

米国におけるLBOと詐害行為 取消による債権者保護

前 嶋 京 子

- I はじめに
- II LBOの態様と会社債権者保護の諸法理
- III 詐害行為取消による債権者保護
 - 1 詐害行為取消の一般的要件
 - 2 詐害行為取消法理のLBOへの適用
- IV 結語

I はじめに

近年欧米では、買収者が、買収先の会社の財産を実質上の担保として融資者から買収資金を借入れ、買収を実行するという形態での買収が、しばしば行われるようになった。このような買収形態を、米国等ではLBO (Leveraged Buyout) と称している。實際上、いかなる法手続でLBOを実行するかについての態様には、何種類かの方法があるが、いずれも買収先の会社の財産が当該会社の株式を買い取るための実質上の担保とされるため、被買収会社の債権者の保護が問題となりうる。もとより、LBOの経済的効用については、合理的・効率的会社経営を促す側面もあり、LBO自体は必ずしも全面的に否定するべきものとはされず、被買収会社が買収後も順調に経営されている場合には、被買収会社債権者の保護も問題とはならない。我国内においては、現在あまりなじみのない買収形態と考えられるが、我国の企業も海外にあってはLBOをすでに行う状況下にある。

また、友好的な買収においてLBOの形態がとられることがあるから、敵対的な買収が好まれないといわれている我国においても、今後このような買収形態が行われる可能性もあり、興味深い問題といえよう。被買収会社の債権者保護が問題となりうるLBOに関して、本稿で特に米国で詐害行為取消による救済が考慮される場合を中心に検討する。

I LBOの態様と会社債権者保護の諸法理

買収先の会社の財産を実質上の担保として買収資金を借り入れ、買収を実行するような買収形態を米国等ではLBO (Leveraged Buyout) と称し、近年しばしば行われるところとなっている。また、MBO (Management Buyout) は、被買収会社の株主が株式を売却して引退を希望するときなどに、現経営者が、その株式を購入し、買収者として買収を行う場合等をいう。このMBOも、LBOの一種である⁴⁾。かかるLBOを実際に行う当事者及び利用される法手続にはおおよそ次に述べるような態様がある⁵⁾。

まずLBOを行う当事者、すなわち、買収者・被買収者・融資者について検討すると、買収の為の資金を融資する者については、これが被買収会社の株主である場合と外部の者である場合とがある。融資を受ける者としては、買収者自身である場合、買収者が買収のために新たに設立した会社である場合、被買収会社が融資を受ける場合などが考えられる。いずれの場合も、被買収会社の法的地位は、融資を受けた債務者であったり、保証人であったり、担保提供者であったりするが、実質的には、被買収者の財産が融資を担保するものであることに変わりはない。それぞれの場合を具体的にみていくと、被買収会社の株主若しくは外部の融資者が買収者(買収者と同一視しうるような買収者の設立した会社等も含まれる)に融資し、当該融資に関して、被買収会社の財産を担保とする(実際上は、被買収会社の財産に担保権を設定したり、被買収会社を保証人としたりする)方法を取る場合がある。次に、融資者が被買収会社に直接融資をし、その融資

された金員を買収者（又は買収者が設立した会社等）が再融資を受けて買収を行うという方法を取る場合がある。合併を利用する場合もあり、この場合には、まず、買収者が新たに会社を設立し、この新会社に融資者からの融資を受け、被買収会社の株式を買い取り、しかる後に被買収会社と新会社とを合併させることが行われる。合併により、結果的に、被買収会社の財産を、買収のための融資を担保するものとして利用できることとなる。

これらの方法のいずれかにより買収された会社が、買収後も順調に経営を継続している場合には債権者保護の問題は生じない。しかし、LBOの結果、被買収会社の財産が融資の担保として利用されることにより減少し、若しくは、被買収会社の負担債務が増加することにより、被買収会社が経済的に破綻した場合には、被買収会社債権者の保護の問題が生じる。特に、被買収会社の株主が買収者に融資している場合には、被買収会社に対する株主の権利が、従来当該会社債権者に劣後する株主権であったのに対して、買収後は担保権者の地位を得る結果債権者に優先することにもなるので、殊更に問題とされる⁶⁾。そこで、債権者保護に対応しうる法理として、米国では、能力外の法理 (Ultra Vires Doctrine) や衡平法上の劣後の法理 (Equitable Subordination)、会社内部者の信認義務 (Fiduciary Duty) に関する法理等が、詐害行為取消の法理とともに考慮される。

