



HOKKAIDO UNIVERSITY

Title	詐欺行為取消権の理論的再検討（４）
Author(s)	水野, 吉章
Description	論説
Citation	北大法学論集, 59(6), 648[23]-595[76]
Issue Date	2009-03-31
Doc URL	https://hdl.handle.net/2115/38383
Type	departmental bulletin paper
File Information	59-6_p648-595.pdf



詐欺行為取消権の理論的再検討(4)

水 野 吉 章

目 次

第1章 序論

第2章 アメリカ詐欺取引法理の展開

第3章 詐欺取引法の実在意義——機能的分析の視点から

1 現代取引と LBO

1.1 訴訟が提起される状況と当事者の主張

1.2 Baird & Jackson の議論（「法定詐欺」を狭く解釈すべし）

2 詐欺取引法の実在意義に関する議論

2.1 Clark 論文（1977）における議論

2.2 McCoid 論文（1983）における議論

3.2.1 詐欺取引法の目的（債権者保護・損失分担）

3.2.2 損失負担能力を調査するために必要な視点

3.2.3 当事者の損失負担能力

3.2.4 小括——「ずれの程度」を決定する当事者の負担能力

2.3 Baird & Jackson 論文（1985）における議論

2.3.1 詐欺取引法の目的

2.3.1.1 「債権者—債務者（株主）間のエージェンシー問題」

2.3.1.2 「債権者」と「株主」の異なるインセンティブ

2.3.1.3 健全時における企業の行動（合理的行動—— rational and reasonable behavior）

2.3.1.4 危機時における企業の行動（機会主義—— rational and unreasonable behavior）

2.3.1.5 無関心経営

2.3.1.6 小括（「債務超過」と「企業価値の減少」）

- 2.3.2 詐害取引法の「正当化理由」と詐害取引法の存在意義
- 2.3.3 取消しの基準と悩ましい問題（「後付け」・「不確実性」の問題）
- 2.3.4 小括——Baird & Jackson 論文の前提にある契約の完全性（万能性）（以下、本号）
- 2.4 Baird 論文（1990、1991）における議論
- 2.5 Zaretsky 論文（1995）における議論
 - 2.5.1 詐害取引法の目的
 - 2.5.2 正当化理由
 - 2.5.3 LBO について
 - 2.5.4 小括——Baird & Jackson 論文の限定——「ずれ」の容認
- 2.6 Reilly 論文（1997）における議論
 - 2.6.1 詐害取引法の目的
 - 2.6.2 正当化理由
 - 2.6.2.1 過剰なリスクテイキングによる契約の不完全性
 - 2.6.2.2 詐害取引法のあり方——要件論へ
 - 2.6.3 MBO について
- 2.7 整理
 - 2.7.1 詐害取引法の目的
 - 2.7.2 詐害取引法の正当化理由（契約と制度）
 - 2.7.3 詐害取引法の存在意義に関する議論（目的・正当化理由）
 - 2.7.4 債務者の行動規制に関する仮定的な交渉におけるフレームワーク
 - 2.7.5 詐害取引法（「法定詐害」）の機能
 - 2.7.6 ルールの持つ社会的な機能
 - 2.7.7 詐害取引法の限界
- 2.8 理論的示唆——合理的な監視の分担——「取引相手」の監視能力と選択
 - 2.8.1 「通常の取引相手」
 - 2.8.2 「融資の取引相手」——商業銀行・投資銀行
 - 2.8.3 「取引相手」の選択——transferee or conduit
- 3 要件論
- 4 詐害取引法と周辺の法理・倒産法制との接続
 - 4.1 詐害取引法と周辺の法理
 - 4.2 詐害取引法と倒産法制
- 5 総括（以上、本号）

第4章	現代取引——Leveraged Buy-Out（LBO）を中心として
第5章	日本法の史的考察——存在意義に関する議論の視点から
第6章	日本法の分析と日本法への示唆
第7章	結論とその他の示唆
	課題
	参考文献

2.3.4 ⑤ [小括] ともかくも、Baird & Jackson は、新しい取引である MBO に対する詐欺取引法の適用を論じるために、McCoid の議論をさらに進め、「制度の存在しない世界」を出発点として、法定詐欺——債権者保護法としての詐欺取引法（「ずれ」）——の存在意義に関する議論を行った。この議論は、具体的には、十分なりスク回避の手法を備えた金融「債権者」の性質に着目して、「法定詐欺（債権者保護法制としての詐欺取引法）」が存在しなくても、彼らの行動によって、詐欺の損害は回避されるのではない（個々の債権者のための保護は不要なのではないか）、そうであるとすれば詐欺取引法が債権者保護として行っていることには如何なる意義があるのかを問う。その結果、彼らは、詐欺を「エージェンシー問題によるガバナンスの低下、それによる非効率」とし、詐欺取引法の存在意義を「エージェンシー問題の抑止（ガバナンスの回復）をその典型とするところの『仮定的な債権者』『債務者』達が望む『債務者』の行動についての、安価な半強行的・仮定的な契約条項¹（効率性回復のための集会的・制度的な契約条項）の提供」である

¹ Baird & Jackson のように、詐欺取引法の規制の本質を説明するならば、すなわち、「時間と費用・契約に関する知識が十分に備わっていたならば、債権者達と債務者達が望み、したがって債権者—債務者間で結ばれるであろう契約条項が詐欺取引規制である」と説明するならば、このような契約条項（詐欺取引法の規制）は自ずと半強行的な性質を帯びることになる。すなわち、債権者達と債務者達が望むであろう契約条項であるという点から、一債権者と債務者との合意によって当該条項（詐欺取引法の規制）を取り去ることができないという意味において強行的であり、他方、この条項（詐欺取引法の規制）が債権者達と債務者達が望むものであるという性質を持つ故に彼ら全員の合意が調達できれば取り去ることができるという意味において任意規定の性質を持つと

とした。

こうして、エージェンシー理論による債務者の行動の変化に起因する詐害の発生メカニズムが記述され、それを防止するための制度として法定詐害が位置付けられることになる。債権者保護法としての法定詐害は、その存在意義のレベルで洗練されることとなる。要するに、債務超過という場面にて生じる債務者の行動の変化が詐害取消理論に取り込まれることになった。その結果、理論上は、物の取引ではない、債務者の投資決定（リスクの取引）を詐害取引法によって規整する素地——問題行動が起こっているか否かを判断すれば良い——が構築された。

しかし、彼らは、実際のところ（問題行動をどのように判断するのかという段階に至って、その評価の困難さから）債務者のリスクテイクが問題になる企業取引に対する同制度の適用には謙抑的であった。すなわち、「債権者」にエージェンシー問題を抑制するに足る契約能力が存在し、裁判所の能力の問題を原因とするところの取引相手に思わぬ取消しによる損失が生じかねない場面においては、強力な推定的な要件である「法定詐害」は適用されずに、詐害取引法の適用は例外的に「債務者が債権者を害する主観的な意図を持つ場合」（エリザベス法における詐害の意図が存在する場合）に限られるべきであると主張することになる。如何にして問題行動を把握するかレベルで生じる「評価の困難性の問題」により、規制は謙抑的でなければならないというわけである。

こうして、彼らによれば、企業取引に対しては、「法定詐害」の要件は適用されるべきではないということになる。そうであっても、「現実の詐害」の審査を受けることになるわけだが、その審査の際には、エリザベス法以来の「債権者を害する意図を債務者が有しているか」が再び問題となる。その審査においては、「債務者は債権者を害そうとしていたのか」という点についての総合判断が再び行われることになり、彼が

ということになる。ただし、Baird & Jackson は、詐害取引法の規定を排除することについて、全利害関係者の合意が調達できたにも拘らず倒産裁判所によってこれが否定され管財人による取り消しが認められた事例——*Kindom Uranium Corp. v. Vande*, 269 F. 2d 104 (10th Cir. 1959)——を引用して、問題を提起するに留める（Douglas G. Baird & Thomas H. Jackson, *Fraudulent Conveyance Law and Its Proper Domain*, 38 VAND. L. REV. 829 (1985), p. 835, n19）。

先にあげた考慮要素がそのままこの総合判断における考慮要素として採用されることになるだろう。そうであるならば、彼は、「現実の詐欺」についても、その適用には謙抑的な態度を採ることになろう（なぜならば、彼らの危惧する債務者企業や取引相手の萎縮は、企業取引が法定詐欺によって取り消されることによって生じるのではなく、企業取引が同法によって取り消されることによって生じるものであるから）。しかし、彼らの「現実の詐欺」による審査を一般的に否定しないという帰結——「現実の詐欺」の適用の可能性を否定しないこと——こそが、この議論の場（詐欺取引法理）の特徴を現している点であることも忘れてはならない²。この点は後に5章において再論することにする。ここにおいては、ともかくも、企業取引に対しては詐欺取引法の適用が謙抑的であるべしという価値判断と、その価値判断が債権者による契約の完全性の仮定によって基礎付けられていることを確認しておこう³。

以上の分析から、企業の投資決定の一つである LBO に対する法定詐欺の適用は、否定されることになる。ここにおいては、後の議論を踏まえた上で振り返ってみると、債務者の取引としての単なる企業の投資決定と MBO の差異——後者が金融債権者の全面的な支配によって実行に移される金融取引であること——に関しては、まだ焦点が当たっていない（ここに焦点があたると、また結論が逆転することになる。後の議論を参照）。

このように、様々な経済的、且つ、実質的な利益分析を経て、「企業取引」の事案に限ってではあるが「法定詐欺；債権者保護法としての詐欺取引法」の創設により追認された「ずれ」の程度を再びエリザベス法

² Baird & Jackson のような議論をするのであれば、「現実の詐欺」についても審査されず、適用もされないのが望ましいはずである。

³ これを裏から見れば、論者は、私人間における交渉によって決定された「取引（の対価やそれによる債務者価値の増減）」について、裁判所がその合理性を判断することはかえって問題を悪化させると考えているようである。ここには、「効率的な資源の配分を実現するために必要な唯一絶対の条件である“市場によって自由に決定されるべき価格”を、公共部門である裁判所が、評価・操作することによって生じるところの資源分配・配分の歪み」に対する危機意識が感じられる。この評価については、ここでは深く立ち入らないでおく。

の「詐害の意図」のレベルまで戻そう（すなわち、債務者が主観的な詐害の意図を持ち合わせているような状況でなければ、詐害取消しは認められるべきではない）という解釈が有力に主張されることになる。

しかし、ここにおいて再確認しておかなければならないのは、単に、その要件がもともと「詐害の意図」であったのだからという素朴な形式的論的考慮は、もはや本質的なものではないということである。なぜならば、そこにおいてなされている考慮は、「債権者の性質に着目した債権者保護法としての詐害取引法の存在意義に関する理論」によって演繹される要素（「債権者の契約の能力」「取引相手の能力」「裁判所の能力」）を、現実の社会経済状況に照らした上、問題となる取引類型における「取消しの程度」が、信用（取引）の萎縮を起ささないか否かについての判断に基づいて、詐害取引法の合理的な適用範囲を決定するというものだからである。その結果、「現実の詐害」（エリザベス法の「詐害の意図」）の適用の際に検討されるべき「意図」も、心情の現われという「意図」の意味ではなく、制度の役割に基礎付けられた規範的な評価——法的な評価——を帯びたものとなっている。

これは、先に述べたところの、「担保権実行 foreclosure」についての裁判例における②判決（Abramson v. Lakewood Bank & Trust Co.）反対意見が、「信用（取引）の萎縮」を理由として、詐害取消しの否定を主張したことを想起させる。ここにも、議論は、もはや条文の「言葉とそこから与えられる直感」ではなく、制度の存在意義を導きとして、制度を構成する言葉の「背後にあるべき要素」を明らかにし、それと現実を照らし合わせることによって行われていると説明できよう。

そして、後述するように、この Baird & Jackson の狭い取消し説——LBO に対する法定詐害の適用否定——は、当初は、実際の裁判例においても採用されてゆくこととなる。

2.4 Baird 論文（1990、1991）における議論

Baird 論文（1990）⁴（1991）⁵は、Baird & Jackson 論文と、ほぼ同様の

⁴ Douglas G. Baird, *Fraudulent Conveyance Law and Leveraged Buyouts*, 546 PLI/Comm 101(1990).

⁵ Douglas G. Baird, *Fraudulent Conveyances, Agency Costs, and Leveraged*

議論の枠を採用して議論を展開している。しかし、その結果、取消し否定という結論がやや軟化しているように思われる。

この論文の議論（特に、1991）において、先の論文と異なる点は、MBO について、ファイナンス理論や、コーポレートガバナンスにおける理論を導入し、詳細な検討を行っていることである。そして、そこにおいて、特に着目されているのは、MBO が帯びるところの単なる企業の投資決定とは異なる性質——金融取引の部分——である。すなわち、先の議論においては、企業の投資決定と MBO を同じものであると評価した上で結論を導いていたが、ここにおいては、企業の投資決定と MBO の異なる点——「取引相手」も金融債権者であること、且つ、その「取引相手」が取引全体を支配、アレンジしていること——に焦点が当てられていることにより、以前とは異なる判断が下されているように評価し得る⁶。この企業の投資決定と MBO との区別（取引相手の性質論）の意味については、後述する以後の議論の説明の中で明らかになる。そして、更なる MBO についての説明は、4 章にて紹介する。

2.5 Zaretsky 論文（1995）における議論

Zaretsky 論文⁷も、Baird & Jackson 論文と、ほぼ同様の議論の枠を採用して議論を展開していると評価しても良いであろう。すなわち、Zaretsky は、エリザベス法からの「ずれ」を問題にし、「ずれ」の程度について議論を行い、Baird & Jackson 論文を前提に、それを限定することによって、「ずれ」をやや広く容認している。ただし、議論の積み上げによって、既存の結論とは逆の帰結を導いていることが注目される。

2.5.1 詐欺取引法の目的

Buyouts, 20. J. LEG. STUD. 1(1991).

⁶ 実際の原因は、批判を受けてのことかもしれないし、1985年論文において既に示唆されていた理論的な要素の変化、すなわち、1985年以後の企業価値の評価方法、したがって、裁判所の能力の向上等を受けてのことかもしれない。更に言うと、単に記述が詳しくなっただけのこともかもしれない。

⁷ Barry L. Zaretsky, *Fraudulent Transfer Law as the Arbiter of Unreasonable Risk*, 46 S.C.L. REV. 1165(1995).

