (4) *Id.* at 118. 会社が追加債務を負担しないことを見越して社債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が減少しうる。
- (5) *Id.* 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発行し、その低リスクに見合うかたちで社債価格が決定した後に、ビジネスリスクが相対的に高いプロジェクトに変更して企業価値が増大しない場合には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の株式の価値を増加させらば社債の価値は減少する。
- (6) *Id.* 新株発行による企業価値増大分は社債権者と株主とで分配され、株主はそのすべてを教授することができないため、たとえ正味現在価値がプラスであるプロジェクトであっても株主はこれを実行するインセンティブに欠ける。
- (7) ここでは簡略化のため、株主と発行会社経営陣との間に発生しうる持分のエージェンシーコストはゼロとする。
- (8) 若杉敬明『企業財務』六三頁（東京大学出版会、一九八八年）。

- (9) 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、二二五頁（有斐閣、一九九〇年）。
- (10) これに対して、企業価値を増大分を社債権者と株主とでいかに分配するかが問題となる場合もある。
- (11) たとえば、一九八〇年代後半に活発に行われたLBOについては経済学者により実証研究が盛んに行われたが、当初はこれが現実には富の移転行為かどうかについては結論が分かれていた。Marais et al., *Wealth Effects of Going Private for Senior Securities*, 8 J. FIN. ECON. 139 (1989).
- (12) ただし、RJRNabisco事件で裁判所が述べたように、Nabisco社がLBOを行うことを市場がまったく予測しなかったかについては疑問の余地はある。Metropolitan Life Ins. Co. v. RJR Nabisco, Inc. (716 F. Supp. 1504, 1509 (S.D.N.Y. 1989)).
- (13) 拙稿「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——」名法一七七号四一八頁以下（一九九九年）。
- (14) なおイギリスにおいても、一九九四年のTrafalgar HouseによるNorthern Electricの買収、一九九六年一月のハンソン社による企業分割、グラナダ社によるLBO等が次々に行われ、イベントリスクが問題となった。それ以降、投資家はイベントリスクからの保護を求めて厳重な条項を社債契約に組み込むことを要求し、厳重な条項を組み込んだ社債を発行する企業を高く評価し始めているという。それに応えるようにイベントリスクに対処する条項を組み込んだ企業も現れている。Jonathan Ford, *Hanson's Event Risk*, 1996 EURROMONEY March, at 8, 10.
- (15) たとえば有名なRJRNabisco事件がそうであった。
- (16) See e.g., Morey W. McDaniel, *Bondholders and Corporate Governance*, 41 BUS. LAW. 413 (1986); William W. Bratton, Jr., *The Interpretation of Contracts Governing Corporate Debt Relationships*, 5 CARDOZO L. REV. 371 (1984).
- (17) See e.g., Thomas R. Hurst & Larry J. McGuinness, *The Corporation, The Bondholder and Fiduciary Duties*, 10 J. L. & COM. 187 (1991).

- (18) See e.g., Bratton, *supra* note 16.
- (19) ただし、最近になりデラウェア州において作成者不利の原則を適用して契約解釈の弾力性を認める判決も現れたようである。 Kaiser Aluminum Corp. v. Matheson (1996) 681 A.2d 391, 398-99 (Del.1996)； HELEN PARRY ET. AL., BOND MARKETS： LAW AND REGULATION, 144 (1999).
- (20) わが国においても両者の利害調整は原則として個々の契約に委ねられていることから、同様の問題が生じうる。
- (21) 落合・前掲注(9)二二五頁。
- (22) Smith & Warner, *supra* note 3, at 120.
- (23) *Id.* at 121.
- (24) 一般に「エージェンシー理論における「bonding activities」/「bonding cost」は、それぞれ「保障行為」「保障コスト」と訳されている(落合・前掲注(9)二二六頁)。本稿の扱う「bonding problem」は後述するように、債権者が評判をもって自己の地位を「保証(bond)」する行為をさすという文脈で用いられるが(Yakov Amihud, et al., *A New Governance Structure for Corporate Bonds*, 51 STAN. L. REV. 447, 459 (1999))「guarantee」との混同を避けるため、本稿においてもあえて「保障問題」とした。
- (25) *Id.* at 450.
- (26) ROBERT CHARLES CLARK, CORPORATE LAW, 390 (1986)；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』二二七頁以下(商事法務研究会、一九九五年)。
- (27) 藤田・前掲注(26)。
- (28) 藤田・前掲注(26)。
- (29) Amihud, et al., *supra* note 24, at 450.

- (30) George G. Triantis & Ronald J. Daniels, *The Role of Debt in Interactive Corporate Governance*, 83 CAL. L. REV. 1073, 1091 (1995). 社債権者は発行会社と無関係に市場で社債を売却することでその関係から離脱できる。
- (31) *Id.* at 1091.
- (32) ただし、藤田・前掲注(2)二二九頁は、大口債権者が存在する場合にはこの問題が克服される場合もあると指摘する。
- (33) Amihud, et al., *supra* note 24, at 467.
- (34) 落合・前掲注(9)二二七頁、拙稿・前掲注(2)一八三頁以下。
- (35) Smith & Warner, *supra* note 3 at 121.
- (36) 落合・前掲注(9)二二七頁。
- (37) 社債契約内容の変更としては、①元本・利息の削減や期限の猶予等社債権の内容に関する変更と、②発行会社の財務行動に制約を課す特約条項の変更が考えられるが、本稿は後者を射程として検討をすすめる。前者についての研究として、藤田・前掲注(2)参照。
- (38) アメリカ合衆国においては、制限条項の変更には、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。その際、変更に同意した社債権者に発行会社が同意支払 (consent payment) をなすことがある。なお、発行会社が同意支払を通じて社債権者を凶人のシレンマ状態に陥らせることで、社債権者全体としては不利な条項変更を実現させる場合もある (Marcel Kahan & Bruce Tuckman, *Do Bondholders Lose from Junk Bond Covenant Changes?*, 66 J. Bus. 499 (1993))。
- (39) Triantis & Daniels, *supra* note 30, at 1092; Amihud, et al., *supra* note 24, at 467.
- (40) Amihud, et al., *supra* note 24, at 468.
- (41) たとえば、配当支払制限条項は、銀行借入ならびに私募債においては90%組み込まれたのに対し、公募においては20~50%

