

社債権者の保護範囲に関する一考察

高 橋 真 弓

一 社債権者保護理論の展開

ここ数年來わが国の公募普通社債市場の成長には目覚ましいものがある。平成九年度の国内公募普通社債の発行

総額は約八兆七千億円⁽¹⁾で、過去最高だった平成七年度の水準を大きく上回った。企業の資金調達手段として社債の利用が増加傾向にある背景には、近時の経済状況を反映した側面もあるが、制度的な要因としては長年の懸案であった社債法の全面見直し⁽²⁾が平成五年度商法等一部改正により一応の成果を達成したことに加え、一連の規制緩和の流れを受けて適債基準・財務制限条項等の社債を取り巻く各種慣行の緩和・撤廃が実現されたことが挙げられよう。今後は発行額の増加もさることながら、社債

の内容自体についても多様化が進み、従来各種慣行により保護されあるいは隠蔽されて皆無に近かった社債をとりにくく様々な問題が顕在化する可能性が生じてきているものと思われる。

社債投資家の保護について現行の社債法規制は、主として権利行使の側面における社債権者の集団性による不利益を解消することを目的とした規制システムを定めている。社債権者は多数かつ散在している者であるため、発行会社の財務状況が悪化し当該社債の償還が困難になった場合に支払確保・債権保全をなすべく適切な措置を採ることができない。そこで、社債法は会社債権者の中でも社債権者に対しては特別の法規制を置き、この弊害に対処しようとしている。

このようなわが国の社債法規制のあり方は、一九三九年信託証書法⁽³⁾を中心とした米国の社債権者保護システムとの共通点が多い。いずれもその基本的な考え方は、社債権者と発行会社間の社債契約を前提にした上で、信託証書受託者ないしは社債管理会社・ディスクロージャー等の周辺制度を整備しようとするものであった。そこでは、社債権者と発行会社間の関係は一部の法的規制を除き契約の文言によってのみ決定されるものであり、契約自由の原則が当てはまる以上、法的規制の介入の余地がないということが前提とされていた。すなわち、発行会社と社債権者の関係はひとたび契約が締結されれば固定されることから、この固定された契約関係が履行されることの確保のみが問題になるという前提のもとに、信託証書受託者ないしは社債管理会社及び社債権者集会制度を社債権者保護システムの中心に置いていたのである。

こうした契約による調整の枠組の中で社債権者保護のあり方を考察する従来の流れに対し、米国では一九八〇年代に企業買収等リストラクチャリングの動きが高まったことを受け、「社債権者に予期していなかった損失が生じている」との問題点がクローズ・アップされるに至

った。いわゆるイベント・リスク (event risk) の問題である。従来の社債権者保護の議論が元利支払のデフォルトのみを社債権者の唯一の損失と捉えていたのに対し、ここではデフォルト・リスクの増大が損失として認識された。問題とされた損失の発生は社債権者から株主に對する富の移転に原因があると説明されている。すなわち、株主が会社を支配する関係にあることから、経営者が社債権者の利益を犠牲にして株主の利益を図り、これにより社債価値の下落が生じるとの指摘である。そしてこのように株主と社債権者の利益が衝突する場合はリストラクチャリングに限られるものではない。より一般的には会社の債務負担、投資政策、配当政策等の側面での衝突が指摘されているところであり、特殊な状況においてのみ発生する問題ではなく、その規模の大小に差異はあるが、日常的な会社経営の中でも生じうる問題である。

従来日本ではかかる問題が議論されたことは少なかったが、発行基準の自由化により企業の資金調達における社債の比重が大きくなり、その内容が多様多様なものへと変容するにつれて、社債契約のあり方そのものに焦点を当てた議論は重要性を持つものと考えられる。

またかかる視点は会社統治構造のあり方を考える上で、一定の意義を有するものである。そこで本稿では、米国におけるイベント・リスクに関する社債権者保護理論の展開を参照して各説の問題点を指摘し、これらの議論が意図する社債権者保護の範囲について考察してみたいと思う。

(1) 一九九八年三月一日付日本経済新聞。

(2) 平成八年六月には財務上の特約なしの国内公募普通社債が発行されている。一九九六年度増資白書・商事法務一四六一号一一一一二頁。

(3) The Trust Indenture Act of 1939, 15 U. S. C. A. §§ 77 aaa-bbbb.

(4) 落合誠一「契約による社債権者と株主の利害調整」『竹内昭夫先生還暦記念 現代企業法の展開』一九九頁以下。

二 米国におけるイベント・リスクに

関する社債権者保護の議論

1 信認義務説

イベント・リスクの問題に対し、社債権者と発行会社の関係について従来の契約による調整の枠組に疑問を提示した研究として後続の議論に多くの影響をもたらした

のはMcDaniel⁽⁵⁾の信認義務説であった。

McDanielはまずLBOやスピン・オフ等のリストラクチャリングは、発行会社の信用を減少させることにより、社債の元利回収におけるリスクを変動させ、従前からのリスクとリタインの均衡を害するものであるとして、これらの事象による社債権者の損失を認定する。すなわち、発行会社のリストラクチャリングは社債の価値を著しく下落させ、格付の降格を引き起こすにも関わらず、社債権者にはデフォルト・リスクの増加分に見合った利息が補償されていないとの指摘である。McDanielは、かかる損失が生じたのは契約による調整という従来の枠組には限界があることの現れであると主張する。一般に社債権者は社債契約中に特約条項を置くことによって発行会社の一定の行為を抑制し自己を保全することができるとされているが、そもそも、将来における全ての事象をカバーする完全な契約条項を作成することは技術的にもまた将来の予測可能性の点からも不可能である。また、契約条項は、完全ではなくともなお多くの状況をカバーし社債権者に相当の保護を付与しているものであるとされるが、米国では一九七〇年代以降債務負担制限条項・

配当制限条項・資産処分制限条項等の代表的な特約条項がコスト削減の視点から利用されなくなり、多くの社債権者は契約条項による十分な保護を有しているとはいえない。更に McDaniel は債券市場の効率性も疑問であり社債権者から株主への富の移転のリスクが正確に社債の利率に反映されているとの保証はないとも指摘している。⁽⁷⁾

McDaniel は以上の検討から、契約による事前の調整ではなく、信認義務による事後的な解決がコストを最も抑えることができる方法であるという主張を導き出している。その主張するところによれば、信認義務は、複雑で大部にわたる契約の代替的機能を果たし、社債に伴うエージェンシー・コスト (agency cost) をゼロにするほぼ完璧な社債契約をもたらすのと同様の効果を有する。これによって、社債権者にはや複雑な保護条項を必要としなくなるため、モニタリング・コストを最小化することができ、一方で発行会社は会社機会の損失を防ぐことが可能となり、また株主への富の移転に対応する事前の補償としての付加的な利息を付与する必要もなくなるので、社債の発行コストは減少することになる。⁽⁸⁾ また、そもそも社債権者と株主はその経済的機能において類似

しているものであるため⁽⁹⁾、発行会社の取締役は株主に對して信認義務を負うのであれば、社債権者に対しても同様の義務を負って然るべきとし、信認義務そのものについて、①会社の価値を最大化する義務と②全ての会社証券保有者間の富の移転について中立的な判断を行う義務の二要素からなるものと構成し直している⁽¹⁰⁾。そして、こうした複数の証券保有者に対する信認義務を調整する基準としては、少なくとも一人が利益を得ることになるが誰も損失を被ることはないような選択をなすべきとするパレート優越 (Pareto superior) の基準が当てはまると論じる⁽¹¹⁾。

