

Solvency Opinion

メタデータ	言語: jpn 出版者: 公開日: 2019-09-09 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: Murakami, Hiroshi メールアドレス: 所属:
URL	https://doi.org/10.24517/00055390

This work is licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial-ShareAlike 3.0 International License.



ソルベンシー・オピニオン ― 会社分割におけるいわゆる「債務の履行の見込み」との関連で ―

村 上 裕

はじめに

濫用的会社分割に対する新たな規制として平成26年改正会社法は、いわゆる直接請求権を新たに組み入れた（会社法759条4項・764条4項）。また近時の判例理論においても、濫用的会社分割に対しては詐害行為取消権、否認権、法人格否認の法理等を駆使して害される残存債権者を保護していることも、記憶に新しいところである。

一方で、これらの保護はいわば事後規制であり、事前規制の見直しは今のところなされていない。確かに会社法制定においては、事前規制から事後規制への転換が図られており¹、事前規制の強化には過剰規制の恐れもある。しかし、そのことは事前規制の問題に手を付けなくてもよいということを意味しない。例えば、会社分割におけるいわゆる二重公告の問題がある。官報および定款に定める日刊新聞紙への掲載または電子公告を会社がすることにより、不法行為債権者以外の債権者に対する個別公告を省略できる（会社789条3項・810条3項）この制度は、会社側からの債権者に対する通知・公告を合理化する制度であり、これ自体は一定の合理性を有する。しかし一方で、この二重公告により会社債権者が会社分割の実行について認識する機会を逸し、会社債権者が気づいた時にはすでに（濫用的）会社分割が実行されていた、ということが少なくない。この点についてはすでに立法論を含めて様々

1 岩原紳作「会社法改正の回顧と展望」『会社法論集（商事法論集Ⅰ）』（商事法務・2016年）11頁。

な議論がなされてるところである²。

本稿では、会社分割に対するもう1つの事前規制として、債務の履行の見込みに着目する。会社法制定前商法においては、「各会社ノ負担スベキ債務ノ履行ノ見込アルコト及ビ其ノ理由ヲ記載シタル書面」が事前開示書類として求められ（改正前商法374条ノ2第1項3号・374条ノ18第1項3号）、債務の履行の見込みがない会社分割は分割無効原因を構成すると解されていた³。しかし、会社法制定時に、事前開示書類中の記載事項として「債務の履行の見込みに関する事項」を記載する方式に変更された（会社782条1項・794条1項・803条1項、会社法施行規則183条6号・192条7号・205条7号）。会社法の立案担当者はこの点について、改正前商法と異なり、債務の履行の見込みがない会社分割は無効原因としないことを明らかにしたものとしている⁴。この変更が、上記の解釈論に影響を与えるのか否か、即ち、規定の変更にかかわらず債務の履行の見込みのない会社分割を無効と扱うか否かについても、議論がなされているところである。

この点、アメリカ法に目を転じると、実務上、会社分割（spin-off）を行う前に投資銀行などからソルベンシー・オピニオン（Solvency Opinion）を取得することが多い⁵。これは、わが国でいう「債務の履行の見込み」に関する

2 例えば、鈴木千佳子「濫用的会社分割と債権者異議手続の問題点」宮島司教授還暦記念『企業法の法理』（慶応義塾大学出版会・2012年）135頁以下など。

3 この点を明示する下級審裁判例として、名古屋地判平成16年10月29日判例時報1881号122頁。

4 相澤哲=細川充「組織再編行為」相澤哲編著『立案担当者による新会社法関係法務省令の解説（別冊商事法務300号）』（商事法務・2006年）137頁。

5 ソルベンシー・レポート（丸山秀平・梶浦桂司・小宮靖毅『企業再編と商法改正』（中央経済社・2000年）143頁）やソルベンシー・レター（Raymond J. Blackwood, *Applying Fraudulent Conveyance Law to Leveraged Buyouts*, 42 Duke L.J. 340, 374 (1992)）との言葉を用いる文献もあるが、本稿ではソルベンシー・オピニオンという表現を用いる。

ソルベンシー・オピニオンに類似するものとして、バイアビリティ・オピニオン（Viability Opinion）がある。Spin-offの場面で用いる際は、取引終了後の親会社及び子

書面にあたるものである。前述したとおり、改正前商法においては、履行の見込みがあることが求められていたが、そのような規制が定められた背景には、このソルベンシー・オピニオンが参考とされていた。即ち、当時の商法改正の立法担当者曰く、「債務の履行の見込を記載した書面を備え置くべきこととした理由について、…アメリカでは、会社分割等の際に、ソルベンシー・オピニオンというものを取締役が作成する、しかも…専門家の関与で作るという議論がされていまして、わが国でも、債権者等を保護するために同様の手当ができないかという点が一つです⁶」。また実務上も履行の見込みがあることを根拠づける資料として、第三者的な専門家の意見書を添付しておくことが望ましいとされていた⁷。このことは、会社法においても変わらない⁸。もっとも、これまでアメリカにおいてもソルベンシー・オピニオンについてまとまった研究は少ないため、従ってわが国に詳細が紹介されることもなかった⁹。

