

「デットとエクイティに関する 法原理についての研究会」 報告書

1. はじめに

(1) 本報告書の位置付け

現在のわが国の企業金融構造は、銀行借入依存型から資本市場調達型への移行過程にある。また、株式交換・株式移転制度、会社分割制度を導入する商法改正や、民事再生法の施行など、企業金融に関連を有する会社法制や倒産法制も、近時、大きな変化をみせている。こうしたなか、ベンチャー企業のファイナンスを円滑化するための対応や「トラッキング・ストック (tracking stock)」の導入といった資本市場における資金調達手段の一層の拡充などを求める声が聞かれていることもあって、法制審議会でも株式制度の見直しを含む会社法制の大幅な見直しの審議が開始されている。

今後、金融・資本市場法制をデザインしていくうえでは、「株式とは何か、社債とは何か」、また、「株主や社債権者等の投資家間の利害調整は、いかに行われるべきか」といった問題を分析し、株式と社債に関する「法原理」を探究してみることも、意義があるものと考えられる。また、そうした分析を行うにあたっては、経済学（ファイナンス理論）における議論を参照していくことも有益であろう。

こうした問題意識に基づき、日本銀行金融研究所では、1999年10月に「デット (debt) とエクイティ (equity) に関する法原理についての研究会」を設立し（研究会メンバーについては、次ページ参照）、2000年7月までの間、11回にわたって活発な議論を重ねた。本報告書は、同研究会における議論をもとに、事務局がその責任において取りまとめたものである*。なお、本報告書における意見は、日本銀行あるいは金融研究所の公式見解を示すものではない。

.....
*したがって、本報告書の内容は、「デットとエクイティに関する法原理についての研究会」が開催された時点での法制度およびこれを巡る諸動向を前提としたものである。その後、平成13年4月18日に至り、法務省民事局参事官室より、法制審議会会社法部会が取りまとめた「商法等の一部を改正する法律要綱中間試案」が公表された。同中間試案は、本報告書が取り扱っている諸問題についてもさまざまな法改正の提案を行っている。

「デットとエクイティに関する法原理についての研究会」メンバー**

秋葉 賢一	(朝日監査法人公認会計士)
池尾 和人	(慶應義塾大学教授)
岩村 充	(早稲田大学教授)
神作 裕之	(学習院大学教授)
神田 秀樹	(東京大学教授)
北村 行伸	(一橋大学助教授)
高橋 亘	(慶應義塾大学教授<前金融研究所研究第2課長>)
藤田 友敬	(東京大学助教授)
(座長) 前田 庸	(学習院大学教授)
松下 淳一	(学習院大学教授)
柳川 範之	(東京大学助教授)
山田 誠一	(神戸大学教授)
(事務局)	
翁 邦雄	(金融研究所長)
鮎瀬 典夫	(金融研究所研究第2課長)
大川 昌男	(金融研究所研究第2課調査役<現業務局調査役>)
鈴木 淳人	(金融研究所研究第2課)
寺山 大右	(同)

(2) 株式と社債の法律的なメルクマール

現行商法において、「株式」は条文上定義されているわけではないが、学説によれば、「株式会社における社員の地位のこと」¹とか、「株式会社における社員の地位を細分化して割合的単位の形としたもの」²といった定義がなされる。現行商法においては、株式の帰属主体である株主は、会社に対する義務は負わず、権利だけを有している³。講学上、株主の権利は、自益権と共益権に分けて整理される⁴。

** 当研究会では、2000年6月に開催した第9回会合におけるゲスト・スピーカーとして、東京都立大学大杉謙一助教授にご参加いただいた。同助教授から有益な示唆をいただいたことに対し、謝意を表したい。

1 前田(庸)[2000c]74頁。

2 鈴木・竹内[1994]95頁、落合・神田・近藤[2000]48頁。

3 株金全額払込制のもとでは、株式が成立した時点で出資義務は全部履行済みになっている。鈴木・竹内[1994]117頁、前田(庸)[2000c]74頁、落合・神田・近藤[2000]56頁。

4 いわゆる「社員権論」について簡単に整理すると以下のとおりである。通説的な見解は、株式を自益権と共益権の両者を含む社員権と捉える社員権論肯定説と考えられる(例えば、鈴木・竹内[1994]95頁以下、前田(庸)[2000c]76頁以下、最大判昭和45年7月15日民集24巻7号804頁)。これに対して、社員権論否定説として、共益権は株主が機関の資格において有する権限であり、株式は自益権の総体を意味するとの見解(共益権権限説：田中(耕)[1955]上巻72頁以下・下巻306頁以下)、株式は利益配当請求権を意味

自益権とは、株主が会社から経済的利益を受けることを目的とする権利であり、具体的には、利益配当請求権（商法290条、293条）や残余財産分配請求権（同425条）などである。他方、共益権とは、株主の経済的利益を確保するために認められる、株主が会社の経営に参加することを目的とする権利であり、具体的には、議決権（同241条）や株主提案権（同232条ノ2、430条2項）などである⁵。また、現行商法は、株主間の利害調整ルールとして「株主平等原則」を定めているとされる⁶。「株主平等原則」とは、「株主は、株主としての資格に基づく会社に対する法律関係においては、原則として、その有する株式の数に応じて平等の取扱いを受ける」⁷という原則である。商法において「株主平等原則」を一般的に宣明した規定は存在しないが、議決権（同241条1項、1株1議決権の原則）、利益配当請求権（同290条、293条）、残余財産分配請求権（同425条）および新株引受権（同280条ノ4第1項）のように、同原則を前提とし、具体的な権利について株式数に応じて平等に取り扱うべき旨を定めた規定がおかれている。

他方、社債についても、条文上「社債」の定義は存在しないが、学説によれば、「会社が債券発行の方法によって負う債務」⁸とか、典型的には「公衆に対する起債によって生じた株式会社の多数に分割された債務であって、それについて有価証券（債券）が発行されるもの」⁹といった定義がなされる¹⁰。

株式と社債は、ともに資金調達手段であるが、会社財産に対する権利が上記のように異なることもあって、その利害調整はしばしば極めて難しい問題となる。現行商法は、社債については、取締役会決議（商法296条）により適宜発行できることを原則とし、社債権者間の利害調整および社債権者と株主との間の利害調整の多くを社債契約の定め委ねていると考えられる¹¹。他方、株式については、授權資本

するとの見解（株式債権説：松田 [1968] 35頁以下・76頁）さらに 株式会社は財団法人であり、株主はその寄付行為者にすぎないとする見解（株式純債権説・株式会社財団説：八木 [1965] 31頁以下）などが存在する。なお、中村 [1993] 鳥山 [1999] およびそこでの参考文献を参照。

5 なお、従前、定款の定めや株主総会の多数決によっても奪うことができない株主の権利があるのか、いかなる権利がそれに該当するのかといった「固有権論」が議論されてきた。しかし、現在では、特定の権利を多数決で奪い得るかは具体的な規定の解釈によればよく、固有権という統一的概念から論理的に把握する必要に乏しくなっており、固有権論の現代的意義はさほど大きくないとされている。森本 [1995a] 115頁（「固有権理論は（中略）歴史的概念である」）、鈴木・竹内 [1994] 110・111頁、前田（庸）[2000c] 76頁参照。

6 株主平等原則の理論については、鈴木 [1971] 八木 [1956] 森本 [1995b] 上村 [1986] 出口 [1978-1979] を参照。特に、1株1議決権について経済学的な分析をするものとして、畠中 [1998] を参照。

7 前田（庸）[2000c] 84頁。

8 前田（庸）[2000c] 536頁。

9 鈴木・竹内 [1994] 452頁、落合・神田・近藤 [2000] 206頁。

10 「社債契約」の法的性質については、消費貸借説、消費貸借に類する無名契約説（例えば、田中（誠） [1994] 1017・1018頁）、債券売買説（例えば、竹田 [1959] 209頁以下、石井 [1949] 20頁以下、松田 [1968] 290頁）および 金融債の売出發行のみを債券売買と捉え、それ以外を消費貸借類似の無名契約とする区分説（例えば、鴻 [1958] 15頁以下、鈴木・竹内 [1994] 461頁）が存在する。この区分説が通説とされている。鴻 [1987a] 同 [1993] およびそこでの参考文献を参照。

11 神田 [1990] 251頁。ただし転換社債および新株引受権付社債に関して、いくつかの利害調整規定がおかれている（例えば、商法341条ノ2第3項、341条ノ8第3項-5項）。

制度のもと、会社が発行する予定の株式数を定款で定めることにより（同166条1項3号）その授権の範囲内で取締役会決議（同280条ノ2第1項）により適宜発行できることを原則としている¹²。

こうした株式と社債を区別する法律的なメルクマール（差異）は、伝統的な法律学の見解においては、いかに捉えられてきたのであろうか。株主が株式会社の構成員であるのに対し、社債権者は会社に対する債権者にすぎないことを前提として、以下のような4点が指摘されることが多い¹³。

第1のメルクマールは「経営参加権の有無」である。すなわち、株主は、会社の経営に関与する権利として、株主総会における議決権を有する（商法241条）ほか、取締役に対する種々の監督・是正権を付与されている（同272条、430条等）。他方、社債権者にはこうした権利は付与されていない。

第2のメルクマールは「配当可能利益の分配であるか、利息の支払いであるか」である。すなわち、株主は、配当可能利益があつて初めて利益の配当を受けることができ（商法290条）かつ、その額もあらかじめ確定したものではない。他方、社債権者は、配当可能利益の有無にかかわらず、一定額の利息の支払いを受ける権利を有する（同301条2項4号）。

第3のメルクマールは「残余財産分配における優劣」である。すなわち、株主は、会社解散時に会社債権者に対する弁済後の残余財産しか分配を受け得ないが、残余財産の分配については全額受けることができる（商法425条、430条1項、131条）。他方、社債権者は、他の債権者ととも、株主に先立ち会社財産から弁済を受けることができる。もっとも、当該弁済は元本と利息の弁済に限定されている。

第4のメルクマールは「償還性の有無」である。すなわち、株主は、会社が解散する等の事情がない限り、原則として払込済みの株金の払戻しを受けることができないので、社債権者は償還期限が来れば償還を受けることができる（商法301条2項5号）。

（3）近年のファイナンス理論における展開（「証券の設計」の議論）

それでは、経済学（ファイナンス理論）において、株式や社債はいかに捉えられてきたのであろうか。

モジリアーニ＝ミラー（Modigliani-Miller：MM）理論に始まるファイナンス理論では、会社は既存の証券をいかなる割合で発行すべきかということ（最適資本構成）を問題とし、おのおのの証券の内容については所与としたうえで、それらはいかに

12 ただし、設立時には授権株式数の少なくとも4分の1は株式を発行しなければならず（商法166条3項）、定款変更により既存の授権株式数を増加する場合には発行済株式数の4倍までしか増加できない（同347条）という規程が存在する。

13 鈴木・竹内 [1994] 456・457頁、前田（庸）[2000c] 538・539頁参照。

組み合わせるかという角度からアプローチしてきた¹⁴。これに対して最近では、証券の内容である「キャッシュ・フローに対する権利」の配分と「コントロールに関する権利」の配分という2つの要素に着目し、例えば、一定の条件（例えば、投資家と経営者の間の情報の偏在）のもとで、投資家から資金を調達するためにはいかなる内容の「契約」が最適かという角度から議論を組み立てる研究が発表されてきている。こうしたアプローチは「証券の設計（security design）」と呼ばれている¹⁵。

「キャッシュ・フローに対する権利」とは、株主が保有する利益配当請求権や残余財産分配請求権、社債権者が保有する利息支払請求権や元本償還請求権といったものである。「キャッシュ・フローに対する権利」には、確定的な支払いをするパターンや配当可能利益から株主総会で決議して支払うパターンなどがあり、それに応じてさまざまな証券が存在する。他方、「コントロールに関する権利」の典型例は、株主の株主総会における議決権、とりわけ取締役の選任権である。社債権者についても、発行会社がデフォルトした場合には、株主総会における議決権とは異なるかたちではあるものの、債権者集会などにおいて議決権を行使することができるわけであり、間接的に「コントロールに関する権利」が付与されているとも考えられる。

MM理論をはじめとする従来のファイナンス理論が専ら「キャッシュ・フローに対する権利」の配分に着目した議論であったのに対し、「証券の設計」の議論は、1980年代以降に発展した不完備契約理論（incomplete contract theory）¹⁶を背景として、「コントロールに関する権利」の配分をも重要視していることに特徴がある。「証券の設計」の議論においては、株式（エクイティ）と社債（デット）の分類論が重視されているわけではないが、そうした議論のアプローチを参考に、典型的な株式や社債について、株主と社債権者にいかなる「キャッシュ・フローに対する権利」が配分され、いかなる「コントロールに関する権利」が付与されているかを整理してみると、次のようになろう。

14 例えば、MM理論は「一定の条件のもとでは、企業による資金調達構造に関する決定は、企業価値に影響を及ぼさない」とする。

15 例えば、Harris and Raviv [1992] を参照。

16 不完備契約理論一般については、柳川 [2000]、Hart [1995] を参照。従来の契約理論では、いかなる複雑な契約でもコストなしで締結できる状況、すなわち完備契約（complete contract）の状況を前提とし、そのなかで情報の非対称性から生じるモラル・ハザード（moral hazard）や逆選択（adverse selection）といった問題に対応するためにはいかなる契約が最適かといった議論が中心であった。例えば、「外部性や戦略的關係などによって通常効率性が達成できないと考えられる場合でも、当事者間の交渉と契約によってパレート効率性（Pareto efficiency）は達成される」という著名なコース（Coase）の定理も基本的には交渉や契約にコストがかからないこと、つまり完備契約を前提にした議論である。しかし、不完備契約理論は、現実の取引当事者は「限定合理性（bounded rationality）」しか持ち得ないため、取引の過程で発生し得る状況を事前に予想することは不可能に近く、たとえそれが可能であっても、発生し得るすべての状況を網羅する契約を書くことにはコストがかかるので、現実の契約は「不完備」であるとの前提に立っている。なお、不完備契約モデルの明示的な定式化の嚆矢とされるGrossman and Hart [1986] は、企業内部取引と市場取引の相対化（企業の境界 boundary of firm）について論じたものである。

ここでは、普通株式と普通社債しか発行していない会社の株主と社債権者を想定する。まず、「キャッシュ・フローに対する権利」についてみると、社債権者には約定された元利金払いを受ける権利が配分され（支払いが滞った場合には、倒産法制的存在のもとで再交渉がなされる）、株主にはすべての社債に対する元利金が支払われた後に残されたあらゆる資産および利益を受け取る権利（残余請求権 < residual claim >）が配分される。他方、「コントロールに関する権利」についてみると、企業活動のコントロールという観点からは、株主が基本的には「コントロールに関する権利」を有し、会社倒産時にはそれが社債権者に移行することとなっている。

こうした株主と社債権者への「キャッシュ・フローに対する権利」の配分と「コントロールに関する権利」の配分の組合せは、投資家のインセンティブを勘案したものであると考えられている。すなわち、社債に対する元利金支払いが行える限りにおいて、株主が企業活動に伴うリスク負担者であり、原則としてそうしたリスク負担者に企業活動の決定権を与えた方が当事者のインセンティブを適切に利用できると考えられている。また、社債への元利金支払いが滞った場合には、それは当該企業の倒産原因となり、「コントロールに関する権利」が株主から社債権者へ移行することは、状態依存型ガバナンス（contingent governance）の典型例であり、こうしたメカニズムの存在により経営者の経営努力インセンティブが引き出されると指摘されている（負債のインセンティブ効果）¹⁷。

（４）本報告書の分析の視点および構成

本報告書では、最近のファイナンス理論における「証券の設計」の議論を踏まえ、株主と社債権者の間で、「キャッシュ・フローに対する権利」と「コントロールに関する権利」がいかにかに配分されているかといった視点を軸として、わが国の現行法制が提供している利害調整ルール等を参照しながら、株式と社債に関する法原理を探究するための分析を行う¹⁸。

本報告書の構成は以下のとおりである。

まず、2章では、会社の創業、資金調達、再編、経営悪化、破綻といった、いわば会社の一生におけるさまざまな場面を取り上げ、株主や社債権者との間で「キャッシュ・フローに対する権利」および「コントロールに関する権利」の配分がいかになされているか、現行商法は、株主間、社債権者間、あるいは株主・社債権者間に生じ得る利害対立の調整や株主と社債権者のそれぞれの権利保護のために、いかなる仕組みを用意しているのか、企業の実際の経営を担う経営者（取締

17 Jensen [1986]、Aghion and Bolton [1992]、Dewatripont and Tirole [1994] および広田・池尾 [1996] 60頁以下を参照。

18 企業が実際に資金調達形態を選択する場合には、租税法上の取扱いも大きな影響を及ぼすものと考えられるが、本報告書では租税法を巡る問題は取り扱わない。

役)に対する責任追及についてはいかなるメカニズムが用意されているか、といった観点から分析を行う。

2章1節では、「ベンチャー企業」を取り上げ、会社の創業期における問題を整理する。具体的には、米国型ベンチャー契約をわが国に導入する場合の問題点(例えば、種類投票制度導入の可否)を分析する。

2章2節では、会社の成長に不可欠な資金調達における問題を整理する。具体的には、新株の発行(エクイティ・ファイナンス)における有利発行規制を取り上げ、なぜ、わが国では比較法的にユニークな新株発行に関する有利発行規制が定められているのか、といった問題を分析する。

2章3節では、株式交換や会社分割などの会社再編のための制度を取り上げ、株主保護に関するルールや株主間(多数株主と少数株主間)の利害調整についていかに考えるべきか、社債権者保護に関連して、「社債権者の契約(財務制限条項)による自己防衛」と「契約による調整の限界」の問題をいかに考えるべきか、転換社債権者および新株引受権付社債権者の保護についていかに考えるべきか、といった問題を分析する。

2章4節では、会社の経営が悪化し、債務の返済が困難化しつつある局面を取り上げ、社債管理会社および社債権者集会の存在意義や権限等について、なぜ、株式管理会社は設置されないのか、社債権者間の利害調整(社債権者集会の多数決による少数社債権者の拘束の限界)についていかに考えるべきか、といった問題を分析する。

2章5節では、会社破綻時の問題を整理する。具体的には、会社が実質的な倒産状態にある場合の取締役の忠実義務をいかに捉えるべきか、近時立法された民事再生法における株主の権利に関する規定は、「コントロールに関する権利」の配分という観点からはいかに捉え得るか、一定の条件のもとで、特定の社債権者の「キャッシュ・フローに対する権利」を株主のそれと同等に扱う必要はないか、といった問題を分析する。

次に、3章では、個々の証券の設計に関する問題として、『『典型的な株式と社債(普通株式と普通社債)』以外の証券』すなわち、株式と社債の中間的な形態である「ハイブリッド証券」を取り上げ、各ハイブリッド証券はいかなる「キャッシュ・フローに対する権利」および「コントロールに関する権利」を有しているのか、現行商法は、それらの権利の組合せについて、いかなるものを許容しているのか、現行商法は、ハイブリッド証券保有者と他の投資家の利害対立に対していかなる調整ルールを提供しているのか、といった観点から分析を行う。

3章1節では、現行商法における「証券の設計」に関する規整の特徴について概観する。

3章2節では、個別のハイブリッド証券において、「キャッシュ・フローに対する権利」の配分と「コントロールに関する権利」の配分はいかに組み合わせられているのか、現行商法は「社債的性質を持つ株式」や「株式的性質を持つ社債」の発行をどこまで許容しているのか、といった問題を分析する。具体的には、「社債的性質を持つ株式」として利益配当優先株を取り上げ、また、「株式的性質を持つ社

債」として利益参加社債（利益参加性を有する社債）、劣後債（残余財産分配における劣後性を有する社債）および永久債（非償還性を有する社債）を取り上げ、その分析を行う。

3章3節では、近時話題となることが多い「トラッキング・ストック」を取り上げる。具体的には、米国における発行事例を紹介したうえで、米国のトラッキング・ストックと同等あるいは類似の機能を持つ証券を設計することは日本法上可能か、トラッキング・ストック株主とそれ以外の投資家との利害調整を図るうえで留意すべき点は何か、といった問題を分析する。

最後に、4章では、2章および3章での分析を踏まえ、今後の金融・資本市場法制のあり方を考えていくうえで特に重要と思われる論点を示すことにより、本報告書を総括する。

なお、補論1では、3章1節に関連する事項として、「証券の設計」に関する法規整の各国比較を行っている。また、補論2では、3章2節に関連する事項として、ハイブリッド証券の発行が盛んでない理由とBIS規制（自己資本比率規制）上のハイブリッド証券の取扱いについて整理しており、補論3では、同じく3章2節に関連する事項として、ハイブリッド証券に関する法的論点について整理している。さらに、補論4では、3章3節に関連するトラッキング・ストックに関する事例研究として、USウエスト社のケースを紹介している。

2. 「会社の一生」のさまざまな局面における株式と社債に関する法原理

(1) 会社創業期における株式と社債に関する法原理（ベンチャー企業に関する問題）

イ．議論の前提

ベンチャー企業¹⁹といった創業期の会社は、大規模公開会社と比較して、投資家と経営者（起業家）との間の情報の非対称性が大きいとか²⁰、少数の投資家が経営に深く介入して資金提供を行っているといった特徴を有している。ベンチャー企業は、株式や社債の公募発行による資金調達が困難であるため²¹、ベンチャー・キャピタル（venture capital：VC）が資金を提供することとなる。

19 ベンチャー企業に関する一般的な定義はないが、平成11年版経済白書では、「極めて高い成長を達成する可能性を有するものの、その実現には不確実な要素が多く、事業に失敗する可能性も高い企業」とされている（経済企画庁 [1999] 223頁）。

20 情報の非対称性は、ベンチャー企業特有の問題とは必ずしもいえない。しかしながら、創業期の企業に共通する特徴として、起業家に関する情報も乏しく、その経営能力に対する評価が定まっていないため、公開企業等と比較して、情報の非対称性は大きいと考えられる。

21 わが国においても、ベンチャー企業を念頭においた株式市場が整備されつつあるが、シードやアーリー・ステージ（seed/early stage）と呼ばれる会社設立時および会社設立後初期の段階においては、これらの株式市場を利用することは不可能である。

VCとは、機関投資家を中心とする資金提供者とその資金を利用しリスクの高い事業をする起業家の間に立ち、成長資金を仲介する組織である²²。すなわち、VCは、ベンチャー企業の株式を取得することを通じて、資金提供を行うとともに、ベンチャー企業の経営をモニター・コントロールすること等により、ベンチャー企業の成長を支援している。VCは、単なる資金提供者としてだけでなく、企業経営により深く介入し、企業価値の増大をさまざまな面から援助している点に特徴があるといえよう。

ロ．経済学（ファイナンス理論）の視点からの分析²³

ベンチャー・ファイナンスでは、起業家と資金提供者との間の情報の非対称性が大きいことから、過大なエージェンシー・コストが生じる可能性がある。VCが、単なる資金提供者にとどまらず、企業経営に深く関与する理由も、こうした情報の非対称性を減少させ、起業家がVCからの資金を浪費するといった起業家サイドの機会主義的な行動の発生を抑制する目的もあると考えられる。他方で、VCが企業経営に深く関与する場合には、VCが、アイデア等を提供してきた起業家を経営から締め出すといった、VCサイドの機会主義的な行動を抑制することも考慮する必要がある。

経済学（ファイナンス理論）の視点からは、情報の非対称性に伴うエージェンシー・コストを低減させる方法として、VCと起業家の間で「キャッシュ・フローに対する権利」の配分と「コントロールに関する権利」の配分について、両当事者のインセンティブを勘案した精緻な契約（ベンチャー契約）を締結する必要性が指摘されている²⁴。

ハ．法律学の視点からの分析

（イ）米国のベンチャー契約の特徴²⁵

a. 「キャッシュ・フローに対する権利」の配分

米国では、起業家は普通株式のかたちでベンチャー企業の将来の「キャッシュ・

22 国際金融情報センター [2000] 72頁。

23 ベンチャー企業を含む中堅中小企業ファイナンス一般については、足立・大澤 [2000]、塩澤 [2000] 参照。

24 Hellmann [1998]。同稿は、「コントロールに関する権利」をモデル化するうえで「解任権」に着目している。その結論として、VCの経営関与のインセンティブを高めるためには、起業家の解任権を掌握させ、企業価値自体を高めるチャンスを与えることが必要条件となる。しかし、創業者を解任した後に就任する経営者の能力水準およびそういった人材を新たに獲得できる可能性（新たな経営者の選任可能性 availability）がある程度の水準にあることが、起業家の解任権をVCに与える前提となる。さらに、VCに起業家の解任権を与える場合、起業家のモラル・ハザードを防ぐために、経営権を剥奪されることによって起業家が享受できなくなる非金銭的給付（non-pecuniary benefits, private benefits）を補填するだけの金銭的報酬（monetary return）を、起業家が契約締結時に期待できるようにしなければならない、とする。大杉・樋原 [2000] 19頁。

25 米国のベンチャー契約の内容に関する記述は、200本のベンチャー契約に関する実証分析を行ったKaplan and Strömberg [2000] ならびに大杉・樋原 [2000] による。

フローに対する権利」を得るのに対して、ほとんどのVCは（議決権付）優先株²⁶のかたちで投資を行うとされる。「キャッシュ・フローに対する権利」の配分については、各主体のインセンティブを勘案し、以下のように約定される場合が多いとされる²⁷。まず、起業家には、業績があらかじめ定められた基準をクリアすれば、段階的にストック・オプションが与えられる²⁸。他方、VCの優先株には、IPO（initial public offering：株式公開）などの事由が発生した場合、事前に決められた価格での自動的な普通株式への転換権のほか、キャッシュ・フローを確保すべく、会社清算時の優先権および償還権（発行会社に対して償還を要求する権利）が付与されている。さらに、当初から資金を提供しているVCの利益を保護するために、希薄化防止条項として、2回目以降の優先株の発行価額が1回目の発行価額を下回る場合には1回目の発行株式の価額を引き下げるといった、ラチェット（ratchet）条項と呼ばれる約定がなされる。

b. 「コントロールに関する権利」の配分

米国のベンチャー契約においては、取締役の選任方法として、クラス・ポーティング（class voting：種類投票）という仕組みが利用されることが多い。クラス・ポーティングとは、株式を議決権によって種類分けし、例えば、種類A株式の株主は自派で取締役を3人選任し、種類B株式の株主は自派で取締役を2人選任する、といった制度であり、米国のほとんどの州会社法ではその有効性が認められている（模範事業会社法 § 8.04参照）²⁹。VCにとっても、起業家にとっても、ベンチャー企業の取締役会に自派の代表を何人送り込めるかが重要であり、クラス・ポーティングを利用することにより、エクイティの持分比率とは独立に取締役会における自派の取締役数を決定することができる。

（ロ）米国型のベンチャー契約とわが国の会社法

以下では、米国型のベンチャー契約を日本法のもとで締結しようとする場合の法的論点につき検討を行う³⁰。

26 優先株については、3章2節イ（41頁）および補論3参照。

27 大杉・樋原 [2000] 21・22頁。

28 この仕組みはヴェスティング（vesting）と呼ばれる。

29 デラウェア州会社法（Delaware General Corporation Law § 151）は、株式のクラス等について定める。ここでは、クラス・ポーティングが可能であることを明示してはいないが、当然のこととして認められるとされる。また、カリフォルニア州会社法（California Corporation Code §§ 194.5, 301（a））、ニューヨーク州事業会社法（New York State Consolidated Laws; Business Corporation § 703（a））は明示的にクラス・ポーティングを許容している。大杉・樋原 [2000] 17・18頁参照。

30 なお、わが国のベンチャー・ファイナンスにおいては、「最終の貸借対照表による会社に現存する純資産額を分割後の発行済株式の総数で割った数が5万円未満になってはならない」とする株式分割に関する規整（218条2項）が、株式の流動性を維持するための株式分割を不可能としているとの問題も指摘されていた。例えば、大杉・樋原 [2000] 29頁、神田 [2000] 14頁参照。この点、本研究会終了後の平成13年6月、第151回国会において、同規定を撤廃する「商法等の一部を改正する等の法律」が成立している。

a. 「キャッシュ・フローに対する権利」の配分

米国のベンチャー契約においては、キャッシュ・フローについて、起業家とVCのインセンティブを勘案し、柔軟な金融契約（証券）をデザインしている。これに対してわが国の商法では、例えばストック・オプションに関する規制が厳格であるなど³¹、米国のような柔軟な金融契約をデザインすることは容易ではない。

この点、ストック・オプションが起業家に与えられることにより、VCはベンチャー企業の好業績を完全には享受できないことや、VCの優先株には償還権や会社清算時の優先権が付与されていること等にかんがみると、米国型のベンチャー契約においてVCがベンチャー企業に対して有する権利は、劣後債と利益参加社債を折衷したもの³²に近い性格を有するとも捉え得る。わが国におけるベンチャー・ファイナンスにおいても、当事者のインセンティブに配慮しつつ、VCに対しては劣後債を発行し、それに利益参加権や転換権³³を付与することが考えられよう。もっとも、社債契約に、こうした利益参加権や転換権を具体的に書き込むことが困難な場合などには、VCの権利を株式として構成する方がより実務的である可能性もあろう。

b. 「コントロールに関する権利」の配分

わが国の商法は、株主平等原則と1株1議決権の原則を厳格に維持しており、その例外は、利益配当優先株を無議決権株式として発行した場合（商法242条1項）に限定されている。このため、米国のようなクラス・ポーティング（種類投票制度）を現行商法下で利用することは許されていない。この点、株主総会における取締役の選任の議決権を拘束する株主間契約を締結すれば、事実上のクラス・ポーティングが可能となるのではないかと考えられる³⁴。しかしながら、株主間契約は、債権的な効力しかないため、契約違反の効力を会社に対しては主張できない。例えば、仮にある株主が契約に違反した議決を行ったとしても、当該契約違反は、当該株主に対する損害賠償請求の発生事由にしかならず、株主総会決議取消事由にはあたらないと考えられる³⁵。

31 実務的には、分離型新株引受権付社債を発行し、直後に社債を償還することによって作られる「疑似ストック・オプション」が利用されることも多い。なお、商法の規整が個別法によって修正されている場合も少なくないことに留意すべきであろう。ベンチャー・ファイナンスの関連でいえば、例えば、新事業創出促進法は、未上場・未登録企業についてストック・オプションや無議決権株について特例を定めている。

32 利益参加社債および劣後債については、3章2節口（42頁）、八（44頁）および補論3参照。

33 ある一定価格での株式への転換権をVCに与えつつ、起業家に当該株式のそれよりも高い価格での買取権を付与すれば、起業家に業績好調時の利益を享受させつつ、一定限度の利益参加権をVCに付与することも考えられないわけではない。

34 通説によれば、議決権を拘束する株主間契約も原則有効であると解される。すなわち、当事者の意思に基づいて債権的拘束を生じるとどまるような契約を常に無効であると解する必要はなく、そのような契約がなされる目的が公益に反すると認められる場合や、拘束の態様が無制限的であって商法239条3項や241条2項の趣旨に反すると認められる場合など各場合の具体的状況によって無効と解するべき場合があるにすぎないとされる。弥永 [1998] 694頁を参照。株主間契約一般については、例えば、国谷・平野 [1999]、穴戸 [1995] を参照。

35 穴戸 [1995] 32頁。

それでは、わが国でも法制度として、クラス・ポーティングのようにある株主（例えば少数株主）が自派の代表を取締役に送り込める制度を導入すべきであろうか。この検討にあたっては、株主総会と取締役会の権限配分についてもあわせて検討することが望ましいであろう。すなわち、米国では、わが国に比べて取締役の権限が広い。例えば、利益処分権限についてみると、米国では取締役会にある（模範事業会社法 § 6.40、デラウェア州会社法 § 170(a) 参照）一方、わが国では株主総会にある（商法283条1項）ため、わが国よりも米国における方が取締役を選出することの重要性が高く、それだからこそ、クラス・ポーティングのような制度が意義を持つとの見方もできるのではなかろうか。もっとも、取締役は当該企業の具体的な事業内容等に関する多様な情報を入手可能な立場にあるため、わが国においても取締役の選出権がVCにとって重要な意義を持つ場合が多いとの考え方もあり得よう。

(2) 資金調達における株式と社債に関する法原理（有利発行規制に関する問題）

イ．議論の前提

会社が事業活動を行い、成長していくためには、追加的な資金が必要であり、新株の発行（エクイティ・ファイナンス）や社債の発行（デット・ファイナンス）はその代表的な手段である。新規の資金調達に伴い、既存の資金提供者（株主、社債権者）と新たな資金提供者（株主、社債権者）の間でも利害調整を図る必要がある。本節では、そうした利害調整に関連する問題として、エクイティ・ファイナンスにおける「有利発行規制」に関する問題を取り上げて分析を行う。

わが国の商法は、機動的な資金調達を可能とするため、授權資本制度のもと、原則として取締役会決議で新株発行を行うことができる仕組みを採用している（商法280条ノ2第1項）。ただし、商法は、既存株主以外の第三者に対して「特二有利ナル発行価額」で新株を発行する場合、株主総会の特別決議を要求する（同条第2項）^{36, 37}。既存株主に対する新株の発行であっても、その持株比率に応じていない場合には、「株主割当」に該当せず同様である。

36 「特二有利ナル転換ノ条件」を付して転換社債を発行する場合（商法341条ノ2第3項）や、「特二有利ナル内容ノ新株ノ引受権」を付して新株引受権付社債を発行する場合（同341条ノ8第5項）にも同様の規制がおかれている。

37 社債については、有利発行規制は商法には存在せず、新規社債権者と既存社債権者との間の利害調整および社債権者と株主との間の利害調整（利益配当規制等の会社債権者保護のための一般的規制を除く）については、その解決を社債契約に委ねていると解される。神田 [1990] 251・265頁。すなわち、新たな社債を発行することが既存株主および既存社債権者を害する可能性があるとしても、それを調整する事前的な会社法上のルール（例えば、社債発行に係る有利発行規制）は存在しないほか、株主あるいは取締役が社債権者を害するようリスクの高い事業経営を行うことを事前的に制約する会社法上のルールも存在していない。これらは、社債権者がその発行ごとに発行会社と締結する社債契約上の規定（「財務制限条項（財務上の特約）」）により、契約当事者のニーズに従って個別的に定められる。本章3節八（口）26頁）参照。

