



Title	社債管理者の利益相反問題：アメリカ信託証書法との比較を手がかりに
Author(s)	高橋, 周史
Citation	北海道大学. 博士(法学) 甲第12967号
Issue Date	2018-03-22
DOI	10.14943/doctoral.k12967
Doc URL	http://hdl.handle.net/2115/69385
Type	theses (doctoral)
File Information	Syuji_Takahashi.pdf



[Instructions for use](#)

博士論文

社債管理者の利益相反問題 —アメリカ信託証書法との比較を手がかりに

北海道大学大学院法学研究科博士後期課程 3 年

15135005

高橋周史

目次

序章 社債管理者制度の問題の所在

序論 本稿の問題意識と背景

第1節 現行会社法の社債管理者制度

第2節 本稿の課題の背景 ― 学説・実務におけるこれまでの議論

第3節 本稿の問題提起

第4節 検討の順序

第2章 日本における利益相反問題に関する議論

第1節 社債管理者の利益相反問題に関する先行研究

第1款 会社法上の善管注意義務の及ぶ範囲

第2款 公平誠実義務について

第3款 善管注意義務について

第4款 損害賠償規定について

第5款 小括

第2節 社債管理者の利益相反問題を対象とした裁判例

第1款 社債管理者の利益相反問題を扱った裁判例

第2款 裁判例の検討

第3款 裁判例の小括

第3節 利益相反問題に関する議論の検討

第1款 取締役の利益相反取引に関する議論

第2款 取締役の善管注意義務と忠実義務

第3款 日本法における利益相反問題の議論の小括

第4節 日本法の小括

第3章 アメリカ法における受託者制度と利益相反問題

第1節 信託証券法の受託者制度の概要

第1款 信託証券法について

第2款 受託者の資格規定

第3款 受託者の義務規定

第4款 受託者の損害賠償規定

第5款 小括

第2節 信託証券法の受託者についての裁判例の検討

第1款 デフォルト事由発生前の受託者についての裁判例

第2款 デフォルト事由発生前の裁判例の整理

- 第3款 デフォルト事由発生後の受託者についての裁判例
- 第4款 デフォルト事由発生後の判例の整理
- 第5款 受託者の裁判例の小括
- 第3節 信託証書法の受託者に関する学説の議論
 - 第1款 信認関係の受託者とする見解
 - 第2款 契約当事者とする見解
 - 第3款 受託者の義務と「特別受託者」
 - 第4款 学説における受託者の議論の小括
- 第4節 利益相反問題に関する議論
 - 第1款 裁判例や学説における受託者の信認義務
 - 第2款 信認義務の内容と信認関係を判断する意義
 - 第3款 信認関係の存否の判断
 - 第4款 信認関係に固有の特徴(1)
 - 第5款 信認関係に固有の特徴(2)
 - 第6款 信認関係の権力の理論(Fiduciary Power Theory)を論じる見解
- 第5節 アメリカの議論の小括

第4章 日本法への示唆

- 第1節 受託者制度の規定や学説の議論との対比
 - 第1款 これまでの議論の整理
 - 第2款 信託証書法およびアメリカの議論の特徴
- 第2節 日本とアメリカの法制度の差異
- 第3節 社債管理者の義務の解釈上の検討
 - 第1款 公平誠実義務について
 - 第2款 情報障壁について
 - 第3款 損害賠償規定について
- 第4節 社債管理者制度の立法上の検討
 - 第1款 社債管理者の権限および義務規定
 - 第2款 社債権者間の対立と社債管理者の資格規定
 - 第3款 会社法 710 条の損害賠償規定

終章 これまでの議論の総括と残された課題

序章 社債管理者制度の問題の所在

序論 本稿の問題意識と背景

本稿は、日本の社債管理者制度について、社債管理者の直面する利益相反問題を中心に検討を行うことを通して、社債管理者制度の抱える問題とその解決の方向性を研究するものである。

平成5年商法改正により、社債を発行する会社(以下、発行会社)は社債権者保護のために社債管理者を設置することが義務付けられ(旧商法)、現在の会社法も同様の義務規定を継承している(会社702条)。社債管理者の設置を強制する規定が商法に導入された背景には、1970年代以降に社債発行の規制緩和が進み、担保付社債に代わって無担保社債が広く普及したため、社債権者は社債の元利支払いの不履行など発行会社のデフォルトの危険にさらされるようになった事情がある¹。社債権者のうち、特に小口の投資を行う個人投資家については、無担保社債にかかるリスクに対応するための十分な管理能力を有していないことから、専門的な社債管理能力を持ち、社債権者の利益を保護するために社債管理を行う機関として、社債管理者の設置が法律によって強制されたものである。

社債管理者が社債管理を行う上で行使することが予定される権限や、社債管理者の任務を行う際の注意義務については、発行会社と社債管理者の間で締結される社債管理委託契約によって定められる。一般的な社債管理委託契約の内容には、社債管理者の社債管理上の権限や注意義務の規定と、発行会社のデフォルト事由²の規定が置かれている。発行会社が複数回の社債を発行する場合、各回の社債につき募集社債の総額や各募集社債の金額、社債の利率、償還方法や期限等の会社法676条各号所定の事項が定められるため、社債管理委託契約の内容も各回の社債ごとに異なるものとなる。

もともと、たとえ複数回の社債が発行される場合であっても、平成5年商法改正から現在に至るまで、社債管理者の地位には、発行会社の主要取引銀行(以下、メインバンク)が就任するという慣行が確立しているとされている。通常、メインバンクは会社との間で定型化された銀行取引約定書を締結し、借入や担保の設定についての権限や義務を有する資金の貸し手としての地位を有しているため、会社が社債を発行する場合、メインバンクは、当該会社に対して銀行取引約定書による地位とは別に社債管理委託契約に基づく社債管理者としての地位も併有することになる。

このように、発行会社のメインバンクが社債管理者になる慣行が確立しているため、社債管理者は、一方ではメインバンクとして発行会社に対して担保を設定して貸付を行い、他方では発行会社の各回の社債権者のために社債管理の専門家として社債を管理することにな

¹ 松尾順介『日本の社債市場』(東洋経済新報社、1999)193頁以下を参照。

² 「財務上の特約」や「コベナンツ条項」などと呼ばれる。標準的なものとして、利益維持条項、担保提供制限条項、配当制限条項、クロスデフォルト条項などがある。大垣尚司『金融と法 企業ファイナンス入門』(有斐閣、2010)216頁を参照。

る。そして、メインバンクが発行会社に対する貸付債権者の役割と社債管理者の役割を併有することに対しては、大別して以下の2つの観点から相異なる指摘をすることができる。

まず、第一の観点は、メインバンクが発行会社に対する貸付債権者の役割と社債管理者の役割を併有することに対して、発行会社の財務危機時に、メインバンクたる社債管理者が利益相反問題を引き起こす危険を招くことを指摘するものである。メインバンクによる利益相反問題として具体的に考えられることとしては、会社のメインバンクがすでに貸付債権を有している状態で、当該会社が社債を発行してその社債管理者として同一のメインバンクを選任する場合、発行会社に財務危機が発生したとき、メインバンクがその財務状況をいち早く認識して社債権者の社債よりも自身の債権の回収や担保の取得を優先するという問題がある。こうした社債管理者による利益相反問題は、社債管理者が社債権者より自己の利益を優先する問題ということができる。

また、社債管理者と社債権者間の利益相反問題とは異なる種類の利益相反問題として、発行条件の異なる複数の回の社債について、社債管理者たるメインバンクが、ある回の社債権者を有利・不利に扱うことによって社債権者間の利益相反問題が生じることも考えられる。発行会社のメインバンクが社債管理者に就任する慣行が確立しているため、社債発行会社が償還期限や利率等が異なる複数回の社債を発行する場合に、どの種類の社債についても同一の者が社債管理者に選任される。このため、発行会社に財務危機が生じた場合、社債管理者がある種類の社債の償還を優先させることが、ほかの種類の社債の回収を困難にするなど社債管理者が異なる利益を有する社債権者への不公平な取り扱いをするという利益相反問題が考えられる。

以上の指摘は、メインバンクである社債管理者が利益相反行為を行う危険があるため、社債管理者に対して、自己または第三者の利益と社債権者の利益が相反する場合に、自己または第三者の利益を優先してはならないという利益相反行為規制を要請するものである。