会社の財務上の存続可能性 (viability) を示すものであるが、会社法・連邦倒産法上の規制との関係について言及するものではない (See, STEPHEN I. GLOVER, BUSINESS SEPARATION TRANSACTIONS, 16-12,16-13 (Law Journal Press, 2016); Robert R. Kibby, *Spin-offs: A Means to Maximize Shareholder Value*, 32-MAR Bull.Bus.L.Sec.St.B.Tex. 1, 3 (1995)). 武井一浩=平林素子『会社分割の実務』(商事法務研究会・2000年) 259頁72。

- 6 岩原紳作ほか「(座談会) 会社分割に関する改正商法への実務対応」商事法務1568号(2000年) 22頁(原田晃治発言)。
- 7 原田晃治編著『平成12年改正商法 一問一答会社分割法制』(商事法務研究会・2000年) 86頁、中西敏和「企業組織再編の手法とその対応(下)」商事法務1627号(2002年) 52・53頁、菊地伸・桑原聡子「過剰債務企業の切離しと再生(下)」商事法務1618号(2002年) 22頁、安田荘助・松古樹美・高谷晋介『株式交換と会社分割』(日本経済新聞社・2000年) 310頁など。
- 8 森本滋編『会社法コンメンタール17』(商事法務・2010年) 271頁(神作裕之) 参照。
- 9 M&Aに絡んで近時議論が盛んなフェアネス・オピニオン (Fairness Opinion) とは対照的な状況にある(アメリカ法におけるフェアネス・オピニオンの議論の詳細については、永江亘「米国におけるフェアネス・オピニオンを巡る議論の検討」金沢法学54巻1号(2011年) 77頁以下など参照)。

なお、spin-offにおいてフェアネス・オピニオンを発行することの意義は乏しいとされ

しかし、近年アメリカにおいてソルベンシー・オピニオンが問題とされた判例が出始め、若干ではあるが研究されるようになってきている。本稿はそれらを紹介するとともに、日本法へ若干の示唆を得ることを目的とする。

1. ソルベンシー・オピニオン概説

1.1 総説

ソルベンシー・オピニオンとは、spin-offを含め会社が様々な取引を行う際に、当該取引の実行後に会社債権者から当該取引について連邦倒産法や各州の詐害的譲渡法に基づいて詐害譲渡 (fraudulent transfer) との主張がされることに備え、取引実行後も会社が支払能力を有すること等を証明する、投資銀行などによって発行される書面である¹⁰。ソルベンシー・オピニオンが発行される場面はspin-offのみならず、LBOやグループ企業間での債務保証などでも用いられる¹¹。いずれにしても、取引によって会社が債務超過に陥るおそれがある場合や、レバレッジが大幅に増加する場合には、取引前後での会社の支払能力の評価が必要不可欠である¹²。取引を行う前に専門家からの助言を得る目的でソルベンシー・オピニオンを得ることもあれば、他社からの貸付を伴う取引がなされる際に、貸付会社が事前にソルベンシー・オピ

る。フェアネス・オピニオンは財務上の観点から株主にとって公正であるかどうかを問題とするところ、親会社が子会社株式を親会社株主に利益配当の形で分配するspin-offでは、株主に持分比率に応じて按分に分配されるためである (See, Glover, *supra* note 5, at 16-9)。

10 Glover, *supra* note 5, 16-9; PATRICK A. GAUGHAN, *MERGERS, ACQUISITIONS, AND CORPORATE RESTRUCTURING*, 465(5th Edi., John Wiley & Sons, Inc., 2011). 武井=平林・前掲注5・225~226頁、柏木昇「LBOと米国倒産法(5・完)」NBL452号(1990年)36頁。

11 Irina Fox, *Minimizing the Risk of Fraudulent Transfer Avoidance: A Good-Faith Solvency Opinion as the Shield to Protect a Leveraged Transaction*, 91 Am.Bankr.L.J. 739, 765 (2017); Jessica Gabel et al., *Corporate Bankruptcy Panel: Fraudulent Conveyance—more than just a Theoretical Risk in Structuring Loans and Guarantee*, 27 Emory Bankr.Dev.J. 285, 306 (2011).