にすぎないであろう。

- (42) Amihud, et al., *supra* note 24, at 463.
- (43) MARCEL KAHAN & BRUCE TUCKMAN, PRIVATE VS. PUBLIC LENDING: EVIDENCE FROM COVENANTS, 154 (1995); *Id.* at 463, 465.
- (44) ちなみに、わが国では、各社債管理会社ごとに国内私募債を発行するための基準を定めているが、その基準としてインテレスト・カバレッジ・レイシオが用いられることがある。そこで用いられるインテレスト・カバレッジ・レイシオの計算方法としては、(営業利益+受取利息・配当金+割賦利息)を(支払利息・割引料)で除したものとされる。日本興業銀行編『証券』三〇六頁(一九九六年)参照。
- (45) KAHAN & TUCKMAN, *supra* note 43, at 153-54, tbl.4; Amihud, et al., *supra* note 24, at 468.
- (46) Amihud, et al., *supra* note 24, at 464.
- (47) *Id.* at 465.
- (48) *Id.* at 465.

三 アメリカ合衆国における法制度と議論状況

1 信託証書の受託者

アメリカ合衆国では、企業が社債を発行する際に、一九三九年信託証書法(TIA)により、受託者(trustee)を設置しなければならないこととなっている。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。すなわち、受託者の地位は発行会社の期限の利益喪失事由（Event of Default）（以下「デフォルト」とする）が生じた前と後とでは違ふとするボズナの学説に従い、その発生前は契約的立場にたち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。よって信託証書の受託者は、デフォルト発生前は法律上も契約上も事務的機能を有するにすぎず、制限条項の実現面において重要な役割を果たしているとはいえない。たとえば、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いるもの、同法三一五条(a)(2)は、受託者は悪意がないかぎり、その遵守証明書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を定めている⁽¹⁾。また、制限条項の変更には、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⁽²⁾とほとんどの信託証書契約で定められるのが通例であり、信託証書の受託者は實際上再交渉権限をもたないことになっている。

これに対して、デフォルト以後には信託法的立場に立っている。すなわち、デフォルト発生後の受託者の義務につき、適格信託証書にデフォルトを定義するとともに、デフォルトが発生した場合には、受託者は信託証書によって付与された権利および権限のうち、「慎重人（a prudent man）」が当該状況において自己自身の行為について行はずると同一の注意と技量を用いなければならぬと定められ（三一五条(c)項）、デフォルト発生前に比べてその義務および責任は加重される。デフォルトが発生した場合には、受託者はその知るすべてのデフォルト発生的事实を、発生後九〇日以内に三一三条(c)項に規定された方法により、かつ規定された範囲まで通知しなければならない（三二五条(b)項）。實務では、元本の支払遅滞はデフォルト事由になるのに対して、その他の特約条項違反については、受託者が発行会社に対してなす「不履行の通知（Notice of Default）」を送付後三〇日間当該違反が継続する

ことをデフォルト事由とすると信託証書に定めている⁽³⁾。すなわち、デフォルト宣言をするか否か、およびその時期は受託者の裁量に委ねているとされる⁽⁴⁾。また、デフォルト事由が発生した場合には、担保権を実行する等の救済方法を実際に採るか否かも受託者の裁量に委ねられている⁽⁵⁾。

このように受託者に裁量は認められるが、受託者が「不履行の通知」をなすか否かにも前述の「慎重人原則」が適用されると解されるため、不履行の通知をなさずに放置すればそのこと自体につき責任を問われることが指摘されている⁽⁶⁾。よって、条項違反が発生すれば信託証書の受託者はこの厳格な責任基準のもとで行動することとなり、違反時に生ずる前述の問題を克服できるかのようにも見える。しかしその前提として、信託証書の受託者が制限条項遵守のモニタリングを行い条項違反を発見しなければならぬ。条項違反を発見しなにかぎり制限的な義務を負うのみであるのに対して、いったん条項違反を発見すると固定報酬のもとで追加的な職務を果たさなければならぬこととなるため、違反を発見するインセンティブに欠けることから、実際上は厳格な責任基準に服することはないと指摘されている⁽⁷⁾。

以上から、信託証書の受託者は、集合行為の問題の克服を目的とするものの⁽⁸⁾、実際は集合行為の問題に対処し得ないだけでなく、企図されていないことから保障問題にも対処できない。

2 スーパートラステイ提案の概要

すでに述べたような信託証書の受託者の制限的な機能に照らし、その廃止論が唱えられる一方で、信託証書の受託者よりはるかに強大な権限をもつスーパートラステイ (supertrustee) 制度の採用が近時提案されている⁽⁹⁾。

この提案は、公募社債のメリットである分散性と流動性を維持しつつ、集合行為の問題と保障問題を克服し負債

のエンジニアシークロストを抑制する社債の統治構造を示す。とりわけ、負債のエンジニアシークロストを積極的に抑制する銀行借入と私募債においては、多くの厳重な条項が組み込まれ、かつ実現されていることに着目し、次のようなスーパートラストイ制度を提案する。

まずスーパートラストイは、発行会社に関する情報を積極的に獲得し、契約遵守について銀行借入・私募債市場における合理的貸主が類似の状況下でなす類型と効力のあるモニタリングを行い、会社が条項の変更を提案すれば再交渉を行い、条項違反があつた場合にいかなる行動をとるべきかを判断する。これにより、集合行為の問題を克服しうるといふ。

さらに、条項の再交渉権限、実行権限をスーパートラストイに排他的に認め、社債権者のコントロールが及ばないようにすることで保障問題をも克服しうるとする。たしかに発行会社は公募社債権者にコントロールを及ぼすことはできないが、スーパートラストイが社債権者の代わりに権限を行使するのであればスーパートラストイにコントロールを及ぼすことで銀行借入と私募債における状況と機能的に等しいとする。そしてそのコントロールの手段として、発行会社にスーパートラストイを選任させ、社債権者による解任権を制限しようとする。このように強大で排他的な権限を有するスーパートラストイが設置されれば、その社債の条項は銀行借入と私募債におけると同様に厳重な条項を多く含むようになるであろうとしている。