能力外の法理については、旧来の事例に見られるのみで現在の事例には適用されないとされるが、この法理では、株主の為に、会社への対価なく会社財産を担保とするのは、会社目的を越えるものであり、かかる行為は無効であるとされた⁶⁾。

衡平法上の劣後の法理では、破産手続上、LBOに際しての被買収会社株主の債権の弁済について、これが、被買収会社の一般債権者の弁済に劣後するということが行われる⁶⁾。衡平法上の劣後の法理とは、会社と特別の関係にある者の債権の効力を全く否定するというのではなく、破産手続上、一般債権者に劣後させるという比較的穏やかな方法により、結果的に妥当な結論を得ようとするものといえよう。劣後させられる者としては、

主に会社の支配株主が考えられる。もとより、支配株主が有する債権が会社支配の事実だけで劣後せしめられることはなく、付加的な要素として、支配株主に欺瞞的な行為や違法行為があったこと、不当経営のなされたこと、あるいは、会社が過少資本であるという事実の存在などが衡平法上の劣後の為に必要とされる⁶⁰。LBOの場合では、被買収会社の会社財産が、被買収会社株主の買収者に対する債権を担保する結果、LBO後に被買収会社の財産が少なくなり、事業を継続し、他の被買収会社の債権者への弁済をなすことを困難にすることなどが考えられるため、このような結果をもたらし得るLBOによって株主に与えられた権利の劣後が考えられる⁶¹。買収のための資金を外部の者が融資している場合には、通常これらの者は会社支配に関係していないので、劣後せしめられることはあまり考えられないが、被買収会社の株式を担保にとり、その株式により支配権を行使していた場合などには、外部の融資者が劣後せしめられることも考えられるとされる⁶²。

会社内部者の信認義務に関する法理でも、LBOに関して、被買収会社の株式を売却する支配株主、株式を購入する買収者等についての受認者義務違反が問題とされる。もともと一般的な法理として、会社に対して受認者の地位にある者は、自己の利益のために会社にとって不利益となる行為をすることを禁止されている。従って、この受認者の地位に株式売却株主や買収者があるのがまず問題となる。これについて、支配株主の株式売却に関しての受認者義務は広く認識されているとされ、会社財産を害する形での株式売却について、支配株主は責任を負うことになる⁶³。会社支配を得る買収者についても、買収に会社財産を使用するについて、受認者義務違反の責任が負わしめられ得るとされる⁶⁴。次いで、これらの者が、会社債権者に対して責任を負うかについて問題となるが、これを肯定する事例と否定する事例とがあるとされる⁶⁵。また、融資者が部外者である場合については、通常の貸主として何らの支配権も及ぼさない場合には責任はないが⁶⁶、支配権を行使していた場合には、受認者として債権者

に対する責任が認められるとされる⁶⁰。

以上のような諸法理により、LBOにおける被買収会社の債権者保護が図られうるが、さらに、詐害行為取消による保護も考えられる。詐害行為取消による方が、上述の諸法理によるよりも、より適切な保護がなされ得ると考えられている⁶¹。LBOの利用による企業買収の発展が著しく、かかる詐害行為取消による保護がよく述べられるようになってきており、また、実際の事例においても、詐害行為取消により債権者保護を図るものがみられる。そこで、以下では、詐害行為取消による債権者保護の状況を検討していく。

- (1) DeMott, *Directors' Duties in Management Buyouts and Leveraged Recapitalizations*, 49 Ohio St. L. J. 517, 519 (1988).
- (2) Sherwin, *Creditors' Rights Against Participants in a Leveraged Buyout*, 72 Minn. L. Rev. 449, 449-51 (1988); Murdoch, Sartin, and Zadek, *Fraudulent Conveyances and Leveraged Buyouts*, 43 Bus. Law. 1, 3-4 (1987).
- (3) Sherwin, *supra* note (2), at 451.
- (4) *Id.* at 453-5.
- (5) *Id.* at 455-6.
- (6) 詳しくは、拙稿「米国における支配株主の債権の弁済劣後について」下関市立大学論集31巻3号1頁以下を参照されたい。
- (7) Sherwin, *supra* note (2), at 459.
- (8) *Id.* at 460.
- (9) *Id.* at 461.
- (10) *Id.* at 461-2.
- (11) *Id.* at 462.
- (12) Cieri, Heiman, Henze, Jenks, Krischner, Riley and Sullivan, *An Introduction to Legal and Practical Considerations in the Restructuring of Troubled Leveraged Buyouts*, 45 Bus. Law. 333, 377-8 (1989).
- (13) *Id.* at 378-9; Sherwin, *supra* note (2), at 462-3.
- (14) Note, *Fraudulent Conveyance Law and Leveraged Buyouts*, 87 Colum. L. Rev. 1491, 1510 (1987); Sherwin, *supra* note (2), at 464.