12 Fox, *supra* note 11, at 765.

ニオンの発行を求めることもある。

ソルベンシー・オピニオンにおいては、以下の3つのテストを用いて、会社の支払能力を審査するのが一般的である。①貸借対照表テスト (Balance Sheet Test)。②キャッシュフローテスト (Cash Flow Test)。③資本適切性テスト (Capital Adequacy Test)。これらのテストにより、会社の負債が資産を上回らないかどうか、取引後に履行期の到来した債務を支払い可能かどうか、過小資本に陥ることがないかを審査する¹³。これらは、連邦倒産法や各州の詐害的譲渡法上の詐害的譲渡の要件、即ち、取引時点で支払不能状態にあったか支払不能に陥ったこと、取引により会社が不合理に過小な資本の会社に陥ったこと、履行の到来した債務の支払能力を超える債務を負担したことにそれぞれ対応したものである¹⁴。当該テストを経ることにより、問題の取引が連邦倒産法等との関係で問題ないかどうかを確認する。また会社に偶発債務がある場合には、その評価も慎重になされることになる¹⁵。加えて、取引が剰余金の配当を伴う場合、例えばspin-offによる子会社株式の分配を伴う場合は、会社法上の剰余金分配規制上問題ないか否かも、ソルベンシー・オピニオンにおいて確認される¹⁶。このようにソルベンシー・オピニオンにおいては取引当事会社の財務状況の分析が中心となるが¹⁷、その他、当

13 Fox, *supra* note 11, at 765-766; Robert F. Reilly, *Procedural Checklist for the Review of Solvency Opinions*, 27-AUG Am.Bankr.Inst.J. 50, 51 (2008); Jeffrey R. Greene and Lori M. Price, *Solvency Analysis in Leveraged Transactions*, in FINANCIAL VALUATION: Businesses and Business Interests, 13-7 (JAMES H. ZUKIN and JOHN G. MAVREDAKIS Eds., 1990); and See, J.B. Heaton, *Solvency Test*, 62 Bus.Law. 983 (2007).

14 連邦倒産法や各州の詐害的譲渡法上のこれらの要件については、福岡真之介『アメリカ連邦倒産法概説 (第2版)』(商事法務・2017年) 165頁以下参照。

15 武井=平林・前掲注5・226頁。Glover, *supra* note 5, at 16-12.

16 Fox, *supra* note 11, at 765; Glover, *supra* note 5, at 16-11.

17 Reilly, *supra* note 13, at 51-54では、ソルベンシー・オピニオン作成時において記載が必要とされる事項が100近く列挙されているが、そのうち半数以上が支払能力分析 (Solvency Analysis) に充てられている。

該取引に関する会社の事業分野の景気動向・マクロ経済状況も言及対象となりうる。オピニオン発行会社が取引当事会社の財務状況を分析する際、会社資産を独自に調査することはなく、会社経営陣により提供された財務データや財務にかかる予測データに依拠するのが通常であるとされる¹⁸。

なお、ソルベンシー・オピニオンにおける支払能力の評価については有効期限が設定されており、通常は取引終了後2年ないし5年に限定される。また、オピニオン自体は取引当事会社の株主に対して開示されることはない¹⁹。

1.2 ソルベンシー・オピニオンの扱い

ソルベンシー・オピニオンは、一般には取引後における債権者からの許害的譲渡の主張から会社経営陣を守るものとされている²⁰。判例においては許害的譲渡の事例ではないが、会社が自己株式取得を含む取引を行ったところ、株主から剰余金配当規制違反を主張された事件において、当該取引は会社資本を害するものではないし支払不能の危険を生ぜしめるものではないとするソルベンシー・オピニオンを取得した経営陣を保護した事例がある²¹。

もっとも、ソルベンシー・オピニオン取得には会社にとってコストがかかるうえ、取得したとしても、裁判所によって当該オピニオンの信頼性に疑問符が付けられる場合がある²²。

18 Glover, *supra* note 5, at 16-12. ただし後述するよう、過度に依拠するのは判例上問題があるとされる。

19 *Id.* at 16-12.

20 Kibby, *supra* note 5, at 2.

21 Klang v. Smith's Food and Drug Centers, Inc., 702 A.2d 150 (Del. 1997). デラウェア州会社法172条では、剰余金配当または自己株式取得において、会社により選任された専門家の意見に対する取締役の信頼を保護する旨定める。裁判所は、この点で原告株主は、オピニオン発行会社の選任において取締役会が合理的な注意を果たさなかったか、ソルベンシー・オピニオンの発行が発行会社の能力の範囲を超えているかのいずれの点も主張しなかったことを指摘している (*Id.* at 156 Fn12)。

22 後述のHuntsman事件などの判例参照。See, J. Haskell Murray, "Latchkey Corporations":

また、オピニオン発行会社にとっては、ソルベンシー・オピニオンにはリスクがないわけではない。調査したところ「依頼を受けた会社が、取引によって会社が支払不能に陥ることになる」という結論に達した場合には、ソルベンシー・オピニオンは発行されない。オピニオン発行会社は契約を切れ、会社は別のオピニオン発行会社に依頼するだけである。しかしソルベンシー・オピニオンを発行したにもかかわらず、依頼会社がその後破産に至った場合には、オピニオン発行会社は訴訟リスクにさらされる²³。このため、LBOにおいて投資銀行には訴訟リスクの観点からソルベンシー・オピニオンを発行する意思はないという指摘も一部にある²⁴。

2. ソルベンシー・オピニオンが問題となった事例

2.1 Huntsman事件²⁵

本件では、合併後には会社が支払不能に陥ることになるというインソルベンシー・オピニオン（Insolvency Opinion）がオピニオン発行会社によって作成された。しかし当該オピニオン発行については、次のような経緯があった。Huntsman社とHexion社が合併契約を締結したが、その契約条項には、Huntsman社単独またはグループ全体に「重大な悪影響をもたらす事由」が生じていないことをHexion社が成約する義務を負うこと、Hexion社は買収資金を調達するために合理的な最善の努力を尽くす義務を負うこと、また

Fiduciary Duties in Wholly Owned, Financially Troubled Subsidiaries, 36 Del.J.Corp.L. 577, 611 (2011).

