

子会社のヘッジ戦略と親子会社関係

——メタルゲゼルシャフト事件の研究——

小 松 卓 也

- 一 序 論
- 二 MG および MGRM における事件
 - (1) 概要
 - (2) ヘッジ戦略の意義
 - (3) 具体的な問題
 - (4) 市場リスクの問題
 - (5) 資金難の問題
 - (6) ヘッジ戦略の維持の是非
 - (7) 銀行との関係
- 三 結 語

一 序 論

1990年代前半に生じた、いわゆるメタルゲゼルシャフト事件は、ある企業グループ内における、上位会社と下位会社との関係を考察するうえで、示唆に富むものである。同事件では、企業グループの上位会社であるメタルゲゼルシャフト社（以下、MG）が、その下位会社である MG Refining & Marketing（以下、MGRM）の事業活動の決定に対して、大きく関与したという事情がある。そして、後者の事業活動から巨額の損失が発生したのであるが、その要因となったものは何かをめぐって、幾つかの議論がなされたのである。

この事件に関しては、どちらかというところ、いわゆるデリバティブ取引

やヘッジ措置という観点から注目されてきたように、見受けられる。他方で、デリバティブ取引を行なった下位会社とその方針に参与した上位会社との関係が、事件の大きな舞台となっているのである。本稿でこれから触れるように、この事件においては、MGRM において複雑な取引が行なわれたことや、MG と MGRM との関係が様々な観点から問題とされていることから、会社法の立場から親子会社関係を研究するうえで、この事件は重要な研究対象であると思われる。

なお、本稿においては、同事件の研究をとおして、ある一定の状況に対してなされる、様々な分析や把握のあり方を知る、ということを目的とした。他方、重要であることを否定するわけではないが、本稿では、本事件の事実関係の厳密な検証を行なうという目的、あるいは、事件の真相を究明するという目的を、主眼とするものではないことを、あらかじめ断っておく。⁽¹⁾

二 MG および MGRM における事件

(1) 概要⁽²⁾

MG は、コングロマリットを形成するドイツ企業であり、そのコンツェルン傘下には、石油製品の取引を業とするアメリカ企業である

(1) 以下の記述においては、事実関係を把握するにおいても、同事件に関する分析や論評の類の文献を参照した。

(2) 以下、Eckhardt/Knipp, Metallgesellschaft: Das Protokoll einer vermeidbaren Krise, Handelsblatt, Nr. 214, 4./5. 11. 1994, S. 28 f.; Culp/Miller, Metallgesellschaft and the Economics of Synthetic Storage, ZBB 1995 2ff.; Kropp, Die Öltermingeschäfte der Metallgesellschaft-Anmerkungen zu einer Kontroverse, ZBB 1995 14 ff.; Spremann/Herbeck, Zur Metallgesellschaft AG und ihrer Risikomanagement-Strategie, in Franke (Hrsg.), Bewertung und Einsatz von Finanzderivaten, zfbf-Sonderheft 38, 155, 156 ff. (1997). また、邦文献による紹介として、花枝英樹「デリバティブ利用の失敗例に学ぶ——メタルゲゼルシャフト社のケース——」一橋論叢第120巻第5号642頁以下(1998)、可児滋・デリバティブの落とし穴145頁以下(2004)参照。

MGRMがあった。MGRMは、当時、事業活動において北米地域への進出に遅れをとっていたことから、次のような事業戦略をとることにした。すなわち、MGRMは、石油価格が高騰すれば、短期的には、末端の消費者ではなく石油製品の小売業者等がそれを負担することになる、という点に着目した。とくにガソリンスタンドなどの小規模な小売業者にとって、石油価格の変動による財務上のリスクを回避することは、重要なリスクマネジメントとなる。そこで、MGRMは、その石油製品の供給にあたって、そうしたリスクを解消しうる取引条件を提示すれば、小規模な小売業者のニーズに合うことになるので、取引先を拡大することができる、と考えた。そして、MGRMは、長期間かつ固定価格での石油製品の供給取引を構想し、5年もしくは10年を期間とする三つの種類の契約を設定した。MGRMの取引先は、これらのうちのいずれかの契約を選択することができたのであった。

上記の供給契約を履行するためには、供給すべき量の石油を入手することが必要となるが、MGRMは市場から石油を購入する方法をとった。⁽⁴⁾したがって、MGRM自身が石油価格の変動リスクに晒されることになった。もし石油価格が高騰すれば、MGRMが供給契約から損失を受けることになる。そこで、MGRMは、デリバティブ取引を行なうこと⁽⁵⁾によって、そのリスクをヘッジするという戦略をとった。

(3) それらの三類型とは、Firm-Fixed-Verträge (既定の固定契約)、Firm-Flexible-Verträge (未定の固定契約)、Guaranteed-Margin-Verträge (収益保証契約)とよばれるものである。前二者の場合、取引相手方のほうに、一定に条件下で供給契約の解約権が与えられ、第三の場合、MGRMのほうに解約権が与えられていた。Kropp, a. a. O. Fn. 2, S. 15f.; Spremann/Herbeck, a. a. O. Fn. 2, S. 159.

(4) なお、MGRMが購入した石油は、いったん同じ企業グループ傘下にあるCastle Energyで精製され、石油製品として再びMGRMが受け取り、それが供給契約の取引先に引き渡されていた。Spremann/Herbeck, a. a. O. Fn. 2, S. 160.

MGRM が着手したデリバティブ取引は、ニューヨーク商品取引所 (NYMEX) の石油先物および OTC 取引によるスワップやオプションを対象とするものであった。さらに、とりわけ1か月から3か月という短期で満期を迎えるものが購入された。そして、締結された供給契約における全ての未履行分に相当する石油量に対して、これらの短期のデリバティブによるヘッジ措置を施したのである。⁽⁶⁾つまり、供給契約は5年ないし10年という長期間であるが、その全期間の未履行分に対応するだけの数量のデリバティブを一度にしかも短期のものを購入するものであり、そして、1か月後などにそのデリバティブが満期を迎えれば、またその時点での上記未履行分が全てカバーされるように、短期のデリバティブを改めて購入する、⁽⁷⁾というかたちをとったのである。

こうしたヘッジ戦略は、1991年に開始されたが、やがて上記先物取引の運用にさいして MGRM に資金難が生じ、さらには MG コンツェルン全体の危機を招くことになる。結果として、1993年12月、MGRM のヘッジ戦略は挫折することとなったのである。問題となるのは、ヘッジ戦略の状況が怪しくなりその最終的処理に至るまでの間に、親会社である MG の大きな関与があった点である。

(2) ヘッジ戦略の意義

一般的に、あるデリバティブ取引が行なわれる場合、それがどのような目的ないし機能をもつか、という点が問題となる。すなわち、もっぱ

(5) 以下の議論において暗に示されているように、ここでいうヘッジ戦略とは、客観的にみた場合、必ずしも純粋にリスク回避のためにヘッジのみを意味するものではない。

(6) もっとも、供給契約に定められた解約権までも考慮した、完全なヘッジがなされることは、容易ではない。Spremann/Herbeck, a. a. O. Fn. 2, S. 161.