他方で、第二の観点として、メインバンクが発行会社に対する貸付債権者の役割と社債管理者の役割を併有するために、社債管理者制度の実効性が担保されているとして、メインバンクによる役割の併有を肯定的に捉えるものもある。すなわち、メインバンクは融資の際に、銀行取引約定書に従い会社の財務状況や債権回収の見込み等を精査するため、当該会社が社債を発行する場合においても、社債管理者に就任したメインバンクに対しては保有している発行会社の財務に関する情報を活用して社債を管理できる利点があることが社債権者のためになるという指摘である。本章第1節で詳細を検討するように、銀行等の社債管理者となる資格を有する者は、発行会社との間に社債管理委託契約を締結して社債管理者に就任するところ、社債管理委託契約の標準的な内容として、発行会社に対して社債償還の引当となる一定の利益を維持させることや、発行会社が社債以外に負担している債務につき債務不履行（デフォルト）があれば、社債についても期限の利益を喪失し直ちに償還すべきことなどが含まれている。社債管理者がメインバンクである場合、当該メインバンクは、融資の際や社債管理者としての業務を行う際など多くの場面において、発行会社の財務状況

を把握することが期待できる。

こうしたメインバンクが発行会社の財務情報を活用することの利点が顕在化する場面として想定されるのは、発行会社が財務危機に陥り、デフォルトするか再建するかを迅速かつ適切に判断しなければならない場面である。すなわち、発行会社に財務危機が生じたとき、社債管理委託契約の条項通りに発行会社をデフォルトさせることが社債権者の利益になるとは限らず、救済融資を行って当面の危機を回避させたり、発行会社の財務状況をデフォルトに該当しないように条項を部分的に修正したりする方が社債権者の利益になることもある。そして、デフォルト回避の可否や救済融資の適否など専門性のある判断を適切に行い、かつ、場合によっては救済融資の実施やデフォルト条項の修正を行うなど裁量性のある行為を迅速に行うためには、発行会社の収益や資産などの財務情報から再建可能性を判断する能力や、迅速に融資を行いうる資力が要求される。以上のような発行会社の財務危機時の状況を考慮すると、発行会社の財務情報に精通しているメインバンクに対して、財務危機時に裁量性のある行動を迅速に行う能力があることを期待し、その能力を活用することが社債権者のためになると考えられる。したがって、上述した指摘は、社債管理者に対して、発行会社の財務危機時に裁量性の高い行動を要請することができることを根拠に、メインバンクの社債管理者就任が社債管理者保護を実効化するというものであるといえる³。

以上で指摘したように、発行会社のメインバンクが社債管理者に就任することに対しては、利益相反行為を行わないことと、財務危機時に裁量性の高い判断をすることという2つの要請がなされている。そして、かかる2つの要請の関係は、一般的に、メインバンクたる社債管理者の裁量性を広く認めるほど、社債管理者による利益相反行為の危険性が高まるという関係にある。このため、会社法の社債管理者制度に対しては、以上の2つの要請を適切に調整することが求められることになる。

本稿は、以上のようなメインバンクたる社債管理者の直面する利益相反問題の適切な調整の在り方を明らかにすることを目的としている。具体的には、会社法による社債管理者の資格規定（会社703条）、社債管理者の公平義務・誠実義務（会社704条1項）、善管注意義務（会社704条2項）および社債管理者の責任（会社710条）は、メインバンクたる社債管理者による利益相反行為を抑止するために十分に機能しているか、また、発行会社の財務危機時における社債管理者に期待される裁量的行為を適切に確保しているかについて検討することが中心となる。

以上の利益相反問題の検討を進めるためには、前提として現行会社法における社債管理者制度の規定の内容を明らかにする必要がある（第1節）、また、本校の検討課題である利益相反問題について先行研究を参照してこれまでの社債管理者の利益相反問題に関する議論の経緯を整理する必要があると思われる（第2節）。本稿では、以上の調査・整理を経たうえで、改めて社債管理者の利益相反問題に対して、問題の所在を指摘し、問題提起を行う

³ 江頭憲治郎「社債の管理に関する受託会社の義務と責任」『会社法の基本問題』（有斐閣、2011）371頁を参照。

(第3節)。

第1節 現行会社法の社債管理者制度

社債管理者の利益相反問題を検討する前提として、以下では会社法の社債管理者の諸規定について、利益相反問題との関係に言及しつつ整理していく。以下では、旧商法とは平成5年改正商法を指し、会社法とは平成17年会社法を指す。

まず、平成5年商法改正により、社債の発行会社は社債管理会社の設置を原則として強制されることになった(旧商法297条)。社債管理会社は、社債権者のために弁済の受領、債権の保全等の社債の管理を行うことを委託される機関である。社債管理会社の資格は、銀行、信託会社または担保付社債信託法5条1項の免許を受けた会社に限定されていた(旧商法297条ノ2)。平成17年会社法制定により、社債の管理を行う者の資格が、銀行、信託会社、および法務省令で定める者(会社703条)とされ、法務省令で定める者には、担保付社債信託法5条1項の免許を受けた者、長期信用銀行法2条に規定する長期信用銀行、農林中央金庫、商工組合中央金庫、保険会社などが含まれることとされた。このように、会社法の定める社債管理者の資格規定が会社以外の者も含むようになったため、会社法では、社債の管理を行う者の名称を「社債管理会社」から「社債管理者」へと変更した。もともと、法務省令で定める者とされた法人は旧商法下であってもいずれもみなし銀行規定により社債管理会社となる資格を有していたため、社債管理者と社債管理会社との間には名称以外の実質的な変更点はないと考えられている⁴。

発行会社は、各社債の金額が1億円以上である場合その他社債権者の保護にかかる恐れがないものとして法務省令で定める場合(具体的には、社債の総額を各社債の金額の最低額で除した数が50を下回る場合⁵)には、社債管理者を設置する必要がない(会社702条但書)。このような社債の場合は、社債権者が自ら社債の管理能力を有している場合がほとんどであり、社債権者が社債権者集会を開催することが容易であり、また会社との交渉によって任意に社債管理者を設置させるように交渉できるため、社債管理者の設置を法的に強制する必要がないと考えられたためである⁶。以上のように、平成5年商法改正以降に新設された社債管理者の強制設置規定は、社債管理者を、社債権者の保護のために社債権者の一種の法定代理人の立場に立って弁済の受領等の権限を行使する者として規定している⁷。

⁴ 葉玉匡美・相澤哲「社債」商事1751号(2005)176頁参照。このため、本稿では社債管理会社と社債管理者を特に区別せず社債管理者として議論を進める。

⁵ 旧商法297条では募集社債の総額を各社債の金額の最低額で除するとされていたが、会社法制定によって単に「社債」の総額を各社債の金額の最低額で除すと規定された。これは、社債の銘柄統合に対応するためである。葉玉・相澤・前掲注(4)176頁。

⁶ 吉戒修一『平成5年・6年商法改正』(商事法務研究会, 1996)270頁, 北村雅史「社債管理会社の義務と責任—利益相反関係を中心として」ジュリ1217号(2002)10頁。

⁷ 北村・前掲注(6)10頁。

次に、社債管理者となった者は、①発行会社及び社債権者集会の同意を得た場合、②社債管理委託契約に定めた事由生じた場合、③やむを得ない事由が発生した場合には、社債管理者を辞任することができる（会社711条各項）。もっとも、社債管理者の設置が強制されたため、社債管理者の不在が生じることは適切ではないことから、辞任しようとする社債管理者は、①同意を得て辞任する場合には後継の社債管理者を定めなければならない、また、②社債管理委託契約に定めた辞任事由が生じた場合であっても、後継の社債管理者に関する定めがない場合には辞任することはできないとされている（同条2項但書を参照）。

社債管理者は、社債権者のために社債の管理を行う権限として、①社債権者のために社債の弁済を受ける権限、②社債の保全のために必要な裁判上または裁判外の行為をする権限（会社705条1項）、およびこれらの権限を行使するために必要があるとき、裁判所の許可を得て発行会社の業務及び財産の状況を調査する権限を有する（同条4項）。

社債管理者は、以上の会社法上の法定権限のほか、発行会社との間で締結する社債管理委託契約の内容として一定の内容を含む権限を有することが一般的である。社債管理委託契約に基づく社債管理者の約定権限は、主に発行会社の責任財産を維持させること、および発行会社の財務情報を調査、収集して発行会社の財産に影響のある事項を監視するために必要な権限が含まれており、コベナンツ条項として標準化されている⁸。代表的な権限を定めた条項としては、たとえば、資本金や格付けの維持など財務状況を維持させ、定期的に財務状況の報告・開示を求める権限、発行会社の社債以外の債務について担保の設定を認めない権限、期限の利益喪失事由として一定の事由が発生する場合に自動的に社債の期限の利益を喪失させる権限や、社債管理者の判断で期限の利益の喪失を宣言することを認める権限、さらに、社債管理者の管理している社債以外の債務について、発行会社が期限の利益を喪失すれば、それに連動して、当該社債の期限の利益も喪失させる宣言をする権限を定めるもの（クロスデフォルト条項と呼ばれる）などがある。