Mitchell⁽¹²⁾ も社債権者は株主同様、契約による調整の枠組ではなく会社法の規制範疇に含められ信認義務による保護を付与されるべきであると主張しているが、社債権者に補償すべき損害については McDaniel より詳細な分析を行っている。Mitchell はまず、契約による保護に限界があることの根拠として契約交渉のプロセスにおける問題点を指摘する。社債契約は通常発行会社・引受会社・信託証券受託者の間で交渉されるが、公募社債の場合これに社債投資家が参加することはほとんどない。

理論的には信託証書受託者や引受会社が社債投資家の利益を代表するとも考えられるが、信託証書受託者の義務は信託証書が発効する以前の段階では生じないし、引受会社についても、何らの法的義務を負わず、また自身を選択して与えられる経営者に利益になるよう行動するインセンティブが高いことからすると、社債契約の交渉段階については投資家の利益の代表者が存在しないことになる。勿論、社債投資家は購入前に目論見書等に記載される社債契約の内容を読んで納得の上でこれを購入するのであるからそれ以上の保護は必要でないという議論はあるが、Mitchellはこれについても、かかる議論は一般投資家に関して言えばかなり非現実的な期待であると批判している。投資家の現実的な保護のためには契約の交渉者、特に社債権者との長期的関係を定める発行会社の経営者に社債権者の権利保護を考慮した契約を締結する義務を課すことが考えられるが、一方でかかる義務を課すことは同会社の株主の利益を害し、社債権者に過剰な保護を与える結果になる傾向が強いとしてMcDaniel同様事後的な救済が望ましいと提唱している⁽¹⁴⁾。

しかし、Mitchellは株主と社債権者のリスク選好の

相違を考慮すべきであると主張してMcDanielのバレート効率の基準は結果的に社債権者に過剰な保護を付与していると批判する。確かに社債の公正な価値が害されないよう救済を付与することは望ましいが、その一方で株主もその投資の性質たる制限のない利潤増大の可能性を奪われるべきではない。社債権者が保護されるべき範囲は、株主への富の移転となる、補償されておらずかつ認識されていなかった損失のみである⁽¹⁵⁾。

こうしてMitchellはMcDanielの信託義務説の基準は社債権者に適切な補償をもたらすものではなく、社債契約の文言を超えて社債権者を保護しつつも、社債権者の利益と株主の正当な利益のバランスを図ることが重要であると結論づける。そして、その具体的基準として、閉鎖会社における多数派株主の少数派株主に対する信託義務についての判例を参考とし、①会社の行動が社債権者の合理的な期待に反するものであることを社債権者が立証し、②更に発行会社の取締役が問題とされる会社の行為時に正当な事業目的を有していたことを立証し得ない場合、あるいは③正当な事業目的を有していたことが立証できた場合でも、社債権者に対する損害がより少な

い他の合理的方法があったことを社債権者自身が立証できた場合には救済が認められるべきという三段階のテストを定め、これらが示された場合には裁判所は取締役会により損害の少ない態様で行動するように命じ、これが不可能である場合あるいは取締役が命令の履行を拒絶する場合には、強制的なデフォルト (forced default) をもって救済すべきであるとした⁽¹⁷⁾。

これらの信認義務説には批判も多い⁽¹⁸⁾。社債権者保護のコンテキストで特に問題とされるのは従前の契約による調整との関係が不明確であるという点であろう。例えば、Michel は上述のように社債投資家の契約交渉への不参加及び社債契約の開示に関する実際的な問題点を契約による調整の失敗要因として挙げているが、契約条項において明示的に発行会社はその権限が留保された株主への富の移転につながる行為についても社債権者の合理的な期待に反するとされることがあるのかは明確にしていない。発行会社側の契約自由との関係で問題にならう。更にかかる改革が必要でありなおかつ実現可能なものであるかどうかについては、信認義務による保護の対象が拡散されることによりその価値が希薄化するという

問題・発行会社の機会費用の問題・他のステークホルダ⁽¹⁹⁾との比較等、より広範な会社統治のあり方の議論の中で論じる必要もあるものと思われる。

2 契約による調整の再考

以上のような信認義務説に対し、従来の会社法の枠組を維持しようとする立場から、株主と社債権者の利益衝突の問題を従来同様契約による調整の枠組の中で再考しようとする立場がある。

(1) 効率的市場の価格形成機能

信認義務説は社債の特約条項及び株主への富の移転の可能性が社債の利率及び市場価格に反映されていないことを前提としているが、そもそもこの市場の評価システムは本当に機能していないのかどうかということに疑問が生じる。確かに複雑な特約条項の内容は一般投資家にはしばしば正確に理解しがたいものであり、こうした理解に基づいた価格形成が正確なものであるかは争いの余地がある。しかし、この点につき、債券市場は社債の複雑な特約条項についてもいくつかの要因により相当程度効率的に機能するものであるとする見解がある⁽²⁰⁾。

具体的には、まず機関投資家の存在がある。近年米国

の公募社債はその多くが投資分析について専門的な知識を有する機関投資家に保有されている。こうした機関投資家の市場参入率が高まれば高まるほど、条項の内容が投資家の検討を免れる懸念は緩和され、社債の契約条項は正確に価格に反映されるようになる。⁽²²⁾

次に、社債の契約条項の標準化が挙げられる。信託証券の内容は、アメリカ法曹財団(ABF)の「模範社債信託証券条項(Model Debenture Indenture Provisions)」の作成等の努力の成果として標準化が進んでいくとされる。特約条項としても、債務負担制限条項、配当制限条項、合併・資産売却の制限条項、担保提供制限条項等の一定の条項しか包含されていないのが一般的である。よって、社債条項を分析する者は、限られたカテゴリーに精通していれば足り、これらの条項を含むか含まないかという単純な判断を行えばよい。こうした標準的条項は、反復的に利用されればされるほど曖昧さも減少し、その評価は容易なものとなる。⁽²³⁾

引受会社等の情報媒介者の存在も指摘される。引受会社は社債の市場流通を補助する者であるが、ある引受会社が社の引き受ける社債は常にデフォルトするとされれば、

当該引受会社の引き受けた社債を購入する投資家はいなくなるため、引受会社はその引受社債の質について証明機能を担うようになる。また、債券格付機関についても、社債の条項が格付に反映される限りで市場の効率性に寄与するものであるとされている。⁽²⁴⁾

しかし、以上のような議論にもかかわらず、債券市場のメカニズムは完全に効率的ではないとの議論はなお根深い。⁽²⁵⁾ 株主への富の移転のリスクの完全な認識については、機関投資家にも程度の差こそあれ限界はあるだろう。⁽²⁶⁾ そもそも全く認識がないリスクについては、契約の標準化をもってしても対応できないし、既存の標準的条項による信託証券もなお非常に大部で複雑な文書であり、銘柄ごとに微妙に異なる場合もあるため、市場において完全に価格に反映されているものかは疑問が残る。更に、引受会社や格付機関等情報媒介者として機能するべき者についても、その立場上むしろ発行会社に有利なるように活動するインセンティブを持つこと等に鑑みれば債券市場の効率性にどこまで資するものであるかには疑問が示されている。⁽²⁷⁾

(2) 契約解釈による解決—新古典的契約法アプローチ

の提唱

従来の多くの判例が採用してきた契約による調整の枠組は、信託証券契約の解釈について古典的契約法アプローチ、すなわち争いの対象となっている契約条項について契約当事者が選択した文言から客観的にその明白な意味 (plain meaning) を決定する文理解釈及び論理解釈を採用しているとされる⁽²⁸⁾。この古典的契約法アプローチは、契約条項の標準化に対応するものであるとも思われる。ただし、標準的契約条項の解釈は、同様の条項を採用している他の社債についても影響を及ぼすものであるため、その解釈は一定の統一性を必要とするからである。しかし、この古典的契約法アプローチの下では、信託証券が規整していないリスクあるいは当事者が認識していなかったリスクについての問題は解決されない。そこで、Barton は、今日の標準的な契約が明確に配分していないリスクについての社債権者の期待を保護すべく、その配分を契約解釈の方法によって定める必要があるとし、古典的契約法アプローチより一歩進めた司法の介入を考慮する必要があると主張している。