(7) こうしたかたちでのヘッジ措置は、スタック・ロールオーバー (Stack-Rollover) とよばれる。

らあるモノの市場価格の変動リスクなどをヘッジするためなのか、あるいは、ヘッジの要素だけでなくそのデリバティブ取引自体によって利益を追求するという投機的な要素 (Spekulation) をも伴っているのか、さらには、もっぱら投機的な行為であるのか、ということである。⁽⁸⁾ MGRM が行なったデリバティブ取引についても、それがリスク・ヘッジのための行為だったのか、それとも投機的なものであったのかという点が、議論されることとなった。これ自体重要な問題点ではあるが、さしあたり、その本来の事業活動にあたる石油製品の供給契約を前提としたうえで、それに伴うリスクをヘッジすることを契機として、デリバティブ取引が行なわれたようである。それゆえ、まず出発点として、デリバティブ取引がヘッジ戦略として行なわれたという観点から、その意義をみていこう。

さしあたり、MGRM が取引先への石油製品の供給契約によって利益をあげるためには、その供給価格が固定されているので、市場から石油を購入する現物価格がその固定価格よりも低くなればよい。他方、固定価格よりも現物価格のほうが高くなれば、取引先にとっては当該供給契約に期待したことが実現される結果となるが、その場合、MGRM は高く買って安く売らなければならず、損失を招くことになる。そこで、NYMEX での先物取引および OTC 取引でのスワップなどによる、ヘッジ戦略がとられたのであった。⁽⁹⁾⁽¹⁰⁾

取引先との供給契約において、MGRM は、その固定価格が当時の NYMEX における石油先物相場よりも若干高くなるように設定してい

(8) Vgl. Radow, *Derivate und Corporate Governance*, ZGR 1996, 594 ff.

(9) 実際には、OTC 取引の取引量のほうが大きかった。Culp/Miller, a. a. O. Fn. 2, S. 3. とはいえ、以下では、この事件の中心的な問題となった、NYMEX における先物取引を念頭に置いて、記述を進める。なお、MGRM が行なった先物取引は、買い (ロング) のポジションである。

(10) 以上, Spremann/Herbeck, a. a. O. Fn. 2, S. 173.

(11) た。したがって、かりに固定価格よりも現物価格のほうが高くなる状況が生じて、固定価格よりも低い価格である先物相場で当該現物を購入することによって、MGRMの損失は埋め合わされることになる。すなわち、前者の状況下での供給契約によって生じる差損は、後者の先物取引から得られる差益によって、補うことができるのである。

ところで、当時の石油市場では、先物相場に比べて現物相場のほうが高くなるという状況が通常であったようである。⁽¹²⁾これは、石油の現物相場が供給契約の固定価格よりも高くなりうることを意味している。それゆえ、MGRMのヘッジ戦略は、例外的な不測の場合に備えて先物取引によるヘッジを行なったというよりは、ヘッジの対象となる状況を十分に予想したうえで行なわれたものである。また、MGRMは保有する先物をその満期の直前に売却しそれと同時に新たな先物を購入していたが、そうしたロールオーバーにおいては、バックワーデーションという状況下であると、新たに購入する先物に支払うよりも高い価格で、満期直前にある先物を売却することができる。⁽¹³⁾要するに、石油市場がバックワーデーションであれば、MGRMは、スタック・ロールオーバーという方法⁽¹⁴⁾それ自体から、利益が得られることになるのであった。

さらに、5年ないし10年にわたる供給契約全体にかかる石油量をスタック・ロールオーバーによってヘッジするということは、とりわけ契約初期の段階では、供給契約の履行部分よりも未履行部分のほうが圧倒的

(11) Vgl. Kropp, a. a. O. Fn. 2, S. 15f.

(12) Spremann/Herbeck, a. a. O. Fn. 2, S. 164, 173f. こうした先物相場と現物相場との関係は、バックワーデーションとよばれ、反対に、先物相場のほうが高い状況はコンタンゴとよばれる。Vgl. Spremann/Herbeck, a. a. O., S. 164. 可児・前掲注(2)171頁参照。

(13) Kropp, a. a. O. Fn. 2, S. 25.; 可児・前掲注(2)160頁, 171頁以下。なお、売却するほうの先物の価格は、満期直前時には、現物相場とほぼ等しくなる。可児・前掲注(2)176頁参照。

(14) Spremann/Herbeck, a. a. O. Fn. 2, S. 174.

に多いはずであるから、ロールオーバーのために短期のデリバティブを大量に売却・購入することになる。したがって、たとえば、契約初期の期末における供給契約に基づく損益とロールオーバーによる損益とを比べれば、後者のほうが、遙かに金額が大きくなりうることが考えられる。すなわち、石油市場がバックワーデーションではなくコンタンゴになり、先物相場よりも現物相場のほうが安くなるということになれば、供給契約の履行のための一連の取引においてMGRMは差益を得ることができるが、他方で、ロールオーバーによってそれを大きく上回る損失を生じることにもなりうる。実際にも、1993年において全般的に石油市場がコンタンゴに陥ったのであった。要するに、全体的な結果として、ロールオーバーそれ自体が大きな損失を生むことになったのである。⁽¹⁵⁾

