HOKKAIDO UNIVERSITY

Title	詐害行為取消権の理論的再検討（5）
Author(s)	水野, 吉章
Description	論説
Citation	北大法学論集, 60(2), 452[1]-403[50]
Issue Date	2009-07-31
Doc URL	https://hdl.handle.net/2115/38925
Type	departmental bulletin paper
File Information	60-2_0011.pdf

Hokkaido University Collection of Scholarly and Academic Papers : HUSCAP

論　　説

詐害行為取消権の理論的再検討(5)[1]

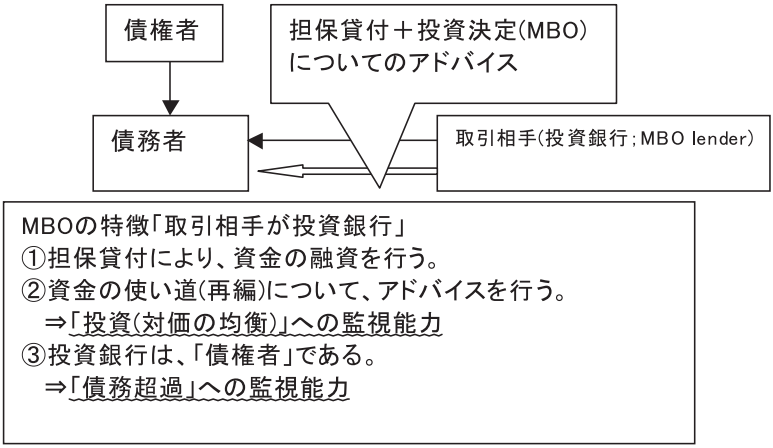
水　野　吉　章

目　　次

第1章　序論
第2章　アメリカ詐害取引法理の展開
第3章　詐害取引法の存在意義 —— 機能的分析の視点から
第4章　現代取引 —— Leveraged Buy-Out（LBO）を中心として
（以下、本号）
1　LBO（MBO）スキーム
2　LBO（MBO）の目的
3　MBOに対する詐害取引法の適用
4　再考 —— 文脈化；「社会の変容」「法理の役割」と「総合判断」
（以上、本号）
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

[1] 本稿においては、先に示したように、修士論文に加筆した部分について、「財団法人 松下国際財団」からの2008年度研究助成によるところが大きい。

第4章　現代取引――Leveraged Buy-Out（LBO）を中心として



図：投資銀行と MBO

3章においては、要するに、詐害取引法は、債権者達が規制を望む債務者の行動――その典型は、過剰なリスクテイキングや経営についての無関心のような「債務者の意思の歪み」――について、それを監視する能力が最も高いものに監視させるための制度であるとする議論を紹介してきた。それによると、LBO において、「融資の取引相手」であり、加えて「金融と再編についてのアドバイスを行うことによってこの取引全体をアレンジし支配する」ともいい得る LBO ファイナンサー（「LBO lender」ともいう）である投資銀行は、この監視役の適任者である。その結果、LBO は、以上のような簡略な図に還元できた。

しかし、まだ問題が残されていた。先の議論によれば、「過剰なリスクテイクをはじめとした、債務者の問題行動による取引であれば取り消し得る」はずだが、LBO スキームはその基準に照らすと如何なるものと評価し得るのか。一見すると、LBO では、「債務者企業に負債を残したまま」「融資をされた資金が、すべて株主へ流れてゆく」ように見える。さらに、株主に対して、「買収プレミアム」が支払われる。ここから、債権者は（負債によって融資された資金以上のものが株主に流出し、負

債だけが債務者企業に残ることによって、引当てが減少するので）損しかしていないのではないか、すなわち、LBO を行う債務者の行動はあまねく債務者の問題行動によるものであるかもしれないという疑義が生じる。

もし、一律にそうだとしたら、詐害取引法の適用を論じるまでもない。先の分析により、LBO は、詐害取引法の観点からすれば、即違法ということになろう[2]。このことを確認するために、LBO 自体の分析が必要となる[3]。果たして、アメリカにおいては、存在意義に関する議論と同時に、詐害取引法の適用対象となるところの LBO についても議論が行われることになる[4]。

本章においては、まず、LBO おける議論を簡単に紹介することによって、この問題がまさに詐害取引法理が処理すべき悩ましい問題のひとつ、すなわち、「LBO は債務者企業にとって望ましい場合もあれば、債務者の問題行動によって引き起こされる場合もあり得、したがって、詐害取引法理によって処理されなければならない問題」であることを説明する。ここにおいては、筆者の能力上の問題から、以上の目的にしたがっての

---

[2] たとえ、そうであったとしても、3 章における議論は、無駄にはならない。当初より、本稿は「ヨリ一般的に、詐害取引法の役割（更には、日本民法の詐害行為取消権の役割）」という基礎理論的な関心から、分析を進めているのであって、詐害取引法の動揺の原因となる特定の現代取引が詐害取引法が対象とする問題からはずれたとしても、そのこと自体はそれほど重要なものではない。逆に言うと、個々の現代取引に関する分析やそれらが日本法でどうあつかわれるべきかという解釈的問題は、この関心の範囲を超えるものなので、本稿の考察では不十分なものであることになる。

[3] Douglas G. **Baird**, *Fraudulent Conveyances, Agency Costs, and Leveraged Buyouts*, 20. J. LEG. STUD. 1(1991), at 23,「conclusion」参照。

[4] ただし、MBO についての分析は、詐害取引法の解釈との関係で行われただけのものではなく、ヨリ大きな問題との関係で行われている。例えば、ある論文においては、1980年代の「現代取引の波」のなかで、LBO は、連邦政府の失業対策予算を不足に陥れる原因として扱われたとの記述があり、その問題提起に対して MBO や LBO の意義を分析している（Barry E. **Adler** and Larry E. **Ribstein**, *Debt, Leveraged Buyouts, and Corporate Governance*, Cato Policy Analysis No. 120(1989) http://www.cato.org/pubs/pas/PA120.HTM (2005.6.11現在)）。

み説明を行うものであり、実際、LBOが如何なる取引であるのかについての詳論（様々なLBO）、各LBOが詐害取引法に照らしてどのように処理されるのか、また、日本においてはどのように処理されるべきなのか（実際には、詐害行為取消権によってではなく企業法上の債権者保護手続によって処理されることも考えられる[5]）というヨリ具体的な議論には立ち入らない[6]。

こうして「LBOをはじめとする現代取引や企業取引が詐害取引法上の問題となることを確認」した後、「2章からこれまでの議論を通して、企業取引を規整するための法制としての詐害取引法は、それを基礎付ける理論も含め、金融取引の進化（債務者としての企業・取引としての現代取引）という社会の変容に直面して如何なる形に変化したのか」を確認する。具体的には、先述してきた「3章と4章における議論」を通して、「社会の変容を認識した論者達が、詐害取引法をどのように変化させることを主張したか」を俯瞰的に分析することになる。この作業によって、逆に「アメリカにおける論者が、アメリカ詐害取引法のどの部分を維持することを、暗に主張しているのか」を明らかにできることになる。「日本法とは異なり、一般法と特別法という役割分担を持たないアメリカ詐害取引法[7]」についてのこの視点からの分析は、「一般法として、社会の変容を吸収するという任務を与えられている日本民法の詐害行為取消権が、一体どのような形を持っていなければならないのか」という点について、一定の示唆を与えてくれるものとなろう。

では、まず、以下において、LBOのスキームをBaird論文[8]より説明

---

[5] したがって、本文においては、詐害取引法理が処理すべき問題と記述した。

[6] **北川**徹「マネジメント・バイアウト（MBO）における経営者・取締役の行為規整」経済産業研究所ポリシーディスカッションペーパー http://www.rieti.go.jp/jp/publications/summary/07070007.html（2007）には様々な類型のMBOが紹介されている。

[7] 日本においては、一般法として民法は、商法との比較において特に明らかになるが、①一般私人を念頭に置いて関係者の利害を調整するという役割、また、②ヨリ社会の変容を吸収するという役割を持っている。他方、アメリカにおいてはそのような区分はなく詐害取引法は全ての関係者の利害を調整する法制であり、且つ、社会の変容を吸収する法制でもある。

[8] Baird, *supra* note 3, at 3-4; Douglas G. **Baird**, *Fraudulent Conveyance Law and*

し、この取引が如何なる目的によって行われるのか（過剰なリスクテイキングと言い得るか）についての議論を見てゆく。

1　LBO（MBO）スキーム

LBO は企業を買収するためのスキームの一つである[9]。LBO は様々な

Leveraged Buyouts, 546 PLI/ Comm 101(1990), at 105-106. この観点から、近時日本においても詳細な研究が見られる（**柏木**昇「LBO と米国倒産法（1）－（5）」NBL448号 6 頁・449号30頁・450号51頁・451号56頁・452号30頁（1990）、**斉藤**善人「LBO と詐欺的譲渡についての第三巡回区連邦控訴裁判所の判断」（成文堂、2001）、**宍戸**善一『動機付けの仕組みとしての企業』（有斐閣、2006）、**北川**徹「マネジメント・バイアウト（MBO）における経営者・取締役の行為規整」経済産業研究所ポリシーディスカッションペーパー http://www.rieti.go.jp/jp/publications/summary/07070007.html（2007）。なお、柏木論文においては、既に様々な目的をもって行われる LBO の概要とともに、LBO に対する詐害取引法の適用を論じた Baird & Jackson 論文や Carlson 論文の引用、LBO が実際連邦裁判所で争われた事例などが紹介されている。また、斎藤論文においては、柏木論文を敷衍する形で、LBO に対する詐害取引法の適用が争われた第 3 巡回区控訴裁判所における事例の紹介、倒産法上の詐害取消しに関わる規定である連邦倒産法548条の適用除外を定める546条の紹介など本稿において扱っていない問題も紹介されている。これらの先行研究との関係では本稿はヨリ理論的な解説を加えることになる。宍戸・北川論文においては、Jensen の free cash flow 理論をはじめヨリ取引的（ファイナンス理論的）な視点から、MBO そのものが分析の対象とされている。本稿においてもこの視点に立脚するファイナンス理論に関する論文を本稿でもいくつか紹介しており、それとの関係ではこれらの文献のほうがヨリ詳しい紹介となっている。また、北川論文においては様々な MBO における利害対立が詳細に分析されている他、4-5、63-68頁においては MBO と詐害取引法に関する記述もある。）。

[9] 本稿で紹介するスキームは、Douglas G. **Baird** & Thomas H. **Jackson**, *Fraudulent Conveyance Law and Its Proper Domain*, 38 VAND. L. REV. 829(1985), at 850; Baird, *supra* note 3, at 3 紹介のスキームによる。他にも、目的会社が、SHELL CORP. を作らず、自己の資本に担保権を設定して、株式を買い取る方法等がある（Barry L. **Zaretsky**, *Fraudulent Transfer Law as the Arbiter of Unreasonable Risk*, 46 S. C. L. REV. 1165(1995)）。他にも、David Gray **Carlson**, *Leveraged Buyouts in Bankruptcy*, 20. GA. L. REV. 73(1985) 等にスキームの説明が詳しい。

パターンをとって行われるが、経営者が、自社（経営者が経営している会社）を買収する場合（MBO）について（そのような場合についても、様々なスキームが考えられるがその中の一つを）、紹介する[10]。以下においては、MBOもLBOと区別することなく、「LBO」と称することにする。

LBOは、経営者が、安定的なキャッシュフローを有している企業の株価が実際の価値より低く見積もられていると感じている時に、現在の株式を買い取るために行われる[11]。その買取りを行うための資金の一部は、経営者の自己資金によって賄われる。そして、その資金の大部分は、投資銀行を中心とした新しい融資者からの融資によって賄われ、その融資の担保として、対象企業（自社）の資産が提供されることになる[12]。

---

[10] なお、**上野**正裕執筆「第9章 第4節 MBOファイナンス」西村総合法律事務所編『ファイナンス法大全（下）』（商事法務、2003）412頁、**上野**正祐＝**杉山**康成執筆「第3節 MBOファイナンス」西村ときわ法律事務所編『ファイナンス法大全アップデート』（商事法務、2006）678頁もほぼ同様である。なお、柏木・前掲注8「LBOと米国倒産法（1）」にはいくつかの一般的なパターンが紹介されている（8-10頁）。

[11] Baird, *supra* note 3, at 3.