Zaretsky 論文も、目的については、Baird & Jackson 論文と大差はない。Zaretsky は、詐害取引法を、「債務者」企業の不合理な程度のリスクテイク⁸を規制するための道具であるとする。

Zaretsky は、大略して、以下のように述べる。(《 》内は引用である。)

『エリザベス法以来の「詐害の意図」の趣旨は、「債権者」にとって（予想できない）「債務者」の不合理な行動を禁じるものである。そして、Twyne's Case 以来発達した「法定詐害」も「債権者」を不合理なリスクに晒すものである、と理解されている。そして、「不合理」とは、「債務超過」の「債務者」が、「債権者」の引当資産を減らすというような「典型的なもの」が念頭に置かれている。

しかし、現代取引は、そこにおいては念頭に置かれていない取引である。すなわち、現代取引においては、大きな投資の“一部”として“物の譲渡”や、“義務の引き受け”のみならず、“ビジネスリスクの引受け”等も行われる。これらのリスクの選択（リスクテイク）は、ビジネスの

⁸ この発想自体は、既に、Zaretsky の過去の発言に見て取れる。そのことは、Barry L. **Zaretsky** & Prudence B. **Abram**, *Commentary on Mr. Whites Paper : Leveraged Buyouts* (Proceedings and Papers of a Bankruptcy Law Symposium Held at the New York University School of Law April 12, 1991), 1991 ANN. SURV. AM. L. 433 (1991), at 434において、以下のように発言している。(この議論は、Robert J. **White**, *Leveraged Buyouts and Fraudulent Conveyance Laws under the Bankruptcy Code--Like Oil and Water, They Just Don't Mix*, 1991 ANN. SURV. AM. L. 357 (1992) に対するものである。)

債務者は債権者の金銭をリスクにさらす権利を有するが、不合理な程度リスクにさらす権利は有していない。すなわち、債務者が、単なるリスクテイクではなく、不合理なリスクテイクの地点に到達すると、債務者と不合理な程度リスク投資に参加した関係者は、(詐害取引法に) 暴露される。詐害取引法が、債務者に取引や義務の負担が生じただけではそれらを取り消させず、取引を不合理にする現実の詐害 actual fraud や債務者を支払不能や過少資本になった時に、それらを取り消さると述べているのは、このことを言っているのである。

世界においては、不適切でも異常でもない場合もある。

このリスクテイクについて、過去に、McCoid は、『「債務者」は「債権者」に対する弁済を行い得ないにもかかわらず、彼ら「債権者」の積み立てた（引当）資産をギャンブル的な投資に使用する事例であったとしても、「エリザベス法以来の詐欺の意図」が存在しないといえる場合がある』と、議論したことがある。彼によれば、その「場合」とは、例えば、『流動性不足を補うために、資産を安価にて売却する』というような場合である⁹。また、Baird & Jackson は、『「債権者」は「債務者」の能力を活用するために、融資を行うので、「債権者」にとっては、“債務者がリスクを取らなければ” 融資の意味が無くなってしまう』と議論する¹⁰。

結局、詐欺取引法は、「債務者」よるリスクの選択を全て禁止しているわけではない。「債務者」によるリスクテイクの《範囲》を制限しているのである。すなわち、詐欺取引法は、「債務者」による「不合理 unreasonable」なリスクテイクを制限する暗黙の契約条項を、「債権者」「債務者」間の契約に挿入する法理なのである。』

ここに、如何なる程度のリスクを禁じるかが問題となっていることが窺える。この問題意識に至る過程で、Zaretsky は、以下のことを確認しているといえるであろう。

①「ずれ」が生まれているということ。②エリザベス法時代から、詐欺取引法は、債務者の選択するリスクの範囲を決定しており、エリザベス法の念頭においていたものはその典型例であること¹¹。③ Baird & Jackson 論文、McCoid 論文は、リスクが増加する取引でも取り消し得

⁹ John C. **McCoid**, *Constructively Fraudulent Conveyances: Transfers for Inadequate Consideration*, 62 TEX. L. REV. 639 (1983) を引用している。この議論は、本稿においても紹介した。

¹⁰ Baird & Jackson, *supra* note 1 を引用している。この議論は、本稿においても紹介した。

¹¹ Zaretsky は、不合理なリスクという判断基準は、エリザベス法の説明も可能とする、すなわち、「債権者を害する意図がある」とは、「不合理なリスクに債権者をさらすこと」である、と説明している。

ない場合があると述べることによりリスクの範囲が問題になることを示していること。

この Zaretsky 論文は、学説史の中には、こう位置付けることができるだろう。すなわち、Baird & Jackson 論文によって説明された現代における「法定詐害」の存在意義に関する理論は、その一般性から、エリザベス法以来問題となってきた伝統的な詐害の種類の多くを包摂できることを確認したと。

以上の学説の積み上げによれば、「望ましい債務者のリスクテイク」の程度——禁止されるべき不合理なリスクテイクの程度——は、取引類型毎（物の取引・金融取引）に決定されることになる。また、取引当事者の類型によっても影響されることになる¹²。すなわち、当該取引類型において、債務者が選択できるリスクの範囲は如何なる程度かを問題にすることになる。

2.5.2 正当化理由

この理解を前提に、Zaretsky は、法定詐害が法制度として何故必要であるかについて言及している。そして、その説明によって、先の Baird & Jackson 論文の主張する具体的帰結——「債務者」の行動に対する制限は、「債権者」の契約¹³による規律付けに委ねるのが合理的であり、したがって、法定詐害は狭く適用されるべきである——に対して、異論を唱えることになる。ポイントは、Baird & Jackson 論文の理論を前提に、そこにおける具体的帰結の前提にあった「契約の完全性の仮定」を修正することにある。以下、紹介しよう。（小見出しは筆者）

¹² Zaretsky, *supra* note 8, p435-437において、現に、Zaretsky は、「債権者」が取引債権者の場合に、彼らによって詐害取引法を行使し得るかについて論じている。その結果、White, *supra* note 8による、「債権者」としての、取引債権者と金融債権者の能力の違いから（取引債権者は掛売りの期限を短く設定することによって、めまぐるしく取引を回転させており、ほとんどLBOの後の取引債権者であると言えることや、十分LBOの発生を織り込むべきであると言えることから）、取引債権者は詐害取引法による取消権を行使できないとする議論に対して、異を唱える。

¹³ 「債権者」「債務者」間で締結される融資契約における特約条項。

[新しい取引に対する契約の不完全性]

『「債務者」によるリスクテイクに対する制限を、「債権者」の契約による規律付けに委ねた場合には、「債権者」は契約書に禁止されるリスクテイクを記述しなければならない。しかし、(次々と出てくる)最新の取引スキームについて全てを予測して契約書に記述することは不可能であり、「債権者」はその負担を負わされてしまう。』

[契約によって得られる利益による契約の不完全性]

『さらに、「債権者」は、「債務者」の行動が制限されることを望むにもかかわらず、契約による利益が少ないことにより、わざわざ交渉費用を捻出してまで、その制限を実現することができない場合もある^{14 15)}。』

[債務者の処分権限による契約の不完全性]

『また、「債務超過」の「債務者」によってリスクテイクが行われた場合においては、その時点で、既に、引当資産は“第三者”に渡ってしまっている可能性があり、「債権者」が、契約不履行による強制執行を実行したとしても、救済が得られない場合がある¹⁶⁾。この状況下においては、「債権者」は「債務者」のリスクテイクに対する制限を望んだとしても、それを契約によって実現(強制)する事はできない。したがって、その場合、「債権者」の契約能力の不備を補うための(第三者効を有する)詐害取引法が必要となる。』

詐害取消しを基礎付ける「契約コスト」について、Baird & Jackson 論文は契約を締結するのに要する交渉コストを念頭に置いたのに対して、Zaretsky 論文は、契約当事者が契約の締結を望むのにそれができ

¹⁴ それについては、Baird & Jackson, *supra* note 1は、大口債権者が代わりに合理的な契約を結んでくれるはずであると説明している。

¹⁵ できたとしても、執行できないという問題もある(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・神田秀樹・柳川範之編『会社法の経済学』191頁(東京大学出版会、1998)、203頁)。

¹⁶ 契約違反により、期限の利益を喪失させ、強制執行(融資・利息の全額回収)を行ったとしても、債務超過である債務者の下には既に引当資産が存在しない。

ない場合があることを指摘する^{17 18}によって、ヨリ積極的に、このコストの存在を認めている。

それは、①債務者の取引行動を契約に書ききれないこと、②債務者へのみ資産の処分権限が与えられていることにより発生する。この場面において、債権者の契約によって規律させるのは、彼らにとって過大な負担となる¹⁹というわけである。

こうして、この議論を行う Zaretsky 論文においては、必然的に法定詐害の適用を、ヨリ積極的に容認することになる。以下に、その議論を紹介しよう。

2.5.3 LBO について

Zaretsky の自身の理論とその帰結は、LBO に対する、彼の議論に現われる。

『Baird & Jackson 論文は、《LBO は「(オリジナルな) 詐害の意図」もなく、企業利益を増大させる取引である》としている。そして、「法定詐害」の LBO に対する適用に関しては、《LBO は、エリザベス時代の羊の取引とは異なる》として、狭い（「詐害の意図」に限る）適用を主張している。そして、実際の幾つかの裁判例もこの議論に賛同している²⁰。Baird & Jackson は、「法定詐害 constructive fraud」は、全ての

¹⁷ 広い意味においては、莫大な契約コストが必要となるという議論ともいえる。

¹⁸ 金本＝藤田・前掲書注15, 225頁は、「契約による債権者保護がどの程度有効であるかについては詳細な検討が必要である」と述べる。そして、「債権者」の契約に委ねる方式が機能するためには、契約に関する知的の蓄積が前提として必要であるとする。

¹⁹ 実際においては、債権者達はそのことを織り込むので、過大な負担とはならない。寧ろ、債権者の折込によって生じるところの、債務者の資金調達コスト増加や信用市場の縮小がその本体的な問題である。すなわち、債権者にとって酷というのは、法学的な比喩である。

²⁰ 4章において取り上げるが、Baird & Jackson, *supra* note 1を引用し、オリジナルな意味における「現実の詐害 actual fraud」によってのみ、LBO は取り消され得る、とする裁判例が幾つか存在する。これらの裁判例は、Baird &

LBO を阻害し得るという前提にて議論をしているが、そうはならない。

不合理なレベルのレバレッジ（負債）を「債務者」が背負うことになる LBO は、取り消され、阻害されることになるのである²¹。』

2.5.4 小括——Baird & Jackson 論文の限定——「ずれ」の容認

以上の紹介より、Zaretsky の議論の意義をまとめておく。

① Baird & Jackson の議論——法定詐害は、一般的には、債権者達の望む債務者の行動を実現させるものであり、典型的には、債務者の過剰なリスクテイクを規制する——を確認し、さらにその他の詐害の類型も、正当にこの理論に包摂されるものがあることをも確認した。

② Baird & Jackson の主張である、「債務者」のリスクテイクに対する制限は、「債権者」の契約に委ねるべきである（したがって、「法定詐害」は狭く解釈されなければならない）という議論に対して、債権者の契約能力も万能ではないことを指摘して、彼らの議論を限定した。

③その結果、Zaretsky は、理論的にも、実際的にも、「ずれ」に関しては容認し、さらに、「法定詐害」がオリジナルな意味における「詐害の意図」を超える範囲で積極的に機能するべきであると主張することになった。この議論は、後にまとめる。

2.6 Reilly 論文 (1997) における議論

Reilly 論文²²は、ヨリ記述的な形で、契約の完全性を限定することに

Jackson, *supra* note 1 が主張する、狭い取消しルールを採用しているといえる。

²¹ ただし、Baird & Jackson, *supra* note 1 の主張は、たとえ適切なレベルの取消しを行ったとしても、「後知恵 second guess」によって、予期せぬ取消しが起こることを恐れた取引相手が取引の時点で萎縮してしまうという議論であることに注意が必要である。すなわち、Baird & Jackson は、一般論としては、債務者の過剰なリスクテイク——Zaretsky のいう不合理な程度のリスクテイク——を禁止するのが詐害取引法の役割であるという点については否定していないといえる。しかし Zaretsky の批判は、Baird & Jackson が主張する結論に向けられていることから、結論においては、両者は異なる意見に立っていることは明らかである。すなわち、結論において、Zaretsky は Baird & Jackson よりも広く取消しを認めるべきことを主張していることになる。

²² Marie T. Reilly, *The Latent Efficiency of Fraudulent Transfer Law*, 57 LA. L.

より、Baird & Jackson 論文を限定する。ここにおいては、既存の議論への積みあげにより、存在意義に関する議論が精密化してゆく様子が描かれている。以下に、紹介しよう。

2.6.1 詐害取引法の目的

Reilly は、大略して、以下のように主張する。その骨子は、既存の議論——McCoid, Baird & Jackson, Zaretsky の議論——を確認したものといえるだろう。

『「法定詐害」は、「債務超過」企業の過剰なリスクテイク²³を禁じるために、それによる損失を、最も安価に回避できる者に分配する法理である。』

2.6.2 正当化理由

そして、ここにおけるポイントは、やはり、Zaretsky 論文と同様に、Baird & Jackson の議論の仮定である「契約の完全性」を緩めることにある。Reilly は正当化理由——債権者の契約による規律付けでは不十分であり詐害取引法が必要であること——について、以下のように述べる。(小見出し、筆者)

[エージェンシー問題による契約の不完全性]

『「債権者」の契約能力は(Baird & Jackson が考える程) 完全なものではない。エージェンシー問題こそ、「債権者」の融資時の契約による規律付け(リスクテイク制限条項)の意味を失わせる原因となる。』

2.6.2.1 過剰なリスクテイキングによる契約の不完全性

これは、Zaretsky 論文の、資産の処分権を持つ「債務超過」企業がもしリスクテイクを行った場合には、資産は“第三者”に渡ってしまい、

REV. 1213 (1997).

