

会社再編と無担保社債の財務制限条項

——イベント・リスク条項を参考として——

森 まどか

目次

- 一 はじめに
- 二 会社再編と財務制限条項
 - 1 わが国における会社再編と財務制限条項
 - 2 違反の効果
 - 3 小括
- 三 米国の状況
 - 1 会社再編と社債権者保護
 - 2 イベント・リスク条項の概要
 - 3 検討
- 四 結びに代えて

一 はじめに

わが国では社債発行に関して長らく「有担保原則」が維持され、無担保社債を発行するには格付けに応じて財務制限条項を設定することが義務付けられてきた。九六年の適債基準の撤廃と同時に、財務制限条項は自由化され、以降は「財務上の特約」⁽²⁾として当事者間で定めることができるようになった。ところが自由化後、財務制限条項は、設定数の減少という意味では多様化した⁽³⁾が、契約形式は従来のもものと変わっていない⁽³⁾。

一方、最近の相次ぐ商法改正により、株式交換・移転、会社分割等の会社再編を柔軟に行いうるよう手立てがなされ、実際にも活発に行われつつあるようになってきている。ここで、自由化から約五年経過した現在、財務制限条項がこの状況に十分対応しうるかという疑念が生じうる。実際、会社再編を行うに際し、社債契約中の財務制限条項に抵触する恐れが生じ、多額の社債を償還しなければ再編ができないのか、という問題はしばしば認識される⁽⁴⁾ところであり、社債の存在が会社再編の大きな足かせとなる可能性がある⁽⁴⁾。逆に社債権者の側から見ると、発行当時には予測されなかったような発行会社の再編が行われることとなったときに、商法上も契約上もそれに対処できない可能性がありうる。

本稿はこうした問題意識のもとで、現在の形式の無担保社債の財務制限条項が会社再編にいかに対応しうるかを検討する。そして、商法の定める債権者保護手続に照らして、十分対応できない部分を明らかにし、これに対処しうる条項のあり方を検討する。これに際しては、八〇年代後半に会社再編が活発に行われた米国の状況を参照することとする。

考察の順序としては、まず、財務制限条項の内容とその設定状況を概観したうえで、従来の財務制限条項の形

式が各種の会社再編にいかに対応しうるかを見る。具体的には、財務制限条項の形式と、条項違反の効果についてそれぞれ検討する。後者については特に、企業を存続させる方策として利用されている担付切換条項の意義とその果たしうる機能を中心に検討する。そのうえで、わが国で維持されている現在の形式の制限条項の意義を明らかにし、八〇年代後半の米国で考案されたイベント・リスク条項を参照し、検討を加える。最後に、会社再編から見た無担保社債の財務制限条項のあり方について私見を述べるとともに、本稿での考察を通じて新たに認識された今後の課題を提示して結びに代える。

(1) 純資産や自己資本比率などが一定の基準を満たさないと無担保社債を発行できないとする基準である。

(2) 自由化後は「財務上の特約」と名称を変えたが、本稿では「財務制限条項」として検討をすすめる。

(3) 財務制限条項自由化にあたり、起債関係者間では、設定の有無のほか、内容についても弾力的なものへ移行するとの期待が寄せられていたようである。瀧澤芳男「適債基準及び財務制限条項の撤廃と格付けに及ぼす影響について」

公社債月報平成七年七月号一七頁。

(4) 江頭憲治郎ほか「座談会・会社分割法制のありかた」〔中里実発言〕商事法務一五二五号六頁、二四頁（一九九九年）。

二 会社再編と財務制限条項

1 わが国における会社再編と財務制限条項

(一) 財務制限条項と設定状況

まず、考察の前提として、現在の財務制限条項とその設定状況を概観する。

財務制限条項は九六年に自由化されるまでは、①担保提供制限条項、②純資産維持条項、③利益維持条項、④配当制限条項から構成されていた。九六年以前は、担保提供制限条項の設定は必須とされ、それ以外の条項については発行会社の格付に応じて、A A格企業は一条項、純資産額五五〇億円以上のA格企業は二条項を選択して設定することになっていた。⁽⁵⁾ 実際には、利益維持条項、純資産維持条項が選択されることが多く、配当制限条項の選択は少なかった。⁽⁶⁾

九六年以降、同年に財務制限条項を設定しない無担保普通社債が発行されたのを皮切りに、財務制限条項は、条項の数が著しく減少するという意味で多様化している。社団法人生命保険協会が行った二〇〇〇年社債市場調査によれば、担保提供制限条項は法人向け、個人向け社債のいずれにおいても特約されることが多く、財務制限条項の中核として位置付けることができるが、⁽⁷⁾ 配当制限条項が特約された例は一件も見られない。その他、純資産維持条項が若干特約されているほか、⁽⁸⁾ 利益維持条項もわずかに設定されているにとどまる。⁽⁹⁾ ⁽¹⁰⁾

また、こうした条項に違反しなくとも、発行会社と社債管理会社との協議でいつでも当該社債に担保附社債信託法に基づき担保権を設定することができる、と定められることが多い。具体的には次のように定められる。

「甲【発行会社】は乙【社債管理会社】と協議のうえ、いつでも本社債のために担保附社債信託法に基づき乙が適当と認める担保権を設定することができる」⁽¹¹⁾。

社債管理委託契約上、当該担保が社債全額をカバーしうるものであるかどうかは社債管理会社が善管注意義務をもって判断することになっている。⁽¹²⁾

さらに、こうした制限条項以外にも、発行会社の事業の全部もしくは重要な一部を休止、廃止もしくは譲渡した場合および、資本の減少、合併等の会社再編行為については、次の二通りの定め方をするところがある。すなわ

ち、①社債管理会社（平成五年商法改正前に発行された社債については募集の受託会社）の同意を必要とし、あるいは、社債管理会社が当該社債の存続を不適當と認めた場合には期限の利益を喪失すると定めるなど、社債管理会社の判断に委ねる場合と、②単に発行会社による社債管理会社への通知義務を定める場合とである。⁽¹⁵⁾

(二) 会社再編への対処可能性

わが国では最近会社再編を円滑に行うための法整備がすすみ、実際にも多くの企業が再編を行っている。ここでは、現在の形式の財務制限条項がこうした会社再編による社債権者の利益への影響にいかに対処しうるかを、商法上の債権者保護手続を概観し検討する。具体的には、最近相次いで法制化された株式交換・株式移転、会社分割に、従来の条項がどこまで対処できるかを、従来の条項の類推適用の可否を含めて考察する。

(1) 株式交換・株式移転

株式交換・移転の場合、各当事会社の財産は変動しない。完全子会社となる会社にとっては単に株主が親会社に変更するだけであり、株式交換の場合は、完全親会社となる会社にとっても従来の子会社株主が新株主として加わるのみである。このように株主構成が変動するだけなので、商法上は債権者保護手続は定められていない。⁽¹⁶⁾ また発行会社の財産的価値に変動はないことから、⁽¹⁷⁾ 前述の純資産維持条項にも抵触しない。ところが、発行会社の株主構成が変化する場合に、社債権者の利益がまったく影響を受けないとも言いきれない。たとえば、新株主により経営政策が大幅に変更されて企業価値が下落し、その結果社債権者が害される危険性が高まることも考えられないことはない。⁽¹⁸⁾ すでに述べたように、商法は発行会社に財産的変動がないことを理由にこうした危険から

債権者を保護する規定を定めていないため、社債権者がそうした株主構成の変化による自己の利益への影響を回避したのであれば、契約で自衛すべきことになる。⁽¹⁹⁾今のところ、株式交換・株式移転により社債権者が受ける影響を直接回避するような条項は組み込まれていないようである。⁽²⁰⁾従来の条項では株主構成の変化による社債権者の利益への影響を回避することができないため、今後はそうした条項が考案され組み込まれる可能性もある。⁽²¹⁾

ここで、株式交換・移転が法制化される前に発行された社債に関して、前述の社債管理会社と発行会社の協議に関する条項による保護が与えられるかという問題が生じる。⁽²²⁾具体的には、前述したように、①社債管理会社と発行会社との協議によりいつでも（条項違反がなくとも）担保権を設定できる条項、②営業の譲渡や資本の減少・合併など従来の会社再編行為があつた場合に、(a)社債管理会社の同意を必要とする条項、あるいは社債管理会社が当該社債の存続を不相当と認めた場合に期限の利益を喪失する条項、(b)社債管理会社に対する通知義務が発生する条項、である。

①の条項が定める担保権の設定は、発行会社の財産的価値に変動がある場合を想定し、会社清算時の債権回収率の確保を狙つたものであるといえる。したがって、株式交換・移転による株主構成の変動による不利益の回避のために、社債管理会社と発行会社が協議により担保権を設定することは考えにくい。⁽²³⁾株主構成が変わつたからといってただちに財産的価値が減少するわけではないからである。他方、②(a)の条項については、発行当初想定されていなかった株式交換・移転にこれが類推適用されるかという点が問題となる。思うに、株式交換・移転自体によって発行会社の財産的価値が変動するわけでなく、株式交換・移転は、「事業存続に不可欠な資産の譲渡」「事業の全部または重要な事業の一部の休止・廃止」「資本の減少や合併」など、発行会社の財産的価値が変動す

