

アメリカ法判例研究会第7回

Bank of New York Mellon Trust Co. v. Liberty Media Corp., 29
A.3d 225 (Del. 2011) —— 数次に渡る Spin-off・Split-off と信
託証書中の承継債務者条項

村 上 裕

【事実の概要】

Liberty 社はその事業や資産・債務の一部を新設会社に移転する split-off を計画しており、移転対象となる資産等に対するトラッキング・ストック (tracking stock) を有する株主らにその旨を伝えた。そうしたところ、ある社債権者から弁護士を通じて、「Liberty 社の“分離戦略 (disaggregation strategy)” は、社債権者が請求する Liberty 社の会社財産の実質的に全部を会社から引き離し、Liberty 社株主のもとに渡そうとするものであり、これは信託証書 (Indenture) 中の承継債務者条項 (Successor Obligor Provision) に違反するものである」などと主張する手紙が Liberty 社に届いた。Liberty 社は 1999 年から 2003 年まで複数のシリーズの信託証書を発行していたが、その信託証書中の承継債務者条項では、承継主体が Liberty 社の (当該) 信託証書にかかる債務を保証しない限り、Liberty 社は資産の実質的に全部の移転には同意しないとしていた。

これを受けて Liberty 社は、信託証書の受託者である Bank of New York Mellon Trust を相手に、本件 split-off は Liberty 社資産の実質的に全部の資産処分を構成するものではないという宣言のおよび差止的救済 (declaratory and injunctive relief) を求めて訴えを起こした。

ところで、Liberty 社は 2005 年以降 3 回にわたり大規模な spin-off・split-off を行っていた¹ (今回の split-off が実行されれば 4 回目となる)。受託者は、従前

の3つの取引が承継債務者条項に違反するか否かについては争わなかった。しかし、2005年に行われた最初の spin-off から Liberty 社の「分離戦略」が始まっており、それ以降の3つの取引と合わせると、今回の split-off がなされる場合には承継債務者条項に違反することになると主張した。

デラウェア州衡平法裁判所は、4つの取引は統合されるべきではなく、提案されていた split-off は、承継債務者条項のため統合を正当化するために従前の取引と“結びつけるのに十分ではない”とした。またさらに、“個々の取引は Liberty 社がその時々直面した事実関係と状況に基づいて下された別個の独立した事業上の決定の結果生じたものであり”、これらの取引は“社債権者の主張する、会社から Liberty 社の資産を引きはがす基本計画の一部を構成するものではない”として、Liberty 社勝訴の判決を下した²。

これを不服として受託者側がデラウェア州最高裁判所に上訴した。

【判旨】5 裁判官全員一致で原判決支持(なお判決文が長文に渡るため、本解説に關係する部分についてのみ引用する)

「当事者は、Liberty 社が一連の取引において実質的に全部の資産を処分することによって承継債務者条項に違反するであろうか否かを議論する。しかしながら、Capital split-off 単独では Liberty 社資産の“実質的に全部(substantially all)”を構成しないということについては争いがない。従って最初の問題は、Capital split-off が、それ以前の LMI spin-off・Discovery spin-off 及び LEI split-off と統合

1 2004年になされた spin-off (判決では LMI spin-off と呼ばれる)の規模は2004年3月時における Liberty 社資産簿価の19%、2005年になされた spin-off (判決では Discovery spin-off と呼ばれる)が簿価の10%、2008年になされた split-off (判決では LEI split-off と呼ばれる)が簿価の23%を占める。今回提案された spin-off (判決では Capital spin-off と呼ばれる)は簿価の15%を占める。

ただし Liberty 社はこの間も他社との合併も行っているので、必ずしも会社からの資産分離のみを行っているわけではない。

2 Liberty Media Corp. v. Bank of New York Mellon Trust Co., 2011 WL 1632333 (Del. Ch. 2011).

(aggregate)されるべきかどうかである。

その最初の問題の解答は、ニューヨーク法によって規律される信託証書における、定型的な条項である承継債務者条項の解釈(construction)にかかわる。その条項は、譲受人が信託証書の負債を引き受けない限り、Liberty社が資産を“全部または実質的に全部”を処分する能力を制限する。」……

