

国家のデット・ファイナンスとガバナンス*¹ —コーポレート・ファイナンスからの示唆?—

後藤 元*²

要 約

今日の国家は、その活動に必要な資金の調達を租税収入以外の公債の発行、すなわちデット・ファイナンスに大きく依存している。この状況は、国家のガバナンスに対してどのような影響をもたらすだろうか。

同様にデット・ファイナンスを用いて大規模な活動を展開している主体としては株式会社があるが、株式会社における株主・会社債権者・経営者という利害関係者は、それぞれ国民・国債保有者・政府になぞらえることができる。その一方で、株式会社と国家との間には、その活動の目的（収益事業による企業価値の最大化か、公共財の供給・景気の安定化・所得の再分配か）、それにより株主・国民が享受する利益、破綻した場合に株主・国民が受ける影響などに違いがある。また、国家が債務者である場合には、訴訟・強制執行・破産などの司法手続の利用可能性にも限定がある。

本稿は、これらの違いに留意しつつ、株式会社によるデット・ファイナンスのガバナンスへの影響に関する議論（負債のエージェンシー・コスト、債権者によるモニタリングとその委任、負債の規律効果）が国家によるデット・ファイナンスの文脈にどの程度応用できるかを検討しようとするものである。

I. はじめに

福祉国家の理念の下に国家の役割が拡大した今日においては、国家はその活動に必要な資金の調達を租税収入以外の公債の発行に大きく依存している¹⁾。その結果として多額の累積債務を抱えている国家が少なくなく²⁾、財政破綻への懸念とそれを回避するための方策が各所で議

* 1 本稿のドラフトに対して有益なコメントを頂戴した本特集の準備会合への参加者各位、そして本稿執筆の機会を与えていただいた中里実教授および藤谷武史准教授に厚く御礼申し上げます。なお、本稿は、科学研究費補助金基盤研究（A）「東アジアの法の発展と日本法」（課題番号 24243001）による助成の成果の一部である。

* 2 東京大学大学院法学政治学研究科准教授。

1) たとえば、わが国の平成 24 年度一般会計予算における歳入 90 兆 3339 億円のうち、租税収入は 42 兆 3460 億円であるのに対し、国債の発行による収入は 44 兆 2440 億円（うち建設国債が 5 兆 9090 億円、赤字国債が 38 兆 3350 円である）であり、歳出のうちの国債費は 21 兆 9442 億円である（財務省（2012））。

2) 日本の国債残高の現状については、清水（2011）18 - 26 頁を参照。

論されている状況にある。

負債による資金調達（デット・ファイナンス）を用いて大規模な活動を展開する主体としては、上記の国家の他に株式会社が存在するが、株式会社については、その資金調達の在り方（コーポレート・ファイナンス）が企業統治の在り方に（コーポレート・ガバナンス）に影響を及ぼすということが知られている³⁾。仮に、このようなファイナンスとガバナンスの関係が株式会社だけでなく国家にも当てはまるとすれば、今日における国家活動のデット・ファイナンスへの依存は、国家財政の健全性それ自体だけではなく、国家活動に対するガバナンスの観点からも重要な問題を提起していることになる。

そこで、本稿では、株式会社によるデット・ファイナンスのガバナンスへの影響に関するコーポレート・ファイナンスの議論を参考に、国

家によるデット・ファイナンスとガバナンスの関係について検討することとしたい。なお、国家と並ぶ統治団体である地方自治体によるデット・ファイナンスについても、同様の議論は可能であると思われるが、本稿では、議論の単純化のため、分析の対象としては基本的に国家を想定し、地方自治体によるデット・ファイナンスについては今後の課題とする⁴⁾。

以下では、まず、Ⅱにおいて、株式会社のデット・ファイナンスのガバナンスへの影響に関するコーポレート・ファイナンスの議論を概観する。次いで、Ⅲにおいて、検討の前提として株式会社と国家のセッティングの違いを整理し、その上で、Ⅳにおいて、株式会社のデット・ファイナンスに関する議論を国家のデット・ファイナンスにどの程度応用することができるかについて検討する。Ⅴは簡単なまとめである。

Ⅱ. 株式会社のデット・ファイナンスとガバナンス

Ⅱ-1. 負債のエージェンシー・コスト

コーポレート・ファイナンスの分野における株式会社のデット・ファイナンスのガバナンスへの影響に関する議論として最もよく知られているのは、株主有限責任制度の影響により債権者に不利な意思決定が行われる可能性があることにより非効率性が生じるという負債のエージェンシー・コストに関するものであろう。

(1) 株主と債権者の利害対立⁵⁾

株式会社の残余請求権者である株主は、会社が資産超過である場合には企業価値が自らの利益と連動するため企業価値を最大化するインセンティブを有している一方で、会社が債務超過

もしくはそれに近い状態にある場合には、株主有限責任制度により会社債務を自ら返済する責任を負わないで済む結果として、企業価値を最大化するインセンティブを失ってしまう。後者の場合には、株主は、むしろ債権者の負担において自らの利益を最大化しようとするインセンティブを有するに至ることが広く知られている。

このようなインセンティブに基づく株主と債権者の利害対立の態様としては、主に、①会社財産の株主への移転、②負債発行後のリスクの高い事業の選択（資産代替）、③正の現在価値を持つ事業への過少投資（デット・オーバーハング）、④負債の追加発行による既存債権の価

3) 詳しくは、小佐野（2001）、花崎（2008）などを参照。

4) 地方自治体によるデット・ファイナンスに関するアメリカの議論として、Gillette (2012) および Schragger (2012) を参照。

5) 詳しくは、藤田（2002a）69-71 頁、藤田（2002b）84-87 頁、森（2009）9-14 頁を参照。

値の希釈化の4つがあるとされる。若干敷衍を
 すると、まず①は、会社財産について会社債権
 者に劣後する地位にある株主が、会社債権者へ
 の債務の返済に充てるべき会社財産を自らの下
 へ移転させることにより、会社財産に対する債
 権者の執行を防ごうとするという問題であり、
 剰余金の配当や自己株式の取得のほか、会社＝
 株主間の取引や株主兼経営者への報酬の増額等
 によっても行われる。また②は、株主は残余請
 求権者として事業が成功した場合のアップサイ
 ドのリターンを享受する一方で、株主有限責任
 制度により事業失敗時のダウンサイドのリスク
 の全部を負担せずに済むのに対し、債権者は固
 定額の請求権しか有しないためにアップサイ
 ドのリターンを享受できない一方で、事業失敗時
 の損失の一部を負担させられるため、株式会
 社が事業内容をローリスク・ローリターンなもの
 からハイリスク・ハイリターンなものへと変更
 すると、株主に対するペイオフの現在価値は増
 加する一方で、債権者に対するペイオフの現在
 価値は減少するという問題である。これと同様
 のメカニズムにより、リスクの高い事業活動の
 停止や倒産の判断が先送りされるという問題も
 ある。③は、株式会社が債務超過状態にある場
 合には、正の現在価値を持つ事業を行っても、
 株主がその利益の全てを享受することができな
 いことによる問題である。最後の④は、同順位
 以上の債権が増加すると、株式会社が債務を返
 済しきれなくなる可能性や倒産時の配当額が減
 少する可能性が高まることによるものである。