²³ エージェンシー問題により、債務者企業が自らの企業価値を下落させる取引を行うこと。

「債権者」が、「債務者」に対して契約不履行による強制執行によったとしても、救済が十分ではない場合があるという発言と、同趣旨である。

以下に、この Reilly の議論の意味を説明する²⁴。

「債権者」の契約によってのみ「債務者」の行動が規律されている世界において、「債務者」が債務超過になった事例を想定する。この時、「債務超過」の企業の舵取り役である株主は、既に、自己の取り分は0になっているので（企業に残る資産は全て他の債権者の引当てとなっている）、企業を契約違反に導いたとしても、自らの懐は痛まないことになる。

そして、この状況が所与である時に、当初の「債権者－債務者」間の融資契約時の交渉が如何なるものとなるかが問題である。この時、たとえば、「債務者」が「債務超過」時に自らの行動を制限することを約する見返りとして低い利率を希望し、「債権者」も同じくそれを希望したとしても、その行動制限に関する「債務者」の合意（約束）を「債権者」は信じることができない。なぜならば、「債務者」が今資金調達コストを下げるために行った約束について、彼が債務超過になってしまえばその合意（約束）を破ったとしても債務者（株主）の懐は痛まないのです、いざとなったら、簡単に破ってしまうだろうということを、債権者は予測してしまうからである。

こうして、債務者の「債務超過」時には、債務者への契約による規律が機能しなくなるので、事前の融資契約においての、「債務超過債務者」の行動制限に関する契約条項は「あってないようなもの」となる。そして、その原因は、契約違反による損失の全てが違反の意思決定者（債務者＝株主）に、内部化²⁵されない「債務超過」という状態そのものにあ

²⁴ J. B. Heaton, *Financial Contracts and Non-contractual Legal Rules : The Case of Debt Capacity and Fraudulent Conveyance Law*, SSRN (1998) も契約の不完備によって説明している。Heaton は、債務超過に近づけば近づくほど、流動性のある資産がエージェンシー問題によって流出・消費されやすくなるというメカニズムを説明している。この結果、流動性の高い資産を有する企業の企業価値が一般的に低く見積もられてしまうパラドックスが発生するという。

²⁵ Aが、Bに、100円の対価で、CDを売るとする。この合意が成立するということは、Bは、CDの価値について100円以上の利益があると考えているといえる。他方で、Aは、このCDの価値を、100円以下の価値であると考えて

る²⁶。

いるので、CDを売ること合意している。この場合、契約履行によって、CDが、Bに移転することにより、Bは、「Bが思うCDの価値－100円」を手に入れることになる。また、Aは、「100円－Aが思うCDの価値」を手に入れることになる。こうして、この契約の履行によりA、B双方が、“儲かる”ことになる。しかし、契約締結後、履行前に、Aが思い直して、自分にとってCDの価値は、もっと高いということに気付いた場合を考える。その際に、Aは、「Cが思っている価値－100円」を賠償しても、そのCDを持っておきたいと思うのならば、そのCDはAが持つ方が効率的であるといえる。というのは、Cは、「自分にとってのそのCDの価値」が手に入ればそれで十分であるし、Aは、Cの得られるであろう利益を補填しても、まだ自分に利益があるということであるので、この契約違反は、当初の契約が実行されるよりも望ましい状態を生み出すと一応いえるからである。契約における損害賠償は、一応このような機能を持つ。このような望ましい契約違反が起こる条件は、契約違反の損失が、違反の決定者に“内部化（損失補填）”されることである。

問題を戻すと、債務者のリスクテイクによって、債権者に生じる「損失」を、債務者が全て「補填」できるのであれば、その違反行動はこの視点からは、「契約による規律付けができていない状態における望ましい違反であり、許されるべきものである」といえる。本文における問題では、“債権者の損を、債務者が補填しない（債務超過）”状況にある。この状況において、債務者の契約違反は、社会効率を担保せず、債務者に対する契約による規律付けは全くうまくいかないわけである。

²⁶ 本文においては、大枠を示すために細かい点を省略したが、この「最も悩ましいエージェンシー問題の場合」に関する Reilly, *supra* note 22, at 1227の説明は、大略して、以下のようなものである。

『具体例①—ピアノ投資』

まず、債務者は10000ドルを債権者から借りる。債権者は、債務者が、ピアノに投資して、それを磨きなおしてから、売り払い年末に債権者に返済する計画を有していることがわかっている。そのピアノ磨きのプロジェクトは、50%で18000、そして、50%で9000ドルになる。このピアノプロジェクトの期待的利益は13500ドルとなる。債権者は事前の期待的利益が10000ドルになるように、債務者に利息を課す。(利息なしだと、債権者の期待的利益は $0.5 \times 10000 + 0.5 \times 9000$ なので9500となってしまう。そこで、債務者が成功した時に、1100を返してもらうことで期待的利益を10000にする。) その時、債務者は、剰余請求権者として、債権者に返済した後のピアノプロジェクトの期待を計算すると3500

となる（債務者の期待的利益は、 $0.5 \times (18000 - 11000) + 0.5 \times 0$ なので3500となる。）。

注；債務者は、株主と同じ意味で使われている。

具体例②—ピアノ投資とリスクなロトくじ（エージェンシー問題からロトくじをとってしまう。）

ここで、債務者が、このピアノ復活プロジェクトを、ロトチケットと交換できるとする。ロトチケットは、ピアノプロジェクトよりリスクである。ロトチケットは、10%で、252000ドル、90%で0ドルになる。このロトに交換プロジェクトの期待的利益は、13050である。故に、このロトチケットを買うと、ピアノプロジェクトの資産13500より450少なくなってしまう。（90%の確率で、13500のピアノプロジェクトの期待的利益がゼロになるのでその時の収益は－13500ということになる）（したがって、この時、債務者の期待的利益は13050となる（計算式； $0.1 \times (252000) + 0.9 \times (-13500)$ ）。

しかし、企業の債務者（株主）にとっては、ピアノプロジェクトを維持し続けるよりも、このプロジェクトをロトチケットに交換した方が利益となる。なぜならば、債務者の期待的利益は、ピアノ復活プロジェクトにおいては、3500（計算式； $0.5 \times (18000 - 11000) + 0.5 \times (0) = 3500$ ）、ロトチケットへの交換においては、21050となる（計算式； $0.1 \times (252000 - 10000) + 0.9 \times (-3500)$ ）。すなわち、ピアノプロジェクトをロトチケットにすることにより債務者は剰余価値を17550（ $3500 \Rightarrow 21050$ ）増やすことができる。他方で、この時、債権者の期待的利益は、利息が再調整できない結果、9000下落することになる。なぜならば、ロトチケットだと、10%の確率で、10000帰ってくるだけで、90%の確率で、回収不能となってしまうからである。

具体例③—契約による規律（契約により、再び損失を株主に内部化させる）

債権者は、融資契約時に、その契約に、債務者（株主）が選択し得るリスクの範囲を制限する条項を付けることにより、この問題に一定程度、対処し得る。例えば、先の例で、債務者は債権者にピアノプロジェクト以外には投資しないと約束したとする。もし、債務者がロトくじを買うことでその約束を破ったとしたら、債権者は融資契約（ローン）の債務不履行（デフォルト）を宣言して、ロトくじを強制売却（foreclosure）して自分の債権の満足を得るだろう。この場合、債務者の資産は、ロトチケット13050ドルである。13050の価格で売れると考えると、そこから10000を回収して、Debtor は3050ドルが残ることになる。このように、デフォルトの時に、債権者は債務者資産を売り払うことができるので、債務者はピアノプロジェクトをロトに変えるインセンティブを減じられる。債務者は、ロトに変えてしまった時は、ピアノプロジェクトを行うより、

こうして、契約による規律は、エージェンシー問題の発生する状況(「債務超過」)においては——少なくとも、債務者が健全な状態にその規律が機能するようには——機能しないということになる²⁷。その結果、

450少ない利益しか手に入れられないことになる。債務者が権限外のリスキー投資を行った時に、債権者によって「強制執行 foreclosure」が行え、債権者が完全に満足される限りにおいて、行動違反による損失が株主に内部化され、債務者の行動は適切に規制される。(このようにして、損は再び株主に内部化される。)

具体例④—契約によって規律できない

だが、この契約による規制が効果を有するのは、債務者(株主)により外部化された損失が、債権者の強制執行によって再び株主に内部化される範囲においてのみである。株式の価値が減れば減るほど(債務超過 (insolvency) に近づくほど)、デフォルト(リスキー投資制限契約の不履行)及び、損失を内部化させる手段としての foreclosure という脅しは、意味のない手段になってゆく。

というのは、株主は、株式価値が0に近いとき(企業に資産が残っていない場合)は、有限責任により、契約違反 (foreclosure 実行) による損失を全て受けることはないからである。

結果、株主は、契約違反を起こしても損をしないことになる。こうして、株主は、企業に非効率な投資を行わせたとしても、非効率投資の損を被ることはない。」

債権者は、株主(債務者)のテイクするリスクを望んだ程度に保っておくことは契約によっては達成し得ない。このようにして、債権者の行う「契約による規律付け」は万全でないことが示されるわけである。

また、この事例における定式は、“foreclosure によって、株主にその行動の責任が内部化されない場合に、契約の不完全性は発生する”というものであるから、例えば、未来のリスクテイクを伴うスキームを特定して、言葉によって契約に書き入れることが困難である場合や、裁判によって当該リスクテイクの禁止条項が有効と認められない場合、モニタリング費用・裁判費用・執行費用が掛かる場合、市場でロトくじを換金できない場合等(金本＝藤田・前掲書注15, 203頁)も、同じくこの定式の範疇となろう。これらの場合も、株主に責任が内部化されることはないからである。

²⁷ もっとも、融資者達とは継続的な契約関係を結んでいかなければならないであろうから、後々のことを考えて(後の融資を断られるのを恐れて)、エージェ

融資を行う「債権者」は、「債務者」が「債務超過」になった場合においては、彼に対する契約による規律付けが弱くなることを見越し²⁸、その「債務者」を縛ることができない部分について、予め利率を上昇させることによって自衛を行う（利率を下げる契約には応じない）。

こうして、「債権者」「債務者」が望むかもしれないところの、融資契約（リスクテイクの制限・低い利率）は達成できなくなってしまう。すなわち、債権者が債務者との契約ができずに適正なレベル以上の自衛をしてしまうことこそが問題なのである。

このように、「債権者」「債務者」間の契約に委ねた場合、望ましい「債務者」によるリスクテイクの程度は達成できないことになる。ここに、債権者の予測や、彼らの契約に委ねれば万事うまくゆくというBaird & Jacksonの議論が限定されることになる。したがって、法制度による支援が必要ということになる。

2.6.2.2 詐欺取引法のあり方——要件論へ

そして、如何なる形の法による支援（詐欺取消しルール；望ましいレベルのリスクテイクの制限）が妥当であるか、が、次の問題となる。この問題について、Reilly は、Baird & Jackson の議論であった「債権者達—債務者間の交渉モデル creditors' bargain model」を「取引相手」に拡張することによって対処する。すなわち、利害関係者（「債権者達」・「債務者」・「取引相手」）間において、機会と時間と費用が十分にあったならば行われたであろう交渉によって結ばれたであろう、契約を「詐欺取引法として」再現することが望ましいと考える²⁹。

ンシー問題を起こさないというメカニズムも一方においては、存在するだろう。しかし、“背に腹は代えられない状況”においては、やはりリスクテイクを契約によって規制することには限界がある。

²⁸ 実際に、債務者が過剰なリスクテイクをするかは問題ではない、潜在的に契約違反のインセンティブが存在するというを債権者が認識することにより、この問題は発生してしまうのである。

²⁹ Reilly, *supra* note 22は、Baird & Jackson, *supra* note 1の creditors' bargain model（債権者達—債務者の交渉モデル）を拡張して、「債権者」・「債務者」・「取引相手」の交渉モデルを、考えるべきであると説明し Baird & Jackson の

そこにおいては、McCoidと同様に、それぞれの関係当事者の、損失負担能力が重要であり、その能力を反映した契約が結ばれることになる。すなわち、こうである。

『通常、「債権者」は、契約を結ぶことができるので、損失負担能力は高い。だが、「債務者」による過剰なリスクテイクについては、「債権者」は契約によって制限することが不可能であるので（先述）、損失の負担能力は低くなる。よって、この点についてのみは「取引相手」に損失を分配するのが望ましい³⁰。すなわち、「債務者」による過剰なリスクテイクが発生しているといえる場面（「債務超過」「企業価値の下落」³¹）においては、そのリスクテイクを取り消し得るとすることにより、「取

議論を批判している。また、この点について、David Gray **Carlson**, *Leveraged Buyouts in Bankruptcy*, 20 GA. L. REV. 73(1985), n95も同じような説明により、これを批判している。

しかし、Baird & Jackson の議論は、債権者は、債務者に取引（リスクテイク）をさせるために、融資を行い契約の交渉をする場面を想定しており、そこにおいては、債務者と債権者の交渉を通じて「取引相手」にとっても望ましい契約が書かれると考えているのであるから、本質的には、Baird & Jackson の議論と Reilly の議論は同じものである。したがって、Reilly, Carlson の批判は当たっていないことになる。

³⁰ 融資契約交渉に取引相手も参加できたなら、取引相手もそのように望む。これは、「債務者」の特定の行動を規律することが三者にとってより大きな余剰をもたらすことを前提に、「取引相手」が、「債務者」の行動を「債権者」よりも安価に規律できるならば、債権者に取消権という保険（この場面での対債務者の監視役の免除）を与えて、自らが監視を行ない、「債権者」から、その手数料を徴収するという交渉が成立するということを意味する。拡張された「creditors' bargain model」は、このような説明をより簡易に行い得るというメリットがある（ただし、「取引相手」による保険の提供アプローチは、既に、Zaretsky & Abram, *supra* note 8(1992) において述べられている）。

³¹ 株主の、債権者への損失外部化能力が発生する「債務超過」の時に限って、「対価の支払われていない（企業価値の下落する）」取引を禁止することになる。株主が、企業価値下落による損失を全て吸収できる健全時の場合は、債務者企業にとって合理的な行動であるといえるし、債権者がその行動を禁止しなければ、契約によって規律し得るといえる（Reilly, *supra* note 22, at 1236-1238）。

引相手」へ損失を分配することになる。』

このようにして、Reilly は、存在意義から、現行法定詐欺の要件論を説明する。そして、これに加えて、先に見た、Zaretsky の議論が Baird & Jackson 論文を全ての詐欺を包摂し得る理論として確認したことによって、この要件論は、学説体系からすれば、債権者の保護を念頭においた詐欺取引法の要件一般にあてはまるものとなっているということができよう³²。

2.6.3 MBO について

MBO については若干述べられているが、他の論者と同様、「後知恵の問題」について指摘している。

2.7 整理

以上に、代表的な学説（ただし、機能的な分析を行うものに限る）を要約しながら、紹介してきた。ここに、存在意義の精密化に伴って、そのフレームワークの精密化が見て取れる。

その結果、存在意義に関する学説は、詐欺取引法の「目的」・「正当化」の議論という二つの柱によって成り立っていると整理しても差し支えないだろう³³。

すなわち、「目的」の議論とは、詐欺取引法が“如何なる目的（必要）”のために存在しているのか、という問題に関するもの（例えば、詐欺取引法は債務者に道徳的義務を遵守させるため、または「債務者」による過剰なりスクテイクを制限するために必要であるという議論³⁴）であり、