る会社再編行為とは性質を異にするから、類推適用できないように思われる。^(24・25)また、②(b)条項についても、同様に類推適用されないと考える。かりにこれが類推適用されたとしても、社債管理会社に通知しなかったからといってただちに契約違反になるわけではなく、一定の補正期間内に通知さえすれば期限の利益喪失事由にはならない。⁽²⁶⁾発行会社の社債管理会社に対する通知義務が発生し、通知をした場合に社債管理会社がとりうる方策とは次のようなことであろう。すなわち、約定の調査権を行使し、必要であれば担保を設定することである。元利払いについて債務不履行が生じておらず、契約中に株式交換・移転を制限する明示の条項が存在しないかぎり、社債権者集会の法定権限を定める商法三一九条とのかねあいから、社債管理会社がとりうる手段は以上の二つに限られるように思われるからである。しかし、発行会社の財産的価値に変動がない以上、社債管理会社が協議の上で担保を設定することは実際はないだろう。したがって、同条項がかりに類推適用されたとしても、契約中に株式交換・移転を直接に制限する条項がないかぎり、社債管理会社に通知したとしても無意味であるし、通知義務違反のみを理由に社債権者が発行会社に債務不履行に基づく損害賠償責任を追及することはできないように思われる。

結局、すでに発行された社債については、発行会社の財産的価値の変動に対処しようとする現在の形式の財務制限条項では、株式交換・移転による社債権者の不利益（があるならばそれ）を回避することはできない。今後発行される社債については、新たな形式の財務制限条項を組み込むほかにないと思える。

(2) 会社分割

分社型分割の場合、移転した営業の対価として株式が分割会社に入ってくるので、発行会社の財産は変動しな

い⁽²⁷⁾したがって、商法は、分割後も分割会社に対して弁済を請求できる債権者については債権者保護手を定めていない(商三七四条ノ四第一項但書、三七四条ノ二〇第二項)。同様の理由により、契約上も純資産維持条項に抵触する恐れはない。ところが分割会社に残存する社債権者にとっては、株主構成は変動しないが、営業が子会社株式にかたちを変えるという点で、資産の属性が変化する。それによる影響を回避したのであれば契約で対処するべきことになろう。⁽²⁸⁾分割先(承継会社または新設会社)に移転する社債権者にとっては、債務者が交代するほか、株主も分割会社に交代する。債務者の交代による債権者への影響については後述のように商法による手立てがなされているほか、契約上の問題として純資産維持条項に抵触する恐れがある。引き継がれる営業の価値の大小によっては、分割前の発行会社の定めた純資産維持条項の定める純資産に満たないことが考えられるからである。株主の交代による影響に対しては、株式交換・移転の場合と同様に社債契約で対処することになろう。

次に、分割型分割の場合は、営業の対価としての株式が分割会社の株主に割り当てられるため、明らかに分割会社の財産が減少する。そのため、商法は次のような債権者保護手を定めている(商三七四条ノ四、三七四条ノ二〇)。すなわち、発行会社は分割承認決議の日より二週間内にその債権者に対して分割に異議があれば一定の期間内に述べるよう官報で公告し、かつ知れたる債権者に各別に催告しなければならぬ。社債権者が異議を述べるためには、社債権者集会決議によらねばならない(商三七六条三項)。各別の催告を受けなかった債権者に対する分割をした会社の債務については分割計画書でその債務を負担しないとされた会社も、分割の日の財産を上限として、連帯債務を負う(商三七四条ノ一〇第二項、三七四条ノ二六第二項)。わが国では、実際に発行されるのは無記名社債がほとんどであることから、発行会社としては社債権者に各別の催告をすることができず、その結果、実際上は社債権者に対して分割会社も分割先の会社も連帯債務を負うこととなりうる。

このように、分割型分割の場合には発行会社の財産的変動を伴うことを理由として、商法は債権者保護手続を定めているが、「分割をしても債権者を害するおそれがないとき」は債権者保護手続は必要ない（商三七四条ノ四第二項↓商一〇〇条三項但書）。これについては、合併の場合と同様「十分な担保がついているか、分割（合併）後の資産で十分弁済できる場合」と考えられている⁽²⁹⁾。無担保社債の場合は後者の条件を満たすかが問題となる。これは個別具体的に判断するほかない⁽³⁰⁾。実務上、合併あるいは分割の登記をなす場合には、合併相手の貸借対照表などを添付書類として提出するようであるが⁽³¹⁾、これは合併・分割後の資産価値の変動による債権回収の確実性を判断するためのものである。したがって、分割後の経営方針の転換等により財産価値が下落する見込みなどは法の定める債権者保護手続が対象とするところではないと思われる。

それでは、商法上の債権者保護規定の対象となる会社分割については、現在の形式での契約による対処にはいかなる意義があるか。分割型分割の場合、あるいは、前述のように分社型分割で分割先に移転する社債に関して、社債契約中に定めがあれば純資産維持条項に抵触する恐れがある。これは商法上の債権者保護手続を経ていたとしても、あるいは「債権者を害する恐れがない」として債権者保護手続が不要であったとしても、抵触する可能性がある。この場合、後述するように期限の利益喪失およびそれに伴うクロス・デフォルト、あるいはそれを回避するための担付切換条項発動という従来型の違反の効果が生じることになる。また、純資産維持条項が定められていないときでも、株式分割・移転の場合と同じく、①社債管理会社と発行会社の協議条項、②(a)社債管理会社の同意条項、あるいは社債管理会社が社債の存続を不相当と認めれば期限の利益を喪失する条項、(b)社債管理会社への通知義務に関する条項が組み込まれるのが通常であることから、これらの条項が会社分割に類推適用されるか、という問題がある。

①の条項については、商法上の債権者保護手続を経た場合には、すでに弁済されるか担保を設定されているはずであるから、もはや問題とはならないはずである。そこで、債権者保護手続を経る必要がないときに、①条項の存在にいかなる意義があるかが問題ともなる。しかし、債権者保護手続を踏む必要がないということは、会社分割がなされたとしても当該社債は十分弁済されうる、と判断されたということであるから、会社分割が行われること自体について、社債管理会社と発行会社とが協議のうえ担保を設定するということは考えにくい。

それでは②の条項についてはどうか。社債契約の解釈について、米国では、一定の行為を制限する明示の条項が設定されていないかぎり、社債権者は発行会社による当該行為から保護されえないとするのが裁判所の一貫した立場となっている⁽³²⁾。したがって、発行当時に予測されなかったために契約に組み込まれなかった財務行動を発行会社が行うことで社債権者が損害を受けたとしても、社債権者は一切の保護を受けることができない。わが国ではまだこうした問題が具体化していないが、社債契約の解釈にあたっては当該条項の有無が市場によるプライシングにいかんにかかわらず反映されているかを考慮に入れる必要があると考える⁽³³⁾。つまり、その行為についての制限の有無を市場がプライシングしているのだとすれば、当該条項がないことにつき社債権者は社債の利率の上乗せというかたちで事前に保護されているはずである。そうした条項がなかったときに、後になって類似の条項を類推適用すると、結果的に社債権者は過度に保護されてしまう恐れが生じうる⁽³⁴⁾。思うに、②の条項は、これに違反した場合に即期限の利益を喪失するというわけではなく、期限の利益が喪失されるか否かは社債管理会社の裁量に委ねられている。この点において、上述の純資産維持条項や配当制限条項等とは性質を異にする。よって、こうした類型の条項は、純資産維持条項などと比べて市場によるプライシングを受けにくいのではなからうか。実証されたわけではないが、わが国では財務制限条項の多様化がプライシングに十分に反映されているというデータすら

ほとんどのので、現時点では純粹に法的見地からその類推適用を検討しても差し支えないように思われる。

分社型分割で分割会社に残存する社債については、株式交換・移転の場合と同じく発行会社の財産的価値に變動はないから、類推適用されないと考える。他方、分社型分割で分割先に移転する社債について、および分割型分割の場合は、資本の減少や合併と同様に発行会社の財産的価値の變動を伴うから、同条項が類推適用されてよいと考える。したがって、(a)条項については、たとえ商法上の債権者保護手続が不要であったとしても、社債管理会社が当該会社再編行為に同意を与えず、あるいは社債の存続を不適當と認めれば期限の利益喪失事由となる余地がないとはいえない。しかし債権者保護手続が不要な場合、つまり当該社債が十分な弁済を受けうると判断される場合に、社債管理会社が同意を与えなかったり、社債の存続を不適當と認めることはほとんどないように思われる。また、(b)条項を類推適用すると、社債管理会社への発行会社の通知義務が発生する。発行会社が社債管理会社に通知をしなかったとしても、商法上の債権者保護手続を経る必要がない場合には、そのことを理由に社債権者が償還を求められないように思われる。たとえ発行会社が補正期間中に社債管理会社に会社分割の通知をしたとしても、社債権者集会の法定権限の範囲との関係で社債管理会社としてはせいぜい約定の調査権を行使し、前述の①条項に基づき担保を設定することぐらいしかできないからである。もともと、債権者保護手続が不要な場合、すなわち当該社債が十分に弁済を受けうると判断されるのであれば、社債管理会社は担保の設定を不要と判断することになる。そうなる、後になって社債管理会社が通知を受けなかったとしても、社債権者には何の損害も生じていないということになるのではない。