Ⅲ 詐害行為取消による債権者保護

1 詐害行為取消の一般的要件

米国においては、詐害行為の取消を定めるものとして、連邦破産法 (the Federal Bankruptcy Code) と統一詐害行為法 (the Uniform Fraudulent Conveyance Act, 略省UFCA)。なお、当該UFCAの修正法として the Uniform Fraudulent Transfer Act, 略称UFTAがあるが、両者は本質的に変わるものではないとされる⁶⁴⁾を各州において制定法規化したものがある。債権者を害する行為を取消す法理は、すでに16世紀のエリザベス期の英国の制定法規において見られるとされる⁶⁵⁾。このエリザベス期の法の内容は、現実に詐害意思が存した場合に、そのなされた行為を取消すものであり、これが米国の各州により制定法化され、コモン・ローの中に取り入れられたとされる⁶⁶⁾。初期の詐害行為取消法規においては詐害意思が強調されたが、裁判所により、事件の状況から、詐害意思を事実上推定することがなされ、これが法上の混乱を生ぜしめるところもあり、現在の詐害行為法や破産法上の条文の草起につながったとされる⁶⁷⁾。現在、破産法・詐害行為法のいずれにおいても、行為が積極的に詐害意思をもってなされた場合に加えて、一定の要件を満たした場合にも、解釈上の詐害行為として、当該行為が取消され得る旨の規定がおかれている。

米国の破産法においては、セクション548(a)で、破産管財人によって取消されうる取引として以下のようなものが規定されている⁶⁸⁾。

申立書提出日から1年以内に行われた

- (1)債権者を詐害する意思をもってなされた譲渡や債務負担行為
- (2)(A)合理的に相当とされるよりも低い対価でなされた譲渡や債務負担行為で、かつ
 - (B) (i) 債務者が当該行為のときに支払不能であったか、当該行為の結果支払不能となった場合。若しくは、

- (ii) 債務者に残された財産が事業遂行等のためには不合理なほど過少資本であった場合。若しくは、
- (iii) 負担した債務が履行期に達したときに、債務者の支払能力をこえることを意図して行為をなした場合。

このように、破産法においては、行為が現実に詐害意思をもってなされた場合に加えて、対価が合理的に相当と認められるより低い価格であった場合について、解釈上詐害行為として取消しうる場合を3類型規定している。詐害行為法においても、同様に、現実に詐害意思が存した場合についての行為の取消を認める規定（UFC A § 7。同旨の規定として UFTA § 4 (a)(1)）の他に、解釈上の詐害行為として3類型が規定されている。すなわち、公正な対価なくなされた行為の結果若しくは行為の当時、債務者が支払不能であった場合（UFC A § 4。同旨の規定として UFTA § 5）、公正な対価なくなされた行為によって若しくは行為の当時、債務者が不合理な過少資本により事業を営んでいた場合（UFC A § 5）、公正な対価なくなされた行為のときに、債務者が債務の履行期には支払能力をこえることを意図していた場合（UFC A § 6）の3類型である。なお、詐害行為法では、現実の詐害意思がなかった場合には、詐害行為であることにつき善意であって、公正な対価を支払った者に対しては取消をなし得ない旨が規定されている（UFC A § 9(1)）。また、公正な対価より低い価格しか支払っていないが、詐害行為であることにつき善意であった者については、支払った対価の返還が担保されている（UFC A § 9(2)）。この点、破産法においても、善意で対価を払った者については、支払った限度で先取特権（a lien）を与える等の保護がなされている（§ 548(c)）。

現実に詐害の意思があった場合はもちろん、解釈上の詐害行為とされる場合にも、当該行為は、上述のように、破産法若しくは詐害行為法に基づき取消されうるものとなる。解釈上の詐害行為と考えられているものも、破産法と詐害行為法とでは類似しており、文言などで若干の相違がみられる程度といえる。そこで、詐害行為取消における一般的要件をまとめると