[12] 上野・前掲『ファイナンス法大全（下）』注10（2003）416頁においては、この担保権設定契約の特徴が記されている。それによれば、その特徴は、キャッシュフローベースのノンリコースファイナンスであること、対象企業の全資産（売掛債権を含む）について担保権を設定すること、とある。キャッシュフローベースであることによって、ファイナンサーは完全に、融資を回収するに至らない場合もあることになり、そして、企業体に担保権を設定することによって、融資者は、一般債権者に優先することになり、融資が滞った際には、一体として企業体を売却できることになる（前掲書（下）、466頁、注64）。

ただし、後の、上野＝杉山・前掲『アップデート』注10（2006）680頁（LBOファイナンスを行うのは銀行の他に、劣後投資家がおり、それらの者の間における優先関係の法律関係について論じた記述である）においては、LBOファイナンサー達の優先劣後関係について「デット資金拠出者の契約上の相対的優先関係にとどまる場合が多く、メザニン・デットおよびジュニア・デットの債権者であっても、買収用SPCおよび（買収用SPCとの合併後は）対象会社の取引先等の他の債権者との間では同順位として扱われる」とある。この記述によれば、対象会社の資産に対して、既存の一般債権者を排除するた

具体的なスキーム（下図参照）についてであるが、①通常は、買収のためのみに存在するペーパー会社 SHELL CORP.[13]を設立する（経営者が最初の資本を拠出しその株式は経営者が全て手に入れる）。②その後、SHELL CORP. が投資銀行を中心とした融資者（LBO ファイナンサー、LBO lender）から、LBO を実行するための資金を借り入れる[14]。③ SHELL CORP. は、新たに借り入れた資金を利用して、対象企業の株式を、旧株主 old shareholders から、全て、買い取る。大抵、その時の買取り価格は、市場価格よりも50％程度高いものになる[15]。そして、対象企業は、SHELL CORP.（その資産は対象企業の株式のみである）の子会社となり、その後、SHELL CORP. に合併される。合併の後には、SHELL CORP. の負債[16]が、対象企業によって全額負担され、対象企業の資産には LBO 融資を行った新たな融資者のために担保権が設定されていることになっている。

旧株主は、株式を SHELL CORP. に売却した後は、LBO とは無関係となる。例えば、対象企業の株式の30％は、旧経営者が取得し、残りは、その他の融資者（銀行・その他の融資者）が取得することになる。その時、対象企業に融資を行っていた債権者の中のある者達は、予め締結していた契約条項の効力により、融資を回収することになる。この者達は、企業の組織変更を条件として融資を回収し得るという契約を締結している者達や、何時にても融資を回収し得るという契約を締結している者達のうち、その契約上の権利を実行した者達である[17]。

めに、LBO ファイナンサーのために担保権を設定するという実践はなくなったのかもしれない。ただし、同順位であったとしても問題は生じる。

[13] 実際には、SHELL CORP. の調達にも気をつけるべきことが存在する（上野＝杉山・前掲書注10、678頁、注95）。

[14] LBO のための融資を、LBO ファイナンスと称する（**柏木**昇「レンダー・ライアビリティー論の現状」別冊 NBL60号（商事法務、2000）参照）。

[15] Baird, *supra* note 3; Michael C. **Jensen**, *Active Investors, LBOs, and the Privatization of Bankruptcy*, in: JENSEN, A THORY OF THE FIRM—GOVERNANCE, RESIDUAL CLAIMS, AND ORGANIZATIONAL FORMS, (Harvard University Press, Michael C. Jensen ed., 2000), at 70は、40-56％と述べる。

[16] LBO に融資した、銀行やその他の「融資の取引相手」に対する負債。

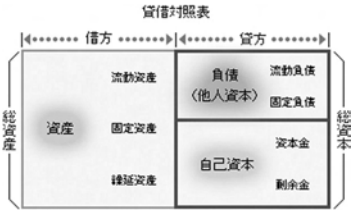
[17] Baird, *supra* note 3, at 4.

そして、既存の一般債権者のある者達は（それらの権利を契約していなかったので)、企業に「債権者」として残ることになる。この一般債権者達に対する負債の総額は、LBO 取引終了時点において、対象企業が全「債権者」に対して有している負債の総額に比べると非常に少ないものになっている[18]。なぜならば、企業が、全株式買取りのために要した莫大な資金は、ほとんど新たな借入れによって賄われているからである。その新たに負担した負債（借入れ）が、対象企業の負債総額を飛躍的に上昇させているというわけである。株式買取り（買収）以前においては、対象企業の、負債比率 debt-equity ratio[19]は１よりも少ないが、買収後においては、８や10[20]になっている[21]。そして、その総負債を満

---

[18] 負債の総量が急増していることを意味している。

[19] 「レバレッジ比率・ギアリング比率のこと。貸借対照表の貸方側（バランスシートの右側）の資本構成を示す指標。自己資本（株主資本）に対する、負債の割合を示す。一般的には、企業の安全性を図る指標として使用され、以下の計算式によって求められる。負債比率＝他人資本÷自己資本（株主資本)。」負債比率１とは、負債１に対して、株式が１あること。負債比率８とは、資本のほとんどを負債によっている状態で、資産の変化によって債務超過になる確率が上昇する。



（図・説明は、野村證券証券用語解説集 http://www.nomura.co.jp/terms/japan/hu/fusaihiritu.html （2009現在） より引用）

[20] Michael C. **Jensen**, *Agency Cost of Free Cash Flow Corporate Finance and Take over,* 76 AM. ECON. REV. 323(1986), at 325は、 debt : equity ＝10 ： １であることも珍しくないと述べている。

[21] Baird, *supra* note 9(1990), at 106, Baird, *supra* note 3, at 4. 負債１円、株式５円の会社の場合、単純に、新な借入れによって調達した資金によって株式（総額５円） を全て買い取るとすると、負債６円、株式０円となる。このように、新たな借入れによって調達した資金により、既存の株式を買い取るならば、負債比率は飛躍的に上昇する。

足させるために必要な額は、買収以前の年において、その企業が有していたキャッシュフローを大幅に上回ることになる[22]。

その後、SHELL CORP. は、対象企業に合併されることになる。こうして、対象企業の資産を引当てにしていた一般「債権者」は、その引当てを担保権の設定により奪われ、返済能力のないペーパーカンパニーである SHELL CORP. の有する負債の負担を、実質的に、（合併後は形式的にも）負担することになる[23]。事件は、3章にて説明したように、対象企業が、LBO の後に倒産した際に発生する[24] [25]。

2　LBO（MBO）の目的

この LBO は、詐害取引法にとって、如何なる意味を持つ取引なのか。この問題に答えるべく、Baird は、LBO に特有の特徴の意味を探る[26]。

---

[22] この状態を指して、LBO によって対象企業が債務超過に陥ったとして、対象企業の「債権者」によって、後に、詐害取消訴訟が提訴されることになる。

[23] ちなみに、対象企業内部のある部門は、買収の後、直ちに売却され、そして、その売却代金により新しい融資者達 lender は返済を受けることになる。

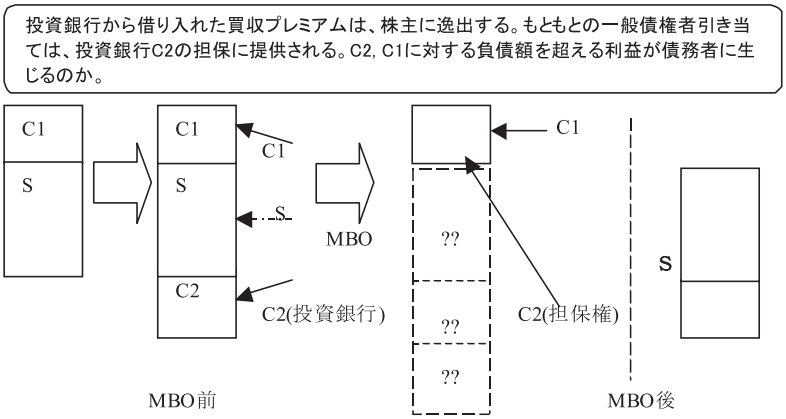
[24] Baird, *supra* note 3, at 4.「企業は大量の負債を有することになるので、その取引がうまく行かなかったら、企業は再編を迫られ、時には、その再編は法的倒産において行なわれることになる。」

[25] 上野＝杉山『アップデート』682頁（2006）によれば、1980年代、アメリカにおいては盛んに LBO が行われたが、「金融機関が対象企業の審査基準を緩和した結果、財務的危機に見舞われ倒産するものものあり、1990年代においては LBO の取引事例も減少を示している」とある。ただし、続けて、「このことから」「全ての企業買収において有用であるのではなく、一定の範疇に含まれる対象会社についてのみ行われることが要求されてるものと解される」とあることから、先の事実を持って、LBO が利用されなくなったと評価しているわけではないようである。

[26] もっとも、株主に支払われるプレミアムが如何に捻出されているかを説明することによって LBO や現代取引が如何なるものであるかを説明しようとするアプローチは、珍しいものではない。Michael C. **Jensen** and Donald H. **Chew**, *U.S. Corporate Governance: Lessons from the 1980s,* in: JENSEN, A THORY OF THE FIRM—GOVERNANCE, RESIDUAL CLAIMS, AND ORGANIZATIONAL FORMS, (Harvard University Press, Michael C. Jensen ed., 2000) (Originally published in the Portable MBA in Investment, ed. Peter Bernstein (New York: John Wiley and Sons, 1995) at 377-406) at 13は、「企業にお

①LBOでは、その特徴として、対象企業に投資している旧株主の株式を、その市場価格の1.5倍もの価格にて（市場価格に50％のプレミアムを付与して）買い取る取引を含む。②加えて、LBOにより、対象企業は、多くの負債を背負い、③その支配権も変更される。

これらの現象が、全体として、債務者企業の価値を増加させるものとして意味を持つのか、すなわち、債権者にとっても有意義なものなのかが詐害取引法の存在意義から見た問題となる。このようなプレミアムを上乗せしてまで、この取引を行うメリットが特定の関係者に、発生しているからこそこの取引が起こることになるが、このプレミアムが「債権者」の損のみによって賄われているならば、まさに債務者の問題行動の発露であるといえよう[27]。



以下においては、Baird論文[28]を中心に、経済学者のModigliani and

ける他の利害関係者からの利益の移転のみによっては説明できない、株主の利益の増加は、マスコミによると、アメリカ経済を破壊しかねない、短期的な投資家心理を表すものであると解釈されるが、金融経済学者によると、企業の経営効率が上昇したことを表すものであると解釈される」と述べている。

[27] Bairdは、もし、LBOが、債権者から株主への利益の移転のみを目的としているならば、そのような取引は許されるべきではないと述べる（Baird, *supra* note 3, at 23, coclusion）。

[28] Baird, *supra* note 3.

Miller[29]、Jensen[30]、Adler and Ribstein[31]らの論文等から、LBOとは如何なる意味を有する取引であると理解されているのかを簡単に本稿の目的に必要な範囲でまとめることにする。

2.1　「債権者」から株主への利益の移転 —— 債権者の犠牲における株主の利益

まず、LBOの説明として考えられるのが、経営者が、「債権者」から、株主に対しての利益の移転を狙った結果、行われているというものである。これは、「債権者」の損において、株主が利益を得るために行われるという説明である。

もし、この説明しかあり得ないのであれば、LBOは、詐害取引となる公算が強まるであろう[32]。この説明のみにより、LBOの発生が完全に説明されるというためには、LBOによって生じる「債権者」の損失によって、株主に支払われるプレミアム（株主が市場価格以上に利益を得ている部分）が完全に賄われていなければならない。

2.1.1　「債権者」からの移転？

しかし、実証によれば、「債権者」の引当資産を全て奪ったとしても、プレミアムの総額を完全に説明することができないという[33]。すなわち、「債権者」の損失により、株主が利益を得ているという説明は、LBO

---

[29] Franco **Modigliani** and Merton H. **Miller**, *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment,* 48 American Economic Review 261 (1958); Merton H. **Miller**, *Leverage,* in: *Foundations of Bankruptcy Law* (Barry E. Adler, ed., Foundation Press, 2005) (originally published in 46 Journal of Finance 479 (1990)), at 15.

[30] Jensen, *supra* note 20.

[31] Barry E. **Adler** and Larry E. **Ribstein**, Debt, Leveraged Buyouts, and Corporate Governance, Cato Policy Analysis No. 120 http://www.cato.org/pubs/pas/PA120.HTM (1989).

[32] 例えば、**藤田**友敬「株主の有限責任と債権者保護」法学教室223号（1999）、23頁は、RJR-Nabiscoの事例を取り上げ、このような説明を紹介している。

[33] Baird, *supra* note 3, at 4. アメリカの議論についてヨリ詳細な解説が北川・前掲注8、46-48頁においてなされている。

が起こる原因の一部しか説明できていないことになる。

例えば、RJR-Nabiscoの事例[34]においては、100億ドルのプレミアムが支払われた[35]。しかし、LBOによる「債権者」の引当て喪失による損失の総量は、旧株主を買収するためのプレミアム[36]のわずか5％（5億ドル）[37]であったという。これは、株主が、「債権者」以外から（90億5000万ドルの）利益の移転を受けていることを意味しており、「債権者」から株主に対して利益を移転するためにLBOが起こるという説明が、LBOの全てを説明し得ていないことをも意味している[38]。

そして、実証データによると、大抵のLBO取引における「債権者」の損失総額は、株主が得ることになるプレミアムの5％以内になってしまうと、Bairdは述べる[39]。すなわち、残りの95％のプレミアム（Nabiscoの事例においては90億5000万ドル）を賄える利益が何処からか捻出されないと、この取引は全体として成立し得ない（起こるはずもない）というわけである。

---

[34] Michael C. **Jensen**, *Active Investors, LBOs, and the Privatization of Bankruptcy*, in: JENSEN, A THORY OF THE FIRM—GOVERNANCE, RESIDUAL CLAIMS, AND ORGANIZATIONAL FORMS, (Harvard University Press, Michael C. Jensen ed., 2000) (Originally published in Journal of Applied Corporate Finance. 2, no. 1, at 35(1989)), at 63は、1980年代に数多く行なわれたLBOの中においても、RJR-Nabiscoの事例は、最大級（250億ドル）のものであると述べる。それ以前には、Chevron（旧Standard Oil Co. of California）社が1984年にGulf石油を132億ドルで買収した事例が最大級であったという。

[35] 株主が、株価を市場価格より、100億ドル高く売却したということである。

[36] 投資銀行が、債権者の損失（対象企業資産に対する担保権の設定）の対価として融資している。

[37] 藤田・前掲注32、23頁は、社債の価値が、2億9800万ドル下落したとある。

[38] 前注26参照。藤田・前掲注32、23頁は、「買収によって株主が得た利益のすべてが債権者のポケットから出たとはいえない（買収によって何らかの新たな価値が生み出され全体のパイが大きくなった可能性もある）にせよ・・・」と記述している。この記述は、LBOには、「債権者の損により株主が利益を得ている（これだけではパイは大きくならない）」という側面と、「それ以外のところから利益が発生している（パイが大きくなる）」という側面があることを説明しているといえる。

[39] Baird, *supra* note 3, at 4-5.