(2) 債権者による自衛

以上のような株主有限責任制度の影響による
 株主のインセンティブのゆがみに対しては、株
 式会社に対して事業資金を融資した銀行等の債
 権者は一定の自衛措置を講じることができ
 る⁶⁾。

まず、債権者が採り得る最も単純な自衛措置
 は、そもそも融資をしないということを除くと、
 会社財産の株主への移転や資産代替等が行われ
 るリスクを考慮して、貸付けの利率を引き上げ
 ることである。これにより債権を問題なく回収
 できる場合の回収額を増加させ、事業の失敗や
 過大な財産移転によって債権を回収できなくな
 る場合の損失を埋め合わせることが可能となる
 のである。しかし、実際にどれだけの会社財産
 の移転や資産代替が行われるかを事前に判断し
 て過不足のない利率を設定することは、現実には
 容易ではない。また、この結果として過度に
 高い利率が設定されてしまうと、株式会社の側
 の資金調達コストが割に合わないものとなり、
 正の現在価値のある事業が実施されなくなっ
 てしまう可能性も存在する。

利率の引上げよりも直截的な手段としては、
 株主に特定の会社債務についての無限責任を負
 わせることによって、その限りで株主有限責任
 制度の影響を除去するということが考えられ
 る。中小企業に対する融資に際して、当該企業
 の支配株主である経営者の個人保証を要求す
 るというわが国の金融機関の実務は、このよう
 な効果を意図したものであるとすることができる
 (逆に、この手法は、オーナー経営者や親会
 社の存在しない上場企業については用いにくい
 のである)。

また、融資契約上の条件(コベナンツ)に
 よって、会社財産の株主への移転や資産代替等
 を直接制限することも考えられる。具体的な契
 約条項としては、会社が一定の財務状態にな
 った場合の配当を禁止する条項や、資産代替を防
 ぐために会社が行いうる事業や保有しうる資産
 を限定する条項、逆に一定の事業への従事や特
 定の資産の保持⁷⁾を要求する条項、追加債務
 の負担を制限する条項などがある。また、株主
 への過剰な配当や資産代替が行われる可能性は

6) 債権者の採り得る自衛措置の種類とその限界について、詳しくは後藤(2007)102 - 105頁, 504頁以下を参照。

7) 不動産等の特定の財産への担保権の設定も、第一義的には、債務者の倒産時に担保財産を売却した代金から債権の回収を図る目的で行われているものと考えられるが、債務者自身が当該不動産を売却してその代金をリスクの高い事業に投資をするという資産代替を抑止するという機能も有していると評価することができる。約定担保権の機能に関しては、沖野(1998)を参照。

株式会社の経営状況が悪化した場合に高くなると考えられるが、株式会社の利益や純資産等の財務指標が一定値を下回った場合には期限の利益を喪失するという条件（財務制限条項）を設定することで、この条件に違反した場合に株主と債権者との間で利率等の融資条件を巡る再交渉が行われることを確保し、株主の機会主義的行動に対処しようとするも行われている。

II-2. 債権者によるモニタリングとその委任

融資に際して1（2）で見たような各種の条件を設定した場合、その実効性を確保するためには、債権者は債務者がこれらの条件に違反していないかをモニタリングする必要がある⁸⁾。また、これらの条件を設定しない場合であっても、自らの債権の回収を確保するためには、債務者の経営・財務状況が過度に悪化する前に回収や与信額の縮小といった行動を採る必要があり、そのためには債務者の経営・財務状況をモニタリングする必要があることになる⁹⁾。

しかし、すべての債権者がこのようなモニタリングを行うとすると、その内容には重複するところもあると思われるため、社会的には無駄なコストが発生してしまうことになる。他方

で、各債権者が他の債権者によるモニタリングを当てにしてしまうと、結局誰もモニタリングを行わないという事態にもなりかねない¹⁰⁾。このような場面では、よりモニタリング能力の高い債権者（典型的には銀行¹¹⁾）が行うモニタリングに他の債権者が依存するようになるとの指摘がなされている¹²⁾。

また、債務者の経営に問題があることを認識した銀行は、自らの利益を基準として、融資引揚げを交渉材料として経営に介入するか、融資を実際に回収するかを判断することになるが、融資の回収を選択した場合であっても、そのことが債務者に関する問題点のシグナルとなり、他の債権者やその他のステークホルダーに融資の回収や経営への介入といった行動を採る契機となるということも指摘されている¹³⁾。

II-3. 負債の規律効果

さらに、負債の発行には、1で見た負債のエージェンシー・コストを生じさせる一方で、いわゆるフリー・キャッシュフローのエージェンシー・コストを減少させることによって株式会社の経営を効率的にする効果（負債の規律効果）もあることが指摘されている¹⁴⁾。

フリー・キャッシュフローのエージェンシー・

8) Gulati & Triantis (2007) at 980.

9) なお、一般債権者が行う債務者である会社に対して行うモニタリングは、債務者の責任財産の換価価値よりも債務者の日常的なキャッシュフローに着目して行われると考えられることについて、森田（2009）103頁以下を参照。

10) Levmore (1982) at 54.