以下のようになる。

- (1) 現実に詐害の意思をもってなされた債権者を害する行為であること。
- (2) 解釈上の詐害行為の要件 (a 及び b の双方) を満たす行為であること。

(解釈上の詐害行為の要件)

- a 公正な対価 (fair consideration), 若しくは, 合理的な相当価格 (a reasonably equivalent value in exchange) が出捐されていないこと。
- b (i) 支払不能 (insolvent)。
(ii) 過少資本 (an unreasonably small capital)。
(iii) 債務超過 (incur debts beyond ability to pay)
のいずれかの状況に債務者があること。

これらの一般的要件を満たした場合、詐害行為として当該行為は取消しうるものとなる。

我国においても、民法424条に債権者取消権が定められている他、破産法72条に否認権が定められ、詐害行為の効力を否定することができる。民法の債権者取消権及び破産法72条1号の否認権においては、詐害の意思の存在が条文上要求されている。これに対して、破産法72条2号ないし5号においては、経済状態が破綻した状況下における行為の否認が定められ、2号ないし4号では経済状態が破綻していることについての悪意は必要であるが、詐害意思の立証までは必要とされず、5号においては、悪意の存在すら要求されていない。このように、我国にも米国と類似の詐害行為取消規定が存しており、LBOに対する米国の適用状況は、いずれ我国においても参考としうる点を含んでいるといえる。そこで、以下では、詐害行為取消法理のLBOへの適用をめぐるの米国での議論を検討する。

2 詐害行為取消法理のLBOへの適用

詐害行為取消法理は、債権者を害する行為を債務者がなした場合に、当該行為の取消を債権者に許すものであり、元来、当該取消されるべき行為

として、債務者とその行為の相手方との二当事者間でなされた行為を想定している。ところがLBOにおいては、少なくとも三当事者が存在する。すなわち、被買収会社（債務者）と買収者、それに買収資金融資者である。買収資金融資者が外部の者であるときには、従来の株主も関係者として加えられることになる。また、本来的に詐害行為取消法理により取消の対象とされる行為は、通常、単一の行為であるのに対して、LBOは、多数の当事者による一連の複数行為によって構成される。すなわち、買収者の従来の株主からの株式の購入行為、融資者の買収資金の融資行為、融資に関連しての被買収会社の様々な形態での債務負担行為や担保提供行為が、LBOを構成している。従って、詐害行為取消法理が複数の行為により構成されるLBOの一部若しくは全部に適用され得るのか、適用できるとしても、どの範囲の当事者又はどのような行為に対して適用できるのかが問題とされる。

LBOに対する詐害行為取消法理の適用の可否については、かかる複数当事者の複数行為からなるLBOは、本来的に詐害行為取消法の適用を予定されている行為とはいえないとして、その適用を否定する立場⁸³と、LBOについても詐害行為取消法理の適用を肯定する立場がある。判例・学説の大勢は、原則的にはこの適用に対して肯定的な立場にあるといえよう⁸⁴。以下では、詐害行為取消法理の適用を肯定する立場における見解を検討する。

(1) 現実の詐害意思がある場合。

被買収会社の債権者を害する意思の下になされた行為は、破産法（§ 548 (a)(1)）・詐害行為取消法（UFCA § 7, UFTA § 4 (a)(1)）のいずれによっても取消されることになる。詐害の意思があったことを直接に証明するのは、かなり困難なように思われるが、実際には、詐害の意思の存在を示す客観的な状況を証明すればよいとされる⁸⁵。また、UFTAには、実質上の債務者の全財産の譲渡等、詐害の意思を推定する事実が示されており、

これらの事実は場合によれば、UFC A や破産法における解釈上の詐害と極めて類似しているとされる⁸⁸。LBOに関する判例法上のリーディング・ケースである一連のGleneagles事件⁸⁹のうちの一判決⁹⁰でも、UFC A のペンシルバニア州規定を適用し、融資者等の当事者が被買収会社グループの劣悪な経済状態を承知しており、債権者が害されることを予見した上で行為しているときには詐害意思があるものとされる等⁹¹として詐害意思が認定されている。本件では、外部の融資者について、解釈上の詐害ではなく詐害意思による詐害が認定されており、このような解釈は外部の融資者にとってのリスク決定を不確かなものにする旨の批判的見解⁹²も存するが、判例上現実の詐害意思が認定できるとしてLBOを構成する行為の取消を認めたものとして注目しうる。