2.1.2　「取引債権者[40]」からの移転？

以上の記述における「債権者」達とは、事前に、契約によって自衛し得る金融債権者を念頭においている[41]。しかし、対象企業に対して、信用を供与している「債権者」は、金融債権者のみではない。対象企業と取引を行っている「取引債権者」は、掛売り[42]によって商品を対象企業に供給している。この者は、商品の代金について、信用を供与していることになる。そして、一般的に、彼らの多くは、先に述べた「債権者」達よりも、自らを契約条項により防衛することはない。この、自衛し得ない「取引債権者」の損失において、この取引が行われている可能性があるわけである（その者から利益が株主に流出していることになる）。

この「取引債権者」の損失においてこのプレミアムが捻出されている可能性は十分にあり、そのことも検討しなければならない。しかし、これらの者は、信用を供与する期間を30-60日と短くする等の方法により、自衛を行っている[43]。Baird は、取引債権者について、自己防衛により

---

[40] 本稿における、「取引相手」とは別のものである。本稿における、「債権者」でありながら、金銭を「債務者」に貸し付けているわけではなく、「債務者」と物やサービスの取引を行いながら、（代金の後払いという意味での）信用の供与を「債務者」に対して行っている者のことを指す。

[41] 以上に説明した、金融債権者の多くは、既に、契約条項によって、対象企業から融資を回収してしまっている（Baird, *supra* note 3, at 4）。以上の説明の「債権者」とは、いわば、“逃げることができなかった”極一部の「債権者」であると評価されているようである。Baird & Jackson, *supra* note 9（1985）によるとこのような者は保護に値しないということになろうか（先述）。

[42] Baird, *supra* note 3, at 5によれば、「債務者」は、常に、30-60日以内に代金を支払わなければならない、平均して、10万ドルの商品の供給を、受けているとある。すなわち、「取引債権者」は、常に、10万ドルの信用を「債務者」に供与しているということになる。

[43] 前注42参照。また、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）は、取引債権者の自衛能力について記述している。彼によれば、取引相手は、取引期日を細分化しているので、通常は、LBO 以後の者か、LBO 以前であっても LBO について十分知ることができる者であるという（ここから、White は、取引債権者は取消権を行使し得

損失を限定しているのであるから、「プレミアムの捻出の全て」を、彼らの損失によって説明することは不可能なのである、と説明する。

2.1.3 株式の買取り以外の「債権者から株主への利益移転手法」の存在

さらに、このような数的な実証データに加えて、法技術上も、これらの「債権者」から株主への利益の移転という説明は採用できない、とBairdは説明する。なぜならば、株主は「債権者」の利益を自己に移転するためのヨリ簡便な方法を有しているからである[44]。

すなわち、LBOという迂遠な方法を使わずとも、株主は自分達で配当を決定することによって債権者からの利益の移転（LBOと同じ効果）を受けることができる。このような配当が「債権者」達により禁じられていないのならば、株主は、負債の増加や、支配権の変更を伴うLBOのようなコスト高な方法を使わずとも、配当を利用することにより、「債権者」の利益を株主に移転することができるのである[45]。すなわち、LBOを完全に説明するには、「負債の増加（資本構成の変更）」「対象企業の支配権の変更」を説明しなければならないことになる[46]。

2.2 税法上の優遇 —— 政府からの助成

その他にも、税制上の優遇措置（政府から助成）を受けるために

る「債権者」ではないと論じる）。これに対する批判としては、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) がある。

[44] この部分のみを見れば、LBOは、対象企業から旧株主への配当と同じであるといえる。

[45] ただし、制定法上の配当規制が存在するならばこの説明が成立し得ることになる。

[46] Michael C. **Jensen**, *Introduction,* in: JENSEN, A THORY OF THE FIRM—GOVERNANCE, RESIDUAL CLAIMS, AND ORGANIZATIONAL FORMS, (Harvard University Press, Michael C. Jensen ed., 2000) もはなから「支配権」に着目している。

LBO を行うという説明が考えられる[47]。

LBO によって結果的に、対象企業は大量の負債を負うことになる。もし、大量の負債の負担により（発行する企業や、発行を受ける投資家にとって）、税制上の優遇を受けられるとするならば、負債を増加させるために、LBO を行うかもしれないというのである。そして、この説明によれば、1986年の Tax Reform Act により、企業にとって大量の負債を発行し、負債比率（かつ負債の量）を高くしておくことの利益が増加し、そして、負債を発行するために LBO が行われるようになったという[48]。

しかし、これらの税法上の優遇による説明は、先の説明と同じ理由で、失敗するという。まず、確かに、これらの説明は的を射ており、あるケースにおいては、税の利益は、旧株主に支払われたプレミアムを十分説明することができるが、その他のケースにおいては、プレミアムの半分も説明できない[49]。次に、「税の利益」という理由により、取引を構成す

---

[47] Adler and Ribstein, *supra* note 4; Baird, *supra* note 3, at 6等に税法からの説明がある。また、アメリカの議論については、北川・前掲注８、44-46頁によってヨリ詳しい解説がなされている。

[48] Miller, *supra* note 29, at 15; Adler and Ribstein, *supra* note 4; Baird, *supra* note 3, at 6. 企業にとって、負債と株式どちらで資金調達を受ける方が税制上のメリットがあるかは、税制によって得られるところの「発行する企業と発行を受ける個人の利益の総和」の大きさによる。

株式に関わる租税としては、企業のレベルで課される法人税と、投資家のレベルで課される配当課税とキャピタルゲイン課税（配当を留保した際に上昇する株式価値を株式の売却によって実現したものに対して課せられる）とがある。株主は、配当を企業内に留保することによって、配当課税を免れキャピタルゲイン課税だけを受けることが可能となる（キャピタルゲイン課税率が低い場合はその利益を享受できる）。他方、負債に関わる租税としては、（企業レベルで負債に対する利息について課税所得から控除され）投資家のレベルで利息収入に対して課される税がある。以上より、一般的に法人税率が高く、キャピタルゲイン課税率が高く、配当課税率が低い場合には、負債による資金調達が有利になる（もちろん、税法が安定していることも条件となろう）。一般的には、負債の有利性は認められるようである。

[49] Baird, *supra* note 3, at 6.; Miller, *supra* note 29, at 15.

る「負債を比率（負債の量）の上昇」の意味は説明できるが、やはり、「支配権の変更」の意味については、説明できない[50]。

2.3 資本構成（負債比率・負債の量）の変更による利益

以上の説明によれば、「債権者」からの利益を株主が搾取するという説明と、税制上の優遇を企業・投資家が受けるという説明は、LBOが発生する動機の一部しか説明しきれていないといえる。

すなわち、LBO取引の意味を理解するには、「資本構成の変更（負債比率・負債の量）」と「支配権の変更」によって生じる利益が旧株主への買収プレミアム全てを賄うという説明が必要であることになる[51]。

2.3.1 資本構成（負債比率）は企業価値に影響を及ぼさない

（Modigliani – Miller 無関連性命題［MM理論］）

資本構成（負債比率）の変更は投資家、すなわち企業価値にとって如何なる意味を有するのか。この問題提起は、「完全情報（全ての人が全ての情報についてアクセスし得る環境）の仮定の下においては、資本構成（負債比率）は企業の価値に何ら影響を及ぼさない」というファイナンス理論の基本的な考え方によってなされる[52] [53]。すなわち、こうである。

---

[50] その他の説明は、Baird, *supra* note 3, at 7; Adler and Ribstein, *supra* note 4を参照されたい。MBOの場合には、Buy-Outによる課税についても考えなければならないので、税法上の考慮から負債による資本構成が企業にとって有利だとしても、それが即時にMBOの促進に繋がるとは言い難い。例えば、キャピタルゲイン課税は、Buy-Out時にも課税されることになるので、キャピタルゲイン課税率の上昇は、負債比率の増加をもたらす可能性があるが、同時にMBOを阻害する可能性もある。Adler and Ribsteinによれば、1986年のTax Reform Actは、キャピタルゲイン課税や（個人税率）に比して法人税率を上昇させたという点では負債による資金調達を有利にしたが、他方、キャピタルゲイン課税率の上昇やBuy-Outによって得られた資産に対する課税率を高めたことによってMBOを阻害したという。

[51] Baird, *supra* note 3, at 7.

[52] Modigliani and Miller, *supra* note 29。Miller, *supra* note 29は記念講演であるが、直感的、且つ、コンパクトに解説してある。**宍戸**善一＝**常木**淳『法と経済学』（有斐閣、2004）、131頁にも記述がある。Millerによれば、投資家は、

負債比率の変更は、企業に投資している投資家の個々のリスクや期待利益を変化させるが、企業全体のリスクや期待的な利益を変化させるものではない。故に、負債比率の変更は、企業価値[54]を、変化させることにはならない。例えば、特定の会社において、資本を構成する証券の一部である株式を負債に変更した場合、当該新しい負債に関しての、リスク（利率）[55]は低下する[56]。他方で、その他の株式のリスク[57]（利率）が

自己のポートフォリオ（資産構成）を操作することによって投資の対象となる企業の資本構成が変更されるのと同様の効果を得ることができるという。（投資家にとって、無負債企業の株式を１％買い取ることと、同じ収益力を持つ企業の株式と社債をそれぞれ１％づつ買い取ることは、経済的に同じ実質を持つ）そうであるならば、投資家にとっては企業の資本構成（負債比率）は自己の投資決定にとって意味が無い。したがって、企業の資本構成の変更に対して、なんらプレミアムを支払うことはしない。

[53] なお Modigliani-Miller の無関連性命題の法学への応用については、**沖野**眞已「約定担保物権の意義と機能 —— UCC 第９編の『効率性』に関する議論の素描」学習院大学法学会雑誌34巻１号75頁（1998）、**森田**修『アメリカ倒産担保法「初期融資者の優越」の法理』（商事法務、2005）の226頁、注１に詳しい。本稿においては、ヨリ直感的な前掲 Miller 論文を紹介するが、フォーマルなものについては、沖野・森田論文を参照されたい。

沖野は、アメリカにおいて、この理論を応用して展開された、担保権と一般債権の関係（担保権の存在意義）についての議論を素描している。そこにおける問題意識は、以下のようなものである。MM 理論によれば、担保権によって、無担保債権がリスクに晒されていることにより、企業価値には何ら影響を及ぼさないはずであり（債権と株式との関係が、そのまま担保権と無担保債権にも当てはまる）、したがって、担保権の存在によっては、（担保権者から一般債権者へ利益が移転しているのみであり）社会的な利益は生まれていないということになる。そうであるとするなら、担保権とは何故必要なのか、ということについて考えなければならない。

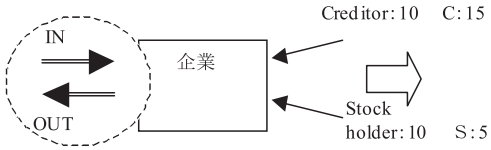
[54] 企業の証券を所持している者の全員の期待利益。

[55] 株式が負債に変化したので、回収可能性が上昇する。

[56] Miller, *supra* note 29, at 17の説明は以下のようなものである。

ある企業に投資している10人の証券保有者がいるとする。その内、５人が債券保有者・５人が株式保有者であるとする。この中の株式保有者２人が、現状のリスクが高すぎると感じ、自己の保有する証券の性質を債券に変更するように求めるとする。そして、旧債券保有者の権利を薄めないように、旧債券保有

上昇する。こうして、当該企業においての全証券保有者（全権利者）の平均的なリスク（リターン）は、資本構成の変化によっては何ら変わることはない。よって、資本構成の変化によっては、企業の資産価値は変わらない。企業の資産価値は、企業の有する事業の収益によってのみ変動するといえる。したがって、この議論だけからすれば、資本構成の変更は何ら利益をもたらさないことになる。



投資家（債権者・株主）は、企業のリスクとリターンを分け合っているに過ぎない。その分け方を返るだけで、企業の収益が増えるわけではない。

2.3.2　M=M 理論における仮定

しかし、この MM 理論は幾つかの仮定をした上での理論上の結論である。この仮定を取り外すと、その結論どおりにはいかなくなる[58]。

者に対して劣後する劣後債の発行を受けるとする（2つの株式が劣後債に交換される）。この時、劣後債保有者（新債券保有者）は、旧債券保有者よりは、リスクが高い証券を保有していることになるので、その利率（期待的な利益）も高く設定される（勿論この証券のリスクは、その優先権により以前所有していた株式よりは低くなっている）。この状況下においては、7人の債券保有者の平均的なリスクと平均的な利率は、旧債券よりもリスクと利率の高い劣後債を保有する2人が追加されたことにより、上昇する。同時に、株主に優先する者が新たに2人出現したので、残された3人の株主のリスクも上昇し、したがって、利率も上昇する。このように、確かに、債権者・株主両方のクラスの平均的なリスクと利率は上昇しているが、全体のリスクは、以前と変わっていない。なぜならば、3人の株式保有者についてのリスクの上昇は、2人の新債券保有者についてのリスクの低下によって相殺されるからである。厳密な説明は、前注54に挙げた諸文献を参照されたい。

[57] 債権という株式に優先する権利の総量が増加したので、株式はハイリスクな証券となる。

[58] MM 理論は、幾つかの仮定を置いているが、その仮定により現実世界を説

例えば、MM 理論は、完全情報（全ての人が全ての情報についてアクセスし得る環境）の世界を想定した上で、その世界における負債比率と企業価値の関係を説明するが、実際の社会においては、全ての情報にアクセスすることは不可能である（不完全情報）し、且つ、その情報も偏って存在している（情報の偏在）[59]。つまり、実際の世界においては、投資家は、経営者に比して、企業に配当や利息の分配原資となる企業の利益が、如何なる程度存在しているかを認識することができず、企業の経営者が有する、事業についての情報についても認識することはできない。また、彼らは、経営者が合理的に経営を行っているかについても認識することはできない。また、実際の世界においては税金や倒産も存在する。

この状況下においては、負債と株式の比率が、それぞれの権利の法的性質を原因として、企業の価値に、影響を及ぼすことになる[60]。以下、情報の偏在する中で、負債比率が企業価値に如何に影響をするか、について説明する Baird の議論を簡単に紹介する。

企業が資金調達をする際の選択肢として、負債（債権）[61]と株式を利用する方法がある。それぞれの権利の法的性質を簡単に説明する。まず、債権とは、定期的に確実かつ固定的な利息を得ること、一定期間が過ぎた後元本を回収すること、ができる権利である。また、債権者は、債務不履行の場合には強制執行によって強制的に投資を回収することが可能

明できないことをもって、この理論が利用できないものとなるわけではない。確かに、現実世界にはあり得ない仮定を置いているが、現実世界を記述するにはその仮定を緩めればよいだけの話である。MM 理論は、「仮定を緩めた後、その結論が如何なるものになるのかという分析」にとっては不可欠のものであったということができよう。

[59] 不完全情報とは、全ての情報が開示されているわけではない状態のことを指す。情報の偏在とは、あらゆる当事者に均等に情報がいきわたっているわけではないことを指す。例えば、企業の経営者だけが知っている情報が存在するなら、情報は、不完全かつ、偏在している。このような状況においては、しばしば市場が失敗する。

[60] Miller, *supra* note 29.