Bratton は契約の文言及び構造がその当事者の意図の

唯一の決定因子であるというルールを否定し、契約条項の文言上の意味と当事者の理解に齟齬があることを認め、取引をめぐる全ての関連状況を解釈の要素とするアプローチ (新古典的契約法アプローチ) を提唱する。このアプローチによれば、裁判所は、契約のいずれの当事者も契約の他方当事者に期待されている利益を損ねるような行動をしてはならないとする誠実義務 (duty of good faith) を通じて介入的な役割を果たすことができ、当事者が一定の状況におけるリスクの分配を定めていない場合には、これを分配するための合理的な条項を補填することになる。新古典的契約法アプローチはこの意味で信認義務説と共通性を有するものであるが、当事者はおそらくの配分について自由に定めることができるという点で信認義務説のように社債権者に過剰な保護をもたらすものではないと主張される⁽³⁰⁾。

しかしこのアプローチには適用上の問題があると思われる。すなわち、新古典的契約法アプローチは、契約当事者の期待を確定し尊重すること及び契約の間隙を埋めるために合理的な文言を付与することを目的とするものであるが、具体的な事例で当事者の期待を確定し合理的

な間隙補填条項がどのようなものであるかを決定することは容易なことではない。特に社債の場合には投資家が社債契約条項の意義及びリスクについて様々なレベルの知識及び認識を有する投資家であるという事実によって、問題はより複雑なものとなる。⁽³¹⁾

更に裁判所が明示的に合意されている以上の実体的な義務を課す条項を補填することは、当事者の私的自治の不当な侵害になりかねないとの問題も残る。この点、従来誠実義務の主たる機能は契約関係の一方当事者により保有される裁量権の行使を制約することであり、当事者が何らの条項も合意していないところでの黙示の条項に代わるものではないとの指摘がなされているところである。⁽³²⁾

(3) 新しいタイプの条項による解決

信託義務説が社債権者と発行会社の関係の直接規制を模索し、新古典的契約法アプローチが契約解釈のあり方を再検討する一方で、実務においては一九八〇年代半ば以降いわゆる「イベント・リスク条項(event risk covenants)」を進展させることにより社債権者の保護が図られた。

イベント・リスク条項はトリガー事象(triggering event)の定義と救済の二つの部分から構成され、救済部分が適用される際の前提条件となるトリガー事象には、買収等に関連する事象(例えば大量の株式の取得や過半数の取締役の解任など)あるいは格付の降格、あるいはその両方が定められる場合があり、一方の救済方法には大きく分けて予め定められた価格での買取請求権を認めるポイズン・プット(poison put)条項とデフォルト・リスクの増加にあわせて利率を調整するクレジット・センシティブ(credit sensitive)条項の二種類があった。

イベント・リスク条項は、発行会社の信用リスクを著しく変動させる事象が発生した場合における救済方法を事前に定めるものとして社債権者保護に資するものであり、またこれを信託証書に規定することによって社債の利率を引き下げる効果が期待されるため、その限りでは会社ひいては株主にとっても有益なものと考えられた。しかし、一方で同条項には発行会社の経営者がこれを自己の地位の保全のために用いることによって、株主のエンジェンシー・コストを増加させる結果になる危険性が

指摘されている⁽³³⁾。実際に採用されたイベント・リスク条項の中には、現経営陣にとって敵対的な支配変更に対してのみ適用されるタイプのものもあり、かかる条項は社債権者保護条項ではなく、経営者保護条項としての性質が強いものと考えられる。更に、一九九〇年代初頭の敵対的買収や合併そのものの減少に伴い、イベント・リスク条項の利用自体が激減し、現在ではほとんど存在しないものとなっている⁽³⁴⁾。イベント・リスク条項の消滅の理由には、社債権者の損失への関心が薄れたこと、これに対応してコスト面でのデメリットが着目されはじめたことも挙げられるが、同条項を自己の防衛策として用いていた経営者が利用価値を見出さなくなったことも大きな要因であり、任意の契約条項による解決であることの限界は否めないであろう。

(4) 社債契約の事後的修正

社債権者の集団性に由来する契約修正能力の限界の問題に対処すべく、社債権者を代表する機関に契約の事後的修正権を付与することにより解決を図ろうとする見解がある⁽³⁵⁾。この立場は、信託義務説同様、株主との利益衝突を全て事前に調整することは非常に困難であることを

認め、その上で社債権者についても一般債権者と同様に期中において適宜契約を書き換えることができれば問題は解決されるとの視点から、社債権者の代表者に対し、社債権者の最善の利益になると判断する場合に契約を修正する権限を付与することによって、公募債に私募債や一般債権におけると同様の事後的対応を可能にしようとする提案である。

現行のシステムの中でこの機能を果たせるのは、社債権者を代表し期中管理を行う信託証書受託者、わが国でいうところの社債管理会社ということになる。しかし、実際には信託証書受託者にかかる機能を負わせることは難しいと思われる。信託証書受託者については、特約条項の遵守状況の積極的な監督機能を法定することさえコスト面の考慮から実現されていない⁽³⁶⁾のであるから、それ以上の機能を課すことは言うまでもなく困難である。また、かかる機能を負わせるのであれば、信託証書受託者の機能は管理だけでなく契約交渉の側面にまで及ぶものとなるため、社債権者保護システムにおける位置づけは著しく変化することになり、当然これに伴って社債権者との利益相反の問題は従来よりも厳格に規制する方向で

再考する必要があるであろうし、信託証書受託者の義務の範囲も広がることになろう。信託証書受託者以外の機関を置くにしてもどのような者がこの機関に任命すべきかという問題が残り、候補とされる者次第では信託証書受託者に関すると同様の諸問題が生じる可能性もある。

- (5) Morey W. McDaniel, *Bondholders and Corporate Governance*, 41 Bus. Law. 413 (1986); McDaniel, *Bondholders and Stockholders*, 13 J. Corp. Law. 205 (1988).
- (6) McDaniel, *supra* note 5, 13 J. Corp. Law 205, 206-209.
- (7) *Id.* at 234-245.
- (8) *Id.* at 245-247.
- (9) *Id.* at 218-221.
- (10) *Id.* at 307-309.
- (11) *Id.* at 223-224, 252-258.
- (12) Lawrence E. Mitchell, *The Fairness Rights of Corporate Bondholders*, 65 N. Y. U. L. Rev. 1165 (1990).
- (13) Securities Act of 1933, Regulation S-K Item 202 (b), 17 C. F. R. Sec. 229. 202 (b).
- (14) Mitchell, *supra* note 12, at 1178-1186.
- (15) *Id.* at 1217-1219.
- (16) Wilkes v. Springside Nursing Home, 370 Mass. 842, 353 N. E. 2d 657 (1976).