(2) 解釈上の詐害の場合

a 公正な対価・合理的な相当価格

公正な対価若しくは合理的な相当価格が、取引において出捐されている場合には、解釈上の詐害とは認められない。しかし、何をもって公正な対価若しくは合理的な相当価格とするのかについては、LBOに関しては当事者が複数であるため、必ずしも簡単ではない。例えば、被買収会社が融資者から金員を借り受け、当該債務について担保を設定した場合について考えると、通常の融資に際しても担保を設定することがなされるのであるから、被買収会社と融資者との取引及び担保設定行為は、その融資額に比べ担保物が過大であり、被買収会社の負担が通常の場合に比べて重い等の特段の事情のない限り、一見問題がないように思われる。しかし、被買収会社は、自己の営業に使用するため等の理由で融資を受けたのではなく、LBOの場合には、その借り受けた金員を買収者に再融資し、被買収会社を買収する資金として使用させるために融資を受けたのであるから、担保設定行為についての対価たるべき融資における金員は、被買収会社の手元を単に通過するにすぎないものといえる。このような状況下にある場合、

実質上、公正な対価・合理的な相当価格が被買収会社の行為に対して存在したといえるかは、はなはだ疑問である。そこで、米国においても解釈上、本来詐害行為取消規定は、債権者保護のための規定であるから、かかる債権者保護の観点から考察して、一般的に、第三者を利得せしめることは、行為の公正な対価・合理的な相当価格には該当せず、債権者を実質的に害する状況では、公正な対価・合理的な相当価格の存在は認められないとされる⁸⁸。なお、LBOによって間接的な経済的利益が認められる場合に、これを公正な対価・合理的な相当価格としうるかが問題とされる⁸⁹。例えば、LBOの結果、経営が効率化したり生産性が向上したりして経済的な利益が得られ、あるいは、上場会社がLBOによって、上場を中止し閉鎖会社となる場合には、上場に伴う諸費用が節約される結果となったりする。しかし、これらの間接的な利益は、一般的に曖昧なものであって、どれ程の利益が存するかも明確ではないから、裁判所は、これらの間接的な利益を、公正な対価・合理的な相当価格とは認定しないものと考えられている⁹⁰。

上述の如く一般的に詐害行為であることにつき善意で行為を行った者に対しては、一定の保護が与えられている（破産法 § 548(c), U.F.C.A § 9）ばかりでなく、詐害行為法の下では、公正な対価の概念を決定する条文の中に、善意で当該行為がなされたことが、すでに折り込まれている（U.F.C.A § 3）。かかる善意とは、行為の妥当性を確信していることや、他者の不条理な利益を取得する意思がないこと、他者を詐害することになる事実を了知していないこと等を検討して決せられるとされる⁹¹。LBOにおいては、行為の当事者としては、被買収会社に対して直接債権や担保権を取得する融資者ばかりでなく、買収者、被買収会社の株主も存在する。そこで、当該LBOの結果、利益を受けるのは買収者であるから、融資者との関係でよりもむしろ買収者と被買収会社との関係で詐害行為が行われたのか否かを検討すべきであるとの意見も存するが⁹²、融資者についても、貸付金の使途及び会社が利益を受けないことを了知している場合には、善意

とはいえず、詐害行為法の適用を受けるものと考えられている⁸⁹。また、被買収会社の株式を売却する株主についても、当該LBOが詐害行為法のもとで取消され得るものであることを知っているときには、被買収会社によって担保されている基金の善意の取得者とはなりえないとされる⁹⁰。

b 支払不能・過少資本・債務超過

公正な対価・合理的な相当の価格が取引において出捐されていない場合であっても、債務者が十分の資産を有しており、経済的に危機的な状況下にならなかった場合には、当該行為はもとより解釈上の詐害行為とはなりえない。詐害行為として取消されるためには、債務者が支払不能若しくは過少資本若しくは債務超過のいずれかの状態に該当することが必要である。支払不能の意味については、破産法上の支払不能と詐害行為法の上での支払不能とは若干異なるとされる。すなわち、破産法上での支払不能が、債務者の全財産と全債務とを比較し、全財産を客観的に公正妥当な価格で換価したときに、全財産で全債務を弁済しうるかにより決せられる(a balance sheet test)のに対し、詐害行為法(UFCA)においては、債務が履行期になったときに、全財産の現実の具体的な売却価格で全債務を弁済しうるかによって決せられる(an equitable test)とされる⁹¹。従って、詐害行為法(UFCA)においては、破産法より意義が広く、債務を支払う債務者の能力に焦点がおかれており、支払に備えての現金や流動資産がない場合には、積極財産を有しながら支払不能になるとされる⁹²。挙証責任については、公正な対価若しくは合理的な相当の価格が取引において出捐されていないことの証明は原告(債権者)側にあるが、原告側がその証明をなした場合には、当該取引の時点若しくは取引の結果、債務者が支払不能となったのではないことを、被告が証明しなければならないとされる⁹³。債務者が過少資本であったとの要件については、過少資本自体がその事業の性質等に関連する概念であり⁹⁴、事例毎に決せられるものであるとされる⁹⁵。挙証責任は、支払不能についてと同じく、被告の側にあるとされる⁹⁶。債務超過の要件については、債務の履行期に債務者が支払能力をこえることを意