[61] 投資家からみれば債権である。

である。次に、株式とは、債権者に対する支払いを終えた後の余剰に対する分配を（経営者が主導する配当に関する判断を条件として）受け得る権利である。この権利は、定期的な利息をもたらすわけでも、元本の返却が認められるわけでもない[62]。これについては、債務不履行も観念できない。この権利の性質が、情報偏在の社会の下においては企業の価値に影響をすることになる。

2.3.3 経営者による余剰資金の非効率利用 —— Free cash flow theory[63]

企業に資金が十分に存在している場合は、倒産の心配がない。そのような場合、債権回収が確実なものとなるので、債権者による企業（経営者）に対する監視の力は弱まる[64]。その結果、経営者は、「その管理下にあり自由に利用できる余剰資金やキャッシュフロー free cash flow」を使い非効率な経営を行う可能性がある[65]。すなわち、経営者は、意味のない買収・多角化を行ってしまうことにより、企業の収益に打撃 —— 維持費や赤字事業は企業の経営を圧迫すると同時に得られるはずのシナジーは得られない —— を与える可能性がある[66]。

このメカニズムの発生を防止するには、経営者の管理下にある「経営者が自由に利用できる余剰資金 free cash flow」を定期的・継続的に、取り去れば良いことになる。その手段として、負債の持つ定期的な利息

---

[62] 株式の譲渡によって、元本の返却と同じ利益を得ることはできる。

[63] Michael C. **Jensen**, *Agency Cost of Free Cash Flow Corporate Finance and Take over*, 76 AM. ECON. REV. 323(1986), at 324.。この文脈において、北川・前掲注42-44頁によって解説がなされている。

[64] 先（**3章**）に、企業が健全である場合においては、その株主は、企業の投資による利益と損失が自己の利益に直結することになるので、効率的な選択をすると述べたが、本文に説明するようなメカニズムも発生するので、そう単純ではない。

[65] その原因の一つは、経営者の給与システムにあるという（Jensen, *supra* note 63)。

[66] すなわち、債務超過の場合も、資金が十分にありすぎる場合も、異なるメカニズムにより非効率投資が発生することになる。

支払機能が着目されるという[67]。負債を負担することによって、定期的、かつ強制的に利息としてfree cashを吐き出させ、経営者の管理下からfree cashを取り去ることができるわけである。こうして、free cashを吐き出した企業は、資金が必要となる度に、資本市場に出向き自己の企業の評価を受け、経営に対する規律も強まるというわけである。これがJensenの主張である。

このように、特定の場面においては、企業の負債比率（負債の量）を上昇させることにより、企業の価値を上昇させることができるということになる[68]。

---

[67] Jensen, *supra* note 63, at 324. 株主に対する定期的な配当を行うことによっても可能であるが、この方法は万全ではないという。理由は二つある。まず、配当原資は一度、経営者の管理下に置かれることになるので、「free cash flow」の問題が発生するのを防ぎきれない。次に、配当を行うか否かの決定は、経営者の裁量に委ねられており、確実に配当が行われるとは限らない。こうして、配当によっては、問題は解決されないことになる。

[68] 自明のことであるが、こうして、ファイナンスの道具立てである負債や株式が、ガバナンスと直結することになる。藤田・前掲注32、23頁にその視点が提示されている。また、宍戸＝常木・前掲書注52、131-139頁、特に133頁には、「負債の量が増えると、経営者にとって確実に返済すべき部分が増すために、経営努力とリスクを避ける確実な経営への誘因が増え、逆に自己資本比率が増えると、（安定的な大株主と経営者との間に信頼関係があり、かつ、敵対的企業買収が効果的に阻止されている場合）短期の利潤にとらわれないリスク・テイキングが可能になる代わりに、経営の放漫化を誘発する危険性があるといわれてい」る、とある。後者の場合には、負債比率を上昇させることが重要となる。

また、負債の株式に対する優位性を、別の方法によって示すものもある。現実では、経営者は自己の経営する企業の将来性や事業について外部投資家よりも相対的に情報を有している。この状況で、経営者は株式価格が企業の将来性を反映しておらず割安である場合には、効率的に資金を得ることができないので株式の発行を控えることになる。また、逆に、株式価格が割高である（企業の将来性以上に株価が見積もられている）場合には、株式による資金調達が合理的なものとなる。しかし、このことを外部投資家もわかっているので、経営者の株式による資金調達は、外部投資家に、企業の株式が割高である（株価ほどは企業の事業に将来性がない）という情報を実際のところはどうであれ与え

2.3.4 税の優遇（政府の助成による負債の有利性）

さらには、先に述べた税法上の優遇措置等が、負債の魅力を高めることになる（先述）。MM 理論は、負債に有利な税制が採用されていない状況を仮定としている。しかし、実際においては、負債の方が税制面においては株式よりも有利となっている。

2.3.5 負債のコスト（倒産によるエージェンシーコスト）

他方、負債は倒産確率を上昇させる。負債がないと倒産はないので、負債比率を増加させると倒産確率が上昇する。

そして、倒産においては、様々な、倒産コスト distress cost が発生してしまう。例えば、倒産手続においては、企業の今後（資本構成や支配権）についての交渉が、株主と債権者の間で行われることになるが、その交渉が苛烈を極めることにより、経営者の経営が散漫になってしまうことによる間接的な損失 indirect cost が発生する。また、倒産処理においては、会計士や弁護士等の専門家を雇わなければならないことにより直接発生する損失 direct cost も発生する。そして、倒産を睨んだ局面においては、先に説明してきたように、エージェンシー問題を原因とする企業価値の減少による損失 agency cost 等が発生する[69]。

てしまうことになる。他方、負債による資金調達ではこのような情報の非対称性による問題は生じない。さらに、負債を返済するに足りる収益があることを経営者に確約させ、経営の効率性を高めさせることにもなる。これらの理論は、最適な負債比率が存在することを示す。負債はこれらの観点から、企業にとって便益（例えば、経営者と株主とのエージェンシー問題解消）をもたらすが費用（債権者と株主・経営者とのエージェンシー問題）ももたらす（以上については、**小林**磨美「企業金融と負債の役割」経済論叢別冊調査と研究第26号（2003）62-65頁にアメリカの議論についての概説がある）。

[69] 債権者－株主間のエージェンシー問題は、投資決定における過剰なリスクテイク（先述）や、倒産手続の選択（例えば、如何なる倒産手続を申立てるかについての選択の場面において、倒産処理の具体的方法の選択において、倒産財団の価値の評価の場面において問題になる。倒産実体法の目的はこの手続に参加する相反する利害を合理的に調整する仕組みを構築することにある。）や、倒産手続における再建計画の決議それについての交渉等に現れ、それぞれ企業価値を下落させる。これは、経営者の経営の散漫を引き起こすので、indirect cost の原因となっている。

負債の増加により倒産確率が上昇するならば、それによって倒産した場合に発生するコストも企業価値に織り込まれることになる[70]。このように、負債比率の上昇によって企業価値を下げてしまうというメカニズムも一方においては、存在することになろう。

2.3.6　適切な負債比率（負債の量）

これらのメカニズムは、現実の世界においては、負債と株式の比率（負債の量）が企業価値に影響をすることを示している。例えば、小規模な企業においては、市場による評価が低いので負債によって資金調達をすべきであるし、大規模、且つ、余剰資金を大量に有する企業においては、負債を負担することにより、資金を吐き出さなければならないだろう[71]。企業にとって適切な負債比率（負債の量）は、健全時においては、企業の損失も利益も内部化されるはずの、株主の利益を代表する経営者によって決定されることによってうまくゆくことになる。

2.4　支配権の変更

以上より、負債の利益を享受するためにそれを増やそうとするならば、負債による損失（倒産リスクの上昇）も発生することになる。結果、資本構成を変更した場合、その企業のガバナンスの体制も変更することが重要になってくる。ここに、資本構成と、支配権を同時に変更するLBO取引の意味（うまみ）がある[72]。

2.5　小括 ―― 経営判断としてのMBO

Baird論文は、この資本構成のあり方と、支配権の変更との関連性

---

[70] 先述した期待的利益の考え方を参照。倒産したら10の損失が発生する場合を考えると、倒産確率が10％の場合は、1（計算式：0.1×10）のコスト、倒産確率が50％の場合は、5（計算式：0.5×10）のコストがそれぞれ現在の企業価値に織り込まれることになる。負債の量と倒産確率は正の相関を示すのであるから、負債を増やすと倒産確率が上昇し、倒産コスト（先述）がより現在の企業価値に織り込まれるようになる。

[71] Jensen, *supra* note 63.

[72] Baird, *supra* note 3, at 7-9.

（LBO の意味）を、ある企業における具体例を挙げつつ説明している。大略すると、以下のようである。

まず、企業は特定の資本構造をとって事業を開始する。この際、企業の資本は、完全に経営者や企業の日々の業務に近い関係者によって積み上げられているものであり、完全に株式のみであるかもしれない。この段階においては、外部から資金調達は得ることができず、経営者の能力を個人的に知っている人によって資本が積み立てられることになる。

そして、企業が成長してくると、企業のベストな資本構成は変更してくる。その中で、LBO が望ましい選択肢の一つとして挙げられるかもしれない。例えば、成長産業において、潤沢な余剰資金を有する企業は、その資金を非効率に投資しないように、負債によって企業の資金 free cash flow を吐き出す必要があるかもしれない。そして、その負債に対する弁済を確約するためには、経営者や投資者（投資銀行）が新しい株主となることが必要となるかもしれない。そして、LBO の際、大部分の株式を少数の者が買占めることにより、権限の集中が起こり、少数株主が取締役になるならば、「株主と経営者との間のエージェンシー問題」[73]が減少するかもしれない。さらには、経営者が株式（企業資産）の大部分を保有することにより、経営者は企業の運命（企業価値）に大きな利害関係を有することになり[74]、彼の経営意欲は高まるかもしれない[75]。

---

[73] 株主と経営者との間のエージェンシー問題（株主－経営者のエージェンシー問題）は、株主が分散している場合に良く起こる。すなわち、株主は議決権が分散されることで、企業の意思決定に対する自分の損や得がすくなくなるので経営を積極的に監視するインセンティブが減少し、他人任せの議決権行使となる（フリーライドの一種）。それを見越した経営者が、自己の利益のために行動をしてしまうという利益の相反が発生する。

[74] 企業資産が減少すれば、経営者の個人資産も大きく減少することになる。

[75] リスクをとらなければならないハイテク企業において、企業資産のほとんど全てを、経営者が所有していることは望ましくはない。このような企業で、経営者に企業資産の多くを所有させてしまうと、リスクを選択できなくなり逆に企業価値が下がってしまう（Baird, *supra* note 3）。このような企業は、常に、設備投資に資金を回しているので、余剰資金もなく、資本市場を頻繁に訪れる

この時、経営者は、企業の資産の多くを有することにより、企業のリスク投資に慎重になる。成熟産業における、安定したキャッシュフローを有する企業においては、LBOのこの機能を使うことにより、経営者が利益のない（コストのみの）事業に手を出すことを、防止できる。こうして、LBOは、特定の経営判断のもと、望ましい取引として、行われることになる[76]。

そうして、経営者の判断により、適切に負債比率（負債の量）を変更するならば、（負債契約における財務条項などの他に）支配権の変更が必要となる。これによって、株主に支払われるプレミアムが説明されるというのである。

以上の議論により、LBO実行の際に、株主に対して支払われるプレミアムは、①「債権者」から株主に対しての利益の移転[77]、②負債比率（量）の増加（税の利益・利益吐き出し機能）による企業価値の増加[78]、③負債比率（量）に適切な支配権構成の採用による企業価値の増加、によって賄われるということがわかる。

そして、②③の要素があることにより、LBOは、一定のリスクと引換えに、対象企業にとって企業価値を上昇させる取引である可能性がある[79]。このように、投資決定と資本構成の変更は変わらない[80]。他方で、

ことによってモニターもされているので、free cash flow理論によってもLBOを行う必要はないということになる（Jensen, *supra* note 63）。

[76] Jensen, *supra* note 63, at 325-326. 宍戸9-10、379、383頁以下・前掲注書８、北川・前掲注８各論文においてもMBOが、企業の展開過程のある一時期において有力になる手法となることが記述されている。