11) 銀行のモニタリング能力が他の債権者のそれよりも高い理由としては、銀行は他の同業・同地域の貸付先と比較して債務者の経営状況を判断できること、短期・中期の貸付けが多く、定期的な更新の際に情報を入手・分析する機会があること、債務者の預金口座から現金の出入りに関する情報を取得できること、銀行が守秘義務を負った上でコベナンツ違反等の情報を適時に提出する義務を債務者に負わせていることが挙げられている（Triantis & Daniels (1995) at 1083-1084）。

なお、銀行は取引債権者よりもモニタリング能力が高いという考え方に対しては、異論もある。むしろ取引債権者の方がモニタリング能力は高いという議論について、森田（2009）146-151頁を参照。

12) Triantis & Daniels (1995) at 1089-1090. この議論の背景には、預金者から集めた資金で融資を行う銀行等の金融仲介者が債務者をモニタリングする方が、個別の資金拠出者（預金者）がそれぞれ債務者をモニタリングするよりもモニタリング能力およびモニタリング・コストの重複の削減の点で効率的であるという、資金拠出者から金融仲介者へのモニタリングの委任（delegated monitoring）という考え方（Diamond (1984) を参照）が存在している（Triantis & Daniels (1995) at 1077 を参照）。

13) Triantis & Daniels (1995) at 1085-1088, Gulati & Triantis (2007) at 981-984. Levmore (1982) at 69 も参照。

14) Jensen (1986) at 324.

コストとは、フリー・キャッシュフロー（株式会社が有するすべての有益な事業機会に投資をした上で残った余剰資金）が会社に存在すると、本来は株主に返却されるべきであるにも関わらず、会社財産の用途について裁量権を有する経営者によって無駄に費消されてしまうという問題である¹⁵⁾。しかし、負債が発行されている場合には、経営者は、債権者の破産申立てによる失職等の不利益を避けるべく、元本・利息の

支払いを確実に行うインセンティブを有するため、この元本・利息の支払いによって経営者の手元に残る余剰資金が減少し、経営者による無駄な投資が抑制されるのである。このために、経営者が自ら負債による資金調達を行うことには、余剰資金を無駄な投資に費消しないということのコミットメントとしての意義があると考えられている。

Ⅲ. 株式会社と国家の違い

それでは、以上の株式会社のデット・ファイナンスのガバナンスへの影響に関する議論は、国家のデット・ファイナンスとガバナンスの関係にどの程度応用することができるだろうか。この点を考えるためには、まず株式会社と国家との間にどのような違いがあるかを確認しておく必要がある。

Ⅲ-1. 株主と国民

(1) エクイティホルダーとしての国民

株式会社のデット・ファイナンスのガバナンスへの影響に関する議論は、基本的に、株主がエクイティホルダーとして残余請求権者の地位にあることをベースとして、会社債権者と株主間および株主と経営者間のエージェンシー関係に着目したものであった。

国家の場合には、まず、会社債権者に相当するのは国家の債権者、すなわち国債保有者であり、経営者に相当するのは政府であると考えられるだろう。問題は、どのような主体を株主になぞらえることができるかという点で

あるが、経営者に相当する政府を選択する権利を有し、他方で国家から見て返済する必要のない資金を租税の形で提供しているという点からは、国民が株主に相当するエクイティホルダーの地位にあると考えるのが自然であろう¹⁶⁾。

(2) 株式会社と国家、株主と国民の違い

もっとも、株式会社と国家、そして株主と国民は、当然のことながら、まったく同じであるわけではない。本稿の検討にとって重要な違いとしては、以下のようなものがあると考えられる。

①株式会社と国家の目的とデット・ファイナンスの意義

まず、株式会社と国家とは、その目的を異にしており、それに伴って、それぞれにとってのデット・ファイナンスの意義も異なるものになると考えられる。

すなわち、株式会社の目的は、収益事業を行うことによって、その企業価値を最大化することであり¹⁷⁾、株主もその成果を享受すること

15) 藤田 (2002a) 71-72 頁。

16) Bratton & Gulati (2004) at 12, Gulati & Triantis (2007) at 985 等も、国民 (citizens) をエクイティホルダーと位置付けている。

17) 株式会社の目的は株主利益の最大化にあると言われることもあるが、その究極的な目的は、残余請求権者である株主の利益の最大化を通じて企業価値を最大化することにある。落合 (2010) 61 頁等を参照。

を目的として株式会社に投資をするのである。そして、株式会社にとってのデット・ファイナンスは、収益事業の資金を調達するために行われ、その返済も事業活動による収益からなされることが予定されている。

これに対して、国家の目的は、安全保障の提供や港湾・道路の建設等の公共財の供給、景気安定化のための財政政策、そして年金・医療・生活保護等の社会保障給付による所得の再分配を行うことにあり¹⁸⁾、収益事業の実施はこれに含まれてはいない。そして、国家にとってのデット・ファイナンスは、上記の公共財の供給、財政政策、所得の再分配の資金を調達するために行われるのであり¹⁹⁾、その返済はこれらの活動による収益ではなく、将来の税収によってなされることが予定されている²⁰⁾。

②株主と国民の受け取るリターン

この株式会社と国家の目的の違いは、株主や国民が株式会社または国家から受け取るリターンの違いとなって現れる。

まず株主が株式会社への投資により受け取るリターンは、言うまでもなく配当と保有株式のキャピタルゲインであり、これによって株主が事業活動による企業価値の増加というアップサイドを享受できることとなっている。

これに対し、国民は、国家に帰属する金銭価値の増加からの受益を目的として国家に投資しているわけではなく、国家が行う公共財の供給、財政政策、所得の再分配自体から利益を享受することになる（これが、耳慣れない表現ではあ

るが、国民が国家に属することにより受け取るリターンである）。

まず、所得の再分配として行われる生活保護や国民年金の国庫負担分などは、国家から国民に対して直接金銭的給付がなされる局面であるという点で、株式会社における配当に類似している。そして、これらの社会保障給付は財政状況が厳しい時には削減の対象になりやすいとすると、株式会社における株主の権利の劣後性に類似していると見ることができなくもない。しかし、これらの給付は一般に定額で支払われるものであり、物価スライド制などによってインフレへの対応がなされることがあるとしても、受給者が株主のようなアップサイドのリターンを享受することになるわけではないと言えよう。また、生活保護のように、国民の中の一部の者のみに対する給付の形を採ることがある点も、株主に対する配当との違いである²¹⁾。

これに対して、安全保障等の公共財の供給による利益は、国民全体によって享受されるものであると考えられるが、国民は公共財の利用者として利益を受けるのであり²²⁾、アップサイドのリターンが問題となっているわけではないことは社会保障給付の場合と同様である。