社債管理者の義務については、以下のような会社法上の規定がある。社債管理者は、社債管理のための権限を行使する際に、社債権者のために公平かつ誠実に、善良な管理者の注意をもって社債の管理を行わなければならない（会社704条1項2項）。ここで、公平誠実義務（会社法704条1項）とは、社債の管理にあたり、社債権者を社債の内容及び種類に応じて公平に扱う義務である公平義務と、社債管理者が、社債権者の利益に優先して自己または第三者の利益を優先してはならないことを内容とする誠実義務を指すと理解されている⁹。社債管理者の義務については、会社法に規定された「法定権限」の行使の際に、公平誠実義務・善管注意義務を負うことには争いがないものの、コベナンツ条項等によって規定された「約定権限」の行使についても、会社法に規定された善管注意義務を負うか否かについては、学説上の争いがある。この点については次章の学説の項目で検討する。

⁸ 大垣・前掲注(2)216頁。

⁹ 神田秀樹「社債管理会社の公平誠実義務」金融法務研究会(編)『社債管理会社の法的問題』(2004)32-33頁。

社債管理者が会社法上の義務に違反し、または、社債管理者が社債権者集会の決議に違反する行為をした場合、当該社債管理者は、社債権者に対して、義務違反または決議違反によって生じた損害を賠償する責任を負う（会社 710 条）。損害賠償責任の規制の背景には、次のような事情がある。すなわち、社債管理者に就任する者が発行会社のメインバンクであるという現状の下では、発行会社の財務危機の場合に社債権者と社債管理者の利益相反が尖鋭化し、社債管理者が社債権者の犠牲のもとに自己の債権回収を行う恐れが生じる。このため、会社法は、①発行会社が社債の償還や利息の支払いの不履行をした場合、または、②発行会社の支払い停止前 3 か月以内に、(1)発行会社の社債管理者への債務について発行会社が担保を提供または債務の消滅に関する行為をした場合、(2)当該社債管理者の債権につき社債管理者や社債管理者の親子会社が弁済の受領等をした場合、(3)社債管理者が発行会社との間で相殺適状を作り自己の債務を相殺する場合、社債管理者の弁済の受領等により社債権者が受けた損害については、誠実義務違反の立証責任を社債管理者側に転換している（710 条 2 項）。

このうち、(2)および(3)の規定については、平成 17 年会社法の制定時に新設された規定である。立案の背景には、発行会社がデフォルトに陥る事例が増加し、社債管理者と社債権者の利益相反関係が尖鋭化する事態が現実問題となっていることが考慮されたとする説明がなされている¹⁰。

このように、社債管理者の損害賠償責任規定は、社債管理者と社債権者の利益相反が先鋭化した場合に、誠実義務違反および因果関係の立証責任を社債管理者側に転換した、損害賠償の特則として定められているものである。すでに検討したように、社債管理者は、社債管理委託契約に定めた事由の発生を理由に辞任することができる（711 条 2 項本文）。社債管理者の地位で 710 条の規定する利益相反行為を行うと誠実義務違反がないことの立証責任を負うため、社債管理者が、710 条の責任を回避しつつ自己の貸付債権等を回収するために、社債管理者を辞任したうえで同様の行為を行う恐れがある。このように、社債管理者であったものが辞任によって社債権者の利益を害することを防ぐため、会社法は、社債管理者を辞任した者に対して一定の責任を負わせる規定を準備している（会社法 712 条）。

このように、会社法の社債管理者に関する規定は、社債管理者に対して専ら社債権者を保護する機能を期待しているものといえる。序論で述べた社債管理者の利益相反問題の適切な調整との関係では、会社法は、メインバンクなど発行会社に対する貸付債権者を欠格要件としておらず、銀行に対して社債管理者となる資格を認めている点が注目される。のちに検討するように、学説の一部は、社債権者と利益相反関係に立つ可能性の高い銀行に対して社債管理者の資格を認めることに反対していた事情¹¹を考慮すると、会社法の立案の際には、社債権者と社債管理者との間に利益相反関係が生じること自体を抑止しようとする立場は

¹⁰ 葉玉・相澤・前掲注(4)177 頁。

¹¹ 吉戒修一「平成五年商法改正法の解説〔8〕」商事 1332 号(1993)26-27 頁、
前田庸「平成五年商法等の改正要綱について〔中〕」商事 1316 号(1993)15-18 頁。

採用されなかったといえることができる。むしろ、会社法は、公平誠実義務や善管注意義務を規定することや(会社 704 条)、社債管理者に対する損害賠償責任について証明責任を転換することを規定して(会社 710 条)、社債管理者と社債権者が利益相反関係に立つ場合であっても、実際に社債管理者が利益相反行為に出ることを抑制することで、社債管理者の利益相反問題に対応していると考えられることができる。

第 2 節 本稿の課題の背景 — 学説・実務におけるこれまでの議論

従来、社債管理者の行為を適切に規制することを問題とする学説の議論は、平成 5 年商法改正の時期を中心に、強制設置規定を置くことの是非や、社債管理者の資格を社債権者と利益相反関係に立ちうるメインバンク等の銀行に認めるべきか等の社債管理者の資格をどのような者に認めるかについて行われてきた。

まず、強制設置規定の是非については、社債管理者の強制設置規定を置く理由として、無担保社債の発行の増加により発行会社のデフォルト時における社債権者の利益保護が十分になされていないことが問題視されるようになり、従来の社債権者による自治的管理機関である社債権者集会を通して社債権者の利益保護を図る方法から、主に英米法諸国で採用されている信託の法理を利用して専門の受託会社に社債の管理をゆだねる方法に変更することが合理的であるとする見解が有力であったという事情がある¹²。

もともと、専門的な受託会社として社債管理者を新設するとしても、社債管理者の設置を強制することの当否には争いがあった。

強制設置を肯定する見解は、その理由を、平成 5 年商法改正により社債発行限度の撤廃を行うことと関連させて、社債発行限度の撤廃により社債権者の保護が手薄になるため、社債管理者の強制設置やディスクロージャーの充実を行うことで社債権者の保護を行う必要があることに求めていた¹³。これに対して、平成 5 年商法改正前は、メインバンクが、任意の機関ではあるものの、社債募集の受託会社として起債の仕組みに関与しており、こうした関与に対して社債市場の効率化を阻んでいるとする批判がなされていた事情から、社債管理者の強制設置によりメインバンクによる関与を法的に承認することには有力な批判がなされていた。強制設置規定に批判する見解は、メインバンクの関与により社債発行のコストが高まることや、社債管理者の有無は市場原理の下で利率等の社債発行条件に反映され、投資者がこれを踏まえて投資するシステムとすることが好ましいことなどを主張するものであった¹⁴。

結局、平成 5 年商法改正により社債管理者の設置は強制された。改正法がこうした立場を

¹² 鴻常夫『社債法の諸問題 I』(有斐閣、1987)148 頁。

¹³ 前田・前掲注(11)10 頁、鴻・前掲注(12)148 頁。

¹⁴ 神崎克郎「社債法の整備と改善について」鴻常夫(編)「社債法改正の論点」別冊商事 95 号 (1987) 29 頁。

採用した理由としては、仮に社債管理者の設置を任意規定とすると、財政基盤の安定しているいわゆる優良企業は社債管理者を設置して社債を発行し、他方でそうではない会社は社債管理者を設置せずに社債を発行することになり、社債権者保護の見地から好ましくない結果を生じることになることが懸念された様子である¹⁵。このように、社債管理者の設置義務の強制規定については、社債発行限度の撤廃の代償措置として導入された経緯があるため、社債発行限度の撤廃が支障なく定着した平成 5 年の時点においては、一定の条件のもとに社債管理者の設置を任意として市場原理にゆだねる時期に差し掛かっていると見る見解も提示されていた¹⁶。

次に、社債管理者の資格については、社債権者と利益相反関係に立つ者に社債管理者の地位に立つこと自体を禁止する規律を導入することの是非が議論された¹⁷。上述のように、日本では社債発行会社のメインバンクが社債管理者となることが通例化していた。メインバンクは発行会社に対して融資枠を設けて適宜貸付を行うことが一般的であるため、貸付債権を有するメインバンクが社債管理者となることによって、社債管理者たるメインバンクが、発行会社に対する自己の債権の回収を優先することで社債権者の利益を損なうことが懸念された。こうした懸念の背景には、社債管理者制度のモデルとなったアメリカ信託証券法において、社債管理者に相当する受託者に利益相反関係が生じた場合には、受託者は利益相反関係が生じたことを確認してから 90 日以内に当該利益相反関係を解消するか、受託者の地位を辞任しなければならないとする規定が置かれている(信託証券法 310 条(b)項)ことの影響があったものと考えられている。