ところで、一般的に、リスク・ヘッジの方法自体、多様なものがありうるわけだが、本件のような長期間の供給契約に伴うリスクをヘッジするのであれば、MGRMが採用したスタック・ロールオーバーという方法以外のものもありうる。デリバティブを用いたその対極的な手法としては考えられるのは、長期間にわたる供給契約の各々の期間における履行のために必要な石油量にそれぞれ対応するかたちで、短期から長期にわたってそれぞれ満期を迎えるデリバティブを各々購入する、という方法である。⁽¹⁶⁾ さしあたり、長期の先物を利用する利点としては、ボラティリティー（いわゆる変動幅）がより低くなるため、短期のものを用いたスタック・ロールオーバーに比べて、キャッシュフロー上のリスクが低くなる、といわれている。⁽¹⁷⁾ しかし、MGRMは以下の理由から、スタック・ロールオーバーによるヘッジ方法を選んだのである。第一に、5

(15) 以上、Kropp, a. a. O. Fn. 2, S. 25; 可児・前掲注(2)174頁以下。

(16) これらのヘッジ方法の対比として、可児・前掲注(2)155頁以下参照。

(17) Mello/Parsons, Maturity Structure of a Hedge matters: Lessons from the Metallgesellschaft Debacle, Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 8, Nr. 1, 106, 108 (1995); Spremann/Herbeck, a. a. O. Fn. 2, S. 167 ff.

年ないし10年という供給契約に見合うだけの、長期の石油先物が利用できないこと。⁽¹⁸⁾第二に、石油に関する金融デリバティブは、長期のものになると市場の流動性が低くなること。⁽¹⁹⁾第三に、供給契約に定められたオプションに基づいて、取引先が供給契約を解約する場合を想定すれば、短期のデリバティブのほうが、ヘッジ・ポジションを修正するコストが少なくてすむこと。⁽²⁰⁾第四に、MGRMは、単に供給契約上の利益をヘッジするだけでなく、スタック・ロールオーバー自体からの利益を期待していたこと。⁽²¹⁾

結局のところ、以上のような、MGRMが行なったヘッジ戦略が適切であったかどうかについて、評価することは容易ではない。なぜなら、たとえば、ヘッジ措置それ自体の合理性、ヘッジ措置とそれが対象とする取引との関係、ヘッジ開始後のそれらの運用のあり方、さらには市場動向などの外的要因の把握ないし予測がどうであったかなど、考慮すべき点は少なくないからである。さしあたり、MGRMが行なったデリバティブ戦略それ自体に関しては、MGRMの主たる事業に伴う石油の現物価格の上昇というリスクを、ヘッジする機能があったのであり、⁽²²⁾かつ、上記したように、短期のデリバティブを利用するそれなりの理由が存在したのであった。また、これとは別に、石油の現物価格が将来的の上昇する場合に備える方法として、供給契約の履行のために必要な石油を在庫として物理的に貯蔵しておく、という方法が考えられる。しかし、この方法を用いるかあるいはデリバティブを用いたリスク・ヘッジをするかの判断は、個々の場合に依じて各々のコスト的な有利性を勘案した

(18) Eckhardt/Knipp, a. a. O. Fn. 2, S. 28; Spremann/Herbeck, a. a. O. Fn. 2, S. 162.; 可児・前掲注(2)159頁以下。

(19) Spremann/Herbeck, a. a. O. Fn. 2, S. 162.; 可児・前掲注(2)159頁以下。

(20) Spremann/Herbeck, a. a. O. Fn. 2, S. 162; Culp/Miller, a. a. O. Fn. 2, S. 9.

(21) Kropp, a. a. O. Fn. 2, S. 23; Mello/Parsons, a. a. O. Fn. 17, S. 116 f.

(22) Culp/Miller, a. a. O. Fn. 2, S. 9.

うえでなされるから、一概にその優劣を説くことはできない⁽²³⁾。ともあれ、MGRMは、石油市場における自己の競争上の優位性を、デリバティブを利用した方法による、石油価格のリスクマネジメントに関する自身の能力に見い出していたようである⁽²⁴⁾。他方で、MGRMが行なったデリバティブ取引は、ヘッジの対象となる取引から得られる利益をよりよく確保するという意味での、健全なリスク・ヘッジの措置ではなかった、とする見解もある。すなわち、当該デリバティブ取引を全体的にみれば、それはMGRMの本来の事業活動をヘッジする副次的な行為といえるものではなく、石油市場がバックワーデーションとなることによって、先物取引から大きな利益が得られることを期待した、ひとつの投機行為と捉えることができる⁽²⁵⁾、というのである。

(3) 具体的な問題

ところで、一般的に先物取引が行なわれる場合、取引開始時に証拠金を積み立てればよく⁽²⁶⁾、また、満期前に売却して差金決済することができ

(23) 以上、Spremann/Herbeck, a. a. O. Fn. 2, S. 165 ff.; Culp/Miller, a. a. O. Fn. 2, S. 5 ff. また、花枝・前掲注(2) 651頁以下も参照。

(24) Spremann/Herbeck, a. a. O. Fn. 2, S. 175.

(25) 以上、Mello/Parsons, a. a. O. Fn. 17, S. 114 ff.

(26) 先物取引においては、将来時に決済が行なわれるため、取引当事者の信用力が問題となる。もっとも、取引所取引においては、各々の市場参加者が直接に決済を行なうのではなく、彼らは取引所の清算機関を相手方として決済する、という仕組みがとられている。すなわち、取引を行なう各市場参加者ではなく、清算機関が、その取引相手方である市場参加者の信用リスクを負担するのである。他方、各々の市場参加者は、通常、先物取引の開始時に、当該取引が対象とする資産の価値に対してその一定割合分を、証拠金（マージン）として積み立てることが、清算機関から求められる。さらに、対象となる資産の価値の相場変動により、その時々々の資産価値と当該先物取引で約定された対価との乖離が生じることから、当該状況を逐一把握するために、先物取引における売りまたは買いのポジションの値が、日々評価し直される（値洗い）。たとえば、対象となる資産の価値

⁽²⁷⁾れば、当該契約に基づいて給付すべき対価の全額を現実に支出することを要しない。したがって、商品を物理的に貯蔵しておくリスクマネジメント方法に比べて、さしあたり手元資金をより活用できるという利点がある。しかし、その反面で、含み損が膨らむことによる証拠金の追加要求がなされるという事態にも、備えておかなければならない。すなわち、先物取引によるヘッジ戦略では、キャッシュフローについての相応の計画性ないし管理が、⁽²⁸⁾求められるのである。