結局、商法が保護しようとする、発行会社の財産的価値の變動による社債権者の不利益が商法上の手続によりクリアーされている以上、契約（財務制限条項）にそれ以上の不利益を回避する明示の条項が存在しないかぎり、

契約による社債権者保護に独自の意味を見出すのは難しいように思われる。逆にいうと、会社再編行為自体により直接生じる発行会社の財産的変動ではなく、会社再編後の経営政策の転換による財産的価値の変動、および株式交換・株式移転等に見られるような株主構成の変動による財産的価値の変動といった、間接的な財産的変動による不利益を回避する役割が契約（制限条項）による保護の意義とも考えられうる。とりわけ会社分割に関しては、当該債務を負担しないとされた当事会社も連帯債務を負担するなど、かなり厳格な債権者保護手続が法定されている。にもかかわらず会社分割に対する制限条項を特約することがあるとすればその意義は、商法が目指す会社清算時の債権回収率の確保のための会社分割自体による直接的な財産的価値の変動からの社債権者保護ではなく、会社分割後の経営政策の変更等による社債権者の利益への影響回避という、間接的な財産的価値の変動からの保護を企図する場合に生じるのではなからうか。そしてそうした間接的な財産的価値の変動から契約によって社債権者を保護するには、現在の形式の財務制限条項では対応することができないことにはすでに見たとおりである。

以上の問題に加えて、発行会社の親会社、あるいは発行会社の子会社の再編行為によって、社債権者の利益が影響を受ける可能性があるが、これにも現在の形式の財務制限条項では直接に対処することはできないように思われる。

2 違反の効果

(一) 概要

商法は、発行会社の期限の利益喪失に関する規定を定めている。すなわち、発行会社が利息の支払、あるいは

定時償還を怠ったときに、社債権者集会決議により一定の期間内（二カ月以上）に弁済をするよう催告し、その期間内に弁済できなければ社債の総額について期限の利益喪失を通知できる（商三三四条）。こうした規定があるにもかかわらず、社債契約では、元本および利息の支払を遅滞した場合に、①補正期間は定められず、②社債権者集会決議を経ないで（催告なしに）期限の利益を喪失する、と定められるのが一般的である。⁽³⁷⁾この条項は、商法三三四条の定める期限の利益喪失よりも社債権者に有利に働くことを理由に、任意的記載事項として有効と考えられている。⁽³⁸⁾

さらに、商法上は、元本および利息の支払いについての不履行のみが期限の利益喪失事由となるにとどまるが、社債契約ではそれに加えて、上述の各種制限条項に違反した場合にも、発行会社は原則として期限の利益を失うと定められる。条項違反があつた場合にただちに期限の利益が喪失される類型と、一定の補正期間に補正がなされない場合に期限の利益を喪失する類型とがあるが、これはそれぞれの契約によつて異なるようである。

たいていの契約には、他の社債さらには他の国内債務について期限の利益が喪失された場合には、当該社債も期限の利益を喪失すると定められている。これをクロス・デフォルト条項という。社債契約では次のように定められる。

「甲【発行会社】が本社債以外の社債について期限の利益を喪失し、または期限が到来してもその弁済をすることができないとき」および「甲が本社債を除く借入金債務について期限の利益を喪失したとき、もしくは甲以外の社債またはその他の借入金債務に対して甲が行つた保証債務について履行義務が発生したにもかかわらず、その履行をすることができないとき」。^{(39) (40)}

クロス・デフォルトの対象とする範囲は、契約によつてさまざまであるが、いったんこれが発動されれば多額

の償還を強いられるため、事実上発行会社を倒産に追い込む効果を生じるといえる。

一方で、多くの契約では、こうした期限の利益喪失とそれに伴うクロス・デフォルトを回避する方策が定められている。これが担付切換条項である。契約では、次のように定められることが多い。

「甲【発行会社】が本社債のために担保附社債信託法に基づき乙【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、期限の利益喪失事由に該当しても期限の利益を失わない⁽⁴¹⁾」。また、条項違反がない場合でも、前述のように「甲は、乙と協議のうえ、いつでも本社債のために担保附社債信託法に基づき乙が適当と認める担保権を設定することができる^(42,43)」ことにもなっている。

さらに、担保が設定された場合は、すべての制限条項は解除される、と特約されることがある⁽⁴⁴⁾。たとえば、純資産維持条項と利益維持条項のうち、利益維持条項に抵触したために担付切換条項が発動されると、利益維持条項だけでなく純資産維持条項も解除される。また、そうした特約がなくとも担保設定により制限条項はその意義を失うこととなる⁽⁴⁵⁾。

最近、担付切換条項が機能した例は多いが、なかでも(a)ダイエーによる担付切換条項発動と、(b)靴のマルトミによる担付切換条項発動の経過を概観する。

(a)ダイエーは、期限の利益喪失事由発生前の、二〇〇〇年一月、一部の無担保社債にのみ預金担保を設定した⁽⁴⁶⁾。具体的には、①第一一回普通社債(満期日は二〇〇三年二月)、②第二一回普通社債(満期日は二〇〇一年二月)、③第三回転換社債(満期日は二〇〇二年八月)の三本について担付切換を発動するとともに、①③の社債については二〇〇一年二月に繰上償還を行うというものである⁽⁴⁷⁾。設定された担保は、いずれもメイン・バンク(社債管理会社)の口座のダイエー名義の銀行預金である。担付切換条項が発動された社債とされなかった社債の違

いは、社債契約中に繰上償還条項が含まれているか否かによった。⁽⁴⁸⁾ 契約に繰上償還条項が含まれていない以上、社債管理会社の一存で繰上償還することはできず、社債権者集会決議を経なければならなくなり、手続が煩雑になるためと説明されている。^(49, 50) こうして、ダイエーは、担付切換条項を財務制限条項に抵触する前に発動し、かつ繰上償還をするかたちで、制限条項を解除した。

次に、発動後に倒産に至った事例として、(b)靴のマルトミによる担付切換発動がある。

(b)靴のマルトミは、赤字の大幅な増大により、二〇〇〇年三月時点で純資産維持条項に抵触し、⁽⁵¹⁾ 同年四月一日には受託会社により担保権が設定された。これにより、担保提供制限条項および純資産維持に関する特約が解除され、同日、同社債は「第一回物上担保付転換社債」となった。しかしその後も業績は回復せず、同年二月二〇日、マルトミは民事再生法の手続開始を申請した。これが期限の利益喪失事由となり、翌二一日に受託会社により期限の利益が喪失された。設定された担保は、ダイエーの場合と同じく、メイン・バンク（受託会社）であった第一勧業銀行のマルトミ名義の預金であった。これは、社債現存額を十分にカバーしうるものであり、⁽⁵²⁾ かつ第一順位であったため、債権回収率は遅延利息も含め一〇〇%であった。

(二) 担付切換条項の意義

前述のように、契約上は、条項違反の効果としては期限の利益喪失（およびそれに伴うクロス・デフォルト）と、それを回避するための担付切換条項がある。特に担付切換条項は、わが国特有の条項であるといわれる。⁽⁵³⁾ そこで、以下ではまず適債基準等の変遷に照らして担付切換条項発祥の経緯を探ったうえで、担付切換条項が現在においていかなる意義を有するかを検討する。

(1) 歴史的経緯

大正後期から昭和初期にかけては「社債大衆化時代」と称されるほど、わが国の企業の資金調達方法は新株発行より社債発行に依存しており、なかでも無担保社債が主流であった。⁽⁵⁴⁾ 担保付社債はいわゆる二、三流の社債に多く、無担保社債であれば優良であると一般に認識されていたからのようである。⁽⁵⁵⁾ ところが、その後昭和二年の金融恐慌後に社債の不払事例が相次ぎ、昭和八年からは社債の有担保化をうたう「社債浄化運動」がすすめられる。商法は無担保社債を発行できることを前提としているが、銀行・信託・保険会社が担保付でなければ発行させない方針を申し合わせたのである。⁽⁵⁶⁾ ここに、わが国でごく最近まで維持されてきた「有担保原則」の萌芽をみてとることができる。他方で、信用力に不安のある社債に担保が付されていた事実には照らしてわかるように、一連の社債の債務不履行事例の多寡は、担保の有無とは直接関係がなかったようである。⁽⁵⁷⁾

担保の有無による違いは、実は、無担保社債と担保付社債の管理に関する法律制度にあった。担保付社債については、外資の導入を狙って明治三八年にいち早く担保付社債信託法が制定された。⁽⁵⁸⁾ よって、担保付社債については、受託銀行を中心とした債務不履行後の処理が無担保社債に比べて明確であった。すなわち、担保付社債の受託会社については「社債の償還を受くるに必要な一切の裁判上又は裁判外の行為をなす権限」が法定されているが、無担保社債の受託会社については「社債申込証の作成および払込をなさしむる行為をなす権限」があると定められているのみであった(旧二〇四条ノ二、新三〇四条)。⁽⁵⁹⁾ そのため、無担保社債の社債権者と発行会社は、個別的な権利行使をするほかに状況にあったのである。⁽⁵⁹⁾ しかし、相次ぐ社債不払事例と社債による資金調達の必要性の増大から商法改正が強く唱えられるようになり、昭和一三年に無担保社債の募集の受託会社も「社債の償還を受くるに必要な一切の裁判上又は裁判外の行為をなす権限」を法定されるにいたった。それ以降、社債