有利発行に関する規制の導入経緯について簡略に整理すれば以下のとおりである。昭和25年商法改正で授権資本制度が導入された後、昭和30年商法改正において、株主の新株引受権に関する事項が定款の絶対的記載事項から削除され、定款に特別の規定が設けられていない限り、株主には新株引受権が当然には認められないこととされた。そして、昭和41年商法改正で、第三者割当増資か、公募増資かにかかわらず、第三者に「特二有利ナル発行価額」³⁸で新株を発行する場合には株主総会の特別決議を要求することとされた³⁹。

有利発行規制は、比較法的にもユニークな規制であるといえる。例えば、米国には有利発行規制は存在せず、仮に有利発行に該当するような事例が生じた場合には、多数株主の少数株主に対する、または、取締役の株主に対する「忠実義務違反」によって処理されることになる⁴⁰。また、ドイツでは、株主に持株比率に応じた新株引受権が法定されており、株主割当が原則であるため、その限りにおいては、有利発行規制が必要とされる余地はない。

ロ．経済学（ファイナンス理論）の視点からの分析

現行の有利発行規制は、既存株主以外の第三者に対して「特二有利ナル発行価額」で新株を発行する場合を規制対象としている。そして、1970年代後半以降の時価発行公募増資の増加との関連で有利発行規制の問題が議論されることも少なくなかったが⁴¹、時価発行か、それとも時価以下の価額での発行か（有利発行か）という議論と、株主割当増資か、それ以外（第三者割当増資、公募増資）かという議論は区別されなければならないであろう。

に関する議論は、有利発行が行われる理由は何かといった議論につながるものであるが、現行法が有利発行を株主総会の特別決議で承認されることを要件に容認しているのは、例えば、特定取引先への取引関係の維持のための有利発行など、短期的には企業価値の増大に寄与しないが長期的には企業価値の増大に寄与する場合がありますと捉えているためとも考えられる。

他方、に関する議論は、割当自由の原則を認めるべきか、また、株主割当増資以外の手段が認められる場合に、それが時価で発行されるならば既存株主の利益は害されないと考えられるのかといった議論につながるものである。前者の点につい

38 「特二」とは、発行価額が時価より低いというだけでは必ずしも有利発行規制に服さないことを前提とした規定振りであると解される。前田（庸）[2000c] 504・505頁。

39 証券会社による買取引受に関する一連の判決（昭和41年改正前商法280条ノ2第2項と買取引受の関係が議論された）が有利発行規制の導入（昭和41年商法改正）の直接の契機であった。例えば、上柳・鴻・竹内（編）[1987] 60頁以下（森本滋）、柏木ほか[1995] 17・18頁（森本発言）、前田（庸）[2000c] 502頁参照。

40 神田・藤田[1998] 470頁以下。なお、有利発行規制とは異なる文脈ではあるが、米国では、ニューヨーク証券取引所規則（NYSE Listed Company Manual, § 312.03(c)）やNASDAQ規則（NASDAQ Manual and Notices to Members, § 4350(i)）により、20パーセント以上の議決権を伴う新株発行には株主総会決議が要求される。

41 柏木ほか[1995] 17頁以下参照。

ては、既存株主の予算制約等を勘案すれば、株主割当増資以外の手段を認めることにも一定の合理性があると考えられる。また、後者の点について、従来は、株主割当以外の新株発行であっても、時価で発行される限りは既存株主の利益を害さないことが暗黙の前提とされてきたように窺われる⁴²。しかし、これは必ずしも自明なことではない⁴³。新株発行によってなされるプロジェクトの価値が瞬時に市場によって評価され株価に織り込まれ、かつ必要な新株発行数も決定されるような状況であれば、時価発行増資は既存株主の利益を害することはないが、そうした状況でない限りは時価発行増資といえども既存株主の利益を害する場合があります。

八．法律学の視点からの分析

現行商法が第三者に対する新株発行に関して有利発行規制という規整を用意しているのは、既存株主と新規株主の利害調整において、現行商法の一般的な利害調整方法（株主代表訴訟 商法267条1項 や、第三者による取締役に対する責任追及 商法266条ノ3第1項 など）を利用しようとしても必ずしも実効的ではないからであるとの見方もあり得よう⁴⁴。

すなわち、株主代表訴訟（商法267条1項）は、既存株主と新規株主との間の利害調整を図ることを目的とした制度ではないため、以下のような限界があるといわざるを得ない。第1に、仮に新株の有利発行がなされても、既存株主・新規株主間における利益の移転があるものの、会社全体としては損害がないとされれば⁴⁵、株主代表訴訟を提訴することができない⁴⁶。第2に、仮に株主代表訴訟による損害賠償請求が認められた場合には、損害賠償金は会社に支払われるために、経済的にみれば有利発行を受けた新規株主は二重に利得するという嫌みが残ろう⁴⁷。また、個々の株主が取締役の第三者に対する責任（商法266条ノ3第1項）を追及することが可能としても⁴⁸、合理的無関心の問題、すなわち、必要な情報を収集・分析し適切な判断をするために必要な機会費用（コスト）が、その判断によって受けることができる利益より大きい場合には、合理的な投資家は適切な判断を行うインセンティブ

42 鈴木・竹内 [1994] 394頁。

43 倉澤・広田 [1993] 参照。

44 株主総会の特別決議を経ない第三者に対する新株の有利発行（商法280条ノ2第2項）は、新株発行の無効事由（同280条ノ15）ではなく、新株発行の差止事由（同280条ノ10）となるのが通説・判例である。前田（庸）[2000c] 525頁、最判昭和46年7月16日判時641号97頁。なお、新株発行の差止に違反してなされた新株発行の効力については争いがある。

45 藤田 [1999a] 163号43頁以下。また、有利発行と会社の損害の問題については、杉田 [1999] を参照。最高裁の立場については、脚注61参照。

46 会社全体として損害がないとされれば、取締役の違法行為等に対する株主の差止請求（商法272条）や監査役の差止請求（同275条ノ2第1項）も困難であろう。

47 神田・藤田 [1998] 472頁。なお、有利発行を受けた新規株主に対する不当利得返還請求（民法703条）については、同条の定める「法律上ノ原因ナクシテ（中略）利益ヲ受け」との要件を欠くことから、これを行使できないと考えられる。

48 藤田 [1999a] 163号45頁注46で引用されている地裁判決を参照。なお、既存株主全員を原告とすることも理論的にはあり得る。

を持たないという問題⁴⁹から、同条による責任を追及するインセンティブは必ずしも強くないように思われる。

このように、株主代表訴訟や第三者による取締役への責任追及といった現行商法上認められている一般的な利害調整方法の利用には限界がある。立法論としては、既存株主と新規株主間の利害調整を実効的に図るエンフォースメント・メカニズムとして、既存株主を1つのクラスとするクラス・アクション制度の導入⁵⁰も検討に値するといえよう。

(3) 会社再編における株式と社債に関する法原理（株式交換・株式移転、会社分割に関する問題）

イ．議論の前提

本節では、会社が結合したり、親子関係を創設する局面（会社再編の局面）における問題について、それぞれの会社の株主と債権者（社債権者を含む）には、いかなる保護が与えられているか（いかなる利害調整が行われているか）といった視点から、平成11年および12年商法改正により導入された株式交換・株式移転制度や会社分割制度に関する問題について、合併や営業譲渡に関する問題も必要に応じて参照しつつ分析する⁵¹。

(イ) 制度の概要

a. 株式移転制度・株式交換制度

平成11年商法改正により「株式交換」制度と「株式移転」制度が導入された。株式交換と株式移転はともに完全親子会社関係（親会社が子会社の100パーセント株式を保有する関係）を創設するための制度である。

株式交換制度とは、既存の会社を完全子会社として既存の別の会社をその完全親会社とするための制度である。すなわち、株式交換とは「既存の複数の会社が（中略）一定の手続を行うことにより、完全子会社となる会社の株主の有するその会社の株式がすべて完全親会社となる会社に移転し、完全子会社となる会社の株主は完全親会社となる会社が株式交換に際して発行する新株の割当てを受けその会社の株主となることにより、完全親子会社関係を創設する組織法上の行為」である⁵²。

他方、株式移転制度とは、既存の会社を完全子会社としてその完全親会社を設立するための制度である。すなわち、株式移転とは「完全子会社となる会社が（中略）一定の手続を行うことにより、その株主の有するその会社の株式を設立される完全

49 合理的無関心の問題については、本章4節口（32頁）参照。

50 クラス・アクション制度の導入は民事訴訟法上の問題である。なお、平成8年民事訴訟法改正において、共同の利益を有する訴訟外の第三者であっても、係属中の訴訟の原告または被告を選定当事者として（追加的選定<30条3項>）により、訴訟に参加することが認められている。

51 後掲図表1「会社再編における株主保護・債権者保護」を参照。

52 原田 [1999] 1536号11頁。

親会社となる会社に移転させ、完全親会社となる会社が設立に際して発行する株式を完全子会社となる会社の株主に割り当てることにより完全親子会社関係を創設する組織法上の行為」である⁵³。

実務的な株式交換の利用方法としては、友好的な企業買収や、子会社の完全子会社化（子会社が公開企業の場合は上場廃止 going private：例えば、ソニーによる上場3子会社の完全子会社化）が挙げられる。他方、株式移転の利用方法としては、既存の企業グループの再編成や、合併の代替手段としての共同持株会社設立（例えば、日本興業銀行、第一勧業銀行および富士銀行の持株会社「みずほホールディングス」の設立）が挙げられる⁵⁴。

b. 会社分割制度

また、平成12年商法改正により「会社分割」制度が導入された。会社分割とは、「会社の営業の全部または一部を他の会社に承継させる組織法上の行為」とされる⁵⁵。会社分割は、会社を複数の会社に分割するが、その方法には、営業の承継先による区分と新株の割当先の区分による4つのパターンがある。すなわち、営業の承継先が、新設会社である場合には「新設分割」（商法373条）とされ、既存の他の会社である場合には「吸収分割」（同374条ノ16）とされる。また、新株の割当先が、分割会社である場合には「物的分割（分社型会社分割）」とされ、分割会社の株主である場合には「人的分割（分割型会社分割）」（同374条2項2号、374条ノ17第2項2号）とされる。

実務的には、会社分割は、持株会社化への移行手段や、部門売却の手段、合併・合併解消の手段などとして利用されよう⁵⁶。

（ロ）株主保護

合併や営業譲渡、株式交換・株式移転、会社分割という会社再編に関する商法上の株主保護手続は、ほぼ同内容のものとなっている。以下で述べるとおり、現在の株主保護に関する事後的な規整は限定的な内容となっており、基本的には事前的な規整によって株主保護が図られていると考えられる。

すなわち、事前的な規整としては、株主総会の特別決議による承認を必要としていること⁵⁷、また 株主総会において反対した少数株主に株式買取請求権を与え

53 原田 [1999] 1537号4・5頁。

54 菊地 [1999] 土橋 [2000] 参照。

55 原田 [2000] 1563号9頁。

56 澤口 [2000] 71頁。

57 商法408条3項（合併）、同245条1項（営業譲渡）、同353条4項・365条3項（株式交換・株式移転）および同374条4項・374条ノ17第4項（会社分割）。なお、商法以外では、例えば「銀行持株会社の創設のための銀行等に係る合併手続の特例等に関する法律」では、総株主の過半数でかつ発行済株式数の3分の2以上にあたる多数の決議（特殊の決議）が要求される場合もある（5条）。

ていること⁵⁸、を指摘できる。

他方、事後的な規整としては、いかなる手段が考えられるであろうか。例えば、株式交換比率・株式移転比率等が不公正であった場合、(少数)株主はいかなる保護を求め得るのであろうか。この点、「合併について合併比率が不公正であることは、合併の無効原因でない」との最高裁判決⁵⁹が存在することにかんがみれば、株式交換比率・株式移転比率が親会社または子会社の株主にとって不公正であった場合にも、株式交換無効の訴え(商法363条)や株式移転無効の訴え(同372条)は認容されがたいと解される⁶⁰ほか、複数の会社が分割会社となり共同して新設分割を行う共同新設分割など分割比率の公正さが問題となる場合にも、株主総会の決議が有効になされる限りにおいては、会社分割無効の訴え(同374条ノ12、374条ノ28)は認容されがたいと考えられよう。また、「合併比率が不公正であっても合併後の会社に損害が生じない」とする最高裁判決⁶¹が存在することにかんがみれば、株式交換・株式移転や会社分割においても、株主代表訴訟を救済手段と利用することは困難と解される。さらに、株式交換・株式移転および会社分割の場合にも、個々の株主がそれぞれの損害額を立証して取締役の第三者に対する責任(商法266条ノ3第1項)を追及することは理論的には不可能ではないが、合理的無関心の問題の存在もあり(本章4節口・参照)、クラス・アクション制度の創設等がなければ、取締役の第三者に対する責任を追及することは実務的には想定し難いと考えられよう(前節八・参照)。

なお、株主総会決議の手續において瑕疵があった場合にはいかなる保護があり得るのであろうか。この点、合併契約書の承認決議において、利害関係を有する株主が議決権を行使したために「著しく」不公正な合併比率が承認された場合には、株主総会決議の取消事由(商法247条1項3号)となり、合併自体が無効とされることが

58 商法408条ノ3第1項(合併)、同245条ノ2(営業譲渡)、同355条1項・371条3項(株式交換・株式移転)、同374条ノ3第1項・374条ノ31第5項(会社分割)。なお、株主総会の特別決議および反対株主の株式買取請求権について、商法413条ノ3(簡易合併)や、同358条(簡易株式交換)、同374条ノ6・374条ノ22・374条ノ23(簡易分割)については異なる規整がおかれている。簡易企業再編については土田[2000]を参照。

59 最判平成5年10月5日資料版商事法務116号196頁(三井物産事件)(上告棄却)、東京高判平成2年1月31日資料版商事法務77号193頁(控訴棄却)、東京地判平成元年8月24日資料版商事法務66号95頁は、「合併比率が不当であるとしても、合併契約の承認決議に反対した株主は、会社に対し、株式買取請求権を行使できるのであるから、これに鑑みると、合併比率の不当又は不公正ということ自体が合併無効事由となるものではない」と判示する。

もっとも、同判決が合併比率が「著しく」不公正な場合をいかに取り扱おうとしているのかは必ずしも明らかではないとされている。同判決および合併比率の不公正と合併無効事由に関する学説については、遠藤[1998]など参照。

60 なお、株式交換比率が著しく不公正であることは株式交換無効の訴えの無効原因であることを明言するものとして、例えば永井[2000]47頁。

61 最判平成8年1月23日資料版商事法務143号158頁(新王子製紙事件)(上告棄却)、東京高判平成7年6月14日資料版商事法務143号161頁(控訴棄却)、東京地判平成6年11月24日資料版商事法務130号89頁は、「不当な合併比率による合併の場合であっても、合併前の各会社の資産および負債はすべて合併後の会社に引き継がれ、他への資産の流出や新たな債務負担はないのであるから、...株主間の不公平が生じるだけであって合併後の会社自体には損害が生じることはない」としている。なお、不当な合併比率による合併は新株有利発行の特殊形態であると捉えれば、当該最高裁判例は有利発行の問題についても妥当することとなる。

指摘されている⁶²。同様の考え方は、株式交換・株式移転や会社分割にも妥当すると思われる。例えば、株式交換において、完全子会社となる会社の株主総会において、多数株主（完全親会社となる会社）が特別利害関係人に該当するにもかかわらず、その権利を行使したために、完全子会社となる会社の少数株主にとって不利な交換条件が承認された場合には、承認決議の取消しを通じて株式交換自体が無効となる可能性があるろう。

(八) 社債権者保護（債権者保護）⁶³

商法は、配当規制（290条）や利益準備金の積立強制（288条）といった一般的な債権者（社債権者を含む）保護規定のほか、会社再編に関する具体的な債権者保護手続を規定している。

以下では、株式交換・株式移転および会社分割を中心に会社再編における債権者保護について整理する^{64, 65}。

a. 株式交換制度・株式移転制度

まず、事前的な規整についてみると、合併の場合とは異なり、株式交換や株式移転においては債権者保護手続は規定されていない。これは、例えば、「株式交換制度のもとでは、完全親会社となる会社にとっては、完全子会社となる会社の株式の移転に伴い、会社財産と資本の額が増加し、会社債権者にとって有利にこそなれ、不利になることはなく、また、完全子会社となる会社にとっても、会社財産の減少も資本の額の減少も生ぜず、したがって、会社債権者に不利益を生じないと考えら

62 前田（庸）[2000c] 609頁。

63 株式交換・株式移転、会社分割などの会社再編における債権者保護を考えるうえでの視点としては、会社再編において、株主と債権者の受ける影響の方向は同方向なのか、逆方向なのかという点も重要であろう。例えば、営業譲渡では、株主と債権者の受ける影響は基本的に同方向であるため、株主の承諾により対価の公正性を担保することで、債権者の承諾にも代替し得るとの考え方があり得る。そう考えた場合には、債権者保護手続が規定されていないことも必ずしも不合理とはいえないことになる。会社再編における株主と債権者の受ける影響の方向という視点は、会社再編における債権者保護を考えていくに当たり、議論をより実益のあるものにするであろう。

64 合併における債権者保護手続について簡単に整理する。事前的な規整についてみると、合併承認決議後2週間以内に異議申述の公告かつ知れたる債権者に対する各別の催告が必要とされる（商法412条。ただし、官報のほか、定款に定めた時事に関する事項を掲載する日刊新聞による公告をすれば、各別の催告は不要とされる）。そして、異議を述べた債権者に対しては、会社は弁済するか相当の担保を供し、または債権者に弁済を受けさせる目的で信託会社に相当の財産を信託しなければならない（同412条2項、100条3項。ただし、合併により債権者を害する恐れがない場合には不要とされる）。他方、事後的な規整についてみると、合併を承認しない債権者も合併無効の訴えの提訴権者となれるといったことが認められている（同415条2項）。

65 営業譲渡については、商法上、特別の債権者保護手続はおかれていない。債権者が重視していた重要な営業を会社が譲渡した場合や、会社が財務状況悪化時に消極財産のみを従来の会社に残し実質的な営業と積極財産を新たに設立した会社に譲渡した場合などには、事後的な規整として、詐害行為取消権（民法424条）や法人格否認の法理、商号の継続使用による責任（商法26条）によって、債権者が保護される可能性はある。

れる」⁶⁶からとされる。他方、事後的な規整も同様に限定的なものにとどまってお
り、合併の場合と異なり、債権者は株式交換無効の訴えや株式移転無効の訴えの提
訴権者として認められてはいない（商法363条2項、372条2項）⁶⁷。

この点、例えば、株式交換により債権者が害される例外的な場合を想定できない
わけではないが⁶⁸、一般的には、株式交換や株式移転は親会社・子会社となるはず
れの会社にとっても株主構成の変化という効果をもたらすだけであり、直接的に債
権者を害するものではないといえよう。理論的には、株主構成の変化により当初予
想していた経営方針から逸脱して企業価値が低下し、結果として間接的に債権者の
利益が害される危険性があることを根拠として、債権者保護のための規整を設ける
ことも考えられる。もっとも、現行商法はそうした規整を設けておらず、その前提
には、例えば社債であれば、社債権者は株主構成の変化に対して社債契約により自
己防衛すべきという考慮があると考えられる⁶⁹。

b. 会社分割制度

まず、事前的な規整についてみると、基本的には、資本減少（商法376条2項、
100条）の場合と同様の債権者保護手続が規定される（同374条ノ4第2項、374条ノ
20第2項）⁷⁰。知れたる債権者に対しては必ず各別の催告が必要とされ（同374条ノ4
第1項、374条ノ20第1項）各別の催告を受けなかった債権者に対する分割をした会
社の債務については、分割計画書においてその債務を負担しないとされた会社も、
分割日の財産を上限として、連帯債務を負うとされる（同374条ノ10第2項、374条
ノ26第2項）。もっとも、物的分割（分社型会社分割）の場合で分割後も分割会社
に対して弁済を請求することができる債権者については、債権者保護手続が規定され
ていない（同374条ノ4第1項但書）。これは、「分割会社にとっては、物的分割の場
合にも、その財産を新設会社に承継させることによりその減少が生ずるが、その減
少分は新設会社が分割に際して発行する株式の割当を受けることによって填補され
て、その資本構成に変化がなく、その債権者にとって債権の満足を受けるための担
保財産に減少を生じないことになり、しかも、分割会社が引き続きその債務を負う
場合には、債権の満足を受ける可能性に影響を生じない」⁷¹からとされる。

66 前田（庸）[2000c] 627頁。

67 もっとも、個々の債権者が取締役の第三者に対する責任（商法266条ノ3第1項）を追及する可能性は残さ
れている。

68 株式交換比率が親会社となる会社にとって極めて不利で、かつ、株式交換交付金が極めて多額となる場合
には、債権者の不利益につながる可能性がある。前田（庸）[1999a] 1517号14頁。

69 この点、例えば、ユーロ債においては、発行主体の民営化（privatization）といった事態等に備えて、株
主構成が大きく変化した場合に期限の利益を喪失する旨の条項がおかれる例がみられている。
なお、法制審議会商法部会・法務省民事局参事官室「親子会社法制等に関する問題点」（平成10年7月8日
公表）に対する各界意見においても、株式交換について債権者保護手続は不要という意見が多数を占めて
いる（原田ほか [1998a] 10頁以下、同 [1998b] 参照）。

70 社債権者が異議を述べる場合には、社債権者集会の決議が要求される（商法374条ノ4第2項、376条3項）
点は合併や資本の減少と同様である（同416条2項、376条3項）。

71 前田（庸）[2000c] 667頁。

他方、事後的な規整についてみると、債権者も会社分割無効の訴えの提訴権者として認められている（商法374条ノ12第2項、374条ノ28第3項）など、合併とほぼ同様の規定振りとなっている。

図表 1 会社再編における株主保護・債権者保護

	株主保護		債権者保護		
	特別総会決議	反対株主の株式買取請求権	異議申立者に対する保護 ^(注1)	保護の例外	各別の催告
合併	あり (§408 ,)	あり (§408/3)	あり(§412 §100)	債権者を害する惧れがない場合は不要 (§100 但書)	例外あり ^(注2) (§412 但書)
営業譲渡	あり (§245)	あり (§245/2)	なし		
株式交換	あり (§353 ,)	あり (§355)	なし		
株式移転	あり (§365 ,)	あり(§371 §355)	なし		
新設分割	あり (§374 ,)	あり (§374/3)	あり(§374/4 §100)	債権者を害する惧れがない場合は不要 (§100 但書) 分社型であって分割後も分割会社に対して債権の弁済を請求できる債権者の場合は不要(§374/4 但書)	例外なし
吸収分割	あり (§374/17 ,)	あり (§374/23)	あり (§374 /2 §100)	同上(§100 但書) 同上(§374 /20 §374/4 但書)	例外あり ^(注2) (§374 /20 但書)
(参考) 資本の減少	あり (§375)	なし	あり(§376 §100)	同上(§100 但書)	例外なし

備考1. 異議を申し述べた債権者に対する弁済・相当の担保提供、債権者に弁済することを目的とする信託。

備考2. 官報のほか、定款に定めた時事に関する事項を掲載する日刊新聞紙に公告するとき。

ロ．経済学（ファイナンス理論）の視点からの分析

会社の合併、持株会社化や分社化などの会社再編について、経済学（ファイナンス理論）の視点からは、「企業の境界」と呼ばれる問題と関連付けて論じられることがある。「企業の境界」の問題は、本報告書で取り上げている資金調達面の問題というよりも、むしろ企業の事業活動そのものに関する問題である⁷²。

72 「企業の境界」の議論としては、「企業と市場を分かつ境界とは何か」、「企業内で生産すべきか、市場で調達すべきか」といった点が取り上げられる。詳細は、例えば、伊藤・林田 [1996] (特に172頁以下)、同 [1997]、小田切 [2000] 3頁以下、211頁以下、ミルグロム・ロバーツ [1997] 600頁以下参照。

こうした視点からは、例えば、会社の事業部門を会社分割等により完全子会社化する場合は、「企業の境界」は本当に変化するのであろうかという点が問題となる^{73, 74}。この点、事業部門を、法律的に完全子会社化しても「企業の境界」は何ら変化せず、外見は別会社であっても、実質的には完全親会社の内部組織にすぎないとも考えられる。もっとも、そうであっても、別会社化は、親会社（プリンシパル）が子会社（エージェント）経営に過度に介入しないコミットメントと捉えることも可能であり、たとえ子会社が親会社に100パーセント所有されている場合でも、子会社経営者の経営責任を明確化し、より大きな裁量権・権限を与えることが可能になるため、子会社の努力インセンティブが改善されるとも考えられよう⁷⁵。

この問題に関連して、例えば、親子会社関係といった会社グループに資金提供する外部投資家（親会社あるいは子会社の少数株主・社債権者等）にとっては、以下のような視点が重要となろう。すなわち、社債権者であれば、社債償還を担保する財産が当該社債発行会社によって所有されているのか、あるいは、子会社等別会社に分離されてしまっているのか、分離される可能性があるのか、という視点が重要となり、（少数）株主であれば、自己のコントロールは当該株式発行会社のみ及ぶのか、子会社等別会社にも及ぶのか、あるいは、自己が受け取ることのできるキャッシュ・フローの源泉は当該株式発行会社のみに存するのか、子会社等別会社のキャッシュ・フローが親会社に還元される仕組みが担保されているか、といった視点が重要となろう⁷⁶。

八．法律学の視点からの分析

（イ）株主保護

a. 株主保護の存在意義に関する問題

上記イ（ロ）で述べたとおり、商法は、合併、営業譲渡、株式交換・株式移転および会社分割という会社再編に関する事前的な規整として、株主総会の特別決議による承認を要求しているほか、反対株主に株式買取請求権を認めているが、こうした株主保護手続の存在意義は必ずしも自明とはいえないように思われる。例えば、以下のような点についてさらなる検討が必要であろう。

73 なお、完全子会社に関連するコーポレート・ファイナンスの論点としては、エクイティ・カーブ・アウト（equity-carve-out＜子会社株式公開＞）がある。ファイナンス論では、エクイティ・カーブ・アウトもロングロマリット・ディスカウント解消のための1つの方法として捉えられている（それ以外のロングロマリット・ディスカウント解消手段としては、トラッキング・ストック発行やスピン・オフが挙げられる。3章3節イ（イ）＜46頁＞参照）。

74 完全子会社でない子会社（関連会社）の少数株主の存在が企業グループの統合的事業戦略の足枷となっているような場合には、子会社のガバナンスを100パーセント掌握するために、株式交換制度等を利用して、完全子会社化（閉鎖会社化、going private）する場合もみられている（こうした場合の少数株主のスクイズ・アウトの問題については、後述八（イ）b.＜22頁＞参照）。

75 伊藤（秀）[1995]18頁以下参照。

76 上記イ.で述べたような規整（保護）が必要となるのは、このためであるとも考えられる。

第1に、会社再編に関する規整と有利発行規制（前節参照）との整合性に関する点である。例えば、不公正な株式交換比率による株式交換は、第三者に対する株式の有利発行と機能的には同様の効果をもたらすとも考えられる。そうだとすれば、株式交換承認決議といった会社再編に係る承認決議と第三者に対する株式の有利発行に係る決議の両者に特別決議が要求される（商法408条3項等、280条ノ2第2項）ことは整合性を持つものの、前者についてのみ株式買取請求権（同355条1項等）を認めることはやや整合性を欠くとも考えられる。

第2に、すべての会社再編において、ほぼ一律の株主保護手続がおかれていることの妥当性に関する点である。例えば、合併と人的分割（分割型会社分割）を比較した場合に、合併のケースと異なり、人的分割においては株主の持分に影響がないといえる可能性もあろう。株主に対する影響が異なるにもかかわらず、商法が一律の株主保護手続しか用意していないことについては、再考してみる余地があろう。

第3に、そもそも株主保護の必要性について、程度の差が存在するようにも思われる。例えば、株式移転における反対株主の株式買取請求権（商法371条3項）については、以下のような点を指摘できる。実務的には、既存の企業グループの共同持株会社設立を目的として株式移転が利用されると考えられるが、この場合、複数の完全子会社となる会社が唯一の完全親会社となる会社を設立することから、株式移転比率に対する不満を持つ（完全子会社となる会社の）少数株主保護のために、当該反対株主の株式買取請求権を認めることは理論的にも正当化されよう。しかしながら、唯一の完全子会社となる会社が唯一の完全親会社となる会社を設立する株式移転のケースには、株式移転比率が問題とならないにもかかわらず、反対株主の株式買取請求権が認められている。この点、株主の権利が完全子会社には間接的にしか及ばなくなること（「株主権の縮減」）に伴う少数株主の保護に一応の根拠を求め得るが、上記の複数の完全子会社が存在するケースとは、株式買取請求権が認められる根拠の強さが多少異なるといえよう（少数株主保護については、後述b.（c）参照）。以上のように各制度によって反対株主の利益状況には差異があり、そのような差異に対応した合理的な規整はどのようなものかを考えていく必要がある。

b. 株主間（多数株主と少数株主との間）の利害対立に関する問題

株主間の利害対立に関する典型的な問題としては、「多数派株主が、株主総会における議決権等法律上与えられた権限を利用して、少数派株主を会社から追い出す」⁷⁷という、いわゆるスクイズ・アウト（squeeze-out）と呼ばれる問題がある。特に持株会社の設立においては、このスクイズ・アウトが問題視されることも少なくない。そこで、これに関連する問題として、「交付金合併」に関する従来の議論を整理したうえで、「非按分型会社分割」について分析する。また、別の側面からの株主間の利害対立の問題として、親子会社構造における親会社の少数株主保護の問題についても検討を行う。

77 田中（英）[1991] 802頁。

(a) 交付金合併

「交付金合併」とは、消滅会社の株主に対して存続会社の株式ではなく現金等を交付するというかたちで行われる吸収合併である⁷⁸。現行商法下における交付金合併の可否については、株主平等原則との関連で問題となるが、学説には肯定説⁷⁹と否定説が存在している。

通説とされる否定説は、合併の対価としては、存続会社（あるいは新設会社）の株式を割り当てるのが原則であり、合併交付金はあくまで合併比率の調整のためや消滅会社の利益配当に代えて交付されるものであり、合併交付金のみを交付する処理は認められないとする⁸⁰。否定説の根拠としては、第1に、吸収合併や新設合併の合併契約書の記載事項として、「...株主ニ対スル新株ノ割当ニ関スル事項」（商法409条2号、410条2号）が要求されること、第2に、現行法は消滅会社の株主についても合併後の会社への投資を続ける機会を保証していること⁸¹等が挙げられる。

もっとも、否定説の第2の論拠については、「現行法は消滅会社の株主についても合併後の会社への投資を続ける機会を保証している」こと、換言すれば「株主には株主としてとどまる権利があり、株主の地位を多数決では奪われない」ことは現行法から当然に導けるものなのかという疑問も呈されており⁸²、現行法が株主の地位をいかに捉えているのか、あるいは立法論的に「株主の地位」をいかに捉えるべきかといった点は、今後の検討課題であるといえよう⁸³。

78 米国では、交付金合併（キャッシュ・アウト・マージャー：cash-out merger）が、企業買収の際のスクイーズ・アウトのために利用されている。Delaware General Corporation Law § 251(b)(5)；Model Business Corporation Act § 11.01(b)(3) 参照。具体的には、株式公開買付等によって買収対象会社の支配権を取得し子会社化した後（第1段階）、他の完全子会社と交付金合併させることで少数株主を排除する（第2段階）という「二段階合併（two-step merger）」が多用される。

79 少数説とされる肯定説の論拠としては、存続会社が非公開会社の場合には、存続会社にとって合併後も閉鎖性を維持することが可能になるなどのメリットがあるほか、消滅会社の少数株主の中にも合併により非公開会社の少数株主になるよりむしろ現金をもらうことを選択する者もいること、交付金合併を禁止しても、子会社の営業譲渡後の解散等を一律に禁じることはできないため、スクイーズ・アウトの完全な阻止にはならないこと（江頭 [1995b] 260・263頁）、多数説は債務超過会社が存続会社となる合併は認める一方、資本充実の原則から消滅会社となる合併は認めていないが、消滅会社の株主に株式を発行・交付せずに合併を行うことが認められれば、資本充実の原則の問題を生じることなく、債務超過会社を消滅会社とできること（柴田 [1987-1990] 107巻1号67頁以下）などが挙げられる。

80 例えば、森本 [1995a] 373頁。

81 中東 [1991-1992] 140号470頁以下。

82 消滅会社の1株に存続会社の2株を割り当てるのが公正な合併比率と認められる場合に、消滅会社の1株に存続会社の1株と存続会社1株分の現金（ただし、合併交付金ではなく減資払戻金と解される）を割り当てるという措置も合法であるとの見解が有力である（例えば、今井 [1993] 207頁参照）ことから、現行法の解釈においても「消滅会社の株主が合併後の会社への投資を続ける機会」が「絶対的に」尊重されているわけではないことが指摘されている。藤田 [1996c] 11頁注33。

83 もっとも、交付金合併肯定説の主張の背景に、多様な会社再編手法を認めるべきとの考え方があったとすれば、株式交換・株式移転、会社分割制度の導入により、完全子会社創設方法が整備された現状にかんがみれば、交付金合併の可否を論ずる意義は希薄化しているとも考えられる。

(b) 非按分型会社分割

「非按分型会社分割」とは、会社分割に際して設立会社または承継会社が発行する株式を分割会社の株主に割り当てる場合（人的分割 分割型会社分割）において、各株主の持株数に比例しないで株式を割り当てる会社分割である。実務的な非按分型会社分割の利用方法としては、分割する会社の株主に対して別々の設立（承継）会社の株式を割り当てる場合や、会社の不採算部門を大株主の完全子会社としたうえで整理・縮小を図る場合、合併を解消するにあたって分割後の株主構成を合併前の各会社の株主構成に近づけたい場合などがあるとされている⁸⁴。こうした非按分型会社分割については、改正商法でも明文化されていないことから、「交付金合併」と同様に、株主平等原則との関連でその可否が問題となる。

この点、「総株主の同意」によって、分割計画書や分割契約書が承認される場合には、非按分型会社分割が認められることには異論はない⁸⁵。しかしながら、「株主の多数決」によって、非按分型会社分割が認められるか否かについては、肯定説と否定説が存在している⁸⁶。