さて、MGRMの場合でも、そうしたキャッシュフロー上の問題が生じたのである。既に触れたように、1993年に、石油の現物相場が下落したことで、石油市場はコンタンゴとなった。それに起因して、MGRMの先物の買いポジションに対して、NYMEXから証拠金の追加要求がなされたのである。そして、この証拠金の追加要求に対応するにさいして、MGコンツェルン全体が資金的に窮地に陥るに至った。その後、MGの取締役の大半が入れ替わることとなり、MGの新しい取締役会の下で、MGRMの供給契約の縮小とヘッジ取引の清算が進められることになった。先物ポジションはそのままのかたちで清算され、含み損が現実の損失⁽²⁹⁾となって現れたのである。こうした結果、MGRMにおいて約13億ド

の相場が下落することになれば、当該先物取引において、いわゆる含み損が発生することになる。そのさい、当初の証拠金に比べて含み損が所定の大きさに達することになれば、証拠金が追加要求される（マージン・コール）。さらに、その追加要求に応じることができなければ、ポジションは強制的に清算される。以上につき、Vgl. Kropp, a. a. O. Fn. 2, S. 17. 榊原茂樹＝青山護＝浅野幸弘・証券投資論（第3版）357頁（1991）、可児・前掲注（2）18頁，39頁以下，165頁以下，中島真志＝宿輪純一・証券決済システムのすべて（第2版）11頁以下（2008）、米良周・商品先物取引の手引き18頁以下（2008）参照。

(27) 榊原＝青山＝浅野・前掲注(26)357頁以下参照。

(28) 以上、Spremann/Herbeck, a. a. O. Fn. 2, S. 167.

(29) また、MGRMの先物取引については、通常の取引よりも信用リスクが小さいヘッジ取引であることから、NYMEXの特例措置の対象となり、

ルの損失が計上されることとなった。⁽³⁰⁾

さしあたり大雑把な流れを示したが、以上の経緯の限りにおいて、とりわけ議論の的とされたのは、次の諸点である。第一に、石油市場がコンタンゴになることは、あらかじめ予測することが容易ではなかったのか。第二に、先物ポジションにかかる証拠金の追加要求がなされたことそれ自体よりも、むしろ、MGRMあるいはMGが資金難に陥るに至ったことのほうに、問題があったのではないか。第三に、MGの新しい取締役会はMGRMのヘッジ戦略の維持を認めなかったのであるが、その判断は果たして適切なものだったのか。

(4) 市場リスクの問題

石油市場がコンタンゴになったことがMGRMの窮状を招いたという点は、いわゆる市場リスクに関する問題と捉えることができる。⁽³¹⁾ 本件では、1993年に石油の現物相場が下落したわけであるが、その要因として、とくに挙げられているのが、同年の初めにOPEC内で石油生産等に関する紛糾が生じたことであり、さらにOPECにおける生産調整が同年11月に不合意に終わった、ということである。そうした事情から、石油の現物市場が供給過剰の様相となったのである。⁽³²⁾

通常の市場参加者に認められている上限のポジション量を超えて、ポジションを保有することができた。しかし、のちに、NYMEXはその特例措置の対象からMGRMを除外している。その結果、MGRMの先物ポジション量は、半減することとなった。Kropp, a. a. O. Fn. 2, S. 17 ff.; 可児・前掲注(2)183頁以下。

(30) 以上、Eckhardt/Knipp, a. a. O. Fn. 2, S. 29; Culp/miller, a. a. O. Fn. 2, S. 12; Kropp, a. a. O. Fn. 2, S. 17 ff.; Spremann/Herbeck, a. a. O. Fn. 2, S. 170 ff. なお、MG コンツェルンの危機によって、MGRMがヘッジ戦略として行なっていたOTC取引についても、その取引相手から、解約、契約更新の拒否あるいは担保の要求がなされるようになった。Kropp, a. a. O. Fn. 2, S. 18; Spremann/Herbeck, a. a. O. Fn. 2, S. 171.

(31) Spremann/Herbeck, a. a. O. Fn. 2, S. 173 ff.

他方で、MGRM が供給契約およびヘッジ戦略を開始した1991年までの5年間、石油市場は、ほぼ例外なくバックワーデーションにあったようである。⁽³³⁾ 上記のような OPEC における事態、あるいは市場がコンタンゴに反転することを、あらかじめ予測することがどれ程可能であったのかは、さしあたり筆者には不明である。そうした予測が困難であったとしても、現物相場の変動状況は日々確認できるのであり、しかも MGRM が行っていたのは短期の先物取引であるから、比較的迅速な先物ポジションの修正ができたようにも考えられる。しかし、もし OPEC での合意が成立するに至ったならば、状況は反転したかもしれず、ポジション修正のタイミングが難しかったという事情があるかもしれない。もっとも、本件の場合、そもそも、ある先物ポジションの保有期間内に、⁽³⁴⁾ 含み損が膨らみ証拠金の追加要求という事態になったのである。

ともあれ、MGRM は、市場の動向をただ傍観していたわけではなく、コンタンゴがさらに継続することを懸念して、1993年の10月中旬から11月初めにかけて、石油のプット・ポジションを購入するというかたちで対処している。すなわち、引き続き石油の現物相場が下落することにな

(32) 以上、Kropp, a. a. O. Fn. 2, S. 25; Spremann/Herbeck, a. a. O. Fn. 2, S. 170. 可児・前掲注(2)166頁。可児・前掲注(2)174頁以下によれば、石油などのエネルギー商品の場合には、常に供給状況が不安定であるため、そうした商品を利用する企業は、現物在庫を多めにもつ傾向がある。とくに、需要が逼迫するときには、現物在庫をより貯えようとするため、現物相場が上昇し、その結果、バックワーデーションになる。他方、商品が供給過剰になるときは、その反対の状況すなわちコンタンゴとなる、という。なお、取引を行なう対象商品や目的によって、需給状況や現物在庫のコストの重要度が様々であるから、一概には言えない。Vgl. Spremann/Herbeck, a. a. O. Fn. 2, S. 164f.; 可児・前掲注(2)169頁以下、住友信託銀行マーケット資金事業部門編・デリバティブキーワード300、42頁以下参照。

(33) 以上、Spremann/Herbeck, a. a. O. Fn. 2, S. 170.