「衡平法裁判所は、理論的な問題として、“実質的に全部”を分析する目的のために一連の取引を統合できることを認めた。確かに、問題の承継債務者条項は統合の可能性を認めている。条項は、“そのような取引または一連の取引が実行された直後、デフォルト事由(Event of Default)または、通知後または時間の経過後あるいはその両方の後にデフォルト事由になるであろう事態が発生せずかつ継続していない”場合にのみ、Liberty社が承継債務者条項に従うと定めている。ニューヨーク法を適用する裁判所は適切な状況下において、取引が会社資産の全部または実質的に全部の譲渡を構成するかどうか決める際に、複数の取引はまとめて(together)、すなわち統合して考慮されうるという判決を下した³。」……

「衡平法裁判所は、裁判所が“承継債務者条項の文脈における“実質的に全部”を分析する目的のため取引を統合することについてのリーディング・ケースと特徴付けた Sharon Steel Corp. v. Chase Manhattan Bank, N.A.判決とともにその分析を始めた。」……

「Sharon Steel 事件において第2巡回裁判所は、そのケースにおける問題の“段階的清算”と、会社が時間をかけて資産を処分しかつその処分が予め考えられた清算計画の一部ではない状況とを注意深く区別した。……そうする際、第2巡回裁判所は、“事業の通常の過程における”資産譲渡と、“清算の全体スキーム”の一部としての連続的売却とを区別した。」……

「Sharon Steel 事件において第2巡回裁判所は、問題の個々の資産処分取引が

3 Sharon Steel Corp. v. Chase Manhattan Bank, N.A., 691 F.2d 1039 (2d Cir. 1982). See 29 A.3d 236 n7.

「段階的清算 (piecemeal liquidation) 計画」及び「清算の全体的スキーム」の一部であったので、統合は適切であるとした。逆に言えば、資産取引が実質的に全部の資産の処分又は清算をする他の予め決められた統合された計画のバラバラの成分ではないか、また各取引が他の取引と関連なく各々の利益に基づいている場合、裁判所は“実質的に全部”分析のために取引を統合することを拒絶する。」

「衡平法裁判所は、Sharon Steel 判決を本件の事実に適用する際に、トライアルでの証拠 (trial evidence) が、その資産のほとんど全てを清算する目的でまたは会社構造から社債権者の請求を回避するため資産を取り除く目的で、Liberty 社がバラバラに資産を処分する計画(またはスキーム)を展開したことを証明するかどうか、慎重に評価した。衡平法裁判所は、トライアルの記録においてそのような決定を支持する根拠はなかったという法的な結論を下し、また以下のように述べた。

「トライアルでの証拠が、Sharon Steel 事件のように、Liberty 社の会社形態から資産を取り除き社債権者の請求を回避するであろう一連の分配をなす計画を示している場合、それらの個別の取引は、最終目的が Liberty 社の実質的に全部の資産処分を構成したかどうかを決めるため統合される。その状況において、私は計画が採用されたときに存在する Liberty 社の事業混合体 (business mix) と、split-off の実行後存在するであろう Liberty 社の事業混合体とを比較するだろう。しかしながら、証拠はそのような計画を立証するものではない。」……

「衡平法裁判所は、上述の Sharon Steel 判決の本件の事実関係への適用と一絡の分析で終わることができたかもしれない。しかしながら、衡平法裁判所は、Sharon Steel 判決の意見が“実質的に全部”を分析する目的で一連の取引が統合されるべきときを決めるための明確な基準を説明しなかったとした。衡平法裁判所は、Sharon Steel 判決が“段階取引理論と適合する”と結論付けるために“学理的な後知恵 (doctrinal hindsight)”と表現して第 2 層目の分析 (second layer of

analysis)を加え、またこの事件の事実関係にその分析枠組みを適用し始めた。」

「衡平法裁判所は以前、Noddings Investment Group, Inc. v. Capstar Communications, Inc.事件において“段階取引”理論を採用した。……その段階取引理論は、すべての段階が実質的にリンクする場合、財産譲渡に関する一連の形式的には別々だが関連する“諸段階”の取引を単一の取引として扱う。むしろ、諸段階はプラン全体の構成要素としてまとめて考えられる。」