[77] これは、利益が移転しているのみなので、企業価値の増加をもたらさない。

[78] これは、負債によるコストも発生するので、失敗すれば企業価値を減少させる。

[79] 前注204に挙げた文献参照。

[80] MBOとは、資金調達を受け、負債を負担し、株式を旧株主から買い取り、その支配権を適切に配置することにより経営効率を飛躍的に向上させ、企業価値を高めるために行う投資決定といえる。これは、資金調達を受け、コンピューターチップを買い取り、自社のパソコンに組み込むプロジェクトを行い期待的な企業価値を高めるのとそれほどかわらない。

①の要素があることにより、債務者の意思の歪みであると評価できる余地はある[81]。加えて、「債権者」の財務条項によって規律できない場面もあろう。

3　MBO に対する詐害取引法の適用

ここに、大雑把ながらも、LBO の文脈において、先の二つの問題 —— 誰を相手に取消しを行うのか（取引相手とは如何なるものか）、如何なる場合に取り消しが認められるのか（詐害取引法の適用範囲は如何なるものか） —— に対する一応の解答が得られたことになる。

すなわち、こうである。前者の問題については、取引を適切に規整するために「取引相手」の選択が必要となり、その取引相手の候補として有力なのは、LBO ファイナンサーである。他方、後者の問題について、理論上は、LBO は詐害の審査に服し、過剰なリスクテイキングが行なわれているならば（さらに、「債権者」の財務条項によって規律させることが適当でないならば）、LBO は詐害取引として取り消されるべきであるということになる[82]。以下に、それぞれについて、残された問題を示しておこう。

3.1　『如何なる者が取引相手か』—— 最安価な監視者

詐害取引法の存在意義からすれば、現代取引においては、「取引相手」として、当該取引を最安価に監視できるものを選択することになる。

この理論によれば、LBO においては、現代取引についてのアドバイスと融資を行う故に、スキーム全体の合理性を、安価に監視できる「取引相手」の候補として有力なのは、投資銀行業務（Investment Banking）を行なう LBO ファイナンサーである[83]。この監視者たるべき LBO ファ

---

[81] 藤田・前掲注32、23頁。

[82] Baird & Jackson, *supra* note 9(1985) 以来、Baird は、「法定詐害」の適用を否定するのみで、「現実の詐害 actual fraud」の適用を否定しているわけではないことには留意を要する。

[83] Baird, *supra* note 3, at 22は、通常の銀行が伝統的なビジネスローンを提供するような場合とは違い、投資銀行は、さらに、積極的にこれらの取引に参加する共同事業者的な存在であると述べる。同時に、Lender に担保権の実行を認めるべきではないと述べる。その理由は、本文に紹介したように、担保権の

イナンサーを「融資の取引相手」として、「担保権の設定」「融資」を「詐害取引」として取り消すことを認め、さらに、「企業価値を下落させる詐害取引」であることを知るべきであったとして「bad faith」にするという解決が、彼らを適切な取引の監視に向かわしめるためには、合理的であるということになる。

こうして詐害取引法の規律により、主に、LBO ファイナンサーに、「債務超過、または、それに近い状態」においては、企業価値を下げるような融資を行ってはならないという義務を課すことになる。これは、まさに、詐害取引法が、この文脈におけるレンダー・ライアビリティー（融資者の責任；lender liability）の基礎を為すことを示している[84]。

他方で、もう一つの選択肢として、「旧株主」に関しても、監視者たり得るとも考えられる[85]。この者は、詐害的 LBO によって恩恵を受けている者であるからである。そして、確かに、支配株主は LBO の発生について監視できる場合もある[86]。そして、例えば、両方が監視者とし

実行を認めないことにより（lender の回収可能性を、「債務者」の事業の成功にかからしめ）lender をして債務者企業の監視に向かわせることができるからというものである。

[84] Baird は、strategy of lender liability と表現している（Baird, *supra* note 3, at 23）。なお、**柏木**・前掲注14が、レンダーライアビリティーの表題により詐害取引法（または、「衡平法上の劣後 equitable subordination」）を取り上げている趣旨は、本稿の説明によって明らかになるといえる。すなわち、本稿における詐害取引法の存在意義に関する基礎理論が、そのまま、衡平法上の劣後という衡平の内容を形作る一要素であると考えられる。

[85] Zaretsky は、この旧株主に対しても取消請求を行い得るとしている（Margaret **Howard**, *Vern Countryman and Barry Zaretsky: A Legacy of Ideas,* 75 AM. BANKR. L.J. 283 (2001), at 290, n44; 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) 等参照）。なお、Howard の言う Zaretsky のレポートは参照できなかった。

[86] そうではない場合も多い。この者を監視者とするのは合理的ではないとするものに、Baird, *supra* note 3, at 24がある。Baird の説明によれば、分散して存在する株主から株式を買い取り、株式を少数の株主に集中させることに

て最適であるならばそれぞれに対する請求の関係が問題となる[87]。

さらに、付け加えておこう。ここにおけるLBOファイナンサーとして投資銀行業務を行うものは、一般的にその融資資金を証券化によって投資家から調達している。したがって、その最終的な融資者はその背後にいる投資家ということになる。すなわち、企業資産に担保権を取得することによって一般債権者よりも上位の優先権を獲得した投資家こそが詐害取引の相手方だと見る余地もある。しかし、最安価な回避者の考え方によると、責任の負担者は取引全体をアレンジし取引を支配したファイナンサーに留まることになろう。詐害取引規制が従来有していた「一般債権者の責任財産を保全するために、流出した資産を取り戻す」という法的効果はこの場面においては、取引を支配する者に対する抑止的損害賠償責任的なものとして現れる余地があることになる。

3.2 『如何なる取引が詐害取引か』——債権者の損による過剰なリスクテイク

LBOは一般的に詐害取引法の審査に服すると言っても、実際上は、問題が多い。Bairdをはじめ、全ての論者は、LBOが過剰なリスクテイキングによって行なわれていることの識別は非常に困難であると述べる[88] [89]。

LBOの一つの意味があった（Baird, *supra* note 3）。そうであるならば、Bairdの議論は、LBO以前の旧株主は小口に分散して存在するような事例を念頭においてのものである。確かに、この前提例における小口株主は、企業の経営を監視したとしても、その損も得も他の株主に分散してしまうので、企業の行う取引を合理的に監視し得ないであろう（一種のフリーライド問題）。したがって、Bairdは、株式売買を取消しの対象として、その取引相手である旧株主に損失の内部化を行い、それによって、債務者を監視させることについては否定的であるのかもしれない。だとするならば、旧株主が支配的株主であるような場合においては、その結論を維持しないのかもしれない。

[87] Baird, *supra* note 9(1990), at 112.

[88] Baird & Jackson, *supra* note 9; Barry L. **Zaretsky**, *Fraudulent Transfer Law as the Arbiter of Unreasonable Risk,* 46 S. C. L. REV. 1165(1995); Marie T. **Reilly**, *The Latent Efficiency of Fraudulent Transfer Law,* 57 LA. L. REV. 1213(1997), at 1251.

LBOを審査する方法について、簡単に説明しておこう[90]。まず、“債

[89] エージェンシー問題以外の理由で、LBOを行い倒産することは、何の問題にもならない。例えば、資金状態が健全な「債務者」によって、ハイリスク投資が選択されたのであれば、それは経済にとっては寧ろ望ましい行動であろう。

また、「債務超過」の状態においても、対象企業が、期待的利益の基準によりその企業価値が増加するMBOを実行するのであるならば、それは望ましいリスクの選択であるといえる。すなわち、意思決定による損失の多くが株主に内部化される状態であるならば、それ以上の意思決定を制度によって確保することはできないという意味において、その株主の意思決定は望ましいといえる。この状態においては、株主は、residual ownerとして企業の利益にとっても合理的な決定を行う。企業の意思決定者である株主にその投資による損が吸収されるからである。もし、結果的に、投資決定が誤っていたとしても、結果的に倒産しているだけであり、社会全体にもたらされる確率的な利益は上昇する。ただし、債務者の資金状態が債務超過に近接しつつ「債務者の価値が上昇している場合」であっても、債権者の契約上の権利が一定の額を回収する権利である以上「一般債権者全体の価値は低下させられている場合」もあることから、別の基準 —— 債務者価値の減少を詐害とする —— を詐害の基準として採用することもできることは先述している。債権者は、そのような場合にはそれ以上のリスクを許容できない（したがって、仮定的契約の内容としてもその場合には債務者価値を増加させる投資を望まないだろう）という価値判断に立つこともできるからである。この問題は、「債権者は、一般的に債務者がLBOを行う自由を認めていると見るべきか」、すなわち、「債権者はどの程度のリスクを一般的に負担するべきか」「債権をどのような契約上の権利として構成するべきか」という、国家の債権政策に依存する。本稿では、この問題については考える余地を残されており、あくまでも一つの考え方に立脚しての行論となっている。この問題について如何なる立場を採ろうとも、本稿において提示されている詐害取消しの射程を決定する際に考慮すべき要素や後に述べる詐害取引法の機能や解釈的なあり方（詐害取引法の機能や存在意義から導かれるもの）は妥当する。

[90] Zaretsky, *supra* note 89, at 1183-1184に詳しい。必然的に、LBOにおいては、特に対象企業（債務者企業）の資産を担保に入れることによって資金調達を行う場合においては、実質的に、（LBOを主導する当事者達が旧株主から株式を買い取り新株主となりつつ同時に融資者として対象企業に担保権を有することから）株主が一般債権者より優先的な地位に立つようになるという意味において、一般債権者を従来以上のリスクにさらすものである。それが取消し得るほどに過剰なリスクであるかが問題となる。簡単に後述するが、第3巡回区控訴裁判所は、このように

務者の金融危機が、LBOではないものによって引き起こされているかを審査する方法”である[91]。別の原因によって債務者の失敗が起こっているならば、そもそもLBOを問題にする必要はない。

そして、次に、“資本構成を直接に審査する方法”である。LBOは、一種の企業再編であり、したがって、企業の資本構成の変更と企業の支配権の変更を伴うものであるから、LBOによる企業価値の変動（公正な対価性）を調べるためには、「資本構成・支配権の変化」（再編）が企業価値に与える影響についての評価を行わなければならない。この判断は非常に困難である。

なぜなら、先に述べたように、企業の最適な資本構成や支配権のあり方は、企業毎に異なり、したがって、如何なる資本構成や支配権の分布を採用すれば、対象企業の価値が最大になるかは、企業毎に異なるからである。しかも、調査対象となる資本構成は、LBO取引時のそれである[92]。

Bairdによれば、「債権者と株主全体にとって、望ましい資本構成であるか否かを評価する方法は、コーポレートファイナンスの理論においても未発達である」という[93]。大略して、以下のような説明がなされる[94]。

判断方法として考えられるのは、例えば、判断対象企業が存在してい

述べ、LBOを詐害取引の審査対象となるとしながら、それによって債務者企業（ひいては一般債権者に）得られる付加価値（シナジー）があることから詐害取引法の適用を否定した（Mellon Bank, N.A. v. Metro Communication, Inc., 945 F. 2d 635(1991)）。

91 失敗の原因が別の原因によるものであるならば、詐害取引法の請求は棄却される（Zaretsky, *supra* note 89）。

92 LBOが詐害取引法との関係で問題になる事例は、LBOを実行してからしばらく後、対象企業の「倒産」により回収不能リスクに晒された対象企業の「債権者」が詐害取引訴訟を起こすことにより始まる。そして、その訴訟の際には、LBOによって企業価値が下落したのか、それともその他の原因で倒産が起こったのかが審査されることになる。

93 Baird, *supra* note 3, at 13-14. ただし、1991年当時のことである。

94 Baird, *supra* note 3, at 14.

る産業分野で成功している企業の資本構造を参考にするという方法である。確かに、成功している企業は、その産業の企業として優秀な資本構成を有している。しかし、まず、似たような事業を行う企業を検索することは困難であるし、その中で、同じ規模、同じ業務、同じ創業年月の企業を検索することは、さらに困難である。さらに、競争産業の場合は試行錯誤が行われおり安定的な勝者は存在していないと思われる。また、たとえ、検索し得たとしても、資本構成 debt-equity ratio は動的なものであるので、常に変化する。LBO を行った企業はその時点においては大きな負債比率（量）となっているが、その負債比率（量）と、安定的に経営を行っている「似ている企業」の資本構成を比べてみてもあまり意味がないであろう。

そして、さらに、この判断に関する審査をビジネスの専門家ではない裁判所が行うので、先述した、「後知恵の問題」（特に、「不確実の問題」）が発生してしまうのである。「裁判所の能力」や、「企業価値評価の手法」に詐害取引法の射程が影響されざるを得ない。

3.3　実際の裁判例

実際の裁判例においては、判断が分かれている。Credit Managers Association of Southern California v. Federal Co., 629 F. Supp. 175（1985）は、詐害取引法（法定詐害）の適用に否定的である[95]。この事例における地裁の判断は、179頁において、Baird & Jackson 論文を引用して、「エリザベス法時代における債務超過の債務者による羊の取引とはわけが違う」（LBO には、有益なものがある）として、取消しを否定した[96]。Kupetz v. Wolf. 845 F. 2d 842（9th Cir. 1988）は、全面的に

[95] この事案においては、法定詐害のみしか主張されていない（判決文177頁、fn.1等参照）。これについては柏木・前掲注 8「LBO と米国倒産法（4）」56-58頁にも紹介がある。

[96] このような言葉は、公明正大な取引に見える限りは、詐害取引法は適切ではないという意味で利用されるようである（Zaretsky, *supra* note 89, at 1180）。これは、原則的に LBO に対する同法の適用を否定する Baird & Jackson, *supra* note 9の影響を受けていると思われる。Baird & Jackson は、オリジナルな意