23 Gabel et al., *supra* note 11, at 308. 実際に訴えられた事例として、*In re Magnesium Corporation of America*, 399 B.R. 722 (Bankr.S.D.N.Y. 2009)がある。

24 Blackwood, *supra* note 5, at 374.

25 *Hexion Specialty Chemicals, Inc. v. Huntsman Corp.*, 965 A.2d. 715 (Del.Ch. 2008). 日本語による解説として、古川朋雄「買収対象会社における『重大な悪影響』の発生の判断要素」商事法務2036号（2014年）49頁以下、内田修平「ハンツマン事件」中東正文・大杉謙一・石綿学編『M&A判例の分析と展開Ⅱ』（経済法令研究会・2010年）290頁以下がある。

Hexion社の契約違反により取引が成立しなかった場合には当該違反が故意かつ意図的なものでないかぎり違約金に上限が設定される等が定められていた。この後Huntsman社から業績悪化の報告を受けたHexion社は、合併後の会社が支払不能に陥るため買収資金の調達が可能になったことを理由として成約を拒否することとした²⁶。そこでHexion社は将来的な訴訟における支払不能の主張をサポートするために、オピニオン発行会社にインソルベンシー・オピニオンの発行を依頼したというものである。

このオピニオンについて裁判所は、そもそも「支払不能」という結論に到達した場合には、オピニオン発行会社はソルベンシー・オピニオンを発行できない旨を依頼主に通知するだけであり、本件で発行されたインソルベンシー・オピニオンというものは発行しないものであり²⁷、オピニオン発行会社がオピニオン発行の目的について知っていたこと、またHexion社側から提供された歪められた数字(skewed number)をもとにオピニオンが作成されていること、Huntsman社側との協議なしに作成されていることを理由に、インソルベンシー・オピニオンは信頼しえないものと切り捨てた²⁸。この事件は、オピニオン発行会社の専門家の独立性が問題とされた事例と言える。

2.2 Tronox事件²⁹

石油開発会社であるKerr-McGee社は、2000年ごろに石油・ガス精製事業と二酸化チタン事業（化学事業）の分離を計画した。この分離は、石油・ガス精製事業が抱えていた巨額の環境債務及び不法行為債務の切り離しも目的としていた。この両事業の分離は11もの段階を踏み、かつ5年に渡る複

26 Hexion社は買収資金を銀行融資により調達する予定であったが、銀行からは合併後の会社の支払能力証明書 (solvency certificates) の提出が融資の条件とされていた (Huntsman, at 724)。

27 Huntsman, at 751 Fn97.

28 *Id.* at 727.

29 Tronox Inc. v. Kerr-McGee Corp. (In re Tronox Corp.), 503 B.R. 239 (Bankr.S.D.N.Y. 2013).

雑な取引であったが、最終的には環境債務は全てspin-offされた子会社であるTronox社に承継された。しかしこの一連の取引が完了した直後から、二酸化チタンの売買に収入の90%を依存していたTronox社は経営上苦境に立たされ、結局2009年1月には破産を申し立てた。この後、Kerr-McGee社およびその承継会社であるAnadarko社（以下まとめて被告会社という）に対し、上記の一連の取引は実際の詐害意思による詐害行為あるいは擬制的詐害譲渡を構成するとして訴えが提起された。判決の結論としては、被告会社がTronox社の債権者に対する妨害・遅延の意図を有していたとして実際の詐害意思による詐害行為を認定し、またspin-offによって債務者が支払不能になったか支払い不能であったこと、合理的に均等な対価の受領がなかったとして擬制的詐害譲渡に該当するとされた³⁰。

このうち、実際の詐害意思による詐害行為について、被告側は2点の反論をしていた。1つは、一連の取引は企業再編のための正当な目的に基づくものであったという点である。市場アナリストが化学事業を適切に評価できないため、被告会社の株式が過小に評価されている状況があるとして、一連の取引により化学事業と石油・ガス精製事業を分離することで、正当な評価がなされるという、いわゆるコングロマリット・ディスカウントの解消が目的であると主張した。しかし裁判所は、この取引が巨額の環境債務の分離を意