「構成する諸取引が3つの基準の1つを満たす場合、段階取引理論は適用される。第一に、“最終結果基準(end result test)”のもと、“一連の別々の取引が事前にアレンジされた単一取引の一部であるように見え、最終的な結果を得るために当初から成型されていた場合”に理論が適用される。第2に、“相互依存基準(interdependent test)”のもと、“諸段階が非常に相互に依存しているため、1つの取引で作られた法的な関係は、シリーズの完成(completion of the series)なしには効果がないであろう”場合、個々の取引は1つとして扱われるだろう。3番目の“最も制限的な選択肢は、最初の段階に入った時に後の段階に着手するための拘束的な関与がある場合にのみ、一連の取引が結合されるという、拘束的関与基準(binding commitment test)である”。」

「トライアルの証拠を評価する際に衡平法裁判所は、統合原則(aggregation principle)を本件の事実関係に適用する際に“事実(the picture)により鋭い焦点を持ち込む”ための学理的なツールとして“段階取引の3個のレンズ”(拘束的関与基準、相互依存基準、および最終結果基準)を用いた。裁判所は、取引のいずれも、他のいずれにも契約上結びつかなかつたので、拘束的関与基準を適用しないとした。また、“各々の取引は、何年も他のものと切り離された、企業の別個の出来事であった”ため、相互依存基準は統合を正当化しないとした。各取引は“それぞれの利益に基づき”、また“他の取引と相互に依存しているため単独では効果がないであろう”ということではなかつた”。最後に最終結果基準に取り掛かり、衡平法裁判所は、トライアルの証拠が、清算またはその実質的に全部の資産を処分あるいは社債権者の請求を回避するため会社構造から資産を取

り除く目的で、Liberty 社が計画もしくはスキームを展開したことについて何らかの方法で示唆するかどうか慎重に評価した。そしてトライアルの記録において、そのような結論を支持する根拠となるものは見いだせなかった。」

「信託証書における承継債務者条項は、市場を円滑にする (market-facilitating) 定型的な文言から成る。裁判所は、市場の安定性を促進するために統一的な方法でそのような条項について明確な用語 (plain term) を適用するよう努める。衡平法裁判所は以前、信託証書における “boilerplate 条項” は “特定の借り手と貸し手の関係の帰結でなく、また信託証書当事者の個々の意図に依存するものではない” と述べている⁴。それゆえ信託証書の boilerplate 条項の解釈において、“裁判所は当事者の意図ではなく、むしろそのような条項について認められる共通の目的に注意を払うだろう”。このケースにおいて衡平法裁判所は、信託証書の承継債務者条項の定型条項の性格を適切に認識し、同一解釈の重要性を正しくも強調した。」

「受託者はここで、問題の承継債務者条項は “boilerplate” (すなわち、当事者間の特定の交渉の対象でなかった) ではあるけれども、それはモデル証書の個々の繰り返し (various iteration) において見出された標準的な承継債務者条項の boilerplate ではないと応答する。しかしながら、受託者と Liberty 社は、信託証書の “一連の取引 (series of transaction)” という文言が、模範簡易信託証書 (Model Simplified Indenture) に対するコメントに含まれた、ドラフトをする者は “一連の取引” を通じた資産の “段階的” 処分によって引き起こされるリスクに対して “真剣な考慮” をするよう忠告する提言 (recommendation) の結果であると認める。受託者は、信託証書に “一連の取引” という文言が含まれていることは、承継債務者条項の意味と範囲を拡大したと主張する。その議論には説得力がない。」

「“一連の取引” という文言は、Sharon Steel 判決の 5 か月後に公表された模

4 San Antonio Fire & Police Pension Fund v. Amylin Pharms., Inc., 983 A.2d 3014 (Del. Ch. 2009).
See 29 A.3d 241 n27.

範簡易信託証書へのコメントにおいて最初に現れた。“単一の取引として試みられる場合に明確に排除されるものが、一連の取引において段階的に達成される可能性を真剣に考慮しなければならない”とそのコメントは警告する⁵。Liberty社は、コメントがSharon Steel事件における問題に注意を向けるために作成されたと主張する。この議論の裏付けにおいて、2000年5月に公表された改訂模範簡易信託証書(Revised Model Simplified Indenture)が同一のコメントにSharon Steel判決の引用を加えたという事実が指摘される⁶。Sharon Steel判決以後の承継債務者条項における“一連の取引”という文言の存在から得られる唯一の公正な結論は、文言の追加は、Sharon Steel事件において起こったのと同様に、“実質的に全部”の資産譲渡は単一の取引かまたは統合された一連の取引のいずれかの方法によって起こりうるということを強調していることを意味するのだと、Liberty社は述べる。我々はこれに同意する。」……