一方、こうした強大な権限をスーパートラストイに与えれば、スーパートラストイ関係からエンジニアシークロスト問題が生じうることが考えられるが、次のように対処することが提案されている。すなわち、条項変更の再交渉や判断に対しては経営判断原則の適用し免責の余地を認めるとともに、条項遵守のモニタリングの失敗に対してはその責任に上限を定めたり、スーパートラストイに対して訴えを提起できる社債権者の資格に制限を加えようとする。さ

らに、スーパートラステイのインセンティブを引き出すような報酬スキームを構築するべきであるとも主張されている。たとえば、その報酬額を金利の変動とは無関係な社債の市場価値に連動させたり、スーパートラステイに自ら管理する社債を所有させ、銀行借入と私募債におけるインセンティブ構造を模倣することが提案されている。²⁰⁾ なお、このスーパートラステイ提案は、すべての発行会社に法的に強制しようとするものではなく、採用するか否かは個々の会社に委ねる姿勢をとっている。²¹⁾ 個々の会社は、スーパートラステイ設置による負債のエンジニアリングコスト抑制の便益と、スーパートラステイ設置により生ずる手数料等コストを比較して選択すればよいとしている。²²⁾

注

- (1) 15 U.S.C.A. § 77 000 (1939).
- (2) 信託証書の受託者の再交渉権限が信託証書法上認められないわけではない。ただし、満期および元本総額の支払に関する変更は全員一致要件が強行法規として法定されている (T I A 三一六条(b))。15 U.S.C.A. § 77 000(1939).
- (3) American Bar Foundation, Model Debenture Indenture Provisions (1965) § 501.
- (4) 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』一三七頁(資本市場研究会編、一九九三年)。
- (5) 岩原・前掲注(4)一三七頁；American Bar Foundation, Model Debenture Indenture Provisions (1965) § 502.
- (6) 岩原・前掲注(4)一三八頁。
- (7) Yakov Amihud, et al., *A New Governance Structure for Corporate Bonds*, 51 STAN. L. REV. 447, 473 (1999).

- (8) *Id.* at 470.
- (9) AMERICAN BAR ASSOCIATION SECTION OF BUSINESS LAW, REPEAL OF THE TRUST INDENTURE ACT? ISSUES FOR REFORM, 29 (1997).
- (10) Amihud, et al., *supra* note 7.
- (11) よって信託証書の受託者のように、「遵守証明書」に依拠することはできないことになる。
- (12) 信託証書法三二六条(b)は、満期や社債の元本総額の変更には、社債権者の個別の同意が必要であると、多数決による変更を認めていない。スーパートラスト提案は、厳重な条項を定めて制限条項の変更のための再交渉権限をスーパートラストに与えれば、満期や元本総額等社債契約の基本的内容が変更される蓋然性は低くなるはずであるとしつつも、集合行為の問題やホールド・アウト (hold out) 問題の克服のためにスーパートラストに基本的内容に関する再交渉権限を与えることを認めてよいとする (Amihud, et al., *supra* note 7, at 474-76)。信託証書法三〇四条(d)項が、「SECは、適用除外が公益上必要または適当でありかつ投資者保護および本法の公正な目的に合致する場合には、その範囲において、みずから定める規則によりまたは利害関係者の申請による命令によって、いずれかの者、登録届出書、信託証書、証券もしくは取引、またはこれらのものいずれかの種類を条件付または無条件に本法の規定から適用除外することができる」と定めていることを根拠として、SECがこの権限に基づきスーパートラスト社債を同条から免除するべきであると主張する (Amihud, et al., *supra* note 7, at 488)。
- (13) Amihud, et al., *supra* note 7, at 470.
- (14) *Id.*
- (15) 銀行借入と私募債において債務者たる会社が条項を変更しようとした場合に、債権者が交渉権限を利用しないというインセンティブには、債権者に対する会社のコントロールが機能しているとする。 *Id.* at 471.
- (16) *Id.* at 472.
- (17) Amihud, et al., *supra* note 7, at 470.

- (18) たとえば、年間手数料の数倍に制限することが提案されている。 *Id.* at 473.
- (19) たとえば、元本総額の10%を所有する社債権者に制限することが提案されている。 *Id.*
- (20) *Id.* at 480. ただし、スーパートラステイに社債を所有させることで、金利の変動リスクやその社債所有による非流動化リスクをもスーパートラステイに負担させることになるという問題点も指摘されている。
- (21) ただ、スーパートラステイを設置しようとした場合に、信託証書法中の強行規定によつて、提案された権限および義務を実行できない場合があるため、同法の改正を主張している。特に、信託証書の受託者は、いったん条項違反が発見されデフォルトが発生すると、慎重人基準のもとで責任を負うため（信託証書法三二五条(c)）、提案した「経営判断原則」を適用することができない。また、信託証書法三一五条(d)により、信託証書の受託者はデフォルト発生の前後を問わず、過失による作為・不作為または故意による違法行為を免責する旨の規定においてはならないこととなっており、同提案におけるモニタリング義務にかかるスーパートラステイの過失による責任に上限を定めることが認められなくなる。

(22) Amihud, et al., *supra* note 7, at 470.