国民全体に対して何らかのアップサイドのリターンがあると考えられるのは、公共事業等の財政支出によって景気が刺激され、経済成長が実現するという場合であるが、ある公共事業の実施が経済成長にどの程度つながらずは必ずしも明らかではないこともあるように思われる。むしろ公共事業が特定の地域や業種による利益

18) 清水（2011）26-27頁。

19) なお、これらの活動のために国債を発行する必要があるのはどのような場合かという点については、清水（2011）27-32頁を参照。

20) ただし、財政政策の資金の調達としての国債発行については、景気刺激策としての公共工事の実施による経済成長に伴う税収の増加により返済することや、建設後に利用料を徴収できる施設（たとえば高速道路）の建設資金については利用料により返済することを考えているのであれば、（その実現可能性はともかくとして）株式会社によるデット・ファイナンスに類似する面があると考えられなくもない。

21) もちろん、株式会社においても、支配株主＝株式会社間の取引等、特定の株主に対してのみ株式会社からの給付がなされる場面は存在しており、株主間の利害対立の問題（少数株主と支配株主の間のエージェンシー関係）として論じられている。

22) 公共財の供給者としての国家と国民の関係は、株式会社と株主のそれよりも、電力・水道等の公益事業を協同組織形態で行う企業体とそのメンバーでありサービスの利用者でもある地域住民の關係に近いという見ることができよう。株式会社形態と協同組織形態の違いについては、藤田（1998）40-41頁、52-54頁を参照。

誘導として行われる可能性も否定できない。この場合には、公共事業が一種の所得の再分配として行われていると見ることができ、その要否や額の適切性等に関して国民の間に地域・業種さらには世代による利害対立が存在し得ることになる。

③有限責任性とリスク分散の可否

また、株式会社または国家が破綻した場合に株主や国民が受ける影響にも違いがある。

株式会社の場合には、株主有限責任制度の結果、会社は株主に対して追加出資を求める権利を有しておらず²³⁾、株主は会社が倒産しても会社債務についての責任を負担することはない。また、上場企業に投資をしている株主であれば、投資先を分散することや適時に株式を売却して別の株式会社の株式を購入することによって、特定の投資先の倒産の影響を抑えることができる。

これに対して国家の場合には、国家は国民に対する課税権を有しており、法律を改正することによって増税することができる。これは、国家の税収が債務の返済に不足する場合に、国民がいわば追加出資を要求されることを意味しており、国民は有限責任の利益を享受してはいないといえることができる。

このような捉え方に対しては、増税のための

法改正は政治的に容易ではないことが少なくなく、事実上の有限責任に近いと見る向きもあるかもしれない。しかし、仮にそれがその通りであるとしても、国家の破綻による国民への影響の大きさについては、次の点を考慮する必要がある。すなわち、債務を返済しきれずにデフォルトした国家は、資本市場からの資金調達が困難になると考えられる²⁴⁾。この結果としての資金不足により国家活動が削減・停止に追い込まれると、国民は、増税という形での負担を強いられることがなかったとしても、生活に支障が生じるという形での不利益を受けることになる²⁵⁾。複数の国の国籍を保有するという形での「分散投資」は一般に容易ではなく²⁶⁾、また他国への移動可能性²⁷⁾も低いことが少なくないと思われることから、国民はこの不利益の影響を上場企業の株主のように抑制することはできないというべきであろう。

この点からは、国民は、一般にリスク中立的であると想定される上場企業の株主とは異なり、たとえば現在の高水準の公共サービスの享受と将来の財政破綻の可能性との選択などにおいて、リスク回避的になるとと思われる。しかし、現在の国民と将来の国民との間に世代間ギャップが存在することによって、将来の不利益を負担しないで済む現在の国民はリスク回避的にならない可能性もある²⁸⁾。

23) 株式会社においても、時価を下回る発行価格により株主割当てを行う場合には、保有株式の価値の希釈化を防ごうとする既存株主に対して引受圧力がかかることになるが、新株予約権を用いたライツ・イシュー（ライツ・オフリング）の方式によるのであれば、既存株主は新株予約権を転売することができるため、追加出資を強制されることはなくなる。

24) III 2で後述するように、国家に対しては司法手続による債権のエンフォースメントができないにも関わらず、債権者が国家に対して融資をすることの根拠は、本文に記載したような資本市場における評判の機能が存在するために、債務者である国家には自発的に債務を返済するインセンティブが存在するからであると指摘されている。Bratton & Gulati (2004) at 13, 14-15, Gulati & Triantis (2007) at 987.

25) 清水 (2011) 55 - 57頁を参照。

26) たとえば、わが国の国籍法は、日本国籍の取得によって外国の国籍を失うことを帰化の許可の条件とし（同法5条1項5号）、また国籍の選択に関する規定（同法14-16条）によって多重国籍状態の早期解消を実現しようとしている。

27) 他国への移動可能性は、個人の就業能力や語学能力、移動元や移動先の国の文化等の要因によって異なると考えられる。

28) 上場企業の株主については、将来の損失の可能性は現在の株式の市場価格に織り込まれるため現在と将来のギャップは存在しないとも考えられるが、将来のリスクが十分に認識される前に株式を売却できる場合もあるため、短期で売却する予定の株主（short-term investor）は長期保有予定の株主（long-term investor）に比べてリスク選好的となりうることは様々なところで指摘されている。

④株主と国民にとってのガバナンスの目的

以上の株式会社と国家、株主と国民の違いは、何をもってガバナンスの目的とするかという点にも違いを生じさせることとなる。

まず株式会社については、株式会社の目的が企業価値の最大化であり、株主もその利益に与ることを目的として投資をしていることから、株主にとってのガバナンスとは、経営者が企業価値を上げるべく効率的な経営をすることをいかに確保するかという問題であることになる。そして、企業価値の最大化のためには合理的なリスクテイクが必要となり、その結果として事業が失敗に終わった場合に株式会社は資金調達のために発行した債務を返済できずにデフォルトを起こすこととなるが、株主有限責任制度と分散投資の可能性を前提とすると、（完全に分散投資をしている）上場企業の株主にとっては、デフォルトの防止それ自体は、ガバナンスの目的ではないと見ることができる。