「boilerplateたる承継債務者条項における“実質的に全部”分析の文脈において、および権威あるニューヨーク州判例法の欠如を所与とすると、我々は、Sharon Steel判決において明確に述べられた原則は、ニューヨーク法のもとで、別の独立した取引を“一連”の一部として統合することを正当化するであろう相互関係の程度や性質を決定する際の適切な原理であると結論付ける。Sharon Steel判決において第2巡回裁判所は、一連の取引が“段階的清算計画”・“清算のための全体的スキーム”の一部であるが、各取引が他の取引と関連なく各々の利益に基づかない場合にのみ、統合が適切であるという判断をした。」

「衡平法裁判所は、本件事実に対して慎重にSharon Steel判決を考慮し、適用し、Capital Split-offは“4つの取引の統合を当然とするほどLMI spin-offとDiscovery spin-offをsplit-offと関連づけるのには十分ではない”と結論づけた。

5 Section of Corporation, Banking and Business Law, American Bar Association, Model Simplified Indenture, 38 Bus. Law. 741, 791 (1983). See 29 A.3d 242 n30.

6 Ad Hoc Committee for Revision of the 1983 Model Simplified Indenture, Revised Model Simplified Indenture, 55 Bus. Law. 1115, 1186-87 (2000). See 29 A.3d 242 n31.

衡平法裁判所は以下のように述べた。

「一貫した事業戦略の継続と特徴的な M&A 戦術の展開は、7 年間の個別の文脈特殊な (context-specific) 事業決定を、単一の取引に変えはしない。Liberty 社は、通常の実業過程の一部として、買収と分割をしている。Liberty 社は、“スキーム全体”において実質的に全部の資産を売却しなかった。」
その事実認定と法的結論の裏付けとして——そして段階取引理論と関係なく——、衡平法裁判所はその判示に対する権威づけとして Sharon Steel 判決のみを引用した。」

「私達は、“実質的に全部”についての分析において一連の取引に統合するかどうか決定するため、段階取引理論とその3つの基準の要素が権威あるニューヨーク法としてニューヨーク州控訴裁判所によって採用されるであろうかどうかを決定する、またはそのような結論に達するのは不必要であると結論付ける。衡平法裁判所の事実認定を所与とすると、たとえ衡平法裁判所が“事実により鋭い焦点を持ち込む”ための理論的工具として“段階取引理論の3つのレンズ”を用いなかったとしても、このケースにおける法的結論は、Sharon Steel 判決についての我々の独自の解釈のもとでは、同じであろう。

受託者は、……Capital split-off は Liberty 社資産の実質的に全部の処分を構成しないことを認める。本件の事実関係のもと、衡平法裁判所は適切にも、統合は不適切だとした。従って、Liberty 社は、Capital split-off が信託証書における承継債務者条項に違反しないと宣言する権利を与えられた。」

【解説】

一般に信託証書や社債中の条項には、種々の財務特約が置かれる⁷。その1つに、承継債務者条項 (Successor Obligor Provision) がある。この条項は、会社資産の全部または実質的に全部 (“all or subsidiary all”) が資産譲渡等の形で第三者に

7 See F. John Stark, III, et al, “Marriott Risk” : A New Model Covenant to Restrict Transfers of Wealth from Bondholders to Stockholders, 1994 Colum. Bus. L. Rev. 503, 545.

移転される場合に、当該資産を承継する第三者が当該信託証書・社債の債務を承継するものである(債務の承継であり、譲渡会社及び譲り受ける第三者が連帯債務を負うものではない)⁸。

アメリカ法における会社分割(とくに spin-off や split-off)では、制定法による債権者保護は会社法上の配当規制や詐害譲渡防止法などの活用に止まるため⁹、契約による債権者の自衛が重要になる。その点で承継債務者条項は、社債権者・信託証書保有者にとって重要な条項の一つである。しかし特異な条項というわけではなく、信託証書や社債の条項にはしばしば見られる boilerplate provision(定型条項。以下単に boilerplate という。)である。そのため本件では、本件事案における承継債務者条項該当性の問題のみならず、boilerplate の解釈のあり方そのものも問題となった。本件では原審が前者の観点からのみ判決を下したのに対し、最高裁は後者をも加味している。また本件の特徴は、全部または実質的に全部の資産譲渡に該当するか否かを考察する際に、複数回にわたる spin-off や split-off がなされたことをどう評価するかである。