³² ただし、全ての詐欺を包摂するかについてはなお疑問の余地がある。が、しかし、ある特定の観点からの詐欺取引の説明が提供されており、この観点から説明され得る詐欺取引とそうでないものとを識別することは可能となったとはいえよう。

³³ この視点を提示していると評価し得るのは、Baird & Jackson, *supra* note 1 である。機能的な分析を行う学説を紹介しているので、本稿にいう「目的」「正当化」が議論されているのは、当たり前であるかもしれない。

³⁴ 学説上は、前者から後者へ展開された。ただし、社会認識のレベルにおいて、

「正当化」の議論とは、その目的は、法規制以外の手段、例えば「債権者」による「契約による規律付け」によっては達成され得ないのか、すなわち、何故法制度としての詐害取引法が必要であるのかという問題に関するもの（例えば、「契約による規律付け」に委ねた場合には、契約コストがかかるので、そのコストを節約するために法規制が必要であるという議論）である。

この二つの柱が、「法定詐害」の“存在意義に関する問いに答える説明となり、したがって、その射程（すなわち、要件・効果）を決定する”といえる。以下においては、先に述べてきた議論を再整理しよう。

2.7.1 詐害取引法の目的

前者の「目的」に関して、詐害取引法は、MacCoid³⁵以来、「債務者」のリスクテイク（「債権者」のリスク負担）を制限するために存在していると考えられている。リスクテイクの適切な制限は、信用社会（債権者－債務者－取引相手）にとっては必要なものとされる。

2.7.2 詐害取引法の正当化理由（契約と制度）

そうであるとしても、「債権者」達にとって必要なリスクテイクの制限は、契約によって達成されるべきか、制度によって達成されるべきかが問題となる（「正当化理由」）。これについても、論者間において、さ

債務者に要求される道徳的行動が、債権者を意図的に妨害することをしないことから、債権者に迷惑をかけるようなことをしないことへと、変化したという説明も可能である。そして、その背後においては、株式会社である債務者による大規模な企業取引の増加がある。すなわち、企業取引を行う債務者に融資を行うという場面が増加し、従来の詐害取引法を基礎付ける考え方によっては捉えきれない事例が増加していることが考えられる。

³⁵ McCoid は（詐害取引法はかくあるべきであるという）規範を提示はしていないが、「法定詐害 constructive fraud」が伝統的な「現実の詐害 actual fraud」と「ずれ」、債権者を保護するためのものと解釈され機能していると分析している。すなわち、詐害取引法は、債務者の道徳違反のための制度から、債権者の保護のための制度にシフトしているということは認めて議論しているということになる（先述）。

ほど見解の相異はない。すなわち、契約コストを削減するために、制度によらなければならないというものである。このコストを法制度によって削減しながら、「時間と場所と機会があったら実現されるであろう仮定的な交渉において利害関係者³⁶が望む³⁷」契約条項を黙示的に提供するのが詐欺取引法（「法定詐欺」）であるということになる（creditors' bargain model）。

ただし、契約コストの内容については、論者間にて積み上げが見られる。まず、Baird & Jackson 論文は、契約を締結するコストの節約のために、一律の規制として詐欺取引法（「法定詐欺」）が存在していると説明している。次に、Zaretsky 論文、Reilly 論文は、契約を書くことができない領域が存在するという構造的な問題を指摘して³⁸、Baird & Jackson よりも、積極的に詐欺取引法（「法定詐欺」）の存在を正当化している。ここに、契約によっては不十分であるので、より積極的な詐欺取引法による制度的な支援が必要となる。

ここから、集合的な契約としての内実を持つ詐欺取引法制度は、仮定的な債権者達の望むもの、すなわち、信用社会にとって望ましいものでなければならないこと（先述、2.7.1 詐欺取引法の目的）を意味する。

2.7.3 詐欺取引法の存在意義に関する議論（目的・正当化理由）

そうであるならば、如何なる程度のリスクテイクの制限を皆が望むのか—— または、信用社会にとって望ましいのか—— が次の問題となる。これについても論者は共通している。

³⁶ Baird & Jackson, *supra* note 1によると、「債務者」に融資を行う、現在・将来の全ての「債権者」と、「債務者」のことを意味し、また、Reilly, *supra* note 22によれば、全ての「債権者」「債務者」「取引相手」のことを意味する。しかし、両者の議論は、全く同じものと理解して差し支えないことは、前注29において、先述した。

³⁷ もし、十分な資金と時間、機会があったのならば、利害関係者の交渉を通じて結ばれる、当事者の利益を最もよく反映した契約。また、Baird, *supra* note 1, at 10も参照されたい。

³⁸ これも、「債権者」の契約コストを高める要因なので、理論上は、Baird & Jackson, *supra* note 1と変わらない。

すなわち、Baird & Jackson 論文、Baird 論文、Zaretsky 論文、Reilly 論文は、債権者達は、少なくとも契約によっては規律できないエージェンシー問題による「債務者」企業の過剰なりスクテイクの制限を望み、したがって、詐害取引法は、それらの過剰なりスクテイクから、「債権者」を保護するために存在する制度であると考えているといえる³⁹。

³⁹ Baird & Jackson による「債権者－債務者間の交渉モデル」を「取引相手」に明示的に拡張する Reilly の議論によって、以下のような示唆を、ヨリ簡単に、得ることができる。すなわち、詐害取引法による取消しは、取引の失敗時において「取引相手」の利益に対して「債権者」の利益が優先させることに他ならないのであるから、「取引相手」が「債権者」に対して「債権保護の保険」を与えていることを意味する。そうであるなら、取引相手が、取引失敗時に債権者に債権回収の優先権という保険を与えることが取引相手にとっても有利な場合（それでも取引が行なわれ続けることが社会に存在する取引相手全体にとって望ましい場合）においては、積極的に、債権者に債権回収についての優先権が与えられるべきということになる。

この視点によって、今度は、「債権者」側のヨリ緻密な利益の分析が可能となる。そして、この分析の緻密化は、取消権を行使し得る「債権者」に取引債権者は含まれるか否かという論点に現われる。それは以下のような議論である。取引債権者は、取引の期間を細分化しており、大抵は、債務者が MBO などを行なうと宣言したすぐ後に、取引相手は自然に売掛債権を回収しており、MBO の失敗によって被害を受けたかに見える取引相手は既に MBO が行われることを知って、自己の取引を行っている取引相手であるのだから、この者に取消権を与える必要がないというものである (Robert J. **White**, *Leveraged Buyouts and Fraudulent Conveyance Laws under the Bankruptcy Code--Like Oil and Water, They Just Don't Mix*, 1991 ANN. SURV. AM. L. 357 (1992)。これに対して、Zaretsky は、この議論を否定する (Zaretsky, *supra* note 8, at 435-437)。その理由は以下の通りである。White の主張する“取引債権者が保護されないルール”によっては、取引相手は MBO が生じた後に取引を行うのであれば、保護されないことになってしまうが、実際、MBO はその実行後も継続的に取引債権者が債務者との取引を継続する（すなわち、債務者が事業を継続している）ことを前提として行なわれるものである。そうであるならば、一般的に、LBO レンダーは、取引債権者に保護を与えても、債務者と取引を継続してもらうことを望むのであるから、取引相手に対しては、その債権回収の保険を与えることになるだろう。したがって、取引債権者は、取消権を行使することを基礎付けられる。

以下においては、それらの要素の相関関係に気を配りながら、この適切な詐欺取引法は如何なる考慮によって決まるのか（仮定的な交渉の中身）、について、若干、分析的に、まとめてみよう。

2.7.4 債務者の行動規制に関する仮定的な交渉におけるフレームワーク

仮定的な交渉（時間と機会と費用があれば行われる交渉）において、如何なる契約を利害関係者が望むか、について考えるにあたっては、問題となる行動による損失を誰が安価に負担できるのかという McCoid が指摘した考慮が重要となる⁴⁰。というのは、契約交渉過程においては、通常、最も損失負担能力が高い者（したがって、損失回避能力が高い者）に損失を移転させる合意が行われるからである⁴¹。その損失負担能力とは、具体的には、特定の取引に関しての、「債権者」の“契約による規律付け能力”と「取引相手」の取引を“監視する能力”である。

「債権者」の契約による規律付け能力が高ければ、「債権者」は、融資時の契約により「債務者」のリスクテイクを安価に制限・予防できる。この時、その特定の取引は取り消されるべきではない。また、「取引相手」の取引監視能力が高ければ、「取引相手」は「債務者」と取引を行う前に、その契約の内容をチェックして、取り消され得る取引を安価に、回避・予防することができる。この時、その特定の取引は取り消されるべきである。

実際の判断は、下図1の何処かに、問題となる取引を位置付けるという思考により行われることになるといえる（下図1参照）。

そして、例えば、企業取引に沿って考えると、Baird & Jackson 論文は、「債権者」の負担する契約コストはあまり高いものではない（契約

⁴⁰ Reilly, *supra* note 22も同旨である。

⁴¹ 仮定的契約交渉においては、リスクの負担能力が低い者にリスクを転嫁すると契約者全員の余剰利益は最大化しないので、そのような契約は結ばれない。そこにおいては、リスク負担能力の高い者が損失を負担し、リスク負担能力の低い者は、（リスク負担をしてもらうことの対価として）手数料を支払うことにより契約者全員の利益は最大化するので、そのような契約が結ばれることになる。この理論は、「合意」と「効率性」を接続する理論である。

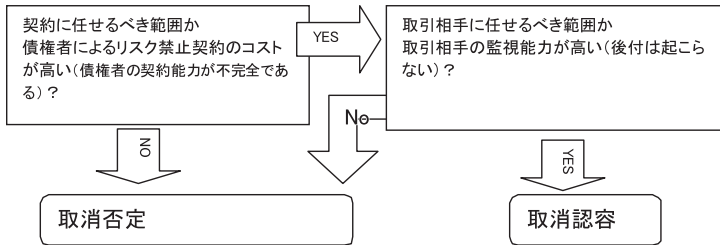


図1：特定のリスクタイプ（取引類型）に対する取消し判断における思考過程

は完全である)⁴²にもかかわらず、詐害取引法の規制（取消し）により「取引相手」に生じる損失（「後知恵⁴³」）が大きい、と考えている。すなわち、彼らは、「債権者」の契約による規律付け能力は“かなり高い”（契約コストは低い）ものであるのに対して、「取引相手」の取引監視能力は、“かなり低い”（監視コストは高い）ものであるという評価しているわけである。故に、彼らの議論においては、「債権者」に「債務者」のリスクタイプを制限する役割を全て委ねることによって事足りるので、「法定詐害」を企業取引へ適用することは否定されるべきであるという結論になる⁴⁴（下図2参照）。この場面において、詐害取引法の存在はあま

⁴² 債権者は、契約によって、債務者の行動規制を追加し得るので、詐害取引法によって債権者が望む以上の行動規制を行うべきではないとする。

⁴³ 一般的に「後知恵 second-guess」と呼ばれる場合には、本稿にて紹介した、「後知恵」「不確実性の問題」「正確性の問題」（後注47も参照）が渾然となって主張されているように思われる。本稿においては、これらの関係を詰めることは目的としてはいないが、それぞれ、異なるメカニズムによって発生しており、したがって、それぞれの問題の作用や、それを除去する方法も異なると考えられるので注意を要する。

⁴⁴ Baird & Jackson, *supra* note 1, Baird, *supra* note 5は、「後知恵」があるので、事後的な取消権ではなく、事前の段階において問題が解決する方法を模索している。Baird & Jacksonは、「取引相手」が取引の前に債権者に通知することを義務付ける UCC6編の BULK SALE（動産の包括譲渡）に関するルール（包括譲渡を実行する前に、既存の一般債権者に対してその旨を通知しなければならない）を、当事者が望むであろう役割分担を反映しているルールの一例であるとして評価する。また、Baird, *supra* note 5は、詐害取消訴訟を、「債務者」

り正当化されないというわけである。(狭い取消しルール)

他方、企業取引に関して、Zaretsky 論文、Reilly 論文は、契約の不完全性を指摘する分析を行うことになる。すなわち、「債権者」は契約を締結できない領域（債権者は詐害の類型を予測して契約を締結できない等）というものがあり、すなわち、その領域においては、契約コスト⁴⁵はかなり大きなものになる（契約は不完全である）と考えて議論を展開している⁴⁶。その結果、少なくとも、「債権者」による契約によって規律付けできないところの、エージェンシー問題を原因とする「債務者」の過剰なリスクテイクに関しては、「取引相手」による事前の契約内容の監視によって防止する方が安価であると考えている。すなわち、少なくとも、「債権者」は、「債務者」の「債務超過」「企業価値下落」（過剰なリスクテイク）の場合においては、「取消権」を手に入れるということになる（下図2参照）。詐害取引法の実在はより積極的に正当化されるというわけである。(広い取消しルール)

以上の二つのルールに加えて考慮されるべきところの「企業の投資決定について詐害取引法を適用する際に問題となる『後知恵』の原因となる裁判所の審査能力の限界」（先述）は、各論考において指摘されている。

しかし、逆に、このことは、この問題が緩和されるならば、より積極的に取消権が基礎付けられることをも意味している。例えば、企業価値に関する評価手法の発達（または客観化）⁴⁷により、裁判所においても

が取引を実行する時に提起させるルールや、「債権者」が取引時に期限の利益を喪失させることができるというルールを提案する。

⁴⁵ 契約を結べないことで発生する取引の喪失コスト（先述）も含む。

⁴⁶ Baird & Jackson, *supra* note 1は、近時のものではないので、この理論を織り込んでいなかったということになれば、両者の差はますます近接してゆくだろう。

⁴⁷ 企業価値評価の理論は、企業価値を正確に評価することをそのテーマとしていと考えられるが、企業価値を正確に評価する手法は同時に、企業価値を客観的に評価する手法でもある。その意味で、企業価値評価の手法の発達は、裁判所による判断を、「取引相手」が予測できないことにより発生する「不確実性」の問題を緩和するといえる。ただ、「不確実性」の問題が発生する原因は、「不確実であること」にあるのだから、必ずしも、「正確性」は要求されない。

企業価値の評価が正確に（または客観的に）行われるようになった場合、且つ、「取引相手」の負担能力（対債務者・裁判所監視能力）が高い場合には、「取引相手」は、事前に裁判所の判断を予測し、「取り消されるリスクのあるあぶない取引」を回避することができる⁴⁸。（下図2参照）