肯定説の根拠としては、非按分型会社分割が小規模非公開会社における内紛処理等に対して有効である場合があることや、大規模公開会社においても一定のニーズがあること、さらに大規模公開会社においては総株主の同意を得ることは不可能であること等が挙げられる⁸⁷。しかしながら、改正商法の解釈論としては、多数決による非按分型会社分割を否定する見解が妥当であると考えられる⁸⁸。その理由として、第1に、多数決による非按分型会社分割は株主平等原則に対する重大な例外となることから、やはり明文の規定が必要と考えられること⁸⁹、第2に、株主の取扱いが「実質的」に平等であることを立証することは極めて困難であり、安易な例外は認めにくいこと、第3に、会社分割計画書や会社分割契約書の記載事項として

84 原田ほか [1999b] 183頁以下（全国銀行協会）、家族的経営をなしてきた株式会社など小規模非公開会社で利用される場合も多いとされる。遠藤・堀 [1999] 42頁。

85 例えば、前田（庸）[2000a] 1553号11頁、同 [2000c] 652・653頁、原田 [2000] 1563号10頁。

86 非按分型会社分割に関する諸外国の動向については、通商産業省産業政策局産業組織課（編）[1996] 320・321頁や山田 [1989] を参照。また、米国については、江頭 [1999] や武井・内間 [1999]、ドイツについては神作 [1998]、フランスについては木下（崇）[1998] 参照。

米国法と日本法の比較は容易ではないが、スプリット・オフ（split-off）の長所として、日本法でいうところの非按分型会社分割が可能であることが強調されている。江頭 [1999] 189・190・196頁、江頭ほか [1999b] 13頁（江頭発言）。また、ヨーロッパでは、EU第6ディレクティブは多数決による非按分型会社分割を認めているが、これまでのところドイツやフランスでは総株主の同意を要求しているようである。

87 遠藤・堀 [1999] 45頁は「第1に、分割比率がその実質において財産的価値の平等性を確保するものであり、第2に、分割される会社の株主に対して、分割比率に応じて、原則として分割後のいずれかの会社の株式が交付されることが保障され、第3に、会社側より提案される非按分の内容が、客観的にみて合理的根拠に基づくものであり、恣意的なものではない」という3つの要件が満たされるならば、非按分型会社分割も実質的に株主平等原則に反するわけではないと主張する。また、早川 [2000] は、上記第2の要件に関連して反対株主の株式買取請求権に言及する。

88 前田（庸）[2000a] 1553号11・12頁、同 [2000c] 653頁、原田 [2000] 1563号10頁。

89 原田 [2000] 1563号10頁。

「分割ヲ為ス会社又ハ其ノ株主ニ対スル株式ノ割当ニ関スル事項」(商法374条2項2号、374条ノ17第2項2号)が要求されており、文理上「割当」とは按分型を前提としていると考えられることを指摘できる⁹⁰。

(c) 親子会社構造における親会社の少数株主保護

株式交換・株式移転制度や会社分割制度等の利用により、(完全)親子会社構造(2段階構造)が創設された場合に、親会社の多数株主と少数株主の利害対立についていかに考えるべきかという問題がある⁹¹。極端な例を挙げれば、親会社P社の多数株主Aに対して、子会社S社が優良資産を安価で譲渡する場合を考えると、多数株主AはP社の株主としては損害を蒙るものの、資産の取得を通じてそれを上回る利益を得ることとなるのに対して、P社の少数株主Bは株主としての損害を蒙ることになり、かつ、多数株主Aと異なり、その損害を蒙ったままということになる。当該優良資産がP社自身の資産であれば、少数株主Bは、当該優良資産の譲渡が営業譲渡に該当すれば、株主総会決議に参加できる可能性があり(商法245条1項1号)、それに反対すれば株式買取請求権が認められる(同245条ノ2)ほか、株主代表訴訟(同267条)といった事後的救済が認められる可能性がある⁹²。しかしながら、親子会社構造となった場合には、少数株主はこうした手段を取り得なくなる。

この点、株式交換・株式移転制度や会社分割制度を導入した制度趣旨が、親会社と子会社とを別法人化することにより、経営の効率性、機動性の向上を企図しているとすれば、親子会社構造に移行する際の株主総会決議への参加と、反対株主に対する株主買取請求権をもって、親会社の少数株主保護は尽くされていると捉えられないわけではない。

他方、親子会社構造になると、事後的な救済方法が少なくなっており、株式交換・株式移転制度や会社分割制度の創設によって完全親子会社関係を創出しやすくなったのであるから、この制度の創設を契機に親会社少数株主保護のために何らかの手当てが必要であるとの考え方もあり得よう。こうした問題意識に立てば、米国のように親会社の株主が子会社取締役を直接提訴することを認めることも考えられる(多重<2段階>代表訴訟)⁹³。今後、わが国における多重代表訴訟制度の導入の可

90 立法論として、森本[2000a]29頁注25や前田(雅)[2000]8頁注7は、株式買取請求権と加重多数決(特殊の決議)などを要件として、非按分型会社分割の導入を主張する。また、「商法等の一部を改正する法律案要綱中間試案」を前提としたものではあるが、非按分型会社分割に総株主の同意を要求すべきか否かについては見解が分かれている。原田ほか[1999a]7頁、同[1999b]参照。ただし、株式買取請求権が与えられれば、常に株主平等原則の例外を認めてよいか否かという点については、さらなる検討が必要である。前田(庸)[2000a]1553号12頁、同[2000c]653頁。

91 親子会社構造における株主間利害対立一般については、神戸[1998]を参照。

92 多数株主Aが特別利害関係人に該当し、株主総会決議の取消事由に該当する(商法247条1項3号)可能性もある。

93 多重代表訴訟導入について積極的な見解として、例えば近藤[1993]、柴田[1997]、同[1998]、新谷[1999]、畠田[1998]、森本[1995c]、

否に関しては、現行法における親会社少数株主保護の実効性⁹⁴や、親会社・子会社それぞれの株主・社債権者保護のバランス⁹⁵、株主代表訴訟制度全体に関する評価といった諸点を勘案しつつ、検討がなされるべきであろう⁹⁶。

(ロ) 社債権者保護

わが国の商法は、新規社債権者と既存社債権者との間の利害調整および社債権者と株主との間の利害調整（利益配当規制等の会社債権者保護のための一般的規制を除く）については、債権者異議手続の規定による場合のほかは、その解決を原則として社債契約に委ねていると解される⁹⁷。会社再編における債権者保護（社債権者保護）も例外ではなく、社債権者は、その発行ごとに発行会社と締結する社債契約上の「財務制限条項（財務上の特約）」⁹⁸により、会社再編に伴うリスクから自己防衛することが原則となる（契約による自己防衛）。そこで、会社再編等の事象（イベント）が起った場合に、こうした契約による利害調整がうまく機能するのか、そうした調整の限界はないのか（契約による調整の限界）といった点が問題となる。

94 例えば、親会社が子会社の株主として子会社取締役の責任を追及すべきであるにもかかわらず、それを懈怠する場合、現行法においても、親会社の少数株主は親会社取締役の責任を追及することは可能であろう。近藤 [1994] 9頁、前田（雅）[1997] 26頁を参照。また、平成11年改正商法において、親会社の株主は、その権利を行使するため必要であるときは、裁判所の許可を得て、子会社の株主総会議事録（商法244条4項）取締役会議事録（同260条ノ4第4項）定款・株主名簿（同263条4項）計算書類（同282条3項）会計帳簿（同293条ノ8）等の閲覧等を求めることが可能となっている。

95 ドイツでは、ある株式会社が重要な営業部門を100%子会社に移転した事案において、最高裁は、株式法に具体的な定めがないにもかかわらず、当該株式会社（親会社）の株主総会議決を要求した（ホルツミュラー判決 <Holzmüller> 判決; BGHZ 83, 122）。こうした親会社の株主保護が認められる前提として、ドイツには既に子会社の少数株主・債権者保護を体系的に定めるコンツェルン法が存在していることを指摘できよう。その意味で、わが国において子会社の少数株主・債権者保護の法制化を進めずに、親会社の少数株主保護のみを立法化することは、バランスを欠くとも考えられないわけではない。神作 [1996]、同 [1998]、服部 [1995] を参照。

96 法制審議会商法部会・法務省民事局参事官室「親子会社法制等に関する問題点」（平成10年7月8日）は、親会社株主の権利に関する問題点として、親会社が子会社の株主総会において一定の決議事項（取締役および監査役の選任・解任、営業譲渡、定款変更、合併等）につき議決権を行使するにあたっては、親会社の株主総会の決議を要することとすべきであるか、親会社の株主は、子会社の情報の閲覧および謄写または謄抄本交付請求をすることができるか、親会社の株主は、子会社に関する会社法上の訴えのうち一定のもの（総会議決取消の訴え、株主代表訴訟、合併無効の訴え等）について提起することができるか、親会社が、その有する重要な子会社の株式の全部を譲渡し、または他の会社の株式全部を譲り受ける場合には、親会社の株主総会の特別決議を要するものとし、反対の株主には株式買取請求権を認めるべきか、といった点を挙げている。このうち、平成11年改正商法は、親会社株主の権利としては子会社に関する書類の閲覧請求権などを認めるにとどめ、より包括的な親子会社法制の整備については今後の検討課題と位置付けられた経緯がある（原田ほか [1998a] 11頁以下、同 [1998b] 参照）。

97 神田 [1990] 251・265頁。

98 1996年1月の適債基準の撤廃、それに伴う財務制限条項の自由化後は、従来の「財務制限条項」という用語に代えて、「財務上の特約」という用語が用いられているが、本報告書では原則として「財務制限条項」という用語に統一して記述する。なお、わが国における財務制限条項については、小野 [1995] 50頁注5、寺田・前田 [1998] 18頁、米国については、落合 [1990] 209-223頁、榊原 [1996] 31頁、江頭 [1992] 75頁参照。

以下では、社債契約上の財務制限条項のうち、会社再編に関連する条項である「支配の変更条項 (change of control covenants)」を取り上げる。まず、こうした条項がしばしば利用される米国における議論を簡単に整理したうえで (a.)、契約による調整の限界の問題について分析することとしたい (b.)。

a. 支配の変更条項

米国においては、1980年代後半から、「イベント・リスク (event risk)」⁹⁹から社債権者を保護するために、個々の信託証書に「支配の変更条項」¹⁰⁰が組み込まれることが多くなった¹⁰¹。「支配の変更条項」の具体的な内容をみると¹⁰²、具体的なトリガー事由としては、(i)経営陣の承認を経ない敵対的企業買収、(ii)社債格下げと企業買収が同時に発生すること、または、(iii)社債格付の単純な下落が挙げられ、それらトリガー事由が発生した際の具体的な救済手段として、期限の利益喪失ではなく、(i)事前に決定された価格で会社に社債を買い取らせること、または、(ii)利率を調整することが定められている。

こうした「支配の変更条項」には、社債権者保護と経営者保護の両面があったことが指摘される¹⁰³。まず、社債権者保護の面をみると、「支配の変更条項」による社債権者の救済手段の存在は、経営者・株主が過度の負債を負担するインセンティブを排除する効果があると考えられる。他方、経営者保護の面をみると、「支配の変更条項」により、企業買収にさらされる可能性が低下することもあって、経営者の地位固定化につながると考えられる。この結果、企業価値を増大させるような企業買収 (wealth-increasing takeovers) も抑制されてしまう可能性が指摘されている。

99 「イベント・リスク」とは、広義には「会社の信用状態に急激な変化をもたらすが、信用アナリストが分析する際の要素としては予測できない事象が発生するリスク」とされ、狭義には「社債権者から株主に不公正に価値を移転させる効果を持つ、経済上の取引から生ずるリスク」とされる。森(ま)[1998-1999]177号418・419頁。代表的なイベント・リスクは、レバレッジド・バイ・アウト (LBO: leveraged buy-out) やスピン・オフといった会社再編に関するリスクであり、それぞれ1988年のRJRナビスコ社に対するLBOと1992年のマリOTT社のスピン・オフが著名な事例として挙げられる。

100 「イベント・リスク条項 (event risk covenants)」とも呼ばれる。もっとも、同条項はLBOブームの隆盛から数年のタイム・ラグを置いて一般化したのが、同ブームの衰退から数年のタイム・ラグを置いて事実上利用されなくなっている。なお、米国でも、マリOTT・リスク (マリOTT社のスピン・オフに際して社債権者が損害を蒙ったことに由来する) に対処するための財務制限条項は、一般化しなかったとされる。Stark, Rahl and Seegers[1994]580頁。

101 わが国において、LBOが興隆するか否かは定かでないが、LBOに関する社債権者保護や、イベント・リスクに係る米国の議論を参考にする際には、LBOに合併が介在する場合、わが国では商法の債権者保護手続 (商法412条、100条3項) により、異議を申し述べた社債権者は弁済や担保提供を受けることができる点に留意する必要がある。

102 Kahan and Klausner [1993]951頁以下、森(ま)[1998-1999]178号379頁以下を参照。

103 Kahan and Klausner [1993]936頁以下参照。

b. 契約による調整の限界の問題

それでは、社債契約において規定されていない事象が生じた場合にはいかに対処すべきであろうか（「契約による調整の限界」¹⁰⁴の問題）。例えば、株式交換・株式移転や会社分割に関する制度創設といった新たな法改正によって生じるリスクについては、社債権者が事前的な契約では対応できない場合があり得るが、このような社債契約中に明示されていない事象の発生に対してはいかに対処すべきであろうか¹⁰⁵。

この点、米国では、社債契約に明示的な条項が存在しない場合には、例えば、社債権者と株主とのリスク分配に関して、裁判所が公平（fairness）の観点から積極的に介入することによって解決を図る方法¹⁰⁶や、取締役の忠実義務（信認義務）を社債権者に対しても認めることによって解決を図る方法¹⁰⁷などが、理論的な観点から主張されることがある。

他方、わが国における「契約による調整の限界」の問題に関する解決策（社債権者保護）を考えるうえでは、取締役の第三者に対する責任（商法266条ノ3第1項）を追及し得るかがポイントとなろう。すなわち、商法266条ノ3第1項は、取締役が職務を行うにつき悪意または重大な過失がある場合には、取締役は会社以外の第三者に対しても損害賠償責任を負うと定めている。ここでいう「第三者」には社債権者が含まれ、社債権者が同条に基づき取締役の責任を追及し得る可能性がある¹⁰⁸。

商法266条ノ3第1項による取締役の責任を安易に認めれば、わが国の投資家は、財務制限条項の採用の是非等を社債契約締結にあたって検討するインセンティブを一段と希薄化させる可能性がある¹⁰⁹。一方、わが国の社債市場では社債契約締結にあたって実質的な交渉が必ずしも十分に尽くされていない現状にかんがみると、財務制限条項に規定されていないリスクをすべて社債権者に負わせることは妥当とも考えにくい。したがって、こうした「契約による調整の限界」の問題への解決策として商法266条ノ3第1項を適用するにあたっては、きめ細かな利益衡量が必要となるう。

104 落合教授は、契約による利害調整に限界がある理由として、モニタリング・コストの存在、機会費用の負担および将来の不確実性、の3点を指摘する。落合 [1990] 223-225頁。

105 米国における議論を整理したものととして、Smith and Warner [1979]、落合 [1990] 226頁以下、高橋 [1998] 参照。

106 Bratton [1984]、いわゆる、新古典的契約理論（neoclassical contract theory）に基づく主張である。

107 McDaniel [1986]、同 [1988]、Mitchell [1990]。

108 もっとも、債務不履行に至らない社債価額の下落のみを捉えて同条を適用し得るかについては必ずしも明らかではない。社債管理会社に対しては社債権者に損害が生じた時点で初めて損害賠償責任を追及できること（商法311条ノ2）に着目すれば、「社債価額の下落」のみを捉えた取締役に対する責任追及も困難であるとの見方もあり得よう。他方、判例・通説が認めるように、一定の場合に「株価の下落」による損害賠償責任を取締役に対して追及し得ること（同266条ノ3第1項）に着目すれば、「社債価額の下落」による損害賠償責任を取締役に対して追及し得る可能性も否定できないように思われる。

109 投資家の自己責任に言及するものとして、佐々木 [1998]。

(八) 転換社債権者、新株引受権付社債権者保護

最後に、株主保護ならびに債権者保護から派生する問題として、転換社債や新株引受権付社債を発行している会社が株式交換・株式移転または会社分割を行った場合の転換社債権者および新株引受権付社債権者の取扱いに関連する問題について整理する¹¹⁰。

この点、投資家保護の観点からは、分離型の新株引受権付社債における新株引受権（ワラント）所持人の保護が問題となる。ワラントの所持人は株主でもなく、社債権者でもないことから、いずれの保護も受けられず、株式交換・株式移転や会社分割においても商法は特別の保護規定をおいていない。例えば、会社分割においては、分割計画書の事前開示（商法374条ノ2）¹¹¹をみて分割計画書における新株引受権の取扱いを勘案して、権利行使することになるが、少なくとも分離型新株引受権の所持人は会社分割の発表による株価下落の影響は回避し得ないといえる。

一般論として、新株引受権は一種のオプションであり、通常の債権者保護には馴染まない可能性が高い。いかなる保護規定をおくべきかが法技術的に困難であることや、立法による保護が必要かという政策的な判断があり得ることも事実であろうが、発行体である会社が一方的に会社分割や株式交換・株式移転を選択した際には、こうした権利の所持人に何らかの保護を与える必要があるとも考えられるのではなかろうか。いずれにしても、この点に関する立法的解決が待たれるところである。

(4) 会社の経営悪化時における株式と社債に関する法原理（社債管理会社・社債権者集会に関する問題）

イ．議論の前提

会社の経営が順調なときは、社債権者への返済も期限どおりに履行され、また株主も利益配当を受け取ったり、株価上昇によるキャピタル・ゲインを享受するため、資金提供者（投資家）と会社との間の緊張関係が特段高まることはない。しかし、会社の経営が不調となり、信用状態が悪化すると、投資家（株主・社債権者）は株式や社債を市場で売却して投下資金を回収しようとするほか、株主は取締役を解任して会社経営の建て直しを図ることにより、また、社債権者は会社に債務の償還を要求することにより、投資を回収しようとする。こうした場合に、社債権者は、支払いを猶予したり、あるいは、元利金の支払遅延に対して期限の利益の喪失を宣言することとなるが、以下で述べるとおり、集団的行為に関する問題があり、社債管

110 例えば、株式交換・株式移転制度の導入に関して、完全子会社となる会社が転換社債や新株引受権付社債を発行している場合、事後的な転換権や新株引受権の行使によって完全子会社（100パーセント持株比率）が維持できなくなることが危惧され、立法過程においてはその対応策も議論された。岩原ほか [1999] 29頁以下、江頭ほか [1999a] 116頁以下。なお、大杉 [2000b] も参照。

111 同条2項の「株主及会社ノ債権者八」の「債権者」に新株引受権の所持人も含まれると解することが可能であろう。

理会社や社債権者集会の機能や権限が重要となる。そこで本節では、「なぜ、社債については社債管理会社が設置され、株式については株式管理会社が設置されないのか」といった株式と社債の比較に関する視点も交えつつ、社債管理会社や社債権者集会に関する問題について分析する。

(イ) 社債管理会社

平成5年商法改正により、社債発行に際して社債管理会社の設置が強制されている(商法297条)^{112, 113}。社債管理会社とは、発行会社から社債の管理の委託を受け、これを行う者であるが(同条) 商法は社債権者の保護のために以下のような社債管理会社の権限、義務および損害賠償責任を定めている。

社債管理会社の主な権限としては、法定権限(社債権者のために弁済を受ける権限・債権の実現を保全するための行為をする権限<商法309条1項>や、社債権者集会<後述(ロ)参照>の決議を得て、支払いの猶予・発行会社の責任の免除・和解、訴訟行為・破産手続等に属する一切の行為¹¹⁴をする権限<同309条ノ2第1項>)と、約定権限(社債管理委託契約の定めに基づき、発行会社が財務制限条項に違反した場合に期限の利益の喪失を宣言する権限等)がある。他方、社債管理会社の主な義務としては、「公平・誠実義務¹¹⁵」および「善管注意義務」がある(商法297条ノ3、民法644条)。さらに、社債管理会社の損害賠償責任としては、社債管理会社が商法または社債権者集会の決議に違反する行為をしたことによる損害賠償責任(商法311条ノ2第1項)および利益相反行為に基づく損害賠償責任(同条2

112 平成5年改正商法が、社債管理会社の設置を強制した理由としては、発行会社が社債元利金の支払いを怠り、または支払いを停止した場合に、社債権者が適切な手段を講ずることは事実上困難であること、期限の利益喪失条項が約定されている場合に、期限の利益を喪失させるか否かの判断を社債権者集会の決議に委ねるのは適切でないこと、発行会社の業務および財産の状況を調査する必要がある場合に、個々の社債権者がそれを行うのは不適切と考えられること、危険な社債については、社債の管理を引き受けないことにより、その発行を阻止できることなどが挙げられる。～につき前田(庸)[2000c] 554頁以下、につき稲葉[1985] 1056号4頁。

これに対して、～の理由付けの代わりに、(i)株主平等原則に対応する社債権者平等原則が存在しないことに起因する弊害を緩和ないし除去する制度ではないかという視点、(ii)社債権者に対して商法上、経営参与権が与えられていないため、社債権者の利益を代弁し、しかも発行会社に対し交渉力を有する者を社債管理会社にすることが、社債権者の利益を擁護するのに有効な方法となっているではないかという視点を提示する見解もある。神作[1995] 191頁以下。

113 もっとも、社債管理会社不設置債が少なからず発行されているのが実情である(不設置債の要件は、各社債の金額が1億円を下らないこと、または、社債総額を各社債の金額の最低額で除した数が50未満であることである<商法297条但書>)。1996年1月から1997年9月までに発行された国内公募無担保普通社債581銘柄のうち、439銘柄(約76パーセント)が不設置債という報告もある。寺田・前田[1998] 19頁。

114 特に、倒産手続開始の申立てが含まれるかについては解釈論の対立がある。例えば、社債権者集会決議「必要」説として、吉戒[1993] 1332号29頁、「不要」説(多数説)として、江頭[1995a] 松下[1995] 38頁以下、同[1999] 51頁以下、同[2000] 22頁以下。

115 「公平・誠実義務」とは、社債権者を公平に取り扱わなければならない、社債管理会社の利益と社債権者の利益が相反する場合には、社債管理会社が自己または第三者の利益を図って社債権者の利益を害してはならない義務とされる。前田(庸)[2000c] 558頁。

項)が法定されている¹¹⁶。

(ロ)社債権者集会

社債権者集会は、原則として、支払いの猶予、発行会社の責任の免除、元利払遅延の場合の期限の利益喪失などの法定事項(商法309条ノ2、334条、376条3項)や、社債権者の利害に重大な関係を有する事項で裁判所の許可を得た事項(同319条)について決議することができる¹¹⁷。社債権者集会の決議は、裁判所の認可によってその効力を生じ(同327条1項)総社債権者に対しその効力を生ずる(同条2項)。裁判所は、決議方法が法令等に違反しているとき、決議が不当な方法により成立したとき、決議が著しく不公正なとき、および決議が社債権者の一般の利益に反するときは、決議を認可しないことができる(同326条)。

このように、わが国の商法の規整には、社債権者集会の決議に許可(商法319条)や認可(同327条1項)という裁判所の後見的介入が存在するという特徴がある¹¹⁸。すなわち、社債権者集会の決議の認可・不認可に関して、実体的内容の適正性の判断にまで裁判所の後見的介入を認めている¹¹⁹。こうした裁判所の後見的な介入に対しては、少なくとも倒産手続開始前においては社債権者集会制度について私的自治の範囲の拡大を認めるべきであり、社債権者集会の決議事項を社債契約に定めることを認めるとともに、そうした事項については裁判所の認可を不要とすべきという提案がなされている¹²⁰。

他方、社債権者の交渉力が劣っているとすれば、発行会社との再交渉の可能性を与えることは、社債権者を発行会社の戦略的行動にさらさせる結果、かえって社債権者を害する可能性があるため、社債権者集会決議等を通じた私的自治の範囲を制限する方が、場合によってはむしろ合理的であるとの考え方もあり得よう¹²¹。

116 社債管理会社に関する比較法的な考察については、江頭[1985]、岩原[1993]、黒沼[1999]、同[2000a]参照。また、社債管理に関する一般的な考察として、田頭[1996]、同[1998]を参照。

117 裁判所の許可を受けない社債権者集会の決議もただちに無効ではなく、決議不認可事由の1つになり得るにすぎないと解される。鴻[1958]176頁。

118 社債権者集会の比較法的な考察については、神作[1999]、同[2000]参照。

119 商法における株主総会決議取消事由は、招集の手続または決議の方法が法令もしくは定款に違反し、または著しく不公正な場合(商法247条1項1号)、決議の内容が定款に違反する場合(同項2号)および決議につき特別利害関係を有する株主が議決権を行使したことにより著しく不当な決議がなされた場合(同項3号)に限定されており、裁判所が決議内容にア・プリオリに介入するものではない。もっとも、社債権者集会制度はその機能として株主総会制度とではなく、むしろ破産法における債権者集会制度等と類似していることが指摘される。栗栖[1966]229頁。

120 神作[1999]、同[2000]、社債権者集会の決議事項を社債契約に定めることを認めることについては、信託契約に定めれば決議事項とし得る担保付社債信託法(担信法)58条を参照しつつ、解釈論としての可能性に言及する見解(前田(庸)[1993]1316号24頁)もあるが、商法319条の文言との整合性において、さらなる検討が必要とも考えられる。

121 藤田[1995]245・246頁。例えば、米国の信託証書法では、社債権者の多数決によっても発行会社の責任の免除はできないと規定している。

ロ．経済学（ファイナンス理論）の視点からの分析

経済学（ファイナンス理論）の視点から社債管理会社と社債権者集会を分析するにあたっては、投資家の集合的行為（collective action）の問題に関する議論が重要である。集合的行為の問題としては、「合理的無関心（rational apathy）」の問題と個別投資家の「戦略的行動」の問題が挙げられる¹²²。合理的無関心の問題とは、「必要な情報を収集・分析し適切な判断をするために必要な機会費用（コスト）が、その判断によって受けることができる利益より大きい場合には、合理的な投資家は適切な判断を行うインセンティブを持たない」という問題である。他方、戦略的行動の問題とは、「他の投資家の行動が予測できない状況においては、個別投資家にとって合理的かつ適切な行動であっても、投資家全体としては必ずしも適切な判断とならない場合がある」という問題である¹²³。

このうち、会社の経営悪化時に特に問題となるのは、戦略的行動の問題である。戦略的行動の問題は社債が払戻しを予定された他人資本であることに基づく問題であり、株式については通常生じ得ないとされる。社債権者には「早い者勝ちのルール」があてはまるといわれている。すなわち、発行会社の経営が悪化している局面においては、早く償還を請求した社債権者は、他の社債権者の犠牲のもとに自己の投資を回収できるため、社債権者は戦略的行動をとるインセンティブを有する（この問題は、「コモン・プール（common pool）」や「共有地の悲劇（tragedy of the commons）」と呼ばれることもある）。

こうした社債権者のインセンティブを抑制するため、現行法が認めている制度が、社債管理会社と社債権者集会であるといえる。社債権者集会の存在は、社債権者に集団による意思決定を行わせ、その決定による個別社債権者の行動への制約を認めることにより、個別の社債権者の抜け駆けのインセンティブを抑制するものと捉えることができる。また、社債管理会社を設置することは、社債権者全体をプリンシパルとし、社債管理会社をエージェントとすることにより、個別社債権者の戦略的行動を抑制するものと捉えることができる。もっとも、社債管理会社の設置によって享受し得る利益がその設置によって発生するエージェンシー・コストを上回る場合においてのみ、社債管理会社の存在意義が認められることになる。この観点からは、社債管理会社の設置を法が強制していることには、疑問を呈する余地もあり得ることになる¹²⁴。

122 藤田 [1995] 227-229頁、同 [1996b] 337-339頁参照。個別投資家の専門知識の欠如や判断能力の限界という問題も存在する。

123 藤田 [1995] 222・223頁、同 [1996a] 77-80頁の具体例参照。

124 藤田 [1996b] 341頁。

八．法律学の視点からの分析

(イ) 社債管理会社と株式管理会社

なぜ、社債については社債管理会社が設置され、株式については株式管理会社は設置されないのであろうか^{125, 126}。株式管理会社が設置されていない理由については、以下のような説明が考えられよう¹²⁷。

第1に、権利行使の仕方の定型性に係る理由である。すなわち、社債権者が有する権利は、基本的には、元利金の支払請求権であり、その権利行使の仕方も定型である。したがって、社債管理会社に期待される行為も、期限の利益喪失宣言をする権限など定型なものとなる。これに対して、株主は、多様な権利を有しており、その権利行使の仕方が定型ではなく、株式管理会社が多様な権利を束ねることは容易ではない。

第2に、戦略的行動の問題に係る理由である。前述のとおり、個別投資家の戦略的行動の問題を勘案するのであれば、社債権者には「早い者勝ちのルール」があるものの、株主には「早い者勝ちのルール」がないという差異が存在する。すなわち、社債権者については「コモン・プール」の問題や「共有地の悲劇」といった問題があり、個別の権利行使を制限する必要がある一方、株主については株主平等原則が適用されるため、個別の権利行使という問題がそもそも存在しないという差異が存在する。

第3に、倒産手続における権利行使に係る理由である。倒産手続において、社債権者と同順位の権利者（債権者）は多数存在し、そうした権利者が戦略的な行動をとる可能性がある。社債権者としては、その際の対応策として、社債管理会社を設置して集团的に権利を行使した方が、交渉力が増し、社債権者の利益に資する場合が多い。これに対して、株主は最劣後に取り扱われることから同順位の権利者が存在せず、こうした集团的権利行使の要請はない。

このように社債権者と株主を比較した場合、株式につきその管理会社が設置されていないことにも合理的な理由があると考えられる。ただし、以下のような限定的な場合において、株式管理会社を設置することにも一定の合理性を見出せる場合があり得よう。

125 株式管理会社は諸外国においても制度としてほとんど存在しない。なお、ドイツには「信託合資会社」（Treuhand-Kommanditgesellschaft）が存在する。これは、有限会社が信託合資会社の無限責任社員の地位につき、唯一の有限責任社員である受託者（銀行）がすべての投資家の持分を信託的に管理するものである。神作 [1995] 190頁以下。

126 平成12年に施行された「資産の流動化に関する法律」は、特定目的信託の受益者および委託者の権利行使に関して、株主総会類似の「権利者集会」（179条）の制度を導入している。権利者集会では「代表権利者」を選任でき（193条）、選任された場合にはその代表権利者のみが権利行使することができる（195条1項）と規定する。この代表権利者はここで論じている株主管理会社と同様の意義を有すると考えられる。

127 平成5年商法改正前の議論ではあるが、「株主の場合、発行会社が危なくなっても、会社に株金の払い戻しを請求するとか、会社から担保をとるとかということが出来ない」ことが指摘されたことがある。江頭 [1989] 71頁。

第1に、例えば、株主総会、取締役会や取締役の権限と明示的に抵触しない事務的な事項のみを委託する場合などには、株式管理会社の設置に一定の存在意義が認められる可能性がある。

第2に、株式全体ではなく、優先株¹²⁸等のみに係る株式管理会社（優先株管理会社）を設置する場合である。例えば、社債型優先株については、社債に社債管理会社が必要とされる理由がほぼ同様にあてはまるといえるのではなからうか。すなわち、株主全体という観点からは取締役が株主総会によって選任されたエージェントとして機能するとも考えられるものの、優先株主のみのエージェントは存在しない。米国では、ニューヨーク証券取引所規則（NYSE Listed Company Manual, § 313.00 (c)）により、上場会社については、利益配当の不払いが連続的であるか否かにかかわらず、6四半期相当額の不払いがあった場合には、少なくとも2名の取締役を選任する権利を優先株主に付与することが要求されている¹²⁹。これに対して、わが国では、無議決権優先株の議決権が復活しても（商法242条1項）優先株主は少数株主にとどまることが確実であり（同条3項）取締役会に代表を送り込める可能性は極めて小さいと考えられる。このように考えるならば、優先株主のエージェントとして優先株管理会社を設置することには一定の意義を見出すことも可能であろう。

（ロ）社債権者集会の多数決による少数社債権者の拘束の限界

例えば、個々の社債権者の単独の権利行使を禁止するような提案が社債権者集会の多数決で決議された場合に、その決議は有効であろうか。本節イ（ロ）で述べたとおり¹³⁰、実際にこうした社債権者集会決議が効力を持つためには、裁判所による事前の許可（商法319条）や事後の認可（同327条1項）を経る必要があるため、こうした裁判所の許可や認可に係る基準がいかにあるべきかという問題にもかかわってくる¹³¹。

この点、学説の状況を見ると、個々の社債権者の単独の権利行使を禁止するような社債権者集会の決議であっても、その拘束力を肯定する見解が従来より主張されていた¹³²。これに対して、最近では、個々の社債権者の単独の権利行使を禁止するような社債権者集会の決議の拘束力を原則としては否定し、例外的に、一部の社債権者による発行会社の財産への強制執行がかえって発行会社の継続企業価値

128 優先株については、3章2節イ（41頁）参照。

129 大杉 [1996・1997] 1446号27頁。

130 社債権者集会の決議ではなく、社債契約において個別的権利行使の禁止が約定されている場合には不起訴・不執行特約の1類型であり、当該約定は原則として有効であると考えられる。松下 [1995] 54頁、同 [1999] 62頁。

131 特に認可における、決議が著しく不公正な場合や、社債権者の一般の利益に反する場合（商法326条）に該当するか否かが問題となる。仮に、個別的権利行使を禁止する社債権者集会決議が裁判所で認可されたならば、例えば、個々の社債権者が強制執行を申し立てても、社債権者集会決議の認可決定が執行停止事由（民事執行法39条）となり、強制執行できないことになる。

132 鴻 [1958] 231頁注3。

(going concern value) を減損させる可能性が高い場合や、社債管理会社が社債権者集会決議を得て発行会社と私的整理の合意を試みているときに一部の社債権者が訴えの提起などによりそれを妨害する場合などには、社債権者集会の決議の拘束力を肯定する見解が主張されている¹³³。

個々の社債権者の権利行使を禁止するような社債権者集会決議の拘束力をいかに考えるかという問題は難問であるが、検討にあたっては、戦略的行動の問題の解決をどの程度重視するか¹³⁴、私的整理の合理性をいかなる程度まで肯定するか¹³⁵、さらに社債権者集会決議の効力に関する裁判所の関与のあり方についてどのように考えるかといった視点¹³⁶が有用であろう。

(5) 倒産手続における株式と社債に関する法原理¹³⁷

イ．議論の前提

清算型倒産手続においては、株主と債権者（社債権者を含む）の優先順位は明確に異なる（商法430条、131条）。すなわち、株主は債権者よりも先に事業リスクを負担し、債権者は株主に優先して弁済を受けられる。