これに対して、国家は収益事業の実施による国家に帰属する金銭価値の最大化を目的とするものではないことから、国民にとってのガバナンスの目的は、株主にとってのそれと全く同じものにはならない。しかし、国民が国家に帰属する金銭価値の増加による利益の享受を目的としているわけではないとしても、国民は国家への資金拠出者であり、資金が不足した場合には増税の負担を強いられる可能性もあることを考えると、国家の活動が必要な範囲で効率的に行われることが国民にとっての利益となることは、株式会社の場合と同様である。そのため、

国民にとってのガバナンスとは、政府による公共財の供給、財政政策、所得の再分配が必要な範囲で効率的に行われることをいかに確保するかという問題である。また、国家のデフォルトにより生じる生活上の不利益を「分散投資」によって回避することの難しさからは、デフォルトの防止とそのため債務額のコントロールも、国民にとってのガバナンスの目的になると考えられる。

Ⅲ-2. 債務者としての株式会社・国家と訴訟・強制執行・破産

以上は、債務者である株式会社および国家とそれらのエクイティホルダーである株主および国民の目的・関係に着目した整理であるが、これに加えて、債権者の側が債務者に対して取り得る手段にも違いがある。

まず会社債権者は、株式会社に対する債権を司法手続によってエンフォースすること、すなわち株式会社が任意にその債務を履行しない場合には、その履行を求める訴訟を裁判所に提起し、認容判決を得た場合には債務者である株式会社の財産に対して強制執行をすることができる。

これに対して、国債保有者は、信頼できる司法上のエンフォースメント手段を利用することができないと言われてきた²⁹⁾。まず、債務者である国債発行国自体の裁判所に国債償還債務の履行を求めて訴訟を提起したとしても、発行国の裁判所がその政府に対して支払いを強制することは事実上ほとんどないと指摘されている³⁰⁾。また、国債発行国以外の、主権免除について絶

29) Bratton & Gulati (2004) at 11.

30) Bratton & Gulati (2004) at 11, Choi, Gulati & Posner (2011) at 8.

なお、我が国においては、国を債務者とする強制執行の可否についての法律上の規定は存在しないが、学説上は、長らく通説であった消極説に代わり、最近では積極説が有力となりつつあると言われている（中野(2010) 130頁注1）。この近時の学説の傾向を前提とすれば、仮に日本政府が国債についてデフォルトを宣言した場合、日本国債を保有する内外の債権者が日本国内の国有財産に対して強制執行をすることは否定されないようにも思われるが、上記の学説の議論で想定されている国家の債務は大型の国家賠償責任などであり、国債のデフォルトの局面を念頭においた議論が展開されているわけではないようにも見受けられる。平時においては国家に対する強制執行が認められている場合であっても、政府が国債についてデフォルトを宣言するという一種の異常事態においては、裁判所が国家に対する強制執行を（何らかの理論構成により）事実上否定するという可能性は否定できない。その意味で、本文の指摘は、基本的にはこれまでに国債のデフォルトを生じさせてきた発展途上国における裁判所の実事上の対応を念頭においたものであると考えられるが、わが国にも当てはまらないわけではないと言えよう。

対免除主義³¹⁾ではなく制限免除主義を採用している国の裁判所に提訴することも考えられるが³²⁾、それが実効性を有するのは、国債発行国の財産が法廷地国の領域内に存在している場合に限られる^{33), 34)}。

また、債務をすべて返済できない株式会社は、場合によって各種の方法による再建が試みられ、最終的には株式会社は破産手続を経て清算され、その法人格が消滅することになる。これ

に対し、国家については、法人格の消滅という結果を是認できないため、破産・清算を行うことはできないと解されている³⁵⁾。また、株式会社の再建に際しては、債務免除と引換えに既存の株主の権利を消滅・縮減させて債権者に株式を与えるという手法がしばしば用いられるが、国家の場合にエクイティホルダーにあたる国民の権利を消滅・縮減させることもできない³⁶⁾。

IV. コーポレート・ファイナンスの 議論の国家によるデット・ファイナンスへの応用

それでは、デット・ファイナンスという観点から見た場合の株式会社・株主と国家・国民との間にはⅢで見たような違いがあることを前提とすると、国家のデット・ファイナンスとガバナンスの関係についてはどのような分析が可能であろうか。

IV-1. 負債のエージェンシー・コストと債権者によるモニタリング

(1) 国民と債権者の利害対立の可能性

まず、負債のエージェンシー・コストと債権者によるモニタリングに関する議論の応用可能

性から検討しよう。

負債のエージェンシー・コストは、株式会社の残余請求権者である株主が会社債務について有限責任しか負っていないことにより生じるものであった。Ⅲ 1 (2) ③で検討したように、増税の政治的な困難さやデフォルト時の生活上の不利益をどのように評価するかという問題があるものの、現在の世代の国民が増税やデフォルト発生は将来のことであると考えているのであれば、これらの世代は国家の債務について一種の有限責任を享受しているということが出来る。それでは、この一種の有限責任により、国

31) 絶対免除主義が優勢である時代に、アメリカ合衆国の債権者が、ラテンアメリカ等の債務国に対して母国の軍勢力・政治力を背景にした圧力をかけるために、母国の政府機関等を仲裁者とする仲裁条項を国債発行契約に挿入させていたことについて、Weidemaier (2010) を参照。

32) ただし、当該国に国際裁判管轄が認められることが必要となると思われる。国債発行国が発行条件において主権免除を放棄し、外国の裁判所の裁判手続に服することを約することは多いようであるが (Choi, Gulati & Posner (2011) at 7), それは発行国以外の国に管轄権を認める裁判管轄条項の形を取っているものと思われる (ibid. at 8)。

33) Bratton & Gulati (2004) at 11, Choi, Gulati & Posner (2011) at 8.

なお、国債発行国以外の国の裁判所が、国債発行国内に存在する国債発行国の財産に対して強制執行を行うことは、国債発行国の主権の侵害に該当する (中野 (2010) 24 頁注 2 参照)。

34) わが国においても、国債の発行は「金銭の貸借…についての契約」に関する「商業的取引」であり、国債発行国は裁判手続に関する我が国の民事裁判権からは免除されないものとされているが (外国等に対する我が国の民事裁判権に関する法律 8 条 1 項)、執行手続の対象はわが国の領域内に存在するものに限られることが前提とされており (川尻 = 西脇 (2009) 20 頁)、さらに国債発行国政府の非商業的的目的以外にのみ使用される財産のみが執行手続からの免除の対象外とされている (同法 18 条 1 項)。

35) 伊藤 (2009) 60 頁, Bratton & Gulati (2004) at 11.