30 なお、詐害譲渡の主張には期間制限があるため一連の取引の一部が対象外となる恐れがあったところ、裁判所は、「譲渡が計画全体の一部に過ぎない場合、計画を全体としてみるべき」とするOrr事件（Orr v. Kinderhill Corp., 991 F.2d 31, 35 (2d Cir. 1993)）の説示を引用し、また形式ではなく実質で判断するべきとして、取引全体のスキームを考慮して審査している（See, Tronox, at 268-69.）。ただし判例は本件のような複数の取引が行われる場合に常に単一取引と扱うわけではなく、譲渡実行者が取引全体のスキームとその意図を認識している場合において、複数の取引を全体として一つの取引として扱われる（See, In re HBE Leasing Corp., 48 F.3d. 623, 635-36 (2d Cir. 1995); In re Sunbeam Corp., 284 B.R. 355, 370 (Bankr.S.D.N.Y.2002)）。Glover, *supra* note 5, at 14-28は、これを段階取引（Step transaction）アプローチと呼んでいる。

図していたことは明らかであるとして、被告側の主張を容れなかった³¹。

2つ目は、被告側はTronoxが存続しうる（viable）会社であり、かつ支払能力を有する（solvent）と信じており、この点に関して、Tronox社にかかる支払能力についてのソルベンシー・オピニオンを取得していたと主張した。しかし、裁判所は以下の理由でこのソルベンシー・オピニオンは証拠にならないとした。オピニオン発行会社がソルベンシー・オピニオン発行前に、会社の支払能力について調査する際、通常、経営陣から提供された情報に基づいてなされる。しかし、本件の場合には、最も重要な環境債務の額についてオピニオン発行会社は、単に被告会社から提供されたデータ・財務予測³²に依拠するのみであり、しかも環境債務の額とそれがTronox社に与える影響こそが本件では重要な問題であるにも関わらず、オピニオン発行会社はこの点の認識を欠いていた³³。このためオピニオン発行会社は環境債務に関する独自の調査をしなかったとした³⁴。

2.3 TOUSA事件³⁵

TOUSA社は、住宅やコンドミニアムの設計・建築・販売業を行っていた。2000年代初頭の住宅市場ブームに乗り、TOUSA社は小規模建築業者を買収してそれらの子会社化し、急速に発展していった。一方でTOUSA社は、事業拡大のため10億ドルの社債を発行するなど多額の借入れを行っていた。2005年にTOUSA社は住宅建設用の資産を獲得するために他社と共同で別会

31 Tronox, at 250-52.

32 被告会社のデータ・財務予測自体、「売主側（sell-side）」の過度に楽観的な見込みに基づくものであったと認定されている（Tronox, at 316.）。

33 Tronox, at 287.

34 Fox, *supra* note 11, at 778.

35 Official Committee of Unsecured Creditors of Touse, Inc. v. Citicorp North America, Inc. (In re TOUSA, Inc.), 422 B.R. 783 (Bankr. S.D. Fla. 2009), *quashed in part*, 444 B.R. 613 (S.D. Fla. 2011), *aff'd in part, rev'd in part*, 680 F.3d 1298 (11th Cir. 2012).

社を設立した。しかし住宅市場の状況がその後悪化したため2006年に当該会社が破産し、TOUSA社は当該会社の債権者から訴えを起こされた。当該訴訟の解決のため、2007年にTOUSA社は全資産を担保に被告銀行から融資を受けた。この融資については、子会社財産が担保として設定されていた。即ち、親会社債務を子会社が保証する子会社保証であった。当該融資は訴訟を提起していた債権者への弁済に充てられた。しかしその後住宅市場がさらに冷え込んだため、2008年1月にTOUSA社とその子会社は破産を申し立てた。裁判所は、子会社保証により子会社が支払不能になりまた親会社債務保証時に合理的に均等な対価を受領していなかったとして、擬制的詐害譲渡に当たるとした。

この事件においては、2007年にTOUSA社が被告銀行から融資を受ける際にソルベンシー・オピニオンが発行されたが、次のような経緯があった。即ち2007年にはTOUSA社の財務状態は悪化しており、同年4月には社債権者から、同社が“支払不能の領域 (zone of insolvency)”にあるなどTOUSA社の財務状況を批判する書面が送られるようになった。当該書面を銀行に送付したところ、銀行側からは、融資取引を完了させる条件としてソルベンシー・オピニオンの提出を求められた。TOUSA社は、A社にソルベンシー・オピニオンの発行を依頼したが、A社に支払う報酬が「成功報酬」の形をとっていた。即ち、TOUSA社が連結ベースで支払能力を有するとのオピニオンを発行すれば200万ドルの報酬が支払われるが、そのようなオピニオンが発行されなかった場合には時間制による報酬とオピニオン発行のためにかかった経費についてのみ支払うとされ、その場合の額は100万ドルにも満たなかった³⁶。

36 ソルベンシー・オピニオン発行に対する報酬の一般的な相場は不明だが、判決では50万ドルで発行された例が示されており (TOUSA, at 840)、本件での成功報酬の巨額さが伺える。TOUSA社CEO自身も法外な報酬である旨述べる一方、オピニオン発行会社側は、成功報酬の額はリスクに基づく「プレミアム」であると述べている (*Id.* at 840)。