- (17) Mitchell, *supra* note 12, at 1222-1224.
- (18) Hideki Kanda, *Debtors and Equityholders*, 21 J. Legal Stud. 431, 444-447 (1992); Dale B. Tauske, *Should Bonds Have More Fun? A Reexamination of the Debate over Corporate Bondholder Rights*, 1989 Colum. Bus. L. Rev. 1, 46-67 (1989).
- (19) Jonathan R. Macey and Geoffrey P. Miller, *Corporate Stakeholders: A Contractual Perspective*, 43 U. Toronto L. J. 401, 401 (1983).
- (20) 穂谷・福澤(註四) 11311頁。
- (21) Marcel Kahan, *The Qualified Case against Mandatory Terms in Bonds*, 89 N. W. U. L. Rev. 565, 580-595 (1995).
- (22) *Id.* at 583-586.
- (23) *Id.* at 586-587.
- (24) *Id.* at 590-593.
- (25) See, e. g., John C. Coffee, Jr., *The Bondholder Puzzle*, N. Y. L. J. Mar. 22 1990, 5, 5; Stewart M. Robertson, *Comment: Debenture Holders and the Indenture Trustee: Controlling Managerial Discretion in the Solvent Enterprise*, 11 Harv. J. L. & Pub. Pol'y. 461, 470 (1988). ④ ⑤ ⑥ ⑦ ⑧ ⑨ ⑩ ⑪ ⑫ ⑬ ⑭ ⑮ ⑯ ⑰ ⑱ ⑲ ⑳ ㉑ ㉒ ㉓ ㉔ ㉕ ㉖ ㉗ ㉘ ㉙ ㉚ ㉛ ㉜ ㉝ ㉞ ㉟ ㊱ ㊲ ㊳ ㊴ ㊵ ㊶ ㊷ ㊸ ㊹ ㊺ ㊻ ㊼ ㊽ ㊾ ㊿ ㏀ ㏁ ㏂ ㏃ ㏄ ㏅ ㏆ ㏇ ㏈ ㏉ ㏊ ㏋ ㏌ ㏍ ㏎ ㏏ ㏐ ㏑ ㏒ ㏓ ㏔ ㏕ ㏖ ㏗ ㏘ ㏙ ㏚ ㏛ ㏜ ㏝ ㏞ ㏟ ㏠ ㏡ ㏢ ㏣ ㏤ ㏥ ㏦ ㏧ ㏨ ㏩ ㏪ ㏫ ㏬ ㏭ ㏮ ㏯ ㏰ ㏱ ㏲ ㏳ ㏴ ㏵ ㏶ ㏷ ㏸ ㏹ ㏺ ㏻ ㏼ ㏽ ㏾ ㏿ 㐀 㐁 㐂 㐃 㐄 㐅 㐆 㐇 㐈 㐉 㐊 㐋 㐌 㐍 㐎 㐏 㐐 㐑 㐒 㐓 㐔 㐕 㐖 㐗 㐘 㐙 㐚 㐛 㐜 㐝 㐞 㐟 㐠 㐡 㐢 㐣 㐤 㐥 㐦 㐧 㐨 㐩 㐪 㐫 㐬 㐭 㐮 㐯 㐰 㐱 㐲 㐳 㐴 㐵 㐶 㐷 㐸 㐹 㐺 㐻 㐼 㐽 㐾 㐿 㑀 㑁 㑂 㑃 㑄 㑅 㑆 㑇 㑈 㑉 㑊 㑋 㑌 㑍 㑎 㑏 㑐 㑑 㑒 㑓 㑔 㑕 㑖 㑗 㑘 㑙 㑚 㑛 㑜 㑝 㑞 㑟 㑠 㑡 㑢 㑣 㑤 㑥 㑦 㑧 㑨 㑩 㑪 㑫 㑬 㑭 㑮 㑯 㑰 㑱 㑲 㑳 㑴 㑵 㑶 㑷 㑸 㑹 㑺 㑻 㑼 㑽 㑾 㑿 㒀 㒁 㒂 㒃 㒄 㒅 㒆 㒇 㒈 㒉 㒊 㒋 㒌 㒍 㒎 㒏 㒐 㒑 㒒 㒓 㒔 㒕 㒖 㒗 㒘 㒙 㒚 㒛 㒜 㒝 㒞 㒟 㒠 㒡 㒢 㒣 㒤 㒥 㒦 㒧 㒨 㒩 㒪 㒫 㒬 㒭 㒮 㒯 㒰 㒱 㒲 㒳 㒴 㒵 㒶 㒷 㒸 㒹 㒺 㒻 㒼 㒽 㒾 㒿 㓀 㓁 㓂 㓃 㓄 㓅 㓆 㓇 㓈 㓉 㓊 㓋 㓌 㓍 㓎 㓏 㓐 㓑 㓒 㓓 㓔 㓕 㓖 㓗 㓘 㓙 㓚 㓛 㓜 㓝 㓞 㓟 㓠 㓡 㓢 㓣 㓤 㓥 㓦 㓧 㓨 㓩 㓪 㓫 㓬 㓭 㓮 㓯 㓰 㓱 㓲 㓳 㓴 㓵 㓶 㓷 㓸 㓹 㓺 㓻 㓼 㓽 㓾 㓿 㔀 㔁 㔂 㔃 㔄 㔅 㔆 㔇 㔈 㔉 㔊 㔋 㔌 㔍 㔎 㔏 㔐 㔑 㔒 㔓 㔔 㔕 㔖 㔗 㔘 㔙 㔚 㔛 㔜 㔝 㔞 㔟 㔠 㔡 㔢 㔣 㔤 㔥 㔦 㔧 㔨 㔩 㔪 㔫 㔬 㔭 㔮 㔯 㔰 㔱 㔲 㔳 㔴 㔵 㔶 㔷 㔸 㔹 㔺 㔻 㔼 㔽 㔾 㔿 㕀 㕁 㕂 㕃 㕄 㕅 㕆 㕇 㕈 㕉 㕊 㕋 㕌 㕍 㕎 㕏 㕐 㕑 㕒 㕓 㕔 㕕 㕖 㕗 㕘 㕙 㕚 㕛 㕜 㕝 㕞 㕟 㕠 㕡 㕢 㕣 㕤 㕥 㕦 㕧 㕨 㕩 㕪 㕫 㕬 㕭 㕮 㕯 㕰 㕱 㕲 㕳 㕴 㕵 㕶 㕷 㕸 㕹 㕺 㕻 㕼 㕽 㕾 㕿 㖀 㖁 㖂 㖃 㖄 㖅 㖆 㖇 㖈 㖉 㖊 㖋 㖌 㖍 㖎 㖏 㖐 㖑 㖒 㖓 㖔 㖕 㖖 㖗 㖘 㖙 㖚 㖛 㖜 㖝 㖞 㖟 㖠 㖡 㖢 㖣 㖤 㖥 㖦 㖧 㖨 㖩 㖪 㖫 㖬 㖭 㖮 㖯 㖰 㖱 㖲 㖳 㖴 㖵 㖶 㖷 㖸 㖹 㖺 㖻 㖼 㖽 㖾 㖿 㗀 㗁 㗂 㗃 㗄 㗅 㗆 㗇 㗈 㗉 㗊 㗋 㗌 㗍 㗎 㗏 㗐 㗑 㗒 㗓 㗔 㗕 㗖 㗗 㗘 㗙 㗚 㗛 㗜 㗝 㗞 㗟 㗠 㗡 㗢 㗣 㗤 㗥 㗦 㗧 㗨 㗩 㗪 㗫 㗬 㗭 㗮 㗯 㗰 㗱 㗲 㗳 㗴 㗵 㗶 㗷 㗸 㗹 㗺 㗻 㗼 㗽 㗾 