36) Bratton & Gulati (2004) at 11-12.

民と債権者の間には株主＝債権者間と同じような利害対立が生じるだろうか。

まず、配当等による会社財産の株主への移転に類似する行為としては、国民への社会保障給付の増額が挙げられよう。公共事業の増額も、当該事業の実施により直接に利益を受ける事業者等への国家の財産の移転であると見ることができる。また、社会保障給付や公共事業費を増額しないまでも、財政状態の健全性を確保するためにはこれらの支出の削減が要請される場合に、政府が国有財産に対する強制執行の可能性が限定されていることを利用して戦略的に国債のデフォルトを宣言し、税金を国債の返済ではなく社会保障給付や公共事業の維持に充てるということも考えられる。

また、国民は国家に帰属する金銭価値の増加によるアップサイド・リターンを享受するわけではないため、株式会社における資産代替と同様のインセンティブは問題とならないようにも思われるが³⁷⁾、政府が景気刺激策として、もしくは一部の国民への再分配を目的として、借り入れた資金で過剰な公共事業への投資を行う可能性は存在している³⁸⁾。また、この目的での国債の乱発により、既存の国債の価値が下落するということが考えられるところである³⁹⁾。

このように、国民と国家に対する債権者との間でも、株主と会社債権者の間のそれと全く同一ではないが、負債のエージェンシー・コスト

による利害対立と類似の状況が問題となり得るということが出来る⁴⁰⁾。

(2) 債権者による自衛

では、国債の保有者は、このリスクに対して自衛することはできているのだろうか。

まず、既に見たように、債務者が採り得る行動は多様なものであり得ることから、貸付利率の引き上げ⁴¹⁾のみによって債務者側の機械主義的な行動に完全に対処することは困難である。また、株式会社のデット・ファイナンスの文脈において負債のエージェンシー・コストへの根本的な対処となるのは、会社経営を支配している株主（オーナー経営者や親会社等）に個人保証や法人格否認の法理等によって会社債務についての責任を負わせることであったが、独裁政権が自らの利益のために過剰な投資等を行っている場合⁴²⁾を除くと、国家によるデット・ファイナンスの場合にはオーナー経営者等に相当する主体が存在しないように思われることもあり、これらの手法の利用は現実的ではないように思われる⁴³⁾。

考えられるのは、国債の発行条件の中でコベナンツを定め、その遵守のモニタリングと違反した場合の再交渉により発行国の行動をコントロールするということであるが、国債についてコベナンツが定められている場合であっても⁴⁴⁾、その内容は株式会社が発行する社債についてのコベナンツとは異なっていることが指摘さ

37) デット・オーバーハングも、同様に問題とならないと思われる。

38) Gulati & Triantis (2007) at 984, Choi, Gulati & Posner (2011) at 6, 14.

39) Choi, Gulati & Posner (2011) at 6.

40) ただし、国家の財政状態が悪化してデフォルトの懸念が現実化した場合には、国民も増税や政府支出の削減による不利益の可能性を意識するようになり、完全に有限責任を享受しているとは言えなくなるようにも思われる。このため、国家によるデット・ファイナンスについては、株式会社によるそれとは異なり、負債のエージェンシー・コストによる利害対立が最も先鋭化し得る局面への懸念が少ない可能性も存在する。

41) Choi, Gulati & Posner (2011) at 7.

42) なお、独裁政権が国債の発行により借り入れた資金を当該国の国民の利益にならない形で、もしくは国民を抑圧するために用いていた場合には、独裁政権崩壊後の新政権が、当該国債の償還債務は「醜悪な債務 (odious debt)」であるとして、その履行を拒絶することができるかという国際公法上の法理をめぐる論点が存在しており、イラクのフセイン政権の崩壊後、アメリカにおいて注目を集めているようである。この odious debt の法理については、Howse (2007) を参照。

43) 株式会社の場合にも、上場企業については本文と同様のことが当てはまると考えられる。

44) なお、日本、アメリカ合衆国、ドイツ、フランス、オランダ等、最も信用等级付けが高い諸国の国債には、金額・利率・満期が定められているのみで、それ以外の条項は付されていない (Choi, Gulati & Posner (2011) at 3)。

れている。すなわち、国債のコベナンツに含まれているのは、他の債権者の抜け駆けを防止するためのネガティブ・プレッジ条項⁴⁵⁾、クロス・デフォルト条項⁴⁶⁾、パリ・パス条項⁴⁷⁾の3種類のみであり⁴⁸⁾、輸入や多額の追加債務負担、減税等の行為を制限する条項や、負債 GDP 比率やインフレ率、輸出入比率等を用いた財務制限条項は存在していないのである⁴⁹⁾。

この理由としては、現在の政府・国民は増税の負担を将来の政府・国民に先送りすることが出来るため、財務制限条項等の導入による将来の借入利率の低下の利益を軽視しがちであるということが考えられるほか⁵⁰⁾、Ⅲ 1 (2) ③ およびⅢ 2 で見たように、国債の履行に関するエンフォースメントは司法手続ではなく評判の機能や国際的な政治的圧力に依存しているところ、デフォルトによる評判の下落の有無やアメリカ合衆国等の有力国からの政治的圧力の有無にとっては、コベナンツの規定がどうなっているかということよりも、国際的または債務国内の政治情勢などの契約外の事情の方が重要であることの影響が大きいと指摘されている⁵¹⁾。

(3) モニタリングの委任

以上のように、国家のデット・ファイナンス

においてはコベナンツの役割も限定的である。ここからすると、国債保有者は負債のエージェンシー・コストによる利害対立と類似の状況に十分対処できていないようにも思われるが、国債保有者自身ではなく国債保有者から委任を受けた別の主体により債務者のモニタリングが行われる可能性も指摘されている。具体的には、1970-80年代まではシンジケート団のリード銀行が主に債務国のモニタリングを行っていたが、1980年代までに生じた複数の発展途上国のデフォルトによって損失を被ったこれらの銀行が活動の規模を縮小したため、現在では国際通貨基金 (IMF) 等の国際機関がその役割を担っているとされる⁵²⁾。

すなわち、IMF は国際金融市場の安定の確保と加盟国の経済発展を目的とした非営利の政治的な機関であり、この目的の実現のために、平時は視察やカントリー・レポートの作成による加盟国の経済状況・債務負担状況のモニタリングと債務返済計画やマクロ経済政策等に関する助言⁵³⁾、デフォルトの発生時には救済のための緊急融資の条件として財政再建策の取りまとめへの関与とその遵守の要求などの活動を行っている⁵⁴⁾。そして、営利企業である銀行と比較すると、IMF はデフォルトの連鎖による国際