Baird & Jackson の議論に依存して、もし、株主が「債権者」を害する意図がないのならば、fraudulent conveyance law を株主の利益の吐き出しに使用する事はできないとした[97]。これは第9巡回区控訴裁判所のものである。

他方で、詐害取引法の適用を受けて、取り消せるとしたものに、In United states v. Tabor Court Realty Corp., 803 F. 2d 1288 (3ed Cir. 1986) がある[98]。これが広い取消しルールについてのリーディングケースとされている[99]。この事例において、裁判所は「UFCA の拡張的な文言は、あらゆる金銭の支払いや担保権の設定等、あらゆる取引に対して適用され、単に、複雑、かつ、革新的であるからといって適用が除外されるということにはならない。もし、適用の除外があるとすればそれは、州の立法府がそのように定めた場合のみであり、裁判所が決定する事項ではない」と述べた[100]。

味における「詐害の意図」がある場合以外は、LBO に対する同法の適用を否定すべしと論じている（先述）。

[97] Baird, *supra* note 9 (1990), at 112-113. これについては柏木・前掲注8「LBO と米国倒産法（4）」60-61頁にも紹介がある。

[98] この事例においては、石油メーカーが買収された。買収者は Shell corporation をつくり、850万ドルのローンを受け、それによって調達した資金を買収に使った。ローンは、対象企業の資産を担保にしている（LBO）。取引前から、対象企業の資金繰りは悪化していた。買収者は、目的会社の資産を、目的会社の運転資金の金融が難しくなった時でさえ、目的会社の資産の売却をしない条項をつけて担保に提供していた。lender は、担保物を foreclosure（担保権実行）して、事情がわかっている人に売り渡した。United States は、LBO と担保の提供を詐害取引として提訴した。

これに対して、第3巡回区控訴裁判所は、LBO の中には取り消し得ないものもあるが、この事例は取り消し得るとして訴えを認めた。Zaretsky は、「下級審が「現実の詐害 actual fraud」があるケースであると認定していることに影響されているかもしれない」と説明している（Zaretsky, *supra* note 89）。なお、柏木・前掲注8「LBO と米国倒産法（3）」54-57頁、斎藤前掲注8、288-290頁にも紹介がある。

[99] Howard, *supra* note 86, at 289; Baird, *supra* note 3, at 24; Baird, *supra* note 8 at 112-113.

[100] Howard, *supra* note 86, at 289に、この部分の引用がある。

詐害取引法の適用を受けることを認め、LBOで発生する通常のリスクのみでは取り消せないが、不合理な場合は取り消せるという趣旨の一般論を述べて、「取消し否定」という判断をしているものにMoody v. Security Pac. Business Credit, Inc., 971 F. 2d 1056 (3ed Cir. 1992)[101]、Mellon Bank, N.A. v. Metro Communication, Inc., 945 F. 2d 635 (1991)がある[102]。また、同じ前提に立ちつつ、「取消し肯定」と判断したものに、Murphy v. Meritor Savs. Bank (In re O'Day Corp.), 126 B.R. 370 (Bankr.

---

[101] 対象企業の資産を担保にして、買収、その後倒産し、管財人が融資者の担保権の設定を取り消そうとした。一般論としては、LBOは詐害取引法により、取り消せるものであるし、LBOは、債権者をリスクにさらす濫用である可能性が高いとしながらも、検討の末、このケースにおいては、取消しは否定されるべきと判示された。

このケースにおいては、実際の事業計画をしらべ、LBO以外の事業が原因で倒産していると判示している。Zaretsky, *supra* note 89, at 1187-1191の解説も併せて参照されたい。

[102] LBOによって、報道企業を含む企業グループがMetro (対象企業) (テレビ・グループ企業) を買収した。Mellonbank (lender) が、185万ドルを買収資金として融資した。Metoroと企業グループの他のメンバーがローンを保証した。そして、Mellon Bankは、Metoroに運転資金として、230万ドル融資した。これは買収者により保証された。Mellonbankは、Metroが放映権を買い取ることにも融資をしている。Metroが返済の義務を負った。買収資金を含むMellonbankへの負債は、Metroの資産によって担保されている。その後Metroが倒産して担保権を取り消すよう求められた。一般論としては、担保権の設定の設定によって、株主が担保権者に入れ替わってしまう状況をさして濫用的としながらも、①対価が合理的に対等である、②金融状態が悪化していない、という基準を満たしているので取り消されないとした。①については、企業体になることにより追加的に信用を得られていることと、企業体によってシナジーが発生しているという間接的な利益を対価として認めた。②については、対象企業が引き受けた保証は、実際はグループ企業全体による保証なので、それほど個々の保証契約は、負担にならないとしたこと、バランスシート上は債務超過ではなかったとして資産状態は悪化していないとした。Zaretskyは、これに対しては、バランスシートは (詐害取引法にいう) 資産価値を示すものではない、また、LBOの負債比率の上昇が、合理的なレベルであるかということが問題として残っていると指摘している (Zaretsky, *supra* note 89によるこの事例についての分析を参照)。

D. Mass. 1991)[103]がある。

こうして概観すると、裁判例は、LBOに対する法定詐害の適用を否定する立場から、一般論として適用を肯定しつつ、個別的に審査する立場に理解を示してきているようにも見える[104]（これは、**3章**における学説史と同じ展開を辿っているといえる)。そして、そこにおいては、取消訴訟の相手方となっている者は、「LBOファイナンサー（投資銀行等lender)」であることが確認される[105]。

3.4 実務の対応

以上に述べた、詐害取引法の裁判実務を受け、LBOファイナンサーは、「融資先である対象企業」が「債務超過」ではなく、かつ、LBOファイナンスの結果、「債務超過」にもならないことを証明する資産超過証明書（solvency certificate）を公認会計士事務所から取る等の対策を講じているようである[106]。そして、Schwarcz論文[107]には、LBOは、対象

---

[103] このケースは、LBO直前に事業能力が低下しているのを無視して問題が顕在化する前にLBOを行った事例である。その判断を下すために、裁判所は、LBO以前からの事業計画を精査して、そこに無理があり、LBOの時点においては、関係者はそのことに気付いていたという認定を行っている（Zaretsky, *supra* note 89によるこの事例についての分析を参照)。

[104] 本稿においては、網羅的に裁判例の内容を検討することはできなかった。この部分は残された課題とする。ただし、一般的な傾向は見て取れると思われる（柏木・前掲注８「LBOと米国倒産法（５)」35頁)。学説については、柏木論文は、公刊年である1990年までの議論をフォローしているが、その後の議論は先に述べたとおりである。また、この点については北川・前掲注８、67頁にも若干の記述がある。

[105] ただし、Zaretskyは、金融アドバイザーの他に、株主もその請求の対象になるとしている。この、Zaretskyの判断は、詐害取引法の原理からは前例がないと評価されている（Howard, *supra* note 86, p289-290, n44)。本稿によって分析してきた議論からすれば、支配株主に対してであれば詐害取消しを基礎付けることができるとも言い得る。なお、斎藤・前掲注８は、その後第３巡回区控訴裁判所でなされた旧株主に対する取消し訴訟（Lowenschuss v. Resorts International, Inc., 181 F. 3d 505(3ed Cir. 1999)）における取消し否定の判断を紹介している。

[106] 柏木・前掲注８、36-37頁、柏木・前掲注14、284頁。

企業の資産状態が「債務超過」ではないことが確保されてから行われるので、詐害取引法によって取り消されることはないという説明も見られる。こうして、「融資の取引相手」は、法定詐害による攻撃を免れ、対象企業の倒産手続の中で、有効に自己の担保権を主張できる[108]というわけである[109]。

---

[107] Steven L. **Schwarcz**, *Rethinking a Corporation's Obligaitions to Crediors,* 17 CARDOZO L. REV. 647 (1996).

[108] この証明書により、「融資の取引相手」である投資銀行は、「LBO 当時は、対象企業は「債務超過ではない」」ことを証明して、詐害取引法の適用を免れることができる。すなわち、融資の取引相手は、証明書を用意することにより、LBO 以外の理由により TARGET が倒産したことを証明でき、そして、倒産した対象企業（債務者企業）に対して、有効に担保権を主張することができる。

[109] これは、担保権者が、特定の事情（法定詐害）を要件として、その優先権を部分的に修正させられることを意味する。（担保権は、法定詐害に当たらない場合のみ有効となる。）担保権についての“絶対優先ルール（優先権が上位の者が弁済されなければ、下位の者は弁済されないという倒産法上の原則的な分配ルール）”を部分的に解除するという発想は、既に、Lucian Arye **Bebchuk**, *The Uneasy Case for the Priority of Secured Claim in Bankruptcy,* 105 YALE. L. J. 857 (1996), (SSRNversion (p1-88)) http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=417960（2005.4時点、2006.1時点においても確認済み）によって議論されている。Bebchuk は、担保権が設定された場合、調整不能債権者（後述）に対して、債務者企業がエージェンシーコストを外部化させてしまう問題を指摘する。

その説明は以下のようなものである。有限責任制度の下、債務者企業が、債権者から融資を受け、その融資を担保するために担保権を設定した“後”に、その債務者企業に対して融資を行おうとする、その他の債権者が存在するとする。この場合、担保権者が設定した担保権により、「債権者」の回収不能リスクは高まっていることになるが、この債権者は利率を上げ、または、契約をしないことによりそのリスクを回避することができる。その結果、債務者の担保権設定という行動の、利益も損失（利率の上昇や取引の減少）も全て債務者に帰することになるので債務者は、社会的にも最も望ましい行動（適切な担保権の設定や、それによって得られた資金を効率的に利用する）を採る。

だが、担保権の設定の前に契約をしている債権者（at 35-39）・不法行為債権者（at 29-31）・契約を結べない債権者（at 32-35）達は、先の事例において、担保権設定後の一般債権者が行ったような自衛ができない。すなわち、

これらの現象は、詐害取引法の威圧の下、投資銀行である「融資の取引相手」が、融資の前に、「債務者」（対象企業）の調査を行い、自己のアドバイスするLBOが詐害取引に当たると評価され得るものならば、事前に「取引」（融資）を回避するか、詐害性――「債務超過」[110]「企業価値を下落させる」――を解消させている結果、起こるものである

これらの者は、担保権設定によって上昇する、自らの債権が回収不能となるリスクについて、そのリスクを債務者に受け流す方法を有しておらず自らがそのリスクを負担することになる（これらの債権者を調整不能債権者という）。この場合、債務者企業や担保権者は、これら者達に、担保権設定による損失のみを負担させ、自らは担保権設定の利益のみを得ていることになる。すなわち、債務者企業は、自らの行う行動から生じる損失を全て負担する事は無くなるので、社会的に望ましくない担保権設定や、その資金の利用を起こしてしまうというわけである（at 44-45）。

Bebchukは、この問題を和らげるために、担保権に適用される、絶対優先ルールを緩めることを提案する。これによって、劣後させられる、担保権者が、劣後額を最小にするために、「債務者」に対する監視を行うようになり、この問題が緩和されるというわけである。

本稿に紹介する議論は、担保権設定前の（本来は契約によって規律する能力を有するはずの）債権者の契約による規律も十分ではない（調整できない）ことを原因として、債務者企業の規律付けが機能しなくなる問題（過剰なリスクテイキング）に対して、この「融資の取引相手」の地位にいる「担保権者」の優先権を一部解除し、この者に、債務者企業の監視を行わせることによって対処しようというものである。故に、同じ発想の延長線上にあるとみることができようか。

[110] なお、本稿においては、簡略化のため、「債務超過」としているが、実際の基準は、「当該ビジネスにとっては不合理な程の過少資本 unreasonably small capital」の基準である。だが、その原理は、本稿において「法定詐害」として説明してきた「UFCA 4条・UFTA 5条（a）」と同じものであることは、先にも述べた。

ただ、「unreasonably small capitalの基準」UFTA 4条（a）（2）（i）は、「現在及び将来」の債権者に対して取消権を与えているが、本稿において「法定詐害」として説明してきたUFTA 5条（a）は、「現在」の債権者に対してのみ取消権を与えている。考え方が同じであるならば、取消権が与えられる債権者の範囲は同じになるはずであるのに、何故、取消権が与えられる範囲に差異が出てくるのかは問題となる（Baird, *supra* note 3）。

と理解できる。すなわち、詐害取引法の狙い通り「融資の取引相手」が、「債務者」（対象企業）を監視し、詐害取引の発生を未然に防いでいるといえるのである[111]。ただし、過剰に規制されている可能性を常に気をつけなければならないことは先述した。

以上をまとめるとこうなる。「詐害取引法は、債権者の能力の不十分性を取引相手の能力によって補わせる仕組み」である。そうであるなら、企業取引に対して詐害取引法の適用が検討される際には、取引相手の能力に気を配らなければならない。「債務者の資金状態や債務者の行なう取引」に対する監視能力を持ち合わせていない取引相手は、取消しが安易に容認されるルールによって、取引そのものを萎縮させてしまう可能性があるからである。ここからは、「債務者企業の意思決定によって行われる取引である以上、詐害取引法の適用を受けることになり」、「企業の経営判断によって行われ、その経営判断の詐害性を取引相手は知る由もないものである以上、詐害取引法の適用を謙抑的に行わなければならない」という示唆が得られる。

4　再考 —— 文脈化；「社会の変容」「法理の役割」と「総合判断」

ここにおいては、やや視点を変え、3章、4章を通じて説明して直前まで展開された議論を、「2章において表された詐害取引法の展開過程に位置付けること、すなわち、社会の変容を詐害取引法が吸収するに際して行われてきた議論」として捉えなおすことによって別の意味を抽出することにしよう。その展開過程において、詐害取引法（エリザベス法）は、コモンローとして、「新しい取引を法の網に包摂し、評価し、規整することによって、それを社会に受容する」という役割を担うようになった。そして、詐害取引法が債権者保護法として確立したUFCA以後も「現