本件原審は、本件事案の事実関係が承継債務者条項に該当するかどうかを判断するに際し、一般に税法分野で用いられている段階取引理論(step-transaction doctrine)を適用した。段階取引理論とは、統合された取引の中に相互に関連しあう各段階について、課税上、各段階の取引を別々に扱うのではなく、全体として分析することを要求する原則である¹⁰。段階取引理論が適用される基準には、拘束的約定基準(binding commitment test)、相互依存基準(mutual

8 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(Ⅲ)」商事法務1529号(1999年)31頁。また、森本滋編『会社法コメンタール17』(商事法務・2010年)240頁・338頁(神作裕之)。

9 これらについては武井・内間・前掲26頁以下。また、村上裕「アメリカ型会社分割に関する一考察」東北法学21号(2003年)142頁以下も参照。

10 渡辺徹也「アメリカにおける租税回避に関する規制と現状」田中治監・近畿税理士会編『税理士と実務家のための租税回避をめぐる事例研究』(清文社・1998年)443頁以下、鈴木孝一「米国の組織変更税務における段階取引原理の適用」愛知大学経営総合科学79号(2002年)107頁以下。

interdependence test)、最終結果基準(end result test)の3つの基準がある。拘束的約定基準とは、取引の中の最初の段階の取引が実行されるとそれに続いて次の段階の取引を実行に移す拘束力をもった約定が存在する場合に段階取引理論を適用するものである。相互依存基準とは、2つ以上の取引が相互に依存しあっており、それぞれの取引によって形成される法的関係についてみたときに、どの取引が欠けていても意味がない場合に適用するものである。最後に最終結果基準とは、最初から特定の結果に到達することを目的として一連の取引が行われた場合に、最終結果に着目して段階取引理論を適用するものである¹¹。これら3つの基準のうち1つでも該当する場合には段階取引理論が適用され、個々の取引を1つのまとまった形の取引として扱うことになる。組織再編税制の分野で当該理論はしばしば用いられるが、もっとも、具体的な事案において、段階取引理論のこれらの基準がどのようにして適用されるのか、明確な判断基準がないとも指摘される¹²。

本件原審が言及しているように、段階取引理論をおそらく初めて会社法分野に適用したのは、Noddings Investment Group, Inc. v. Capstar Communications, Inc.¹³ 事件である。このNoddings事件において、Chandler判事は約1か月の間になされたspin-off及び合併を1つの取引として扱う理由付けを複数あげているが、理論的な理由付けとして、段階取引理論を用いる。

「段階取引理論は税法でしばしば用いられる一方、それに限定されるものではない。例えば、*In re Crowthers McCall Pattern, Inc.*¹⁴ 事件において、ニューヨーク州破産裁判所は、未発生債務の免責は破産申立ての日において無視されるべきかどうか確定するために、2つの取引を1つに崩すべきかどうか決めるため段階取引理論に依拠した。段階取引理論は、詐害譲渡のケースにおいても重要

11 渡辺・前掲447頁・448頁。

12 渡辺・前掲449頁、鈴木・前掲120・121頁。

13 1999 WL 182568 (Del.Ch. 1999), *aff'd* 741 A.2d 16 (Del. 1999).

14 120 B.R. 279 (Bkrcty. S.D.N.Y. 1990).

な役割を果たす。U.S. v. Tabor Court Realty Corp.¹⁵ 事件において、第3巡回裁判所は別々の取引の結果が債権者の犠牲における債務者への許害的な資産譲渡であるところ、財政的に困窮した会社の複数の取引を1つに崩した…。被告は、法律問題として2つの取引を1つにするのが不適切であるという判例法を、理由をもって提供していない。2つの取引は1つを意図した理由に関して原告から引用された理由の観点から、私は、本件分割と合併が同じ取引の不可欠な部分である…ということを経法問題として結論付ける。」¹⁶

ただし、Noddings 事件では段階取引理論及びそこで用いられる3つの基準の内容については言及しているが、どの基準を用いた結果、取引が1つとなるのかについては一切言及がない。言い換えると、3つの基準(のいずれか)の事実関係への当てはめを一切していない。判決では段階取引理論に言及する前の部分で、spin-off および合併をした会社の取締役が合併を承認するための株主総会前に株主へ宛てた文書の中で、合併が承認されたのち株主に spin-off で株式が分配されるだろうという趣旨の文章があったことを重視する。判決の実質的な部分として決め手となったのはこの部分であり、Chandler 判事は段階取引理論をこれを補強する程度として用いただけである。このように、Noddings 事件における段階取引理論の位置づけが補助的なものにとどまるためか、同理論は会社法分野においてはさほど普及せず、Noddings 事件に続く判例もあまりない¹⁷。