45) ネガティブ・プレッジ条項とは、債務者が将来の債権者に対して担保を提供することを、既存の債権者に対して同順位の担保が提供されない限り禁止するものである。

46) クロス・デフォルト条項とは、債務者がある債務についてデフォルトを起こしたことをもって、別の（それ自体についてはデフォルトが起きていない）債務についてのデフォルト事由と定めるものである。

47) パリ・パス条項とは、ある債権者を将来の債権者を含む他の債権者と返済順位等において平等に扱うことを債務者に義務付けるものである。

48) Gulati & Triantis (2007) at 997. これらの条項の意義については、Gulati & Triantis (2007). at 1003 および Choi, Gulati & Posner (2011) at 12-14 を参照。

49) Gulati & Triantis (2007) at 985.

なお、「国の歳出は、公債又は借入金以外の歳入を以て、その財源としなければならない」ものとした上で、公共事業費に限って、国会の議決を経た金額の範囲内で公債の発行を認め、赤字国債の発行を禁止する財政法 4 条 1 項は、政府の行動を制限する一種のコベナンツであると見ることも出来るようにも思われるが、公債特例法によって赤字国債が発行されていることから明らかであるように、この制限は債務者である国が法律の改正によって一方的に改廃することができるものであるため、債権者との合意によるコベナンツよりも拘束力が弱いものである。

50) Gulati & Triantis (2007) at 985.

51) Gulati & Triantis (2007) at 988-990.

52) Gulati & Triantis (2007) at 991.

53) Gulati & Triantis (2007) at 992-993.

54) Gulati & Triantis (2007) at 994-995

金融市場の危機を防止するインセンティブを有しており、銀行と違って危機に陥った国家からも手を引かないと考えられる⁵⁵⁾。また、国債のコベナンツにしばしば含まれていることのある、国債発行国のIMFからの脱退・除名や緊急融資を受ける資格の喪失をデフォルト事由と定める条項も、IMFが手を引いた場合の影響をさらに大きくすることによって、IMFのモニタリングと再建への関与のコミットメントを確保しようとするものであり、国債保有者のIMFへの依存を示すものであると評価されている⁵⁶⁾。

問題は、このようなIMFによるモニタリングの実効性である。まず、国債発行国の財政状態が悪化して再建交渉が始まった場合については、IMFによる緊急融資や再建策取りまとめへの関与により、その後の過剰な投資等は抑制されることが期待される。ただし、この点については、再建交渉に際してのIMFの姿勢は軟化してきていると指摘されており、モニタリングの受任者として行動する政治的意思と能力とに疑念も向けられている⁵⁷⁾ ことにも留意すべきであろう。

また、平時におけるIMFのモニタリングについては、IMFが財政健全化の提言をしたとしても、それを受け入れるか否かは国債発行国の自由であり、IMFがそれ以上の行動を採ることはできない。ここでは、IMFのカントリー・レポートに記載された情報が市場によって評価され、既存の国債の価格や再調達の際の利率や条件に影響を与える可能性があることによって、国債発行国が評判を維持するために行動を改善するという間接的な効果に期待することになろう。

IV-2. 負債の規律効果

それでは、負債の存在がフリー・キャッシュフローのエージェンシー・コストを減少させるという負債の規律効果に関する議論は応用できるだろうか。

まず、Ⅲ1(2)④で見たように、経営者による余剰資金の無駄遣いの防止が株主にとって重要であるのと同様に、政府の支出・活動の効率性の確保は国民にとっても重要な関心事であり、ここに国家によるデット・ファイナンスにおける負債の規律効果を問題とする意義があると考えられる。

それでは、国家によるデット・ファイナンスにも負債の規律効果はあるだろうか。株式会社の場合と同様に考えると、政府の歳入である租税収入と国債の発行による収入の中から国債の利息および元本の支払いを行うのであれば、国債が発行されているほど政府の手元に残る額は減少することになるが、重要なのは、政府が国債の利払いおよび元本の償還を確実に行うインセンティブを有しているかということである。

まず、国家が国債についてデフォルトしたとしても、Ⅲ2で見たように、国家について破産手続が開始されることはなく、株式会社の場合のように支配権がエクイティホルダーである国民から債権者に移転することもない。しかし、デフォルトにより国民の生活に一定の不利益が及ぶことを考えると、そのような事態をたとえば放漫な支出により引き起こした政権は国民によって交代させられる可能性が少なからず存在すると言えよう。このため、政権交代を恐れる政府には、国債のデフォルトを回避するインセ

55) Gulati & Triantis (2007) at 995-996.

56) Gulati & Triantis (2007) at 998-999, 1002. IMFが財政状態の悪化した加盟国を除名したり、加盟国がデフォルトを起こす前にIMFから脱退したりすることは考えにくいから、本文の条項は、IMFの加盟国資格等の喪失が債権者に対する早期のアラームとして機能することを考えているわけではないと考えられる (ibid. at 1000-1001)。これに対して、Choi, Gulati & Posner (2011) at 15は、IMFによる除名が考え難いことから、本文の条項の意義はおそらく小さいものであるとしている。

57) See, Gulati & Triantis (2007) at 996-997, 1002-1003. なお、本文の指摘は2007年に公表された論文において紹介されているものであり、2010年以降の欧州債務危機に対するIMFの対応への評価は含まれていない。

ンティブがあり、負債の規律効果は一定程度期待できると思われる。

しかし、わが国は GDP の 2 倍を超える多額の累積債務を抱えていることが指摘されているが、そのおかげで政府支出の無駄が抑制されているとは考えられてこなかったように思われる⁵⁸⁾。また、国債の発行が無駄な支出を抑制することへの政府のコミットメントであるとも、理解されてはいないであろう。これは、国家によるデット・ファイナンスの場合には負債の規律効果が働かない可能性があることを示唆しているように思われる。