(34) 可児・前掲注(2)164頁以下。

れば、当該プット・オプションの価値は上昇するのである。実際にも、MGRMは、当該オプションを1か月後に売却することによって、若干の利益を得ることはできた。しかし、コンタンゴに起因して生じること⁽³⁵⁾となった全体的な資金難は、改善されなかったのである。

(5) 資金難の問題

一般論として、ひとつの企業グループにおいて、全体として資金が効率的に利用されることや、当該グループ企業の一部が不慮の資金難に陥らないようにすること、などのために、グループ全体として一括した資金管理が行なわれる場合がある⁽³⁶⁾。もっとも、本件において、MGコンツェルンがそのような資金管理システムを運用していたかどうかは、筆者には明らかではない。とはいえ、MGRMの証拠金の追加支払いに関する資金難からMGコンツェルン全体の危機に至ったといわれている状況からみて、MGRMが財務的に完全に独自に運営されていた、というわけではないようである。

さて、MGRMに対する証拠金の追加要求に関して、MGにも資金難が生じたのであるが、MGの資金難が表面化したのは、1993年の12月に入ってからであった。そして、同月10日に、MGは、ドイツ銀行およびドレスナー銀行から、5億ドルのつなぎ融資を受け、そのうちの1億ドルが、MGRMの先物ポジションにかかる証拠金の追加要求のための資金として充てられた⁽³⁷⁾。この時点では、銀行と当該融資の交渉を行なったのは、MGの取締役会議長であるHeinz Schimmelbuschであった。しか

(35) 以上、Kropp, a. a. O. Fn. 2, S. 17; Spremann/Herbeck, a. a. O. Fn. 2, S.

(36) ドイツ法における、コンツェルンの資金管理システムについては、たとえば、小松卓也「結合企業における統一的運営とそれに対する融資銀行との法的関係について」神戸学院法学第34巻第1号209頁以下（2004）参照。

(37) 以上、Eckhardt/Knipp, a. a. O. Fn. 2, S. 28; Kropp, a. a. O. Fn. 2, S. 18; Spremann/Herbeck, a. a. O. Fn. 2, S. 17f.

し、同月17日には、Schimmelbusch も解任され、MG の取締役の大半が入れ替わることになった。そして、先にも触れたように、MG の新しい取締役会は、MGRM のヘッジ戦略の維持に否定的であったのである。⁽³⁸⁾

他方で、このつなぎ融資を受けたこと自体については、ある批判がなされている。すなわち、そもそも、MGRM が行なったスタック・ロールオーバーの下では、キャッシュフローの動きが大きくなるため、銀行からの融資に頼る場合もでてきうる。そうなれば、同時に、経営面においても銀行から大きな影響を受けることにもなりうる。しかるに、MGRM のヘッジ戦略においては、その当初から、銀行との関係にも留意する必要がある⁽³⁹⁾。ところが、MG は上記のような融資を受け入れたのであった。これは、MG の命運をそれらの銀行に委ねてしまうという誤りを犯したのである、⁽⁴⁰⁾ というのである。もっとも、これは、企業と銀行との関係をどう評価するかという問題でもあり、後で触れる。

ところで、MG の財務状況自体についても、既にMGRM のヘッジ戦略の当初から、多額の負債を抱えており、資金的にも苦しい状況にあった、⁽⁴¹⁾ といわれている。MGRM がそのヘッジ戦略の遂行後に資金繰りが苦しくなっても、MG がそれを支援することは期待できなかった⁽⁴²⁾。しかも、石油市場がコンタンゴであった1993年の7月から9月にかけて、MGRM は、供給契約における契約類型のうちの既定の固定契約および未定の固定契約に基づく供給量を、8400万バレルから15400万バレルに拡大していたのである。結果的に、これが大きな損失を生むこと⁽⁴³⁾となった。こうしたことから、MG コンツェルンの切迫した資金状況の

(38) 以上、Eckhardt/Knipp, a. a. O. Fn. 2, S. 29; Spremann/Herbeck, a. a. O. Fn. 2, S. 172.

(39) 以上、Kropp, a. a. O. Fn. 2, S. 24.

(40) Eckhardt/Knipp, a. a. O. Fn. 2, S. 28; Kropp, a. a. O. Fn. 2, S. 18.

(41) Kropp, a. a. O. Fn. 2, S. 24; Mello/Parsons, a. a. O. Fn. 17, S. 109.

(42) Mello/Parsons, a. a. O. Fn. 17, S. 109f.

(43) 以上、Culp/Miller, a. a. O. Fn. 2, S. 9; Spremann/Herbeck, a. a. O. Fn. 2,

下で、MGRM が大きな資金需要が発生するかもしれないヘッジ戦略をとったことが、⁽⁴⁴⁾ そもそもの誤りであった、という指摘もなされている。

とはいえ、MG および MGRM における資金難は、銀行からの徹底的な支援があれば、乗り切ることができた可能性がある。しかし、MG の経営陣の判断として、MGRM のヘッジ戦略をこれ以上維持しないという結論が下されたのであり、⁽⁴⁵⁾ そうであれば、証拠金の追加払いのための資金も必要もなくなったのである。それでは、ヘッジ戦略の維持を否定した理由とは一体どのようなものであったのか、次にみていくことにしよう。なお、Schimmelbusch は、解任される直前にも、クウェートの石油会社と資金援助についての交渉を行なっている。しかし、その件については、MG の監査役会議長の Ronald Schmitz から、⁽⁴⁶⁾ 却下されている。

(6) ヘッジ戦略の維持の是非

本件で問題となった、MGRM の石油取引とそれに伴うヘッジ取引に関する事業戦略は、MGRM の経営者 (Chef) であった W. Arthur Benson によって立てられたものである。そして、当時の MG の経営陣は、Benson のそうした戦略を信じていた。ところが、MG における上記の資金難が明らかとなったのち、MG の監査役会議長の Schmitz は、そのヘッジ取引を清算するよう指示した。その過程で、MG の監査役会議長でもある Schmitz と MG の旧取締役会議長であった Schimmelbusch との間で、⁽⁴⁷⁾ 対立があったのである。Schmitz は、ドイツ銀行の取締役会⁽⁴⁸⁾ 議長でもあり、1993年の3月に、MG の監査役会議長に就任している。

S. 175.

(44) Kropp, a. a. O. Fn. 2, S. 30.