またこの事件においても、オピニオン発行会社がTOUSA社から提供された財務データ・予測に強く依拠していた。しかもより問題なのは、当時住宅市場が悪化の一途をたどっていたにもかかわらず、TOUSA社から提供された財務データ・予測はそれを反映しておらず、結果古くかつ相当楽観的なものになっていた。このことをTOUSA社経営陣は認識していたにもかかわらず、オピニオン発行会社であるA社には伝えなかった。さらに、A社側もそのようなデータ・予測の正確性について独自に検証しようとしなかった³⁷。それらに加えて、このソルベンシー・オピニオンはわずか実質5日間で発行されたものであること、オピニオン発行会社が住宅建設業者に対するソルベンシー・オピニオン発行について全く経験を有していなかった点³⁸を指摘して、裁判所はA社のソルベンシー・オピニオンは説得力を欠くとした³⁹。

3. 学 説

TOUSA事件以降、オピニオンの取得について慎重に扱われるべきという傾向が生じている。TOUSA事件などのソルベンシー・オピニオンで裁判所から突き付けられた問題点、即ち会社側からの提供情報への依存、オピニオン発行会社の経験不足、そして過度な成功報酬いずれもソルベンシー・オピニオンの信頼性を疑わせるものだからである⁴⁰。単にソルベンシー・オピニ

37 TOUSA, at 840-842. A社とTOUSA社間のオピニオン発行にかかる契約書において、A社はソルベンシー・オピニオンの前提となる情報についての「完全性ないし正確性を確認・検証するいかなる行動も取らない」とされていた (*Id.* at 840)。

38 銀行側は、本件取引と同様の取引にかかるソルベンシー・オピニオンの発行について、十分な経験を有している財務アドバイザー会社からオピニオンを得ることを求めている (*Id.* at 839)。

39 *Id.* at 839-840.

40 これらのうち、成功報酬の問題はフェアネス・オピニオンにおいても存在する。しかしフェアネス・オピニオン発行会社は取引全体のアレンジメントを行い、その一環としてフェアネス・オピニオンを発行するとされるので(永江・前掲注9・83頁)、ソルベンシー・オピニオンのとは問題の構造が異なる。

オンを得ただけでは十分とは言えず、独立性を有する者から取得するべきという主張は当然のものといえる⁴¹。

もっとも、一部実務家からは反論も試みられている。即ち、好景気の場合には企業はソルベンシー・オピニオンに価値を見出さないため、オピニオン発行会社の発行経験は自然と限定され、またオピニオン発行会社は特定の分野のみを扱うわけではなく、あらゆる産業分野をカバーする。これらの理由から、TOUSA事件のようにオピニオン発行会社が特定の分野での発行について経験不足であるという理由から不適切とするのは、妥当ではない。また、オピニオン発行会社が会社側からの提供情報に依拠するのは通常のことである。そもそもオピニオン発行会社は、会社側からの提供された財務上の予測についてチェックをする能力を有しているわけでもない。加えて成功報酬については、オピニオン発行会社のソルベンシー・オピニオン発行にかかるリスクに対する対価であり、オピニオン発行にかかる調査等に対するベースとなる時間給に加えて、オピニオンが発行された場合に追加の報酬を請求するのは実務的には当然のことであるという⁴²。

また、これとは別の角度からの、Fox准教授による主張も存在する⁴³。それによると、ソルベンシー・オピニオンと同様の専門家意見書であるフェアネス・オピニオンの場合には、その取得によりデラウェア州会社法保護される可能性が高まること⁴⁴がSmith v. Van Gorkom事件⁴⁴によって示唆されており、

41 Jessica D. Gabel, *The Terrible TOUSAS: Opinions Test the Patience of Corporate Lending Practices*, 27 Emory Bankr.Dev.J. 415, 468 (2011).

42 See, S. Craig Tompkins, *Solvency Opinions: The Problem with Getting a Deal That is Simply Too Good* (https://www.marshall-stevens.com/wp-content/uploads/2017/02/Marshall-Stevens-Solvency_Opinion_Guide.pdf) (available at 2018/11/02) ; Jeffrey Rothschild, *In re Tousa, Inc.: implications for the solvency opinion providers* (<https://s3.amazonaws.com/documents.lexology.com/390b951a-458c-4d65-b185-62139b4a5106.pdf>) (available at 2018/11/02)

43 Fox, *supra* note 11, at 739.

44 488 A.2d 858 (Del.1985). その後、デラウェア州会社法141条(e)において同判決が成文化されたことにつき、ケン・ブラウン=ブライアン・ウィーラー=茂木心「フェアネス・オ