他方、再建型倒産手続において、再建計画を裁判所が認可するための実体的要件としては、絶対優先原則と清算価値保障原則の2つがある。絶対優先原則とは、再建型倒産手続においても、清算型倒産手続と同様に、上位の権利者（社債権者）が100パーセントの満足を受けない限り、その下位の権利者（株主）は1パーセントも弁済を受けてはならないという原則である。これに対して、清算価値保障原則とは、上位の権利者に、最低限、清算価値相当額の満足を保障すれば、継続企業価値と清算価値の差額分は下位の権利者に回してもよいという原則である¹³⁸。

133 松下 [1999] 61頁以下、同 [2000] 27頁以下。本文で述べたような場合において、個別の権利行使を禁ずる旨の社債権者集会決議は、禁止が相当の期間に限定されており、かつ個々の社債権者の利益を損なう惧れもない場合には裁判所の認可を経れば有効であると主張する。なお、会社整理（商法384条）や特別清算（同433条）、民事再生（民事再生法31条）における担保権の処遇にも同様の規整がみられる。

134 例えば、個別社債権者の戦略的行動の制約を社債権者集会の存在意義として捉えるのであれば、社債権者集会決議によって個別的な権利行使を制限することはそれだけ正当化されやすいことになる。藤田 [1996b] 338・339頁。

135 例えば、私的整理の合理性を強調するのであれば、私的整理実現の障害となるような個別的な権利行使に一定の制約を設けることの正当性が導かれよう。この点、逆説的ではあるが、法的手続による倒産処理が十分に整備されていればいほど、法的予見可能性が高まり、結果的に私的整理も合理的に機能すると考えられる。

136 平成5年改正前の担信法は社債権者集会決議の認可という制度を持たず、個別の決議無効の訴えに対して裁判所の判断を得る制度とされていた（平成5年改正前担信法57条）。これに対して、商法は社債権者集会決議に対する裁判所の認可という制度をおいている。

137 わが国における法的手続による倒産処理（法的整理）としては、破産、特別清算、会社更生、民事再生および会社整理が存在する。清算型倒産手続としては、破産（破産法）および特別清算（商法）が、再建型倒産手続としては、会社更生（会社更生法）、民事再生（民事再生法）および会社整理（商法）が法定されている。

138 民事再生法は、清算価値保障原則に基づいて立法されている（174条2項4号）。

ロ．経済学（ファイナンス理論）の視点からの分析

ファイナンス理論では、デットのデフォルト時に、「コントロールに関する権利」をエクイティ・ホルダーからデット・ホルダーに移転することにより、経営者の経営努力のインセンティブが引き出されると考えられている¹³⁹。現行倒産法制において、例えば、会社更生手続において債務超過の場合に株主に議決権はないとされる（会社更生法129条3項）ことや、民事再生手続において債権者委員会制度（民事再生法118条）など「債権者自治」が強調される場面があることは、ファイナンス理論における議論と整合的であろう¹⁴⁰。

ハ．法律学の視点からの分析¹⁴¹

（イ）実質的な倒産状態における取締役の忠実義務

実質的な倒産状態において取締役は誰に対して忠実義務を負うべきか、株主の利益を最大化すべきか、債権者（社債権者）の利益を最大化すべきかという問題がある。

立法論としては、会社が債務超過になった時点において、もはや株主は残余財産の引渡請求権を有していないことから¹⁴²、債権者（社債権者を含む）によって取締役を選任させることにするとか、あるいは、株主によって選任された取締役も債権者（社債権者）の利益最大化に資するように行動すべきこと、すなわち、債権者（社債権者）に対して忠実義務を負うことを明示することも考えられる。

もっとも、現実には、債務超過であるかの判断が困難な状況が存在する。例えば、米国には、会社が提訴され、訴訟を継続して敗訴すれば債務超過になり、和解をすれば債務超過にならないという場合に、取締役はどちらを選択すべきかということが問題となった著名な判例¹⁴³が存在する。株主にとっては、訴訟を継続し敗訴しても有限責任である一方、和解をすれば確実に財産が減少することになることから、取締役が株主の利益最大化を目指すのであれば訴訟を継続すべきであり、債権者（社債権者）の利益最大化を目指すのであれば和解すべきということになる。このような場合には、取締役が企業価値の最大化に資する行動をとったか否かを事後的に検証することも考えられよう¹⁴⁴。

139 その場合、会社のデフォルトにより「コントロールに関する権利」を取得したデット・ホルダーは経営者を交代させるであろう。1章3節(4頁)参照。

140 もっとも、実際には、倒産申立てのタイミングについては、情報の非対称性もあり、株主に相当の裁量が残るといわざるを得ない。したがって、株主から社債権者に会社に対するコントロールが移転する前に、株主は多額の利益配当をして会社資産を引き出したり、リスクの高い投資を継続して企業価値を減少させる危険性は否定できないと考えられる。金本・藤田 [1998] 196・197頁。なお、藤田 [1997]、同 [1999b]、Brealey and Myers [2000] 511-513頁も参照。

141 劣後債、永久債に関する倒産手続における法的論点については、補論3参照。

142 株主の責任は有限であるため、株主の得る利益は企業価値と必ずしも同一の動きをしない。企業価値が負債額を上回る場合には、株主の得る利益と企業価値は連動することから、企業価値の最大化が株主の利益にも資することになるものの、企業価値が負債額を下回る場合には、企業価値の最大化は、株主の利益ではなく、社債権者の利益に資することになる。

143 *In re Central Ice Cream Co.*, 836 F.2d 1068 (7th Cir. 1987) および *Credit Lyonnais Bank Nederland, N.V. v. Pathe Communications Corp.*, 1991 Del. Ch. LEXIS 215 (Del. Ch. Dec. 30, 1991) 参照。

144 黒沼 [2000b] 19頁以下も参照。

(ロ) 民事再生法における株主の権利

平成12年に施行された民事再生法においても、会社が債務超過である場合には「コントロールに関する権利」を株主から債権者に移転するとの考え方が基本的に維持されており、再生債務者である会社が債務超過の場合には、株主の株主総会における議決権等が制限されている。例えば、民事再生法は、倒産状態に陥った株式会社の株主は当該会社経営に関心を失い株主総会決議の成立が困難であることや、倒産状態にあることが公になると一般に営業の価値は急速に劣化することから¹⁴⁵、再生債務者である株式会社が債務超過である場合に限り、営業譲渡に必要な株主総会の特別決議に代わる裁判所の代替許可の制度を商法の特例として認めている（民事再生法43条）。

もっとも、民事再生法における増減資に関する規整については、必ずしも合理的には説明できないように思われる¹⁴⁶。すなわち、民事再生手続においては、債権者のイニシアティブにより資本減少をすることができる¹⁴⁷。他方、増資（新株発行）については、民事再生法には商法の特例が定められていないため、商法280条ノ2第1項の定めるとおり、取締役会決議によることになる。この結果、ニュー・マネーの拠出によって既存の株主が株主の地位を実質的に維持したいと考えた場合、再生債務者の財産状況を把握しているのは株主によって選出された経営者であることから、既存株主が事業を不当に廉価で購入できるのではないかという問題が生じる^{148, 149}。

(ハ) 衡平法上の劣後および資本代替的貸付¹⁵⁰

倒産手続においては、債権者は株主より優先的な弁済を受けることが原則となっている。しかし、海外においては、法律上または裁判上の取扱いとして、一定の条件のもとに一部の債権者に対する弁済を他の債権者に対する弁済よりも劣後させ、株式と同順位に取り扱う場合がある。例えば、米国の連邦破産法（Federal Bankruptcy Code）510条(c)は、裁判所の判断により、債権の全部または一部を他の債権の全部または一部に劣後させることができるという「衡平法上の劣後（equitable subordination）」を規定している¹⁵¹。典型的な例は、過少資本のみを出資

145 深山ほか [2000] 1568号15頁。

146 民事再生手続における増減資については、中島（弘）[2001]も参照。

147 民事再生法は、再生債務者である株式会社が債務超過である場合に限って、商法の手続によらずに、再生計画のなかで資本減少の定めをすることを認めている（154条3項、161条、166条1項・2項）。

148 米国においても同様の問題が指摘されている。Bank of Am. Nat'l Trust & Sav. Ass'n v. 203 N. LaSalle St. Partnership, 526 U.S. 434 (1999) 参照。

149 会社更生法においては、更生管財人が更生計画を作成する（189条）ことから、こうした問題は生じにくい。

150 衡平法上の劣後については、松下 [1990・1993] 107巻11号1776頁以下および110巻3号311頁以下を参照。近時のものとして畑 [1996] を参照。

151 判例の示す基準としては、当該債権者が衡平（equitable）でない行為をなしたこと、および当該行為により債務者が不利益を被ったこと、または当該債権者が利益を得たことが挙げられる。高木 [1996] 204頁。

して会社を設立した後に、当該100パーセント株主が他の投資家と同様に社債（債権）の形態で投資する場合（過少資本の事例）であり、こうした場合には支配株主が保有する社債（債権）については他の債権者の債権に劣後させられ、株式と同順位に取り扱われることになる。また、ドイツでも、過少資本会社における事業リスクを事後的に倒産手続のなかで再分配するために、支配株主による貸付債権は、法律上・裁判上の効果として、出資並みの優先順位で扱うべきであるとする「資本代替的貸付（kapitalersetzende Darlehen）」の概念が存在する。

わが国においては、現行法上、「衡平法上の劣後」や「資本代替的貸付」類似の概念は規定されていないほか、判例においても正面から肯定されたことはない。しかし、例えば、前述の過少資本の事例においては、当該支配株主が保有する社債（債権）は、株式（資本）代替的であると捉えられる場合もあり得るため、立法論としては、一定の要件のもとに「衡平法上の劣後」や「資本代替的貸付」類似の概念を認めることも考えられよう¹⁵²。

3. 「証券の設計」に関する法原理（ハイブリッド証券を題材に）

（1）現行商法における規整の特徴（「型アプローチ」）

1章3節で述べたように、ファイナンス理論における「証券の設計」の議論では、すべての証券には「キャッシュ・フローに対する権利」の配分と「コントロールに関する権利」の配分という要素があると捉えられている。こうした「キャッシュ・フローに対する権利」の配分と「コントロールに関する権利」の配分およびその組合せに関するルールとしては、理念的にはどのようなアプローチが考えられるのであろうか。1つのアプローチは、「キャッシュ・フローに対する権利」の配分と「コントロールに関する権利」の配分に関して、法が一定の組合せを定め、そうした一定の「型」のみを許容するアプローチが考えられよう（「型アプローチ」と呼ぶ）。いま1つは、「キャッシュ・フローに対する権利」の配分と「コントロールに関する権利」の配分といった座標軸を設定し、座標軸ごとの規整を付したうえで、その組合せは自由とするアプローチが考えられよう（「座標軸アプローチ」と呼ぶ）。

152 例えば、昭和61年5月15日法務省民事局参事官室「商法・有限会社改正試案 三、15」（『商事法務』1076号）は、「資本金が一定の金額（例えば5,000万円）に満たない株式会社・有限会社にあつては、『発行済株式総数又は資本の2分の1以上の株式・持分を有する株主・社員で、かつ取締役又は取締役の職務執行に重要な影響力を行使する者』の貸付金は、5,000万円から資本金額（及び法定準備金額）を控除した額を限度として、破産、和議及び会社更生の手続において一般の債権に後れて弁済するものとし、その貸付財産は、同じ価額を限度として、現物出資したものとみなして、取戻権（破産法87条）等を制限する。ただし、会社が窮境にあるときの貸付けについては、この限りではない」とする。

それでは、わが国の現行商法では、具体的な証券の設計における「キャッシュ・フローに対する権利」の配分と「コントロールに関する権利」の配分およびその組合せに関して、いかなる規整が存在するのであろうか。

わが国の現行商法の「証券の設計」に関する規整の特徴としては、「型アプローチ」的性格が強いことが挙げられる。すなわち、わが国の現行商法は、ファイナンス理論における「証券の設計」に関する議論における「キャッシュ・フローに対する権利」の配分と「コントロールに関する権利」の配分について、いくつかの一定の「型」を想定しており、そうした「型」から外れるような証券設計を必ずしも許容していないと考えられる。こうした証券設計上の制約は、特に株式について顕著であると考えられる（『証券の設計』に関する法規整の各国比較）については、補論1を参照）¹⁵³。

イ．「キャッシュ・フローに対する権利」の配分に関する規整

わが国の現行商法は、個別の証券の設計における「キャッシュ・フローに対する権利」の配分について、いかなる規整をおいているのであろうか。まず、株式については、株主は配当可能利益が生じた場合にのみ、そこから分配（配当）を受けることができ（商法290条）また会社が解散する等の事情がない限り、原則として払込済みの株金の払戻しを受けることができない。特に、「キャッシュ・フローに対する権利」の配分が異なる株式を発行した場合に、それは現行商法上、「数種ノ株式」¹⁵⁴の発行にあたる。「数種ノ株式」に関するルールについてみると、原則として株式の内容および発行予定株式数を定款へ記載することが要求されている（同222条2項本文）。もっとも、利益配当において普通株よりも優先的な地位が付された利益配当優先株の優先配当額（「株式の内容」）については、定款でその上限のみを定め、具体的な金額の決定を取締役会決議等に委ねることが認められている（同222条2項但書）。

153 なお、そもそもの組織形態について、株式や社債等の形式で資金調達を行う株式会社を選択すべきかあるいはそれ以外の形態を選択すべきかという論点もある。例えば、ベンチャー・ファイナンスについて、米国のLLC（limited liability company）に範をみた柔軟な法規整を導入すべきという見解（宍戸 [1997]、なお、LLCについて詳しくは大杉 [2000a]、同 [2001] を参照）と、株式会社法の改正で対応すべきという見解（大杉・樋原 [2000]）が存在する。ただ、こうした問題を考えるにあたっては、会社法が一定程度の「型」を提供することのメリット・デメリットをいかに捉えるかが重要な論点となろう。

154 講学上、商法が規定する株式としては、優先株・普通株・劣後株、償還株式、転換株式および「議決権なき株式（無議決権株）」があるとされる。普通株は標準となる株式、劣後株は優先株とは逆に劣後的な地位が付された株式、償還株式（222条1項）とは、配当可能利益で消却することが予定されている株式（償還株式の詳細な論点については、菱田 [1962a]、同 [1962b]、同 [1962c]、同 [1963] および矢沢 [1981a] 参照）、転換株式（222条ノ2第1項）とは、会社が数種の株式を発行している場合において、ある種類の株式の株主に他の種類の株式に転換することを請求する権利（転換権）が与えられた株式である（転換株式の主要な論点については、青竹 [1991]、同 [1992]、菱田 [1964]、同 [1965] および矢沢 [1981b] 参照）。なお、転換株式と「議決権なき株式」は商法222条が規定する「数種ノ株式」ではない。

他方、社債については、配当可能利益の有無にかかわらず、利息の支払いを受け
ることができ（商法301条2項4号）また償還期限が来れば元本の償還を受けること
ができる。また、社債の内容については、発行の都度、個別的にその発行契約に委
ねられている。例えば、利息とともに利益の分配を受ける社債（利益参加社債）、
残余財産分配において劣後的な地位を付された社債（劣後債）や償還されない社債
（永久債）について、商法は特段の定めをおいているわけではない。

ロ。「コントロールに関する権利」の配分に関する規整

わが国の現行商法は、個別の証券の設計における「コントロールに関する権利
（議決権）」の配分について、いかなる規整をおいているのであろうか。わが国の会
社法は「コントロールに関する権利」の配分、つまり議決権に関する規整に柔軟性
を欠くことを指摘し得る。例えば、株式について株主平等原則と1株1議決権の原則
が厳格に貫徹されており、複数議決権株が認められていない（商法241条1項）ほか、
例外的に許容されている無議決権株も利益配当優先株に限定されており（同242条1
項本文）、一定期間優先的配当がない場合には、議決権を復活させなければならな
い（同242条1項但書・2項）。また、無議決権株の発行総数は発行済株式総数の3分
の1が上限とされている（同242条3項）¹⁵⁵。さらに、例えば10パーセント以上の議決
権は与えないといった、多数株主の議決権を制限する定款記載も許されないと解さ
れているほか、例えばベンチャー企業において、ベンチャー・キャピタルが取締役
3人を選任し、起業家が取締役2人を選任するといった、ある特定の事項に関して専
ら一部の株主にその決定権を与えることも許されないと解されている¹⁵⁶。

他方、社債については、現行商法に規定はないものの、社債に議決権を付与する
ことは当然に許されないと解釈されている¹⁵⁷。

（2）具体的な証券の設計（利益配当優先株・利益参加社債・劣後債・永 久債）

続いて、個別のハイブリッド証券ごとに、「キャッシュ・フローに対する権利」
の配分と「コントロールに関する権利」の配分はいかに組み合わせられているのか、
商法は「社債的性質を持つ株式」や「株式的性質を持つ社債」の発行をどこまで
許容しているのか、といった問題を分析する。具体的には、「社債的性質を持つ株
式」として利益配当優先株を取り上げ、また、「株式的性質を持つ社債」として利
益参加社債（利益参加性を有する社債）、劣後債（残余財産分配における劣後性を

155 このほか、「コントロールに関する権利（議決権）」に関する規整として、合併等により、ある種類の株
主に損害が及ぶ場合等には、損害を受ける種類株主総会の決議が要求される（商法345条1項、346条、
222条3項）ことも挙げられよう。

156 クラス・ボートイング（種類投票）等については、2章1節（8頁）を参照。

157 ただし、社債への元利金支払いが滞った場合には、当該企業の倒産原因となり、「コントロールに関する
権利」が株主から社債権者へ移行する。2章5節（35頁）参照。

有する社債）および永久債（非償還性を有する社債）を取り上げて分析を行う¹⁵⁸。なお、優先株、利益参加社債、劣後債、永久債等のハイブリッド証券のわが国における発行実績をみると、優先株、劣後債および永久債は、銀行によるBIS規制（自己資本比率規制）対策として発行されるものにほぼ限定されているほか、利益参加社債は発行されていないように窺われる（ハイブリッド証券の発行が盛んでない理由とBIS規制 自己資本比率規制 上のハイブリッド証券の取扱いについては補論2参照）。

イ．利益配当優先株

「キャッシュ・フローに対する権利」の配分において社債的な性質を有しながら、「コントロールに関する権利（議決権）」の配分を受けるといった株式的な性質を維持する証券として、「利益配当優先株」が挙げられる。優先株とは、利益配当（もしくは建設利息の配当）または残余財産の分配について内容の異なる数種の株式が発行される場合に、他の株式に比べて優先的取扱いを受ける種類の株式（商法222条1項）であり、特に、利益配当において優先的取扱いを受ける種類の株式が利益配当優先株である¹⁵⁹。

「キャッシュ・フローに対する権利」の配分についてみると、優先株主に対するある年度の利益配当が定款で定められた一定額または一定割合に達しない場合に、その不足分が次年度以降の利益によって填補される「累積型優先株」と、それぞれの営業年度ごとに打ち切られて次年度以降の利益で填補されない「非累積型優先株」の区別、優先株主に対して定款で定められた優先的内容の利益配当をしてもなお残余の利益があつて普通株主に対しても利益配当をする場合に普通株式とともに利益配当に参加する「参加型優先株」と、それに参加しない「非参加型優先株」の区別がある。また、残余財産分配優先株でもあるか否か、償還型か非償還型か（償還株式：同222条） 転換型か非転換型か（転換株式：商法222条ノ2）によっても区別がある。

158 商法では、転換社債（341条ノ2）および新株引受権付社債（341条ノ8）が規定されているが、これらは一定条件のもとで、株式そのものを取得し得るという意味での「株式的性質を持つ社債」である。本節ではあくまでも、社債であるが株式の有している属性（あるいはその一部）と類似した性格を有するという意味での「株式的性質を持つ社債」を分析の対象とする。藤田 [1999a] 162号40頁参照。

159 優先株の発行実績は、戦前には比較的多数みられたものの、戦後は激減している。戦前に優先株を発行した例は160以上あったが、戦後は、昭和20年代が8社、30年代が10社、その後50年代に2社（日立造船、日本冶金工業）にすぎないとされる。木下 [1991b] 41頁以下。その後、平成2年商法改正により優先株の機動的な発行が期待されたにもかかわらず、現在発行されている優先株はBIS規制（自己資本比率規制）対策として銀行により発行されるものが大勢を占めている（補論2参照）。また、その規模を把握することは困難であるが、最近ではベンチャー・ファイナンスにおいて、優先株の発行が利用される事例もあるようである。ベンチャー・ファイナンスについては、2章1節参照（8頁）。なお、海外における優先株の発行実績等について、洲崎 [1984-1985]、梅本 [1987]、欧米優先株制度調査団 [1988] 参照。最近の米国における発行状況については Frischmann, Kimmel and Warfield [1999] を参照。

他方、「コントロールに関する権利」の配分についても、前節口．で述べたとおり、利益配当優先株については、一定の条件のもとで無議決権とすることが許容されている（商法242条1項本文）。

このように、利益配当優先株は、無議決権型を利用することが可能なこともあって、「キャッシュ・フローに対する権利」の配分と「コントロールに関する権利」の配分の組合せについて、利益配当優先株という「型」の範囲内で相対的に柔軟な証券の設計が可能となっている。もっとも、現行商法が、「キャッシュ・フローに対する権利」の配分に関して、優先配当額の上限の定款記載を要求していることや、「コントロールに関する権利」の配分に関して、無議決権株を利益配当優先株に限定していること¹⁶⁰の理論的な必然性など、なお検討を要する問題もある（優先株発行における定款記載事項として優先配当額の上限が要求される理由は何かという問題と、優先株を初めて発行する場合、優先株の発行価額の水準はいかなる規整に服するかという問題については、補論3参照）。

ロ．利益参加社債

「キャッシュ・フローに対する権利」の配分において、配当可能利益の分配を受けるという株式的な性質を有しながら、「コントロールに関する権利（議決権）」の配分を受けないという社債的な性質を維持する証券として、「利益参加社債」が挙げられる。これまでのところ、わが国では利益参加社債は発行されていないようである^{161, 162}。

利益参加社債とは、「確定利息の支払が保証されているほか、配当可能利益がある場合に一定の条件でその配分にも参加するという形で追加利息を受けることがで

160 商法222条も、利益もしくは建設利息の配当、残余財産の分配および利益をもってする株式の消却についてのみ内容の異なる「数種ノ株式」の発行を認めており、定款への記載をもってしても、議決権に関する「数種ノ株式」を自由に設計することはできない。この点、議決権の復活を規定する商法242条1項但書・2項に関連して、「現行法は、優先配当額と議決権とのいずれかを確保させようとしているフシがあるが、これらを常に引替えに考え無くてはならない論理必然性はあるのであろうか」という指摘がある。藤田 [1996d] 22頁。

161 昭和34年、関東電気工事（現関東電工）が、「利息年6分。ただし会社が年6分以上の利益配当をなす場合は配当率と同率に達するまで追加支払をなす。この追加支払は年4分を限度としてそれ以上は支払わない」との発行条件による総額2億円の利益参加社債の発行を計画したものの、最終的には受託銀行による理解が得られず、発行に至らなかった（『利益参加社債』の発行、結論が出ず遅れる』『商事法務』165号22頁<1960年>、公社債引受協会 [1997] 78頁）。なお、同社債については、追加利息が配当可能利益より支払われるかが明確ではなく、狭義の利益参加社債ではなく、指数社債（脚注163参照）に分類されるべきとの見解も有力である（植村 [1960] 39頁、鴻 [1987b] 122・132頁）。また、海外における発行実績も、必ずしも多いものではない。諸外国の実績については、鴻 [1987c] 146頁以下参照。

162 近時、海外の金融先物・商品先物に投資することにより、先物投資の運用成果が社債権者に還元される「利益参加社債が発行されている」と報道されることがある（日経金融新聞1997年5月16日、同1998年4月3日、公社債月報1998年5月号）。こうした社債は利息の支払いが発行会社の業況にリンクしているものでなく、一種の投資ファンド債であって、本報告書でいうところの利益参加社債に該当するものではないといえよう。

きる社債」¹⁶³である。わが国では、こうした利益参加社債を適法に発行し得るか否かという点について、それを否定する見解（否定説）と肯定する見解（肯定説）があり、法的不確実性が存在することが指摘されてきた¹⁶⁴。

利益参加社債を適法に発行できることを否定する見解は、その論拠として、商法は立法当時既に予想されていた利益参加社債につき特別規定を設けていないこと、商法301条2項4号が社債の利率を社債申込証の記載事項としていること、社債権者が利益の監査をなし得ることにつき特別規定がない限り社債権者の利益保護に欠ける惧れがあること¹⁶⁵などを挙げる。

これに対して、通説的見解である肯定説は、その論拠として、商法に利益参加社債を禁止する規定がないことは、逆にこれを認める趣旨と解することができること¹⁶⁶、商法301条2項4号は、通常社債が確定利息付であることを予想したもので、利息とともに利益を分配することを妨げるものではないこと¹⁶⁷、株主総会における不当決議などに対する社債権者の救済措置が不十分であるとしても、発行会社がこうした不当決議をしないことを社債権者が信頼して引き受けるのであれば問題はないこと¹⁶⁸などを挙げる。こうした肯定説の立場からは、利益参加社債の発行は配当可能利益の処分可能性に制約を課すことから¹⁶⁹、優先株と同様に（商法222条2項）利益参加社債の内容および数（少なくとも利益配当に関する上限額）を定款に記載する（それによって、株主と利益社債権者の利害調整を図る）必要があるとされる¹⁷⁰。

なお、立法論としては、こうした法的不確実性を除去する1つの方法として、利益参加社債に関する規整を確認的に明文化することが考えられよう¹⁷¹。

163 上柳・鴻・竹内（編）[1988] 61頁（上田宏）、藤田 [1999a] 162号43頁。利益参加社債の定義は多義的であるが、本報告書では上記の狭義の意味で用いることとする。利益参加社債と類似する性質を持つ社債として、所得社債（「配当可能利益の発生を条件として、その中からあらかじめ定められた一定の割合に従って収益の分配という形で利息が支払われる社債」）および指数社債（「確定利息のほか株主への利益配当率、売上高総額、生産高などに基づく一定の指数で追加利息が支払われる社債」）が挙げられる。所得社債と利益参加社債との差異は、確定利息の支払いが保証されているか否かにある一方、指数社債と利益参加社債との差異は追加利息の支払財源が配当可能利益か否かにあるとされる。所得社債や指数社債も含めて利益参加社債と呼ぶこともある（広義の利益参加社債）。詳細については、鴻 [1987b] 117頁以下参照。

164 以下は、藤井 [1993] における整理に依拠している。

165 田中（誠）[1994] 1016頁。

166 味村 [1960] 4頁。

167 石井 [1949] 43頁。

168 鴻 [1987b] 131頁。

169 配当可能利益から利息を支払う場合、利息の支払いという形式をとっていても利益処分にあたるが、利益処分として利息が支払われることで、利益参加社債が株式と性質決定されるわけではないと解される。

170 味村 [1960] 7頁、鴻 [1958] 37頁、同 [1987b] 129頁、藤井 [1993] 197頁、森本 [1995a] 340頁、藤田 [1999a] 162号43頁。

171 なお、新株引受権付社債についても、昭和56年改正において商法に明文がおかれる以前からも解釈論として適法に発行できるとする見解が有力に主張されていたにもかかわらず、実際の発行は同改正を待つこととなった。

八．劣後債

「キャッシュ・フローに対する権利」の配分において、残余財産分配において劣後するという株式的な性質を有しながら、「コントロールに関する権利（議決権）」の配分を受けないという社債的な性質を維持する証券として、「劣後債」が挙げられる¹⁷²。

劣後債とは、「債務者（発行会社）に、破産等の一定の事由（劣後状態¹⁷³）が発生した場合には、当該社債の保有者に対する元利金の支払が、他の一定の債権者（上位債権者）に対する債務の支払よりも後順位になるように定められて発行される社債」¹⁷⁴である。わが国では、従前、劣後債を適法に発行し得るか否かという点についての議論がみられたが¹⁷⁵、今日、劣後債の適法性は明確に肯定されており、例えば、金融早期健全化法2条5項は、「この法律において『劣後特約付社債』とは、元利金の支払について劣後の内容を有する特約が付された社債であって、金融機関等の自己資本の充実に資するものとして主務省令で定める社債に該当するものをいう」としており、劣後債の適法性を前提とした規定振りになっている。

劣後債の法的構成としては、理論的には、「権利付与型（劣後状態が発生した場合には、劣後債保有者に対する優先権を直接上位債権者に付与する方法）」および「反射的利益付与型（劣後債を条件付債権と構成し、劣後状態が発生した場合には、上位債権者に対する弁済が完了することを条件に劣後債権者への弁済を行う旨の特約を付けることによって、結果として上位債権者が反射的利益を享受するようにする方法）」が考えられるが¹⁷⁶、わが国の実務では、反射的利益付与型が採用されている¹⁷⁷。また、停止条件の仕組み方を工夫すれば、前述の優先株より劣後す

172 劣後債の発行実績をみると、BIS規制（自己資本比率規制）対策として銀行により発行されることが多い。補論2参照。

173 劣後債における劣後状態発生事由（劣後事由）としては、破産手続、会社更生手続に加えて、民事再生手続創設後の新発債については民事再生手続が列挙されていることが多い。また、日本法によらない破産手続、会社更生手続、民事再生手続またはこれに準ずる手続が外国において行われる場合も規定されている。

174 都銀懇話会 [1991] 30頁。

175 岩村・神田 [1986]、神田 [1987]、劣後債検討研究会 [1988]、高橋・伊佐次 [1990]、都銀懇話会 [1991]。

176 都銀懇話会 [1991] 30頁。米国における劣後債の法的構成は、第三者受益の法理（third party beneficiary）や禁反言の法理（estoppel）を利用して権利付与型の法的構成を採用しているとされる。岩村・神田 [1986] およびそこの参考文献を参照。他方、英国では、上位債権者を受益者とする債権劣後信託（subordinated trust）を利用した権利付与型の法的構成を採用していたが、信託法理上、受益者を永久に特定しないような信託は無効と解されることから、永久劣後債への対応として反射的利益付与型が採用されているようである。神田 [1987] 29頁。

177 権利付与型が採用されていない理由としては、権利付与型の法的構成とすれば、発行会社、劣後債権者および上位債権者の三者契約を締結することが考えられるが、多数の上位債権者の存在を前提にするところした三者契約の締結は実務上困難であること、また、三者契約以外の法的構成としては、発行会社と劣後債権者の二者間で「第三者のためにする契約（民法537条）」を締結することも考えられるが、受益者たる第三者に権利を帰属させるために要求される受益の意思表示（同条2項）を不要とする特約が判例上（大判大正5年7月5日民録22輯1336頁）無効とされているため、こうした「第三者のためにする契約」を利用しにくいこと、を指摘できる。

る「超劣後債（deeply subordinated debt）」を組成することも可能かもしれない¹⁷⁸。なお、こうした劣後債に関する法的問題として、債務超過概念に関する問題および破産手続に関する問題があるが、これらは今後の検討課題として位置付けられよう（補論3参照）。

二．永久債

「キャッシュ・フローに対する権利」の配分について、償還性を有しないという株式的な性質を有しながら、「コントロールに関する権利（議決権）」の配分を受けないという社債的な性質を維持する証券としては、「永久債」が挙げられる。

すなわち、永久債とは、「発行会社が存続している間は（つまり、解散等がない限り）元本を償還しないという内容の社債」¹⁷⁹である。わが国における永久債の発行例をみると、前述の劣後債と組み合わせられ、永久劣後債のかたちで、銀行により発行されている¹⁸⁰。

わが国で発行されている永久債は、償還がまったく予定されていないわけではないこと、また、「いわゆる永久債については、社債申込書及び社債券面に『社債償還の期限』として、例えば『会社を清算するときに償還する』というような記載が付されれば、不確定期限の付された社債として商法上適法であると解される」との政府見解が公表されていることもあって、実務的には永久債の適法性の問題は一応の決着をみている¹⁸¹。もっとも、永久債に関連する法的論点には、理論的には必ずしも十分に解明されていない点もあり、例えば、償還の期限に関する問題、純粹随意条件に関する問題、期限の利益喪失事由等に関する問題、債務超過概念に関する問題等については、なお検討を要するといえよう（補論3参照）。

(3) トラッキング・ストック

本節では、「トラッキング・ストック」¹⁸²について検討する。まず、トラッキング・ストックには、いかなる「キャッシュ・フローに対する権利」と「コントロールに関する権利」が組み合わされているかを探るために、米国における発行事例を紹介する（イ.）。そのうえで、日本法上、米国のトラッキング・ストックと同等あ

178 さらに普通社債、劣後債および普通株式しか存在しない場合に、例えば「普通株式に『一定額』の残余財産の分配がなされること」を停止条件として仕組めば、普通株式と同順位の超劣後債を組成することも不可能ではないかもしれない。

179 神田 [1988] 373頁。理論的には、永久債の内容についてもさまざまなものがあり得ることはいうまでもない。

180 銀行により発行された永久劣後債は、自己資本比率規制上の「負債性資本調達手段」として補完的項目（Tier ）に算入される要件を満たした商品設計となっている。補論2参照。

181 大蔵省平成9年7月31日付新聞発表「金融・証券関係の規制の撤廃等について」（「適法性が確認された永久債の発行 金融・証券分野の規制緩和の進展状況」『商事法務』1466号<1997年>）。

182 経団連「国際競争力ある資本市場の確立に向けて」1999年11月24日、「商法改正への提言」2000年10月17日等を参照。

るいは類似の機能を持つ証券を株式あるいは社債として設計することは可能かという点を中心に分析を行う(口.)¹⁸³。

イ．米国におけるトラッキング・ストックの仕組み

(イ) トラッキング・ストックの概要・特徴・発行目的

トラッキング・ストックとは、利益配当または残余財産分配請求権等が特定の事業部門(ないしは発行会社の子会社)の業績に連動する株式のことである¹⁸⁴。トラッキング・ストック株主は、特定の事業部門の業績に連動(トラック)した利益配当または残余財産分配請求権を有するが、トラッキング・ストックの法的性格は原則として当該発行会社の普通株式(common stock)である。