権者は集団として受託会社を通じて社債の償還を発行会社に求めることができるようになった。⁽⁶⁰⁾

こうして昭和一三年の商法改正により、募集の受託会社も社債の償還を得るに必要な一切の権限を有することとされ、無担保社債と担保付社債とに債務不履行後の処理に関する法制度上の相違は消失した。いわば、社債淨化運動が目指した当初の「有担保原則」は、この商法改正の時点で実質的な根拠を失ったということが出来る。しかしながらその後、戦間期、戦後、高度成長期にわたり、「有担保原則」は起債調整の基準として維持された。高度成長期には、受託会社を中心とした「起債会」⁽⁶¹⁾による量的（適債基準）および質的（財務制限条項）調整のもとで、有担保原則は物的担保力をもつ基幹産業に重点的に資金を配分する制度として機能した。⁽⁶²⁾その後の低成長時代には、物的担保力のない成長企業にとり、かえって有担保原則は起債の妨げとなった。それでも有担保原則は依然として維持され続けた。⁽⁶³⁾

ところが、その後の国際化の流れにより、有担保原則は転換社債から徐々に緩和されることになる。まず、昭和四七年九月に、転換社債について無担保で発行できる基準が設けられ、昭和四八年には三菱商事により初めて無担保転換社債が発行された。ただしこれは留保物件付であった。つまり、特定の物件を留保することが義務付けられ、受託銀行が必要と認めるときは、その留保物件の上に担保権をいつでも設定できる、とするものであり、実質は担保付社債と変わらないものであった。その後、昭和五四年二月に完全無担保社債に関する適債基準が作成されたが、厳しい最低純資産額などを満たさなければ無担保社債を発行することはできず、結局、無担保社債の発行は大規模な少数の企業だけに限られた。⁽⁶⁴⁾しかも無担保社債発行には担保提供制限や配当制限などの財務制限条項を特約することが要求された。⁽⁶⁵⁾なお、筆者が調べ得た限りでは、この時点ではまだ担付切換条項は登場していない。⁽⁶⁶⁾昭和五八年一月になりようやく無担保転換社債についての独自の適債基準が作成された。この適債基

準は、最低純資産額を一五〇〇億円から一一〇〇億円に引き下げるほか、その他の基準についても個別に検討の余地を与えるなどの緩和をした。⁽⁶⁷⁾ 財務制限条項については、新たに利益維持条項が加えられている。そして、ここで初めて明確なたちで担付切換条項が登場している。⁽⁶⁸⁾

無担保普通社債については、昭和五四年二月に作成された厳格な適債基準がそのまま適用され、かつ財務制限条項は未整備であったが、昭和五九年四月に適債基準が緩和され、TDKの起債希望表明にともない、同年一二月に完全無担保普通社債の財務制限条項が整備された。⁽⁶⁹⁾ そして、翌年一月にTDKが戦後初の完全無担保普通社債を発行したが、その発行条件には担付切換条項が登場している。⁽⁷⁰⁾ 同年十月に適債基準が緩和されたが、その際の「無担保公募事業債に関する考え方」にも担付切換条項は公式に登場している。⁽⁷¹⁾

平成二年一月の財務制限条項見直しでは、担付切換条項を付さない銘柄については、必ず純資産維持条項を付すよう定められることとなった。⁽⁷²⁾ これは、担付切換条項の設定で期限の利益喪失を回避しない場合の社債の償還原資を確保するためと説明されている。⁽⁷³⁾ その後計三回の財務制限条項の緩和を経て、平成八年にはついに適債基準と財務制限条項の設定義務付けが完全撤廃されるにいたった。

以上のように、有担保原則の緩和と引き換えに、財務制限条項の設定が義務付けられてきた。財務制限条項違反の効果として担付切換条項が考案され、組み込まれたのも、担保付社債から、留保物件付社債、無担保社債の順に徐々に緩和されたことに照らせば、当然の帰結といえる。具体的には、担付切換条項はその文法から見ても、留保物件付社債の変形型として捉えることができる。こうして、財務制限条項違反の効果としての担付切換条項がわが国特有であるといわれるのは、過去の有担保原則を引きずったものと考えれば理解できる。と同時に、担保さえあれば安心であるという観念を引き継いだともいえる。この観念は企業が清算することを前提とし、その

際の債権回収率の確保を目標としている。⁽⁷⁴⁾

(2) 担保提供制限条項との相反関係

担保提供制限条項に清算時の債権回収機能が認められるとしても、わが国では実際上次のような問題によりその機能は十分に発揮されていないことが多い。それは、他の社債に付されている担保提供制限条項との相反関係による。

すでに述べたように、財務制限条項自由化後は、担保提供制限条項のみを特約する社債が圧倒的に多い。担保提供制限条項が、他の社債に付されている担保提供制限条項に抵触し、うまく発動されない場合がある。たとえば、ある会社がA社債、B社債、C社債を発行しているとしよう。A社債につき財務制限条項違反があった場合、期限の利益喪失によるクロス・デフォルトを回避するために担保提供制限条項を発動しようとしても、他のB、C社債に担保提供制限条項が付されている場合、発行会社としてはB、C社債にも同等の担保を付さねばならなくなる。

この相反関係は、一九九八年に大成建設が無担保社債を繰上償還した際に具体化した。大成建設では、九八年三月期の決算で行われた大幅なリストラにより、純資産額が発行時の純資産に比べて約三六%減少した。その結果、第二回と第四回の無担保社債に付されていた純資産維持条項に抵触するにいたった。抵触を回避するために担保提供制限条項を発動することも可能であったが、そうすると合計五百億円の本社の社債だけでなく、合計八百億円の本第五回から十三回までの社債についても担保を提供しなければならなかった。これは財務の流動性を著しく阻害することになるとして、結局二本の社債だけを繰上償還することとなった。⁽⁷⁵⁾⁽⁷⁶⁾担保提供制限条項は、米国、イギリス、ユーロ債など諸外国で一般的に見られるが担保提供制限条項はわが国特有の条項であるために、両

者のこうした相反関係もわが国でのみ問題となる。

なおこうした相反関係を克服するために、担保提供制限条項の範囲は次のように多様化している。すなわち、

①他の国内債務、②他の社債（既発の担保付社債を除く）、③他の社債（既発の担保付、担保付切換を除く）、④無担保社債、⑤無担保社債（担保付切換を除く）、である。後者になればなるほど、当該特約が付された社債は他の債務に劣後する。①以外の担保提供制限条項がいわゆる「社債間限定特約」である。二〇〇〇年度の統計によると、法人向け社債では⑤のタイプの担保提供制限条項付の起債がもつとも多く、六三・〇％を占めている。個人向け社債では、②のタイプがもつとも多く（四二・四）、④がそれに続いている（三二・二）⁽⁷⁷⁾。⑤のタイプの担保提供制限条項が付されている社債は、他の無担保社債に完全に劣後する恐れがある。⁽⁷⁸⁾

以上より、企業の清算を前提とし、債権回収率を高める目的で付された担保付切換条項も、他の社債の担保提供制限条項に抵触し、結局その機能を果たすことができない可能性がある。

3 小括

以上、現在の形式の財務制限条項での会社再編への対処を検討した。

まず、法制化前に発行された社債については、株式交換・移転等により生じる株主構成の変動による社債権者への利益への影響には対処できない。発行会社の財産的価値の変動を伴う会社分割の場合には、類推適用の余地がある。法制化以降に発行される社債については、株主構成の変化による社債権者の利益への影響を回避するためには、それに対応する新しい形式の制限条項が必要である。会社分割については、従来の制限条項が機能する余地がある。すなわち、従来の純資産維持条項が機能する場合もありうるし、商法上の債権者保護手続が不要な

場合に社債管理会社と発行会社の協議による担保権設定が行われる余地がある。しかし、現在の契約形式では結合企業の会社再編には直接対処することはできない。

次に、違反の効果に注目すると、純資産維持条項等に抵触した場合、クロス・デフォルトを引き起こす可能性がある。そのため、有益な会社再編が妨げられる恐れがある。現在の契約形式ではそうした事態を回避するために担保切換え条項が存在しているが、これは企業を存続させる点では意義があるといえる。しかし、実際には担保提供制限条項との相反関係から、うまく発動されないこともある⁽⁷⁹⁾。

発行会社が倒産した場合は、無担保のまま期限の利益が喪失されクロス・デフォルトが引き起こされるよりも、担保切換え条項発動後に期限の利益が喪失されるほうが当該債権の回収率が上がるのは当然である。前述の靴のマルトミによる担保切換え条項発動の場合は、設定された担保が預金担保という良質なものであったことと、担保付社債権が別除権となる民事再生法による再生手続であったため、その弁済率は一〇〇%と高いものであった。このことは、少し前に同じく民事再生法を申請した川崎電気の場合と比べれば明らかである。川崎電気の場合、担保切換えされることなく、民事再生手続申立により期限の利益が喪失されたが、その弁済率は二二・四%にとどまった⁽⁸⁰⁾。担保の性質あるいは倒産手続の態様にもよるが、発行会社の倒産時の債権回収率の向上だけを考えれば、担保切換え条項には一定の意義が認められる⁽⁸¹⁾。