[111] また、Baird, *supra* note 3は、後知恵の危険を回避するために、債権者の取引に対する異議申し立ての機会を、取引実行時（前）に前倒しする詐害取り消しルールを提案するが、Baird, *supra* note 3, at 20においては、（前倒しを採用していない）現行法においても、事前に、事後的な取消しの影響を受ける者達によって、企業がbuyoutを行う前に健全状態であることを確保するインセンティブが発生するので問題はないかもしれない、と述べている。

実の詐害」として残存することになった。この詐害取引法の役割、すなわち「新しい取引を規整することによって、それを社会に受容する」を分析の軸として、今まで紹介してきた3章・4章の議論を整理しつつ俯瞰するならば、先の章において紹介された「詐害取引法の適用は謙抑的であるべし」という主張――それは客観要件である「法定詐害」を新しい取引に対して適用すべきではないという形で行われた――も、「社会の変容を吸収する詐害取引法という議論の場」によって支配されていることが想起され、別の意味づけが可能となる。先の議論は、「詐害取引法の持つ社会の変容を吸収するという」役割をまっとうするために、「社会の変容を織り込んでいない射程の狭い法規(法定詐害)」を廃止し、「一般条項的な従来の要件を適用した上での総合判断に戻した上で、その判断の客観性を理論によって支えることによって、ヨリ望ましい規整を実現できる可能性が存在することを示唆する」ものであると。そのことは、時代の変遷の中で詐害取引法の果たしてきた役割(日本法の文脈に引きなおすなら、一般法としての民法的な役割)を、再確認させることにもなろう。

この分析によって、詐害取消規制を企業統治の一道具として、その他の商法上の規制と同列に扱うかに見える先行研究に、「社会の変容」を考慮に入れる本稿の分析の視点から色付けを行い得るかもしれない。

では、詳しく敷衍していこう。

4.1 新しい取引に対する規整――拡張・包摂・総合考量と理論による可視化

1980年代において、現代取引という新しい取引の前に、客観要件である「法定詐害」の適用が問題となり、その解決のために存在意義に関する議論がBaird & Jacksonにより開始されることになった。まず、20世紀初頭に当時の法(特に裁判所による実践)を追認する形で登場した「客観要件たる法定詐害」も、当時において想定外であった「企業取引をはじめとする新しい取引」の前においてはその妥当性を疑われることになる[112]。次に、それに際して、「詐害取引法はなぜ存在するのか」すなわ

[112] 法定詐害の制定時点において、法定詐害について、①歴史的な展開を重視

ち「債権者を害するとは如何なることか」とはじまり、「法定詐害は目的を実現する手段として適当か」と進められ、「法定詐害は企業取引を規制するには適当なものではない」と結論されることになる。この彼らの主張を理解するに際して、注意しなければならないのは、最終的な彼らの主張は、「詐害取引法の適用は謙抑的であるべき」というものであって、「全面的に詐害取引法の適用を否定していない」ということである。すなわち、彼らは、「法定詐害の適用を否定する」ものの、「エリザベス法以来の一般的な要件である現実の詐害の適用は肯定する」（ただし、彼らの詐害取引法の存在意義に関する理論から謙抑的な適用とはなるが）ものなのである。

ここにおいて確認すべきは「客観要件である法定詐害を後退させる根拠」も「詐害取引法はなぜ存在するのかという議論」であり、「現実の詐害の適用を認めておく根拠」も「詐害取引法はなぜ存在するのか」という存在意義に関する理論であるということである。結局、彼らの主張は、社会の変容を前に、「詐害取引法の存在意義をまっとうするべく」「古くなった客観要件を廃止し、一般的な現実の詐害の要件を適用した上総合判断を行うべきである（一昔前に戻すべき）」というものである。こうして、総合判断の際の客観性の担保は学者による「詐害取引法の存在意義に関する理論の精密化」に委ねられることになった。

し、あくまでも「現実の詐害（債務者の害意）を推定するための証拠（したがって、詐害の意図に拘束される）」と位置付ける見解と、②UFCA の立法者のように「債権者を害するものを積極的に規制するための新たな法理」と位置付ける見解とがあったが、想定される取引が「毎年母に対する贈り物を贈っていた債務者が債務超過に陥った」というものであった故、①では理論的には詐害取引法によって取り消すべきではないが例外的に無視できる事例として、②ではまさに法定詐害が取り消す典型事例として、「共に取消し得る」として問題にはならなかった（Baird & Jackson は、1980年代までは、債務者として個人・取引としては贈り物などが詐害取引法が問題とされる事例であったと述べる）。これが、企業取引（確率的に債務者にリスクを背負わせるが、債務者は詐害の意図を全く有していない）の大規模化活発化により、①では「それを例外として無視できるものではなくなり」、②では「企業取引すべてを取消し得るものとしかねない」ことから、法定詐害の射程が（それを基礎付ける基礎理論と共に）問題となった（先述、Baird & Jackson 論文）。

この「規整という目的実現のための客観性の後退」は、現代取引との関係において、「取引相手の選択」理論や、「詐害性の判断における総合判断」に現われることになる。そして、当然、それぞれの場面において、「客観性」とのせめぎあいが問題となっている。以下においては、それぞれの場面における、「規整」の観点からの説明をまとめておこう。

4.2 「取引相手の選択」と市場

そもそも、詐害取引法が三当事者（「債権者」「債務者」「取引相手」）のみを念頭に置いているとするならば、本稿に紹介したような「取引相手の選択」は行なわずに、解釈上は、LBO が複数の関係者によって行なわれていることから詐害取引法の適用を排除することも可能となる[113]。確かに、このような解釈指針を裁判所が採用することによって、LBO は詐害取引法によって取り消されることはなくなり、ビジネス社会（「取引相手」）は萎縮することなく取引スキームを開発できるようになる。

しかし、問題は多い。なぜなら、関係者は、取引を複雑化しさえすれば、「取引相手」は、自己の行なった取引が取り消され得ないことを、取引前に確信することができるからである。現代取引には、必ず、会計・法律・ビジネスの専門家が多くかかわっている。これらの者の助言や能力によって、取引は必要以上に複雑化させられ、その結果、一層うまく詐害取引法を抜けることができるようになってしまうのである[114]。この

---

[113] Douglas G. **Baird**, *Fraudulent Conveyances, Agency Costs, and Leveraged Buyouts*, 20. J. LEG. STUD. 1(1991), at 21-22。現に、訴訟においてはこの主張がなされることになることは先述した（3章）。

[114] Baird, *supra* 114, 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

ような、法の趣旨に反した、「抜け駆け」を防ぐために、立法府や行政府は「抜けられた後」制定法によって個別的に対処することになる。

制定法の対応が社会の変化に即応できるか、社会の変容が遅い場合においてであれば、この方法が合理的なものとなろうが、そうでない場合においては、寧ろ、「取引相手の選択」を認める解釈をする方が、「規整」という目的からすれば、望ましいといえるかもしれない。これによっても、厳格なまでの文言解釈を採用した場合における「形式の複雑化による詐害」をアドバイスすることになる専門家の能力を、法の「目的に沿った適切な行動」をアドバイスすることに向けさせることができれば副作用を抑えることができるかもしれないからである。

アメリカにおける議論が、詐害取引法の持つ「三当事者の想定」から、現代取引に対して詐害取引法の適用を排除するという（有力に考え得る）選択肢を、当初より採らずに、存在意義論を行うことによって適用を検討してみること自体も、既に、「新しい――未知の――取引の規整」という詐害取引法理の伝統的な役割に枠付けられていると見ることも可能である。

4.3　「詐害性判断における後知恵」と市場

［後知恵］ 企業取引に対する「法定詐害」の適用を認めるならば、困難な「詐害性の判断、すなわち、債務超過や対価の不均衡の判断」を、裁判所が行うことになるので「後知恵」（「裁判所による後知恵的判断」「不正確」「不確実性」）が生じ、それが取引の萎縮という致命的な問題（債権者達にとっても損）に繋がってしまうというのがBaird & Jacksonから得られる重要な示唆である[115]。彼らは、この問題があることから、「法

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）。さらに、柏木・前掲注８「LBOと米国倒産法（５）」37頁には、「LBOの仕組みを工夫することによって、詐欺的譲渡防止法の適用が異なることはほとんどないようである」とのアメリカの現状分析を示しているが、本稿の理論によってもそのことは基礎付けられる。

[115] Baird & Jackson (1985) は、このことを主な理由として、MBOも一般論としては、詐害取引法の審査に服するとしながらも、「法定詐害」は適用されない（「現実の詐害 actual fraud」のみ適用される）という結論を導いていた。

定詐害という客観要件」の後退を主張することになる。加えて、彼らの考え方によれば、客観要件を後退させた後に適用される「一般的な要件である現実の詐害」の適用に際しても、この要素は考慮されることになろうから、その要件の適用も（したがって、詐害取引法の適用そのものを）謙抑的にならざるを得ないだろう。結局、「後知恵」をはじめ、法定詐害の適用除外を主張する際に提示された「詐害取引法の存在意義に関する理論とその現れとしての考慮要素」が、「詐害取引法の適用を決定付け、その射程を可視化させるもの」であることになる。以下、後知恵とそれがもたらす詐害取引法の謙抑的適用について若干敷衍した後、詐害取引法がその展開過程において担わされた社会の変容の吸収という役割の視点から、彼らの議論を読み直すことにしよう。

先に見てきたように、「後知恵的判断」については、企業価値評価を「期待的利益」の基準によって判断し、その基準が採用されていることについて市場の信頼を勝ち得たならば、この限りにおいて除去し得る。しかし、問題は残されている。なぜならば、たとえ、「後知恵的」に判断を行なわないとしても、裁判所の判断が不確実であれば、「取引相手」にとって、その判断を予測し得ないことに何ら変わりがないからである[116]。

［市場による不確実性の解消］ ただし、裁判所による判断がもたらす「不確実性」については、これを打ち消すメカニズムも、弱いものではあるが、存在することには留意されなければならない。それは、ビジネスの競争の力による。

こうである。投資銀行等「融資の取引相手」には多くの専門家（法律家や会計士）が参加している。彼らは、自己の得意とする法的・会計的判断により、裁判所の判断を予測し裁判所の不確実性を除去することができる。そして、彼らは、その「裁判所による不確実性の除去」を自己の商品として、専門家市場において競争を行っている。そこにおいては、最も不確実性を除去し得る者が競争力を得ることになる。彼らは、その意味において、最も安価に、裁判所の不確実性を減少させることができる者達である[117]。そして、「融資の取引相手」は、安価に法律家や会計

[116] ただし、裁判所の判断の不確実性は、債権者にも影響する。

[117] また、不確実性は、「債権者」の融資にも影響を与えるが、同じことが、

士等専門家へのアクセスができる（投資銀行は会計士事務所や弁護士事務所と顧問契約を結んでいるであろう）。投資銀行は、裁判所の判断に関する予測を正確に行える専門家に、如何にしてアクセスするかにその業務の成績がかかっていることになる。勿論、彼ら自身も、現場にある情報やノウハウを総動員して、専門家と協働しながら裁判所の判断を予測することになるだろう。こうして、彼ら「融資の取引相手」――「債権者」にも同じことがいえる――は、市場における競争を通じて、裁判所の判断を可及的に再現できるわけである。

［残された問題］以上より、専門家市場が競争的であること・ビジネスが専門家市場へ容易にアクセスできること・ビジネスが競争的であること、という条件が備われば、彼ら「融資の取引相手」は、裁判官の判断が与える不確実性を安価に除去できる者であるということができる[118]。もともと、法解釈という戦略は、社会の変化に対応するためのルールチェンジの負担を利害関係者（の競争）によって安価にする仕組みであろう。

とはいえども、「不正確性の問題」は残されていることにも注意を要する。すなわち、専門家が裁判所の「不確実性」を除去でき「後知恵」が減少したとしても、裁判所の判断が不正確である場合には、法の狙い通りに社会を規整することは不可能となる。Baird 論文によれば、この文脈において、不正確性の問題の解決に必要な――総合考量を支配する――「企業価値の評価方法」は開発されていないのであるから、「詐害の判断」には謙抑的にならざるを得ないのかもしれない。「企業価値評価の方法」や「裁判制度の改革」等を待たなければならないのかもしれない。

［Baird & Jackson の再評価――文脈から］ただし、ここでも、先に簡単に説明したこと、すなわち、「詐害性＝債務者価値減少」の評価手法が存在しないことから、即、詐害取引法そのものの適用の除外が導か

彼らにもいえよう。

[118] 金本＝藤田・前掲書注115、225頁は、「債権者」の契約によって規律させる方式が良く機能する前提として、契約についてのノウハウ（知的資産）が蓄積されていることが前提と言うが、このことは、事後規制である詐害取消し方式を採ったとしても同じであるといえる。

れているわけではないことには注意を要する。

先に紹介した、Baird & Jackson の議論は、「債務者の投資決定（企業取引）という行為類型に対しては、法定詐害によっては審査をしてはならない」とするものであると説明した。すなわち、Baird の議論は、新しい企業取引類型に対しては、「法定詐害」の持つ「それ自体違法 per se rule」の適用はさけるべきであると主張するもの —— 企業取引に対しては、伝統的な「現実の詐害」による取消しに限るというもの —— である。このことから、以下のことが再度確認できる。

［「現実の詐害 actual fraud」の適用を認めていること］ここにおいて、彼の議論も、企業取引に対する「現実の詐害 actual fraud」による審査を肯定した上でのものであることには注意を要する。そして、現実の詐害が適用され、取消しが肯定される時には、「取引相手の選択」理論が利用されることになる。