四 日本法への示唆

1 財務上の特約内容と社債管理会社の約定権限

わが国においては、一九九六年一月に適債基準および財務制限条項の設定の義務付けが撤廃され、以後は制限条項の内容は財務上の特約として当事者間の自由に委ねられている。

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、純資産維持条項、配当制限条項、担付切換条項から構成されており、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たほか、発行企業の格付に応じて制限条項の設定が義務付けられてきた。⁽¹⁾ こうした財務制限条項の設定の義務付け撤廃後は、デフォルト時に他の会社債権者との関係で社債権者の弁済順位を確保するための担保提供制限条項はほとんどの銘柄で特約され、財務上の特約の中核に位置付けらるようになってきている。⁽²⁾ 他方で、社債権者と株主の利害調整を行うためのいわゆる「裁量制限条項」がほとんど組み込まれなくなっている。特に配当制限条項は、普通社債では26%から0%に、転換社債では79%から4%にまで減少している。⁽³⁾ また、信用力の低下に対する利益維持条項等早期警戒条項が特約される例も著しく減少している。

こうした状況に鑑みると、いわばわが国における財務上の特約は、社債権者と株主の利害調整を行い、負債のエンジニアリングコストの発生を抑制するという本来の機能を果たさない現状となつていえる。両者の利害調整の観点からだけでなく、同時に元利払に関するデフォルトという最悪の状態以前での社債権者保護の観点からも、アメリカ合衆国における銀行借入ならびに私募債契約の特徴ともいえる状態維持条項（いわゆる「センサー条項」）を多く組み込むことが望ましい場合もあろう。⁽⁴⁾ すなわち、前述のように、社債権者から株主への富の移転が行われる蓋然性が高いといえるような状態になることに制約を加え、裁量制限条項におけるよりも違反状態を多発させるが、そのつど容易に再交渉できるようにすることで負債のエンジニアリングコストを抑制することが認められるべきである。

財務上の特約を実現する社債管理会社の約定権限についても、何ら商法中に言及はなく、実質的に発行会社と社債管理会社間の契約に委ねられている。⁽⁵⁾ また、約定権限の行使に関する社債管理会社の義務についても商法は沈黙

していると考えられている。すなわち、商法二九七条ノ三に定められる社債管理会社の公平誠実義務ならびに善管注意義務は、法定権限の行使としてなす「社債の管理」のみに適用され、約定権限の行使については当然に同条が適用されると解されず、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。⁽⁶⁾

こうして現行商法は、財務上の特約の実現に際して社債管理会社が果たすべき役割については、発行会社と社債管理会社間で締結される契約に委ねているが、すでに示した条項実現の不完全性に対してわが国の社債管理会社はいかなる役割を果たしうるか。まず、社債管理会社は約定権限に基づき条項遵守のモニタリングを行う。法定の調査権（商三〇九条ノ三）は、約定権限行使については適用されないと解されているため、条項遵守のモニタリングのために調査権が特約されることとなっている。⁽⁷⁾ また、法定の調査権はその範囲が「発行会社の業務および財産の状況」に限られているが、約定権限としての調査権は、発行会社ならびに発行会社の連結子会社にも広げられているのが通常となっている。⁽⁸⁾ こうして、約定権限に基づき社債管理会社が条項遵守のモニタリングを行うことにより、モニタリングの局面に生じる集合行為の問題は克服しうるといえる。

条項違反時にも社債管理委託契約の定めにより社債管理会社に適切な手段を講じる権限が与えられているが、その前提として発行会社の行為が条項違反に該当するかどうかを判断しなければならぬ。⁽⁹⁾ まず、財務上の特約の中核となっている担保提供制限条項違反については、以下のような裁量が社債管理会社に与えられている。すなわち、「発行会社が、従業員預り金その他法令の定めにより担保権を設定する等、担保提供が必要やむを得ないと認められるものにつき担保権を設定する場合」に該当するものと社債管理会社が認めるときには、救済手段たる担付切換条項が適用されないと定められる場合、および「当社の他の国内債務のための担保提供がやむを得ないのであり、

かつ、社債権者保護上支障を来すことがないと社債管理会社が認めた場合にはこの限りではない」旨の但書が付される場合には、社債管理会社に違反か否かを判定する裁量を与えられている。⁰¹⁾

また、財務上の特約が違反された場合においても、「発行会社が本社債のために担保附社債信託法に基づき社債管理会社が適当と認める担保権を設定したとき」には期限の利益を失わないとされており、社債管理会社は担付切換条項が発動されない場合には期限の利益を喪失することとなる。⁰²⁾ この場合、担保さえ十分であれば社債管理会社のイニシアティブにより期限の利益を喪失させることはできないと考えられ、社債管理会社の裁量の余地は狭いことが指摘されている。⁰³⁾

以上のように、条項違反の際には社債管理会社がその違反の判定を行うほか、当該条項が誘発する救済手段を執行する一定の裁量を与えられる。⁰⁴⁾ よって、前述の集合行為の問題および保障問題を克服しうるといえようが、制限条項の実現をより実効的にするためには、救済手段の執行については現在よりも広範な裁量権を契約上社債管理会社に与えることが考えられるべきである。⁰⁵⁾ すなわち、たとえば前述の担付切換条項や期限の利益喪失のいずれの救済手段をとるべきかを判断するだけでなく、違反発生後および発生前において、発行会社との再交渉を通じて当該条項の削除等を行い救済手段を回避する裁量権をも社債管理会社に与えることが認められるべきであると考ええる。しかし、社債管理会社に再交渉権限を与えることは、現行法のもとでは社債権者集会の法定権限（商三〇九条ノ二第一項第一号、同三一九条）による制約を受ける。以下で詳しく検討を加える。

2 制限条項変更のための再交渉権限

違反が発生した後の再交渉については、現行法のもとでは次のように解されている。すなわち、発行会社が財務

上の特約等の特約に違反する状態が生じ、補正期間内に違反状態の解消がなければ期限の利益を喪失する状態になっているときに、違反状態の解消がなされなくても期限の利益を喪失させない旨を発行会社に対して約束することは、商法三〇九条ノ二第一項一号の定める「不履行によりて生じたる責任の免除」と解され、社債管理会社がこれをなすには社債権者集会決議によらなければならないとされている。¹⁰⁷

また、違反発生前の再交渉について、実際の社債管理委託契約では次のように定められている。すなわち、「本契約に定められた事項につき変更の必要が生じたときは、そのつど発行会社および社債管理会社はこれに関する協定をする。ただし、本社債の社債権者の利害に重大な関係を有する事項の変更は、裁判所の許可を得たうえ、社債権者集会の決議を要するものとし、さらに当該決議に係る裁判所の許可を必要とする¹⁰⁸」。これは、社債権者集会の法定権限（商三一九条）による制約を受けるからである。