トラッキング・ストックの特徴を簡単に述べると、以下のとおりである。トラッキング・ストックの配当可能利益は、仮に特定事業部門が独立企業であった場合に計上されるであろう配当可能利益か、または企業全体の配当可能利益のいずれか低い方とされる。また、トラッキング・ストック株主は、「その他の普通株主」¹⁸⁵との関係では特定事業部門の業績に連動した利益配当請求権等を有するものの、社債権者等債権者との関係では劣後的な地位にとどまる。例えば、発行会社解散時には、債権者に弁済した後の残余財産から初めて分配を受けることになる。ただし、会社に対する「コントロールに関する権利」について、トラッキング・ストックは、「その他の普通株主」と区別されるものではない。例えば、トラッキング・ストック株主のみを代表する取締役は存在せず、トラッキング・ストック株主も通常の株主総会において「その他の普通株主」とともに取締役選任決議を行い、そこで選任された取締役は全株主を代表する取締役となる(詳しくは、後述(口)参照)。

米国でトラッキング・ストックが初めて発行されたのは、1984年にジェネラル・モーターズ(以下、GM)がエレクトロニック・データ・システム(以下、EDS)を吸収合併する際に旧EDS株主に対して発行したものであるとされている。GMのトラッキング・ストック発行後、1984年から96年までに14社、20件のトラッキング・ストックの発行例があるとされる。近年発行されるトラッキング・ストックは、インターネット関連事業やバイオ関連事業等の成長産業と呼ばれる事業に連動する

183 なお、本研究会終了後、わが国においてもトラッキング・ストック類似の機能を狙った株式の発行事例が出てきている。ソニー「(プレスリリース)ソニーコミュニケーションネットワーク(株)を対象とする子会社連動株式発行決議に関するお知らせ」2001年5月15日(<http://www.sony.co.jp>)、「トラッキング・ストック発行のための定款変更事例」『資料版商事法務』2001年1月号、関谷[2000]等参照。また、こうした株式の上場基準については東京証券取引所のウェブサイト(<http://www.tse.or.jp>)参照。

184 The President's Fiscal Year 2000 Budget Proposal (February 22, 1999)。トラッキング・ストックは、アルファベット・ストック(alphabet stock)、レター・ストック(letter stock)、ターゲットティッド・ストック(targeted stock)とも呼ばれることがある。Hass [1996] 2090頁、橋本 [1999] 203頁参照。

185 以下では、トラッキング・ストック株主以外の株主を便宜的に「その他の普通株主」と記述する。なお、当該企業が特定事業部門の業績に連動するトラッキング・ストックを発行した場合、理論的にはその他の株主は、当該特定事業部門「以外」の事業部門の業績に連動するトラッキング・ストック株主ということになる。

ものであることが多い。

トラッキング・ストック発行の最大の目的は、複数の事業部門を有する多角化企業（diversified company）の市場価値が、各事業部門の市場価値の総和よりも低く評価される状態、すなわち「コングロマリット・ディスカウント」の解消にあると考えられる。トラッキング・ストック発行がこうしたコングロマリット・ディスカウントの解消に資する理由としては、特定事業部門の経営情報が市場に開示されることから、原則として業種別に分析を行っているアナリストの分析対象となり（アナリスト・カバレッジの問題）、また新規投資家の関心を喚起できることなどが挙げられる¹⁸⁶。

コングロマリット・ディスカウントを解消するための手法として、ファイナンス論がこれまで指摘してきたものとしては、スピン・オフ（spin-off＜会社分割＞）が挙げられる¹⁸⁷。しかし、スピン・オフとトラッキング・ストック発行を比較した場合に、スピン・オフのデメリットとして、税務上、黒字部門と赤字部門の損益金の相殺ができないこと、会社が複数に分割されることで、経営管理コストが上昇すること、企業規模が縮減することから、敵対的企業買収の対象となる可能性があること、などが指摘される¹⁸⁸。トラッキング・ストックの発行においては、発行会社が法的に分割されるわけではないため、スピン・オフに伴うデメリットを一定程度回避することができる¹⁸⁹。

（ロ）トラッキング・ストックの具体的な仕組み¹⁹⁰

a. トラッキング・ストック株主の「キャッシュ・フローに対する権利」 利益配当請求権、残余財産分配請求権等

（a）トラッキング・ストック株主の利益配当請求権

トラッキング・ストックの配当可能利益は、仮に当該特定事業部門が独立企業で

186 Billett and Vjih [2001] 2頁、中島（達）[2000] 1550号26頁参照。また、トラッキング・ストック発行のその他のメリットとしては、特定事業部門に關係する役職員の報酬をトラッキング・ストック株価と連動させることによりインセンティブの向上を図れることや、吸収合併における消滅会社株主にトラッキング・ストックを割り当てるというスキームに利用できることなども挙げられる。

187 このほか、エクイティ・カーブ・アウト（子会社株式公開）が挙げられることも多い。なお、子会社株式公開を計画している親会社が、子会社株式公開までの準備期間に、一時的に親会社のトラッキング・ストックを発行する場合もある。

188 Hass [1996] 2108-2111頁、中島（達）[2000] 1551号40頁参照。ただし、1999年以降のトラッキング・ストック発行増加の最大の理由は税制上の理由といわれている。

189 トラッキング・ストック発行が期待どおりの効果を生むものかについての評価は分かれる。すなわち、トラッキング・ストック発行公表直後の短期的なパフォーマンスが良好であることは実証分析においても一致するもの（Logue, Seward and Walsh [1996]、Billett and Mauer [2000]、D'Souza and Jacob [2000]、Elder and Westra [2000]、Zuta [1999] 参照）。長期的なパフォーマンスにおいては、スピン・オフと比較して（スピン・オフと株価変動との実証分析については、Cusatis, Miles and Woolridge [1993]、Desai and Jain [1999] を参照）トラッキング・ストックは必ずしも良好でないという実証分析も存在する（Billett and Vjih [2001] 参照）。

190 後掲図表2「主要トラッキング・ストックの概要」および補論4を参照。

あった場合に算出されるであろう配当可能利益か、当該企業全体の配当可能利益のいずれか低い方であるとされる。すなわち、トラッキング・ストックが連動する事業部門だけの業績が好調であっても、他の事業部門が大幅赤字である場合には、米国の州会社法上の配当規制が当該発行会社全体にかかるため、トラッキング・ストック株主も利益配当は受けられないことになる。

(b) トラッキング・ストック株主の残余財産分配請求権

トラッキング・ストック株主は、社債権者等債権者との関係では「その他の普通株主」と同様に劣後的な地位にとどまり、発行会社解散時には、債権者に弁済した後の残余財産からしか分配を受けることができない。株主間の残余財産分配請求権の決定方法としては、一定時点（例えば、清算の直前の一定期間）におけるトラッキング・ストックと「その他の普通株式」それぞれの時価総額の比率で分配する方法や、トラッキング・ストック発行時に固定比率を定めておく方法がある。

(c) トラッキング・ストック株主のその他の権利

トラッキング・ストックの連動対象である当該特定事業部門の資産について実質的的全部譲渡¹⁹¹または全部譲渡が行われた場合には、トラッキング・ストック株主は、特別配当請求権（special dividend）、株式買取請求権・株式償還請求権（redemption）または「その他の普通株式」への転換権（conversion）のうち、いずれかの権利を有するケースが多い。

b. トラッキング・ストック株主の「コントロールに関する権利」 議決権

トラッキング・ストックの議決権の決定方法としては、トラッキング・ストックの時価と「その他の普通株式」の時価との比率でトラッキング・ストックの1株当たりの議決権が決定される方法（時価変動型、例えば、補論4のUSウエスト社）、トラッキング・ストックと「その他の普通株式」との議決権の割合が一定値に固定されている方法（固定型、例えば、トラッキング・ストックも「その他の普通株式」も1株1議決権とするタイプ）、原則としてトラッキング・ストックは無議決権とする方法（無議決権型）等が挙げられる。

c. トラッキング・ストック発行会社の権利

トラッキング・ストック発行会社は、15～30パーセントのプレミアムを付すことで、トラッキング・ストックを「その他の普通株式」に転換する権利を有するケースが多い。また、トラッキング・ストック発行会社は、特定事業部門の総資産と総負債を発行会社の100パーセント子会社に譲渡した場合には、当該子会社株式を割

191 資産の「実質的的全部譲渡」とは、公正価額を基準として資産の80パーセント以上を譲渡した場合と定義されることが多い。

り当てて、トラッキング・ストックを償還する権利（当該子会社株式とトラッキング・ストックの交換権）を有する場合もある。

ロ．日本法上の分析

（イ）わが国におけるトラッキング・ストックの発行可能性を巡る法的論点

わが国の会社法上、米国のトラッキング・ストックと同等あるいは類似の機能を持つ証券を設計することは可能であろうか。以下では、「優先株（利益配当優先株）」を利用するケース、利益参加社債を利用するケースおよび子会社株式転換社債を利用するケース、を検討する。

a. 「優先株（利益配当優先株）」を利用するケース

まず、「優先株（利益配当優先株）」¹⁹²（商法222条1項）を利用したトラッキング・ストックの発行可能性が考えられる¹⁹³。その場合の法的論点について、米国におけるトラッキング・ストックの特徴のうち、「キャッシュ・フローに対する権利」の配分に関するものとして、利益配当請求権、残余財産分配請求権および転換権・償還権、「コントロールに関する権利」の配分に関するものとして議決権の面から分析する。

（a）「キャッシュ・フローに対する権利」の配分 （利益配当請求権）

米国のトラッキング・ストックの利益配当は、特定事業部門の業績（当該事業部門を1つの会社と擬制した場合の純利益等）を反映する一定の計算式によって算出される¹⁹⁴。これと機能的に同等な、あるいは類似する証券を優先株として構成する場合には、利益配当の優先的内容を定款に記載する必要がある（商法222条2項）¹⁹⁵。もっとも、その内容については、優先配当額の上限のみを記載することで足りる（商法222条2項但書）とされている。そこで、以下では、いかに優先配当額の上限を定款に記載すべきかという問題について検討する。あわせて、優先配当額の具体的な定め方（例えば、特定事業部門の業績に連動する一定の計算式で表示すること

192 「優先株（利益配当優先株）」については、本章2節イ（41頁）および補論3参照。

193 日本法上、複数種類の「普通株式」は発行できないことを前提とするならば、種類株（例えば優先株）を利用するしかないということになる。

194 米国と同様に、わが国においても商法上の配当規制（商法290条）に反することが許されないことはいうまでもない。すなわち、トラッキング・ストックが連動する特定の事業部門の業績が好調であっても、発行会社全体として配当可能利益がゼロである場合には、トラッキング・ストック株主への利益配当を行うことは違法である。したがって、商法上の配当規制の範囲内で、トラッキング・ストックの配当可能利益が算定されることが求められる。

195 なお、優先株の「優先」とは、利益配当の順序において普通株式の株主に対し優先性を有していることを指すものであり、結果として優先株主への利益配当が普通株式の株主より少額になることは優先性と矛盾しないと解されている（川見 [1996] 1435号7頁）。

の可否)についても検討する。

まず、優先配当額の上限の定め方であるが、定款に優先配当額の上限の記載を求める商法222条2項但書の趣旨は、定款に優先配当額の上限が記載されることによって、普通株主に対して優先株主に配当される額の上限を示すことにあるとされる¹⁹⁶。この点、特定の事業部門の業績を示す一定の計算式を定款に記載しても、普通株主は利益配当優先株への配当額の上限を知ることは困難であるため、こうした計算式のみでの記載は優先配当額の上限の記載とは認められないものと考えられる。したがって、トラッキング・ストックを発行する際にも、優先配当額の上限の記載は確定金額であることが必要であろう。優先配当額の上限の記載として確定金額が要求される場合に、トラッキング・ストックが連動する特定の事業部門がハイリスク・ハイリターンであれば、優先配当額の上限を高く設定せざるを得ないが、こうした優先配当額の上限の記載が許容されるか否かが問題となる。この点は、優先配当額の上限の設定方法には商法上の明文の制約はなく、定款の記載にあたって株主の多数の承認を得ているのであるから(商法343条)、合理的な範囲内の金額であれば、上限の設定が高くとも許容されよう¹⁹⁷。

次に、取締役会決議によって定められる発行条件のなかでの具体的な優先配当額の上限の定め方について、優先配当額を特定の事業部門の業績を反映する一定の計算式で表示することが認められるか否かについて検討する¹⁹⁸。平成2年商法改正において、利益配当優先株を発行する際の優先配当額の定款における記載は上限のみの記載で足りる(商法222条2項但書)とされた趣旨は、取締役会の決議により具体的な優先配当額を定めてよいとすることで、機動的な優先株の発行を認めることにあるとされる¹⁹⁹。したがって、優先配当額を特定の事業部門の業績を反映する一定の計算式で表示することにより、機動的な発行が可能になるのであれば、平成2年商法改正の趣旨に反しないものと考えられ、上限を確定金額で記載すれば、具体的な優先配当額を確定金額とせずに特定の事業部門の業績を反映する一定の計算式で表示することも認められよう²⁰⁰。

196 神田 [1989] 8頁、前田(庸) [2000c] 91頁参照。また、補論3参照。

197 河本ほか [1990] 1226号12頁(大谷発言)参照。なお、上限の定めがあまりにも不合理で、およそ上限としての評価をすることができないようなものである場合には、多数決の濫用を理由として、株主総会の決議の取消事由となり、あるいは決議の内容が法令に違反するものとして決議無効の原因となることもあるとされている。大谷 [1991] 129頁参照。

198 その他の具体的な定め方としては、優先配当額は一定の少額の確定金額のみを付し、計算式を参照して参加割合を調整する方法や、同様に優先配当額は一定の少額の確定金額のみを付し、計算式を参照して他の株式への転換権の内容を調整する方法なども考えられる。加藤 [2000] 1558号38・39頁参照。

199 上柳・鴻・竹内(編) [1992] 144頁(山下友信)参照。

200 なお、実務においても、1995年に金利を指標とする計算式(銀行間スワップ・レートに連動<5年物円・円スワップ・レート+1.0パーセント>)で優先配当額を表示する利益配当優先株を大和銀行が発行した例がみられる。山一証券経済研究所 [1996] 48頁参照。

(残余財産分配請求権)

前述のように、米国におけるトラッキング・ストックの残余財産分配請求権の決定方法としては、清算時におけるトラッキング・ストックと普通株式それぞれの時価総額の比率で分配する方法や、トラッキング・ストック発行時に固定比率を定めておく方法がある。こうした残余財産の分配の定め方がわが国においても認められるかについては、必ずしも明らかではない。この点、発行会社の清算可能性が皆無とみなし得る場合には、トラッキング・ストックの残余財産分配請求権について、普通株式と同等の取扱いとするとおけば十分であるとの考え方もあり得よう²⁰¹。

(転換権および償還権)

米国のトラッキング・ストックでは、普通株式や子会社株式への転換権や償還権が付されている場合が多い。そこで、普通株式への転換権や償還権に関してわが国の商法上の問題がないかを検討する²⁰²。

まず、普通株式への転換権であるが、わが国の商法における転換株式は転換権が株主にあることを前提としている（商法222条ノ2第1項参照）ものの、期限の到来や条件成就による普通株式への強制転換条項は有効と解されており²⁰³、例えば、特定事業部門の営業譲渡や会社分割を一斉強制転換の停止条件として仕組みば、米国のトラッキング・ストックと近似する商品設計をすることは可能であろう。

次に、償還権についてであるが、わが国の商法においても、発行会社が一方的に償還する強制償還、株主の要求により発行会社が償還の義務を負う義務償還や発行会社と株主の合意により償還する任意償還も認められると解されており²⁰⁴、金銭による償還の場合には、商法上の償還株式（222条1項）の規定を適用ないし類推適用することが可能であろう²⁰⁵。

(b) 「コントロールに関する権利」の配分 議決権

前述のように、米国のトラッキング・ストックの議決権の付与方法には、時価変動型、固定型および無議決権型が存在する。しかし、わが国の商法は、1株に1議決権を付与することを原則とし（商法241条1項）、利益配当優先株についてのみ無議決権株式（同242条1項）が例外的に認められるにすぎない。したがって、時価変動型や固定比率が1：1以外の固定型については、その発行が認められる余地はない。また、無議決権型のトラッキング・ストックを利益配当優先株として構成する場合には、議決権の復活（242条1項但書、2項）に関する考慮が必要になる。

201 ここで「清算」とは会社が債務超過でないにもかかわらず解散される場合を指す。

202 加藤 [2000] 1558号39頁以下参照。

203 上柳・鴻・竹内（編）[1986] 337頁（植村啓治郎）。

204 上柳・鴻・竹内（編）[1986] 325頁以下（菅原菊志）。

205 もっとも、例えば、米国でみられるような子会社株式による償還が現行法上認められるかについては、必ずしも明らかではない。

b. 利益参加社債を利用するケース

米国におけるトラッキング・ストックの類型においては、無議決権型トラッキング・ストックも存在する。わが国において、社債権者に議決権を与えることは許されないと解されるため、こうした無議決権型を前提とするならば、端的に本章2節で述べた利益参加社債を利用することも考えられよう。すなわち、特定事業部門の業績を反映する一定の計算式に従って利息が支払われるような利益参加社債を設計すれば、トラッキング・ストックと同様のキャッシュ・フローを持つ証券を組成することができる²⁰⁶。

c. 子会社株式転換社債を利用するケース

米国におけるトラッキング・ストックの発行例のなかには、トラッキング・ストック発行会社は持株会社にすぎず、特定事業部門の実際の事業活動は子会社によって行われているという事例が少なからず存在する（例えば、補論4のUSウエスト社）。そこで、特定事業部門の事業活動が子会社によって行われている場合に、当該子会社株式への転換権を付した社債を利用することにより、トラッキング・ストックと同様のキャッシュ・フローを持つ証券を組成することも考えられよう²⁰⁷。

子会社株式転換社債と構成する場合に、そもそも子会社株式転換社債は商法上の「社債」といえるのであろうかという問題がある^{208, 209}。この点、社債を「金銭の給付を目的とする有価証券」と捉えた場合²¹⁰に、子会社株式転換社債が金銭の給付を伴わず、子会社株式の給付を目的とするものであるならば、当該有価証券は商法上の社債に該当しないとも考えられる²¹¹。しかしながら、子会社株式転換社債におけ

206 前述のとおり、利益参加社債はわが国の商法上発行が許容されるか否かについては議論がある。本章2節口（42頁）参照。

207 なお、子会社株式転換社債の転換権が行使されれば、親会社の持株比率は低下することになる。

また、子会社（特定事業部門）の業績が好調で子会社の純資産価額が増加している場合、社債の償還時に当該発行会社（親会社）に会計上損失が認識される可能性がある。関谷 [2000] 8頁参照。

208 ここで分析対象としている子会社株式転換社債は、最近発行が増加している、いわゆる「他社株転換社債（EB: Exchangeable Bond）」の特殊な形態とも考えられる。平成12年1月に公表された日本公認会計士協会『金融商品会計に関する実務指針（中間報告）』によれば、他社株転換社債とは、「第三者（上場株式または店頭公開株）の発行する株式に転換する権利を付した社債」と定義されている（パラグラフ356）。なお、他社株転換社債のなかには、発行会社ではなく社債権者が転換権を保有している点に特徴がある「交換社債」が含まれる（東京証券取引所は平成12年4月に交換社債市場を創設した〈神山 [2000]を参照〉）。

209 商法341条ノ2以下に規定される「転換社債」は、社債発行会社自身の株式への転換権が与えられた社債に限定されると考えられることから、子会社株式転換社債は、商法上の「転換社債」には該当しないといえよう。上柳・鴻・竹内（編）[1989] 2頁（鴻 常夫）。なお、子会社の株式への転換権を付した社債を親会社と子会社で合同発行（商法304条）できれば、商法上の「社債」性の問題は回避できる可能性はあろう（芝原 [2000] 35頁参照）。

210 前田（庸）[2000c] 553頁参照。

211 商法上の「社債」に該当しない場合には、社債に関する商法296条以下の規定の適用がないこととなる。また、商法上の「社債」でないとされた場合に、証券取引法上の有価証券に該当するためには、証券取引法2条1項4号の「社債券」の概念を広く捉えるか、同条2項11号に基づき、政令指定を受けることが必要になるものと考えられる。もっとも、商法上のすべての規定が適用されないわけではなく、「金銭其他ノ物又ハ有価証券ノ給付ヲ目的トスル有価証券」を前提とする商法518条や519条の適用は妨げられないであろう。なお、前田（庸）[1999b] 14-18頁参照。

る子会社株式の給付を、子会社株式による代物弁済（民法482条）と構成し²¹²、社債申込証の記載事項における「社債償還ノ方法及期限」（301条2項5号）において、一定の条件が成就した場合に、金銭の給付に代えて子会社株式で代物弁済するとの代物弁済の予約ないし停止条件付代物弁済契約を定めれば²¹³、子会社株式転換社債はあくまでも金銭の給付を目的とする有価証券である（したがって、商法上の社債に該当する）と捉えることができよう²¹⁴。

（ロ）トラッキング・ストック株主と普通株主の利害調整を巡る法的問題

前記（イ）では、わが国の現行商法上、米国のトラッキング・ストックと機能的に同等な、あるいは類似する証券を組成できないかという視点から分析を行ったが、米国のトラッキング・ストックと同様な証券をわが国に導入する場合には、他にも検討すべき法的論点が存在する。とりわけ、当該証券の保有者（前述のとおり社債として設計される可能性もあるが、ここでは、トラッキング・ストック株主と呼ぶ）と普通株主との間の利害調整を巡る法的問題は重要であり、以下では、この観点から、会計・開示に関する問題、取締役の忠実義務等に関する問題および利益処分権限の問題について若干の分析を加える。

a. 会計・開示に関する問題

トラッキング・ストックにおいては、特定事業部門の業績に連動して利益配当や残余財産の分配が行われるため、その前提として、特定事業部門の業績が公正に算出・測定される必要がある。この点は、子会社の業績に連動するトラッキング・ストックよりもむしろ発行会社内部の特定事業部門の業績に連動するタイプのトラッキング・ストックの場合に問題となり得よう。また、特定事業部門とその他の事業部門が企業内での取引をしたり、資金融通をする際に、その取引価格等が公正でなければ、一方の事業部門から他方に利益が移転することになり、特定事業部門のトラッキング・ストック株主と普通株主との間に利害対立が生じる。

こうした問題を解決するために、米国では、トラッキング・ストックを発行する際には、トラッキング・ストックの価値が連動する特定事業部門に関する財務諸表をGAAP（Generally Accepted Accounting Principle：一般に認められた会計原則）に

212 森（順）[1995]27頁以下。

213 代物弁済の予約とは、債務者が期限に弁済をしないときには、当事者の双方または一方が特定の目的物をもって代物弁済をなし得る契約内容である場合をいう。停止条件付代物弁済契約とは、債務者が期限に弁済をしないときには、目的物の所有権が当然に債権者に移転する契約内容である場合をいう。於保[1972]397頁参照。なお、このような代物弁済の予約ないし停止条件付代物弁済契約を定めれば、代物弁済に要求される債権者の承諾（民法482条）の要件は満たされるであろう。

214 子会社株式転換社債が証券取引法の「有価証券」に該当する場合に、例えば、募集に関する開示をどの範囲で行うべきか（発行会社に関する情報に加えて、子会社の情報も開示すべきか）といったことも問題となる。

従い作成することが求められている²¹⁵。わが国でも、トラッキング・ストックを発行する会社は、特定事業部門に関する財務諸表を企業会計原則等に基づいて公正に作成し、それを開示することなど、会計・開示面で相応の措置をとることが求められよう²¹⁶。

b. 取締役の忠実義務等に関する問題

近年、米国では、トラッキング・ストック株主が取締役の信認義務違反を追及した事例に関する判例²¹⁷が登場している。わが国の商法も、取締役に対して、善管注意義務（商法254条3項、民法644条）や忠実義務（商法254条ノ3）を課しており、トラッキング・ストックの発行が可能となった場合には、トラッキング・ストック株主と普通株主の利害調整に対して取締役がいかに対処すべきかが問題となり得よう。種類株主（商法222条）との関係においても取締役の善管注意義務や忠実義務が排除される理由はないと解されており、トラッキング・ストック株主と普通株主との利害調整は、こうした従来型の種類株主と普通株主との利害調整と同様の問題を含んでいると考えられる²¹⁸。しかしながら、「特定事業部門の価値の最大化」を追求するトラッキング・ストック株主と「企業全体あるいは特定事業部門以外の価値の最大化」を追求する普通株主の利害は、その対立が先鋭化する場面もあり得る点に留意する必要がある²¹⁹。

215 米国証券取引委員会（Securities and Exchange Commission、以下SEC）は、トラッキング・ストックの発行に係る開示の明確化を要求しているようである。Hass [1996] 2091頁、SEC Division of Corporation Finance “Current Issues and Rulemaking Projects (November 14, 2000)” 参照。

216 会計上の利益操作性の問題については、補論2参照。例えば、補論4のUSウエスト社の場合、持株会社がトラッキング・ストックを発行しており、事業子会社ごとに財務諸表が作成されるかたちとなっている。

217 代表的な判例として、ジェネラル・モーターズ（GM）の判例があり、当該事案では、トラッキング・ストック株主が取締役（およびGM）に対して、定款上の権利侵害、信認義務違反、情報開示義務違反を主張したものである（いずれも却下）。In re General Motors Class H Shareholders Litig., 734 A.2d 611 (Del. Ch. 1999) ; Solomon v. Armstrong, 746 A.2d 277 (Del. 2000) 参照。

218 現行商法における取締役の忠実義務（商法254条ノ3）に関しては、取締役はすべての普通株主に対して忠実義務を負わなければならないと同時に、種類株主がいる場合に、取締役が特定の種類株主に対してのみ忠実義務を負うことも許されないと解される。もっとも、株式に極めて近い性質を持つ社債の所持人との関係においては、忠実義務がいかに取り扱われるかは明確ではない。論理的には（i）「こうした証券も自由に設計してよく、取締役が忠実義務を負わないことも問題ない」、（ii）「こうした証券も自由に設計してよいが、取締役は忠実義務を負わなければならない」、（iii）「取締役に忠実義務を負わせることができないので、こうした証券を設計してはならない」という3つの可能性が考えられる。

219 なお、補論4のUSウエスト社の目論見書においても「取締役の信認義務については、必ずしも解決できていない問題である」と明示されている。

図表2 主要トラッキング・ストックの概要

		株主の権利				発行企業の権利	
		配当 (dividends)	議決権 (voting rights)	資産の全部譲渡の場合の権利 (right on disposition)	清算する場合 の権利(right on liquidation)	転換権 (conversion at option of company)	子会社株式で償還 (redemption in exchange for stock of subsidiary)
Ralston Purina Co. (1993 < 発行年 >) ・ Missouri州法人 ・ ペットフード等の製造 販売業、ペーカリー事業	Ralston-Ralston Purina Group Common Stock (RPG Stock) (普通株)	あり	1株1議決権	なし	時価総額(時価* 発行済株式数) でpro rata	なし	あり
	Ralston-Continental Baking Group Common Stock (CBG Stock)(ペーカリー事業)	あり	時価変動 *	特別配当、 株式買取請求、 RPG Stockに10%のプレミアム交換		RPGに15%のプレミア ムで転換可能	あり
Ocean Energy Inc. (1994) ・ Texas州法人 ・ ガス事業	Seagull Common Stock(普通株)	あり	1株1議決権	明示されていない	時価総額(時価* 発行済株式数) でpro rata	明示されていない	明示されていない
	ENSTAR Alaska Stock (アラスカにおけるガス事業)	あり	時価変動	特別配当、 株式買取請求、 Seagull Common Stockに10%の プレミアムで交換		Seagull Common Stock に15%のプレミアムで 転換可能	あり
US West(1995) ・ Delaware州法人。ただし、 トラッキング・ストック を発行する前はColorado 州法人 ・ 通信事業	Communications Stock (通信事業)	あり	1株1議決権	特別配当、 株式買取請求、 Media Stockに10%のプレミアムで交換	(残余財産に対し て)1株1Unit	Media Stockに等価転 換可能	あり
	Media Stock (CATV等マルチメディア事業)	当面なし	時価変動	特別配当、 株式買取請求、 Communications Stockに10%の プレミアムで交換	(残余財産に対し て)1株0.8Unit	Communications Stock に15%のプレミアムで転 換可能(段階的にプレミア ムを低下)	あり
American Health Properties Inc.(1995) ・ Delaware州法人 ・ 医療機関施設等の不動 産投資事業	Common Stock(普通株)	あり	1株1議決権	なし	時価総額(時価* 発行済株式数) でpro rata	なし	なし
	Psychiatric Group Preferred Stock (psychiatric hospitalsに対する 投資事業)	あり	時価変動	特別配当、 株式買取請求、 Common Stockに5%のプレミアム で交換		Common Stockに15% のプレミアムで転換可能 等	なし
CMS Energy Corp. (1995) ・ Michigan州法人 ・ 電気・ガス・石油事業	CMS Energy Common Stock (普通株)	あり	1株1議決権	なし	株式数でpro rata	なし	なし
	Class G Common Stock (ガス事業)	あり	1株1議決権	CMS Energy Common Stock に10% のプレミアムで交換		CMS Energy Common Stockに15%のプレミアム で転換可能	あり
Pittston Co. (1995) ・ Virginia州法人 ・ ホームセキュリティ事業、 国際航空貨物事業、石炭 等鉱物資源開発事業	Pittston Brink's Group Common Stock (ホームセキュリティ事業)	あり	1株1議決権	なし	株式数でpro rata (発行時は55%)	なし	明示されていない
	Pittston Burlington Group Common Stock (国際航空貨物事業)	あり	1株1議決権 (2年ごと見直し)	Pittston Brink's Group Common Stock に15%のプレミアムで交換	株式数でpro rata (発行時は28%)	Pittston Brink's Group Common Stockに15% のプレミアムで転換可能	明示されていない
	Pittston Minerals Group Common Stock (石炭等鉱物資源開発事業)	あり	1株1.5議決権 (2年ごと見直し)	Pittston Brink's Group Common Stock に15%のプレミアムで交換	株式数でpro rata (発行時は17%)	Pittston Brink's Group Common Stockに15% のプレミアムで転換可能	明示されていない

「デットとエクイティに関する法原理についての研究会」報告書

Circuit City Stores Inc. (1996) ・Virginia州法人 ・新車中古車販売、家電、 雑貨販売	Circuit City Stock (家電販売)	あり	1株1議決権	特別配当、株式買取請求、Carmax Stockに10%のプレミアムで交換	1株1Unit	Carmax Stockに15%のプレミアムで転換可能	あり	
	Carmax Stock (新車・中古車販売事業)	当面なし	時価変動	特別配当、株式買取請求、Circuit City Stockに10%のプレミアムで交換	1株0.xUnit(Carmax Stockの時価等により調整)	Circuit City Stockに15%のプレミアムで転換可能	あり	
Genzyme Corp. (1997) ・Massachusetts州法人 ・遺伝子工学を利用した 事業	Genzyme General Division Common Stock(GGD Stock)(普通株)	現状なし	1株1議決権	明示されていない	1株100Unit	明示されていない	明示されていない	
	Genzyme Molecular Oncology Division Common Stock(GMO Stock)(ゲノムプロジェクトに関する事業)	当面なし	時価変動	特別配当、株式買取請求、GGD Stockに30%のプレミアムで交換	1株25Unit	GGD Stockに30%のプレミアムで転換可能	明示されていない	
	Genzyme Tissue Repair Division Common Stock(GTR Stock)(遺伝子治療に関する事業)	当面なし	時価変動	特別配当、株式買取請求、GGD Stockに30%のプレミアムで交換	1株58Unit	GGD Stockに30%のプレミアムで転換可能	明示されていない	
Donaldson Lufkin & Jenrette Inc. (1999) ・Delaware州法人 ・投資銀行業	DLJ Common Stock (普通株)	あり	1株1議決権	明示されていない	時価総額(時価*発行済株式数)でpro rata	明示されていない	明示されていない	
	DLJdirect Common Stock (オンライン・ディスカウント・ブローカー業)	当面なし	通常なし(法律上、議決が求められる場合は、1株1議決権)	特別配当、株式買取請求、DLJ Common Stockに10%のプレミアムで交換		DLJ Common Stockに25%のプレミアムで転換可能(段階的にプレミアムを低下)	あり	
Tele Communications Inc. (1996) ・Delaware州法人 ・通信事業、マルチメディア事業	TCI Group Common Stock (普通株)	Series A TCI Group Common Stock	当面なし	1株1議決権	明示されていない	時価総額(時価*発行済株式数)でpro rata	なし	なし
		Series B TCI Group Common Stock	当面なし	1株10議決権	明示されていない	時価総額(時価*発行済株式数)でpro rata	なし	なし
	Liberty Media Group Common Stock(マルチメディア事業)	Series A Liberty Media Group Common Stock	当面なし	1株1議決権	特別配当、株式買取請求、Series A TCI Group Common Stockに10%のプレミアムで交換	時価総額(時価*発行済株式数)でpro rata	Series A TCI Group Common Stockに等価転換可能	あり
		Series B Liberty Media Group Common Stock	当面なし	1株10議決権	特別配当、株式買取請求、Series A TCI Group Common Stockに10%のプレミアムで交換	時価総額(時価*発行済株式数)でpro rata	Series B TCI Group Common Stockに等価転換可能	あり
	Telephony Group Common Stock(通信事業)	Series A Telephony Group Common Stock	当面なし	1株1議決権	特別配当、株式買取請求、Series A TCI Group Common Stockに10%のプレミアムで交換	時価総額(時価*発行済株式数)でpro rata	Series A TCI Group Common Stockに等価転換可能	あり
		Series B Telephony Group Common Stock	当面なし	1株10議決権	特別配当、株式買取請求、Series B TCI Group Common Stockに10%のプレミアムで交換	時価総額(時価*発行済株式数)でpro rata	Series B TCI Group Common Stockに等価転換可能	あり

備考：* 時価変動とは、普通株の時価とトラッキング・ストックの時価の比率でトラッキング・ストックの1株当たりの議決権が決定されることを示す。以下、同じ。

c. 利益処分権限の問題

米国においては、取締役会が利益処分権限を有することから、例えば、トラッキング・ストックに対してのみ不当に利益配当を行わない場合に、取締役の義務違反を追及できること等がトラッキング・ストック株主の保護策として機能していると考えられる。これに対して、わが国の商法は利益処分権限を株主総会に留保していることから、トラッキング・ストックへの利益配当に関する利益処分案が株主総会で否決された場合の利害調整方法をいかに考えるかといった問題があり、今後の検討課題である。なお、これに関連して、「配当可能利益がある限り、株主総会は、少なくとも優先配当部分については、その支払いをする旨の決議をしなければならない」といった定款記載の有効性について議論がある。有効説は、こうした定款記載によって当然に優先株主に利益配当請求権が発生するものではないが、利益処分権限を有する株主総会で優先配当をしない旨の決議がされた場合には、それは定款違反となり、決議取消事由となる（商法247条1項2号）とする。他方、無効説は、こうした定款記載はそもそも株主総会の利益処分権限を制約するものであり、無効であるとする。