［その判断においては、Baird & Jackson の提示した要素が考慮されること］さらに、「現実の詐害」の審査を受けるとするならば、「債権者を害する意図を有しているか」というエリザベス法以来の判断を行なうことになり、その際に「債権者保護としての詐害取引法は、如何なる目的・趣旨をもって存在するのか、当該企業取引はそれに照らして如何なるものか」という分析が行われることになる。この総合判断においては、Baird & Jackson が「法定詐害の不適用」を主張するために提示した要素が総合判断の考慮要素として利用されることになる。なぜならば、彼らの議論は、「詐害取引法の存在意義」を考え、それを企業取引にあてはめるという作業に他ならなかったからである。彼らの支持するのが現実の詐害による総合判断である故に、裁判所で彼らの理論が実践されたならば、その際、彼らの思惑よりも広く詐害取引法が適用される可能性も十分にあり得る（特に、企業価値評価の基準などが開発されていれば）。

［文脈からの再整理 —— 総合考量の示唆］この彼らの議論を、アメリカ詐害取引法の展開過程に位置付けておこう。アメリカにおいては、客観化の要請から、1918年に「法定詐害」という強力な「客観性」「推定力」を有するところの“ルール型の要件”が作り出された故に、それが近時に登場した「新しい取引」に対して機能しないという問題が生じた。Baird & Jackson は、これについて、その機能不全を証明するために「詐

害取引法の存在意義とその応用」を議論し、「客観要件である法定詐害」の適用除外（「現実の詐害 actual fraud」の適用）を導いた。彼の議論は、実は、この文脈からすれば、「規整」のために、客観要件である法定詐害を廃止し「現実の詐害という一般的要件による総合判断」を行うべきことを主張していることには注目しなければならないのである[119]。すなわち、Baird & Jackson の議論は、具体的には、「新しい取引の規整、社会への受容」の観点から、一般的に、詐害取引法を債務者の意思決定に広く拡張し、個別的に、その適用についての否定的な要素 ―― 「裁判所の能力」等 ―― を考えるべきであるとしていることからも、総合考量を示唆するものと評価できる。あらゆる債務者の意思の現われである行為（債権者－債務者間の仮定的な契約によって把握される行為）は「詐害取引法による一般的な審査に服し、個別的に彼らの理論によって評価される」というわけである。

以上より、「数世紀に渡って展開され維持されている詐害取引法 ―― それは次々に現れる新しい取引を規整してきた ―― についての議論である」「この法は社会の変容を規整することをその役割としている」という文脈からすれば、Baird & Jackson の議論を、単に、「私人の行う企業取引に影響を与えるかもしれない裁判所の活動範囲を抑えるべき旨を主張するもの」として読むべきではない。寧ろ、それは、「新しい取引に対しては、法定詐害のような形式的な要件を廃止し、総合判断（あらゆる取引の規整・新しい取引の規整）を行うべきこと」「総合判断を可視化させるための要素として存在意義に関する議論が利用できること」を示唆するものとして読むべきなのである。文字通り、謙抑的な適用は、不適用を意味しない。

ここに、一見して、ビジネス保護の観点から、詐害取引法適用における問題点を提示しているかに見える Baird & Jackson の議論でさえ、エリザベス法以来この法理が担ってきた役割[120]によって枠付けられている

---

[119] 他方で、彼以外の議論は、「法定詐害」の適用を規範化（総合考量化）することによって、新しい取引を規整しようとしたということになる。

[120] Orlando F. Bump, Fraudulent Conveyances (Beard Books, 2000, originally published in 1872) p58-59. は、２章において前掲したように、以下のように

ことが窺える。その視点より彼の議論を再度評価するならば、「変化の時代においては、その変化を織り込んでいない法規を後退させ、総合判断を理論によって補いながら行うことの有用性を示唆するもの」と評価することができよう[121]。こうして、詐害取引法を素材に行われた議論は、社会の変容に法を再適応させようとした解釈的運動の潮流に正当に位置付けられる。

4.4　小括 —— 日本法への示唆；包括・総合考量説＝適用除外否定説

［変容の文脈における総合考量］ ともかくも、理論上は、「次々と生まれる新しい取引を規整し、社会に受容する」ために、詐害取引法の一般的・包括的な適用は必要となり、それは、「理論の提供」「法律実務の競争」「ビジネスの競争」「裁判所の能力」によって正当化されることは確

述べる。

> 詐害取引法が、コモンローであることは実践的にも意義深い。なぜならば、エリザベス法が、制定法との抵触や、他のコモンローとの抵触、制定法の立法者による排除の意図がない限りは、強制力を持つことになるからである。…（中略）…コモンローは、制定法が機能しない時、例えば、慣習の変化（a change of custom）、新しいタイプの所有（財産）の導入（the introduction of a new kind of property）、新しい取引の混成（the concoction of some new device）によって制定法が機能しない時には、純粋且つ高尚な、道徳且つ正義の原則によって介入を行い、共通誠意（common honesty）と共通感覚（common sense）を強制するのである。言い換えれば、コモンローは、正義 justice が実現されるように、そして、あらゆる種類の詐害が抑制されるように補うのである。

[121] Douglas G. **Baird**, Elements of Bankruptcy, Fourth Edition (Foundation Press, 2005), at 159において、Baird は、「法定詐害（Transfers by insolvents fore less than reasonably equivalent value）」が、「誰にでも適用される出来合いの要件（off-the-rack protection）であるので問題のあるあらゆる債務者には適用できない」としながらも、at 160. において、「詐害取引法と詐害の徴憑（Fraudulent Conveyance Law and Badges of Fraud）」」という項目の下、「詐害取引法は『法定詐害』を越えて適用される（Fraudulent conveyance law extends beyond transfers by insolvent debtors for less than reasonably equivalent value.）」と述べ、取締役によって考案された複雑な取引に対する適用を例に挙げている。この説明も、本文における分析と整合的である。

認されることになる。

学説によって詐害取引法の存在意義についての議論が行われ、裁判や学説を通して適切に理論が示されるならば、市場は予測可能性をある程度回復することができるといえる。そもそも、立法のみに頼らない司法システム（特に弁護士制度）の存在意義とはそういうものかもしれない。そこにおいて必要なのは、学説が、存在意義を提示することである。逆にいえば、学説がそれについての理論を提供し、市場が競争的に機能していれば、裁判所が解釈の方法の指針を変えるのみで、専門家市場を法システムに寄与させるように誘導できることになる。彼らの能力を、裁判所の判断の予測に使わせる方が合理的な資源の配分であるといえるかもしれない。

そうであるならば、現行法の運用における「客観性の後退」（且つ、総合考量）も、詐害取引法が伝統的に担ってきた役割である「社会の変容の中で次々に生まれくる未知の取引の規整」の観点からは、寧ろ望ましいものとさえ位置付けることはできる。その視点からは、アメリカの議論も、規整の意欲の現われを示唆するものとして評価し得るものであった。Baird & Jackson の議論も、詐害取引法の展開過程に位置付けるならば、彼は最後の一線を踏み越えず――「現実の詐害の適用を除外すること」は主張せず――に、社会の変容の前に、詐害取消規制の客観性の後退（「規整の意欲の現われ」）と総合判断を示唆するものと読むことも可能となることには留意が必要である[122]。

更に言うと、「企業取引に法定詐害を適用することを主張するその後の論者」も、法定詐害を柔軟化・規範化することによって企業取引に対応しようとするものである以上、これらの取引類型については総合考量による処理を示唆するものに他ならないといえよう。Baird & Jackson らの主張とこれらの主張との違いは、若干の規範認識の違いはあれど法律構成レベルにおける違い、すなわち、法定詐害の適用せず現実の詐害の適用によって総合判断をすべきか法定詐害を柔軟化して適用するかの

[122] ただし、実際の適用については、特に「詐害性の判断」については、資本構成を適切に評価する技術（理論）が存在しないならば、やや適用の範囲を狭めなければならないのかもしれない。実証が待たれるところである。

違いに過ぎない。

以上より、この詐害行為取消権のもつ機能――現時点のみならず将来にわたる関係者の「規整」――を見るならば、闇雲なルール化・適用除外は、外部性を生ぜしめる（逆に信用の維持に繋がらない）という意味において、慎重さを持って行われなければならないことになる。アメリカにおける裁判例の一般論において繰り返されるところの「この法理は形式ではなく実質を見る」という言説は、かかる考慮によって基礎付けることができよう。

同時に、この現象について、「MBO、LBOは既に既知のものとなっており、一般債権者はすでに防衛手段を有しているので詐害取引法の適用を論じる必要はない」「MBO、LBOは日本法の文脈では問題とならない」というありがちな意味付け・理解は、狭きに失することになる。日本においても、MBO、LBOではないにせよ、法規の想定していない「新しい取引の発生という社会の変容」（企業取引の大規模化・活発化）は常に起こっており、したがって、それらを吸収するための詐害行為取消権のあり方（規定の存在の形式、既定を運用する際の解釈の方法、さらに、想定外の取引の発生段階でのそれと、取引が既知になった際のそれ）は、重要な問題として常にあり続けているからである。また、既知であるか未知であるかを重要視するならば、「特定の取引が未知のものとして発生した段階でのその取引の扱いとその取引が既知のものになった段階でのその取引の扱いとは異なるべき」というように理解すべきであろう。

［日本法の確認］以上を踏まえて、日本法について簡単に確認しておく。日本法における詐害行為取消権は、この問題に関する限り、且つ、現時点においては、この「現実の詐害」と「法定詐害」の混合形態であると評価し得る（少なくともそれ以上のものではない）のであるから、詐害取引法は謙抑的であるべしというBaird & Jacksonの議論をそのまま直輸入したとしても（アメリカの議論の文脈が示唆するものを導入するならなおさら）、新しい取引に対して同取消権の適用を一律に強固な形で除外するという結論には、まず至らないことを再度確認しておこう。「謙抑的な適用は、不適用を意味しない」のである。このことは、たとえ、産業の発展段階（市場の育成段階）に応じて、詐害行為取消権の適用の程度を変えることが必要であったとしても、新しい取引に対して、詐害

行為取消権の適用の除外を強固かつ硬直的な形で認めるならば（それらの適用除外を一過性のものと見なければ）、詐害行為取消権のもつ「新しい取引を規整し社会に受容する」という機能を消滅させてしまい、また、特定の機会主義的な融資行動（規制回避行動）によって却って信用秩序を破壊してしまうことになってしまうという実質的な理由によって説明される。「詐害取消法理の文脈」においては、総合考量も有力なアプローチなのである。

加えて、実際の詐害行為取消権の展開史においても、詐害行為取消権は、偏頗弁済や相当対価の売却などの「新しい問題」に直面し、伝統的な解釈的要件（客観要件としての「債務超過」「対価の不均衡」、主観要件としての「詐害の意思」「受益者の悪意＝取引相手の悪意」）は、総合考量説のもと既に崩され拡張的総合考量的に運用されていることも付言しておく（偏頗弁済については若干文脈が異なるが、相当価格の売却においては法規・解釈が想定していない詐害に対する取消権の拡張適用と理解することができよう）。他方、既に完成された形での「債務超過」「対価の不均衡」「受益者の悪意＝取引相手の悪意」という解釈的要件を導入したことから、「詐害の意図という主観要件が歴史的な展開の中で、拡張的に適用され客観化し、その客観化が新しい取引との関係で後退し（新しい取引との関係では、詐害取引法は歴史に忠実に詐害の意図にひきつけて解釈すべきか・債権者保護にひきつけて解釈すべきか・その射程はいかなるものかという議論によって客観要件が後退し）、再び理論に支えられる形で主観化してゆく」という経験をしていない[123]。このことが、

[123] 日本においては詐害行為取消権について、一般論（法的根拠論）として、主観的要件から客観化して現在に至りそれが至当であるという理解が、史的発展観に支えられて存在するに留まり、要件論に直結するような主観化・客観化についての議論自体が存在しない。例えば、詐害行為取消権の法的根拠論における不法行為説について、下森定はこう述べる。「たしかに沿革的には不法行為思想によるものであったし、今日でも債務者受益者間に通謀的害意があるような場合には、この説明は分かりやすい。しかし、客観主義的傾向を強めた現代の債権者取消権制度全体を不法行為思想で一元的に説明するのは問題であり（主観的要件につき、単なる認識で足りる解するのが今日の通説である）、逆に、制度の適用を通謀的害意ある場合に限るべしとするのは、制度の機能を大幅に制約するものとなって、詐害行為に対する救済制度の史的発展に逆行するものといえ、

詐害行為取消権の要件論を精密化する方向に議論が向わなかったことの一因かもしれない。

この説は学説多数の支持をうけるに至っていない（下森定「民法424条」『注釈民法（10）　債権（１）§399-426』（有斐閣、1987）784頁）」と。他方、下森は、「偏頗弁済」「相当価格の売却」については、悪性の総合評価（また、前者と後者を詐害の視点から区別している）を行うことを支持していると思われることから、社会の変容において、ドイツ由来の要件が崩され詐害行為取消権が拡張適用されていくことは支持されていることになる。本稿の分析によると、社会の変容という文脈においては、客観要件（「債務超過」「対価の不均衡」）・主観要件（「詐害の意思」「受益者の悪意」）という二分論は後退し、総合考量（行為の悪性判断）に移行し、さらに、取引の性質に応じた取消謙抑論から、既に克服してきた不法行為的な取消し（「詐害の意図」のように狭い取消し）と同じように運用される場合もあり得ることになる。であるとすれば、日本法の法的根拠論レベルの議論（ほとんど解釈論にインパクトを持たない）と実際の解釈的実践のレベルの議論との間には微妙な緊張が見て取れる。