こうして論者の議論を参照してゆくと、論者らは、「法定詐害」を考える上での理論枠組み（フレームワーク）については、ほぼ同じものを採用していることがわかる。すなわち、全ての論者は、「債権者」と「取引相手」の能力を現実の取引類型に照らした上で、当該取引類型における債務者の行動の規整を、如何なる範囲で「債権者」の契約に委ね、如何なる範囲で、「取引相手」の監視に委ねるべきか、という判断を行っているということができよう。さらに、「債権者」の候補として「金銭

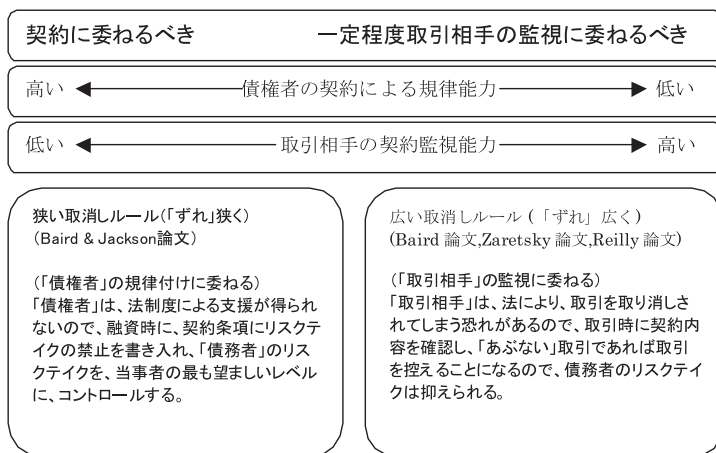


図2：企業取引（過剰なリスクテイク）に関する論者の評価と望ましいルールについての結論

⁴⁸ このことについて、注目すべき変化が、紹介した議論の中においても見て取れる。Baird & Jackson 論文（1985）は、MBOの詐害性についての審査過程においては、裁判所が、ビジネスに関する判断を行わなければならないので、「後知恵」が決定的に発生してしまうと説明するが、その後、Baird 論文（1991）においては、MBOの分析を進め、その取引を構成する「取引相手」の性質・能力を勘案し、取消しに関して容認する方向に動いているように見える。

を融資した債権者」「取引信用を融資した債権者」が、「取引相手」の候補として「物の取引相手」「金銭を融資した取引相手」「取引信用を融資した取引相手」などが、この枠組みの下で検討されることになる。本稿においては、それぞれについての細かい分析は後の課題として、「取引相手」についてのみ検討の対象にする⁴⁹。

2.7.5 詐欺取引法（「法定詐欺」）の機能

以上の詐欺取引法は、次のように機能する。エージェンシー問題が発生する状態においては、「債権者」の契約による規律付けのみでは、「債務者」の行動を制限することはできなかった。そこで、「法定詐欺」は、「債権者」が契約によって規律できない「債務者」の過剰なリスクテイクによる損失を、取消権を認めることによって「取引相手」に負担させる。このようなルールが所与である世界においては、「取引相手」は、取引の事前に、「債務者」の行おうとする取引を監視し、取り消され得る取引であるならば、取引を回避するようになる⁵⁰。「取引相手」に付き合ってもらえない結果、「債務者」企業は、債務超過時においても、過剰なリスクテイクを行えないことになる。

また、「法定詐欺」は、「債権者」の契約による規律付けに委ねられるべき範囲においては、取消権の発動を否定することによって、「債権者」に、契約を行わなかったことによる損失を負担させる。これにより、「債権者」が、その範囲においては、契約による規律付けを行うように仕向ける役割をも担っているといえる⁵¹。（上図2参照）

こうして、「債務超過」の「債務者」企業における、失われた“株主によるガバナンス”は、「法定詐欺」が“行為規範”として機能することによって、債務超過時においても、そのガバナンスの役割が「取引相手」に分担されることにより、回復することになる（その結果、企業は、

⁴⁹ 「債権者」については、注39における White と Zaretsky とのやり取りを参照されたい。

⁵⁰ 取引相手（受益者）の合意を要さない債務者の利他的な行為については、取引相手に後の取消権の行使を覚悟させることになる。

⁵¹ Reilly, *supra* note 22, at 1249.

過剰なリスクテイクを行うことができない)。実際には、債務者が債務超過になったとしても、ガバナンスが低下して一気に破産——解体清算 (piecemeal liquidation)——に向かうということが抑制されるという風に機能するかもしれない⁵²。

ここに、規範理論として、債務者がリスク中立的であるならば採らないような過剰なリスクテイクを行ったならば、速やかに取消権が行使されるように、要件、効果を設定することが至当となる。この点は、後に述べる日本法の分析において得に重要になるので留意されたい。

2.7.6 ルールの持つ社会的な機能

本稿にて紹介してきたアメリカにおける議論（機能的分析）は、特定のルールについて考える際に、そのルールが存在しない世界との比較において、当該ルールによって実現される社会を念頭におきながら、議論を行っていることには留意が必要である。そこにおいては、人々が、特定のルールに反応して行動した結果、社会が望ましいものになっているのか、が重要視されている。このことの意味を、詐害取引法との関係において説明しておこう。

例えば、「債務者」の「債務超過」時には、その「債権者」を保護せずに「債務者」の自由に任せるというルールの下においては、「債権者」は融資時に利息を上昇させることによって対応する。この時、事後的な「債務者」の行動の尊重によって生じる「債務者」「取引相手」の利益は、事前のレベルにおける「債務者」の資金調達コストの上昇と、「取引相手」が行える取引の減少によって、調整（相殺）される。このように、事後的に「債権者」に生じる損失が、事前のレベルにおける「債権者」の利息収入の上昇によって、また、「取引」の減少によって相殺されるのであれば、このルールによって社会に何らかの幸せがもたらせたとは言い難い。他方、事後的に、「債権者」を保護し、「債務者」の自由を制限す

⁵² この点については、さらなる積み上げが必要である。すなわち、「債務者」の金融状態の段階に応じて、倒産政策上望ましい債務者の行動を考え、それに資するように詐害取引規制を仕組むということが必要になろう。そのためには、望ましい倒産政策についての議論・詐害取引法によって、特定の行動に仕向けるための要件効果論の更なる深化が必要となる。

るというルールの下においては、「債権者」は融資時の利息を低下させることになる。事後的な「債務者」の行動に対する制限によって生じる損失は、事前のレベルにおける「債務者」の資金調達コストの低下という利益により相殺され、事後的な「債権者」の保護による「債権者」の利益が、事前のレベルにおける「債権者」の利息の低下によって相殺されるのであれば社会においての変化はないように見える。すなわち、事後的に、特定の地位にあるものを保護することが、かかるメカニズムまで考慮すれば、真にそのものの保護になっているとは限らないのである。さらに、事後的な分配のみを取り上げても、「債権者」に取消権を与えることによって、事後的に彼を保護したことにより、「取引相手」がその利益と同じだけの損失を蒙るのであれば何の意味も無い。

すなわち、事後的な分配のされ方（取消しの範囲）を変更した——事後的には誰かが保護されたことによってその者に利益が生じるように見える——としても、利害関係者の事前の行動によって調整が行われた結果、社会的利益の総和が何も変わらないのであれば、そのルールの持つ社会的な意味はあまり大きなものではない⁵³ ⁵⁴。したがって、「債権者」を一定の範囲で保護することにより（あるいは「債権者」に「詐欺」は起こらないという信頼を生ぜしめることによって）、社会的な利益の総和にプラスの変化が現れるということを説明することにこそ意味があるといえよう⁵⁵。

ここに、「債権者」を保護することによって如何なる社会的なメリッ

⁵³ ある種の考え方によれば、パイの大きさが問題である場合には、パイの切り分け方によって、パイの大きさが変わることの説明が無ければ、パイの切り分け方について議論する意味はあまり無い。ただ、そういう問題であることを発見することには重要な意義があると思われる。

⁵⁴ McCoid の議論は、事後的にはあるが、この種の考慮を行っている。すなわち、こうである。「債権者」を保護した分、「取引相手」に損失が移転されているのであるから、社会的な総和は変わらないことを前提にして、さらに、その損失負担能力について「取引相手」が「債権者」に劣るものであるのならば、事後的な、社会的利益の総和はマイナスになってしまうのであるから、詐欺取引法の存在の合理性は疑わしいものになってしまう、と。

⁵⁵ Baird & Jackson, *supra* note 1は、プラスにはならないと論じた（先述）。

トが生じるか、が説明されなければならないことになる。

本稿に紹介した議論によれば、少なくとも「債務者」の過剰なリスクテイクについては、「債権者」を「取引相手」の損失において保護することが、したがって、「債権者」に過剰なリスクテイキングは起こりにくいという「信頼」を与えて契約に当たらせることが、社会的利益の総和を大きくすることになる。なぜならば、事後的に「債務者」に自由を与え過ぎる（過剰なリスクテイクを許容する）ルールは、債務者の価値を下落させ、そして、関係当事者達ならば望むであろうその下落の制限は、当事者の融資時における契約によっては実現され得ないからである。その関係当事者の望みを、詐害取引法という法制度が実現するわけである。「債権者」は、それが社会にとって望ましいと評価される範囲において「債務者」を信頼することができ、自らがそれ以上の債務者の行動の制限を望むならば、「債務者」を規律しなければならないことになる。これによって、事前のレベルにおいては信用調達コストが低下する——信用が拡大する——ことになる。

こうして、詐害取引法は、「債権者」による契約と「債務者」の所有権という「債権者」「債務者」「取引相手」間の社会的分業を実現させるための法技術——「債権者」が「債務者」の資産に対して優先権を持ちつつもその利用法については、タッチできない——によって生じる費用を、「取引相手」の協力によって安価にし、それによって、それによって成り立つ社会的分業を社会にとって有意義なものとして機能させることになる。

2.7.7 詐害取引法の限界

ただし、先に述べた、株主（または、債務者）によるガバナンスを回復させる詐害取引法の役割は完全なものではない。

まず、「取引相手」の損失負担能力は、十分とはいえないので、「債権者」が監視できないリスクの全てを、「取引相手」に移転するというルールは、関係者が望む合理的な詐害取消しルールとはいえないことになる。「債権者」が負担できず、「取引相手」にも負担し得ない損失は、「債権者」に負担させるしかないであろう（取消権の否定）（上図1参照）。なぜならば、「債権者」は、様々な「債務者」に融資を行っているのが通

常であるから、その損失を分散する能力があるといえるからである（先述）。

また、詐害取引法は、「債務者」を、関係者の監視下に置くことにより、「債務者」の過剰なリスクテイクを予防するだけであり、「債務者」の悩ましいリスクテイクを引き起こす原因となる「債務超過」を解消させるわけではない。したがって、「債務超過」の「債務者」の持つ過剰なリスクテイクを行うインセンティブを完全に取り去るわけではない。この状況において、「債権者」は、逐一詐害取引を発見し、取り消してゆかなければならない。「債権者」が、あらゆる詐害取引を発見し証明することや、裁判所があらゆる詐害取引を正確に認定することは不可能であるので、完全に債務者の問題行動を抑止することは不可能となる。

これらの理由により、株主によるガバナンス、すなわち、健全時における債務者企業的意思決定を、完全に、再現することは不可能であり、あくまでも、可及的に健全時における債務者の意思決定を再現するにとどまる。詐害取引法の限界はここにあるといえることができる。

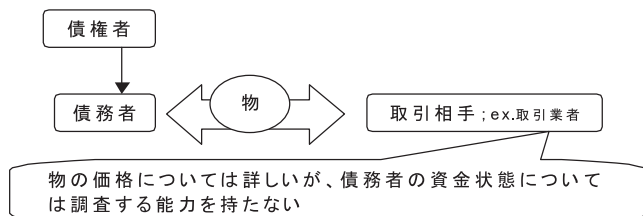
2.8 理論的示唆——合理的な監視の分担——「取引相手」の監視能力と選択

先の議論によれば、「債務超過」・「企業価値の下落する取引」である場合においては、「債権者」の契約による規律付けが弱くなるので、「取引相手」に損失を分担させた方が合理的となる。しかし、その命題の妥当性も、「取引相手」の損失分担の能力によることになる（先述）。

そこで、以下においては、「取引相手」の損失負担能力を考えてゆく。今までは、「取引相手」として一律に議論してきたが、取引（より具体的には、「債務者」企業・「取引」そのもの）に対する「取引相手」の監視能力（取消しによる損失負担能力）も様々であろう。以下においては、企業資産の譲渡を受けるような「通常の取引相手」と、投資銀行のような「債務者」企業のプロジェクトに対して融資を行う「融資の取引相手」を分けて考えることにする。この両者の有する性質の違いは、本稿における議論に本質的な影響を及ぼすからである。

2.8.1 「通常の取引相手」

まず、「通常の取引相手」は、物の取引を生業とするものである。



この者は、相手（「債務者」企業）の「債務超過」という資金状態を調査する能力を有していないのかもしれない。そうであるならば、この者に「債務者」企業の「資金状態」を調査させることは却ってコスト高になってしまう。また、この者は、自己の行う取引が「債務者」企業価値を下落させるか、については、評価する能力を持ち合わせていないであろう。故に、この者は「対価が支払われていること」についてのみ、監視能力があるといえる。この者は、取引を業とする者であるから、取引対象物の価格⁵⁶についてのみ、監視する能力があるといえるからである。しかし、それも、物の市場価格が明らかである取引類型に限ってである。物の市場価格が明らかとならないような場合は、Durrett's Case がそうであったように、バッファを設定する——市場価格の70%を下回る対価によって取引されたならば違法とする——などの工夫が必要であろう。

さらに、「通常の取引相手」は、その監視能力の限界から、「債務者」企業の「債務超過」且つ、「債務者」企業に「対価が支払われていないこと」を「知っていた場合」においてのみ、これを監視・予防し得るといえる。したがって、「知らなかった場合」（「善意 good faith」の場合）においては、この者には、保護を与える必要がある。アメリカ詐害取引法は、このような場合であっても、取引は取り消されるとしながらも、

⁵⁶ John C. McCoid, *Constructively Fraudulent Conveyances: Transfers for Inadequate Consideration*, 62 TEX. L. REV. 639 (1983) は、「価格」に対する「取引相手」の監視能力は低いので、注意が必要であるとする（先述）。

他方で、取引相手には、取引前の自己の状態に“巻き戻す権利”を与えている⁵⁷。

⁵⁷ この点は、日本法と異なる点である。日本法においては、取引が詐欺取引であることを知らない取引相手は、保護され、その取引は完全に有効になる（民法424条但）。これらのルールの違いは、以下のようなところに現れると思われる。