一方、現在の契約形式を見てみると、文言上は担保切換え条項の発動のイニシアティブは発行会社にある。社債管理会社としては、設定された担保が社債総額を十分にカバーしうるかどうかという「担保の適切性」のみを判断すれば足りる。これについて、発行会社よりも専門的な判断のできる社債管理会社に判断のイニシアティブを与えるような契約が認められてもよいとの主張も見られる⁽⁸²⁾。しかし、わが国での担保切換え条項の実際の発動例を

見ていると、発行会社の経営状況が悪化している場合は、實際上、社債管理会社、つまりメイン・バンクがインシアティブを握って発動していることがわかる。発行会社の経営状況が悪化し、一定の制限条項に違反し期限の利益喪失事由が発生するに至り、それを回避するための担保となる財産がもはや発行会社には存し得ない場合には、メイン・バンク（社債管理会社）の救済融資を仰ぐほかないからである。メイン・バンクが再建可能と判断すれば社債に設定する担保となるべき財産を融資することになり、これによってはじめて担付切換条項が発動される。この意味において、担付切換条項は、事実上は社債管理会社のインシアティブで発動されていることになる。⁽⁸⁴⁾ 結局、担付切換条項は、わが国におけるメイン・バンク制度に裏打ちされ存続してきた制度であるということが出来る。⁽⁸⁵⁾ 他方で、企業の資金調達手段が間接金融から直接金融へと移行するにつれ、メイン・バンク制度も変容しつつあるのは周知の通りである。⁽⁸⁶⁾

それでは、会社再編から社債権者の利益を保護しようとする条項に違反した場合に、その効果として期限の利益喪失およびそれに伴うクロス・デフォルト、あるいはそれを回避するための担付切換条項の発動は果たして適切といえるか。クロス・デフォルトによる倒産を回避するために、担付切換条項を発動すれば、企業の存続を図ることができる。担付切換条項を発動しない場合でも、社債契約中に繰上償還条項が付されておれば問題はなさそうであるが、多額の現金流出を伴う。まして、契約に繰上償還条項がなければ、社債権者集会決議を経なければならぬが、社債権者の賛成を得るためには、ある程度上乗せした形の償還でなければ決議が成立するとはかぎらない。⁽⁸⁷⁾

その他の方策としては、財務制限条項を緩和・削除するなどして抵触を回避することも考えられる。社債管理会社が財務制限条項を変更する裁量を有するかどうかは、商法二一九条の解釈問題として最近議論されている

が、たとえ契約によったとしても社債管理会社が無条件にそうした裁量を持つことは現行法上は難しいかもしれない。⁽⁸⁸⁾ こうした観点からは、担付切換条項には財務制限条項を変更する「フォーマット」としての意義があるといえる。社債管理会社が契約上、無条件に財務制限条項を緩和・削除することはできないとしても、担保付にすることと引き換えにすべての制限条項を削除することは、認められうるからである。⁽⁹⁰⁾

こうした意義が担付切換条項にあるとしても、財務制限条項違反があつた場合に、期限の利益喪失とそれに伴うクロス・デフォルトか、あるいはそれを回避するために担付切換条項を発動するか、という二者択一の方法しかないというのは、企業の継続を前提とした場合には必ずしも柔軟なものとはいえない。特に、担付切換条項を発動すると、資産の流動性を欠くことになるので、会社再編後の経営の効率化の妨げになる恐れがある。⁽⁹¹⁾

こうして、わが国特有といわれる担付切換条項は、過去の有担保原則を引きずり、企業の清算を前提とし債権回収機能を図るものといえる。⁽⁹²⁾ 他方、会社再編は企業の存続を前提とするものであるから、企業の清算を前提としない場合も視野に入れ、二者択一的方法のほかにも違反の効果が考えられてよい。

そこで以下では、八〇年代後半に会社再編ブームとなった米国の状況を見る。米国では、企業倒産からの社債権者保護はもとより、企業再編からの社債権者保護を重視した制限条項が出現しているからである。

- (1) 当該社債が平等かつ比例的に担保されないかぎり、発行会社の他の債権者に対する担保提供を制限する条項である。これにより、無担保社債権者が他の債権者に劣後し、不利な立場に置かれることを防ぐ。日本興業銀行編『証券』二五一頁（金融財政事情研究会、一九九六年）。

(2) 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で、社債権者の債権回収率の向上に資するものである。榊原互弥「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。

- (3) 一定の水準を超えた収益の悪化を防ぎ、発行会社の債務返済能力を収益性の観点から確保しようとする条項であり、わが国特有の条項である。日本興業銀行編・前掲注(1)二五二頁。
 - (4) 償還資金を確保するため、一定水準以上の配当支払いに歯止めをかけようとするものである。もちろん商法上の配当制限とは異なり、これに違反しても無効となるわけではない。日本興業銀行編・前掲注(1)二五三頁。
 - (5) 岡東務『債券格付の研究』八三頁(中央経済社、一九九八年)。純資産額が五五〇億円未満のA格企業およびBB格企業は、すべての条項を設定することが義務付けられていた。
 - (6) 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二九頁。
 - (7) 「資料編 二〇〇〇年社債市場調査」社団法人生命保険協会「社債市場の現状と課題について」<http://www.seiho.or.jp/news/pdf/shasai2000/siryou.pdf> 六頁。
 - (8) 四〇七の起債件数のうち三二八件で特約された。
 - (9) 四〇七の起債件数中一五件で特約された。
 - (10) 四〇七の起債件数のうち八件で特約された。
 - (11) 金融法研究・資料編(15)「資料2」無担保社債管理委託証書の例 第二四条(一九九九年)。
 - (12) 黒沼悦郎「社債契約と社債管理会社」金融法研究・資料編(15)一四頁(一九九九年)。
 - (13) たとえば、「株式会社ダイエー第11回無担保社債募集委託契約証書第14条」。
 - (14) たとえば「株式会社ダイエー第12回無担保社債発行要綱第11条⑨」。
 - (15) 具体的には、次のように定められるようである。
- 「甲【発行会社】は、次の各場合には、あらかじめ書面により乙【社債管理会社】に通知しなければならない。
- (1) 甲の事業経営に不可欠な資産を譲渡または貸与しようとするとき。
 - (2) 事業の全部または重要な事業の一部を休止もしくは廃止しようとするとき。

- (3) 資本の減少または他の会社との合併をしようとするとき。」
 (金融法研究・前掲注(11)「資料2 無担保社債管理委託契約証書の例」第17条)。
- (16) 同様の理由づけにより、債権者は株式交換無効の訴えや株式移転無効の訴えを提起することはできないことになっている(商三六三条二項、三七二条二項)。
- (17) ただし、完全親会社となる会社にとって交換比率が著しく不利で、多額の交換交付金が子会社となる会社株主に支払われる場合は、親会社となる会社から財産が不当に流出するので親会社債権者が害される可能性はないとはいえない。そのような場合には、取締役の責任(商二六六条ノ三)で処理すべきと考えられている。前田庸「商法等の一部を改正する法律案要綱(案)の解説(上)」商事法務一五二七号一四頁(一九九九年)。
- (18) 大杉謙一「株式交換と種類株式・転換社債」法学教室二四三号二〇頁(二〇〇〇年)、日本銀行金融研究所「デットとエクイティに関する法原理についての研究会」報告書一三三頁(二〇〇一年)。
- (19) そうした条項が組み込まれた社債を市場がプライシングし、社債権者は利率での補償というかたちで保護されることになる。
- (20) むしろ問題とされているのは、すでに発行された子会社となる会社の転換社債や新株引受権付社債の扱いである。藤瀬裕司「株式のコール・オプションと企業再編(一)(二)(三・完)」金融法務事情一六一七号二五頁、一六一八号六七頁、一六一九号四〇頁(二〇〇一年)。株式交換・移転を行っても、後になって転換権や新株引受権が行使されれば、完全子会社化することができない。この点について立法による手立てはなされなかった(江頭憲治郎、武井一浩、川西隆行、原田晃治「特別座談会 株式交換・株式移転—制度の活用について」【江頭発言】ジュリスト一六八号一—六頁(一九九九年))。なお、法改正後に発行された転換社債・新株引受権付社債については、株式交換・移転が行われれば繰上償還を行う条項が組み込まれている。たとえば「日本電気株式会社一三〇%コールオプション条項付無担保第11回転換社債買取受契約証書10条(4)」。

- (21) 株式交換・移転が法制化される前に発行された社債について、株主構成の変化により社債権者が損害を受けた場合、理論的にはそうした株式交換・移転を行ったことにつき社債権者が取締役の責任(商二六六条ノ三)を追及する余地がある。
- (22) 落合誠一ほか「パネル・ディスカッション 会社分割に関する商法上の論点」(藤田発言)菅野和夫Ⅱ落合誠一編『会社分割をめぐる商法と労働法』六〇頁(商事法務研究会、二〇〇〇年)。
- (23) もちろん、株主構成の変化により会社の経営状態が悪化すれば、その他の制限条項に抵触するほか、社債管理会社と発行会社との協議により担保権が設定される可能性はあろう。
- (24) 株式交換・移転により効率的な経営が行われるようになり、社債権者にとっても利益となる可能性もありうる。
- (25) かりに、株式交換・移転も合併等の会社再編のひとつであることを理由に類推適用できるとしても、(a)の条項については、同様の理由から社債管理会社が同意を与えなかったり、社債の存続自体が不相当と認められたりすることは考えにくい。
- (26) 金融法研究・前掲注(11)「資料2 無担保社債管理委託契約証書の例」第一条(10)ロ。
- (27) ただし、会社分割に際しては検査役等専門家による営業評価は不要なので、移転される営業の評価が適切でないために債権者が害される可能性はないとはいえない。西尾幸夫「企業分割」判例タイムズ一〇一二号一六四頁(一九九九年)。
- (28) これについては、移転した営業の対価である分割先の会社の株式に譲渡可能性がなく、処分価値、担保価値がないような場合には、分割会社の収益力・支払能力・資金調達力が著しく低下することも考えられる、との指摘もある。西尾・前掲注(27)一六五頁。
- (29) 龍田節『会社法【第八版】』二七頁(有斐閣、二〇〇一年)、上柳克郎Ⅱ鴻常夫編『新版注釈会社法第四補巻平成九年改正』四三頁(鴻常夫)(有斐閣、二〇〇〇年)。