4 . おわりに

本報告書では、会社が遭遇するさまざまな局面（創業、資金調達、再編、経営悪化、破綻等）における株主や社債権者等の利害調整ルール等を巡る問題や、優先株、利益参加社債、劣後債、永久債、トラッキング・ストック等のハイブリッド証券に関する「証券の設計」の問題を題材に、「キャッシュ・フローに対する権利」と「コントロールに関する権利」が投資家（株主、社債権者、ハイブリッド証券保有者）間でいかに配分されているかという視点を軸とした分析を行った。本章においては、こうした分析を踏まえ、今後の資本市場法制や金融法制のあり方を考えていくうえで特に重要と思われる論点をあらためて提示することで、本報告書を総括することとしたい²²⁰。

(1) 「型アプローチ」に代えて「座標軸アプローチ」を採用すべきか

経済実体として株式と社債の接近がみられるほか、経済学（ファイナンス理論）においては、株式と社債の中間的な商品が株式に該当するか、社債に該当するかについて厳密な定義を追求するアプローチはとられていない。これに対して、わが国

220 商法(会社法)改正の動向については、例えば、前田（庸）[2000b]や前田（庸）ほか[2000]を参照。

の会社法では、株式に適用される規整と社債に適用される規整とが異なっており、両者を厳密に区別するアプローチが採用されているほか、「証券の設計」に関して、「型アプローチ」（「キャッシュ・フローに対する権利」の配分と「コントロールに関する権利」の配分に関して、法が一定の組合せを定め、そうした一定の「型」のみを許容するアプローチ）が採用されているとみることができる。

3章で述べたとおり、こうした「証券の設計」に関する「型アプローチ」がハイブリッド証券を設計する際の制約となっていることは否定できない²²¹。例えば、転換社債や新株引受権付社債には商法上一定の「型」が用意されている一方、利益参加社債については「型」が用意されていないことを理由として、利益参加社債の発行を否定的に捉える学説も存在している（3章2節口参照）。また、「型アプローチ」を前提とすると、米国におけるトラッキング・ストックと同等の、あるいは類似の機能を持つ証券を現行法下で設計できるか否かを検討するにあたって、こうした証券が利益配当優先株や社債などの一定の「型」にあてはまるかという点をスタート・ポイントとせざるを得ない（3章3節参照）。

この点、より柔軟な証券設計を可能とするためには、「座標軸アプローチ」（「キャッシュ・フローに対する権利」の配分と「コントロールに関する権利」の配分といった座標軸²²²を設定し、座標軸ごとの規整を付したうえで、その組合せは自由とするアプローチ）を採用することも選択肢としてはあり得よう。こうした「座標軸アプローチ」を採用するならば、かなり柔軟な証券設計が可能となろうが、「座標軸アプローチ」の採用の可否および同アプローチにおける具体的な規整を考えるにあたっては、「投資家の『限定合理性』²²³をどの程度勘案すべきか（例えば、投資家は将来の事態すべてを予見することはできないといったことをどの程度勘案すべきか）」という視点、すなわち、「自由かつ柔軟な『証券の設計』を認めつつ、市場における淘汰に任せれば十分なのか、それとも投資家の『限定合理性』を重視し、投資家保護のための規整を整備する必要があるのか」といった視点が必要であろう。

（2）会社法の規整によるべきか、取引所制定ルールの規整によるべきか

一定程度の規整が必要とされる場合にも、例えば、会社法と取引所制定ルールの

221 また、劣後債や永久債が、社債という「型」に含まれていることを重視せざるを得ないことから、こうした社債は「キャッシュ・フローに対する権利」の配分の観点からはむしろ「株式」に類似しているにもかかわらず、債務超過概念の判断において、債務概念に含まれるか否かの柔軟な解釈の隘路になっている可能性もある（補論3参照）。

222 さらに「市場性」といったその他の軸が必要となる可能性もある。「市場性」という座標軸からは、証券市場での取引の円滑化を図るべく、証券の設計において画一化・標準化を要求するルールが規定されることになる。後述2節で述べるように、こうしたルールを会社法が規整すべきか、取引所制定ルールで規整すべきか、という問題がある。

223 限定合理性については脚注16参照。

役割分担をいかに考えるか²²⁴、また、これまでの会社法においてほとんど存在しなかった「公開会社か、非公開会社か」という区別による規整内容の差異を設けるべきか^{225, 226}、といった点も今後の検討課題と位置付けられよう。

もっとも、「会社法の規整によるべきか、取引所制定ルールの規整によるべきか」という議論については、例えば、ベンチャー企業のように、取引所に上場する前のガバナンスをいかに調整すべきかという問題が存在すること（2章1節参照）に留意すべきであろう。また、取引所制定ルールについては、証券取引の電子化を背景とする「代替的取引システム（ATS / PTS Alternative / Proprietary Trading System）」（証券取引法2条8項7号）の発展や、証券取引所の株式会社化（同101条以下）など、取引所自体の性格が変化してきていることも勘案する必要がある。

（3）議決権に関連するルールをより柔軟にすべきか

上記1節で述べたような、より自由度が高く柔軟な証券の設計を認める場合、特に、現行会社法の厳格な議決権に関するルールをどの程度緩和できるのかが問題となろう。例えば、株主平等原則と1株1議決権の原則はどの程度緩和できるのか、より具体的には、複数議決権株、無議決権株や「議決権が変動するタイプのトラッキング・ストック」（3章3節参照）などをいかなる条件のもとでどこまで認めるのか、といった諸点が今後の検討課題と位置付けられよう。

また、会社の発展段階に応じて、デットとエクイティに関する法規整に異なるルールを許容することの是非も問題となろう。例えば、会社の創業期におけるベンチャー企業においては、ほぼ完全に自由な証券設計を可能としたり、クラス・ボートティング（種類投票）を認めたり、多数株主の議決権を制限するような定款記載を許容することの是非、あるいは、経営悪化している会社については、社債権者にも

224 米国と比較した場合、わが国では、「証券の設計」に関するルールが専ら会社法で規定され、取引所制定ルールは限られた意義しか有してこなかったと考えられる。例えば、無議決権普通株に関する規整が典型的である。すなわち、わが国では、商法の規定により、無議決権株は利益配当優先株に限定されている（商法242条1項本文）。これに対して、米国では州会社法レベルでは無議決権普通株に関する規整は存在しないものの、ニューヨーク証券取引所がその上場規則により、無議決権普通株を発行している会社の株式の上場を認めない時期があった（現在では無議決権普通株の上場も認められている〈NYSE Listed Company Manual § 313.00(B)を参照〉）。より一般的には、わが国の取引所は、米国の取引所と異なり、上場会社に対してコーポレート・ガバナンス・スタンダード（corporate governance standards）等の制約を課してこなかった。これは、こうした規整は商法によるべきとする暗黙の慣行があったからと考えられる。これに対して、米国の取引所は、歴史的にも、会社法を補完するようなルールを定めるべきというスタンスにあったとされる。

225 「上場」概念を利用する規整としては、例えば、単位未満株に関する昭和56年改正商法附則（15条、17条、19条）や、株式の消却の手續に関する商法の特例に関する法律（2条、4条）といったものが挙げられる程度である。

226 なお、公開会社・非公開会社法の議論に関しては、近時、公開会社法を念頭においた法規整の充実が提唱されている。上村〔1999〕、同〔2000a〕、同〔2000b〕、森本〔2000b〕、経団連「商法改正への提言」2000年10月17日等を参照。

一定の「コントロールに関する権利（取締役の選任権等）」を付与することを許容し得るか、といった点も検討に値しよう（2章1節および5節参照）。

（4）株主総会と取締役会の権限配分をいかに調整すべきか

上記1節でも述べたとおり、株式であるか社債であるかに応じて、異なる法規整が適用される場面が少なからず存在する。例えば、無議決権優先株への利益配当と社債への利払いとは、普通株主に対する配当可能利益の減少につながるという意味では同質的であるにもかかわらず、株主への利益配当を含む利益処分については、株主総会の承認が必要である一方、社債への利払いについては株主総会の承認は必要とされていない²²⁷。

この点、わが国の現行会社法は、配当可能利益とされたものの処分については株主総会の権限であるというスタンスをとっているものとみられるが、今後、株主総会や取締役会のあり方や、株主総会と取締役会の権限配分について再考していく余地もあろう。その場合に、例えば、機動的な資金調達の実現を重視し、取締役会への権限配分が拡大されるときは、株主の取締役選任権がより重要なものとなるほか、事後的な取締役に対する責任追及をより実効的なものとする必要も生じよう（2章1～3・5節および3章3節口（ロ）b.参照）。

（5）一般的な事後規整による利害調整をいかに考えるべきか

わが国の会社法の特徴として、株主代表訴訟や第三者による取締役に対する責任追及などの一般的な事後規整による利害調整方法に限界があることを指摘できる。この点、米国ではクラス・アクション制度が存在しており、一般的な事後規整によるエンフォースメント・メカニズムが十分に機能している。他方、わが国には、例えば有利発行規制という比較法的にもかなりユニークな規整が存在する（2章2節参照）。各国の法制度を比較する場合には、規整の「相互補完性」の視点が不可欠である。個々の規整をみる限りにおいて、わが国の規整に比較して、例えば米国における一般的な事後規整が優れているように窺われる場合があるとしても、制度全体でみた場合の効率性はただちには判断できないことが少なくない²²⁸。わが国における有利発行規制による規整と米国におけるクラス・アクション制度を通じた一般的な事後規整（取締役に対する責任追及）のいずれのエンフォースメント・メカニズムが優れているかは、極めて評価の難しい問題であるといえよう。

227 3章3節口（ロ）c.(57頁)および補論3（利益配当優先株の「定款記載事項」に関する分析）を参照。

228 岩原〔2000〕11頁は「外国の法制の背後にあるインフラ等を考慮しない観念的な外国法制の模倣にならないように配慮する必要がある」としている。

補論1. 「証券の設計」に関する法規整の各国比較

(1) 米国

比較法的にみた場合に、「型アプローチ」を廃止している例が米国である。すなわち、米国模範事業会社法 (Model Business Corporation Act <1984>)²²⁹では、株式 (§§6.01以下参照) について「優先株」や「普通株」との区分を廃止し、「クラス (class)」という概念を導入したうえで、無制限の議決権を有する株式と無制限の残余財産分配請求権を有する株式がなければならないという最低限の規整 (§6.01 (b)) を有するのみとなっている²³⁰。また、償還性については、旧模範事業会社法では発行会社がコール・オプションを有する償還株式は明文で禁止されており、株主がプット・オプションを有する償還株式も規定がないため発行できないと解釈されていたが、現在の模範事業会社法では、両者とも認められているほか、転換性についても、従来は、下位の証券から上位の証券に転換すること (upstream conversion) は禁止されていたが、現在の模範事業会社法では許容されている。なお、社債については、その発行可能性に言及する規定 (§3.02(7)) や議決権の付与を禁止する規定 (§7.21(a)) がおかれているにとどまっている。

(2) フランス

フランスでは、原則として「型アプローチ」を採用してきた。すなわち、フランス商事会社法 (Loi n°66-537 du 24 juillet 1966, sur les sociétés commerciales) では、転換社債 (obligations convertibles en actions)、発行済株式に交換できる交換社債 (obligations échangeables contre des actions) および優先株に関する規定のみが定められていたが、1978年改正により、わが国と同様に優先株についてのみ無議決権株 (actions à dividende prioritaire sans droit de vote) の発行が認められた。また、1983年改正により、分離型の新株引受権付社債 (obligations avec bons de souscription d'actions) の発行が認められたほか、規制産業のみに発行が認められる劣後債的性格を持つ参加証券 (titres participatifs) や株式に認められる権利のうちの金銭上の権利のみを表章する投資証券 (certificats d'investissement) とそれ以外の権利を表章する議決権証券 (certificats de droit de vote) の発行が可能とされた。しかしながら、そうしたフランスにおいても、1985年改正において、複合有価証券 (valeurs

229 米国模範事業会社法は、アメリカ法曹協会 (American Bar Association) によって作成され、現在35州以上で実質的に利用されている。同モデル法は、1984年に大改正がなされ、若干の改正はあるものの、現在も84年版が利用されている。

230 無制限の議決権と無制限の残余財産請求権は1つの株式に両方帰属する必要はなく、クラスA株式が無制限の議決権を有し、クラスB株式が無制限の残余財産請求権を有していてもよいとされる。米国模範事業会社法のオフィシャル・コメント (§6.01 Official Comment 2) 参照。

mobilières composées)に関する一般規定がおかれ、そのもとで、実務的にはフランス証券取引委員会 (Commission des Opérations de Bourse、COB) が関与しつつ、株式で償還される社債 (会社がプット・オプションを持つ) や結合企業における親会社株式転換社債などが発行されており、ある程度「型アプローチ」を後退させているといえよう。

(3) ドイツ

ドイツでは、「株式」について「型アプローチ」を維持している。他方、「社債」については「型アプローチ」を採用しておらず、また議決権を付与することは認められていない。こうしたなかで、利益参加が認められた債権ないし証券として、享益権 (Genußrecht) ないしそれを有価証券化した享益証券 (Genußschein) があり、これらを利用することによって、自由度の高い証券設計が可能となっている。すなわち、享益権とは、第1に会社に対する債務法上の請求権にほかならず社員法上の地位ではないこと、第2に、それにもかかわらず享益権者には社員に帰属するような典型的な財産権が認められること、という2つの特徴を持つ権利である。享益権を有価証券化した享益証券は、1980年代以降、金融機関のほか、一般事業法人においても自己資本比率向上を企図して盛んに発行されている。享益権や享益証券の内容は、利益または残余財産分配に対する請求権や、利益参加権、損失を負担する義務や新株引受権の有無や態様等に関して非常に多様であるが、通説では「利益および損失の両方に参加するもの」と定義されており、したがって、株式と享益権の差異は、社員法上の地位であるか、債務法上の請求権であるかに帰着することになる²³¹。享益権は債務法上の請求権であり、自由に有価証券化でき、証券取引法上も享益証券は有価証券にあたる (証券取引法2条1項1号) とされているほか、基本的に契約自由の原則が適用される (通説・判例)²³²。株式類似の享益証券については、「優先株式でなければ無議決権株式とできない」という強行規定の潜脱ではないかという見解も主張されているが、少数説にとどまっている。

231 享益権者は匿名組合員であるという見解も主張されているが、匿名組合員に要求される「共同の目的」が享益権者間には存在しないことから通説・判例においては否定的に捉えられている。

232 享益権者には、会社法上の保護と約款規制法上の保護が与えられている。まず、現在の会社法には、資本増加による水割りの危険からの享益権者保護に関する規定 (株式法216条3項)、享益権の引受権の保障と排除に関する規定 (同221条4項、186条) および 合併・分割における享益権者の地位の保障に関する規定 (組織変更法23条) という、株主保護規定とほぼ同様の享益権者保護規定がおかれている。また、享益権は、約款に基づいて画一的に契約が締結されるので、約款規制法の適用があり、投資家にとって著しく不公正な条項はその効力が否定される (通説・判例)。具体的には、 抛出した額を超えて損失を負担する旨の条項、 損失が生じたらただちに享益資本が控除され、後から損失が補填されても享益権が復活しない旨の条項、 享益権の存続期間が長期あるいは永久である旨の条項、 基本資本の減資と同じ割合で享益資本を減少する旨の条項等に対して、約款規制法の適用により条項の効力が否定されることが判例法理として確立している。

図表A-1 議決権に関する規整の各国比較

<p>無議決権株</p> <p><u>わが国</u>では、11株以上を有する株主の議決権を制限することや、名義書換後6ヶ月を超えない株主には議決権を付与しないことが可能であった時期もあった（昭和25年改正前商法241条1項但書）ものの、現行商法においては無議決権株は利益配当優先株に限定されている（現行商法242条1項本文）。</p> <p><u>米国</u>や<u>英国</u>の会社法では無議決権株を優先株に限定する規整は存在しない（米国模範事業会社法 < Model Business Corporation Act (1984) > § 6.01 (c)(1)、デラウェア州会社法 < Delaware General Corporation Law > §§ 151 (c) , 212 (a)、英国会社法 < Companies Act (1985) > § 125 ）。また現在では、ニューヨーク証券取引所も、無議決権普通株式の上場を認めている（NYSE Listed Company Manual § 313.00 (B) ）。</p> <p><u>フランス</u>や<u>ドイツ</u>の会社法では無議決権株を優先株に限定する規整が存在する（フランス商事会社法 < Loi n° 66-537 du 24 juillet 1966, sur les sociétés commerciales > 177-1条、269-1条、ドイツ株式法 < Aktiengesetz > 139条1項）。もっとも、フランスでは、株式に認められる権利のうち金銭上の権利のみを表章する投資証券（certificats d'investissement）とそれ以外の権利を表章する議決権証券（certificats de droit de vote）の発行が可能である（商事会社法283-1条）ほか、定款によって、各株主が総会において行使する議決権の数を制限したり（同177条）、10株を超えない範囲の最低数の株式を有することを通常総会参加の要件とすることも可能である（同165条）。また、ドイツでも、享益権（Genußrecht）ないしそれを有価証券化した享益証券（Genußschein）を利用することにより、実質的に無議決権株類似の証券を設計することが可能となっている。</p>
<p>複数議決権株</p> <p><u>わが国</u>では、複数議決権株は認められていない（商法241条1項）。</p> <p><u>米国</u>や<u>英国</u>では少なくとも会社法レベルでは複数議決権株も認められている（米国模範事業会社法 § 6.01(c)(1)、デラウェア州会社法 §§ 151(c)、212(a)、英国会社法 § 125 ）。</p> <p><u>ドイツ</u>では1998年に複数議決権株を廃止したものの（株式法134条1項）、<u>フランス</u>では明示的に複数議決権株が認められている（商事会社法175条）。</p>
<p>社債権者に対する議決権の付与</p> <p><u>わが国</u>では、社債権者に議決権を付与することは許されないと解されている。</p> <p><u>米国</u>では、模範事業会社法 § 7.21 (a) は、社債権者への議決権付与を禁止している。なお、デラウェア州会社法 § 221は社債権者への議決権付与を認めているが、その限りにおいて社債権者は株主とみなされるという規定振りになっている。</p> <p><u>英国</u>、<u>ドイツ</u>、<u>フランス</u>においても、社債権者に議決権を付与することは認められないと解されている。</p>

補論2．ハイブリッド証券の発行が盛んでない理由とBIS規制（自己資本比率規制）上のハイブリッド証券の取扱い

（1）ハイブリッド証券の発行が盛んでない理由

優先株、利益参加社債、劣後債、永久債等のハイブリッド証券のわが国における発行実績をみると、優先株や劣後債、永久債は、銀行によるBIS規制（自己資本比率規制）対策として発行されるものにほぼ限定されているほか、利益参加社債は、発行されていないように窺われる²³³。こうしたハイブリッド証券の発行が盛んでない理由としては、経済学（ファイナンス理論）の視点からは、以下の4点を指摘できよう²³⁴。

第1に、ハイブリッド証券は、その「証券の設計」において「画一性」を欠く可能性がある点である。従来のファイナンス理論からは、普通株式や普通社債といった典型的な証券がポピュラーである理由は必ずしも明らかではないが、1つの考え得る説明としては、証券市場での取引を想定する場合、当該証券の「市場性」を維持するためには、ある種の「画一性」を持った証券設計が要求されるということであるのかもしれない。

第2に、会計上の利益には操作可能性が存在する一方で、ハイブリッド証券保有者（投資家）には、普通株主のように取締役選任権等の「コントロールに関する権利」が付与されていないため、ハイブリッド証券保有者（投資家）と発行会社間のエージェンシー・コストが大きくなってしまいう点である。一般に、普通株式型の契約（equity contract）では、そのキャッシュ・フロー（返済額）は企業の業績により変動するものの、債務者に対する何らかの「コントロールに関する権利」を有することで返済を担保するのに対して、普通社債型の契約（負債契約：debt contract）では、返済額を固定額として約定し、約定が破られた場合には倒産処理に移行することにより返済を担保している。この点、本報告書で取り上げているハイブリッド証券は、企業の業績により返済額が変動したり、倒産処理への移行を普通社債権者のようには主張できないにもかかわらず、「コントロールに関する権利」が付与されておらず、返済を担保する仕組みが必ずしも準備されていないと考えられる。

第3に、社債の形態でのハイブリッド証券については、その保有者（投資家）には、株主と異なり、残余財産請求権が付与されていない点である。普通株式は残余財産に対する請求権をも表章しており、仮に発行会社が利益配当をせずに未配当利

233 諸外国におけるハイブリッド証券の発行実績については、国ごと、時期ごとの差異はあるものの、達観すれば、ハイブリッド証券の発行が普通株式や普通社債の発行を凌駕しているわけではないようである。

234 以下の点のほか、わが国の実務においては、定額配当政策が存在する点も、こうしたハイブリッド証券の発行が盛んでない理由の1つとして指摘できよう。すなわち、普通株式に対して定額配当が慣行化されているため、ハイブリッド証券の特徴を活かしくなっているといえよう。

益を留保しても、それは最終的には残余財産となるため、普通株主の有する価値は増加する。他方、例えば、利益参加社債は残余財産請求権を表章しておらず、留保された未配当利益に対してコントロールを及ぼすことができないため、仮に発行会社が利益を分配せずに留保した場合、ハイブリッド証券保有者（投資家）の有する価値が増加するわけではない。

第4に、理論的には、投資家にとっては、普通社債と普通株式さえ存在していれば、それらとその派生商品を組み合わせることにより、いかなるキャッシュ・フローでも設計できる点である。したがって、こうしたハイブリッド証券に対するニーズはさほど強くないとも考えられる。

（2）BIS規制（自己資本比率規制）上のハイブリッド証券の取扱い

上述のように、ハイブリッド証券の最近の発行実績をみると、銀行によるBIS規制（自己資本比率規制）対策のもの（いわゆる公的資本注入²³⁵として発行されたものを含む）が多い²³⁶。以下では、わが国における、BIS規制（自己資本比率規制）上のハイブリッド証券（優先株および劣後債・永久債）の取扱いについて整理する（銀行法14条の2、「銀行法第14条の2の規定に基づき自己資本比率の基準を定める件」<平成5年3月31日大蔵省告示55号>および金融庁事務ガイドライン参照）。

イ．優先株

自己資本比率規制対策として発行される優先株は、上記告示上、「非累積的永久優先株」、「累積的永久優先株」および「期限付優先株」に分類される。「非累積的永久優先株」は、自己資本のうち基本的項目（Tier 1）に分類され、自己資本に無制限での算入が可能である。「累積的永久優先株（「負債性資本調達手段（hybrid debt capital instruments）」）」は、補完的項目（Tier 2）に分類され、基本的項目（Tier 1）の額まで（マーケットリスク規制を勘案した場合には、「基本的項目（Tier 1）マイナス 準補完的項目（Tier 2）」の額まで）自己資本に算入可能である。さらに、「期限付優先株」についても補完的項目（Tier 2）に分類され、基本的項目（Tier 1）の50パーセントを限度として自己資本に算入可能（ただし、残存期間が5年になった時点で毎年20パーセント減価される）である。

235 「金融機能の安定化のための緊急措置に関する法律」および「金融機能の早期健全化のための緊急措置に関する法律」に基づき、優先株や（期限付、永久）劣後債による公的資本注入が行われている。

236 なお、米国において1999年に成立したグラム・リーチ・ブライリー法（Gramm-Leach-Bliley-Act of 1999, Pub. L. No. 106-102, 113 Stat. 1338）は、劣後債を利用した銀行監督に関するフィージビリティ・スタディを行うことを要求しており、これを受けて連邦準備制度理事会（FRB）および財務省は報告書（Board of Governors of the Federal Reserve System and United States Department of the Treasury [2000]）を発表している。

ロ．劣後債・永久債

自己資本比率規制対策として発行される劣後債²³⁷は、上記告示上、「永久劣後債務」と「期限付劣後債務」に分類される²³⁸。「永久劣後債（「負債性資本調達手段」）」は、補完的項目（Tier 1）に分類され、基本的項目（Tier 2）の額まで（マーケットリスク規制を勘案した場合には、「基本的項目（Tier 2）マイナス 準補完的項目（Tier 3）」の額まで）自己資本に算入可能である。他方、「期限付劣後債務」についても補完的項目（Tier 1）に分類され、基本的項目（Tier 2）の50パーセントを限度として自己資本に算入可能（ただし、残存期間が5年になった時点で毎年20パーセント減価される）である。

なお、自己資本への算入が認められる負債性資本調達手段の要件としては、「無担保で、かつ、他の債務に劣後する払込済のものであること」、「償還されないものであること」（ただし、(i)「当該償還等が債務者である銀行の任意によるもの」、かつ(ii)「当該償還等を行った後において当該銀行が十分な自己資本比率を維持することができると思込まれるとき」もしくは「当該償還等の額以上の額の資本調達を行うとき」に限り償還等を行うことができるものは、例外とされる）、「業務を継続しながら損失の補てんに充当されるものであること」および「利払いの義務の延期が認められるものであること」の4つが要求される。

237 従来は、長短分離政策のもと、邦銀本体での社債発行が不可能であったことから、邦銀の海外子会社が普通社債を発行した後、当該社債の元利金の支払いについて、邦銀が社債権者に対し劣後特約付の保証債務を負うとともに、社債発行代わり金を邦銀が当該海外子会社より劣後ローンとして借り入れていた。もっとも、平成9年6月より、邦銀本体での劣後債発行が認められたことを受けて、福岡銀行によって国内初の劣後特約付転換社債（9月）が、住友銀行によって国内初の劣後特約付普通社債（11月）が、それぞれ発行された。日本経済新聞1997年8月27日、同1997年10月3日、公社債月報1997年11月号、同1998年1月号。

238 自己資本比率規制対策として発行される場合でも、「劣後」の定義については、銀行法および「銀行法第14条の2の規定に基づき自己資本比率の基準を定める件」には明示されていない。なお、事務ガイドラインでは、金融早期健全化法に基づいて発行される劣後債について、「少なくとも破産及び会社更生といった劣後状態が生じた場合には、劣後債権者の支払い請求権の効力が一旦停止し、上位債権者が全額の支払いを受けることを条件に劣後債権者の支払い請求権の効力を発生する、という条件付債権として法律構成することにより、結果的に上位債権者を優先させる契約内容がある旨の記載がある」（「1-3-1届出書の記載内容のチェック」）ことが要求されている。

補論3．ハイブリッド証券に関する法的論点

(1) 利益配当優先株に関する法的論点

わが国における優先株の発行事例が依然として限定的であるため、実務・判例・学説の蓄積もその途上にあり、優先株に関連する法的論点も多岐にわたっているが、ここでは、イ．優先株発行における定款記載事項として優先配当額の上限が要求される理由は何かという問題と、ロ．優先株を初めて発行する場合、優先株の発行価額の水準はいかなる規整に服するかという問題を取り上げて整理する²³⁹。

イ．定款記載事項

まず、優先株発行における定款記載事項として、優先配当額の上限が要求される理由は何かという問題がある²⁴⁰。平成2年改正前商法222条2項は、数種の株式を発行するときには、定款でその株式の内容および数を定めることを要求しており、利益配当優先株の優先配当額についても、定款で具体的に定める必要があった。これが機動的な優先株発行の隘路となっていると指摘されていたことから、平成2年改正商法では、利益配当優先株の内容のうち優先配当額は定款で上限だけを定めればよいこととされ（商法222条2項但書）²⁴¹、具体的な優先配当額は原則として取締役会の決議で定めればよいこととされた（同280条ノ2第1項1号）。そこで、理論的には、優先配当額の上限の定款への記載が要求されている理由は何かという点が問題となる。

この点、配当可能利益の算出までは取締役会の責任と権限であり、いかなる利率で社債を発行するかは取締役会で決定できるが、わが国の現行商法は利益処分権限を株主総会に留保しているので、その処分方法については株主が権限を持たざるを得ず、せめて優先配当額の上限は定款に記載する必要があるという説明がなされている²⁴²。また、社債や借入金については自己資本比率の低下や担保の制約から実質的に歯止めがかかる可能性があるが、優先株についてはこうした歯止めがかかる可

239 実務的な問題の所在については、鳥本 [1993]、大杉 [1996・1997] を参照。

240 なお、定款には、第1に「公示性」、第2に将来の株主に対する「拘束性」、第3に厳格な手続に服させることによる「変更の困難性」の3つの機能があるといわれることがある。

241 優先配当額の上限の定款への記載の方法としては、毎決算期に支払われるべき1株当たり優先配当額の上限を確定額で記載する方法、毎決算期に支払われるべき優先配当額の上限を固定金額により記載する方法、発行価額に対する1株当たり優先配当額の割合（優先配当率）の上限を記載する方法、定款で発行価額を規定し、これに対する優先配当額の割合（優先配当率）の上限を記載する方法、当期末処分利益の一定割合に相当する額をもって上限の記載とする方法などが考えられる。これに対して、例えば「普通株式に対する配当額の1.5倍」と記載する方法については否定的に解されている。稲葉 [1992] 235頁以下、稲葉ほか [1992a] 141頁以下、大杉 [1996・1997] 1443号26・27頁、川見 [1996] 1437号34頁、河本ほか [1990] 1226号7頁、神田 [1991] 10頁、吉川 [2000] 56頁、木下(公) [1991b] 86頁、鳥本 [1993] 1341号26頁を参照。

242 稲葉ほか [1992b] 83頁（稲葉発言）。

能性が低いので、一定の制約が必要であるという説明がなされることもある²⁴³。

しかし、利益処分権限の所在のみを重視する説明は形式的なものであることは否定できない。すなわち、社債や銀行借入れに対する利息の支払いは実質的には配当可能利益を圧縮するにもかかわらず、いかなる利率で社債を発行したり、銀行借入れをしても、それを定款に記載する必要はないことと、優先株についてのみ優先配当額の上限の定款への記載が要求されることとは整合性がないとも考えられる²⁴⁴。この点、平成2年商法改正時においては、「特定の理論的立場を定め、そこから演繹的に一貫した立法論的結論を導くという考え方をとっていない。むしろ実務の要求に応じ必要な限度で改善を図るという考え方をとった」との政策的判断があったとされており²⁴⁵、現行商法が、優先配当額の上限について定款記載を要求する理由は理論的には必ずしも明らかではないと考えられる²⁴⁶。仮に取締役会が利益処分権限を有するようになれば、優先配当額（もしくはその上限）を定款記載事項とする必要もなくなるのか、さらには、利益処分権限の所在いかににかかわらず、優先配当額（もしくはその上限）の定款記載を不要とすることも考え得るのか、といった点は、なお検討を要する問題である。

ロ．発行価額と優先株

次に、優先株を初めて発行する場合、優先株の発行価額の水準はいかなる規整に服するかという問題がある²⁴⁷。この問題については、（イ）普通株型優先株と（ロ）社債型優先株に分けて整理する²⁴⁸。

（イ）普通株型優先株

優先株を初めて発行する場合に、当該優先株の発行価額の水準をいかに決定するかは、実務的にも理論的にも容易な問題ではない。ただ、普通株型優先株については、配当優先権を得られるというプレミアム要因と無議決権というディスカウント要因の双方による調整を受けるものの、既に発行されている普通株式の時価が基準になると考えられる。

243 洲崎 [1987] 7頁、神崎ほか [1992] 34頁（洲崎発言）。

244 神崎ほか [1992] 32頁以下（神崎発言）、竹内 [1990] 111頁を参照。

245 竹内 [1990] 111頁。

246 藤田 [1999a] 163号43頁。

247 有利発行規制に関する一般論については、2章2節(12頁)において既に分析した。ここでは、会社が優先株を初めて発行する場合の有利発行規制に関する問題を他の問題とあわせて分析する。なお、複数回の優先株が発行される場合に、追加発行される優先株の発行価額の水準はいかなる規整に服するかという問題もある。

248 利益配当優先株については、実務的には、普通株型優先株と社債型優先株という2つの類型に分類できる（社債型優先株式に普通株式への転換権を付与した転換社債型優先株が発行されることもある）。すなわち、いずれも無議決権株式であることを前提としつつ、「キャッシュ・フローに対する権利」の配分において、普通株型優先株とは、優先配当率が比較的低水準である代わりに参加型であるとの特徴を有し、社債型優先株とは、社債利回りを基準として優先配当金額が決定されることから、優先配当率が比較的高水準である代わりに非参加型であるとの特徴を有する。木下（公）[1991a] 同 [1991b] 129頁以下、同 [1992] 参照。

a. 優先株の発行価額が低い場合

まず、優先株の発行価額が既に発行されている普通株式の時価に比較して低い水準に設定された場合の問題について整理する。

第1に、当該優先株の発行水準の決定は、有利発行規制（商法280条ノ2第2項）の対象となるのかという問題がある。商法280条ノ2第2項は、株主以外の者に対して「特二有利ナル発行価額ヲ以テ新株ヲ発行スル」場合には、株主総会の特別決議を要求しており、特別決議を経ないときは、新株発行の差止事由（商法280条ノ10）になると解されている²⁴⁹。そこで、優先株の発行価額を極度に低い水準に設定することは、この有利発行規制との関係でいかに捉えるべきかが問題となる。この点、普通株型優先株の発行価額が既発行の普通株式の時価を基準にすることから、有利発行規制が及ぶとする見解に対して異論はないようである²⁵⁰。実務的には、有利発行規制の問題への対応策としては、有利発行にあたるか否かにかかわらず、予防的に有利発行決議を経ておく方法²⁵¹や、新規公開株の公開価格決定に準ずる値決入札の方法などが検討されていることが指摘されている²⁵²。