「社債権者の利害に重大なる関係を有する事項」については裁判所の許可を得たうえで社債権者集会を招集し、決議に関する裁判所の認可が必要であるが（商三一九条、三二〇条、三二七条）、いかなる事項が「社債権者の利害に重大なる関係を有する事項」かについては明らかではなく、裁判所の判断に委ねられることとなる。学説上は、期限の利益喪失を誘発する条項を違反が発生する前に変更する場合にのみ社債権者集会決議が必要ないように解するものがあり、それ以外の条項変更の再交渉は社債管理会社が行いうるようにも見える。

このように、期限の利益喪失にかかわる条項の再交渉権限は社債管理会社にはなく社債権者集会決議を経なければならぬと一般に解されているようである。しかし、すでに述べた制限条項の実現面における不完全性の克服のためには、当該違反が期限の利益喪失にかかわるものであるかにかかわらず、さらには違反の前後を問わず、変更する権限を社債管理会社に与える社債管理委託契約を有効と認めるべき合理的理由があると考えられる。逆に、そうし

た社債管理委託契約を無効とする合理性もないように思われる。

まず、社債権者集會に再交渉権限を与えることにより、すでに述べたような集合行為の問題が生ずる可能性がある。すなわち、当該条項違反につき個々の社債権者が情報を収集し独立して評価する経済的インセンティブに欠けるかもしれない。さらに、インセンティブ問題が克服されたとしても、社債権者の判断能力が優れているかという問題も生ずる²²。これに対しては、社債権者集會決議に関する裁判所による認可制度（商三二七条）が社債権者の判断能力の問題を克服しうるとの議論がなされる可能性がある²³。たしかに、この認可制度は、社債権者集會には合理的決定能力はなく、裁判所が常に決議内容について後見的保護を加えてやる必要があることを前提としているかもしれない²⁴。その前提自体について疑問がないわけではないが、かりに正しいとしても裁判所による判断のほうが社債管理会社による判断よりも当然に信頼しうることにはならないだろう²⁵。

加えて、社債権者集會に再交渉権限を与えることにより、すでに述べた保障問題が発生する可能性も否定できない。現在のところわが国においてはアメリカ合衆国における同意支払等具体的な実務は見られないようであるが、将来同意支払に類する補償を社債権者に与えても制限条項の変更をなすことが望ましい場合もありうる（ただし商三四〇条参照）。また、同意支払という具体的な形式での補償をしないとしても、社債権者に対する評判効果が機能しない点では同様であり、社債権者が交渉権限を機會主義的に利用する潜在的な可能性は否定できない。

以上から、社債管理会社に制限条項変更のための再交渉権限を与えることは、集合行為の問題のほか保障問題を克服しうる点において不合理とはいえない。再交渉権限を与えることができないとすれば、逆に、社債管理会社に期限の利益を喪失させる権限を社債管理委託契約によって約定権限として与えることが認められていることとの整合性が問題となりうる。すなわち、期限の利益喪失を誘発する制限条項の変更（主に削除）が、商法三一九条に定

める「社債権者の利益に重大な関係を有する事項」であるとすれば、社債権者に効果を及ぼす期限の利益喪失宣言自体も同様に「社債権者の利益に重大な関係を有する事項」として社債権者集会決議が必要となるのが自然な解釈とはならないだろうか(商三三四条対照)。にもかかわらず、期限の利益喪失を宣言する権限は契約により社債管理会社に与えることが可能となっていることから、条項変更のための再交渉権限をも社債管理会社に与える余地もあると考える。

したがって、いかなる救済手段に関わる条項であろうと、社債の分散性と流動性から生ずる問題克服のために、社債管理会社に条項変更の再交渉権限を契約により与えることは有効として認められるべきであると考える。

3 約定権限行使にかかる社債管理会社の義務および責任

制限条項の実現面における不完全性の克服のために社債管理会社に広範な裁量を認めるといふ本稿の立場では、約定権限行使にかかる社債管理会社の義務および責任追及がその重要な手段となる。

前述のように、商法二九七条ノ三は、社債管理会社が社債権者に対し公平誠実義務および善管注意義務を負うことを法定しているが、この義務は約定権限の行使には適用されないと解されている。しかしながら、社債管理委託契約中に同様の義務を負う旨の条項が特約されるのが実務の通例となっており、こうした特約がなされる場合には、社債管理会社は約定権限行使にあたって社債権者に対して公平誠実義務ならびに善管注意義務を負うと解される。それでは、いかなる場合に誠実義務違反ならびに善管注意義務違反が問題となるか。

まず誠実義務違反としては、違反による救済手段の誘発によって社債管理会社(銀行)に不利益となるのであれば、当該制限条項遵守のモニタリングを適切に行わないインセンティブが発生しうることのほか、モニタリングが

適切に行われ違反状態が発覚しているのに違反状態として判断せずに救済手段を執行しない場合が理論的には考えられる⁶⁷⁾。具体的には、担保提供制限条項と銀行取引約定書四条の担保提供義務との関係が指摘されている⁶⁸⁾。すなわち、社債管理会社（銀行）が銀行取引約定書四条に基づいて発行会社から担保をとる場合に、社債権者のための担保提供をさせない場合に利益相反として誠実義務違反が問題となりうる。さらに、約定による期限の利益喪失は、発行会社が財政的に困窮している場合に社債権者に他の債権者に先立って弁済を受けることを目的する⁶⁹⁾が、社債管理会社（銀行）もまた発行会社に貸付債権を有している場合には、その債権を社債権に優先させるインセンティブが生じ、期限の利益が喪失されるべきであるのにされないこともありうる。

再交渉の局面としては、社債管理会社が社債権者の利益のためでなく自己の銀行としての利益を考慮して再交渉をなす場合に誠実義務違反が問題となりうる。たとえば、担保提供制限条項のように会社債権者としての銀行の立場からは削除されることが好ましいが、社債権者の利益のためには維持されるべきである場合に、発行会社による削除の提案に同意する場合もありうる。