通常、詐欺取引により、資産が流出する場合は、「対価の支払われていない」取引により、その差額が「債務者」の企業価値から失われるのと同時に、流出した資産とその他の債務者企業資産が結びついて生まれていたシナジーまで失われる。このシナジーを取り戻させるためには、取引したものを取り戻せる（原状回復を認める）というルールは合理的であるかもしれない。原状に巻き戻された場合、「取引相手」は、支払った対価については返還される一方、企業は流出の価値のみならず、資産流出によって減少した企業価値までも取り戻せることになる。

例えば、町工場が、その事業にとって重要な機械を二束三文で流出させてしまったような場合を想定すればわかりやすい。この時、工場は、重要な資産である機械を流出させることになるので、その継続企業価値を失ってしまうことになる（工場としての価値が失われ、ただの、土地と建物と、それぞれの資材の価値が存在するのみである）。この場合は、資産の流出行為の取消しを認め、「取引相手」には損失補償として、彼が従前の取引において支払った対価を取り戻すことを認めるというルールは、喪失された継続企業価値を復活させることができる（工場としての価値が復活する）という意味において、合理的であるといえるのである。

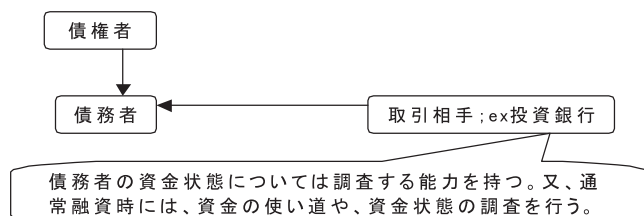
しかし、この補償ルールは、「取引相手」にとっては、不十分である可能性もある。なぜなら、「取引相手」は、支払った対価を取り戻せたとしても、得られたであろう取引対象物を利用した更なる投資機会や、他の機械を購入できたという機会を失っていることになるからである。（その機会費用の補償がなされなければ）完全に取引前の状態に巻き戻す権利を与えられているとはいえないというわけである。（機会費用については、例えば、**太田勝造**（訳）『Robert D. Cooter, Thomas S. Ulen 法と経済学』（商事法務、1997）、**林田清明**『法と経済学（第2版）』at 16（信山社、2002、初出 1997）に詳しい。）

そこで、McCoid, *supra* note 56は、その機会の喪失による損失を補償するために、「取引相手」が「債務者」に支払った対価に対する利息が、「取引相手」に支払われることが必要であると主張する。

しかし、たとえ、「取引相手」は利息を得られるとしてもまだ十分ではない。なぜなら、購入した資産に投資することにより得られる利益（機会の喪失による損失）が、機会費用の補償（取引相手が債務者に払った対価についての利息）以

2.8.2 「融資の取引相手」—— 商業銀行・投資銀行

それに対して、「融資の取引相手」は、一般的に商業銀行や投資銀行である。



これらの「取引相手」は通常、企業の資金状態について調査することを業としている者である。そして、これらの者は“債権者”としての性質を併せ持つ。すなわち、これらの者の業務は、融資先である「債務者」企業の資金状態を適切に判断することによって成り立っている。これらの者に債務者の監視役を任せれば良いのであるから、したがって、法的には、「知るべきである者」と評価できよう。

さらに、これらの者は、「企業価値の下落」についても安価に監視し得る者であるかが問題にされなければならない。例えば、「融資の取引相手」とされる中でも、商業銀行と、取引全体を支配する投資銀行とではその監視能力に違いがあるやもしれない。

先に紹介した McCoid 論文は、「取引相手」について、一般的に、取消しによる損失負担能力が劣る（あるいは、取引に対する監視能力が劣

上になる場合には、「取引相手」は、取り消された取引によって得られたであろう利益を失っているといえるからである。そうであるとなると、利息程度の損失補償によっては、取引の萎縮効果は取り去れないかもしれない。この点については、日本法は、“取消しの要件”として、「取引相手」（受益者）の悪意を要求しており、「取引相手」が詐害取引について認識していなかった場合には、取引は完全に有効である（取消しが否定される）としている。これは、この萎縮効果防止効の方がより重視されているルールであると評価できる。ただし、同時に、「債務者」企業の継続企業価値（シナジー）は犠牲になってはいる。

る)、と論じるが、彼の分析の対象となった「取引相手」とは、ここにおける「通常の取引相手」のこと——すなわち、想定されている事案類型は、物の取引——であることには注意を要する。確かに、この者が監視し得るのは「取引そのもの」のみであり、「債務者」の「資金状態」等を調査する能力を有していない。他方、McCoid は、ここにおける「債権者」に関して、損失の負担能力が高い（先述）とし、「債権者」は自己が融資する「債務者」が融資契約を結ぶ“前”に如何なる状況にあるのかについて、その資金状態等を含めて、事前に知っておくのが当然であると論じる⁵⁸。この議論が逆に、この「取引相手」が「金融債権者」である場合における「取引相手」の分析に応用できよう。なぜなら、ここにおける「融資の取引相手（特に、投資銀行）」はまさに、McCoid の議論における「債権者」の性質を有する者である故に、「債務者」の資金状態を監視するノウハウを一般的に有し、且つ、「債務者」がこれから従事しようとするリスクテイクを調査しそのリスクに対して融資を行う者であるとさえいえるからである。

したがって、McCoid の議論によっても「融資の取引相手」は、「債務者」企業の「取引」に対する高い監視能力（損失回避能力）を有しているので、融資の前に、その融資先（「債務者」）が如何なる状態にあるかについて、調査するのが望ましいといえよう。

この能力の差異は、以下のように、その解釈的帰結に現れるかもしれない。「融資の取引相手」は、「債務者」の過剰なりスクテイク（「債務超過」「融資時の企業価値の変動」）について、監視能力があり、また、監視すべきであるといえるので、この者に監視を行わせるという趣旨を実効化させるために、この者は「悪意 bad faith」であると解される余地が、相対的に多いと言い得るかもしれない。この取引相手の側の主観

⁵⁸ さらに、McCoid は、「債権者」は、「利息」によって分散するという損失回避手段を有しているのであるから、彼は、「取引相手」ではなく、「債権者」に債務者のリスクテイクの損失を負わすべき（取消権を狭く解釈すべし）と主張する。もっとも、取消しが認容された後、取引相手が善意であれば、取引前の状態への原状回復が認められ、支払った対価の回収を認められるという現行の補償ルールがあるならば、「債権者」に広い取消権を付与しても問題はないとも論じている。

要件である「good faith」も、その事案類型を構成する間接事実——すなわち、取引類型——により、その射程距離が異なることになるわけである。

2.8.3 「取引相手」の選択——transferee or conduit

以上によれば、債務者の行動の監視を、問題となる行動の項目毎に、「債権者」「取引相手」の関係者に、合理的に分担することによって、信用を維持するというのが現代における詐害取引法の役割であった。ここにおいての思考の手順は、「取引相手」「債権者」の存在を前提に、各当事者を分析し、取り消し得るか否かを判断するというものである。

しかし、「現代取引」(ストラクチャード・ファイナンス)の場合においては、この理論を応用する必要がある。なぜならば、「取引」に多様な「取引相手」の候補が参加しているので、そもそも、如何なるものが「取引相手」であるかが不明であるからである。そこで、先の理論を導きとして、「取引相手」の候補に法的評価を加えて、「取引相手」として選択することになる。この文脈において、存在意義に関する議論を、理論化すれば、詐害取消法理は、取引類型における債務者のリスクテイクについて、債権者達が望むようなものか否か——典型的には、過剰なリスクテイク(経営的に無関心な行動)ではないか——について、最安価な監視者を探し出す法理であるということになる。すなわち、最も取引全体を監視し易い者を「取引相手」として決定することになるわけである。そこにおいては、「債務者」と「取引相手」の間に入り込む法形式上の関係当事者は、詐害取引との関係においては導管体 conduit として、無視されることになろう⁵⁹。ただし、現代取引においては、更なる問題が残されている。すなわち、複数の取引相手が選択される場合においては、その関係が問題となる⁶⁰。この問題は、残された問題として

⁵⁹ アメリカの判例においては、詐害取引法を、形式ではなく実質を見る法理であると評価する言説が繰り返されるわけであるが、日本においても、古くから、同様の議論が行われている(後述、石坂論文)と評価できる。

⁶⁰ Baird, *supra* 5において、未だに解決されていない問題として、指摘されている。

おく。

ともかくも、この「取引相手の選択」理論は、詐欺取引法が、古来より新しい取引に対して、法の網を拡張し規整する役割を担ってきていることによって基礎付けられるかもしれない。詐欺取引法は、伝統的に、客観性のある意味犠牲にして、「現実の詐欺 actual fraud」を残し、新しい取引に対する威圧の機能を維持してきた。また、先の詐欺取引法を基礎付ける理論においても、次々に生まれる新しい取引によって生じる費用を債権者の契約（自己責任）に委ねさせないように誘導することにこそ意味があった⁶¹。この観点からすれば、詐欺取引法は、明確性を後退させても、当時、社会が予測していない新しい取引に対して、一般的に法の網を拡張してゆく旨を宣言することによって、取引社会を威圧し、発展する取引社会を規整していると評価できよう。この結果、取引社会は、取引を複雑化することによって法の網からは逃れられないことを悟り、その複雑化に要する費用（社会的費用）を省くことができる⁶²。

⁶¹ Zaretsky は、債権者が、次々と生まれ来る新しいスキームを全て予測できないことが、詐欺取引法を基礎付ける一つの理由であることを明示している。そこには、そのような、新しいスキームについて、債権者が予測し契約しなかったから、取り消し得ないと判断するのではなく、新しいスキームについて「取引相手」がその採算性を監視し得たか否かについて、一度判断するという思想が見て取れる。

⁶² Baird, *supra* 5, at 22にも同趣旨と見られる記述がある。Baird は取引の形式のみに焦点を当てるルールは、単に、利害関係者をして、その形式の変更をもたらしめるだけであると述べる。この取引スキームの複雑化は、社会にとってコストそのものであるといえよう。したがって、コストをかけて取引を複雑化することによって「債権者」から利益の移転を狙う行動を、“一律に禁じる”ほうが社会にとっては望ましい。このことは、日本法を分析する**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・神田秀樹・柳川範之編『会社法の経済学』191頁（東京大学出版会、1998）224頁において、事前規制によると「規制を回避する手段を工夫することが比較的容易になってしまう」と述べる趣旨と同じであろう（あらかじめ違法の形式が特定されているとそれを抜けることも容易になるということを述べるのであろうから）。

3 要件論

詐害取引法(「法定詐害」)の重要な目的の一つは、典型的にはエージェンシー問題による過剰なりスクテイク(企業価値の下落)を監視・予防するという役割を合理的に、利害関係者(「債権者」「債務者」)に分担させることにより、この問題に対処をすることであるといえる。そして、この存在意義を実効化するように各要件(効果も)は解釈されなければならない。以上の存在意義に関する議論を要件論に引きなおすと、こうである。

- ① 「transfer」については、債務者の意思決定による行動の全てである。債権者の保護に着目した場合、詐害取引法の存在意義は、債権者と債務者の仮定的な契約を再現することにあるので、この契約になじむ債務者の意思の現われは、詐害取引法の規整に服することになる。したがって、債務者の意思の現われであるリスクの引受けについては、問題なく、審査の対象になる。
- ② 「insolvent」は、債務者の意思の歪みが発生する状況である。すなわち、理論上は、「債務超過、または、債務超過に近い状態(確率的に債務超過になる場合⁶³)」であり、「取引時点」の「債務者」

⁶³ ただし、DOUGLAS G. BAIRD, ELEMENTS OF BANKRUPTCY, Fourth Edition (Foundation Press, 2005), at 159. は「債務者企業が健全であっても、株主が過剰なりスクテイクのインセンティブを有することがある」としながらも、その場合には債務超過の基準を満たさないので取り消し得ないとする(もし、債権者は、取り消したいと考えるならば、契約によって規律しなければならないとする)。例えば、「企業が債権者に対して10ドルの負債を負っているとする。ある資産は10ドルの現金で、他の資産は10分の1の確率で101ドルが当たる宝くじ(期待的利益は10ドル以上)である。」というような場合である。続けて、「もし、この時、企業が現金を10ドルの配当に利用することを決定したならば、企業はまだ健全である」とする。

他方、Delaware 州が、債務者企業の経営者が株主に対する忠実義務を、債権者のために拡張する要件として定めている「債務超過に近い状態 vicinity of insolvency」の基準について、Schwarcz は、「忠実義務の拡張法理」を、エージェンシー問題を解決する手段であると位置付けた上で(後述)、厳密に言えば、「結果的に債務超過になる contingent Insolvency」場合に、過剰なりスクテイキングは発生するのであるから、この時点において忠実義務は拡張すると議論

の「期待的な」資金状態が問題にされなければならない。この状況があれば、「債務者」（株主）は、損失を「債権者」に対して「外部化」する能力を有する（ガバナンスが失われる）ので（引当資産の価値を下落させるような）行動を行う可能性が高まる⁶⁴。

注目すべきことは、理論上、「債務超過」の解釈として、その時期を一步前にずらすことが示唆されることである。その理論に基づいて、実際の適用上の利便性から「債務超過」を考えることになる⁶⁵。アメリカ詐欺取引法において、債務超過は、資産と責任の差（バランスシート・テスト）によって判断されるが、その作業は継続企業価値に基づいて柔軟に判断されることになっている⁶⁶。このように債務超過は、詐欺取消法理の存在意義によっ

している（Steven L. **Schwarcz**, *Rethinking a Corporation's Obligations to Creditors*, 17 CARDOZO L. REV. 647 (1996)）。ただし、Schwarcz は、経営判断原則の適用を主張し、経営者の責任追及については（濫用の場合にのみ責任を負うというように）謙抑的である。

こうしてみると、両者共に、「後知恵」的なルールによる、行動の萎縮を恐れて、法制度の適用についての権抑的であろうとするが、その心配を解消するための法的構成については若干の差異があるようである。（Baird は、債務超過を厳密に理解するが、Schwarcz は債務超過を拡張的・規範的に捕らえる。ただし、Baird は、如何なる取引に対しても「現実の詐欺 actual fraud」の適用は肯定し、その伝統的な要件の適用によって「法定詐欺」の不備を補うことを示唆する一方で（*Ibid*, at 162においては、「現実の詐欺」によって一般的に債務者の望む規整が具現化される旨が示唆されている）、Schwarcz は債務超過の基準は緩めても経営判断原則の適用によって法制度の実際の発動に絞りをかけるので、結果的には、両者の論者の見解は、結論において均衡が取れているといえる。）

⁶⁴ Reilly, *supra* note 22; **Baird**, *supra* note 63, at 158-159は、「対価の要件に、債務超過 Insolvency の要件を付け加えることによって、債権者に、株主が彼らの意思決定が自己に内部化されない取引だけを取り消させることを確保できる」とする。

⁶⁵ 結果、「債務超過の時期」をずらさないという結論が採用されることもあるだろう。なぜならば、実際、この時期の判別は非常に難しいものになるからである。

⁶⁶ BRIAN A. **BLUM**, BANKRUPTCY AND DEBTOR/CREDITOR, Fourth Edition (ASPEN,

て解釈されるべき規範的な概念となっている⁶⁷。さらに、この前倒しの思想の現われとして、企業債務者については、不合理に少ない資本 unreasonable small capital (4条(a)(2)(i)) という先の「債務超過」に関する考え方を具現化した要件が存在する。

当初の資本充実が緩められている社会に置いては、資本維持規制として機能する詐害取引法の活動が盛んになることが示唆され

2006), at 78, Baird, *supra* note 63, at 158.