(45) 以上, Spremann/Herbeck, a. a. O. Fn. 2, S. 186.

(46) Eckhardt/Knipp, a. a. O. Fn. 2, S. 29.

(47) 以上, Eckhardt/Knipp, a. a. O. Fn. 2, S. 28 f.; Kropp, a. a. O. Fn. 2, S. 15.

なお、ドイツでは、取締役は、監査役会によって選任される (株式法84条)。

(48) Eckhardt/Knipp, a. a. O. Fn. 2, S. 28.

両者の対立の原因には、本件において現れた様々な問題それ自体に対する考え方の相違とは別に、本件とは直接関係のない事情も存在するようである。⁽⁴⁹⁾それはさておき、SchmitzをはじめとするMGの経営陣が下した、MGRMのNYMEXにおける先物ポジションを清算するという判断が、果たして妥当なものであったのかどうかに関しては、本件の複雑な状況を鑑みれば、いわば総合的な見地からの評価を伴うことになる。しかし、その前提として、個々の問題点を明確に把握しておくことが、必要である。

まず、ヘッジ戦略が維持されるべきであったとする立場は、次のようにいう。すなわち、1993年に石油市場がコンタンゴに陥ったといっても、その後に再び、石油価格が上昇して市場がバックワーディションに反転することになれば、MGRMが期待していたように、そのスタック・ロールオーバー戦略から、利益を得られることになる。実際にも、1994年になると、石油価格は上昇に転じたのであった。⁽⁵⁰⁾したがって、当初の計画どおりに先物ポジションを維持していれば得られたはずの大きな利益を、ポジションを清算したことによって、逃してしまったのである。⁽⁵¹⁾また、そのさい、ヘッジされない状態での供給契約が残存していたのであり、それらは、のちに石油価格が上昇したことによって、MGRMにと

(49) たとえば、従来から個人的な好き嫌いがあったこと (Eckhardt/Knipp, a. a. O. Fn. 2, S. 28), あるいは、MG内での勢力争いが存在したこと (Culp/Miller, a. a. O. Fn. 2, S. 11), といった事情がいわれている。

(50) Culp/Miller, a. a. O. Fn. 2, S. 12. なお、石油価格が上昇することになった要因として、MGRMがそのポジションを清算したこと自体もありうる、と指摘されている。可見・前掲注(2)193頁。また、そもそも1993年に石油価格が下落したことの要因のひとつにも、MGRMのスタック・ロールオーバーによる取引がありうる、という。可見・前掲注(2)177頁。

(51) さらに、かりに1995年4月までヘッジ戦略が維持されていたならば、最終的に相当な利益が生じていた。Culp/Miller, Hedging in the Theory of Corporate Finance: A Reply to Our Critics, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 8, Nr. 1, 121, 126 (1995).

って不利な取引となってしまった。さらに、MGRM がヘッジのために行っていた OTC 取引の相手方に対しても、NYMEX での先物ポジションが清算されたことによって、MGRM の信用力が危機的状況にあるという合図を送ることとなった。⁽⁵²⁾つまり、これらの事情の限りにおいて、先物ポジションの清算を進めた MG の判断は、結果的に、裏目に出たのであった。

もっとも、先物ポジションを清算するという判断を行なった当時、バックワーデーションへの反転をどれ程度予測しえたか、という点がひとつの問題である。これに関しては、ヘッジの対象である供給契約が長期間であることから、長期的にみれば、石油価格が上昇してバックワーデーションとなる蓋然性があった、という見解もある。⁽⁵³⁾他方で、1993年の11月24日の時点では、OPEC 内での状況から、コンタンゴが続く様相を呈しており、少なくとも1993年12月においては、その後にバックワーデーションに転じて、コンタンゴの下での損失が埋め合わせされる、という見通しは疑わしいものであった、という指摘もみられる。⁽⁵⁴⁾

他方で、ヘッジ戦略を否定する立場からは、次の点が指摘されている。重要なのは、単に損失が生じたということではなく、損失が莫大であったことであり、その原因は、コンタンゴに陥ったという石油市場の動向にあっただけではなく、MGRM のヘッジ戦略における取引量の大きさにもあった、という点である。⁽⁵⁵⁾すなわち、MGRM が行なったヘッジにかかる取引つまりスタック・ロールオーバーは、各々が短期の取引であったにもかかわらず、締結された供給契約のうち、未履行である全期間に相当する取引量を対象とするものであった。しかし、それは、ヘッジ措置としては過剰な取引量であり、石油取引を投機的に行なうものであ

(52) 以上、Culp/Miller, a. a. O. Fn. 2, S. 11 f.

(53) Spremann/Herbeck, a. a. O. Fn. 2, S. 186.

(54) Kropp, a. a. O. Fn. 2, S. 27.

(55) Kropp, a. a. O. Fn. 2, S. 26.

った。しかるに、ヘッジ取引を清算するというMGの経営陣の判断は、それまで行なわれていた過剰なヘッジ措置を事後に修正したにすぎないものである、⁽⁵⁶⁾ というのである。

確かに、MGRMのヘッジ措置は、直ちに履行する必要のない将来の契約分までも対象として、しかも、そのまま保有するのではなく、短期的にそれらの売買を繰り返すというのであるから、いささか奇異な印象を生ずるかもしれない。この戦略を支持する論者は、以下のように説明する。MGRMの本質は、石油の現物相場⁽⁵⁷⁾のリスクを問題とするのではなく、ベース・リスク⁽⁵⁷⁾を対象として事業活動を行なう企業である。すなわち、ベースに関する情報について競争上優位に立ち、それによって企業価値を向上させようとするのである。したがって、当該戦略は、純粋なリスク回避のためのヘッジというものではない。もっとも、かりにヘッジ措置を行わないのであれば、現物相場の変動リスクに晒されることになる。これに起因するMGRMの企業価値の変動幅よりも、ベース・リスクからくる企業価値の変動幅のほうがより小さい。それゆえ、実際には、当該戦略はリスクを低減させる働きをもつのである。⁽⁵⁸⁾ さらに、この戦略においては、ヘッジ措置と供給契約の履行のために必要な石油との量的関係が簡明であるため、MGの経営陣は、その取引を容易に監視することができるので、隠れた不正行為が行なわれることを危惧する必要もなく、その細部についてはMGRM側に任せることができる。⁽⁵⁹⁾ これは、MGの株主にとっての利益でもある、というのである。

(56) 以上、Kropp, a. a. O. Fn. 2, S. 29f. なお、可児・前掲注(2)179頁以下も参照。

(57) ここでいうベースとは、石油市場における先物相場と現物相場と間で生じうる、その差異をさす。Vgl. Spremann/Herbeck, a. a. O. Fn. 2, S. 163f.