当該オピニオンを得てなされた取締役の経営判断に対して、判例上においても経営判断原則による保護が図られている⁴⁵。しかし取引の詐害譲渡性が問題となる場合には、判例は、ソルベンシー・オピニオンについて取締役に経営判断原則による保護を与えていない。Tronox事件やTOUSA事件に見られるように、裁判所は後知恵で判断しているようにすら思われる⁴⁶。このことは、詐害譲渡が問われる訴訟における予測可能性を減少せしめるものである。同じ専門家意見であるにも関わらず、両者にこのような差異が生じるのは妥当ではない。両者に審査基準が異なることは取締役に対し混乱を与え、最終的には株主の最善の利益となる正当な取引を行うことや適切なリスクテイクを妨げることにもつながる。従って、ソルベンシー・オピニオンに対する裁判所の尊重が図られるべきである⁴⁷。これにより上記の問題を防ぐことができ、また会社法と連邦倒産法・詐害譲渡防止法との間のギャップを埋めることにもつながる。この場合債権者保護が後退する恐れがなきにしもあらずであるが、債権者は契約による自衛が可能である⁴⁸。もっとも、あらゆるソルベンシー・オピニオンが尊重されるわけではない。Tronox事件やTOUSA事件に見られるような、オピニオン発行会社の独立性が疑われる要素、即ち報酬契約のアレンジメントや会社側から提供された財務予測データへの過度な依拠などを排除した、バイアスのないソルベンシー・オピニオンであることが要求されるとする。以上が、Foxの主張の概要である。

デラウェア州判例上、取締役は、会社が支払能力を有しているときは債権

ピニオンと算定書」商事法務1957号（2012年）40頁参照。

45 Fox, *supra* note 11, at 745-746. See, In re Alloy, Inc., 2011 WL 4863716, at *10 (Del.Ch. 2011).

46 *Id.* at 748; See, Michael Simkovic and Benjamin S. Kaminetzky, *Leveraged Buyout Bankruptcies, The Problem of Hindsight Bias, and The Credit Default Swap Solution*, 2011 Colum.Bus. L.Rev. 118 (2011).

47 *Id.* at 783. ただし、経営判断原則を適用せよとまでは主張するものではない。

48 *Id.* at 784.

者に対して信認義務を負わないとされている⁴⁹。このため、正確かつバイアスのないソルベンシー・オピニオンは、債権者からの忠実義務違反の主張から取締役を守る役割を有すると指摘されている⁵⁰。Foxの主張はこれをさらに拡張し、適切なソルベンシー・オピニオンによる保護を拡大することを通じて、ソルベンシー・オピニオン自体をより適正なものにする趣旨と理解されよう。

4. 日本法への示唆

現行会社法下において、「債務ノ履行ノ見込アルコト」から「債務の履行の見込みに関する事項」に文言が改められた理由として、会社法の立案担当者は、履行の見込みがない組織再編行為を無効とすると法的安定性を害すること、債権者に対しては別途債権者保護手続または許害行為取消権による保護が図られること、および履行の見込みがない組織再編行為を行った当事会社または取締役等への責任追及がありうることを指摘する⁵¹。これに賛同し、債務の履行の見込みがないことは会社分割無効の要件にならないとする説が多数だが、法改正にかかわらず会社法制定前と同様に解し、債務の履行の見込みがあることを求める見解も依然として有力である⁵²。

この議論は現在も決着を見ないが、会社法制定当時と異なり、現在では濫用的会社分割に対する許害行為取消権および法人格否認の法理などの積極的な活用、直接請求権の新設など債権者に対する事後的な保護が試みられるようになってきている。このため以前よりも、「債務の履行の見込み」に対す

49 North American Catholic Educational Programming Foundation Inc., v. Gheewalla, 930 A.2d 92 (Del.2007).

50 Murray, *supra* note 22, at 610 Fn130

51 相澤=細川・前掲注4・137頁。

52 両説の詳細については、川島いづみ「会社分割における会社債権者の保護」早稲田社会科学総合研究11巻1号（2010年）61頁以下、周田憲二「債務の履行の見込みおよび事業性の要件に関する一考察」広島法科大学院論集12号（2016年）193頁以下などを参照。

る期待は低下してきている。また会社分割無効の訴えを主張できる会社債権者の範囲は、当該会社分割について承認をしなかった債権者に限定されることから、債務の履行の見込みがないことを会社分割の無効原因と解しても、その実益は大きくない⁵³。このため、債務の履行の見込みのない会社分割の無効原因について議論する意義は乏しいと思われる。

一方、履行の見込みに関して虚偽の記載がされていた場合については、履行の見込みがないことを無効原因と解しない立場にあっても見解が分かれている。即ち、当該瑕疵は無効原因を構成し、当該虚偽記載により会社分割に対して異議を述べなかった債権者は会社分割無効の訴えの原告適格を有するとする見解と⁵⁴、反対に無効原因を構成しないと解する立場に分かれる⁵⁵。

後者の立場に立つ場合に「債務の履行の見込みに関する事項」が実務的により軽視される恐れはないのであろうか。判例においても、傍論ではあるが履行の見込みがなかったにもかかわらず、債務の履行の見込みがあるとの「不正確な」記載があったとされた事例が見受けられる（仙台地決平成29年2月6日民集71巻10号2605頁）。また人的分割に対する否認権行使の適用が問題となった東京高判平成28年5月26日金融・商事判例1495号41頁は、債権者異議手続における事前開示書類の内容に債権者の異議申立てにかかる判断を誤らせるような虚偽記載がある場合には、否認権を行使することができる旨判示している⁵⁶。虚偽記載があったにも関わらず、何らのサンクションがない