図っていたという主観的なものが問題とされるので、LBOにおける融資者が状況について何ら了知していなくとも、債務者たる被買収会社が、債務の履行期に支持能力をこえることを意図していた場合には、当該行為は取消され得ることになるとされる⁴⁴⁾。なお、これらの支払不能・過少資本・債務超過といった債務者の経済状況の要件と関連して、キャッシュ・フローが問題とされる。すなわち、十分のキャッシュ・フローが見込める場合には、結果的に債務の弁済も可能となり、ある時点における会社財産額と債務額との関係等のみで、簡単に、経済状況は決定され得ないとされるのである⁴⁵⁾。

以上のように、LBOについても詐害行為取消が認められるのが一般的な解釈といえ、現実の詐害意思がある場合はもちろん、解釈上の詐害が認められた場合にも、債務者すなわち被買収会社のなした行為は取消されうる。ここで、詐害行為取消の要件を満たした場合に、取消されうる取引の内容及び相手方を若干検討すると、取引の内容としては、被買収会社のなした債務の保証・担保設定行為、あるいは、買収者に再融資するための買収資金の借受け等が考えられる。取引の取消を主張される相手方として、まず、従来の株主が考えられる。例えば、買収資金の融資を株主がしており、当該融資について被買収会社による保証等の担保を得ているような場合である⁴⁶⁾。このとき、従来の株主が、必ずしも直接的に被買収会社と取引して担保を得ているとは限らず、一度買収者のために設定された担保を、株主が買収者から株式売却代金の一部として譲受けるような場合も含まれる⁴⁷⁾。また、融資者が株主以外の第三者であった場合も、買収が詐害取消の要件を満たしている場合には、被買収会社から流出した財産について、従来の株主と買収者は、取引の条件を決定しうる地位にあり、取引の主な受益者である故に、責任を有するとされる⁴⁸⁾。但し、取消を主張されるのは、詐害行為として取消されうることを知る者であり、大規模な公開会社等にあっては、従来の株主といえども、よほどの大株主でない限り、ほとんどの株主は、詐害行為であることについて善意であるから、取消を主張

されえないとされる⁶⁹。買収者に関しては、LBOを実行し、LBOによって利益を受ける者であるから、取引が詐害行為に該当する場合には、被買収会社から流出した財産についても責任を負うとされる⁷⁰。なお、従来の株主若しくは買収者と被買収会社との関係で、詐害行為として取消されるべき取引を識別しがたいことが考えられる。例えば、LBOに合併が利用される場合等には、買収者によって設立された会社が、融資を受け、被買収会社の株式を取得後に被買収会社と合併し、被買収会社の財産であったものを買収のための融資の担保とするので、直接的には何らの財産も買収者に渡らず、特に取引として認識される行為が行われないことも考えられる。このような場合も、従来の株主と買収者の利益が明らかであるので、解釈上の詐害の要件が満たされれば、これらの者に被買収会社の債権者に対する責任を負わしめ得るとされる⁷¹。最後に、外部の第三者である融資者については、買収のための融資に関連する諸状況を、融資者が了知していたか否かが問題となる。すなわち、融資者が、被買収会社の経済状態が劣悪であること、及び、融資により得られた金員がLBOに使用されるものであること等の状況を了知している場合には、融資者も詐害行為取消を主張されうることになる⁷²。これに対し、融資者が被買収会社の経済状態について善意であり、被買収会社に支払能力があると信じていたときには、善意者として保護を受けうるものと考えられている⁷³。但し、表面上通常の融資として認識される条件で融資がなされている場合であっても、当該融資が買収の資金を提供するものにすぎず、被買収会社が負担した担保等に対して、実質上融資者が正当な対価を出捐したとされえないときには、結果的に、融資者は保護されえないことにもなりうる⁷⁴とされる⁷⁵。一般的には、融資において担保を要求すること等は、当然のことといえる。そこで、融資者が、詐害行為を構成する事実を知らず、詐害行為として取消されるべき行為ではないと合理的に判断して行為を行った場合には、融資者を保護するべきであるとの主張もなされている⁷⁶。