㗿 㘀 㘁 㘂 㘃 㘄 㘅 㘆 㘇 㘈 㘉 㘊 㘋 㘌 㘍 㘎 㘏 㘐 㘑 㘒 㘓 㘔 㘕 㘖 㘗 㘘 㘙 㘚 㘛 㘜 㘝 㘞 㘟 㘠 㘡 㘢 㘣 㘤 㘥 㘦 㘧 㘨 㘩 㘪 㘫 㘬 㘭 㘮 㘯 㘰 㘱 㘲 㘳 㘴 㘵 㘶 㘷 㘸 㘹 㘺 㘻 㘼 㘽 㘾 㘿 㙀 㙁 㙂 㙃 㙄 㙅 㙆 㙇 㙈 㙉 㙊 㙋 㙌 㙍 㙎 㙏 㙐 㙑 㙒 㙓 㙔 㙕 㙖 㙗 㙘 㙙 㙚 㙛 㙜 㙝 㙞 㙟 㙠 㙡 㙢 㙣 㙤 㙥 㙦 㙧 㙨 㙩 㙪 㙫 㙬 㙭 㙮 㙯 㙰 㙱 㙲 㙳 㙴 㙵 㙶 㙷 㙸 㙹 㙺 㙻 㙼 㙽 㙾 㙿 㚀 㚁 㚂 㚃 㚄 㚅 㚆 㚇 㚈 㚉 㚊 㚋 㚌 㚍 㚎 㚏 㚐 㚑 㚒 㚓 㚔 㚕 㚖 㚗 㚘 㚙 㚚 㚛 㚜 㚝 㚞 㚟 㚠 㚡 㚢 㚣 㚤 㚥 㚦 㚧 㚨 㚩 㚪 㚫 㚬 㚭 㚮 㚯 㚰 㚱 㚲 㚳 㚴 㚵 㚶 㚷 㚸 㚹 㚺 㚻 㚼 㚽 㚾 㚿 㜀 㜁 㜂 㜃 㜄 㜅 㜆 㜇 㜈 㜉 㜊 㜋 㜌 㜍 㜎 㜏 㜐 㜑 㜒 㜓 㜔 㜕 㜖 㜗 㜘 㜙 㜚 㜛 㜜 㜝 㜞 㜟 㜠 㜡 㜢 㜣 㜤 㜥 㜦 㜧 㜨 㜩 㜪 㜫 㜬 㜭 㜮 㜯 㜰 㜱 㜲 㜳 㜴 㜵 㜶 㜷 㜸 㜹 㜺 㜻 㜼 㜽 㜾 㜿 㝀 㝁 㝂 㝃 㝄 㝅 㝆 㝇 㝈 㝉 㝊 㝋 㝌 㝍 㝎 㝏 㝐 㝑 㝒 㝓 㝔 㝕 㝖 㝗 㝘 㝙 㝚 㝛 㝜 㝝 㝞 㝟 㝠 㝡 㝢 㝣 㝤 㝥 㝦 㝧 㝨 㝩 㝪 㝫 㝬 㝭 㝮 㝯 㝰 㝱 㝲 㝳 㝴 㝵 㝶 㝷 㝸 㝹 㝺 㝻 㝼 㝽 㝾 㝿 㞀 㞁 㞂 㞃 㞄 㞅 㞆 㞇 㞈 㞉 㞊 㞋 㞌 㞍 㞎 㞏 㞐 㞑 㞒 㞓 㞔 㞕 㞖 㞗 㞘 㞙 㞚 㞛 㞜 㞝 㞞 㞟 㞠 㞡 㞢 㞣 㞤 㞥 㞦 㞧 㞨 㞩 㞪 㞫 㞬 㞭 㞮 㞯 㞰 㞱 㞲 㞳 㞴 㞵 㞶 㞷 㞸 㞹 㞺 㞻 㞼 㞽 㞾 㞿 㟀 㟁 㟂 㟃 㟄 㟅 㟆 㟇 㟈 㟉 㟊 㟋 㟌 㟍 㟎 㟏 㟐 㟑 㟒 㟓 㟔 㟕 㟖 㟗 㟘 㟙 㟚 㟛 㟜 㟝 㟞 㟟 㟠 㟡 㟢 㟣 㟤 㟥 㟦 㟧 㟨 㟩 㟪 㟫 㟬 㟭 㟮 㟯 㟰 㟱 㟲 㟳 㟴 㟵 㟶 㟷 㟸 㟹 㟺 㟻 㟼 㟽 㟾 㟿 㠀 㠁 㠂 㠃 㠄 㠅 㠆 㠇 㠈 㠉 㠊 㠋 㠌 㠍 㠎 㠏 㠐 㠑 㠒 㠓 㠔 㠕 㠖 㠗 㠘 㠙 㠚 㠛 㠜 㠝 㠞 㠟 㠠 㠡 㠢 㠣 㠤 㠥 㠦 㠧 㠨 㠩 㠪 㠫 㠬 㠭 㠮 㠯 㠰 㠱 㠲 㠳 㠴 㠵 㠶 㠷 㠸 㠹 㠺 㠻 㠼 㠽 㠾 㠿 㡀 㡁 㡂 㡃 㡄 㡅 㡆 㡇 㡈 㡉 㡊 㡋 㡌 㡍 㡎 㡏 㡐 㡑 㡒 㡓 㡔 㡕 㡖 㡗 㡘 㡙 㡚 㡛 㡜 㡝 㡞 㡟 㡠 㡡 㡢 㡣 㡤 㡥 㡦 㡧 㡨 㡩 㡪 㡫 㡬 㡭 㡮 㡯 㡰 㡱 㡲 㡳 㡴 㡵 㡶 㡷 㡸 㡹 㡺 㡻 㡼 㡽 㡾 㡿 㢀 㢁 㢂 㢃 㢄 㢅 㢆 㢇 㢈 㢉 㢊 㢋 㢌 㢍 㢎 㢏 㢐 㢑 㢒 㢓 㢔 㢕 㢖 㢗 㢘 㢙 㢚 㢛 㢜 㢝 㢞 㢟 㢠 㢡 㢢 㢣 㢤 㢥 㢦 㢧 㢨 㢩 㢪 㢫 㢬 㢭 㢮 㢯 㢰 㢱 㢲 㢳 㢴 㢵 㢶 㢷 㢸 㢹 㢺 㢻 㢼 㢽 㢾 㢿 㣀 㣁 㣂 㣃 㣄 㣅 㣆 㣇 㣈 㣉 㣊 㣋 㣌 㣍 㣎 㣏 㣐 㣑 㣒 㣓 㣔 㣕 㣖 㣗 㣘 㣙 㣚 㣛 㣜 㣝 㣞 㣟 㣠 㣡 㣢 㣣 㣤 㣥 㣦 㣧 㣨 㣩 㣪 㣫 㣬 㣭 㣮 㣯 㣰 㣱 㣲 㣳 㣴 㣵 㣶 㣷 㣸 㣹 㣺 㣻 㣼 㣽 㣾 㣿 㤀 㤁 㤂 㤃 㤄 㤅 㤆 㤇 㤈 㤉 㤊 㤋 㤌 㤍 㤎 㤏 㤐 㤑 㤒 㤓 㤔 㤕 㤖 㤗 㤘 㤙 㤚 㤛 㤜 㤝 㤞 㤟 㤠 㤡 㤢 㤣 㤤 㤥 㤦 㤧 㤨 㤩 㤪 㤫 㤬 㤭 㤮 㤯 㤰 㤱 㤲 㤳 㤴 㤵 㤶 㤷 㤸 㤹 㤺 㤻 㤼 㤽 㤾 㤿 㥀 㥁 㥂 㥃 㥄 㥅 㥆 㥇 㥈 㥉 㥊 㥋 㥌 㥍 㥎 㥏 㥐 㥑 㥒 㥓 㥔 㥕 㥖 㥗 㥘 㥙 㥚 㥛 㥜 㥝 㥞 㥟 㥠 㥡 㥢 㥣 㥤 㥥 㥦 㥧 㥨 㥩 㥪 㥫 㥬 㥭 㥮 㥯 㥰 㥱 㥲 㥳 㥴 㥵 㥶 㥷 㥸 㥹 㥺 㥻 㥼 㥽 㥾 㥿 㦀 㦁 㦂 㦃 㦄 㦅 㦆 㦇 㦈 㦉 㦊 㦋 㦌 㦍 㦎 㦏 㦐 㦑 㦒 㦓 㦔 㦕 㦖 㦗 㦘 㦙 㦚 㦛 㦜 㦝 㦞 㦟 㦠 㦡 㦢 㦣 㦤 㦥 㦦 㦧 㦨 㦩 㦪 㦫 㦬 㦭 㦮 㦯 㦰 㦱 㦲 㦳 㦴 㦵 㦶 㦷 㦸 㦹 㦺 㦻 㦼 㦽 㦾 㦿 㧀 㧁 㧂 㧃 㧄 㧅 㧆 㧇 㧈 㧉 㧊 㧋 㧌 㧍 㧎 㧏 㧐 㧑 㧒 㧓 㧔 㧕 㧖 㧗 㧘 㧙 㧚 㧛 㧜 㧝 㧞 㧟 㧠 㧡 㧢 㧣 㧤 㧥 㧦 㧧 㧨 㧩 㧪 㧫 㧬 㧭 㧮 㧯 㧰 㧱 㧲 㧳 㧴 㧵 㧶 㧷 㧸 㧹 㧺 㧻 㧼 㧽 㧾 㧿 㨀 㨁 㨂 㨃 㨄 㨅 㨆 㨇 㨈 㨉 㨊 㨋 㨌 㨍 㨎 㨏 㨐 㨑 㨒 㨓 㨔 㨕 㨖 㨗 㨘 㨙 㨚 㨛 㨜 㨝 㨞 㨟 㨠 㨡 㨢 㨣 㨤 㨥 㨦 㨧 㨨 㨩 㨪 㨫 㨬 㨭 㨮 㨯 㨰 㨱 㨲 㨳 㨴 㨵 㨶 㨷 㨸 㨹 㨺 㨻 㨼 㨽 㨾 㨿 㩀 㩁 㩂 㩃 㩄 㩅 㩆 㩇 㩈 㩉 㩊 㩋 㩌 㩍 㩎 㩏 㩐 㩑 㩒 㩓 㩔 㩕 㩖 㩗 㩘 㩙 㩚 㩛 㩜 㩝 㩞 㩟 㩠 㩡 㩢 㩣 㩤 㩥 㩦 㩧 㩨 㩩 㩪 㩫 㩬 㩭 㩮 㩯 㩰 㩱 㩲 㩳 㩴 㩵 㩶 㩷 㩸 㩹 㩺 㩻 㩼 