(58) なお、Mello/Parsons, a. a. O. Fn. 17, S. 120. は、ベース・リスクへの投機であると非難する。

(59) 以上、Culp/Miller, a. a. O. Fn. 51, S. 122 ff.

また、MGの新しい取締役会の方針を支持する立場からは、MGRMが行なったヘッジ戦略そのものよりも、ヘッジの対象となった石油製品の供給契約のほうに問題があった、とする主張もある⁽⁶⁰⁾。論者によれば、MGRMが取引先と締結した供給契約における取引量は、市場の需要からみて明らかに過大であった。あるいは、5年ないし10年にも及ぶ長期間の契約ではなく、より短期のものにするべきであった。そして、供給契約において取引量が過大ないし長期間であることの問題は、MGRMにとって、その取引先のデフォルト・リスクの負担が大きくなることにある。こうした理由から、正当にも、供給契約の解消が進められ過大な取引量が削減されることになったのである。他方、ヘッジ戦略自体の選択については、MGRMが行なった事業規模の大きさを考えれば、たとえMGRMが別のヘッジ方策を用いていたとしても、状況が大いに良くなったとはいえない、とする⁽⁶¹⁾。

(7) 銀行との関係

既に触れてきたように、MGRMのヘッジ戦略の帰趨は、その上位会社であるMGの判断に基づくものであり、さらに、そのMGの判断は、監査役会議長のSchmitzの意向に従うものであった。また、そこでは資金面での問題が大きく関わっており、同時に、SchmitzはMGの主要な融資元であるドイツ銀行の取締役会議長でもあったのである。そこで、本事件においては、銀行との関係あるいは銀行から来た者の役割という点も、問題となった。

ひとつには、Schmitzの指示の下で行なわれたMGRMのヘッジ取引の清算は、MGの大口債権者でありかつ主要株主でもあるドイツ銀行の利益を守る、という観点から行われたものであった、という指摘がなさ

(60) Spremann/Herbeck, a. a. O. Fn. 2, S. 181.

(61) 以上, Spremann/Herbeck, a. a. O. Fn. 2, S. 181,186f.

れている⁽⁶²⁾。また、この論者は、MGRM が先物ポジションにかかる証拠金の追加払いのための資金を必要としていることについて、MG の監査役会は、そうした資金の投入を、いわばギャンブルの賭け金をさらに二倍にするだけのもの、と誤解したのではないか、という⁽⁶³⁾。つまり、融資した資金が賭け事のために使われることを、銀行の立場から回避した、⁽⁶⁴⁾というのである。なお、ここで問題とされているのは、MGRM が行なった先物取引が事実不当な賭け事であった、ということではない。その先物取引に対しての MG の監査役会の理解が不十分であったことが、批判されているのである。

要するに、この論者は、MGRM の先物ポジションの清算という判断を MG の経営陣が下したことは、誤りであったとしつつ、次のようにいう。すなわち、MGRM のような事業計画を行なう企業の経営者は、デリバティブの専門家になる必要はないけれども、会社の取引状況やヘッジ戦略の背景にある本質的な構造、および、その事業計画を機能させるのに必要な長期的展望を、理解することが要求されるのである。そうでないならば、たとえ経済的に健全なヘッジ戦略であっても、誤って時期尚早に清算されることになるかもしれない。なぜならば、本件において、スタック・ロールオーバーのコストが容易に認識できるマイナス要素であったことと、一時的に資金が枯渇したことは、MG の監査役会から、ギャンブル上の損失として受け取られたからである⁽⁶⁵⁾。

(62) Culp/Miller, a. a. O. Fn. 2, S. 3, 9. さらに、ドイツ銀行は、その複雑な所有構造 (cross-holdings) によって、事実上、MG の支配 (controlling) 株主であった。Culp/Miller, a. a. O. Fn. 51, S. 123.

(63) Culp/Miller, a. a. O. Fn. 2, S. 3, 11.

(64) また、投機行為 (speculation) に関して、Mello/Parsons, a. a. O. Fn. 17, S. 116f. は、投機目的での出資それ自体が必ずしも悪いわけではないとしつつ、自己の資金ではなしに、債権者の資金を用いて行なう投機的な行為は、問題であるという。

(65) 以上、Culp/Miller, a. a. O. Fn. 2, S. 12f.

以上の論旨は、MGRMの適切なヘッジ戦略に関して、その上位会社であるMGの新しい経営陣にその認識の誤りがあった、とするものである。他方で、MGRMにおけるヘッジ戦略のほうに非があったとする立場から、MGおよびMGRMとドイツ銀行（以下、銀行）との関係について、以下のように論じる者もある。すなわち、MGコンツェルン全体の資金状態が既に逼迫しているなかで、大きな資金需要のリスクを伴うヘッジ戦略が行なわれたことは、誤りであった。ところで、銀行は、MGRMの戦略の内容をよく理解していなかった。MGRMの複雑な先物取引戦略は、銀行にとって、そのリスクを評価することが困難であっただけでなく、場合によっては、投機による損失のために融資することになるおそれもあった。他方、MGの監査役会には銀行からの者が加わっており、かつ銀行はMGと長期的な取引関係にあった。そして、銀行は、MGコンツェルンの事業上の問題については既に明確に認識していたので、MGの事業状態に対して不信感を抱いていた。これらのことから、銀行は、MGRMの先物取引に対しては当初から融資しなかったのである。加えて、銀行は、詳しい調査を行ない、近い将来にMGRMがスタック・ロールオーバーによって相当な損失を受けると判断していた、⁽⁶⁷⁾というのである。

なお、本事件がひとつの契機となり、ドイツにおける経営組織の法的仕組みとりわけ監査役会の意義について、議論されることとなった。⁽⁶⁸⁾なかでも、本件のように、事業会社の監査役会のメンバーにその融資元である銀行からの者が加わっている場合などには、そうした会社に対して

(66) ところで、先に触れたように、MGRMのヘッジ戦略については、当初は、当時のMGの経営陣の了承を得ていたようである。だとすれば、かりにヘッジ戦略が誤りであったとしても、MGRMの経営陣のみにその非がある、ということにはならない。

(67) 以上、Kropp, a. a. O. Fn. 2, S. 24, 30f.