以上のように社債管理会社に広範な裁量を与えるとすれば、契約遵守のモニタリング⁴⁰⁾、条項違反、制限条項変更の再交渉の局面において誠実義務違反ならびに善管注意義務違反による責任が問われる可能性が高くなる。こうして社債管理会社に責任を負わせることは、社債管理会社の約定権限を適切に行使するインセンティブを強化する側面があるが、一方でその判断につきむやみに責任追及がなされると、訴訟に巻き込まれることによる黙示のコストも増大することになる⁴¹⁾。よってここでもまず、義務の程度を軽減したり義務の対象となる事務の範囲を限定する免責条項の合理性が問題となる。

法定の義務に違反した場合の免責条項を社債管理委託契約に定めることは無効と解されるが、一般に約定権限行

使についての免責条項は有効と解されている。⁴⁴² もちろんこの立場によっても、約定権限の行使にかかる義務違反が同時に法定の義務違反にもなりうる場合にはかかる免責条項は無効となる。上に述べた社債管理会社のインセンティブ強化の考慮は、社債管理会社と社債権者とが利益相反状態に立つ場合ではなく、社債管理会社の裁量判断についての善管注意義務違反が問題となる場合を前提としている。よって、善管注意義務を免責する条項は、これを根拠としてその合理性が認められる余地があるのに対して、誠実義務を免責する条項は社債管理会社のインセンティブ強化とそれによる黙示のコストとのバランスングにその合理性の根拠を求めることはできない。⁴⁴³

わが国では、発行会社のメインバンクが社債管理会社になるのが通例となっている。⁴⁴⁴ これは、利益相反から生ずる害悪よりもメインバンクであることによる情報収集能力から生ずる便益が上回ることを期待してのことであるといふ。⁴⁴⁵ すでに示したように、銀行である社債管理会社がその約定権限行使を通じて制限条項を実現する際、個々の制限条項に関して社債権者が利益相反のインセンティブにさらされる具体的危険性が常にある。よって、制限条項の実現面での不完全性を克服する機能を社債管理会社に期待したとしても、一方で誠実義務を免責することで生ずる社債管理会社と社債権者間で生ずるエージェンシー問題により生ずるコストが便益を上回れば、社債管理会社による約定権限行使は無意味となる。⁴⁴⁶ 制限条項の実現の不完全性克服の手段として、社債管理会社の約定権限行使の役割に期待する本稿の立場からすれば、現在のところ法的に無効とすることができないにせよ、誠実義務を免責する条項を認めるべきでないこととなろう。また免責条項とは別の問題として、すでに述べた社債管理会社のインセンティブ強化と責任追及による黙示のコストとのバランスングのため、善管注意義務違反による責任追及の訴えを提起できる社債権者の資格を所有する社債の割合によって限定したり、あるいは損害賠償責任の上限を定める等、責任を限定する特約をなすことも考えられよう。⁴⁴⁷

ただし、社債管理委託契約は発行会社と社債管理会社間で締結されるものであるから、こうした免責条項および責任限定特約の効力をただちに社債権者に及ぼすことには問題が生じる可能性もある⁶⁴⁾。社債管理会社が再交渉権限を有するか否か等、社債管理会社の約定権限の内容も社債管理委託契約で定められるのであるから、これについても社債権者との関係においては同様の考慮が必要となる⁶⁵⁾。特に約定権限行使にかかる社債管理会社の権限、義務、責任（免責条項を含む）は、配当制限等の財務上の特約に比べて市場による評価が働きにくいことが考えられる⁶⁶⁾。そのような場合には、附合契約性に基づき発行会社を作成者として契約解釈法理である作成者不利の原則を適用するのが妥当であろう^{64) 65)}。

注

- (1) 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月号二八頁。
- (2) しかし、担保提供制限の範囲については、他の国内社債のための担保提供を制限するものが高格付けの社債に多く、他の国内債務のための担保提供を制限するものが低格付けの社債に多く見られる（黒沼悦郎「社債契約と社債管理会社」金融法研究・資料編⁽⁵⁾七頁（一九九九年）。
- (3) 黒沼・前掲注⁽²⁾七頁。
- (4) 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。
- (5) ただ、期限の利益喪失にかかる約定権限は、「社債償還の方法および期限」（商三〇一条二項五号）に関わるものとして社債

申込証に記載され、社債契約の内容となることがある。上柳克郎ほか編『新版注釈会社法第二補巻（平成五年改正）』一九一頁（江頭憲治郎）（有斐閣、一九九六年）。

(6) 江頭・前掲注(5)一九一頁。

(7) 法定の調査権を行使するためには、裁判所の許可を得なければならないため、たとえ約定権限の行使に適用されるとしても、そもそも利用されにくいであろう。黒沼・前掲注(2)一〇頁。

(8) 金融法研究・資料編(15)一一四頁（無担保社債管理委託契約証書）第二九条参照（一九九九年）、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』三五五頁注(34)（東洋経済新報社、一九九六年）。

(9) たとえば今日の財務上の特約の中核となっている担保提供制限条項違反の判定には社債管理会社の裁量が認められていることにつき、黒沼・前掲注(2)一二頁以下参照。

(10) 金融法研究・資料編(15)一一四頁（無担保社債管理委託契約証書）第一九条参照。

(11) 黒沼・前掲注(2)一三頁。

(12) 黒沼・前掲注(2)一四頁。

(13) 黒沼・前掲注(2)一四頁。

(14) 黒沼・前掲注(2)一四頁以下は、社債管理会社は制限条項違反が生じているときに管理会社の判断で期限の利益を喪失させないという選択肢については約定されておらず、期限の利益喪失に関する特約について社債管理会社の行使しうる裁量は比較的狭いことを指摘する。現行法の通説的解釈のもとでは社債管理会社に期待されているのは、期限の利益喪失の可否・その時期を専門的能力に基づいてなすことであるとされる。