㩽 㩾 㩿 㪀 㪁 㪂 㪃 㪄 㪅 㪆 㪇 㪈 㪉 㪊 㪋 㪌 㪍 㪎 㪏 㪐 㪑 㪒 㪓 㪔 㪕 㪖 㪗 㪘 㪙 㪚 㪛 㪜 㪝 㪞 㪟 㪠 㪡 㪢 㪣 㪤 㪥 㪦 㪧 㪨 㪩 㪪 㪫 㪬 㪭 㪮 㪯 㪰 㪱 㪲 㪳 㪴 㪵 㪶 㪷 㪸 㪹 㪺 㪻 㪼 㪽 㪾 㪿 㫀 㫁 㫂 㫃 㫄 㫅 㫆 㫇 㫈 㫉 㫊 㫋 㫌 㫍 㫎 㫏 㫐 㫑 㫒 㫓 㫔 㫕 㫖 㫗 㫘 㫙 㫚 㫛 㫜 㫝 㫞 㫟 㫠 㫡 㫢 㫣 㫤 㫥 㫦 㫧 㫨 㫩 㫪 㫫 㫬 㫭 㫮 㫯 㫰 㫱 㫲 㫳 㫴 㫵 㫶 㫷 㫸 㫹 㫺 㫻 㫼 㫽 㫾 㫿 㬀 㬁 㬂 㬃 㬄 㬅 㬆 㬇 㬈 㬉 㬊 㬋 㬌 㬍 㬎 㬏 㬐 㬑 㬒 㬓 㬔 㬕 㬖 㬗 㬘 㬙 㬚 㬛 㬜 㬝 㬞 㬟 㬠 㬡 㬢 㬣 㬤 㬥 㬦 㬧 㬨 㬩 㬪 㬫 㬬 㬭 㬮 㬯 㬰 㬱 㬲 㬳 㬴 㬵 㬶 㬷 㬸 㬹 㬺 㬻 㬼 㬽 㬾 㬿 㭀 㭁 㭂 㭃 㭄 㭅 㭆 㭇 㭈 㭉 㭊 㭋 㭌 㭍 㭎 㭏 㭐 㭑 㭒 㭓 㭔 㭕 㭖 㭗 㭘 㭙 㭚 㭛 㭜 㭝 㭞 㭟 㭠 㭡 㭢 㭣 㭤 㭥 㭦 㭧 㭨 㭩 㭪 㭫 㭬 㭭 㭮 㭯 㭰 㭱 㭲 㭳 㭴 㭵 㭶 㭷 㭸 㭹 㭺 㭻 㭼 㭽 㭾 㭿 㮀 㮁 㮂 㮃 㮄 㮅 㮆 㮇 㮈 㮉 㮊 㮋 㮌 㮍 㮎 㮏 㮐 㮑 㮒 㮓 㮔 㮕 㮖 㮗 㮘 㮙 㮚 㮛 㮜 㮝 㮞 㮟 㮠 㮡 㮢 㮣 㮤 㮥 㮦 㮧 㮨 㮩 㮪 㮫 㮬 㮭 㮮 㮯 㮰 㮱 㮲 㮳 㮴 㮵 㮶 㮷 㮸 㮹 㮺 㮻 㮼 㮽 㮾 㮿 㯀 㯁 㯂 㯃 㯄 㯅 㯆 㯇 㯈 㯉 㯊 㯋 㯌 㯍 㯎 㯏 㯐 㯑 㯒 㯓 㯔 㯕 㯖 㯗 㯘 㯙 㯚 㯛 㯜 㯝 㯞 㯟 㯠 㯡 㯢 㯣 㯤 㯥 㯦 㯧 㯨 㯩 㯪 㯫 㯬 㯭 㯮 㯯 㯰 㯱 㯲 㯳 㯴 㯵 㯶 㯷 㯸 㯹 㯺 㯻 㯼 㯽 㯾 㯿 㰀 㰁 㰂 㰃 㰄 㰅 㰆 㰇 㰈 㰉 㰊 㰋 㰌 㰍 㰎 㰏 㰐 㰑 㰒 㰓 㰔 㰕 㰖 㰗 㰘 㰙 㰚 㰛 㰜 㰝 㰞 㰟 㰠 㰡 㰢 㰣 㰤 㰥 㰦 㰧 㰨 㰩 㰪 㰫 㰬 㰭 㰮 㰯 㰰 㰱 㰲 㰳 㰴 㰵 㰶 㰷 㰸 㰹 㰺 㰻 㰼 㰽 㰾 㰿 㱀 㱁 㱂 㱃 㱄 㱅 㱆 㱇 㱈 㱉 㱊 㱋 㱌 㱍 㱎 㱏 㱐 㱑 㱒 㱓 㱔 㱕 㱖 㱗 㱘 㱙 㱚 㱛 㱜 㱝 㱞 㱟 㱠 㱡 㱢 㱣 㱤 㱥 㱦 㱧 㱨 㱩 㱪 㱫 㱬 㱭 㱮 㱯 㱰 㱱 㱲 㱳 㱴 㱵 㱶 㱷 㱸 㱹 㱺 㱻 㱼 㱽 㱾 㱿 㲀 㲁 㲂 㲃 㲄 㲅 㲆 㲇 㲈 㲉 㲊 㲋 㲌 㲍 㲎 㲏 㲐 㲑 㲒 㲓 㲔 㲕 㲖 㲗 㲘 㲙 㲚 㲛 㲜 㲝 㲞 㲟 㲠 㲡 㲢 㲣 㲤 㲥 㲦 㲧 㲨 㲩 㲪 㲫 㲬 㲭 㲮 㲯 㲰 㲱 㲲 㲳 㲴 㲵 㲶 㲷 㲸 㲹 㲺 㲻 㲼 㲽 㲾 㲿 㳀 㳁 㳂 㳃 㳄 㳅 㳆 㳇 㳈 㳉 㳊 㳋 㳌 㳍 㳎 㳏 㳐 㳑 㳒 㳓 㳔 㳕 㳖 㳗 㳘 㳙 㳚 㳛 㳜 㳝 㳞 㳟 㳠 㳡 㳢 㳣 㳤 㳥 㳦 㳧 㳨 㳩 㳪 㳫 㳬 㳭 㳮 㳯 㳰 㳱 㳲 㳳 㳴 㳵 㳶 㳷 㳸 㳹 㳺 㳻 㳼 㳽 㳾 㳿 㴀 㴁 㴂 㴃 㴄 㴅 㴆 㴇 㴈 㴉 㴊 㴋 㴌 㴍 㴎 㴏 㴐 㴑 㴒 㴓 㴔 㴕 㴖 㴗 㴘 㴙 㴚 㴛 㴜 㴝 㴞 㴟 㴠 㴡 㴢 㴣 㴤 㴥 㴦 㴧 㴨 㴩 㴪 㴫 㴬 㴭 㴮 㴯 㴰 㴱 㴲 㴳 㴴 㴵 㴶 㴷 㴸 㴹 㴺 㴻 㴼 㴽 㴾 㴿 㵀 㵁 㵂 㵃 㵄 㵅 㵆 㵇 㵈 㵉 㵊 㵋 㵌 㵍 㵎 㵏 㵐 㵑 㵒 㵓 㵔 㵕 㵖 㵗 㵘 㵙 㵚 㵛 㵜 㵝 㵞 㵟 㵠 㵡 㵢 㵣 㵤 㵥 㵦 㵧 㵨 㵩 㵪 㵫 㵬 㵭 㵮 㵯 㵰 㵱 㵲 㵳 㵴 㵵 㵶 㵷 㵸 㵹 㵺 㵻 㵼 㵽 㵾 㵿 㶀 㶁 㶂 㶃 㶄 㶅 㶆 㶇 㶈 㶉 㶊 㶋 㶌 㶍 㶎 㶏 㶐 㶑 㶒 㶓 㶔 㶕 㶖 㶗 㶘 㶙 㶚 㶛 㶜 㶝 㶞 㶟 㶠 㶡 㶢 㶣 㶤 㶥 㶦 㶧 㶨 㶩 㶪 㶫 㶬 㶭 㶮 㶯 㶰 㶱 㶲 㶳 㶴 㶵 㶶 㶷 㶸 㶹 㶺 㶻 㶼 㶽 㶾 㶿 㷀 㷁 㷂 㷃 㷄 㷅 㷆 㷇 㷈 㷉 㷊 㷋 㷌 㷍 㷎 㷏 㷐 㷑 㷒 㷓 㷔 㷕 㷖 㷗 㷘 㷙 㷚 㷛 㷜 㷝 㷞 㷟 㷠 㷡 㷢 㷣 㷤 㷥 㷦 㷧 㷨 㷩 㷪 㷫 㷬 㷭 㷮 㷯 㷰 㷱 㷲 㷳 㷴 㷵 㷶 㷷 㷸 㷹 㷺 㷻 㷼 㷽 㷾 㷿 㸀 㸁 㸂 㸃 㸄 㸅 㸆 㸇 㸈 㸉 㸊 㸋 㸌 㸍 㸎 㸏 㸐 㸑 㸒 㸓 㸔 㸕 㸖 㸗 㸘 㸙 㸚 㸛 㸜 㸝 㸞 㸟 㸠 㸡 㸢 㸣 㸤 㸥 㸦 㸧 㸨 㸩 㸪 㸫 㸬 㸭 㸮 㸯 㸰 㸱 㸲 㸳 㸴 㸵 㸶 㸷 㸸 㸹 㸺 㸻 㸼 㸽 㸾 㸿 㹀 㹁 㹂 㹃 㹄 㹅 㹆 㹇 㹈 㹉 㹊 㹋 㹌 㹍 㹎 㹏 㹐 㹑 㹒 㹓 㹔 㹕 㹖 㹗 㹘 㹙 㹚 㹛 㹜 㹝 㹞 㹟 㹠 㹡 㹢 㹣 㹤 㹥 㹦 㹧 㹨 㹩 㹪 㹫 㹬 㹭 㹮 㹯 㹰 㹱 㹲 㹳 㹴 㹵 㹶 㹷 㹸 㹹 㹺 㹻 㹼 㹽 㹾 㹿 㺀 㺁 㺂 㺃 㺄 㺅 㺆 㺇 㺈 㺉 㺊 㺋 㺌 㺍 㺎 㺏 㺐 㺑 㺒 㺓 㺔 㺕 㺖 㺗 㺘 㺙 㺚 㺛 㺜 㺝 㺞 㺟 㺠 㺡 㺢 㺣 㺤 㺥 㺦 㺧 㺨 㺩 㺪 㺫 㺬 㺭 㺮 㺯 㺰 㺱 㺲 㺳 㺴 㺵 㺶 㺷 㺸 㺹 㺺