53 江頭憲治郎『株式会社法（第7版）』（有斐閣・2017年）914頁注3、藤田友敬「組織再編」商事法務1775号（2006年）65頁注56、山本和彦ほか「シンポジウム 濫用的会社分割を考える」土岐・辺見編『濫用的会社分割』（商事法務・2013年）203・204頁（田中亘発言）。

54 川島・前掲注52・80頁。平成12年改正商法においても同様の解釈論が示されていた（岩原紳作ほか「（座談会）会社分割に関する商法改正への実務対応」商事法務1568号（2000年）32頁（岩原発言）、原田晃治「会社分割法制の創設について（下）」商事法務1566号（2000年）9頁。

55 松元暢子「判批」ジュリスト1438号（2012年）109頁。

56 この判決については、拙稿「人的分割における債権者保護についての若干の考察」金沢法学59巻2号（2017年）223頁以下参照。

のでは、「債務の履行の見込みに関する事項」を政令レベルとはいえ法が定めた意味がなくなるのではないか。やはり正確な記載が求められるべきであり、虚偽記載は無効原因を構成すると解すべきであろう⁵⁷。

そのときに問題となるのが、履行の見込みにかかる記載の客観性・適切性をいかに確保するかである。その点、現行法下では会社分割を行う会社自身が履行の見込みに関する書面を作成することが多いようであるが、第三者に、まさにソルベンシー・オピニオンを作成させるのが望ましい。ただしどのようなソルベンシー・オピニオンであってもよいというわけではない。この点、ソルベンシー・オピニオン依頼会社からの発行会社の独立性の確保、さらに独立性確保のため過度な成功報酬の抑制、依頼会社から財務データが提供される際における当該データの正確性、当該データに将来予測が含まれる場合にはそれが楽観的な見込みに基づくものか否かといった、アメリカ法におけるソルベンシー・オピニオンにかかる留意すべき部分は日本法においても参考となろう。とりわけソルベンシー・オピニオン発行会社の独立性の確保は、記載の客観性・適切性を担保するために欠かせないものであろう⁵⁸。

わが国で実務上、ソルベンシー・オピニオンが実際に発行される例は少ないが⁵⁹、その理由としては、オピニオン発行会社において訴訟リスクが嫌われる⁶⁰ことが考えられる。Foxが主張するような取締役の責任問題よりむしろ、

57 もっとも川島説のように、虚偽記載と異議申述懈怠の間の因果関係を常に求めるべきか否か、さらに虚偽記載が軽微なレベルであっても無効原因となるか否かはさらなる検討を要する。

58 もっとも、ソルベンシー・オピニオン取得が望ましいとしても、取得によるメリットが何もないのでは、会社分割時にコストをかけて取得する会社は稀であろう。この点、適切なソルベンシー・オピニオンを取得させることによる保護を与えて、訴訟リスクをより減少させるべきとするFoxの主張が、参考になりうる。

59 酒井竜児編著『会社分割ハンドブック（第2版）』（商事法務・2015年）263頁（大久保主）。

60 河本一郎・中西敏和「（対談）会社分割法制に関する質疑応答」原田晃治ほか『会社分割に関する質疑応答（別冊商事法務233号）』（商事法務研究会・2000年）139・140頁（河

ソルベンシー・オピニオンを定着させるためにはオピニオン発行会社のリスク軽減が問題となるように思われるが、この点は今後の課題としたい⁶¹。

立法論として、履行の見込みに関する意見書の取得を法的に義務づけるべきとの見解がある⁶²。筆者としては、わが国では会社分割においてソルベンシー・オピニオンを取得する実務が未だ確立されていない状況での義務付けは時期尚早ではあるが、義務付けそのものは望ましいと料する。ただ実際に立法化するにあたっては、どのようなソルベンシー・オピニオンが望ましいのかを検討する必要があり、その際にはアメリカ法が参考となろう。

以上、雑駁な小論ではあるが、検討を終える。フェアネス・オピニオンとの比較や、ソルベンシー・オピニオンそのものについてさらに踏み込んだ検討も必要となるが、それらは残された筆者の課題である。ただ、詐害行為取消権や直接請求権といった事後規制に着目されがちであった会社分割規制について、事前規制にかかる議論が本稿によってわずかでも前進できれば、筆者としても喜びである。

※本稿は、JSPS科研費課題番号16K03396の研究成果の一部である。

本発言) 参照。

61 フェアネス・オピニオンにおいても、オピニオン発行会社の責任が問題となっている。これについては、永江亘「近時の米国における企業買収アドバイザーの責任を巡る議論」岸田雅雄先生古稀記念『現代商事法の諸問題』(成文堂・2016年) 801頁以下参照。

62 受川環大『組織再編の立法と法理』(中央経済社・2017年) 130頁。