他方で、メインバンクの社債管理者就任には、メインバンクの地位を利用して発行会社の財務状況を把握し、期限の利益喪失宣言の時期を遅らせるなど約定権限を柔軟に利用しつつ、救済融資を実施するなど、発行会社の再建を図ることで社債権者の利益を確保するというメリットもある¹⁸。平成 5 年商法改正は、後者の見解を採用し、社債管理者となる資格を有する者から銀行を除外せず、また、辞任の事由として社債管理者に利益相反関係が生じたことを規定しなかった。改正法は利益相反問題への対応として、社債管理者は社債権者に対して社債の管理につき公平誠実義務および善管注意義務を負うこととし、義務違反があれば損害賠償責任を負うとして、さらに社債権者と社債管理者が利益相反関係にある場合に、社債権者のために裁判上または裁判外の行為をする必要があるときは、社債権者集会の請求により裁判所が特別代理人を選任するという規定を置き、利益相反問題の手当てをした。

以上のように、平成 5 年商法改正時の議論を通して、社債管理者は専ら社債権者の利益保護のための機関として設置が強制されたこと、および、社債管理者が発行会社のメインバンクであることを前提として、発行会社の財務危機時に社債権者の利益を保護するために、メ

¹⁵ 前田・前掲注(11)11 頁。

¹⁶ 前田・前掲注(11)11 頁。

¹⁷ 吉戒・前掲注(11)26-27 頁、北村・前掲注(6)12 頁。

¹⁸ 北村・前掲注(6)12 頁。

インバンクの能力を活用して、裁量的な救済融資等を行うことが期待されていた事情が窺われる。

平成 5 年商法改正後、社債管理者の利益相反問題についての議論は、社債管理者の有する権限や公平誠実義務、善管注意義務など義務内容を明確にすることが目指されてきたものといえる。まず、社債管理者制度は上述したように、発行会社の財務危機時において社債管理者の裁量的行動を期待するものであると考えられるところ、法文の公平誠実義務の規定内容が抽象的であるため、社債管理者は救済融資等の裁量的行動が失敗した場合、社債権者のためになると思って行動した場合であっても事後的な責任追及がなされる可能性がある。こうして、社債管理者の裁量的行為が、公平誠実義務の内容の不明確性ゆえに、大きなリスクを伴うことから、社債管理者が予想外の広範な責任追及をおそれて裁量的行為に出ることを躊躇している事態が現に生じているとされている。学説では、こうした状況を問題視して、社債管理者と同様の機能を有するアメリカ信託証券法の受託者の規定を参考に義務内容の明確化が検討されてきた¹⁹。

他方で、社債管理者の実務では、社債管理者の利益相反問題に対応するために、以下のような工夫がなされるようになった。

第一は、誠実義務違反を除去するための仕組みとして銀行の貸付部門と社債管理部門の間に情報障壁(「チャイニーズ・ウォール」)の設置を普及させる慣行を普及されるというものである²⁰。こうした実務の背景には、情報隔壁を設置することで、社債管理部門が社債の管理上取得した発行会社の情報と、貸付部門が貸付の際に取得した発行会社の財務情報とを遮断することで、貸付債権者としての自己の利益を考慮せず社債の管理を行い、社債権者との間の利益相反行為を予防できるという考えに基づく²¹。もっとも、こうした情報障壁を設ける実務慣行に対しては、利益相反行為を防止する効果があることは認められるとしても、貸付部門が得た情報を社債管理部門が利用できなくなることにより、発行会社の財務情報に精通した専門家として、発行会社の財務危機時に裁量的行為を行うことができなくなってしまう問題があるとする批判がなされている²²。

第二は、メインバンクが社債権者と利益相反関係に立つこと自体を回避する方策として、会社法上の社債管理者ではない「財務代理人」となって社債管理を行う実務慣行の普及である²³。財務代理人の任務は、発行会社との間の契約により社債の利息配分など事務的事項に限定されており、社債権者に対して会社法の公平義務や誠実義務を負わない。このため、財

¹⁹ 黒沼悦朗「社債契約と社債管理会社」金融法学会編『金融法研究・資料編(19)』(2003), 8 頁以下,

森まどか『社債権者保護の法理』(中央経済社, 2009)201 頁以下参照。

²⁰ 森・前掲注(19)211 頁。渡邊雅之＝八木俊則「金融機関のチャイニーズ・ウォール規制－諸外国における規制・裁判例を参考に－」金融法務事情 1840 号(2008)18 頁, 25 頁。

²¹ 黒沼・前掲注(19)12 頁。

²² 北村・前掲注(6)12 頁。黒沼・前掲注(19)11-12 頁。

²³ 松尾・前掲注(1)100 頁。会社法 702 条但書の例外規定を用いる。なお、社債管理者設置の例外規定の内容の妥当性についても議論がなされている。

務代理人は、財務危機時に自己の債権を優先して回収しても利益相反問題は生じないと解されている。他方で、財務代理人の任務は事務的な内容の管理を行うことであるため、社債権者の利益のために発行会社の財務状況を適宜判断して柔軟な対応をすることは想定されていない²⁴。財務代理人が普及したのは、財務上デフォルトの懸念の少ない発行会社や機関投資家等にとってデフォルトへの懸念は小さいため、任務内容に裁量性のある社債管理者を設置する必要がほとんどないことや、内容の不明確な義務を課されるために社債の管理業務の幅が広がり管理手数料を高める要素になっていることから、事務的な社債管理のみを行う機関が求められたという事情があるとされている²⁵。

このように、実務において会社法上の義務の内容が懸念される背景には、公平誠実義務や善管注意義務の内容に関する学説の議論の影響があるものと思われる。すなわち、社債管理者が社債の管理について負う義務の内容については、会社法 704 条が公平誠実義務(1 項)と善管注意義務(2 項)を分けて規定していることや、710 条 2 項但書が損害賠償規定の特則として義務違反の場合には社債管理者に証明責任が転換されると規定していることなど、会社法の規定を根拠として、公平誠実義務と善管注意義務が異なる内容を持つものとする議論が展開されている²⁶。こうした議論では、公平誠実義務という用語法が担保付社債信託法における募集の受託会社の義務(改正前担信法 68 条)に由来することが指摘されており、社債管理者の公平誠実義務に信託法上の信認義務を認める可能性が示唆されている。具体的には、救済融資を行う際に社債管理者が自己の債権について社債権者よりも優先順位の高い担保権を設定した場合、社債管理者は誠実義務の一内容である信認義務違反に該当する可能性があることについての議論がなされている²⁷。貸付や担保の設置につき著しい不注意がある場合を除くと、社債管理者のこうした行為が善管注意義務に該当することは考えにくい。社債管理者の誠実義務の内容に信託上の信認義務を認めることによって社債管理者の行為が義務違反となる余地が生じることになる。

社債管理者の誠実義務の内容として信託法上の信認義務を認めるとする議論は、社債管理者の強制設置の模範となったアメリカ信託証書法においても議論されていた問題であり、日本においても平成 5 年商法改正の際に社債管理者制度を新設した当初からなされていた²⁸。さらに、後述するように、いわゆるバブル不況の後始末の問題として、経営不振に陥った会社の社債管理者であった銀行が、当該会社の再建に失敗した後に、社債権者から誠実義務違反によって損害賠償責任を追及された事件も実際に生じている(名古屋高裁平成 21 年 5 月 28 日判タ 1336 号 191 頁を参照)。こうした学説の動向や裁判例の影響もあり、実務では社債発行コストを抑えられる財務代理人を設置する慣行が普及し、2010 年に発行された

²⁴ もっとも、財務代理人となる者が発行会社のメインバンクである場合、会社の財務危機時に緊急融資等を行うことが社債権者の利益になることは十分に考えられる。

²⁵ 松尾・前掲注(1)102 頁参照。

²⁶ 江頭憲治郎(編)『会社法コンメンタール 16』(商事法務, 2010)139 頁(藤田友敬執筆)。

²⁷ 神田・前掲注(9)35-36 頁。

²⁸ 鴻・前掲注(12)148-149 頁, 江頭・前掲注(3)372 頁。

公募社債 456 銘柄のうち、会社法の設置強制の例外規定を利用した銀行社債などの不設置債 35 銘柄（8%）を除くと、社債管理者設置銘柄は 92 銘柄（20%）であるのに対して、財務代理人設置債（FA 債）は 32 銘柄（72%）にとどまっているのが現状である²⁹。