Insolvency は、UFTA の2条に規定される。そして、Insolvency の意味は、責任 liability が資産 asset を超えることである (balance sheet test)。ちなみに、資産には差押え禁止資産は入らない (1条(2))。そして、資産の算定には公正な評価が必要とされる。

他方、債権者が、先の意味における債務超過を証明できない時には、債務者がその満期時に自己の負債を支払わないであろうことを証明すれば良いとされる (2条(b); equitable test)。(以上、Blum, *Ibid*, at 78)

そして、公正な評価の基準であるについて、Baird は、以下の問い——「健全な買い手が、適切な時期に企業の資産と責任を全てひっくるめてプラスの価値を支払うか? (Covey v. Commercial National Bank, 960 F. 2d 657 (7th Cir. 1992))」——に答えなければならないという。

⁶⁷ ただし、前注63において既に先述したように、Baird, *supra* note 63が主張するような「債務超過」を厳密に理解した上で、そこから漏れる債務者の問題行動を「現実の詐害」によってカバーするという解釈は十分にあり得る。本稿においては、差し当たり、結果的に、何れかの要件が適用され規整されることが確認されれば、何れの要件によって処理されるかについては、あまり重要視しない。それは、本稿が日本法への解釈を導くために分析を行っていることによって正当化される。日本法においては、後に述べるように、「詐害」要件について、解釈によって導かれた「債務超過」「対価の不均衡」という「法定詐害」と類似の要件と、それを緩める総合考量説という「現実の詐害」と似た機能を持つ要件とが存在する。これは、「法定詐害」と「現実の詐害」に対応するものであり、且つ、日本における解釈においては、アメリカにおけるようにその法的効果について差異がない（アメリカにおいては「法定詐害」の成立は強力な「詐害」の推定をもたらす）。したがって、アメリカにおいて「法定詐害」「現実の詐害」何れかの要件で処理をしているならば、日本法にとっては示唆があることになる。ただし、日本においても、今まで「債務超過」「対価の不均衡」の要件のみで処理してきた解釈的な路線に対して、反省を迫るという意味において、この問題はさらなる検討を要することになる。本稿においては、この問題を残された問題とする。

る。

- ③ 「公正な対価 fair consideration」、「合理的に均等な対価 reasonably equivalent value⁶⁸」については、こうである。「通常の取引相手」に対しては、「取引時」に「取引の対価が支払われていること」である。他方、「融資の取引相手」に関しては、「融資時に」「期待的な利益」の基準にて、「当該融資が利用されるプロジェクト」により「債務者価値が下落していないこと」である。ただし、取消権を基礎付けるためには「融資の取引相手」が当該「取引」を支配できる立場になければならない。
- ④ ①②③より、「債務者」健全時における、「債務者」に対して「対価が支払われていない」取引は、それによる損失を「債務者」（株主）が全て吸収するので経済的には望ましい取引である（株主は損失外部化能力を有さない）。この取引によるリスクは、「債権者」の契約によって規律し得る。したがって、この場合、意思の歪みが生じているとはいえず⁶⁹、したがって、「債権者」に取消権を付与する必要はない。
- ⑤ 「取引相手」の抗弁である「good faith」についてであるが、「通常の取引相手」に関しては、「知らなかったこと」である。
「融資の取引相手」については、「知るべきであるのに知らなかった場合」には、「bad faith」と解釈されるべきである⁷⁰。後者の取引相手に関しては、ヨリ良く債権者達が望む債務者の行動について監視し得るからである。そして、現代的には、後者の類型——債務者が取引相手から金融を受ける——の重要性が増していることも確認しておかなければならない。また、「裁判所」の能力も関係してくる。
- ⑥ 複数の関係者が参加する現代取引においては、「取引相手」は、

⁶⁸ 「fair consideration」はUFCA、「reasonably equivalent value」はUFTAである。

⁶⁹ ただし、前注63。

⁷⁰ 主観要件は、間接事実の評価によって認定されるので、ここでも規範的な判断が行われて、「知るべきだったのに知らなかったので bad faith である」と解釈され得る。

現代取引に関与した関係者の中から、上記の趣旨を最も体現し易いものを「取引相手」として選択することになる。ただし、その際の関係者間の調整については問題が残されている。

- ⑦ 詐害取引法は、現在・将来の債権者達が望む仮定的契約の現われであった。ここから、その強行法規性が導かれる。すなわち、集合的契約である故に、簡単に解除できず、その取消しの程度についてデリケートにならなければならない。しかし、逆に言えば、以上の理由は、強行性を解除する理由も与えてくれる。すなわち、現在・将来に債権者が入れ替わることもなく、債権者達が同意を与えるのならば、個別的に詐害取引法の解除が許されるのかもしれない。

また、仮定的な「契約」になじまないような行為（債務者の意思によらないもの）については、詐害取引法の適用が排除される余地がある。

4 詐害取引法と周辺の法理・倒産法制との接続

4.1 詐害取引法と周辺の法理

以上に、アメリカにおいて、機能的に分析を行う学説を、学説史的に紹介しつつ「法定詐害」の存在意義に関する議論を分析してきた。それによると、詐害取引法は、債権者が望むように債務者の行動を規整——現代においてその典型は過剰なリスクテイクの防止であろう——し、信用社会を維持するための制度として位置付けられていることが確認された。

しかし、過剰なリスクテイクに対して、手当てを行っているとすることができる法理は詐害取引法のみではない（下図参照）。例えば、「法人格否認の法理 *piercing the corporate veil*」は、株主が過剰なリスクテイクを行った場合、その限りにおいて、「有限責任」を、「無限責任」に切り替えることによりこの問題を緩和する。すなわち、エージェンシー問題とは、株主が有限責任制度に守られ責任を負わないこと⁷¹を原因とし

⁷¹ FRANK H. EASTERBROOK AND DANIEL R. FISCHEL, *THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW* (1991); Reilly, *supra* note 22はモラルハザードの一種として説明をする。また、宍戸善一＝常木淳『法と経済学』（有斐閣、2004）60頁も同じ。

て発生するものであった（先述）ので、過剰なリスクテイクが起こった場合、この法理により、有限責任制度を部分的に解除して、株主が責任を負うとすればこの問題を緩和することができる、というわけである⁷²。また、「忠実義務 fiduciary duty 拡張の法理」^{73 74 75}は、取締役が通常株

⁷² 金本＝藤田・前掲書注62, 小林秀之・神田秀樹『法と経済学入門』（弘文堂、1986）170頁, 藤田友敬「株主の有限責任と債権者保護」法学教室223号（1999）24頁等

⁷³ 直接企業的意思決定を行う取締役は、健全時には（会社法の規律により）、株主の利益を最大化する義務を負わされている（忠実義務）。しかし、エージェンシー問題は、株主の利益を最大化する決定を取締役が実行することによって起こる問題であり（先述）、この株主に対する忠実義務もエージェンシー問題を加速させてしまう。そこで、債務超過企業の実務取締役は、この「忠実義務」を債権者に対しても負うという形に拡張すべきであるという議論がなされることになる。取締役は債権者に対しても配慮を行わせることによって、企業価値の最大化に向かわせる（エージェンシー問題を緩和に導く）ことができるというわけである。（Laura Lin, *Shift of Fiduciary Duty upon Corporate Insolvency: Proper Scope of Directors's Duty to Creditors*, 46 VAND. L. REV. 1485 (1993); Schwarcz, *supra* note 68; Thomas A. Smith, *The Efficient Norm For Corporate Law : A Neo Traditional Interpretation of Fiduciary* 98 Mich. L. Rev. 214 (1999); Frederick Tung, *Limited Liability and Creditor's Rights : The Limits of Risk Shifting to Creditors*, 34 GA. L. REV. 547 (2000) ; Alon Chaver and Jesse M. Fried, *Managers's Fiduciary Duty Upon the Firm's Insolvency : Accounting for Performance Creditors*, 55 VAND. L. REV. 1813 (2002) 等。なお Smith はこの問題を前提にしながら、経営者は株主や債権者に対してではなく企業に対して忠実義務を負うべきであると主張する。）

⁷⁴ Schwarcz, *supra* note 68, at 669-677は、経営者の「忠実義務 fiduciary duty」を債務超過の前の段階（vicinity of insolvency）で、債権者に対しても負うとして拡張した代表的事例である Delaware 州の判例；Credit Lyonnais Bank Nederland, N. V. v. Pathe Communications Corp., Del. Ch., C. A. No. 12150 (1991) の解説と批判を行っている。彼は、忠実義務の拡張を認容した Delaware 州裁判例に対して、拡張の一般論は是認しながらも、「後知恵」が起こってしまうルールになっていることを指摘し、経営判断原則の適用を主張する。

⁷⁵ 金本＝藤田・前掲書注62, 200頁, 藤田・前掲注72, 24頁は、日本法においても、商法266条ノ3（現行429条）は、解釈の仕方によってはこのような（忠実義務拡張）機能を果たすとしている。

主に対して負っている忠実義務を、「債務超過」の状態に限って「債権者」に対してまで負うという風に拡張する法理である⁷⁶。さらに、いわゆる「倒産法における（株主への）再分配」⁷⁷も、エージェンシー問題を弱める力を有する。しかし、何れの法理も完全ではない⁷⁸。

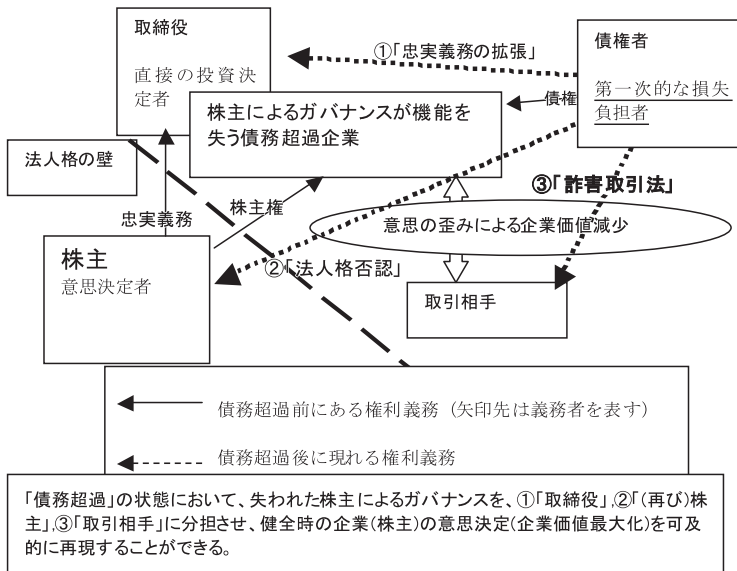
⁷⁶ また、取締役は、取締役市場における自己の商品価値を高めるために、自ずと、「債権者」に対して気を配る行動を取ることも考えられる。

企業は、企業価値を最も高めることができる取締役を取締役市場から調達し、取締役会を構成しようとする。その際に、企業が、「債務超過になった場合は、株主を優遇する（過去に優遇したことのある）人間」を取締役に選任した場合には、その企業に融資を行おうとする「債権者」は、融資先が債務超過になった場合の回収が見込めなくなるので、利率を高く設定する可能性がある。こうして、企業にとって、そのような取締役を選任すれば、資金調達コストが上昇することになるので、このような“過去のある”取締役を選任することを控えることになるかもしれない。そうであれば、取締役は、市場における評判 reputation を気にして行動することになり、市場によって“過去がある”と評価されないように、特別な法規制を設けずとも、関わっている企業が債務超過になった場合においても、「債権者」に対して気を配る行動を行う可能性がある。

⁷⁷ 倒産手続における分配は、基本的に、絶対優先ルール (absolute priority rule) という分配ルールにしたがって行われる。このルールによれば、自己より優先権が上位の者が完全に弁済されるか、その者が合意するかしなければ、分配を受けることができない。この絶対優先ルールを歪め、このルールの下においては上位の債権者に分配されるはずの利益を、下位の株主に対して再分配することを「倒産法における再分配」という。その他にも、実体法における権利が忠実に執行された場合には与えられるはずもない利益を、倒産手続において、株主に与えることも「再分配」には含まれる。例えば、非効率ではあるかもしれないが企業を継続させることを認めること等がその例である。現行の連邦倒産法においても「再分配」が行われていると評価されている。

この「再分配」は、株主に、過剰なリスクテイクを控えさせ、早期に倒産手続を申立てさせる機能を持つ (Michele J. White, *The corporate bankruptcy decision*, 3 JOURNAL OF ECONOMIC PERSPECTIVES (1989))。なぜならば、株主は、倒産手続において認められるはずの「分配」を減らさないように、倒産前において慎重に行動し、その分配が確保されてあるのであれば、倒産申立てに対して臆病にならずに済むからである。

⁷⁸ まず、「法人格否認 piercing the corporate veil」は、有限責任制度を破壊しかねないので、制限的な適用が望まれている。有限責任制度のうまみに関しては、金本＝藤田・前掲書注62を参照されたい。また、この法理については、株



図：「エージェンシー問題」と「詐欺取引法、及び周辺の法理」

主の有する資産が有限である以上、株主の過剰なリスクテイクによって（債権者に対して）外部化された損失を再び（株主に）内部化させる機能にも限界がある。

そして、忠実義務に関しても、取締役の資産が有限である以上、限界があるといえる。忠実義務に関しては、Schwarcz, *supra* note 68に詳しい。また、取締役の市場に任せる方法も、取締役が大株主であるような場合があり、十分に機能しない（Barry E. **Adler**, *Bankruptcy and risk allocation*, 77 CORNELL L. REV. 439(1992), at 449-450, n34)。さらには、倒産法における「再分配」も完全にエージェンシー問題を取り去るわけではないし、「再分配」を過度に認めると、債務超過より以前の段階において、株主の過剰なリスクテイクが見られるようになる（Adler, *ibid*, at 463; Michael **Bradley** & Michael **Rosenzweig**, *The Untenable Case for Chapter 11*, 101 Yale L. J. 1043(1992)。すなわち、直感的に説明するならば、「再分配」ルールの下における株主は、「万が一倒産したとしても、倒産手続内で保護されるのであるから、緩慢な経営を行っても問題は無いであろう」という意識を持ち経営に携わってしまうわけである。Adler や Bradley & Rosenzweig らは、倒産の多くは、現行倒産手続における「再分配ルール」すなわち、倒産法によって引き起こされていると指摘して、それらを改善する倒産手続（chameleon equity model, contingent equity model）を提案する。