- (27) *Id.* at 7-8.
(28) *Tauke, supra* note 18, at 10-11.
(29) William W. Bratton, Jr., *The Economics and Jurisprudence of Convertible Bonds*, 1984 Wis. L. Rev. 667 (1984).
(30) *Id.* at 681-739.
(31) *Tauke* は Bratton 同様新古典的契約法アプローチを支持するが、その適用範囲は相当程度限定されると分析している。*Tauke, supra* note 18, at 81-136.
(32) *Coffee, supra* note 25, at 7.
(33) Marcel Kahan and Michael Klausner, *Antitakeover Provisions in Bonds: Bondholder Protection or Management Enrichment?*, 40 UCLA L. Rev. 931, 944-950 (1993).
(34) F. John Stark, III, J. Andrew Rahl, Jr. and Lori C. Seegers, "Marriott Risk": A New Model Covenant to Restrict Transfers of Wealth from Bondholders to Stockholders, 1994 Colum. Bus. L. Rev. 503, 578 (1994).
(35) Robertson, *supra* note 25, at 485; 落合・前掲(注四)二三七頁。
(36) 信託証書受託者は、信託証書の条項を遵守していることを証明する発行会社からの一定の報告書(信託証書法三―一四条)が当該信託証書の定める要件を満たしていることを確認して受領する限り、その記載事実を真実かつ正確なものであると信頼することができる(信託証書法三―一五条