以上のように、社債管理者の強制設置が実施された後の主な問題は社債管理者の義務の内容である。社債管理者の負う義務内容が不明確性であることから、広範な責任追及の可能性が生じ、こうしたリスクが社債管理者の管理手数料を割高とする要因とみなされるようになった。このため、会社法は社債管理者設置の強制を原則としているものの、実態においては原則と例外が逆転した状況が生じている。

第 3 節 本稿の問題提起

以上で検討してきた学説の議論や実務の慣行に対しては、次のような疑問が残る。

まず、第一の疑問は、学説や実務の議論が社債管理者の任務内容に幅があることを考慮せずに公平誠実義務の内容を議論している点である。学説のなかには、社債管理者制度の設置経緯や会社法の公平誠実義務規定と善管注意義務規定の規定方法から、公平義務・誠実義務を一種の信託上の義務と解釈するものもある。しかし、現在の社債管理者に対して期待される役割は、平成 5 年商法改正時に想定されたような、自ら自身の利益を保護することのできない社債権者を保護するために裁量的な行為を通して発行会社の財務危機に対処する社債管理者だけではない。実際には、そのような財務危機のリスクの小さい発行会社や自ら自身の利益を保護できる機関投資家などを中心に、事務的な任務に限定された権限を持つ社債管理者へのニーズが高まっているのが現状である。こうしたニーズの表れとして、会社法の社債管理者ではなく、限られた事務的な任務を行う財務代理人の実務が浸透しており、現状では起債される社債の大半が FA 債となっている。こうした現状を踏まえると、社債管理者に対して、会社法の誠実義務の内容を、信託上の高度の義務に相当する内容として一律に解釈することは、適切ではないということが指摘できる。

他方で、財務代理人を設置する慣行が普及していることに対しては、実務上の評価として、次のような問題が指摘されている。財務代理人は、社債発行会社の財務危機時に、自身の貸付債権を優先回収しても、会社法上の義務違反には当たらないと考えられている。このため、財務代理人の設置されている発行会社において万一のことが生じた場合には、社債権者は、メインバンクの助けを受けることができなくなる。つまり、メインバンクの助けを受けることなく、自身の社債権について保全をしなければならないことになるのである。このため、投資家保護の観点からこうした慣行の普及は問題であるとする見解も提示されている³⁰。

以上の状況を踏まえると、現在の社債管理者の義務内容を検討するうえでは、社債管理者

²⁹ データの引用元は、大崎貞和「資金調達方法の多様化」江頭憲治郎(編)『会社法の基本問題』(有斐閣, 2011)453 頁を参照した。

³⁰ 大崎・前掲注(28)454 頁では、実務家の観点からこうした指摘がなされている。

の置かれた現実の状況に対応する必要があることが指摘できる。つまり、裁量的な行動を行う社債管理者から事務的な任務のみに専念する社債管理者まで、社債管理者の任務内容には幅があることを前提とした議論をする必要がある。そうした社債管理者の任務の多様性に対応して、当該任務を行うに際して、社債管理者に対して課される義務の内容を解釈する必要があると思われる。

第二の疑問は、社債管理者の利益相反問題に対して学説・実務の議論が断片的な利益相反問題だけを念頭に置いている点である。すなわち、社債管理者の資格要件の議論と情報隔壁による実務の対応はともに、社債管理者と社債権者の利益対立の局面のみを念頭に置いたものであり、同一発行会社の複数回の社債を管理する社債管理者が特定回の社債権者を有利・不利に扱うことに起因する社債権者間の利益対立を考慮していない。こうした社債管理者および一部の社債権者の利益とほかの社債権者の利益の利益対立は、社債管理者を介した社債権者間の利益対立であり、直接的には社債管理者の利益相反問題には含まれないと考えることも可能である。

もっとも、これらの社債管理者が関係する利益相反問題はいずれも、日本の実務慣行において社債発行会社のメインバンクが社債管理者に就任することによって生じた利益相反問題である。また、社債管理者の義務として会社法が規定している公平義務の内容が問題となるのは社債権者間の利益相反問題が生じて、社債管理者の対応により不利益を受けた側の社債権者が社債管理者の義務違反を追及する場合であると考えられるため、実質的には社債管理者と一部の社債権者の対立の問題として、社債管理者の利益相反問題の中で検討することも考えてよいと思われる。このように社債管理者と一部の社債権者の利益対立の問題を利益相反問題の中で検討することを通して、学説等によって内容が不明瞭であると指摘されていた公平義務についても、その内容を具体的にしていくことができると思われる。

以上の観点を基本として、社債管理者の利益相反問題を適切に調整する方策を検討していく。本稿の視点は、①利益相反問題は様々な主体の利益対立の場面があること、および、②社債管理者の任務内容は社債権者や発行会社との関係に応じて変化しうることを考慮することを通して社債管理者の利益相反問題をとらえ直すというものである。社債管理者の負担する義務の内容について、利益相反関係を生じさせる当事者の関係性や任務内容ごとに、検討していく。

そして、以上の問題意識に関連する問題も検討していく。例えば、社債管理者となる銀行の内部に、情報隔壁等を設けるといった実務の対応について、その適否を検討していく。こうした利益相反問題に付随する問題についても、当事者間における多様な利益相反の局面ごとに、どのような場面において利益相反規制が適切に機能するのか、また、どのような場面において当該利益相反規制に不十分な点があるのかという点を、検討していく必要があると思われる。

また、社債管理者の強制設置規定の是非やこうした規制の見直しについても、平成 5 年商法改正時において、どのような場合に社債管理者の設置を任意としてよいかなどという

点について、問題提起がなされてきた。本稿では、こうした議論についても検討していく。こうした問題についても、社債管理者の任務内容や発行会社の財産状況、社債権者の管理能力等を考慮して利益相反関係を見直す視点から、その条件を検討する必要があるように思われる。本稿では、このような問題意識の下で、社債管理者の利益相反問題を適切に規制する方策や関連する諸問題を検討することを目的とする。

第4節 検討の順序

本稿は、これまで述べてきたように、社債管理者の利益相反問題の適切な調整の方法を検討することを目的としている。本稿の検討に際しては、社債管理者が社債権者の利益を犠牲にして自己の利益を図るといった利益相反問題の類型に加えて、社債管理者が一部の社債権者の利益を優先してほかの社債権者の利益を優先する類型の利益相反問題も検討対象に含めて社債管理者の利益相反問題を考える。こうした社債管理者の利益相反問題はいずれも、メインバンクが社債管理者に就任することに起因していることはすでに検討してきたとおりである。

また、社債管理者の利益相反問題を論じる際には、発行会社のメインバンクたる社債管理者に対して、一方では社債権者の利益のために発行会社の財務危機時において積極的な行動を求める要請があり、他方ではこうした財務危機時の対応を想定せず、社債管理者に対して利息の配分など事務的な社債の管理のみを求める要請があるなど、社債管理者に期待される役割には多様性があることを考慮したうえで、社債管理者の任務に対応した権限および義務が想定できることにも注意して検討する。

第2章では、日本の社債管理者制度に関する先行研究の調査・整理を行い、現在の学説が社債管理者に関する会社法の規定の不明確性が社債管理者の裁量的行動の妨げとなっていることを問題視している状況を明らかにする（第1節）。その後、学説が論じてきた社債管理者の利益相反問題が実際に争われた裁判例を検討し、これまで裁判例により社債管理者の公平誠実義務や善管注意義務の内容がどのように判断されてきたかを明らかにする（第2節）。このように社債管理者に関係する学説・裁判例を一通り検討したのち、利益相反問題一般について、近年の民事法の学説が検討している忠実義務の議論を参照することを通して、こうした民法の忠実義務に関する議論から社債管理者の利益相反問題に対する示唆を得る可能性があることを指摘する（第3節）。

次に、第3章では、日本の社債管理者制度の模範となったアメリカ信託証券法について検討する。まず、アメリカ信託証券法の沿革および規定の内容について概説する（第1節）。その際、アメリカにおいては、信託証券法の受託者が発行会社のデフォルト前後によって法的地位が異なるものと理解されており、そのことを根拠にデフォルト前後で受託者が異なる法規制を受けていることを指摘する。第2節では、アメリカの裁判例を取り上げ、デフォルト事由発生の前後で受託者の法的地位が異なることを根拠として、社債の受託者の義務

を検討していることを明らかにする。第 3 節では、信託証書法制定以来のアメリカの学説を検討し、学説が受託者の法的地位や受託者の任務の内容を根拠として受託者の義務の内容を導いていたことや、最近の学説が、信託証書法の下では受託者の裁量的行動が行われにくいことを問題視して、信託証書に受託者の裁量的な権限を強化する内容を持つ条項を導入することを提唱している状況を明らかにする。第 4 節では、アメリカにおける利益相反問題の議論を検討し、受託者が信認関係上の義務を負う場合を考慮する際に、受託者の任務内容の専門性や任務の結果の影響を考慮していることを明らかにして、こうした議論が信託証書法の受託者の義務を考える際に有用であることを指摘する。