LBOが複数の当事者による一連の行為によって構成されるものであり、

また、近時、特にLBOの行われる件数も増加し、社会問題化する状況となってきたものでもあることから、詐害行為取消による救済を認めるについても、未だ総ての面において、学説・判例上の見解が一致しているとは言いがたい状況ではある。しかし、Gleneagles事件⁽¹⁵⁾において、LBOの当事者にとってかなり厳しい内容の判断が示されて以後、LBOのための資金を融資する外部の融資者にとってまでも、詐害行為取消のリスクを避けるために、被買収会社の財産状態等の状況をよく検討・調査する必要がある旨が述べらるなど⁽¹⁶⁾、詐害行為取消法理は、LBO関係者総てにとって、重要な関心事となっている。このように、LBOの結果本来受けうるはずの弁済を受けえなくなった被買収会社の債権者を救済する一手段として、詐害行為取消の方途を使用する動向は、今や確立したものとなっているといえる。

(15) Sherwin, *supra* note (2), at 471.

(16) Baird & Jackson, *Fraudulent Conveyance Law and Its Proper Domain*, 38 Vand. L. Rev. 829(1985); Sherwin, *supra* note (2), at 465; Comment, *Leveraged Buyout and Fraudulent Conveyances: Lenders and Shareholders Beware*, 53 Mo. L. Rev. 761, 763 (1988); Burns, *The Fraudulent Conveyance Laws and the LBO Lender*, 94 Com. L. J. 268, 272 (1989).

(17) Sherwin, *supra* note (2), at 465.

(18) *Id.* at 465-466; Burns, *supra* note (16), at 272.

(19) 11U.S.C.A. § 548.

(20) Baird & Jackson, *supra* note (16), at 852-855.

(21) Carlson, *Leveraged Buyouts in Bankruptcy*, 20 Ga. L. Rev. 73, 121 (1985); Note, *supra* note (14), at 1514; Smyser, *Going Private and Going Under: Leveraged Buyouts and the Fraudulent Conveyance Problem*, 63 Ind. L. J. 781, 823-4 (1988); Sherwin, *supra* note (2), at 452-3; Murdoch, Sartin, and Zadek, *supra* note (2), at 25; Burns, *supra* note (16), at 312; Kirby, McGuinness, and Kandel, *Fraudulent Conveyance Concerns in Leveraged Buyout Lending*, 43 Bus. Law. 27 (1987); Steph v. Branch, 255F. Supp. 526 (1966) *aff'd*, 389 F.

- 2d 233 (1968); *Sharrer v. Sandlas*, 477 N.Y.S. 2d 897 (1984); *United States v. Gleneagles Inv. Co.*, 565 F. Supp. 556 (1983); *United States v. Gleneagles Inv. Co.*, 571 F. Supp. 935 (1983); *United States v. Gleneagles Inv. Co.*, 584 F. Supp. 671 (1984); *United States v. Tabor Court Realty Corp.*, 803 F. 2d 1288 (1986); *Credit Managers Ass'n of Southern Cal. v. Fed. Co.*, 629 F. Supp. 175 (1985).
- (22) *Burns*, *supra* note (16), at 276; *Cieri, Heiman, Henze, Jenks, Krischner, Riley and Sullivan*, *supra* note (12), 335.
- (23) *Ibid.*
- (24) *United States v. Gleneagles Inv. Co.*, 565 F. Supp. 556 (1983); *United States v. Gleneagles Inv. Co.*, 571 F. Supp. 935 (1983); *United States v. Gleneagles Inv. Co.*, 584 F. Supp. 671 (1984); *United States v. Tabor Court Realty Corp.*, 803 F. 2d 1288 (1986).
- (25) *United States v. Gleneagles Inv. Co.*, 565 F. Supp. 556 (1983).
- (26) *Id.* at 581.
- (27) *Sherwin*, *supra* note (2), at 496; *Burns*, *supra* note (16), at 276.
- (28) Note, *supra* note (14), at 1498-9; *Cieri, Heiman, Henze, Jenks, Krischner, Riley and Sullivan*, *supra* note (12), 354-5.
- (29) Note, *supra* note (14), at 1500-3; *Burns*, *supra* note (16), at 282-3; *Cieri, Heiman, Henze, Jenks, Krischner, Riley and Sullivan*, *supra* note (12), 355.
- (30) Note, *supra* note (14), at 1502-3; *Burns*, *supra* note (16), at 283.
- (31) Comment, *supra* note (16), at 768.
- (32) Note, *supra* note (14), at 1503-4.
- (33) *Sherwin*, *supra* note (2), at 482-3; *United States v. Gleneagles Inv. Co.*, 565 F. Supp. 556 (1983); *United States v. Tabor Court Realty Corp.*, 803 F. 2d 1288 (1986).
- (34) Comment, *supra* note (16), at 767.
- (35) Note, *supra* note (14), at 1504-5.
- (36) *Sherwin*, *supra* note (2), at 499.
- (37) *Id.* at 503; *Burns*, *supra* note (16), at 290-1.
- (38) *Sherwin*, *supra* note (2), at 500.
- (39) *Burns*, *supra* note (16), at 292.
- (40) *Ibid.*
- (41) *Id.* at 295; *Sherwin*, *supra* note (2), at 502.
- (42) Note, *supra* note (14), at 1507; *Burns*, *supra* note (16), at 292-4.