第2に、1株1議決権の原則（商法241条1項）に反しないかという問題がある。商法241条1項は、「各株主ハ1株ニ付1個ノ議決権ヲ有ス」と規定し、いわゆる1株1議決権の原則を定めている。そこで、優先株の発行価額と普通株式の時価が極度に不均衡な場合には、この1株1議決権の原則に反するのではないかという点が問題となり得る。この問題については、無議決権優先株であっても、優先配当を受けられない場合には議決権が復活すること（同242条1項・2項）にかんがみれば、極度に低い水準に優先株の発行価額を設定することは既存株主の利益を侵害し、1株1議決権の原則（同241条1項）に反するとも考えられる。その場合に、優先株発行によって不利益を受ける普通株主が、事後的に会社に対して新株発行の差止請求をすること（同280条ノ10）や、事後的に優先株発行無効の訴えを起こすこと（同280条ノ15）²⁵³がその対応策となろう。

b. 優先株の発行価額が高い場合

次に、優先株の発行価額が既に発行されている普通株式の時価に比較して高い水準に設定された場合の問題について整理する。この場合に、既存株主の利益に反することはなく有利発行規制が及ばないことは明らかである。他方、優先株を取得す

249 脚注44参照。

250 例えば、社債型優先株について有利発行規制が及ばないとする木下（公）[1992]も、普通株型優先株については有利発行規制が及ぶことを認める。

251 事後的に有利性が否定されても、当該特別決議が商法230条ノ10の規定に違反する無効な決議になるわけではない。上柳・鴻・竹内（編）[1987]85頁（森本滋）。

252 吉川 [2000] 58頁。

253 事後的な新株発行無効の訴えは、株主のみならず、取締役や監査役も提訴することができる（商法280条ノ15第2項）。また、新株発行差止の仮処分をし、それに違反してなされた新株発行として新株発行無効の訴えを起こすことも可能である（最判平成5年12月16日民集47巻10号5423頁）。

る者も不利益を甘受する意思を持って優先株を取得するのであり、何ら問題がないようにも思われる。しかし、優先株の発行価額を極度に高い水準に設定することは、現行商法における以下の2つの規整との関係で問題となる可能性がある。

第1に、無議決権株式の発行数制限（商法242条3項）に抵触しないかという問題がある。商法242条3項は、無議決権株式の発行数は発行済株式総数の3分の1以下でなければならないと規定する。そこで、当該優先株が無議決権株式である場合、優先株の発行価額と普通株式の時価が極度に不均衡な場合に、この無議決権株式の発行数の制限との関係で問題となる可能性がある。この点、商法が無議決権株式の発行数の制限を課す立法趣旨をいかに捉えるかが重要となる。商法242条3項の立法趣旨は「少数の議決権のある株式の株主によって会社が支配されることになって適当でない」²⁵⁴ためと説明されるが、同項は「発行株式数の比較だけでつじつまを合わせればよいものではなく、議決権株式の単位に比して無議決権株の単位が大きいときは、発行数は少なくても、拠出資本は大きくなり、少数の危険資本しか拠出していない者による少数支配という事態が生ずる」²⁵⁵ことを防止する趣旨まで含意するか否かが問題になる。仮に拠出資本と議決権のバランスを重視するのであれば、優先株の発行価額を極度に高い水準に設定することは、商法242条3項に抵触する可能性があるといえる。

第2に、発行価額が低い場合と同様に、1株1議決権の原則（商法241条1項）に反しないかという問題がある。この点、前述の議論がほぼあてはまるものと考えられるが、優先株の発行価額を極度に高い水準に設定することは、既存株主の利益に反することはなく、優先株を取得する者も不利益を甘受する意思を持つことから、仮に理論的には同項違反にあたるケースがあったとしても、実務的には提訴される可能性は低いと考えられよう²⁵⁶。

なお、実務的には、優先株の発行価額は平成2年商法改正時には普通株式の時価の2倍程度²⁵⁷が上限の目安となるといわれていたほか、最近では普通株式の時価の4倍程度が上限の目安となっているようである²⁵⁸。もっとも、普通株式の時価の2倍ないし4倍といった基準に理論的な根拠が必ずしもあるわけではない²⁵⁹。

254 前田（庸）[2000c] 97頁。

255 稲葉 [1992] 240頁。

256 優先株主の債権者が債権者代位権（民法423条）の要件を満たす場合に、提訴する可能性がないわけではない。

257 稲葉 [1992] 242頁は「無議決権株、議決権株を問わず、優先株の普通株に比しての株式単位の差は、せいぜい1倍半どまり、2倍に達するようなことは認められないと解すべきであろう」とする。

258 大杉 [1996・1997] 1446号24・25頁参照。ただし、大杉助教授は、最近改説されており、正面から、価値の乖離を現行法上問題とすべきではないとしている。

259 優先株は無議決権株式発行数の制限や株主平等原則の例外と割り切るならば、優先株の発行価額と普通株式の時価とのバランスは不要と解釈することになる。なお、吉川 [2000] 57頁以下は、この点について消極的に解する。

(ロ) 社債型優先株

社債型優先株の発行においては、金利動向を反映するように優先配当率が決定され、その優先配当率を実現するように発行価額と優先配当額の組合せが決定される²⁶⁰。

こうした社債型優先株の発行においては、有利発行規制の適用があるかについて見解が分かれている²⁶¹。まず、当然に有利発行規制の適用があるという見解が存在する。この見解は、有利発行規制（商法280条ノ2第2項）の立法趣旨には既存株式の価値の希薄化防止という趣旨が含まれるとし²⁶²、発行価額ではなく優先配当率によって「有利性」の有無を判断する²⁶³。他方、有利発行規制の適用はないという見解も存在する。この見解は、有利発行規制の立法趣旨は「株主平等原則の背後にある株主の会社に対する持分の保護」であり、有利発行規制は原則として普通株式と社債型優先株の間では問題とならないとする²⁶⁴。この見解は、社債型優先株が有する「社債的性質」を重視し、社債型優先株を実質的に「社債」であると捉え、現行法が社債発行について有利発行規制を課していないことを勘案しているとも考えられる。

(2) 劣後債に関する法的論点

劣後債に関する法的論点として、以下のイ・債務超過概念に関する問題、ロ・破産手続に関する問題については、今後の検討課題として位置付けられよう²⁶⁵。

イ・債務超過概念に関する問題

第1に、破産法は、支払不能（破産法126条1項）に加えて債務超過（同127条）を法人の破産原因として規定しているが、当該法人が債務超過であるか否か判断するにあたって、劣後債を債務概念に含めるべきか否かが問題となる。

法人の破産原因として債務超過が規定された理由を、仮にその時点で清算された場合、一般債権者に対する100パーセント満足が脅かされるから、支払不能に陥っていても破産に持ち込むべきであることと捉えるならば、理論的には劣後債を債務概念に含めるべきではないとも考えられる。すなわち、劣後特約が機能し、一般債権が全額満足を受ける限りは、当該発行主体は債務超過ではないともいえそうである。法人の破産原因である債務超過の判断にあたって、いかなる債務概念を用

260 神崎ほか [1992] 32頁（神崎発言）。

261 なお、有利発行規制の適用がない場合でも、1株1議決権の原則からの制約を受ける可能性がある。

262 神崎ほか [1992] 36頁（洲崎発言）・38頁（神崎発言）、大杉 [1995] 30頁等。

263 大杉 [1995] 30頁。

264 神崎ほか [1992] 38頁（森本発言）、木下（公）[1992] 189頁以下。ただし、否定説も、高利率の優先配当率を定めた場合には、取締役の善管注意義務違反に当たり、新株発行差止事由（商法280条ノ10）となる可能性等は認める。

265 ここでは、倒産法制のうち、破産法に焦点をあてて分析する。

いるべきかという点については理論的に十分に説明されていない部分も多く、今後の検討課題として位置付けられよう。

ロ．破産手続に関する問題

第2に、劣後債の発行会社が破産手続に入った場合に、劣後債権者に関する手続が適当であるかという問題がある。

まず、破産手続における配当額の寄託に伴う問題がある。前述のとおり、わが国における劣後債の法的構成としては、反射的利益付与型が採用されており、実体法上の停止条件付債権と構成される。破産手続では、停止条件付債権であっても一般破産債権であることを前提にし、中間配当においてはその配当額を寄託し（破産法271条4号）最後の配当の除斥期間終了を待ち、その時点で停止条件が成就しないのであれば、寄託した金額を取り戻して他の債権者に追加配当しなければならない（同275条、278条）。しかしながら、劣後債の停止条件である「他の債権が全額の満足を受けたこと」という条件は破産手続実務においては、現実には満たされ難い条件であり、配当額を寄託したうえで、さらにそれを取り戻して他の債権者に配当するという手続をとることは、煩雑であるともいえよう。この点、立法論としては、劣後債が実体法上の停止条件付債権であることを前提としたうえで、劣後特約付債権について配当額の寄託を不要とする等の手続整備を行うべきではなからうか²⁶⁶。

また、破産債権者集会における劣後債権者の議決権に関する問題もある²⁶⁷。劣後債の元本部分および破産宣告前に発生した利息部分は、破産手続においては、法定の劣後的破産債権（破産法46条）ではなく停止条件が付された一般破産債権（同15条）として取り扱われるため、破産管財人または他の破産債権者からの異議を受けて破産裁判所が議決権を制限する場合を除いて、当該劣後債権者も破産債権者集会において議決権を有することになる（同182条2項）。そこで、株式的性質を持つ社債である劣後債の保有者に議決権を付与する扱いは妥当なのかという疑問が生じる。この点、前述(1)の債務超過概念に関する問題にも関連するが、債務者の資産の毀損度合い等によっては、劣後債権者の地位はむしろ株主のそれに近似すると捉えるべきであり、そうした劣後債権者に議決権を付与することは、不適切な議決権行使につながり、債権者集会決議の適正性が歪む可能性があることを勘案すれば、

266 この手続の煩雑さを回避するために、劣後特約を「債権届出をしないという訴訟法上の特約である」と捉える解釈論も考えられないわけではない。「訴訟行為については、手続の安定性の要請から、合理的理由のある場合を除いて、条件を付すことが許されない」（伊藤（眞）[2001b] 273頁）との見方もあり得るが、こうした特約は手続を不安定にするものではなく、しかも解除条件ではなく停止条件であることから、許容される余地があるとも考えられる。もっとも、こうした解釈論を用いると、一般債権が全額弁済される極めて例外的なケースにおいて、劣後債権者に弁済することができないため、やはり法的安定性のためにも立法的な解決が図られるべき問題といえよう。

267 なお、会社更生手続や民事再生手続では、停止条件付債権として構成された劣後債は、更生計画や再生計画において条件付債権となるが、通常条件は成就しないと考えられることから、評価額がゼロとされ（会社更生法118条、民事再生法87条1項3号）議決権は付与されないことになる。

劣後債権者には議決権を与えるべきではないとの考え方もあり得ないわけではない。破産宣告後に発生した利息債権など法定の劣後的破産債権については、議決権が付与されていないこと（同182条5項）との平仄をも勘案すれば、劣後特約付債権については破産債権者集会における議決権は付与しないとする立法論も検討に値しよう。

（3）永久債に関する法的論点

永久債に関連する法的論点として、イ．償還の期限に関する問題、ロ．純粹随意条件に関する問題、ハ．期限の利益喪失事由等に関する問題、ニ．債務超過概念に関する問題を取り上げて分析する²⁶⁸。

イ．償還の期限に関する問題

第1に、永久債の償還期限をいかに定めるかという問題がある。商法301条2項5号および306条2項は、それぞれ社債申込書および社債券面に「社債償還ノ…期限」を記載することを要求している。そこで、永久債の償還期限の定め方として「期限なし」という定め方ができるかという点が論点となり得る。

この点、平成9年7月に「いわゆる永久債については、社債申込書及び社債券面に『社債償還の期限』として、例えば『会社を清算するときに償還する』というような記載が付されれば、不確定期限の付された社債として商法上適法であると解される」との政府見解が公表されており²⁶⁹、実務的には一応の決着をみている。もっとも、立法論としては、社債申込書および社債券面の記載要件を緩和することを検討する余地もあるのではなからうか²⁷⁰。

ロ．純粹随意条件に関する問題

第2に、永久債は純粹随意停止条件（民法134条）に該当して無効となるかという問題がある。民法134条は、「停止条件附法律行為ハ其条件カ単ニ債務者ノ意思ノミニ係ルトキハ無効トス」と規定し、純粹随意条件を停止条件とした場合には、「債務者の効果意思の存否が不明で（中略）債務を負担する意思がないとみてよい」²⁷¹ことからこうした法律行為を無効としている。そこで、永久債は、この純粹随意条件に該当し無効となるのではないかという点が論点となり得る。

この点、利払債務と元本債務に区別して検討する。まず、少なくとも利払債務については、定期的に支払いがなされることから、純粹随意条件の問題は生じないと

268 永久債に関する法律問題一般については、江頭 [1995c] 参照。

269 脚注181参照。

270 制定法や慣習法上の根拠がなくても権利を有価証券化できる（前田（庸）[1999b] 15頁）との見解を重視し、永久債が商法上の社債であることに固執しないのであれば、より自由な法的構成が可能になると考えられる。

271 於保（編）[1967] 388頁（金山正信）。

考えられる。他方、元本債務については、その償還が債務者の意思のみに係る場合には、純粹随意条件が付されていると捉えられよう。しかしながら、元本債務については純粹随意条件が付されているとしても、利払債務と合わせて債務者が債務を負い、その全体としての債務には純粹随意条件が付されていないと解されるのであれば、民法134条の問題はクリアできるように思われる²⁷²。さらに、実際に発行されている永久債の償還期限が「会社を清算するとき」といった記載になっていることを重視すれば、そもそも純粹随意条件が付されているわけではないとも考えられる。

八．期限の利益喪失事由等に関する問題

第3に、社債の期限の利益喪失事由により、永久債の「永久性」が維持できなくなる場合があるのではないかという問題がある。

まず、商法334条は、発行会社が利息の支払いを怠った場合、社債権者集会の決議により、会社に対して一定の期間内に弁済すべき旨およびその期間内に弁済しないときは社債総額につき期限の利益を喪失する旨を通知することができ、その期間内に弁済されないときは、社債総額につき期限の利益を失うと規定する²⁷³。そこで、永久債の社債契約に規定される「発行会社が元本・利息の支払義務を懈怠しても、それだけでは、期限の利益の喪失は生じない」とする条項の有効性が問題となる。この点、商法334条は沿革的にみて任意規定であるという少数有力説²⁷⁴があり、この見解によれば、前述の「期限の利益の喪失は生じない」とする条項は有効となる。もっとも、商法334条を強行規定と捉えても、それだけを理由として永久債の発行が無効となるわけではなく、同条が適用される結果、前述の「期限の利益の喪失は生じない」とする条項が無効となり、発行会社が元本・利息の支払義務を懈怠した場合に、期限の利益の喪失が生じることとなるにとどまる²⁷⁵。

また、商法314条2項は、社債管理会社が不在となった後2ヶ月以内に、その事務承継者を定めることについて社債権者の同意を得るために社債権者集会の招集手続を発行会社がとらない場合等には、社債の総額について期限の利益を喪失すると規定する²⁷⁶。この点、同条が強行規定であることについて異論はなく、同条が適用さ

272 江頭 [1995c] 267頁は、「永久社債は、債務者に元本償還まで相当に重い利息支払義務を負担させるもので、債務者の意思に基づく元本償還はその利息支払義務を消滅させる側面もある以上、債務者に債務を負う意思（元本償還の意思）がないとはいえず、したがって民法134条の適用範囲に入らない」とする。

273 社債権者集会については、2章4節(29頁)参照。

274 江頭 [1995c] 269頁。

275 永久債の社債契約において、「本社債の社債権者は、商法334条に基づく決議を行う権利を有さず、本社債が同条に基づき期限の利益を喪失せしめられることはない」と明示するものもある。これは、商法334条が任意規定であることを前提としているが、商法334条が強行規定と解される場合には、当該条項そのものが無効となることはいうまでもない。

276 同条は、任意に社債管理会社を設置した場合にも適用されると解される（前田（庸）[2000c] 562頁）。また、設置強制に反して、社債管理会社を設置せずに社債が発行された場合には、同条を準用して、発行時から期限の利益を喪失すると解される（前田（庸）[2000c] 555頁）。

れる範囲において永久債の永久性が排除されることになろう²⁷⁷。

このように、社債の期限の利益喪失事由等に関する商法の規定には、強行規定と解される規定も存在するため、永久債に関しても、その永久性を定める社債契約条項がこうした強行規定に反していれば、当該社債契約条項は、その範囲で効力を失うこととなろう²⁷⁸。

二．債務超過概念に関する問題²⁷⁹

第4に、破産原因である債務超過概念の判断において、永久債は債務概念に含めるべきかという問題がある。劣後債に関して述べたように、破産法は、支払不能（破産法126条1項）²⁸⁰に加えて債務超過（同127条）を法人の破産原因として規定する。そこで、債務超過の判断において永久債が債務概念に含まれるかという点が問題となる。

この点、永久債については「法人の破産原因の1つである債務超過を判定するうえで、その社債の未償還額が債務の額に算入されない...と思われる」²⁸¹とする否定説がある。否定説の根拠としては、永久債の償還事由として破産手続の開始が挙げられるにもかかわらず、その永久債を「法人の破産原因の1つである債務超過」を判定するにあたって勘案することは論理的ではないことを指摘できる。ただし、債務超過の判断における債務概念には弁済期末到来の債務も含まれることはほぼ異論なく認められており²⁸²、理論的には永久債も弁済期末到来の債務に含まれると考える余地もある²⁸³。

277 さらに、永久債の所持人が発行会社の合併や会社分割、資本の減少に際し、債権者異議申立権を行使し、発行会社が担保の提供をしない場合には、永久債を償還せざるを得ないと解される（商法412条、376条、374条ノ4、374条ノ20、100条）。この点、発行会社の株主が解散を決議した場合にも、永久債を償還せざるを得ないことを考えれば、合併や会社分割、資本の減少における異議申立権の存在だけを永久性を阻害するものとして特別視する必要はないとも考えられる。

278 前述のとおり、永久債の発行自体が無効となるわけではない。

279 ここでも、劣後債に関する法的論点についての分析と同様に、倒産法制のうち、破産法に焦点をあてて分析する。

280 BIS規制（自己資本比率規制）対策として発行される永久債については、「利払いの義務の延期が認められるものであること」という要件が要求されることから（補論2参照）、支払不能が生じる事態は通常は想定し得ない。

281 江頭 [1995c] 260頁。もともとは、パーゼル合意における永久（劣後）債の自己資本（負債性資本調達手段 < hybrid debt capital instruments >）算入要件の1つである “they are available to participate in losses without the bank being obliged to cease trading (unlike conventional subordinated debt)” の解釈として提示されている。

282 例えば、伊藤（眞）[2001a] 69頁。

283 ただし、劣後債に関して述べたとおり、法人の破産原因として債務超過が規定された理由を「仮にその時点で清算された場合、債権者に対する100パーセント満足が脅かされるから、支払不能に陥っていても破産に持ち込むべきだから」と捉えるならば、仮に永久普通社債は債務概念に含まれると解した場合でも、永久劣後債については債務概念に含まれないと考えられよう。

補論4. トラッキング・ストックの事例研究 (USウエスト社)

トラッキング・ストックの具体的事例として、米国の地域通信会社であるUSウエスト社(デラウェア州法人)が1995年に発行したトラッキング・ストックの概要をみていくことにする²⁸⁴。

(1) トラッキング・ストックの発行

USウエスト社はトラッキング・ストックを発行するに当たり、USウエスト社の資産、負債、資本金をコミュニケーションズ・グループ(Communications Group)とメディア・グループ(Media Group)に擬制的に分離し、GAAPに従い、それぞれのバランス・シートを作成した。USウエスト社は、自らは事業を行わない純粹持株会社であったため、コミュニケーションズ・グループ、メディア・グループのそれぞれが各グループに擬制的に属するとされたUSウエスト社の子会社の事業を管理・担当するものとされた²⁸⁵。

そのうえで、USウエスト社は、既存のUSウエスト普通株式1株当たり、コミュニケーションズ・ストック(Communications Stock)1株とメディア・ストック(Media Stock)1株の2株を割り当てるかたちで、トラッキング・ストックを発行した。トラッキング・ストック発行時、USウエスト社は1クラス(class)の普通株式しか発行していなかったことから、トラッキング・ストック発行後の同社の普通株式は、コミュニケーションズ・ストックとメディア・ストックの2クラスにより構成されることとなった。

(2) トラッキング・ストックの内容

イ. トラッキング・ストック株主の「キャッシュ・フローに対する権利」 利益
配当請求権、残余財産分配請求権

(イ) トラッキング・ストック株主の利益配当請求権

コミュニケーションズ・ストックとメディア・ストックのそれぞれの配当可能利益算定方法をみると、まず、コミュニケーションズ・グループあるいはメディア・グループをそれぞれあたかも1つの会社と擬制した場合の配当可能利益を算出

284 後掲図表A-2「USウエスト社トラッキング・ストックの概要」を参照。なお、現在のUSウエスト社は、1995年当時とは社名および事業概要が異なるに至っている。

285 具体的には、コミュニケーションズ・グループは、USウエスト社の100パーセント子会社であるUSウエスト・コミュニケーションズ(US WEST Communications, Inc.)を通じて地域通信事業を管理・担当し、メディア・グループは、それ以外を管理・担当することとされた。メディア・グループの具体的な事業内容は、USウエスト社の子会社であるUSウエスト・マーケティング・リソースズ・グループ(US WEST Marketing Resources Group, Inc.)やUSウエスト・ニュー・ベクター・グループ(US WEST New Vector Group, Inc.)等を通じて、国内・海外のマルチメディア事業、国内・海外移動体通信事業、その他通信事業、を管理・担当することとされた。

する必要がある。より具体的には、コミュニケーションズ・ストックの配当可能利益は、同グループの純資産額から資本額を除いた額であり、他方、メディア・ストックに対する配当可能利益は、メディア・グループの純資産額にメディア・グループの擬制的持分（Outstanding Media Fraction）²⁸⁶を乗じたものから、メディア・グループの資本額を除いた額と定められている。

しかしながら、このようにして算出された各グループの配当可能利益が、コミュニケーションズ・ストックやメディア・ストックの株主に配当可能であるわけではない。すなわち、米国の州会社法の配当規制は、USウエスト社全体にかかり、USウエスト社全体の配当可能利益を超えて、利益配当を行うことは許されない。例えば、メディア・グループの業績が好調で、上記の算式により計算されたメディア・ストックに対する配当可能利益が存在しても、コミュニケーションズ・グループが業績不振で、USウエスト社全体としての配当可能利益がゼロであれば、当然にメディア・ストックへの配当可能利益もゼロとなる。

なお、当時のUSウエスト社取締役会は、「コミュニケーションズ・ストックに対しては従来どおり配当を行うものの、成長部門であるメディア・グループの業績に連動するメディア・ストックに対しては利益配当を当面行わずに内部留保とし、同グループが展開するマルチメディア事業への投資に利用する」という配当政策の指針を示していた。

（ロ）トラッキング・ストック株主の残余財産分配請求権

残余財産分配請求権は、残余財産がコミュニケーションズ・グループとメディア・グループのいずれに帰属する資産であるかとは無関係に、USウエスト社全体の資産に対する権利が双方の株主に与えられる仕組みとなっている。具体的には、コミュニケーションズ・ストックには1株につき1単位の残余財産分配請求権が付与される一方、メディア・ストックには1株につき0.8単位の残余財産分配請求権（固定比率）が付与されている²⁸⁷。

（ハ）トラッキング・ストック株主のその他の権利

コミュニケーションズ・グループあるいはメディア・グループに属する資産につ

286 メディア・グループの擬制的持分（Outstanding Media Fraction）とは、メディア・グループが生み出した利益のうちで、メディア・ストックに帰属する割合、パーセンテージを示す。メディア・グループが生み出した利益のうちで、メディア・ストックに帰属しない利益は、コミュニケーションズ・グループに帰属する。コミュニケーションズ・グループに帰属する割合、パーセンテージ（Inter-Group Interest Fraction）は、トラッキング・ストックの発行当初はゼロであるが、コミュニケーションズ・グループがメディア・グループに対して資産を譲渡（その対価としてメディア・ストックの発行を擬制）した場合や、証券市場でメディア・ストックを購入した場合に発生することになる。

287 固定比率が1対0.8とされた理由は、目論見書には示されていない。目論見書では、USウエスト社（とそのフィナンシャル・アドバイザーであるリーマン・ブラザーズ、モルガン・スタンレー）の見解として、USウエスト社の清算（デフォルト）の可能性は皆無であり、残余財産分配請求権に関する規定は、コミュニケーションズ・ストックやメディア・ストックの発行に際して重要視されないため、極めて簡潔な書き振りとした、とされている。

いて実質的の全部譲渡²⁸⁸、または全部譲渡が行われた場合には、当該グループのトラッキング・ストック株主は、特別配当請求権、株式買取請求権・株式償還請求権、他グループ株式への転換権のうち、いずれかの権利を有する。ただし、いずれの権利を付与するかは、USウエスト社が選択する仕組みとなっている²⁸⁹。

ロ．トラッキング・ストック株主の「コントロールに関する権利」 議決権

コミュニケーションズ・ストックとメディア・ストックはともに普通株式であり、同じ株主総会においてその議決権は行使される。もっとも、1株当たりの議決権のウエイトは異なっており、コミュニケーションズ・ストック1株には1議決権が付与されたが、メディア・ストックの場合には、発行時には1株当たり0.8議決権、その後はメディア・ストックとコミュニケーションズ・ストックの時価の相対比で決定される数の議決権が付与される（コミュニケーションズ・ストックとメディア・ストックの時価変動により、メディア・ストックの1株当たりの議決権が変動する）仕組みとなっている。

ハ．USウエスト社の権利

USウエスト社はトラッキング・ストックに関する転換権を有する。すなわち、コミュニケーションズ・ストックからメディア・ストックへの転換は、発行の9年後から可能とされ、USウエスト社が転換権を行使する場合、株主に通知する5営業日前のコミュニケーションズ・ストックの株価と等価でメディア・ストックに転換する仕組みとなっている。他方、メディア・ストックからコミュニケーションズ・ストックへの転換は、発行直後から可能とされ、USウエスト社が転換権を行使する場合、株主に通知する5営業日前のメディア・ストックの株価に15パーセントのプレミアム²⁹⁰を上乗せしてコミュニケーションズ・ストックに転換する仕組みとなっている。また、USウエスト社は、コミュニケーションズ・グループとメディア・グループのそれぞれのグループに属する総資産と総負債を同社の100パーセント子会社に譲渡した場合には、当該子会社株式を割り当て、コミュニケーションズ・ストックまたはメディア・ストックを償還する（株式の交換を行う）ことができる仕組みとなっている。

288 資産の実質的の全部譲渡とは、グループ資産の80パーセント以上を譲渡した場合と定義されている。

289 コミュニケーションズ・グループの資産が100パーセント譲渡された場合を想定して、その場合にトラッキング・ストック株主が有する可能性がある3つの権利内容について概説する。まず、特別配当とは、譲渡の対価と等価の現金等をコミュニケーションズ・ストックの株主に特別配当することを指し、株式買取・株式償還とは、譲渡の対価と等価の現金等をコミュニケーションズ・グループの株主に引き渡し、すべてのコミュニケーションズ・ストックを償還することを指す。また、他グループ株式への転換とは、一定期間のコミュニケーションズ・ストックとメディア・ストックの平均市場価格を参照し、コミュニケーションズ・ストックの平均市場価格に10パーセントのプレミアムを上乗せしてメディア・ストックに転換することを指す。

290 なお、同プレミアムは、発行当初は15パーセントであるが、その後漸減し、発行の9年後にはゼロになるように設定されている。

図表A-2 US ウェスト社トラッキング・ストックの概要

		Communications Stock	Media Stock
事業概要、財務指標 — US WESTは、純粋持株会社である。Communications Group、Media Groupの事業は、それぞれに属するUS WESTの子会社が行っている。	事業内容	< Communications Groupの事業内容 > 通信事業(US WEST Communications, Inc.等) — US WEST Communicationsが、Communications Groupの収益の98%を生み出している。	< Media Groupの事業内容 > 国内・海外マルチメディア事業(US WEST Marketing Resources Group, Inc.等) 国内・海外移動体通信事業(US WEST New Vector Group, Inc.等) その他(US WEST Multimedia Communications, Inc.、US WEST International Holdings, Inc.等)
	財務指標 (1995年)	・ 資本金 : 319,100万ドル ・ 総資産 : 1,607,800万ドル ・ 純利益 : 60,800万ドル	・ 資本金 : 448,800万ドル ・ 総資産 : 822,000万ドル ・ 純利益 : 4,000万ドル
議決権(Voting Right)		1株1議決権	Media Stockの発行当初は、1株0.8議決権であるが、発行後はMedia StockとCommunications Stockの時価の相対比で決まる。
配当可能利益(Available Dividend Amount) — Communications Group、Media Groupを合わせたUS WEST全体として配当可能利益があることが配当の前提条件。 — 純資産額の算定は、GAAPに従う。 — なお、配当政策として、現在の取締役会では、Communications Stockにはこれまで同様の配当を行う予定であるが、Media Stockについては同Groupの事業の発展のため、利益を内部留保する予定にある。		Communications Groupの純資産額からCommunications Groupの資本額 (Communications Stockの発行済株式とCommunications Groupに帰属する発行済優先株の額面価格の総額等)を除いた額。	((Outstanding Media Fraction) × (Media Groupの純資産額)) から、Media Groupの資本額(Media Stockの発行済株式とMedia Groupに帰属する発行済優先株の額面価格の総額等)を除いた額。 — Outstanding Media Fractionとは、Media Groupが生み出した利益のうち、Media Stockに帰属する割合(percentage)を指す。Media Groupが生み出した利益のうちMedia Stockに帰属しない利益は、Communications Groupに帰属する(これをInter-Group Interest Fractionと呼ぶ)。 Inter-Group Interest Fractionは、Communications Groupが、証券市場でMedia Stockを購入したり、Communications Groupの資産をMedia Groupに譲渡する時に生じる(当初はゼロ)。
残余財産請求権(Right on Liquidation) — 残余財産請求権は、残余財産がCommunications Group に属するか、Media Groupに属するかに関係なく、Communications Stock、Media Stock双方の株主に与えられる。		Communications Stock 1株につき、残余財産請求権を1単位(liquidation unit)持つ。	Media Stock 1株につき、残余財産請求権を0.8単位持つ(固定比率)。

Group資産の実質的全部譲渡・全部譲渡 (Right on Disposition) — 実質的の全部譲渡とは、Group資産の80%以上を譲渡した場合を指す。 — 右の3つの方法のいずれを取るかは、会社側が決定する。 — Groupの資産が全部譲渡された場合においても、US WESTの支配下にある団体等に対して資産を譲渡する場合などには、右の手続は行われぬ。	特別配当による方法	売買代金の公正価値(Fair Value of the Net Proceeds)と等価の現金等を Communications Groupの株主に配当する。	$((Outstanding Media Fraction) \times (売買代金の公正価値))$ と等価の現金等をMedia Groupの株主に配当する。
	株式償還による方法	(資産の全部譲渡の場合) ・ 売買代金の公正価値(Fair Value of the Net Proceeds)と等価の現金等を Communications Groupの株主に譲渡し、すべてのCommunications Stockを償還する。 (資産の実質的の全部譲渡の場合) ・ 実質的譲渡が行われた16営業日後から10営業日間のCommunications Stockの平均市場価格を参照し、売買代金の公正価値に近似する株式数を償還する。 ・ 償還価格は、売買代金の公正価値と等価の現金等である。	(資産の全部譲渡の場合) ・ $((Outstanding Media Fraction) \times (売買代金の公正価値))$ と等価の現金等をMedia Group株主に譲渡し、すべてのMedia Stock を償還する。 (資産の実質的の全部譲渡の場合) ・ 実質的譲渡が行われた16営業日後から10営業日間のMedia Stockの平均市場価格を参照し、 $((Outstanding Media Fraction) \times (売買代金の公正価値))$ に近似する株式数を償還する。 ・ 償還価格は、 $((Outstanding Media Fraction) \times (売買代金の公正価値))$ と等価の現金等である。
	他Group株式への転換による方法	資産譲渡が行われた16営業日後から10営業日間のCommunications StockとMedia Stockの平均市場価格を参照し、Communications Stockの平均市場価格に10%のプレミアムを上乗せしてMedia Stockに転換する。	資産譲渡が行われた16営業日後から10営業日間のCommunications StockとMedia Stockの平均市場価格を参照し、Media Stockの平均市場価格に10%のプレミアムを上乗せしてCommunications Stockに転換する。
会社の転換権 (Conversion at Option of the Company)	Media Stockが発行された9年後から、転換権行使の通知を出す5営業日前における株価と等価でMedia Stockに転換できる。	転換権行使の通知を出す5営業日前におけるMedia Stockの株価に15%のプレミアムを上乗せして、Communications Stockに転換できる。 — プレミアムは低減していき、Media Stockが発行されて9年が経った後には、ゼロとなる。	
子会社株式による株式償還 (Redemption in Exchange for Stock of Subsidiary)	Communications Groupの総資産と総負債をUS WESTの100%子会社に譲渡した場合で、かつ、US WESTに資金がある場合、当該子会社の株式を割り当て、すべてのCommunications Stockを償還することができる。	Media Groupの総資産と総負債をUS WESTの100%子会社に譲渡した場合で、かつ、US WESTに資金がある場合、当該子会社の株式を割り当て、すべてのMedia Stockを償還することができる。	