最後に、第 4 章では、アメリカの信託証書法の受託者制度の特徴を整理したうえで、日本の社債管理者制度に対して示唆を得ることを目的とした検討を行う。そこでは、主に会社法の公平義務・誠実義務の解釈を検討し、日本の民法の議論やアメリカの受託者の議論を参考にして、社債管理者の任務内容に対応して社債管理者の義務の内容を考慮する方法を検討することや、日本の学説が指摘する会社法の問題点を整理したうえで、立法論によって解決されるべき問題について、アメリカの信託証書法の規定を参考にした立法の提案を行うことが目的である。

第2章 日本における利益相反問題に関する議論

第1節 社債管理者の利益相反問題に関する先行研究

序章で概説したように、平成5年商法改正により社債管理者制度が新設され、社債管理者は、法定権限として、社債権者のために社債の弁済を受ける権限、社債の保全のために必要な裁判上または裁判外の行為をする権限、および、これらの権限を行使するために必要があるとき、裁判所の許可を得て発行会社の業務及び財産の状況を調査する権限を有するほか、発行会社との間で締結した社債管理委託契約の内容として規定された期限の利益喪失宣言に関する権限などの約定権限を有する。以上の法定権限の行使につき会社法上の善管注意義務および忠実義務を負うことは会社法上明らかであるものの、約定権限の行使につき法律上の責任を負うか否かについては学説上の争いがあった。社債管理者は、平時には約定権限に基づき発行会社の財務状況を調査・監督する任務を行い、発行会社が財務危機に陥った場面では社債管理委託契約に定められた期限の利益喪失の権限や担保付の融資の実施などの対応を行うことが一般的である。社債管理者の約定権限行使に対して会社法上の善管注意義務が及ぶかという議論は、後者の社債管理者と社債権者との利益相反問題が顕在化する場面についてのものが中心であり、利益相反問題の適切な規制を行うための法規制である善管注意義務の及ぶ範囲を明確化しようとするものである。そこで、本稿では、社債権者と社債管理者との間の利益相反問題の規制を検討する端緒として、善管注意義務の及ぶ範囲を巡る学説の議論を検討していく。

第1款 会社法上の善管注意義務の及ぶ範囲

平成5年商法の規定下では、社債管理者は社債権者に対して公平誠実義務および善管注意義務を負うことを法定しているものの（旧商法297条ノ3）、この法定義務は、コベナンツなどで規定された約定権限の行使に対しては及ばないとする理解がなされていた³¹。もっとも、約定権限には、期限の利益喪失宣言など社債権者の重大な利害に関する権限が含まれているため、社債管理者に何らかの形で社債権者に対して公平誠実義務および善管注意義務を負わせることが望ましいとする考えにより、実務上、社債管理委託契約の文言中に、社債管理者が約定権限を行使することにつき社債権者に対して公平誠実義務および善管注意義務を負う旨の規定を盛り込むことで対応されてきた。しかし、社債管理委託契約はあくまで社債管理者と発行会社間の契約である以上、社債管理者が義務を負う相手は契約の相手方である発行会社であり、約定義務の違反が法定義務の違反に該当する場合に限り社債管理者が社債権者に対して義務違反の責任を負うとする解釈も成り立ちうるということが指摘されるなど、約定権限の行使につき社債管理者が負う義務の内容については不明確性が残って

³¹ 黒沼・前掲注(19)10頁。

いた³²。こうした不明確性は会社法制定時に問題視され、会社法では「社債の管理」には約定権限の行使が含まれることを前提にして規定が設置された旨の解説がなされている³³。こうして、学説の議論および会社法の立法により、社債管理者の義務は約定権限の行使に対しても及ぶようになったと解されるようになり、社債管理者の社債権者保護のための機関としての性格が一層明確になったものといえることができる。

もっとも、社債管理者の義務の範囲が明確になったものの、社債管理者の義務および責任の内容は明確ではないことが指摘されている。森まどか教授は、社債管理者の役割が拡大しそれに伴い義務および責任の範囲が広範なものとなったにもかかわらず、義務の内容が不明確であることにより、社債管理者に責任発生危険性が高まるため、社債管理者の権限が社債管理委託契約に定められず、または免責規定により責任が排除される可能性を指摘され、社債管理者の責任が不明確であることは法律関係の法的安定性・予測可能性に欠けるとして問題視されている³⁴。また、実務家からも同様の指摘がなされており、社債管理者は社債権者集会の決議を経ずに訴訟や倒産手続きに関する行為をなしうるにもかかわらず、その際の行動準則が単に「公平かつ誠実に」「善良な管理者の注意をもって」社債の管理を行うというものであり、具体性に欠けるとする批判がなされている³⁵。

以上の義務および責任内容の不明確性の問題に対応して、学説では社債管理者の義務および責任内容の明確化についての議論がなされてきた。社債管理者が社債の管理につき負担する会社法上の義務は、社債管理者と社債権者の利益相反問題を調整する法規制であるため、利益相反問題の規制を検討するうえではこうした会社法上の義務の内容を詳細に検討する必要がある。そこで、以下では会社法の規定内容に即して、これまでの学説の研究内容を調査・整理していく³⁶。

第2款 公平誠実義務について

序章で述べたように、会社法の公平誠実義務とは、社債の管理にあたり、社債権者を社債の内容及び種類に応じて公平に扱う義務である公平義務と、社債管理者が、社債権者の利益に優先して自己または第三者の利益を優先してはならないことを内容とする誠実義務からなると理解されている。もっとも、社債権者を社債の内容及び種類に応じて公平に扱うとはいかなる内容を有するのか、異なる種類・内容の社債の社債権者の取り扱いの場面で学説上の議論がなされている。

³² 黒沼・前掲注(19)10頁。

³³ 葉玉・相澤・前掲注(4)177頁。

³⁴ 森・前掲注(19)201頁。

³⁵ 吉川浩史・磯部昌吾「米国債券市場における社債権者邦語の仕組み」資本市場クォーターリー2010、11頁以下。

³⁶ 以下のように社債管理者の義務について整理した文献として、森・前掲注(19)203頁以下がある。

まず、会社法の公平義務の内容として、社債管理者は異なる種類の社債の社債権者をできるだけ公平になるように社債の管理を行う義務を負うとする見解がある³⁷。この見解は、同一の種類 of 社債権者の公平な取り扱いと、異なる種類の社債権者の公平な取り扱いの双方が、会社法の公平義務によって要求されていると理解するものである。この見解によると、利率や償還期限の異なる複数の種類の社債権者を公平に扱うということの具体的な内容が判然としないため、社債管理者に対して要求されるのは、社債管理者による複数の社債権者に対する取り扱いがなんらかの合理性を有していることを証明できる状態にしたうえで社債を管理することであると考えられている³⁸。こうした見解のもとで公平義務違反の問題が生じるのは、発行会社が財務危機等に陥った場合に、社債管理者がある種類の社債の償還のみを行う場合や、ある種類の社債に対してのみ担保を設定する場合であって、そのような管理の仕方何らかの合理性があることを説明できないような場面が考えられる。もっとも、社債の種類が異なれば社債権者間の利害も異なるため、どのような管理に合理性があるかをはっきりさせることは難しく、社債管理者がどのように行動すればよいかかわからず身動きが取れなくなる恐れがあることも指摘されている³⁹。

こうした見解の背景には、公平義務が沿革上、担保付社債信託法 68 条に由来する義務であり、担信法上の受託者は同種の複数の受益者であるか利益の異なる複数の受益者であるかを問わず公平義務を負うと解されているという事情がある⁴⁰。もっとも、信託上の受託者の公平義務は、一つの信託の下で利益の異なる複数の受益者を扱う場面を想定しているため、異なる社債管理委託契約のもとで複数の種類の社債権者の社債を管理する社債管理者の場合とは、想定している場面が異なる。このため、こうした見解に対しては、必ずしも信託の受託者に沿って社債管理者の公平義務を解釈する必要はないとする指摘がなされている⁴¹。

次に、会社法の公平義務は、社債管理者に対して、同じ種類の社債の社債権者を公平に扱うことのみを要求しており、異なる種類の社債権者間の公平な取り扱いの問題は誠実義務の問題であるとする見解がある⁴²。この見解によると、社債管理者は、公平義務により、発行会社の社債募集事項に特別な定めがある場合を除いて同じ種類の社債権者の全員を公平に取り扱うことになる一方で、自己または第三者の利益を社債権者の利益に優先してはならないとする誠実義務により、「第三者」に該当するほかの種類 of 社債権者の利益を、ある種類の社債権者の利益に優先してはならないことになるため、誠実義務によって異なる種