- (43) Sherwin, *supra* note (2), at 479.
- (44) *In re Atlas Foundry Co.*, 155 F.Supp. 615 (1957).
- (45) Sherwin, *supra* note (2), at 491-2.
- (46) Comment, *supra* note (16), at 767-8.
- (47) Sherwin, *supra* note (2), at 491-2.
- (48) *Id.* at 480-1.
- (49) *Id.* at 482-3; *United States v. Gleneagles Inv. Co.*, 565 F.Supp. 556 (1983); *United States v. Tabor Court Realty Corp.*, 803 F.2d 1288 (1986).
- (50) Carlson, *supra* note (21), at 92; Burns, *supra* note (16), at 302.
- (51) *Id.* at 303.
- (52) Sherwin, *supra* note (2), at 517.
- (53) *United States v. Gleneagles Inv. Co.*, 565 F.Supp. 556 (1983); *United States v. Gleneagles Inv. Co.*, 571 F.Supp. 935 (1983); *United States v. Gleneagles Inv. Co.*, 584 F.Supp. 671 (1984); *United States v. Tabor Court Realty Corp.*, 803 F.2d 1288 (1986).
- (54) Murdoch, Sartin, and Zadek, *supra* note (2), at 25; Kirby, McGuinness, and Kandel, *supra* note (21), at 49; Comment, *supra* note (16), at 777; Burns, *supra* note (16), at 313.

Ⅳ 結語

米国においては、債権者を詐害する行為を債務者がなした場合には、破産法や詐害行為法に基づき、かかる行為を取消することが認められている。取消するためには、現実に詐害の意思が存するか、あるいは、解釈上の詐害の要件に該当する状況の存在が必要となる。ここで、詐害行為取消法理は、元来、二当事者間でなされた債権者を詐害する行為を取消す趣旨のものであるので、LBOが、買収者、被買収会社、当該被買収会社の株式を売却する株主、買収資金を融資する融資者など、複数の関係者による一連の複数の行為により構成されるものであることから、いかなる当事者に対してのいかなる行為について、詐害行為取消がなしうるのかにつき問題が存する。概して、学説・判例ともに、LBOに対する詐害行為取消法理の適用には肯定的であるといえ、LBOに関係する総ての当事者に対して、詐

害行為取消の要件を満たしたLBO構成行為の取消が主張されうるものと考えられている。但し、外部の融資者など、LBOに関与するものではあるが、会社の経済状況や融資された金員の使途等、LBOのなされる状況につき善意である者については、善意者としての救済が認めらるべきことが主張されてもいる。いずれにもせよ、現在米国においては、LBOに関係する当事者については、被買収会社の経済状態の健全性等に相応の注意を払い、LBOを行うことが、実際上も必要となっているものと考えられる。我国においては、問題視されるLBO自体が未だあまり考えられない状況ではあるが、すでに海外では我国の企業によっても行われているところであり、LBOの構成そのものは我国に受け入れられないものとは言い得ない。我国でも、米国におけるのと類似した規定として、民法424条の債権者取消権や破産法72条の否認権が存し、米国の状況は今後の参考となるものとする。