参考文献

- 青竹正一、「転換株式の転換条件（上）（下）」、『商事法務』1252号14～18頁・1253号24～28頁、商事法務研究会、1991年
- 、「転換株式の発行要件」、吉川栄一・出口正義（編）『石田満先生還暦記念論文集 商法・保険法の現代的課題』、文眞堂、1992年
- 足立正道・大澤 真、「中堅・中小企業ファイナンス市場の現状と課題」、金融市場局ワーキングペーパーシリーズNo.2000-J-10、日本銀行金融市場局、2000年
- 石井照久、『社債法』、勁草書房、1949年
- 伊藤秀史、「エージェンシー・コスト・アプローチについての一考察 所有と経営の分離、および親子会社関係への応用を中心に」、『商事法務』1401号15～19頁、商事法務研究会、1995年
- ・林田 修、「企業の境界 分社化と権限委譲」、伊藤秀史（編）『日本の企業システム』、東京大学出版会、1996年
- ・、「分社化と権限委譲 不完備契約アプローチ」、『日本経済研究』No.34 89～117頁、日本経済研究センター、1997年
- 伊藤 眞、『破産法（全訂第3版補訂版）』、有斐閣、2001年a
- 、「民事訴訟法（補訂版）』、有斐閣、2001年b
- 稲葉威雄、「社債関連法規の改正に関する諸問題（上）（下）」、『商事法務』1054号2～8頁・1056号2～8頁、商事法務研究会、1985年
- 、「優先株に関する諸問題」、神崎克郎・遠藤博志・木下公明・古瀬政敏・洲崎博史・稲葉威雄・稲見憲男・神田秀樹・森本 滋・山口政男『優先株制度（企業金融と商法改正3）』、有斐閣、1992年（初出『民商法雑誌』105巻6号（1992年））
- ・江頭憲治郎・大谷禎男・中西敏和・原 義則・森本 滋・柳田幸三・吉戒修一『条解・会社法の研究3 株式（2）』（別冊商事法務141号）商事法務研究会、1992年a
- ・木下公明・神崎克郎・稲見憲男・神田秀樹・森本 滋、「優先株制度の立法論的検討」、神崎克郎・遠藤博志・木下公明・古瀬政敏・洲崎博史・稲葉威雄・稲見憲男・神田秀樹・森本 滋・山口政男『優先株制度（企業金融と商法改正3）』、有斐閣、1992年b（初出『民商法雑誌』100巻4・5号（1989年））
- 今井 宏、「合併交付金の認められる場合」、北沢正啓・浜田道代（編）『ジュリスト増刊（法律学の争点シリーズ4- ）商法の争点』、有斐閣、1993年
- 岩原伸作、「米英における社債管理の受託会社の制度」、財団法人資本市場研究会（編）『大口取引に係る株式委託手数料の自由化について 証券取引審議会作業部会報告』、資本市場研究会、1993年
- 、「日本私法学会シンポジウム資料『会社法改正』 会社法改正の回顧と展望」、『商事法務』1569号4～16頁、商事法務研究会、2000年
- ・内間 裕・原田晃治・中西敏和、「改正商法に基づく株式交換・株式移転の実務」、『商事法務』1539号6～32頁、商事法務研究会、1999年

- 岩村 充・神田秀樹、「劣後債に関する法的問題」、『金融法務事情』1126号6～14頁、金融財政事情研究会、1986年
- 植村啓治郎、「利益参加社債の概念と発行上の疑点」、『法経論集』8巻1号37～67頁、佐賀大学法律経済研究会、1960年
- 上村達男、「株主平等原則の理論的基礎」、『専修大学法学研究所紀要』11号123～148頁、専修大学法学研究所、1986年
- 、「日本私法学会シンポジウム資料『会社法学への問いかけ』Ⅵ公開株式会社法理の構築へ向けて」、『商事法務』1535号31～40頁、商事法務研究会、1999年
- 、「公開株式会社法の構想について(上)(中)(下)」、『商事法務』1559号6～12頁・1560号15～22頁・1563号14～26頁、商事法務研究会、2000年a
- 、「日本私法学会シンポジウム資料『会社法改正』 会社区分立法のあり方について」、『商事法務』1569号16～21頁、商事法務研究会、2000年b
- 上柳克郎・鴻 常夫・竹内昭夫(編)、『新版 注釈会社法(3)株式(1)』_a、有斐閣、1986年
- ・ ・ 、「新版 注釈会社法(7)新株の発行」_a、有斐閣、1987年
- ・ ・ 、「新版 注釈会社法(10)社債(1)」_a、有斐閣、1988年
- ・ ・ 、「新版 注釈会社法(11)社債(2)」_a、有斐閣、1989年
- ・ ・ 、「新版 注釈会社法 補巻平成2年改正」_a、有斐閣、1992年
- 梅本建紀、「米国における優先株発行市場」、『商事法務』1123号15～19頁、商事法務研究会、1987年
- 江頭憲治郎、「社債の管理に関する受託会社の義務と責任」_a、江頭憲治郎(編)『鴻 常夫先生還暦記念 80年代商事法の諸相』_a、有斐閣、1985年
- 、「受託会社(鴻 常夫・落合誠一・江頭憲治郎・加藤一昶「シンポジウム社債法の改正」収録)」_a、『私法』51号70～77頁、有斐閣、1989年
- 、「社債の財務制限条項の現状とその在り方」_a、吉川栄一・出口正義(編)『石田満先生還暦記念論文集 商法・保険の現代的課題』_a、文眞堂、1992年
- 、「更生手続と社債権者」_a、『判例タイムズ』866号286・287頁、判例タイムズ社、1995年a
- 、「結合企業法の立法と解釈」_a、有斐閣、1995年b
- 、「永久社債に関する諸問題」_a、小室直人・本間輝雄・古瀬村邦夫(編)『西原寛一先生追悼論文集 企業と法 下』_a、有斐閣、1995年c
- 、「会社分割」_a、奥島孝康教授還暦記念論文集編集委員会(編)『比較会社法研究 奥島孝康教授還暦記念第1巻』_a、成文堂、1999年
- ・川西隆行・武井一浩・原田晃治、「株式交換・株式移転 制度の活用について」_a、『ジュリスト』1168号100～123頁、有斐閣、1999年a
- ・田村諄之輔・中里 実・原田晃治・阿部一正、「会社分割法制のあり方」_a、『商事法務』1525号6～28頁、商事法務研究会、1999年b
- 遠藤美光、「合併比率の不公正と合併無効事由」_a、鴻 常夫・落合誠一・江頭憲治郎・岩原紳作(編)『別冊ジュリスト149号 会社法判例百選(第6版)』_a、有斐閣、1998年

- ・堀 裕、「非按分型会社分割と株主平等原則に関する若干の考察」、『金融法務事情』1563号42～48頁、金融財政事情研究会、1999年
- 欧米優先株制度調査団、『欧州優先株制度調査団報告書』、日本証券業協会、1988年
- 大杉謙一、「優先株式の法的問題」、落合誠一・江頭憲治郎・山下友信（編）『鴻常夫先生古稀記念 現代企業立法の軌跡と展望』、商事法務研究会、1995年
- 、「優先株の実務的問題（ ）～（ ）（完）」、『商事法務』1442号21～27頁・1443号21～27頁・1446号22～31頁、商事法務研究会、1996・1997年
- 、「法人（団体）の立法のあり方について・覚書 米国におけるリミテッド・ライアビリティー・パートナーシップ（LLP）、リミテッド・ライアビリティー・カンパニー（LLC）の法定化に見る州際競争のダイナミズムを参考に」、IMES Discussion Paper No. 2000-J-7、日本銀行金融研究所、2000年a
- 、「株式交換と種類株式・転換社債」、『法学教室』243号20～23頁、有斐閣、2000年b
- 、「米国におけるリミテッド・ライアビリティー・カンパニー（LLC）およびリミテッド・ライアビリティー・パートナーシップ（LLP）について 閉鎖会社立法への一提言」、『金融研究』20巻1号163～202頁、日本銀行金融研究所、2001年
- ・樋原伸彦、「ベンチャー企業における種類株式の活用と法制」、『商事法務』1559号13～33頁、商事法務研究会、2000年
- 大谷禎男、『改正会社法』、商事法務研究会、1991年
- 鴻常夫、『社債法』、有斐閣、1958年
- 、「社債発行の法理」、『社債法の諸問題（商法研究第3巻）』、有斐閣、1987年a（初出『石井照久先生追悼論文集 商事法の諸問題』、1974年）
- 、「特殊な社債 利益参加社債を中心に」、『社債法の諸問題』、有斐閣、1987年b（初出『商事法務研究』189・191号、1960年）
- 、「利益参加社債について」、『社債法の諸問題』、有斐閣、1987年c（初出『法学協会雑誌』78巻1号・5号、1961・1962年）
- 、「社債発行の性質」、北沢正啓・浜田道代（編）『ジュリスト増刊（法律学の争点シリーズ4- ）商法の争点』、有斐閣、1993年
- 小田切宏之、『企業経済学』、東洋経済新報社、2000年
- 落合誠一、「契約による社債権者と株主の利害調整」、岩原紳作（編）『竹内昭夫先生還暦記念 現代企業法の展開』、有斐閣、1990年
- ・神田秀樹・近藤光男、『商法 会社（第5版）』、有斐閣、2000年
- 小野 尚、「適債基準および財務制限条項の基本的見直し」、『商事法務』1388号47～50頁、商事法務研究会、1995年
- 於保不二雄（編）『注釈民法（4）総則（4）』、有斐閣、1967年
- 、「債権総論（新版）』、有斐閣、1972年
- 柏木正毅・川北英隆・河本一郎・神田秀樹・森本 滋、「企業金融の変遷と法規制の在り方」、『ジュリスト』1072号5～36頁、有斐閣、1995年

- 加藤和成、「エクイティ・ファイナンスの新展開（10）（11）わが国におけるトラッキング・ストックの導入可能性と問題点（その1）（その2）」、『商事法務』1557号28・29頁・1558号38～41頁、商事法務研究会、2000年
- 金本良嗣・藤田友敬、「株主の有限責任と債権者保護」、三輪芳朗・神田秀樹・柳川範之（編）『会社法の経済学』、東京大学出版会、1998年
- 神山正二、「交換社債市場の創設」、『商事法務』1560号23～27頁、商事法務研究会、2000年
- 川見裕之、「利益配当・残余財産分配に関する優先株式の定款の定め方（上）（下）」、『商事法務』1435号2～7頁・1437号33～39頁、商事法務研究会、1996年
- 河本一郎・大谷禎男・竹中正文・神田秀樹・丹羽昇一、「改正商法に基づく優先株式発行の検討（上）（中）（下）」、『商事法務』1224号4～13頁・1226号2～13頁・1227号14～25頁、商事法務研究会、1990年
- 神崎克郎・遠藤博志・木下公明・古瀬政敏・洲崎博史・森本 滋、「優先株発行の機動性確保と商法改正」、神崎克郎・遠藤博志・木下公明・古瀬政敏・洲崎博史・稲葉威雄・稲見憲男・神田秀樹・森本 滋・山口政男『優先株制度（企業金融と商法改正3）』、有斐閣、1992年（初出『民商法雑誌』97巻1・2号、1987年）
- 神作裕之、「社債管理会社の法的地位」、落合誠一・江頭憲治郎・山下友信（編）『鴻 常夫先生古稀記念 現代企業立法の軌跡と展望』、商事法務研究会、1995年
- 、「純粋持株会社における株主保護（上）（中）（下）」、『商事法務』1429号2～11頁・1430号9～17頁・1431号13～24頁、商事法務研究会、1996年
- 、「株式交換・編入・会社分割」、岩原紳作・神田秀樹（編）『竹内昭夫先生追悼論文集 商事法の展望』、商事法務研究会、1998年
- 、「社債権者集會と社債の団体性」、『金融法研究・資料編（15）』25～47頁、金融財政事情研究会、1999年
- 、「社債権者集會と社債の団体性」、『金融法研究』16号12～21頁、金融財政事情研究会、2000年
- 神田秀樹、「銀行の劣後債発行に関する法的諸問題」、『金融財政事情』1987年4月6日号24～29頁、金融財政事情研究会、1987年
- 、「劣後債・永久債」、館龍一郎（監修）『国際金融市場 TOKYO』、有斐閣、1988年
- 、「優先株式に関する商法改正論」、『代行レポート』89号5～13頁、東洋信託銀行証券代行部、1989年
- 、「株式と社債 企業金融法の理論的構造」、岩原紳作（編）『竹内昭夫先生還暦記念 現代企業法の展開』、有斐閣、1990年
- 、「改正商法と優先株」、『代行レポート』95号1～12頁、東洋信託銀行証券代行部、1991年
- 、「会社法改正の国際的背景」、『商事法務』1574号11～16頁、商事法務研究会、2000年
- ・藤田友敬、「株式会社法の特質、多様化、変化」、三輪芳朗・神田秀樹・柳川範之（編）『会社法の経済学』、東京大学出版会、1998年
- 神戸伸輔、「株主間利害対立」、三輪芳朗・神田秀樹・柳川範之（編）『会社法の経済学』、東京大学出版会、1998年

- 菊地 伸、「株式交換・株式移転制度の活用と留意点」、『商事法務』1539号38～42頁、商事法務研究会、1999年
- 吉川 純、「エクイティ・ファイナンスの新展開（7） 多様化をめぐる法的論点（その1）」、『商事法務』1554号56～58頁、商事法務研究会、2000年
- 木下公明、「優先株式の定款記載事項試論（上）（下）」、『商事法務』1239号5～10頁・1240号14～19頁、商事法務研究会、1991年a
、『優先株式 その理論と実務』、商事法務研究会、1991年b
、「改正商法下における優先株の発行」、神崎克郎・遠藤博志・木下公明・古瀬政敏・洲崎博史・稲葉威雄・稲見憲男・神田秀樹・森本 滋・山口政男『優先株制度（企業金融と商法改正3）』、有斐閣、1992年
- 木下 崇、「紛争解決手段としての企業分割に関する一考察」、『松山大学論集』9巻6号163～185頁、松山大学学術研究会、1998年
- 国谷史朗・平野恵稔、「株主間契約による企業（資本）提携・再編」、『商事法務』1534号46～59頁、商事法務研究会、1999年
- 倉澤資成・広田真人、「時価発行増資におけるプライス・メカニズム（上）（下）」、『商事法務』1323号2～5頁・1324号19～23頁、商事法務研究会、1993年
- 栗栖起夫、『担保附社債信託法の研究』、有斐閣、1966年
- 黒沼悦郎、「社債契約と社債管理会社」、『金融法研究・資料編（15）』2～24頁、金融財政事情研究会、1999年
、「社債契約と社債管理会社」、『金融法研究』16号4～11頁、金融財政事情研究会、2000年a
、「取締役の債権者に対する責任」、『法曹時報』52巻1～31頁、法曹会、2000年b
- 経済企画庁、『平成11年度版 経済白書』、大蔵省印刷局、1999年
- 公社債引受協会、『グローバル化時代への対応に向けて 各国市場構造比較と商品多様化の問題点』、公社債引受協会、1997年
- 国際金融情報センター、『米国ベンチャーファイナンス市場の実態について』、国際金融情報センター、2000年
- 近藤光男、「代表訴訟」、『民商法雑誌』108巻4・5号531～546頁、有斐閣、1993年
、「子会社の損害と親会社の取締役の責任 片倉工業事件高裁判決をめぐって」、『商事法務』1370号2～9頁、商事法務研究会、1994年
- 榊原互弥、「財務上の特約について」、『公社債月報』平成8年9月号28～33頁、公社債引受協会、1996年
- 佐々木一成、「財務制限条項の自由化等の影響と投資家 試される投資家、自己責任原則とは何か」、『商事法務』1504号20～25頁、商事法務研究会、1998年
- 澤口 実、「会社分割法制の概要 『特集 会社分割法制（案）をめぐる実務的検討』」、『税経通信』774号66～73頁、税務経理協会、2000年
- 塩澤修平、「中堅中小企業ファイナンスに関する理論的分析の視点」、金融市場局ワーキングペーパーシリーズNo.2000-J-11、日本銀行金融市場局、2000年

- 宍戸善一、「株式会社法の強行法規性と株主による会社組織設計の可能性 二人会社の場
合」、『商事法務』1402号30～37頁、商事法務研究会、1995年
、「ベンチャー・ビジネスのための組織法作りを試みて 『創造会社法私案』の
解説」、『ジュリスト』1125号4～10頁、有斐閣、1997年
- 柴田和史、「合併法理の再構成(1)～(6・完) 吸収合併における合併対価の検討」、『
法学協会雑誌』104巻12号1635～1745頁・105巻2号99～207頁・4号446～506頁・7号899～
973頁・106巻11号2001～2082頁・107巻1号39～136頁、有斐閣、1987～1990年
、「子会社管理における親会社の責任(上)(下)」、『商事法務』1464号2～9頁・
1465号68～73頁、商事法務研究会、1997年
、「二段階代表訴訟」、『岩原紳作・神田秀樹(編)『竹内昭夫先生追悼論文集 商事
法の展望』、商事法務研究会、1998年
- 芝原光浩、「エクイティ・ファイナンスの新展開(6) エクイティ証券発行の多様化(そ
の2)」、『商事法務』1553号33～35頁、商事法務研究会、2000年
- 新谷 勝、「完全親子会社関係の創設と株主保護」、『銀行法務21』569号46～51頁、経済法令
研究会、1999年
- 杉田貴洋、「新株の有利発行と会社の損害」、『法学政治学論究』42号425～450頁、「法学
政治学論究」刊行会、1999年
- 洲崎博史、「優先株・無議決権株に関する一考察(1)(2・完)」、『民商法雑誌』91巻3号328～
352頁・4号526～561頁、有斐閣、1984～1985年
、「優先株・無議決権株の法律上、実務上の問題点」、『インベストメント』40巻
2号2～14頁、大阪証券取引所、1987年
- 鈴木竹雄、「株主平等の原則」、『商法研究』、有斐閣、1971年(初出『法学協会雑誌』48巻
3号、1930年)
・竹内昭夫、『会社法(第3版)』、有斐閣、1994年
- 関谷理記、「子会社連動株式(日本版トラッキング・ストック)の開発」、『商事法務』1581
号4～12頁、商事法務研究会、2000年
- 高木新二郎、『アメリカ連邦倒産法』、商事法務研究会、1996年
- 田頭章一、「社債発行会社のデフォルトと投資家の権利保全・行使(上)(下)」、『金融法務
事情』1464号6～12頁・1466号18～27頁、金融財政事情研究会、1996年
、「社債のデフォルトと社債管理会社の役割 近時の事例を踏まえて」、『商事
法務』1490号6～13頁、金融財政事情研究会、1998年
- 高橋 勲・伊佐次啓二、「自己資本としての劣後債の発行(上)(下)」、『商事法務』1230号2～
5頁・1231号28～32頁、商事法務研究会、1990年
- 高橋真弓、「社債権者の保護範囲に関する一考察」、『一橋論叢』120巻1号118～133頁、日本
評論社、1998年
- 武井一浩・内間 裕、「米国会社分割制度の実態と日本への示唆()～()・完)」、『商事法
務』1525号29～41頁・1528号36～43頁・1529号26～35頁・1531号34～37頁・1532号39～
49頁、商事法務研究会、1999年

- 竹内昭夫、「優先株式制度改正試案について」、『会社法の理論 総論・株主・機関・合併』、有斐閣、1990年（初出『商事法務』1173号、1989年）
- 竹田 省、「社債発行の法律関係」、『商法の理論と解釈』、有斐閣、1959年（初出『民商法雑誌』1巻2号、1935年）
- 田中耕太郎、『改訂会社法概論（上）（下）』、岩波書店、1955年
- 田中誠二、『三全訂 会社法詳論 下巻』、勁草書房、1994年
- 田中英夫（編集代表）、『英米法辞典』、東京大学出版会、1991年
- 通商産業省産業政策局産業組織課（編）『会社合併・分割の現状と課題』（別冊商事法務187号）商事法務研究会、1996年
- 土田 亮、「簡易企業再編」、『法学教室』243号40～43頁、有斐閣、2000年
- 土橋博雄、「株式交換制度を利用した完全子会社化」、『商事法務』1549号22～26頁、商事法務研究会、2000年
- 出口正義、「株主平等の原則の基礎理論（1）～（3・完）」、『旭川大学紀要』7号63～74頁・8号21～44頁・9号1～21頁、旭川大学、1978～1979年
- 寺田義明・前田節子、「国内無担保社債における財務上の特約設定状況」、『公社債月報』平成10年2月号17～22頁、公社債引受協会、1998年
- 都銀懇話会、「劣後債に関する報告 法的構成、問題点の解明、実施方法」、『金融財政事情』1991年4月15日、金融財政事情研究会、1991年
- 鳥本喜章、「優先株式に関する実務的問題（1）～（4・完）」、『商事法務』1337号7～11頁・1338号18～24頁・1340号33～36頁・1341号26～29頁、商事法務研究会、1993年
- 鳥山恭一、「株式の性質論」、『法律時報』71巻7号43～49頁、日本評論社、1999年
- 永井和之、「日本私法学会シンポジウム資料『会社法改正』Ⅵ会社の組織変動と会社法改正」、『商事法務』1569号44～51頁、商事法務研究会、2000年
- 中島達哉、「エクイティ・ファイナンスの新展開（3）（4）トラッキング・ストックの効用（その1）（その2）」、『商事法務』1550号26～27頁・1551号40～42頁、商事法務研究会、2000年
- 中島弘雅、「民事再生手続における資本構成の変更」、平出慶道先生・高窪利一先生古稀記念論文集編集委員会（編）『平出慶道先生・高窪利一先生古稀記念論文集 現代企業・金融法の課題（下）』、新山社出版、2001年
- 中東正文、「アメリカにおける締め出し合併とテイクオーバー（1）～（4・完）」、『名古屋大学法政論集』137号69～120頁・138号177～226頁・139号483～501頁・140号449～492頁、名古屋大学大学院法学研究科、1991～1992年
- 中村一彦、「株式の本質」、北沢正啓・浜田道代（編）『ジュリスト増刊（法律学の争点シリーズ4- ）商法の争点』、有斐閣、1993年
- 橋本基美、「部門業績に連動するトラッキング・ストック」、『資本市場クォーターリー』1999年夏号203～212頁、野村総合研究所資本市場研究部、1999年
- 畑 宏樹、「倒産債権の劣後的処遇について（1）（2・完）」、『上智法学論集』40巻2号139～162頁・3号121～149頁、上智大学法学会、1996年

- 畠田公明、「純粋持株会社と株主代表訴訟」、『ジュリスト』1140号16～21頁、有斐閣、1998年
- 畠中薫里、「企業の資金調達と議決権および利益の配分」、三輪芳朗・神田秀樹・柳川範之（編）『会社法の経済学』、東京大学出版会、1998年
- 服部育生、「親子会社とドイツ会社法（上）（下）」、『国際商事法務』Vol.23, No.7 716～723頁・No.8 883～890頁、国際商事法研究所、1995年
- 早川 勝、「非按分型会社分割」、『法学教室』243号28～31頁、有斐閣、2000年
- 原田晃治、「株式交換等に係る平成11年改正商法の解説（上）（中）（下）」、『商事法務』1536号4～26頁・1537号4～19頁・1538号4～10頁、商事法務研究会、1999年
- 、「会社分割法制の創設について（上）（中）（下）平成12年改正商法の解説」、『商事法務』1563号4～13頁・1565号4～23頁・1566号4～14頁、商事法務研究会、2000年
- ・江原健志・市原義孝・泰田啓太・松井信憲、「会社分割法制に関する各界意見の分析」『商法等の一部を改正する法律案要綱中間試案』に対する意見』、『商事法務』1540号4～22頁、商事法務研究会、1999年a
- ・・・・・、「会社分割法制に関する各界意見の分析 商法等の一部を改正する法律案要綱中間試案』（別冊商事法務223号）、商事法務研究会、1999年b
- ・関一穂・范揚恭・市原義孝、「親子会社法制等に関する問題点」に対する各界意見の分析』、『商事法務』1506号4～20頁、商事法務研究会、1998年a
- ・・・・・、「親子会社法制等に関する各界意見の分析 親子会社法制・金融資産の評価』（別冊商事法務211号）、商事法務研究会、1998年b
- 菱田政宏、「償還株 その種類と沿革・法制」、『法学論集（関西大学）』11巻3・4・5合併号575～599頁、関西大学法学会、1962年a
- 、「償還株 続その一」、『法学論集（関西大学）』11巻6号677～708頁、関西大学法学会、1962年b
- 、「償還株 続その二」、『法学論集（関西大学）』12巻1号35～55頁、関西大学法学会、1962年c
- 、「償還株の機能と特質」、『法学論集（関西大学）』12巻4・5合併号515～544頁、関西大学法学会、1963年
- 、「転換株」、『法学論集（関西大学）』13巻4・5・6合併号469～483頁、関西大学法学会、1964年
- 、「株式転換条項」、『法学論集（関西大学）』14巻4・5・6合併号725～742頁、関西大学法学会、1965年
- 広田真一・池尾和人、「企業金融と経営の効率性」、伊藤秀史（編）『日本の企業システム』、東京大学出版会、1996年
- 藤井俊雄、「利益参加社債の適法性」、北沢正啓・浜田道代（編）『ジュリスト増刊（法律学の争点シリーズ4- ）商法の争点』、有斐閣、1993年
- 藤田友敬、「社債権者集会と多数決による社債の内容の変更」、落合誠一・江頭憲治郎・山下友信（編）『鴻 常夫先生古稀記念 現代企業立法の軌跡と展望』、商事法務研究会、1995年

- 、「情報、インセンティブ、法制度」、『成蹊法学』43号65～103頁、成蹊大学法学会、1996年a
- 、「社債の管理と法」、『公社債引受協会（編）『公社債市場の新展開』、東洋経済新報社、1996年b
- 、「持株会社の設立」、『商事法務』1431号4～12頁、商事法務研究会、1996年c
- 、「株主の議決権」、『法学教室』194号19～22頁、有斐閣、1996年d
- 、「会社法と債権者保護」、『商法会計制度研究懇談会（編）『商法会計に係る諸問題』、企業財務制度研究会、1997年
- 、「社債の多様化 エクイティ性のある社債を中心に（上）（下）」、『月刊資本市場』162号39～47頁・163号41～46頁、資本市場研究会、1999年a
- 、「株主の有限責任と債権者保護」、『法学教室』223号21～26頁、有斐閣、1999年b
- 前田 庸、「平成5年商法等の改正要綱について（上）（中）（下）」、『商事法務』1315号40～50頁、1316号13～25頁、1317号23～29頁、商事法務研究会、1993年
- 、「商法等の一部を改正する法律案要綱（案）の解説（上）（中）（下）」、『商事法務』1517号4～18頁・1518号4～12頁・1519号4～10頁、商事法務研究会、1999年a
- 、「手形法・小切手法」、『有斐閣、1999年b
- 、「商法等の一部を改正する法律案要綱の解説（上）（中）（下）」、『商事法務』1553号4～15頁・1554号4～13頁・1555号4～15頁、商事法務研究会、2000年a
- 、「会社法改正の展開と今後の課題」、『商事法務』1574号6～10頁、商事法務研究会、2000年b
- 、「会社法入門（第7版）」、『有斐閣、2000年c
- ・江頭憲治郎・森本 滋・神田秀樹・二宮博昭・角田 博、「今後の会社法改正に関する基本的な視点」、『商事法務』1548号8～33頁、商事法務研究会、2000年
- 前田雅弘、「日本私法学会商法部会シンポジウム資料『株主構成の変化と会社法のあり方』持株会社」、『商事法務』1466号23～31頁、商事法務研究会、1997年
- 、「会社分割に係る商法等の一部改正について」、『ジュリスト』1182号2～8頁、有斐閣、2000年
- 松下淳一、「結合企業の倒産法的規律（1）～（4・完）」、『法学協会雑誌』107巻11号1761～1848頁・12号2022～2077頁・110巻3号295～334頁・4号419～472頁、有斐閣、1990・1993年
- 、「社債管理会社の地位・権限と民事手続法との関係について」、『学習院大学法学部法学会雑誌』31巻1号35～58頁、学習院大学法学会、1995年
- 、「社債管理会社・社債権者の手続法上の地位」、『金融法研究・資料編（15）』48～68頁、金融財政事情研究会、1999年
- 、「社債管理会社・社債権者の手続法上の地位」、『金融法研究』16号21～30頁、金融財政事情研究会、2000年
- 松田二郎、『会社法概論』、岩波書店、1968年
- 味村 治、「利益参加社債に関する若干の問題」、『商事法務研究』176号2～7頁、商事法務研究会、1960年

- 深山卓也・花村良一・筒井健夫・菅家忠行、「民事再生法の概要(1)~(3・完)」、『金融法務事情』1568号6~15頁・1569号66~75頁・1570号40~48頁、金融財政事情研究会、2000年
- ミルグロム、ポール\ジョン・ロバーツ(奥野正寛・伊藤秀史・今井晴雄・西村理・八木甫訳)、『組織の経済学』、NTT出版、1997年
- 森 順子、「他社株転換可能債の法的検討 海外発行事例との比較」、『商事法務』1395号23~28頁、商事法務研究会、1995年
- 森まどか、「社債の『イベントリスク』に関する法的研究(1)~(3・完) アメリカ法の立場から」、『名古屋大学法政論集』176号169~215頁・177号417~459頁・178号371~413頁、名古屋大学大学院法学研究科、1998~1999年
- 森本 滋、『会社法(第2版)』、有信堂高文社、1995年a
 、「株主平等原則と株式社員権論」、『商事法務』1401号2~7頁、商事法務研究会、1995年b
 、「純粋持株会社と会社法」、『法曹時報』47巻12号1~30頁、法曹会、1995年c
 、「会社分割法制について」、『金融法務事情』1580号15~30頁、金融財政事情研究会、2000年a
 、「公開会社法の抜本的改正と比較法研究」、『商事法務』1568号44~49頁、商事法務研究会、2000年b
- 八木 弘、「株主平等の原則と固有権」、田中耕太郎(編)『株式会社法講座 第2巻』、有斐閣、1956年
 、「会社法(上)』、千倉書房、1965年
- 矢沢 惇、「株式の消却 特に償還株式について」、『企業法の諸問題』、商事法務研究会、1981年a(初出『松本先生古稀記念論文集』、1951年)
 、「転換証券の法律的構成」、『企業法の諸問題』、商事法務研究会、1981年b(初出『法学協会雑誌』68巻6号、1950年)
- 弥永真生、「『株式配当』と利益配当優先株」、岩原紳作・神田秀樹(編)『竹内昭夫先生追悼論文集 商事法の展望』、商事法務研究会、1998年
- 柳川範之、『契約と組織の経済学』、東洋経済新報社、2000年
- 山一証券経済研究所、「増資白書」、『商事法務』1427号、商事法務研究会、1996年
- 山田純子、「会社分割の規制(1)(2・完)」、『民商法雑誌』99巻6号813~850頁・100巻2号263~280頁、有斐閣、1989年
- 吉戒修一、「平成5年商法改正法の解説(6)~(12・完)」、『商事法務』1330号34~38頁・1331号27~31頁・1332号25~29頁・1333号21~26頁・1334号82~85頁、1335号34~37頁、1336号38~43頁、商事法務研究会、1993年
- 劣後債検討研究会、「劣後債に関する劣後特約モデル条項」、『金融財政事情』1988年10月17日号68~75頁、金融財政事情研究会、1988年
- Aghion, Philippe, and Patrick Bolton, "An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting," *Review of Economic Studies*, 59, 1992, pp. 473-494.
- Billett, Matthew T., and Anand M. Vijh, "The Market Performance of Tracking Stocks," University of Iowa Working Paper Series, 2001.

- , and David C. Mauer, "Diversification and the Value of Internal Capital Markets: The Case of Tracking Stock," *Journal of Banking and Finance*, 24, 2000, pp. 1457-1490.
- Board of Governors of the Federal Reserve System and United States Department of the Treasury, *The Feasibility and Desirability of Mandatory Subordinated Debt*, 2000.
- Bratton, William W., Jr., "The Economics and Jurisprudence of Convertible Bonds," *Wisconsin Law Review*, 1984, pp. 667-740.
- Brealey, Richard A., and Stewart C. Myers, *Principle of Corporate Finance (6th ed.)*, Irwin McGraw-Hill, 2000.
- Cusatis, Patrick J., James A. Miles, and J. Randall Woolridge, "Restructuring through Spinoffs: The Stock Market Evidence," *Journal of Financial Economics*, 33, 1993, pp. 293-311.
- D'Souza, Julia, and John Jacob, "Why Firms Issue Targeted Stock," *Journal of Financial Economics*, 56, 2000, pp. 459-483.
- Desai, Hemang, and Prem C. Jain, "Firm Performance and Focus: Long-Run Stock Market Performance Following Spinoffs," *Journal of Financial Economics*, 54, 1999, pp. 75-101.
- Dewatripont, Mathias, and Jean Tirole, "A Theory of Debt and Equity: Diversity of Securities and Manager-Shareholder Congruence," *Quarterly Journal of Economics*, 109, 1994, pp. 1027-1054.
- Elder, John, and Peter Westra, "The Reaction of Security Prices to Tracking Stock Announcements," *Journal of Economics and Finance*, 24 (1), 2000, pp. 36-55.
- Frischmann, Peter J., Paul D. Kimmel, and Terry D. Warfield, "Innovation in Preferred Stock: Current Developments and Implications for Financial Reporting," *Accounting Horizons*, 13 (3), 1999, pp. 201-218.
- Grossman, Sanford J., and Oliver D. Hart, "The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration," *Journal of Political Economy*, 94 (4), 1986, pp. 691-719.
- Harris, Milton, and Artur Raviv, "Financial Contracting Theory" in Jean-Jacques Laffont ed., *Advances in Economic Theory Sixth World Congress, Vol.II*, Cambridge University Press, 1992, pp. 64-150.
- Hart, Oliver, *Firms, Contracts, and Financial Structure*, Oxford University Press, 1995.
- Hass, Jeffrey J., "Directorial Fiduciary Duties in A Tracking Stock Equity Structure: The Need for a Duty of Fairness," *Michigan Law Review*, 94, 1996, pp. 2089-2177.
- Hellmann, Thomas, "The Allocation of Control Rights in Venture Capital Contracts," *RAND Journal of Economics*, 29 (1), 1998, pp. 57-76.
- Jensen, Michael C., "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," *American Economic Review*, 76 (2), 1986, pp. 323-329.
- Kahan, Marcel, and Michael Klausner, "Antitakeover Provisions in Bonds: Bondholder Protection or Management Entrenchment," *UCLA Law Review*, 40, 1993, pp. 931-982.
- Kaplan, Steven N., and Per Strömberg, "Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts," NBER Working Paper No. 7660, 2000.
- Logue, Dennis E., James K. Seward, and James P. Walsh, "Rearranging Residual Claims: A Case for Targeted Stock," *Financial Management*, 25 (1), 1996, pp. 43-61.

- McDaniel, Morey W., "Bondholders and Corporate Governance," *The Business Lawyer*, 41, 1986, pp. 413-.
- , "Bondholders and Stockholders," *Journal of Corporation Law*, 13 (2), 1988, pp. 205-315.
- Mitchell, Lawrence E., "The Fairness Rights of Corporate Bondholders," *New York University Law Review*, 65, 1990, pp. 1165-1229.
- Smith, Clifford W., and Jerold B. Warner, "On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants," *Journal of Financial Economics*, 7, 1979, pp. 117-161.
- Stark, F. John, III, J. Andrew Rahl, Jr., and Lori C. Seegers, "'Marriott Risk': A New Model Covenant to Restrict Transfers of Wealth From Bondholders to Stockholders," *Columbia Business Law Review*, 1994, pp. 503-587.
- Zuta, Shlomith, "Diversification Discount and Targeted Stock; Theory and Empirical Evidence," University of Maryland Working Paper Series, 1999.