³⁷ 北村・前掲注(6)17頁。

³⁸ 森教授は、こうした見解について、公平義務の実質的要件を手続的要件に変容させたものとする指摘をしている。森・前掲注(19)206頁を参照。

³⁹ 神作「社債管理会社の法的地位」205頁。

⁴⁰ 森・前掲注(19)207頁。

⁴¹ 森・前掲注(19)207頁。

⁴² 神田・前掲注(9)33頁。

類の社債権者の公平が図られるとしている⁴³。会社法の規定では公平義務・誠実義務は同列に規定されており、違反した場合に効果も同様である。このため、誠実義務の適用により異なる種類の社債権者の公平が要求されると考えるという見解は、実質的には、上述した公平義務を異なる種類の社債権者間に適用する見解と同じことを言っており、両見解を区別して論じる実益に乏しいとも考えられる⁴⁴。

もっとも、誠実義務違反を判断する際において、(1)社債管理者が実質的に自己の利益を優先した場合と、(2)自己の利益とは無関係の第三者の利益を優先した場合とでは、裁判所が事後的に社債管理者の責任を判断する際の判断基準が異なるとする見解もある⁴⁵。具体的には、(2)の場合には、(1)の場合と比べて社債管理者の裁量の幅を広く認め、よほど不合理な取り扱いでない限り社債管理者の責任を認めない旨の判断がなされるといわれている。こうした見解は、株式会社の取締役の忠実義務の議論におけるいわゆる「異質説」を引き合いに出して論じられており、社債管理者が特定の種類の社債権者の利益を優先するインセンティブを有するのは(1)の場合に限られるため、この場合は誠実義務違反によって処理すべきであり、(2)の場合は各種類の社債権者に対して社債管理者が負う善管注意義務を果たせば、社債権者が公平ではない扱いがなされたと主張しても、社債管理者はその責任を負わないと考えている⁴⁶。

この見解は、要するに、社債管理者と社債権者間の利害関係の有無によって社債管理者の責任が異なることを指摘するものである。そして、誠実義務違反の責任と善管注意義務違反の責任では裁判所による事後的な介入の程度が異なることを前提としたうえで、(2)の場合には社債管理者の裁量の幅を認めることが指摘されている⁴⁷。社債管理者が実質的に自己の利益を優先した場合である(1)の場合の責任については誠実義務違反として処理され、社債管理者の裁量の幅は相対的に狭くなることが示唆されていると思われる。もっとも、社債管理者が実質的に自己の利益を優先したといえる場合の誠実義務違反を判断する際の判断基準と、善管注意義務違反の場合の判断基準との間で、どのような相違があるのかという点についての具体的な議論はなされていない様子である。

第3款 善管注意義務について

これまで検討したように、社債管理者がある社債権者をほかの社債権者に比べて有利に

⁴³ こうした見解の背景には、社債管理者がある種類の社債権者のみを優遇することは通常考えられず、そのような優遇があるとするれば、当該種類の社債権者が利益を得ること（たとえば優先的な弁済をうけること）について社債管理者が利害関係を有する場面であるため、そのような場面では誠実義務によって対応できるという実質的な考慮がある。森・前掲注(19)209頁。

⁴⁴ 神田・前掲注(9)33頁を参照。

⁴⁵ 森・前掲注(19)209頁。

⁴⁶ 森・前掲注(19)209頁。

⁴⁷ 森・前掲注(19)209頁。

扱う場合、会社法の規定上は公平義務・誠実義務の問題となるものの、実質的にはそうした扱いが適切な社債の管理であったかが問題となるため、公平義務・誠実義務の判断と善管注意義務の判断が重なることが多い。もっとも、複数の社債権者からの個別の問い合わせに対して社債管理者が一切対応しない場合などを考えると、こうした場合には、公平義務・誠実義務の問題は生じず、善管注意義務の問題は生じうる。以下では、こうした善管注意義務に固有の問題を検討していく⁴⁸。

学説上、社債管理者の善管注意義務の内容に関する議論は、社債管理者の平時の任務として発行会社の財務状況を監督する場面と、発行会社の財務危機時における社債管理委託契約上の権限行使の場面の2つに分けて検討されている⁴⁹。

前者については、メインバンクが社債管理部門と融資部門の情報障壁を設けることについて論じられている。前述したように、情報障壁の設置の主な目的は、社債管理部門が社債の管理上取得した発行会社の情報と、貸付部門が貸付の際に取得した発行会社の財務情報とを遮断することにより、貸付債権者としての利益を考慮せず社債の管理を行い、社債権者との間の利益相反行為を予防することにある。学説のなかには、情報障壁を設けないこと自体は善管注意義務違反に当たらないとするものの、他部門から流入した情報につき、社債管理部門がそれを利用しないことは、善管注意義務違反に当たりうることが指摘されている。同時に、発行会社の業績悪化等の事情がある場合には、情報障壁を設けないことを選択したにもかかわらず、社債管理部門が積極的に財務情報の調査を行わないことが、善管注意義務違反となりうると思われる⁵⁰。以上の見解を前提とすると、社債管理を行う銀行は、情報障壁を設けることにより発行会社の財務情報を得られなかったことにつき善管注意義務違反を免れる余地が生じるため、情報障壁を設けるインセンティブを有することになる。

こうした見解に対しては、メインバンクの情報収集能力に期待して取引銀行を社債管理者の資格から排除しなかった意図に沿わないことを理由に、融資部門と社債管理部門間の情報を遮断すべきではないとする批判もみられる⁵¹。情報障壁を批判する見解は、情報障壁を設置することが善管注意義務違反に当たると主張するものではないため、実際に批判の対象となっているのは、情報障壁を設けたことにより社債管理者が発行会社の調査・監督を行わないことにより社債権者の利益が損なわれることである。このため、社債管理部門から融資部門等への情報流出のみを遮断する障壁を設けることが望ましいとする指摘もなされている。

他方で、発行会社の財務危機時において、社債管理委託契約上の約定権限を行使する場面では、社債管理者は裁量性のある判断を要求される。つまり、社債管理者は、発行会社に対して期限の利益を喪失させて社債の回収を行うことは発行会社を事実上倒産に追い込むか、

⁴⁸ 神田・前掲注(9)34頁。

⁴⁹ 黒沼・前掲注(19)9頁，森・前掲注(19)210頁。

⁵⁰ 黒沼・前掲注(19)11頁以下，森・前掲注(19)211頁。

⁵¹ 北村・前掲注(6)12頁。

社債管理委託契約上の担保付融資を行ってデフォルトを回避するかという高度な判断を迫られる⁵²。社債管理者は善管注意義務を負ってこうした高度な判断を行うため、社債管理者が社債権者のためになると考えて行った行為が結果的に失敗に終わった場合、いかなる判断基準によって善管注意義務違反を判断するかが問題とされている。なお、社債管理者が通常、発行会社のメインバンクであり発行会社に対して貸付債権を有していることがほとんどであるため、こうした財務危機の場面では、社債管理者と社債権者との間の利益相反問題が顕在化し、社債管理者の判断につき、善管注意義務違反のほか誠実義務違反も同時に問題となる。

一部の学説は、善管注意義務の判断基準の問題について、株式会社の取締役の善管注意義務の判断基準である経営判断原則に類似した基準を用いることを主張している⁵³。こうした見解は、会社法が社債管理者の設置を原則として強制していることや、社債管理者の資格を専門的知識のある者に限定していることから、社債管理者の注意義務違反の有無の判断基準を明確にする必要があることを理由に、経営判断原則に類似した基準を用いる政策的な正当性を根拠づけている。この見解に従うと、社債管理者の善管注意義務違反の判断をする際に、裁判所は、社債管理者の判断について、当該判断を行う時点における情報収集および判断方法に合理性があり、また判断の内容に不合理な点がない場合には、社債管理者の善管注意義務違反はないとする審査基準を用いることになる。この見解の実質的な狙いは、経営判断原則の判断方法については、判例および学説により、判断過程の合理性と、判断内容の合理性を審理するとする一般的な理解が確立しているため、善管注意義務の内容の不明確性ゆえに社債管理者が裁量的な判断を行わないことを選択しているという問題に対処できることにあるものと思われる。