(15) 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、二〇三頁（東京大学出版会、一九九八年）。

- (16) 黒沼・前掲注(2)一六頁。
- (17) 江頭・前掲注(5)一九六頁。
- (18) 金融法研究・資料編(5)一〇七頁以下〔無担保社債管理委託契約証書〕第三八条。
- (19) 黒沼・前掲注(2)一六頁は、「起草者は社債権の内容に関わる事項の変更―そこには期限の利益の喪失事由の変更が含まれる―を意図したのではないかと思う」とされている。
- (20) 江頭・前掲注(5)一九六頁。
- (21) 期限の利益喪失に関する事項について社債権者集会に権限を与えていることは、社債権者が自ら判断するインセンティブを有し判断権を留保しておきたいことを前提とするのであれば、その限りにおいては整合的ともいえる。藤田・前掲注(8)三四四頁参照。
- (22) 藤田・前掲注(8)三四四頁参照。
- (23) 具体的には、商三二六条に定める決議不認可事由のうち、四号の「決議が社債権者の一般の利益に反するとき」に該当するということになるうか。
- (24) 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、二四〇頁（商事法務研究会、一九九五年）。
- (25) 藤田・前掲注(24)二四〇頁。
- (26) 藤田・前掲注(8)三四四頁、藤田・前掲注(24)二四〇頁。
- (27) 江頭・前掲注(5)一九六頁。
- (28) 逆に期限の利益喪失権限を社債管理会社に与える約定権限自体の有効性を問題とすることができるかもしれない。しかしながら、この権限は平成五年改正前の募集委託契約においても定められ、改正後も異論なく認められている（江頭・前掲注(5)一

九〇頁)。

(29) 同様に、商法三三四条との整合性も問題となりうる。すなわち、同条によれば、発行会社が利息の支払を怠ったときまたは定期償還義務不履行の場合に社債権者集会決議によって会社に対し一定の期間内にその弁済をなすべき旨およびその期間内になされないとときに期限の利益を喪失すべき旨を通知することとなっているが、そうした状態になる以前の段階で発生する制限条項違反の際には社債管理会社が期限の利益を喪失しうることとのバランスが問題となる。

- (30) わが国においてこの提案をいち早く主張されたのは、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」一九九頁、二二七頁(有斐閣、一九九〇年)であり、「契約締結後の変化に迅速・容易に対応できるメカニズムが用意されていれば、より広範かつ詳細な制約条項を設けられることになる。∴社債権者を代表する機関を設け∴その機関の意思が、社債権者の意思とみなされるようにしなければならない。すなわちかかる機関の設置とその機関に株主の自己利益追求行為の制約条項の事後的修正権(社債権者の同意を必要としない)を与える立法が考えられる」とされる。他方で、コストの増加とメリットの比較については、「恐らくコストの増加はたいしたことにはならず、そのメリットの方が大きいのではあるまいか」とされている。後述するように、本稿は社債管理会社との約定権限として再交渉権限を与えるような社債管理委託契約を認めることで足り、そのような権限を社債管理会社に与えるか否かは個々の会社がコストとメリットを比較して任意に選択すればよいと考える。また、社債権者集会制度に関する立法論として、神作裕之「社債権者集会と社債の団体性」金融法研究・資料編(5)二五頁、三八頁(一九九九年)以下は、裁判所の関与につき倒産手続開始による区分を提唱される。すなわち、少なくとも倒産手続開始前においては、社債権者集会の決議事項を社債契約で定めることを認めるとともに、そのような事項に裁判所の認可を要しないというように私的自治の範囲を広げるべきとされる。
- (31) よって、制限条項違反は、商法三〇九条ノ二第一項一号にいう「不履行」にあたる(江頭・前掲注(5)一九五頁)と解すべきでないこととなる(黒沼・前掲注(2)一六頁、二四頁(注32)同旨)。

- (32) なお本稿の射程外の問題であるが、藤田・前掲注(24)二四五頁注(5)は、元本および利息の支払等社債契約の基本的内容の変更のための再交渉の困難さを法制度がそもそも緩和してやるべきかという重要な問題を提起されている。すなわち、再交渉が困難であることによって、他の債権者の一方的譲歩を引き出し得るという形で社債権者の立場を強めうることのほか、企業側にとつても再交渉を受け付けない負債という資金調達方法があることは無意味でないかもしれないことを指摘されている。
- (33) 法定の義務違反による責任追及も重要な問題であるが本稿では触れない。
- (34) なお、スーパートラステイ提案では、スーパートラステイは社債権者を効果的に代表することにつき自己の評判を発展させるであろうと指摘しており、スーパートラステイによる権限濫用に評判効果による抑制が機能するとしている。Yakov Aminud, et al., *A New Governance Structure for Corporate Bonds*, 51 STAN. L. REV. 447, 484-85 (1999).
- (35) 江頭・前掲注(5)一九一頁。
- (36) 黒沼・前掲注(2)一〇頁参照。
- (37) ただし、黒沼・前掲注(2)一三頁は、担保提供制限条項違反の判断自体ではなく、銀行が自己の債権の保全のために担保をとつたことを商法二九七条ノ三の誠実義務違反と捉えることもできるとされる。そして、このように解することが妥当であるとするれば、多くの場合、約定権限の行使についても法定の公平誠実義務が適用されると解すると同じ結果になるとされている。
- (38) 黒沼・前掲注(2)二三頁。
- (39) 黒沼・前掲注(2)一五頁。
- (40) 黒沼・前掲注(2)一一頁は、適切な調査権限を約定しておくことが、約定の善管注意義務の内容に含まれるとする。さらに、たとえ善管注意義務が約定されなくとも、法定の善管注意義務から、社債の管理の一環として適切な調査権限を約定しておく義務が導かれるとする。