詐害取引法は、これらの周辺の法理と協働しながら「債務超過」の「債務者」による過剰なリスクテイクを規整しているとみることができる。本稿においては、詳しくは述べることができないが、これらの法理について、エージェンシー問題を解決するためのものとして位置付けた上で、日本法の分析を行っているものもある⁷⁹。このように、詐害取引法を含めた様々な制度が、同じ目的——社会的分業の規整——を有する法理として接続されることになる（下図参照）。この議論については、2章において詐害取消法理が担ってきた「社会の変容」を規整するという役割から、さらに一定の積み上げを行うことができると考える（4章）⁸⁰。

4.2 詐害取引法と倒産法制

本稿においては、その問題解決法として、「債務超過」の「債務者」企業の行動を、「債権者」・「取引相手」に監視させ、健全時における（ガバナンスの効いた）企業行動を再現させるアプローチ⁸¹を紹介し、それにしがつて「法定詐害」の各要件を解釈するという要件論を紹介した。

ただし、詐害取引法の持つ、典型例として債務者の意思の歪みの解決という目的自体は正当なものだとしても、本稿にて紹介したような形によって——「健全状態の企業の意思決定を再現するアプローチ」やそれに従った詐害取引法の要件論によって——企業価値の最大化を目指すことが真に望ましいことであるかは、なお倒産法や実体法政策（信用秩序）に関する議論として詰めなければならない⁸²。

⁷⁹ 金本＝藤田・前掲書注62。

⁸⁰ それを加味するならば、本文図のようにはならず、これらの応用領域における法理を詐害取引法理が背後から支えていると評価し得る。

⁸¹ 債務者企業価値最大化アプローチと同義。

⁸² この観点に立てば、本稿において紹介した「企業価値の最大化」ではなく、理論的には、「債権者価値の最大化（債権者の期待的回収額最大化（Lin, *supra* note 73参照））」を目指すルールの設定もあり得る。ここにいう「債権者の価値最大化アプローチ」とは、「合理的な対価 reasonably equivalent value が支払われているという」要件の判断基準を債務者企業の価値の上昇に置くというものである。これは、健全時における企業株主が行うであろう投資決定（企業価値を上昇させる投資決定）を、その企業が債務超過になった場合においても

再現させるものである。

債権者の価値最大化を目的とする取消権の行使をみると、企業価値最大化を目的とする場合よりは、取消の範囲は大きくなる。例えば、以下の例を考えるとわかりやすい。企業に50の資産があり、負債は60であるとする。企業の眼前には、50の資産を、1%の確率で6000にし、99%の確率で0にするプロジェクトがある。このプロジェクトの期待的利益は、60（計算式； 0.01×6000 ）である。この時、債権者にとっての期待的利益は0.6（計算式； 0.01×60 ）である。企業価値を最大化させるためにはこのプロジェクトを行うべきである（債権者がリスクを制限したければ融資時に契約により規律しなければならない）が、債権者価値を最大化させるためにはこのプロジェクトは行うべきではない（取引が行われなければ、債権者は50の利益を確保できる）。よって、このプロジェクトは、企業価値最大化アプローチを採った場合の詐欺取引法によっては、取り消され得ない（リスクの制限は契約にゆだねられる）、一方、債権者価値最大化アプローチをとった場合には、取り消され得ることになる。このように、債権者価値最大化アプローチをとると理論上、取消権の射程は広くなる可能性がある。

この「債権者の期待的利益最大化」アプローチは、一見すると、文字通りの「債務者企業」の価値最大化はもたらさない。だが、「債権者の期待的利益を下落させる」取引を禁ずるアプローチを採用したとしても、倒産処理を通すことにより最終的には、「企業価値の結果的な上昇」に繋がるかもしれない。なぜなら、「債権者の利益の最大化」を目指し、広く取引を取り消す詐欺取消ルールによっても、株主が、もしプロジェクトを続けたいのであれば、利害関係者（「債権者」と「融資の取引相手」）間で、交渉し、そのプロジェクトが合理的なものであるならば、実行されるかもしれないからである（その再交渉の結果、「債権者」はプロジェクトの実効を許可することと引換えに新たにプロジェクトの成果から利益を配当される合意をするかもしれない）。もっとも、Baird & Jackson, *supra* note 1の指摘したような、広い取消ルールによる問題（取引を行うことができなくなる）を解決しなければならないであろう。例えば、詐欺取引法によるリスクテイク制限を部分的に解除する仕組みが必要なのかもしれないが、こうして、債権者に強力な交渉決裂オプションを与えておけば、事後において望ましい交渉が促進されるかもしれないし、事前においては信用調達コストを低下させることができるかもしれない。（その際には、私的整理や、私的整理と法的倒産手続を組み合わせたものが重要な役割を果たすであろう。私的整理の現代的な重要性については、高木新二郎「私的整理の過去・現在・未来」高木新二郎＝伊藤眞『講座倒産の法システム』（2006）29頁参照。）ともかくも、結果、「債権者の利益最大化」によっても、契約や企業の再編（再交渉）

以上に、「法定詐害」の適用の可否についての議論において現われた「債権者保護法としての詐害取引法の存在意義」の分析により、①「詐害取引法」と「周辺の法理」が、社会的分業における問題を解決する法理であるとして接続され、さらに、②「詐害取引法」と「倒産法制」が、その問題を如何に解決するのが望ましいのか、という視点により接続されることを見てきた⁸³。

5 総括

3章においては、存在意義に関する議論と、それが要件・効果論を導く様子を概観した。ここにおいて、まず、重要なのは、その具体的な帰

を通して企業価値の上昇に繋げることができる可能性がある。

また、「債権者の利益最大化」により（「債務超過」企業の取引を広く制限することにより）、「債務者」企業の追加的取引を防止し、倒産や私的整理等の企業再編に向かわせ、「債務者」による問題行動を引き起こす構造的な原因となる「債務超過 insolvent」を解消する方が合理的であるかもしれない。先に説明した再交渉は、それを早期にもたすかもしれない。その方が、エージェンシー問題による悩ましいインセンティブを根本から消滅させることができる上に、企業の構造の再編により、「企業価値最大化」にも向かわせることができるかもしれない。一例を挙げれば、「債務者」に対する追加的な融資を断つことにより、法的倒産手続を申し立てさせ、「債権者」を株主に再編（Debt-Equity-Swap）することにより、「債権者」の利益が元本と利息に限られていることによって発生する、“債権者が企業価値の最大化に関心を示さない問題”も解決できる。

このような解決が可能かどうかは、倒産法の問題として、さらに議論されなければならないだろう。ここにおいては、問題の指摘のみにとどめる。また、White, *supra* note 76のモデルは、融資を行う者の担保融資を認めることにより、いつまでも非効率な経営が継続してしまうことを示している（融資者は、融資先が非効率な経営を行っている“法的に倒産すべき”企業であったとしても、担保権の設定を受ければ貸し付けてしまうからである）。担保権の詐害取引法による否定や、この融資者に高度な注意義務を課すことにより、債務者の倒産手続開始申立てに関する意思決定に影響を与えることができることを示しているといえるだろう。もっとも、この論文は詐害取引法についての論文ではないのでこの論文の意味付けは本稿筆者の解釈によるものである。

⁸³ 同様の視点は、森田修「債権回収法講義」法学教室 No285, 66, No286, 88 (2004)にもみられる。

結というよりも、詐欺取引法の要件・効果についての解釈論が、“詐欺取引法”の存在を基礎付ける信用にとっての望ましき”に沿って行なわれなければならないことである。以下に、本章における到達点と、残されている問題を確認しておこう。

①詐欺取引法は何故存在するのか、という問いに対する答えはこうである。契約によっては対処できない債務者の行動（典型的には、分業によって生じる債務者の意思の歪み）に対して、信用社会が望む制度的な手当て（仮定的な契約を与える）を行い、信用秩序——それは融資前の債権者達の利益によって代弁される——を維持するために詐欺取引法理は存在する。

②存在意義を実行化たらしめるための手段として、「債権者」に取消権を与えることになる。これにより、債権者の契約による規律付けに委ねられないことによる債権者の損失を、取引相手に負担させることになる。その結果、債務者に対する取引前の監視を行わせ、債務超過債務者において構造的に発生するガバナンスの低下を回復させることになる。実際上は、債務者の資金状態が悪化した際に、そのガバナンスが低下し、解体清算に向かってしまうことを阻止できるかもしれない。

③その規制の程度も、以上の存在意義——理論——によって決まることになる。

まず、詐欺取引規制の合意による解除は難しいので、適切な程度の規制でなければならない。そこで、規制されるべき債務者の行動とは、信用社会（債権者・債務者・取引相手）が規制を望むであろうものであり、典型的には、過剰なリスクテイキングであった。ただし、それは債権者達が望む債務者の行動規制であるのだから、エージェンシー問題の規制のみに留まらないことには留意が必要である。そして、新しい取引に対しても、以上の理論によって規整し得ることになる⁸⁴。

④次に、理論の実行、すなわち、実際の詐欺取引法の適用に際しては、事後的に取引を審査するという制度の仕組み上、「取引相手」・「裁判所」の能力を考えなければならなかった。その要素に関係のある、「取引類型」

⁸⁴ ただし、先述したように、「法定詐欺」によってその規整を行うのか、「現実の詐欺」によってその規整を行うのかについては議論が分かれている。

や、「企業価値の評価基準の開発状況」、「裁判所のビジネス判断の仕組み」等が影響してこよう。

⑤それによれば、取引相手の監視能力が強力な場合（「融資の取引相手」のような場合）においては、取消しを積極的に基礎付けることができ、逆に、取引相手の監視能力がさほどでもない場合（物の取引相手のような場合）には、取消しは許容されない。以上の理論をさらに進めて、詐害取引法は、債権者達が事前に「債務者」に望む行動——その典型は、債務者のリスク中立的な行動である——からの逸脱を最も合理的に監視できる者を「取引相手」として、その者に対して、「債権者」をして、取消権を行使せしめることになる。

これによれば、当初のMBOをはじめとした現代取引に対して詐害取引法を適用する際の法的問題である、誰を相手に取り消しを行使し得るか、如何なる場合に取引消し得るかに対して答えることができる。

まず、取消しの相手方についてであるが、最も詐害取引を監視し易い者を「取引相手」として、その者に対して取消権を行使させれば良い。次に、如何なる場合に取引を取り消し得るかであるが、それは、債務者が過剰なリスクテイキングをはじめとした債権者達が望まない債務者の問題行動を行った場合である。要件論については、既に述べたが、さらなる検討が必要であろう（「債務超過」を規範化するか、現実の詐害により対処するかである）。

⑥他方、裁判所の判断能力の不十分さは取引の萎縮を生む。これは、適切な取引まで取り消してしまう恐れもあり、取消し否定の方向に働く。ただし、これらの要素を改善するメカニズムがあるならばこの限りではない。

⑦以上の議論は、債務者が企業と自然人とにかかわらずに応用可能である。3章において見てきたものは、企業の構造に典型的に生じる「債権者—株主間のエージェンシー問題」を念頭においた説明であるが、ここにおいて問題となっている債務者による「意思の歪み」は、その「場面」が「企業」でなくても起こり得るということには留意しておかなければならない。すなわち、企業における株主でなくても、債務者が債務超過でその資産が既に潜在的には「債権者」のものになっている状態においては、過剰なリスクテイキングや経営無関心を行なうことが合理的

である場合が多い⁸⁵。こうして、企業債務者における説明は、そのまま自然人の債務者においてもあてはまることになる。

この債務者による詐欺の問題は、ヨリ一般化するならば、「債務者」に所有権（使用・収益・処分権）を与えることによって、物や資金についての運用を委ね、「債権者」はその債務者の能力に対して融資をすることができるが債務者の処分にはタッチできないというような、「債権者」「債務者」「取引相手」間における社会的分業を可能とする法技術によって必然的に生じる問題である。この問題を、純粹に債権者の契約のみによって規律させ、放置するならば、債権者によって規律することができない部分についてまで債権者の負担に委ねることになることから、かかる分業のメリットを相殺してしまいかねないことになる。ここに、詐欺取引法の存在が正当化されることになる。エリザベス法以来の詐欺の種類の多くは——少なくとも、「債権者」として金融債権者を念頭に置く限りは——この理論に包摂されることになる。

企業債務者や、株主というものは、単に、その古典的な分業の問題のヨリ現代的な現われに過ぎないことになる（ただし、問題となる債務者の行為——債務者のリスクの選択——が企業債務者との関係において生じる故に、企業の文脈において、ヨリ問題が生じるということになる）。

⑧そして、信用秩序を統括する倒産法制の影響を受ける。これは、倒産外の段階から、倒産時にかけて、連続的に、債務超過の債務者をコン

⁸⁵ 自然人について、この分析が応用できる旨を明示するものに、金本＝藤田・前掲書注62, 193頁、藤田・前掲注72, 22-23頁がある。例えば、債務者が、債権者により資金調達を受けているような場合、破産免責や民事再生上の債務の再編を背景にしてリスクテイク（ギャンブルを行って一発逆転を狙う行動等）が発生する。これが自然人によるエージェンシー問題である。ただし、自然人の債務者を念頭におく場合は、そこに加えて、別の考慮も必要となる。例えば、債務超過の債務者による教会への寄付や、楽しみとしてのギャンブル等は、自然人の場合に、ヨリ許容されるであろう。これについて、Reilly, *supra* note 22, at 1247は宗教上の寄付やギャンブルを（対価が十分に与えられているとして）許容する判断をしているケース（*In re Chomakos*, 69 F. 3d 769 (6th Cir. 1995)）を例に挙げて説明している（ただし、日本においてこのような感覚は存在しないかもしれない）。これは、後に、5章で扱う。

トロールする詐欺取消しルールが望まれていることと、そこにおける議論が信用によって基礎付けられていなければならないことを意味する。以上が債権者保護法制としての詐欺取引法、すなわち、法定詐欺の存在意義に関する説明とその示唆である。