- (30) 上柳克郎ほか・前掲注(29)四三頁。
- (31) 上柳克郎ほか・前掲注(29)四六頁。
- (32) 後述三(一)参照。
- (33) 森まどか「社債の「イベントリスク」に関する法的研究(三)―アメリカ法の立場から―」名古屋大学法政論集一七八号四〇一頁(一九九九年)。
- (34) 森・前掲注(33)四〇一頁。
- (35) 後掲二3参照。
- (36) 社債管理会社が商法三〇九条ノ二に定める行為を行うには社債権者集会の決議が必要であるし、その他社債権者の利害に重大な関係のある事項については裁判所の許可を得て社債権者集会決議を経なければならないからである(商三一九条)。
- (37) つまり、期限の利益喪失を社債管理会社の約定権限として認めることとなる。この条項は、平成五年商法改正前の募集委託契約においても一般的に定められており、改正後も認められている。しかし、法定の手続があるのに、これと大幅に異なる手続は有効性に問題が生じることもあり得るので避けるべき、との意見も見られる(岡光民雄『逐条 新担保附社債信託法』四九六頁(商事法務研究会、一九九四年))。
- (38) 岡光・前掲注(37)一八八頁。江頭憲治郎「永久社債に関する諸問題」西原寛一先生追悼論文集『企業と法下』二六九頁(有斐閣、一九九五年)は、同条の規定は、特段の定めがない場合の任意規定にすぎないとする。
- (39) ただし、「当該債務の合計額(邦貨換算後)が〇億円を超えない場合は、この限りではない」というような限定的条件が付されることがある。
- (40) 金融法研究・前掲注(11)無担保社債管理委託証書の例 第一条一〇項(ホ)。
- (41) 金融法研究・前掲注(11)無担保社債管理委託証書の例 第一条一〇項。

- (42) 金融法研究・前掲注(1)無担保社債管理委託証書の例 第二四条。
- (43) 担保付社債信託法は、当初から物上担保を付して担保付社債を発行する場合だけを想定しており、担保付社債の発動、あるいは担保提供制限条項の発動によって無担保社債の存続期間中に途中から担保を設定して担保付社債とする場合については規定していない。しかし、担保付社債信託法にこれを禁止する明文がないこと、および、担保を設定することは社債権者の利益になることを理由にこれは認められると考えられている。清水浩「担保付社債の実務上の問題点」加藤一郎・林良平編『担保法大系(第三巻)』五三六頁、五四七頁(金融財政事情研究会、一九八五年)。
- (44) 日本興業銀行編・前掲注(1)二五三頁。
- (45) 担保付社債が発動されると、その旨ならびに特約の解除が日刊紙で公告されている。たとえば、靴のマルトミの例(二〇〇〇年四月一五日付け日本経済新聞朝刊)。
- (46) 周知の通り、担保付社債に付す物上担保は担保付社債信託法の定める一九種類のいずれかでないならぬ。いわゆる預金担保とは、担保付社債信託法四一条一項二号の「証書ある債権質」である。
- (47) ②の社債は満期が二〇〇一年二月二三日であるため、繰上償還にはならなかった。
- (48) 担保設定および繰上償還の対象となった社債については格上げされたのに対し(R&I、ムーデイズ)、担保設定がなかった社債については格下げされた(ムーデイズ)。二〇〇〇年一月一六日付け日本経済新聞朝刊一九面、二〇〇〇年一月一七日付け日本経済新聞朝刊一九面参照。
- (49) 二〇〇〇年一月一六日付け日本経済新聞朝刊一九面。
- (50) 一部報道では、銀行による増資が遅れば①②の社債に付された一五六七億円の純資産維持条項に抵触する恐れがあった、と指摘された。さらに、社債の償還やCPの借換えのため、銀行から融資を受ける際に土地・建物を担保として提供したが、これが①②の担保提供制限条項に抵触するのを恐れて繰上償還をしたのではとの憶測も呼んだ。二〇〇〇年二月四日付け日経公社債情報六四頁。

- (51) 純資産額を一五八億円に維持すべきことを要求していた。
- (52) 社債現存額四五億五百万円に対し、定期預金は四六億四七百万円であった。これは銀行による融資によるものであるが。
- (53) 鈴木竹雄ほか監修『アメリカ模範社債信託証書条項注釈』二〇三頁以下参照（野村證券株式会社、一九七一年）。
See eg, RICHARD A. BREALEY & STEWART C. MYERS, PRINCIPLES OF CORPORATE FINANCE, 713 (6 th ed. 2000).
- (54) 椋川泰史「戦間期日本の「社債大衆化時代」における社債法」静岡大学法政研究一卷二・三・四号一五一頁、一五五頁（一九九七年）。
- (55) 椋川・前掲注(54)一五五頁。
- (56) 龍田節「資本市場と競争政策」法学論叢一一六卷一―六号二〇〇頁（一九八五年）。
- (57) 松尾順介『日本の社債市場』三三三頁（東洋経済新報社、一九九九年）。
- (58) 松尾・前掲注(57)三三三頁。
- (59) 田邊光政「社債法制の沿革」岩崎稜先生追悼論文集『昭和商法学史』四五九頁、四六八頁（日本評論社、一九九六年）。
- (60) と同時に、無担保社債について、欧米諸国の立法および担保附社債信託法にならって社債権者集会制度が新設された。田邊・前掲注(59)四六八頁。
- (61) 龍田・前掲注(56)一九六頁によれば、「幹事証券と全受託銀行等がメンバーのようであるから、起債会は起債打合せの後身ではないかと思われるが、いつそうなったのかは明らかでない」とされている。
- (62) 龍田・前掲注(56)二〇八頁。
- (63) これについては、募集の受託会社になることにより得られる高額の手数料等の既得権益にかかる銀行の思惑があったとの指摘も見られる。松尾・前掲注(57)五七頁以下。

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も指摘している。

(79) 社債間限定特約(担付切換を除く)でかろうじてこの状態を回避できる。

(80) ただし、民事再生法施行により、速やかな倒産への移行が見られるようになっており、従来のデフォルト社債より格段に弁済率が高い。二〇〇一年四月二五日付け日経金融新聞一面。

(81) ただし担保として提供された資産価値の下落により債権回収率が低下する恐れもある。

(82) 黒沼・前掲注(12)一六頁。筆者も社債権者の集団性・分散性から生ずる集合行為の問題や保障問題の克服を理由に、同旨の主張をした。事実上のみならず契約文言上も社債管理会社に判断のイニシアティブを与えれば、その判断について社債管理会社が善管注意義務を負うこととなる。森まどか「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―」名古屋大学法政論集一八〇号七九頁(一九九九年)。

(83) 前述のダイエー、マルトミの担付切換条項では、メイン・バンクの口座の預金担保であった。

(84) なお、商法二九七条但書に基づいて発行される社債管理会社不設置債については、担付切換条項は設定されないものが大多数となっている。社債管理会社なしでは発動が困難であることを理由とする。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(上)」金融法務事情一四六四号一〇頁(一九九六年)。

(85) メイン・バンクが債務の流動性を提供しつづけることにより、ただ「延命」されるのみで、かえって無担保債権者の回収率が低くなってしまうことも指摘されていた。二〇〇一年四月二五日付け日経金融新聞一面参照。

(86) 小佐野広『コーポレートガバナンスの経済学』一三八頁(日本経済新聞社、二〇〇一年)ほか、多くの文献が指摘するところである。

(87) 前述の大成建設による繰上償還の場合は社債権者集会決議が成立したことで注目を集めたが、その償還価格は償還期日までの利払いを上乗せした水準であった。投資家は、この資金を再投資すれば満期まで保有した場合に比べて高い利回りを達成することができる。日経公社債情報一九九八年六月二九日六頁参照。

- (88) 黒沼・前掲注(12)一六頁、森・前掲注(82)。
- (89) 上柳克郎ほか編『新版注釈会社法第二補巻平成五年改正』(江頭憲治郎)一九六頁(有斐閣、一九九六年)参照。
- (90) このことは、わが国では海外と異なり、財務制限条項が担保付社債について特約されず、もっぱら無担保社債に限られることと整合的である。江頭憲治郎「転換社債・新株引受権付社債と希薄化防止条項」法曹時報三八巻一一号二四七一頁(一九八六年)。
- (91) 担保提供制限条項が発動された場合、条項が対象とする債務が弁済されるなどして消滅すれば、発動により設定された担保権も解除されるが、担保切換条項の場合はいったん発動されれば担保権者集会決議を経ないかぎり後に解除されることはないだろう。
- (92) 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五頁もほぼ同旨であろう。