しかし、本件原審において Laster 判事は、「学理的な後知恵」という表現ながら、“実質的に全部”についての分析のため取引を統合することについてのリーディング・ケースたる Sharon Steel 判決は段階取引の枠組みに適合するとして¹⁸、本件事案に段階取引理論を当てはめる。もともと Laster 判事は、承継債務者条項はその文言から、当該条項が複数の取引を統合することをもともと織り込んでいたものとみる¹⁹。そのため、承継債務者条項の定型条項的性格——すなわち boilerplate であること——を考慮せず、本件の複数回の spin-off・split-off が

15 803 F.2d 1288 (3d Cir. 1986).

16 Noddings, at *6,*7.

統合されうるかどうかの判断に重点を置くことになる。その判断基準として、Laster 判事は段階取引理論を持ち出す。

しかも Noddings 事件と異なり、Laster 判事は3つの基準全てを本件事案に当てはめる。すなわち、本件取引のいずれも他のものと契約的に結びつくものではないので拘束的参加基準は適用されない。本件各取引は他から分離した別個の会社事由であり、単独の取引では効果がないとはいえないので相互依存基準はあてはまらない。最後に残った最終結果基準についても、証拠からは導きえないとする²⁰。このように、本件原審は信託証券条項の解釈において段階取引理論を正面から取り上げた(しかも Noddings 事件のような判決の結論を単に補充するようなものでもない)。この意味で本件原審は重要なものであった。

しかし、デラウェア州最高裁は、これを明確に採用しなかった。その理由の1つは、判旨でも述べられているように、段階取引理論を採用せずとも、Sharon Steel 事件を用いれば十分であったことである。Sharon Steel 事件では、ある会社の清算計画を推進するため数度の資産売却があったのち、Sharon Steel に残余財産を売却したところ、この Sharon Steel への譲渡が承継債務者条項の“全部または実質的に全部”を構成するかどうか争われた。これについて第2巡回裁判所は、Sharon Steel への資産売却が当初からの清算計画には組み込まれてい

17 例外として、以下の判例がある。See *Gatz v. Ponsoldt*, 925 A.2d 1265 (Del. 2007); *Twin Bridges Limited Partnership v. Draper*, 2007 WL 2744609 (Del. Ch. 2007)。前者は再資本化(recapitalization)、後者はパートナーシップ合意が問題となった事例である。

なお C. Stephen Bigler and Blake Rohrbacher, *Form or Substance? The Past, Present, and Future of the Doctrine of Independent Legal Significance*, 63 *Bus. Law.* 1 (2007) は、Noddings 事件の担当判事もあった Chandler 判事の手による *Louisiana Municipal Police Employees' Retirement System v. Crawford*, 918 A.2d 1172 (Del.Ch. 2007)も段階取引原理(相互依存基準)を用いているという(*Id.* at 18)。ただしこの事件では Chandler は、Noddings 事件と異なり段階取引原理を用いるとは明言していない。

18 *Liberty Media Corp. v. Bank of New York Mellon Trust Co.*, 2011 WL 1632333 (Del.Ch. 2011), at *10.

19 *Id.* at *9.

20 *Id.* at *16, 17.

なかったことから(会社が清算のための資産売却をしていたところ、Sharon Steel が残余財産の譲渡を持ちかけたという経緯がある)、「清算計画時に存在していた会社資産の“実質的に全部”が単一の譲受人に売却される」のであればともかく、このケースではそうではなかったため、承継債務者条項の“全部または実質的に全部”に該当しないとされた。また Sharon Steel 判決は、清算計画全体の一部としての譲渡と通常の事業過程における資産譲渡を区別して扱うべきだとする。この考え方からすると、本件では Liberty 社の(一貫した)分離戦略が存在しているかどうか問題となる。本件で問題となった各 spin-off・split-off は最初の LMI spin-off から、6・7年経過した段階で Capital spin-off の計画が持ち上がっており、ここから一貫した事業戦略を読み取るのは困難である。ゆえに、本件で問題となった各 spin-off・split-off は統合されないという結論に達することができる。