(a) 項(2)号)。これにより、信託証書受託者は特約条項の不履行を積極的に探し出す必要はなくなり、デフォルト前の信託証書受託者の義務は受動的かつ事務的なものとなっている。

三 認識のないリスクに対する社債権者の保護

1 社債権者の保護範囲

以上見てきたように、米国では一九八〇年代以降社債契約そのものを含めたより広範な視点から社債権者保護理論が展開された。しかし、これらの学説のコンセンサスは未だ得られておらず、判例も州法・連邦法レベルともに社債権者に特約条項を超えた実体的な保護を付与するには至っていない⁽³⁷⁾。そもそも上述の米国における議論は従来の契約による保護システムが失敗しているとの指摘に対して展開されてきたものであるが、「失敗」とは具体的にいかなるものを指すのであろうか。この点、付加的な保護を認めない従来の見解と上述の各説との間には、前提としている社債権者保護の範囲について見解の相違があり、これによって「失敗」を認めるか否かが左右されているように思われる。

株式と社債の経済的類似性については古くから指摘がなされているところであるが、その保有者の法的取扱においてはなおも厳然たる区別がなされ、株主については取締役には厳格な法的義務を課すことによる保護システムが採られているのに対し、社債権者については伝統的に契約による自己保全という枠組が採られている。しかし、社債権者は必ずしも特約条項を規定しようとする強いインセンティブを有しているわけではなく、特約条項が置かれていないからといって即社債権者が保護されていないということにはならない。そこでは、特約条項により発行会社の一定の行為を制約しその対価として利率を低く抑える、逆に条項の保護を放棄することによってより高い利率を得るという関係が成り立っているものと思われるからである。しかし、米国における上述の議論には、この関係を認識しつつもなお社債権者保護の必要性を主張しているものがある。これは、社債の価値を害する発行会社の行動の中に、特約条項により制限された領域及び利率の引き上げによって保護が放棄された領域の他に第三の領域、すなわち当該リスクの存在が社債契約締結時に認識されていなかったために、特約条項も置かれな

ければ利率による補償も得られていない領域が存在するとの考察が前提となって展開されているように思われる。

かかる領域を肯定するか否かについては社債という投資選択肢の性質から最終的に社債権者を保護すべきと考えられている範囲によって相違が現れているものと思われる。すなわち、一方には社債法が発行会社によるその株主に対する富の移転についてごくわずかな例外を除き一般的な制約を置いていないことから、社債は本来的に発行会社のかかる行為から保護されない証券としてそのリスクを内在しているものであるとの考え方があろう。この考え方によれば、法による規制のない限り、残るリスクは引受けられたものと推測されることになるため、特約条項はこのリスクのうち一部を特別に削減する例外的なものであり、特約条項のない領域は本来的に引受けられたものであることになる。従来からの保護理論はこうした考え方に依拠しているように思われる。そこでは当然に第三の領域という問題意識は働かず、従って契約による保護システムの「失敗」もない。

他方、利息に反映され明示的に引受けられたもの以外には社債権者側には当然保護の期待があるという考え方も

成り立ちうるであろう。この考え方によれば社債権者が本来保護されるべき範囲は前者の立場に比べて相当程度広く、その一部が利率増加を対価として放棄されているということになり、残りの部分については何らかの保護が及ぶべきと考えられることになる。信認義務説はこうした立場に立っているのではないかと思われるが、この点McDanielの見解が社債権者も株主が受ける法律上の保護と同水準の保護を必要とするという発想を前提にしているのに対し、Mitchellは社債の性質に鑑みて一部には本来的に引受けられているリスクを認めた上で、なお伝統的な立場よりも広い社債権者の保護範囲を意図しているものと考えられる。

社債権者が本来的に保護されるべき範囲については本稿で即断することはできない。ただし、社債は満期に償還されるという性質を有するために法的保護に値するリスクの範囲についての株式との比較は容易ではなく、またこの問題はコーポレート・ガバナンスのあり方の議論の中で構造的な視点から論じられる必要性があるからである。しかし、仮に後者の立場に立ったとすれば、更に幾つかの問題点が考えられるので以下ではその点を考察

してみる。

2 認識のないリスクの補償上の問題点

(1) 社債投資家の認識の欠如の認定上の問題

社債権者が本来保護されるべき範囲を広く捉える立場にたつと、社債投資家が認識していなかったリスクの領域については特約条項も利息による事前の補償もないため、事後的に補償をなす必要が生じてくる。しかし、問題のリスクがこの「認識のないリスク」であるか否かについては認定上少なくとも二つの問題があるように思われる。

まず、誰の認識をもって社債権者の認識と捉えるかという問題がある。この点、社債権者には様々なレベルの認識を有する者が存在しており、その統一的なレベルを決定することは必ずしも容易ではない。しかし、この点については機関投資家等比較的高水準の知識を有する投資家の社債発行時の認識を基準に「市場の認識」を確定すべきとの説明がなされよう。ただし、機関投資家がその条件を甘受した上で社債を引受ける以上、その限りでは一般投資家にとっても利率とリスクのバランスが保たれるといえるからである。

もう一つには何をもって「認識していなかったリスク」とするかという問題がある。特に投資家が「リスク自体を認識していなかった」場合と「発行会社側が特約条項を置かないことにより黙示的に留保していた権限を長い間行使してこなかったために当該権限を行使しないであろうという期待があった」場合との区別は明確になされていない。後者については、投資家がリスクを引き受けていなかったといえるのは必ずしも明らかではないだろう。この点過去特約条項による保護が及んでいたことがあった等の事実から後者に属すると考えられるリスクについては認識がないとはいえないとするのであれば、機関投資家の認識を基準とすることとあわせて考慮すると、利率に反映もされておらず特約条項もない「認識していなかったリスク」の領域は極めて狭いものであるように思われる。更に、特約条項の解釈について、新古典的契約法アプローチを採るまでには至らずとも文理解釈及び論理解釈にとどまらない弾力的解釈方法を利用することにより、同領域はより狭いものとなるであろう。

(2) 救済方法

では、それでもなお利率に反映もされておらず特約条

項もないと立証される領域があるとすれば、これをどのように救済すべきか。この点、黙示の合意があったと認定して、あるいは端的に信義誠実の原則に基づいて、債務不履行による損害賠償請求権を認めるべきとする見解もあるが、デフォルトに至っていない場合には、いかなる額を損害と認定するのかという問題がある。補償されていないなかったリスクに対応する利率の調整が最も望ましい方法であるが、特約条項で算定公式が定められている場合及び信託証券受託者ないしは社債管理会社等の社債権者の代表者に利率調整権限を認める立場を採る場合を除いては、事後的な調整は困難である。そこで、かかる認識のないリスクが生じた場合には、黙示の特約条項の存在を認定した上で期限の利益を喪失させる等の別の救済方法が考えられてしかるべきであろう。

(3) 契約による保護の放棄の問題

以上のように社債権者が本来的に保護されるべき範囲を広く認める立場に立ったとしても、発行会社が社債契約中に特約条項の保護範囲以外は一切保護しない旨を明記した場合には、この条項の存在が利率に反映される限り、表面上は特約条項により例外的な保護が付される

とする従来の立場と異なる結果になるように思われる。かかる条項の規定が認められるのか否かについては、社債権者の保護を広範に捉える見解からはより詳細な議論が必要になるところであろう。特に信認義務説の立場からはその義務の強行性・任意性についての議論を参照した上でより一層議論を深める必要があると思われる。

しかし、逆に社債権者の保護範囲を狭く捉える伝統的な見解からは、かかる明示により社債権者の誤解が解消され、開示制度の充実を前提とした自己責任原則の適用が容易になるといふ点でむしろ有益なものとなる。

(37) See, e. g., *Broad v. Rockwell International Corporation*, 642 F. 2d 929 (5th Cir. 1981), cert. denied, 454 U. S. 965 (1981); *Katz v. Oak Industries, Inc.*, 508 A. 2d 873 (Del. Ch. 1986).

(38) 落合・前掲(注四)二三四頁。

四 結語

社債権者の認識のないリスクの問題は社債権者保護の在り方について根本的な問題を提起するものである。社

債も株式も外在的な要因による発行会社の浮沈については補償されないという点では共通しているが、経営者による主体的な行為に関しては、株主は経営者に対する会社法上の規律をもって自己に不利な行為を抑制するのに対して、普通社債は固定的な利息の支払を保証されているのみであるところから、その価値が大きく増大する可能性もなければ、発行会社による株主への富の移転によって価値が大きく下落する可能性を回避することもできない。米国の一連の議論は、社債権者は契約によってかかる行為を制約できるものであるからその保護の問題はないとしてきた従来の議論に対し、社債権者の株主との類似性への着目から疑問を提示するものである。社債権者は満期に償還を受ける債権者でもあることから、その保護すべき範囲については今後一層の検討が必要になると思われるところであるが、現行の枠組を維持するにしてもなお十分な議論が尽くされるべきであると考え

(一橋大学大学院博士課程)