- (41) Amihud, et al., *supra* note 34, at 473.
- (42) 江頭・前掲注(5)二二二頁。善管注意義務の免責条項に限って論ずるものとして、田澤元章「社債管理会社の免責について」筑波一九九二年三三頁、二二九頁（一九九六年）。
- (43) ただし、実際には約定権限の行使について特別の免責条項は置かれていない。黒沼・前掲注(2)一〇頁。
- (44) 前述のように、黒沼・前掲注(2)一頁、一三頁は、約定権限行使にかかる善管注意義務ならびに誠実義務違反が、法定の義務違反として構成されたと指摘される。
- (45) 田澤・前掲注(42)二二九頁。
- (46) 藤田・前掲注(8)三五七頁注(6)は、約定権限行使にかかる誠実義務を免責する条項を置くことができるかについて疑問を呈示されている。
- (47) アメリカ合衆国では、発行会社に貸付債権を有する受託者については、デフォルト発生により利益相反が発生したと認められ、九〇日以内に利益相反が除かれなるときは、利益相反を除去するか辞任して後継受託者を任命する手続を速やかにとらなければならぬ（信託証書法三一〇条(b)項(1)）。
- (48) 藤田・前掲注(8)三四七頁、三五七頁注(6)は、こうした前提に限らず、社債管理会社が発行会社に対して有する債権額等の開示がまったく求められていない点も「楽観的」であるとされている。
- (49) 藤田・前掲注(8)三三九頁、三四五頁。
- (50) Amihud, et al., *supra* note 34, at 473.
- (51) 田頭章一「社債のデフォルトと社債管理会社の役割―近時の事例を踏まえて―」商事一四九〇号六頁（一九九八年）は、社債管理委託契約のあり方につき疑問を提示し、立法論的解決を唱えられる。
- (52) 平成五年商法改正の際には、社債管理会社の約定権限行使の効果が社債権者に及ぶ旨を明示する規定を商法中に置くことに

ついでには関係者の意見が対立し、最終的には設けられないこととなった。もともと、約定権限が期限の利益喪失にかかわるものであれば「社債の償還の期限」（商三〇一条第二項五号）として社債申込証に記載され社債契約の内容となるが、総額引受の場合には社債申込証の作成が要求されていないことに照らすと、社債管理委託契約中に定められる条項の社債権者に対する効力については考慮を要するものと思われる。この点につき、上柳克郎ほか編『新版注釈会社法第二補巻（平成五年改正）』一六九頁（神田秀樹）（有斐閣、一九九六年）は、問題となる具体的な場面ごとに個々の関係規定の妥当な解釈によって決せられるべきとされる。田頭・前掲注(5)八頁は、社債権者はもちろん社債管理会社も十分に契約内容を交渉するような現状にないとすれば、契約の効力を社債権者に及ぼすことには一層慎重でなければならないと主張される。

(53) 藤田・前掲注(8)三四一頁。

(54) 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、上柳克郎ほか編『新版注釈会社法(1)』四五一頁（江頭憲治郎）（有斐閣、一九八八年）、田澤・前掲注(42)二三九頁、拙稿「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——」名法一七八号四〇二頁以下（一九九九年）。

(55) 以上のような免責条項および責任限定特約の有効性とは異なる問題として、取締役の責任追及の際に適用されうる「経営判断の原則」が社債管理会社の責任追及の際に適用されうるかという問題がある（藤田・前掲注(8)三五六頁注(49)）。なお、すでに紹介したアメリカ合衆国におけるスーパートラストステイ提案では、スーパートラストステイにこの原則を適用することが主張されている（Amhd, et al. *supra* note 34, at 478）。これは、約定権限行使だけでなく、法定権限行使にかかる社債管理会社の責任追及（商三二一条ノ二第一項）の際にも同様に重大問題となる。

五 結びに代えて

本稿は、社債権者と株主の利害調整の視点から、社債管理会社の約定権限を通じた社債制限条項の実現面の不完全性の克服について考察を行った。

社債管理会社に広範な裁量のある約定権限を与える社債管理委託契約を認めることにより、社債権者と株主の利害調整を効果的に行いうる。特に最近はやが国においても早期警戒条項のセンサー機能の意義が見直されつつあるが、社債管理会社に広範な裁量を与えることでこうした条項が財務上の特約として組み込まれやすくなることが期待される。さらにいえば、一九八〇年代後半のアメリカ合衆国ならびに一九九〇年代のイギリスにおいても問題となつたイベントリスクの発生範囲を狭くすること、つまり制限条項の内容面における不完全性もある程度克服することも可能であるように思われる⁽²⁾。

他方で、社債管理会社にこうした広範な裁量を認めることにより生ずるコストも考慮されなければならない。発行人会社は社債権者と株主の利害調整による負債のエージェンシーコスト抑制という便益と、こうしたコストを比較して社債管理会社の約定権限に広い裁量を認めるか否かを決定すべきこととなる。しかし、その前提としてわが国においては財務上の特約の多様化が利率等の発行条件に反映されているとは必ずしもいえず、社債管理会社に広範な裁量を与えることにより生ずるコストばかりが着目されることも予測され、現時点で社債管理会社に広範な裁量を認めるような社債管理委託契約が締結されることは少ないかもしれない。社債管理会社の存在意義を明らかにし、社債権者と株主の利害を効果的に調整するためにも、本稿で検討した約定権限のほか法定権限はもちろん、不明な点が多い社債管理会社の責任追及のあり方についても検討されねばならないもの⁽⁵⁾と考える。

注

- (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―」商事一五〇四号二二頁（一九九八年）。
- (2) その発生範囲は少なくなるとはいえ、将来の予測不可能性という意味での不完全性は残る。その対処については、拙稿「社債の「イベントリスク」に対する法的研究（三・完）―アメリカ法の立場から―」名法一七八号四〇一頁以下（一九九九年）参照。
- (3) 社債管理会社設置による高額な手数料が注目され、不設置債の割合が増加していることも同様である。
- (4) 田頭章一「社債のデフォルトと社債管理会社の役割―近時の事例を踏まえて―」商事一四九〇号六頁（一九九八年）同旨。
- (5) 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』三四六頁（東洋経済新報社、一九九六年）。

〔付記〕

平成十一年一〇月十二日、金融法学会第16回大会において、シンポジウム「社債管理制度と社債発行会社の倒産」が開催された。