そして最高裁が段階取引理論を退けたもう1つの理由は、最高裁が本件の承継債務者条項がいわゆる boilerplate であることを重視した点にある。boilerplate とは、一般的には契約一般に挿入される定型的な文言・内容からなる契約条項を指す²¹。ところで、社債条項の解釈において、裁判所は一般的に、条項の文言解釈に限定した伝統的な契約分析を用いる。そこでは、当事者が契約の文言に何らかの意味を含めたとしても、裁判所は言葉通りの意味で契約の文言を解釈する²²。そして boilerplate の解釈(interpretation²³)においては、一貫した統一性のある意味付け(consistent and uniform meaning)がなされるべきであるとされる。その理由は、そのような解釈をすることが、社債市場の効率性を促すからであ

21 豊島真「ボイラープレート条項」ビジネス・ロー・ジャーナル 2012年5月号 42頁以下。

22 Stark, et al, *supra* note 7, at 558; Dale B. Tauke, Should Bonds Have More Fun? A Reexamination of the Debate over Corporate Bondholder Rights, 1989 Colum. Bus. L. Rev. 1, 11.

23 なお、Interpretation と Construction の違いについては、平野晋『体系アメリカ契約法』(中央大学出版部・2009年) 348頁参照。

る²⁴。

そしてこの考えを正面から述べたのが、やはり Sharon Steel 判決の、以下の説示である。「承継債務者条項は boilerplate であるか、契約分野において標準的な契約条項である。承継債務者条項は事実上、あらゆる信託証書にみられる。そのような boilerplate は、特定の信託証書に特有な契約条項と異なり、一貫した統一的な解釈がなされなければならない。……解釈の統一性は資本市場の効率性 (the efficiency of capital market) にとって重要である。……資本市場における参加者が統一的な解釈に従って彼らの業務を調整しうる一方で……boilerplate の意味に関する不確実性が長く続くことは、債券発行の価値を減じ、資本市場の効率的な機能を大きく損なう。それゆえ、そのような不確実性はリスクを高める……。」²⁵

boilerplate 条項の解釈に統一性を持たせるのは、市場の効率性を促すという点で市場にとって有益であるという見解はそれなりに首肯しうる。しかし一方では boilerplate 条項の解釈についても議論が見られるところである。例えば Choi & Gulati は、契約条項の単なる文言解釈は当該条項が作成された背景や経緯を無視することになり、また Sharon Steel 判決のように当事者の利益について裁判所が憶測で判断することは、いずれも誤った裁判所の解釈を生む可能性があるとして、制定法の解釈と同じように、ドラフト作成者の意図などを織り込んで解釈すべだと説く²⁶。またより広い観点から Bratton は、ネットワーク外部性の議論を援用して boilerplate 条項にみられるような契約の定型化・標準化の問題を指摘している²⁷。

このように boilerplate の解釈について議論が見られるところ、本件最高裁は

24 Houman B. Shadab, *Interpreting Indentures: How Disequilibrium Economic and Financial Asset Specificity Support Narrow Interpretation*, 75 S. Cal. L. Rev. 763, 782 (2002).

25 Sharon Steel, at 1048.

26 Stephen J. Choi & G. Mitu Gulati, *Contract as Statutes: Boilerplate versus Contract*, 104 Mich. L. Rev. 1129, 1146, 1156 (2006).

27 William W. Bratton, *Corporate Finance* 279, 280 (6th ed. 2008).

Sharon Steel 判決の立場を再確認したものとして位置づけられよう。

なお本件最高裁は本件の事実関係について段階取引理論を適用する必要はないとしているが、段階取引理論を破棄すべきだとまで述べているわけではないことには注意を要する。本件最高裁判決が下されてからからわずか2か月後にデラウェア州衡平法裁判所は、Coughlan v. NPX B.V. 事件において合併契約条項の解釈に関連して再び段階取引理論を採用している²⁸。この判決では、当該合併契約条項の boilerplate 該当性については判断していない。その意味で本件最高裁と抵触するものではないが、デラウェア州の判例法において段階取引理論が定着するか否か、今後の動向が注目される。

28 2011 WL 5299491 (Del.Ch. 2011). なお裁判官は、本件原審の Laster 判事とは別の裁判官である。