三 米国の状況

1 会社再編と社債権者保護

米国では、八〇年代後半の企業再編ブームのなか、社債権者に対する新たなリスクである「イベント・リスク(Event Risk)」が大問題となった。イベント・リスクとは「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」と定義される。⁽¹⁾ イベント・リスクにより、概して株価が急騰するのに対して社債の市場価値が急落するという効果が生じる。⁽²⁾ これは、社債権者と株主との間に存在する経済的利益対立の具体化であり、株主が社債権者から自己へ富を移転することにより前述のような効果が生じる。⁽³⁾ しかし、発行会社は元本および利息について必ずしもデフォルトに陥るといわけではないため、社債権者は自分の社債の

価値がいくら下がろうとも、倒産するまでは法的措置をとることができない。⁽⁴⁾

イベント・リスクの代表的な事例として、一九八八年のRJRナビスコ社によるレバレッジド・バイアウト(LBO)⁽⁵⁾、一九九二年のマリオット社によるスピン・オフ(spin-off)⁽⁶⁾がある。有名なRJRナビスコ事件では、社債の価値が一夜にして二〇%も下落し、それにより社債権者は一〇億ドルの損失を受けたとされる。ナビスコ社の社債は、一夜にして優良社債からジャンク・ボンドになってしまった。当初これは社債権者から株主への大規模な富の移転(transfer of wealth)であるといわれたが、その後の実証研究ではLBO自体が企業価値を高めるものであるとされている。⁽⁷⁾ いずれにしろ、社債の価値が急落したのは事実であり、それについて社債権者が発行会社を相手取り訴えを提起したが、裁判所は「当該LBOを制限するような明示の条項が信託証書に含まれていないかぎり」社債権者は保護されないと判断した。⁽⁸⁾ この事件を契機として、発行会社の経営陣が株主に対して負う信託義務(fiduciary duty)を社債権者にも拡張すべきとの見解も主張されたが、⁽⁹⁾ いずれの裁判所も、発行会社に支払能力がある間は、発行会社の経営陣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。

しばしば指摘されるように、わが国に比べて米国の債権者保護法制は非常に緩やかである。⁽¹⁰⁾ 債権者は自己の利益を原則として契約により自衛しなければならぬ。ナビスコ事件は、社債権者が自己の利益を保護しようとするならば、契約によって自衛するほかに確認するものといえる。こうしたイベント・リスクに対処するために考案されたのが、イベント・リスク条項(event risk covenants)である。

2 イベント・リスク条項の概要

イベント・リスク条項は、一九八八年から一九九三年までに多くの投資適格の社債に組み込まれた。イベント・

リスク条項は、企業買収や社債の格付の下落等、「企図されたイベント (trigger event)」の発生時に救済手段を社債権者に与える。

「イベント」としては、一般的に次のような事象が列挙されている。⁽¹¹⁾

① 第三者による株式取得 (議決権の一定割合 (たとえば二〇%) 以上を与えるような第三者による株式取得)、
 ② 取締役会構成員の変更、③ 合併 (吸収および新設合併)、④ 資産売却 (会社資産の全部または実質的全部 (all or substantially all) の売却)、⑤ 自己株式取得 (社外株式の一定割合 (たとえば二〇%) の株式について一年間に行う自己株式取得)、⑥ 配当と自己株式取得の組み合わせ (会社の持分価値の一定割合 (たとえば二〇%) を超える額での一年間に行う配当と自己株式取得の組み合わせ)。

社債権者に対する救済手段を發動するためには、以上のイベントが一定の格付の下落とともに発生する必要がある。⁽¹²⁾ さらに、イベントが発行会社の親会社または持株会社に関して発生した場合にも同様に發動される条項も見られる。⁽¹³⁾

「イベント」が発生すると、次のうちのどれかの救済手段が社債権者に与えられる。⁽¹⁴⁾

まず、① 額面での買取請求権 (put) が社債権者に与えられることがある。これがつとも一般的な救済手段である。⁽¹⁵⁾ 買取価格が事前に定められているため、社債発行後の市場金利の下落あるいは上昇により、社債権者が過小あるいは過大に補償される可能性がある。^{(16) (17)}

第二に、② 信用リスクに利率を適合させるためにあらかじめ考案された利率表に従い社債について支払われるべき利率を調整するものがある (interest rate adjustment)。すなわち、格付けが当初の格付けより上昇すれば、社債の利率が引き下げられ、格付けが下落すれば利率が引き上げられる。

このように、前述の「イベント」の発生自体は期限の利益喪失事由となるのではなく、救済手段が実行されない場合にはじめて期限の利益喪失事由が発生する。

3 検討

まず、企図されたイベントとして、「第三者による株式取得」が定められていることから、わが国の現在の制限条項が対処できない、発行会社の株主構成の変動による影響に対処することができる。また、発行会社の親会社あるいは持株会社にイベントが発生した場合にも、同様に救済手段が発動される点も参考になる。

さらに特筆すべきは、イベントが発生それ自体は期限の利益喪失事由とならず、社債権者に社債買取請求権を与えるか、信用力に応じて利率を調整する点である¹⁸⁾。これは、企業の清算時における債権回収率の確保という観点ではなく、企業存続の観点に立ったものと評価することができ、わが国における従来の制限条項違反の効果には見られないものである。

こういった多様なイベントや救済手段にまつた問題がないわけではない。すでに議論されているように、とりわけ買取請求権の付与には次のような問題が生じうる¹⁹⁾。まず、あまりに厳格なイベントを定めていると、社債権者が買取請求権を行使しない判断をする可能性が生じる。これが買取請求権の行使を放棄した、と法的に評価されうるとすれば、後に別の会社再編行為が行われたときに買取請求権を行使できなくなる恐れが生じうる²⁰⁾。そうなると、特にクロス・デフォルト条項が付されているときには、社債権者は買取請求権の行使を実質的に強制されることとなり、結局発行会社は当該社債全額を償還しなければならなくなるだろう。これにより発行会社から多額の現金が流出するから、もし発行会社がすべての買取請求権の行使に応じることができないときにはこれ

は期限の利益喪失事由となる。よって、社債権者への買取請求権の付与は、クロス・デフォルト条項とあいまって、発行会社にさらに多額の償還を強いるものとなり、最悪の場合は倒産に追い込む可能性がある。この点で、条項違反の効果として期限の利益喪失を定める場合と実質的差異はない。

こうした可能性に照らすと、次のようにして多額の機会費用が生じる可能性もある。すなわち、発行会社がある正味価値が正のプロジェクトを実行するために株主以外の第三者に新株を割り当てて資金調達をしようとする場合に、このイベント・リスク条項に抵触してしまう。この場合、イベント・リスク条項がなければ、プロジェクト自体により企業価値が増大したはずであるし、また株式による資金調達によって財務レバレッジが下がることで負債の市場価値も増大したはずである。⁽²²⁾ また、同様に、有益な会社再編が妨げられる可能性も出てくる。^(23, 24)

社債権者としては、会社再編された後もリスクに見合った利率を受け取ることが可能であれば当該会社にとどまることに利益がある。⁽²⁵⁾ 社債買取請求権を行使して当該会社との貸付契約関係から離脱しても、合理的な社債権者は新たな負債のエンジェンシー・コストを伴う投資機会を探すこととなり、これにより無用なコストが生じることがあるからである。⁽²⁶⁾ 社債権者に買取請求権を付与する場合は、社債権者が当該会社との貸付契約関係を維持するために買取請求権を行使しない選択をしたとしても、上述のような問題が生じうる。よって、信用リスクに見合った利率を社債権者に受け取らせることには一定の合理性があると説明されることがある。⁽²⁷⁾ 実際、最近ではドイツテレコムが、格下げをイベントとする利率調整条項をすでに採用しているようである。^(28, 29)

(1) 森まどか「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―」名古屋大学法政論集一七七号四一八頁(一九九九年)。

(2) 社債権者と株主の経済的利害対立については、以下の文献を参照。RICHARD A. BREALEY & STEWART C.