(68) 前田重行「ドイツ株式会社法における経営監督制度の改革」現代企業法の理論（菅原菊志先生古稀記念論集）608頁以下参照（1998）。

生じうる銀行の影響力の存在が、大きな問題として提起されたのである⁽⁶⁹⁾。もっとも、本事件に関する上記のような議論においては、銀行の影響力それ自体の存在が問題視されたというよりは、銀行から来た者がどのような役割を果たしたか、あるいは果たすべきであったか、という点⁽⁷⁰⁾が具体的に論じられている。

(69) 前田重行「『銀行の権力』をめぐる最近の議論」金融法研究第12号117頁以下(1996)。

(70) ところで、Röller, Quo vadis Aufsichtsrat?, AG 1994, 333, 335f. は、本事件が発生したことに関して、ドイツの監査役会システム自体にもその責任がある、という見方に対して反論しつつ、次のようにいう。

監査役会の職務のあり方の議論は、いわゆる銀行権力の議論と混同されてはならない。監査役会さらに企業全体に対して銀行が行使する影響力は、一般的議論において、誇張され過ぎているように思われる。企業の取締役会が、大口の融資を受ける関係で、監査役会のなかにいる銀行から来た者と派閥化している、という広く知られた見方は、現実を無視したものである。

監査役会のメンバーとして銀行から送られてくる者は、財務に関するセンスをもっているので、特別な準備を要せずとも、日常的に、財務書類の下に隠されている様々な事実について、センスを働かせることができるのである。もっとも、監査役会に対して、意図的に重要な情報が伝えられない、あるいは誤った情報が伝えられる、という場合には、そうしたセンスは力を発揮できない。とはいえ、銀行から来た者は、その詳細な専門的見解を監査役会に提供することによって、監査役会における意思決定のための重要な根拠を提示する、という役割りを果たすことができる。

監査役会において重要な点は、そこにおいて、当該企業内の技術的な問題が詳細に知られることであると同時に、経済全体の状況やその企業の属する業界そして当該企業の経営といった事柄について、評価がなされることである。後者の側面は、まさに、銀行の取締役が、通常行ないうる類のものである。たとえば、化学工業の企業における監査役会はもっぱら「化学者」のみで構成されるほうがよいというのは、愚かな見解である。つまるところ、監査役会がその機能を十全に発揮するための秘訣は、人材、資質および経験に関して、多種多様なかたちで、監査役会が構成されることである。

三 結 語

以上みてきたように、本事件における問題点は多岐にわたる⁽⁷¹⁾。また、それらについて本稿で取り上げた分析ないし評価は、経済学ないし経営学の観点からのものを多く含むといえよう。他方で、会社法上の役員らの行為規範にかかる問題としては、たとえば、各々の場面で、善管注意義務に違反する行為があったか、あるいは何らかの利益相反が存在したか、などが考えられる。とはいえ、これらを判断するためには、さらに詳しい事実関係を知ることが必要である⁽⁷²⁾。

ところで、本事件では、コンツェルン内における上位会社と下位会社の関係が、ひとつの問題となった。そこで、一般的に、親会社が子会社の管理を行なうという問題について考えてみる場合、本稿の内容から、幾らかのヒントが得られうるであろう。たとえば、子会社において、本来の事業活動に加えて、それに対するヘッジ措置がとられる場合の、親会社の管理のあり方が問題となる。本事件では、MGRMのヘッジ戦略としての先物取引から、莫大な損失を招いたことが問題となったのであるが、そのヘッジ戦略に対しては、投機的要素が強いものであった、あるいは、企業グループ全体からみて財務的に不適切な戦略であった、などの批判がなされている。また、ヘッジの対象となったMGRMのももとの事業戦略のほうに問題があった、とする見方もある。他方で、MG側に当該ヘッジ戦略についての不理解があったのであり、ヘッジ戦

(71) 本稿では取り上げなかったが、ヘッジ取引に関するアメリカとドイツとの会計制度の相違と本事件との関係についても、議論されている。Culp/Miller, a. a. O. Fn. 2, S. 12. 可児・前掲注(2)184頁以下。

(72) なお、MGRMおよびMGコンツェルンに資金難が生じたことに関して、それが仕組まれたものであった(contrived)かもしれず、真相は明らかでないという。Culp/Miller, a. a. O. Fn. 51, S. 123. 経営者を入れ替えるという意図が背後にあった、という見方もあるようである。Vgl. Culp/Miller, a. a. O., S. 121.

略を否定したMGの新しい経営陣の判断に誤りがあった、という見解もある。要するに、評価の仕方それ自体が、一筋縄ではいかないのである。

親会社による子会社管理という問題を、会社法の観点から考察するならば、とりわけ、子会社において複雑な取引が行なわれ、かつ、子会社の事業活動について親会社側と子会社側とで意見が対立する、といった場合が、難しい問題となる。さらに、本事件でもそうであったように、親子会社関係においては、事業活動面だけでなく人事面でも多様な状況が想定されうる。はたして、より適切な経営上の判断が下されうるためには、どのような法的仕組みが求められるであろうか。⁽⁷³⁾

さしあたり、方向性としては、企業グループのなかで子会社の利益というものをどのように位置付けるか、という基本的な問題から明らかにしていく必要がある。この点は、本事件における状況からも看取されうることである。

(73) 可児・前掲注(2)192頁によれば、MGRMの経営陣は、本件のマーケット戦略およびヘッジ戦略を実行に移す前に、この戦略の意義やそれに伴なうリスクの内容および資金の問題などについて、MGRMのみならずMGコンツェルン全体の観点から、MG側と議論を尽くす必要があった、という。経営のあり方としては、ひとつの理想的な姿であろうが、現実的にはそれが容易でない場合もあるかもしれない。