この理由としては、無駄な支出により国債の利息・元本の償還に充てる財源が不足した場合には、政府は追加の国債発行により資金を調達

できるために、負債の規律効果が働かないということが考えられる。株式会社の場合であれば、何らの収益機会の裏付けなく累積債務額を増大させるような負債の追加発行には金利の上昇等により自ずと限度があることになるが、国民に対して課税権を有する国家の場合には、将来増税をする余地があると評価されれば、負債の追加発行を繰り返すことも可能となるものと思われる。換言すれば、国家によるデット・ファイナンスについて株式会社における負債の規律効果に関する議論が応用できるのは、将来の増税の余地が乏しく、それを担保にした負債の発行が困難であるという、国家の財政状況がかなり悪化した場合であるということになる。

V. むすびに代えて

以上で、本稿の検討を終えることとする。一つ明らかになったのは、当然のことながら株式会社・株主と国家・国民との間には違いが存在するため、株式会社によるデット・ファイナンスに関する議論が国家によるデット・ファイナンスにそのまま当てはまるわけではないということである。それでも、少なくとも筆者自身にとっては、(多少の強引さを伴いつつ) 同じ枠組みでの比較と分析を試みることにより、国家によるデット・ファイナンスの特殊性を認識する契機にはなり得たように思われる。今後の課題としては、本稿では十分に取り上げることの

できなかった、デフォルト状態にある国家の再建交渉の在り方⁵⁹⁾と株式会社の倒産法制との比較や、国債の大半が国内金融機関によって保有されているというわが国固有の状況が本稿の議論に与える影響の分析⁶⁰⁾を進めることが考えられる。

本稿で引用した文献が示すように、国家によるデット・ファイナンスに関する私法の観点を交えた分析はアメリカにおいても 2000 年代以降に展開してきているものであり、本稿がわが国におけるそのような検討の一つの基礎となれば幸いである。

58) 本文の記述は、現在、財政状態の健全化のために支出抑制の試みが様々な形でなされていることを否定する趣旨ではない。

59) この議論については、Bratton & Gulati (2004), Hays (2010)などを参照。

60) 仮に各国民が国債を保有しているのであれば、株主と債権者が同一である場合に関係者のインセンティブに及ぶ影響等に関する議論などが関係すると考えられるが、国内の金融機関(これらの金融機関の株主が国民と同一であるとは限らない)が国債を保有している場合にも同様の議論が妥当しうるかといったことが問題となりうる。

参 考 文 献

- Bratton & Gulati (2004) William W. Bratton & G. Mitu Gulati, Sovereign Debt Reform and the Best Interest of Creditors, 57 Vand. L. Rev. 1 (2004)
- Choi, Gulati & Posner (2011) Stephen J. Choi, Mitu Gulati & Eric A. Posner, Political Risk and Sovereign Debt Contracts, Chicago Working Papers in Law & Economics (Second Series) No.583, available at <http://ssrn.com/abstract=1962788> (2011)
- Diamond (1984) Douglas W. Diamond, Financial Intermediation and Delegated Monitoring, 51 Rev. Econ. Stud. 393 (1984)
- Gillette (2012) Clayton Gillette, Bondholders and Financially Troubled Municipalities, 39 Fordham Urb. L. J. 639 (2012)
- Gulati & Triantis (2007) Mitu Gulati & George Triantis, Contracts without Law: Sovereign Versus Corporate Debt, 75 U. Cin. L. Rev. 977 (2007)
- Hays (2010) James M. Hays II, The Sovereign Debt Dilemma, 75 Brook. L. Rev. 905 (2010)
- Howse (2007) Robert Howse, The Concept of Odious Debt in Public International Law, United Nations Conference on Trade and Development Discussion Paper No.185, available at http://unctad.org/en/Docs/osgdp20074_en.pdf (2007)
- Jensen (1986) Michael C. Jensen, Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, 76 Am. Econ. Rev. 323 (1986)
- Levmore (1982) Saul Levmore, Monitors and Freeriders in Commercial and Corporate Settings, 92 Yale L. J. 49 (1982)
- Schragger (2012), Richard C. Schragger, Citizens versus Bondholders, 39 Fordham Urb. L. J. 787 (2012)
- Triantis & Daniels (1995) George G. Triantis & Ronald J. Daniels, The Role of Debt in Interactive Corporate Governance, 83 Cal. L. Rev. 1073 (1995)
- Weidemaier (2010) W. Mark C. Weidemaier, Contracting for State Intervention: The Origins of Sovereign Debt Arbitration, 73 Law & Contemp. Prob. 335 (2010)
- 伊藤 (2009) 伊藤真『破産法・民事再生法（第 2 版）』（有斐閣, 2009 年）
- 沖野 (1998) 沖野真己『約定担保物権の意義と機能』学習院法学 34 卷 1 号 75 頁 (1998 年)
- 小佐野 (2001) 小佐野広『コーポレート・ガバナンスの経済学－金融契約理論からみた企業論』（日本経済新聞社, 2001 年）
- 川尻 = 西脇 (2009) 川尻恵理子 = 西脇英司「対外国民事裁判権法（主権免除法）の制定」時の法令 1841 号 6 頁 (2009 年)
- 後藤 (2007) 後藤元『株主有限責任制度と過少資本による株主の責任－自己資本の水準から株主のインセンティブへ』（商事法務, 2007 年）
- 財務省 (2012) 財務省「平成 24 年度予算フレーム」available at http://www.mof.go.jp/budget/budger_workflow/budget/fy2012/seifuan24/yosan002.pdf (2012 年)
- 清水 (2011) 清水克俊『国際危機と金融市場』（日本経済新聞出版社, 2011 年）
- 中野 (2010) 中野貞一郎『民事執行法（増補新訂 6 版）』（青林書院, 2010 年）
- 花崎 (2008) 花崎正晴『企業金融とコーポレート・ガバナンス－情報と制度からのアプローチ』（東京大学出版会, 2008 年）
- 藤田 (1998) 藤田友敬「企業形態と法」岩村正彦ほか編『岩波講座現代の法 7 企業と法』35 頁 (岩波書店, 1998 年)
- 藤田 (2002a) 藤田友敬「会社法と関係する経済学の領域 (2)」法学教室 260 号 63 頁 (2002 年)
- 藤田 (2002b) 藤田友敬「株主の有限責任と債

- 権者保護（1）」法学教室 262 号 81 頁（2002 年）
- 森（2009） 森まどか「社債の『イベント・リスク』に関する法的研究」森まどか『社債権者保護の法理』5-106 頁（中央経済社, 2009 年）（初出は 1998-1999 年）
- 森田（2009） 森田果『金融取引における情報と法』（商事法務, 2009 年）