- MYERS, PRINCIPLES OF CORPORATE FINANCE, 516 (6th ed. 2000). ; 藤田友敬「会社法と債権者保護」商法会計制度研究懇談会編『商法会計に係る諸問題』一七頁(企業財務制度研究会、一九九七年)・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』一九一頁以下(東京大学出版会、一九九八年)・森まどか「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―」名古屋大学法政論集一七六号一六九頁、一七五頁以下(一九九八年)。
- (3) 森・前掲注(2)一七九頁以下。
- (4) 倒産すれば、企業の支配権が株主から債権者(管財人)に移る。BREALEY & MYERS, *supra* note 2, at 512, fig. 18-3.
- (5) Metropolitan Life Ins. Co. v. RJR Nabisco, Inc., 716 F. Supp. 1504 (S. D. N. Y. 1989).
- (6) F. John Stark, III et al., "Marriott Risk": A New Model Covenants to Restrict to Transfers From Bondholders to Stockholders, 1994 COLUM. BUS. L. REV. 503.
- (7) See eg. Kenneth Lehn and Annette Poulsen, *The Economics of Event Risk: The Case of Bondholders in Leveraged Buyouts*, 15 J. CORP. L. 199, 213 (1990); Kenneth E. Scott, *Are Barbarians after the Bondholders? Event Risk in Law, Fact, and Fiction*, 6 J. FIN. SERVICES RESEARCH 187, 190-191 (1992).
- (8) *Metropolitan Life Ins.*, 716 F. Supp. at 1518.
- (9) Morey W. McDaniel, *Bondholders and Corporate Governance*, 41 BUS. LAW. 413 (1986); McDaniel, *Bondholders and Stockholders*, 1988 J. CORP. L. 205; 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); Lawrence E. Mitchell, *The Fairness Rights of Corporate Bondholders*, 65 N. Y. U. L. REV. NOV. No.5 at 1165 (1990).
- (10) 伊藤靖史「アメリカにおける資本制度と債権者保護」商事法務一六〇一頁一頁(二〇〇一年)参照。

- (11) Marcel Kahan & Michael Klausner, *Standardization and Innovation in Corporate Contracting* (or “the Economics of Boilerplate”), 83 VA. L. REV. 713-741 (1997)
- (12) *Id.* at 742.
- (13) *Id.* at 742.
- (14) *Id.* at 742.
- (15) このほか、額面を上回るプレミアム付きでの買取請求権の付与もあるが、その利用は少なかった。Marcel Kahan & Michael Klausner, *Antitakeover Provisions in Bonds: Bondholder Protection or Management Entrenchment?* 40 UCLA L. REV. 931, 961 (1993).
- (16) *Id.* at 964-65.
- (17) このことが敵対的企業買収からの経営陣の防御手段として利用されることがありうると指摘される。*Id.* at 965.
- (18) むしろわが国のように、一定の会社再編行為があった場合に「担保付社債に切り換える」といった方策がまったく見られないことは興味深い。
- (19) 多くの研究が指摘するように、イベント・リスク条項の経済的意義を検討するうえでは、経営陣と株主との間に生じうる持分のエージェンシー・コストを考慮に入れる必要がある。イベント・リスク条項は社債権者保護機能つまり負債のエージェンシー・コストの極小化機能だけでなく、経営陣の自己利益に資する機能を持つからである。そこで、イベント・リスク条項がポイズン・ピル (poison pill) 的特質を発揮し、テイクオーバーを抑止したときに、これが経営陣の忠実義務 (duties to act with loyalty and in good faith) 違反となるかという問題が提示されている (Peter Siefrid & Judy Day, *Who Needs Merger Covenants? An Analysis of the Effects of Takeover Covenants within a Corporate Governance Perspective*, 16 J. INT'L BANKING L. at 14 (2001))。これについては、①たゞん経営陣の地位の固定化が主要な目的であっても、同時に負債のエージェンシー・コストを減じ株主の利益に資すること、

- ② 権利行使するかどうかを決めるのは社債権者であるから、株主の買付プレミアムを増大するよう交渉する際に経営陣がこの条項を用いることはできないこと、を理由に、裁判所はこれを忠実義務違反と判断しないであろう、と主張されている (*id.* at 15)。
- (20) *Id.* at 16.
- (21) 会社再編が有益なものであっても、他の債権者が買取請求権を行使して会社の破産リスクを高めて負債の市場価値を下落させることを予測すれば、個々の債権者は囚人のジレンマ状態に陥ると考えられる。 *Id.* at 16.
- (22) *Id.* at 16.
- (23) 米国では、敵対的企業買収を念頭においた議論がよくなされるが、イベント・リスク条項の会社支配市場への否定的な影響を回避する方策としては、利率調整を定める条項が適当であると主張される。 Kahan & Klausner, *supra* note 15 at 966.
- (24) イベント・リスク条項の社債権者保護機能と経営陣の地位固定化機能の間には相互依存的效果 (interdependence effect) があると指摘される。経営陣の懈怠 (slack) は社債のデフォルト・リスクの増加につながりうるからであると主張されている。 Sigfrid & Day, *supra* note 19 at 19.
- (25) *Id.* at 19.
- (26) *Id.* at 16.
- (27) *Id.* at 19.
- (28) *Id.* at 18.
- (29) 国内社債ではそうした違反の効果を定める条項は見られないが、サムライ債やユーロ債では、ポイズン・プット的な特約付きの発行がすでに見られているようである。徳島勝幸『現代社債投資の実務 社債市場の現在を考える』七九頁 (財務詳報社、二〇〇一年)。

四 結びに代えて

本稿は、相次ぐ会社再編の法制化と実務に、わが国の無担保社債の財務制限条項が現時点においていかに対応しうるかという問題意識のもと検討を行った。財務制限条項が自由化されたといっても、それは組み込まれる条項の数が減少するというかたちで多様化しているにとどまり、条項の具体的内容は従前のものとなら変わるものではない。最近法制化された会社分割に関しては、合併に関する制限条項が定められていればそれを類推適用できる余地はある。しかし、株式交換・株式移転に関しては、そもそも株主構成の変動による間接的な財産的価値の変化による社債権者の利益への影響を回避することは難しい。

また、条項違反の効果としては、期限の利益喪失およびそれに伴うクロス・デフォルトによる会社の倒産を回避するための方策として、わが国では担付切換条項が定められるのが一般的である。担付切換条項が発動されれば、以降はすべての条項が削除されることになる。社債権者集会決議の開催が困難である現実にかんがみると、担付切換条項には、倒産回避機能が認められ、会社再編の場合のように存続することを前提とした企業にとって重要な意義をもつ。しかし、クロス・デフォルトによる倒産の危険性か、それを回避するために担保を設定するかという二者択一的な違反の効果は、企業を存続させる会社再編においては硬直的すぎるともいえる。そもそも担保は、企業の清算時の債権回収率の確保を目的とするものであり、企業の存続を前提とする会社再編にそぐわない。また、担付切換条項の歴史的意義や、近時のメイン・バンク関係の変容を考えても、企業存続の方策を担付切換条項のみに固執する実質的意義はもはや十分なものであるとはいえない。

株主構成の変動による社債権者への影響を回避する必要があるれば、そうした条項の組み込みが考えられてよい。

これは商法の保護対象外であるからこそ、契約による保護が与えられてよいのではないか。株主構成の変動は一目瞭然であるから、モニタリング・コストもそれほど高いものとはならないであろう。また、企業が継続することを前提とするならば、発行会社から一挙に多額の資金が流出したり資産の流動性を害したりしないような効果を伴う条項が考えられてよいのではなからうか。わが国ではまだLBOは行われていないが、それは事実上の理由によるのみであり、⁽¹⁾法的障壁があるわけではない。今後の展開によっては、日本でもLBOブームが起る可能性があるが、そうなるとなおさら現時点での契約では太刀打ちできない。こうした状況に照らしても、企業が存続することを前提とした制限条項の考案と組み込みが検討されるべきである。

わが国と比べて債権者保護法制が緩やかな米国の状況に目を向けると、社債権者は契約で自己の利益を守るのが大原則となっている。米国において、会社再編に対処するために考案された新しい類型の条項は、発行会社が財産的価値の変動だけでなく、株主構成の変動による社債権者保護にも対処できるようになっている。わが国では、財産的価値の変動については商法が債権者保護規定を定めているが、社債契約上も、商法と同じく財産的価値の変動による影響のみに対処できる条項が存在し、株主構成の変動に対処できるものは現在のところ見当たらない。こうして見ると、わが国の商法上の債権者保護規定、あるいは逆に、社債契約による社債権者保護規定にいかなる意義があるかが問題となる。これについては、各国の債権者保護法制と社債契約中の制限条項等を比較することにより一定の答えを導き出しうるかもしれない。⁽²⁾また、これとは別に、親子会社の会社再編に社債契約でどこまで対処できるか、も問題となる。別人格とはいえ、発行会社の一事業部門といってもよい子会社の再編あるいは発行会社を支配する親会社の再編により、社債権者の利益が影響を受ける可能性は十分に考えられるからである。⁽³⁾これについては、立法論として検討する必要もあろうが、債権者は契約で保護されるのを原則とする

から、まずは契約による対処可能性を考察すべきであろう。⁽⁴⁾ 残された課題は多いが、これらについては今後の検討課題としたい。

(1) ①わが国では歴史的に株価収益率が高いため、借入金利や税率のほうが高くなってしまったこと、②成長性が低い利益が安定し、かつ借入金余力が高い会社が少ないこと、③高いリスクで高い金利で借入れを行ういわゆるジャンク市場の不存在、の三つの理由が挙げられている。服部暢達「多様化する日本企業の再編スキーム」商事法務一五九号一一頁(二〇〇一年)。

(2) 補完性に関する議論につき、青木昌彦・奥野正寛『経済システムの比較制度分析』(東京大学出版会、一九九六年)参照。

(3) ファイナンス理論の観点からは、「企業の境界」理論による分析が有益であるとの指摘がある。日本銀行金融研究所『デットとエクイティに関する法原理についての研究会』報告書(二五頁(二〇〇〇年))。

(4) 子会社株式の譲渡制限条項については、財務制限条項のバリエーションとして考えられているようである。徳島勝幸『現代社債投資の実務 社債投資の現在を考える』八〇頁(財務詳報社、二〇〇〇年)。もっとも子会社株式が発行会社の事業経営に必要不可欠な資産であれば、前述二一(二)の注(15)の条項に抵触する可能性はある。