これに対して、社債管理者の行う社債の管理は会社経営一般とは異なり、目的が限定されていることや、取締役の経営判断原則が緩やかな基準である背景には、当該基準が、取締役の任務に対する市場によるコントロールなど法定義務以外の規律と一体となっている事情があるため、専ら法定義務によって規律される社債管理者に対して経営判断原則類似の基準を用いるべきではないとする批判がなされている⁵⁴。こうした批判はまた、社債管理者は通常、発行会社に対して貸付債権を有しているため社債権者との間に潜在的な利害対立があるため、経営判断原則類似の基準を採用する前提を欠くことも指摘している⁵⁵。以上のことから、学説の中には、社債管理者の善管注意義務違反の有無の判断基準は、比較的厳格な

⁵² 実務で利用されている社債管理委託契約の文言上、社債管理者が適当と認める担保権を追加して設定したとき、発行会社は期限の利益を失わないとされている。社債管理者が担保の追加的な設定を検討せず、直ちに期限の利益喪失を行うという判断をすることはほとんどないと考えられている。黒沼・前掲注(19)14頁。

⁵³ 森・前掲注(19)213頁以下。

⁵⁴ 藤田友敬「社債の管理と法」公社債引受協会『公社債市場の新展開』（東洋経済新報社、1996年）356頁、北村・前掲注(6)14頁。

⁵⁵ 藤田・前掲注(54)356頁脚注49を参照。

基準に基づき判断すべきであるとする主張ものもある⁵⁶。

第4款 損害賠償規定について

社債管理者の損害賠償責任は、社債管理者と社債権者の利益相反が先鋭化した場合に、誠実義務違反および因果関係の証明責任を社債管理者側に転換した、損害賠償の特則として定められた規定である。発行会社の財務危機時に社債管理者が自己の利益を優先して行う可能性のある行為として、(1)発行会社の社債権者への債務について発行会社が担保を提供または債務の消滅に関する行為をすること、(2)当該社債管理者の債権につき社債管理者や社債管理者の親子会社が弁済の受領等を行うこと、(3)社債管理者が発行会社との間で相殺適状を作り自己の債務を相殺することを挙げており、これらの行為に該当する場合、誠実義務違反がなかったことを社債管理者が証明しなければならないとされている。

こうした規定に対して、学説のなかには、2項但書により社債管理者が免責される要件のうち「誠実にすべき社債の管理を怠らなかったこと」の内容が不明確であることとともに、誠実義務違反がなければ、社債管理者は一切の責任を負わない一方、誠実義務違反があれば社債権者の損害を全額賠償しなければならない、「オール・オア・ノン」の解決⁵⁷であり、発行会社が財務危機状態にある場合の社債管理者は実務上、責任範囲を広く考えて業務に当たらざるを得ないという問題が生じているとして⁵⁸、批判するものがある。

ここで、会社法710条の損害賠償規定が「オール・オア・ノン」の解決とされるのは、アメリカ信託証券法311条における優先的弁済受領禁止の規定において、社債管理者と同様の役割を担う受託者が、発行会社のデフォルトの発生前3か月以内または発生後に、弁済受領等により受領したすべての金額および担保財産を分離して特別勘定に保有したうえで、受託者と社債権者との間で債権額に比例して分配されることとの対比によってである。すなわち、社債管理者が財務危機時の前後一定期間の間に回収した金額を社債権者と社債管理者との間で分配するアメリカの規定と比べると、会社法710条の規定は、発行会社からの弁済受領や担保提供が誠実義務違反と判断された場合は、回収した金額の全額が社債権者に対する損害賠償額として認められる一方、誠実義務違反に該当しないと判断された場合は、受領した金額の全額が社債管理者の元に残る仕組みになっているとみることができるため、社債管理者の回収した金額に対して、社債管理者と社債権者が「オール・オア・ノン」の争いをすることになる⁵⁹。

⁵⁶ 北村・前掲注(6)14頁はこのように主張している。

⁵⁷ 岩原紳作「商法311条ノ2第2項の見直しについて」金融法務研究会編『社債管理会社の法的問題』(2004)39-40頁。

⁵⁸ 社債市場の活性化に関する懇親会「社債市場の活性化に向けた取り組み」(2012)24頁。

⁵⁹ 以上の学説の批判は、会社法710条2項の損害の意義につき、社債管理者が受領した金額を上限として、損害額は社債管理者が当該行為をしなければ得られたであろう金額から社債権者が実際に受け取った金額の差額であるとする見解を前提としている。上柳克郎＝

学説が会社法 710 条の損害賠償責任を問題視する理由は、誠実義務違反の免責要件が不明確であるなかで、このような「オール・オア・ノン」の解決が規定されていることにより、発行会社がデフォルトに陥る危険があると社債管理者が認識しても、積極的に債権回収行動に出るインセンティブが失われる点に求められている。こうした学説は、立法論として、一定の期間に社債管理者が回収した金額をアメリカのように特別勘定に繰り入れて社債管理者・社債権者の債権額で按分することにより、誠実義務違反の有無の判断という社債管理者にとって予測可能性の低い困難な判断を回避することができることを主張している⁶⁰。

財務危機時における債権の回収額を特別勘定に入れて、社債権者と社債管理者の間で按分するというルールにすると、按分の比率が一定の場合には、社債管理者は、発行会社から多くの債権を回収するほど、自己の利益も大きくなる。このため、こうしたルールを採用することは、社債管理者に対して、積極的な債権の回収を促すインセンティブを与えることになると考えることができる。このように、債権回収額について按分のルールを採用することは、社債管理者による債権回収行動の積極化にもつなげることになることができる。

第5款 小括

これまで検討してきたように、日本における社債管理者の利益相反問題の規制についての議論は、利益相反問題の規制を定める会社法の社債管理者の義務規定の内容を明確化することを目的に行われてきたものといえる。こうした議論を展開する学説の問題意識の背景には、社債管理者は本来、社債権者のために積極的に裁量的行為を行うことが期待されているにもかかわらず、義務規定の内容が不明確であることにより、実際には社債管理者が自身の裁量を制限する社債管理委託契約の規定を置き裁量を狭めている事情がある。

学説は、会社法における公平義務・誠実義務、善管注意義務や、損害賠償規定の内容を論ずる際に、社債管理者に期待される役割と義務内容を関連付けて論じている。上述したように、多くの学説においては、誠実義務違反の判断の際に実質的に自己の利益を優先した場合には、善管注意義務違反の判断よりも厳しい判断基準で判断されるとする見解もある。このように、学説の議論においては、社債管理者に期待される役割と社債管理者の義務の内容を関連付けて検討されているといえることができる。

社債管理者の負う義務の内容を明確にするうえで、社債管理者に期待される役割との関係に注目する必要がある。この点についての裁判所の判断が注目される。そこで、次節では、旧商法や会社法における社債管理者について、発行会社の財務危機時における社債管理者の行為が利益相反行為に該当することが争われた事例を検討する。ここでは、それぞれの

竹内昭夫=鴻常夫(編)『新版注釈会社法 第2補巻』(有斐閣, 1996)216頁 [江頭憲治郎執筆]。なお、学説の中には、アメリカ信託証書法にならい、社債管理者の受領した金額のうち社債権者の債権額に対応する額を損害とする見解もある。森・前掲注(19)219頁参照。

⁶⁰ 岩原・前掲注(57)44-45頁。

事案において、社債管理者に対してどのような役割が期待されていたか、また、裁判所が社債管理者の負っている義務の内容をどのように考えているかという点を中心に検討する。

第2節 社債管理者の利益相反問題を対象とした裁判例

この節では、社債管理者の利益相反問題について、実際の事例ではどのような問題が発生しており、裁判例ではどのような判断がなされているのかを明らかにするため、社債管理者の利益相反問題を扱った日本の裁判例を検討する。上述してきたように、社債管理者に関する学説の議論が、利益相反規制の不明確性により社債管理者の積極的な裁量権行使が妨げられていることを問題とすることから、発行会社の財務危機時に社債管理者の義務違反が問題となった裁判例を取り上げ、判決の示す具体的な判断基準や判断要素に注目して検討していく。

以下ではまず、紹介する裁判例の意義を概説する。[1][2]事例は、社債管理者の誠実義務違反が争点となった事件である。裁判例の判断では、会社法710条2項但書(平成17年改正前商法311条ノ2第2項但書)の免責規定に該当するための基準が示された点が重要であると考えられている。本稿は、裁判例の示す基準が社債管理者の裁量権行使に対してどのような影響を与えるかを検討するうえで意義があると考えたため、これらの事例を取り上げた。次に、[3]事例では、財務上の特約としてクロスデフォルト条項が規定されていたところ、社債管理者が発行会社への貸金債権の期限の利益を喪失させたことが社債のデフォルト事由となったため、貸金債権の期限の利益喪失宣言を行ったことについて社債管理者の善管注意義務違反が争われている。本稿では、社債管理者が、発行会社に対する貸金債権の期限の利益を喪失させた結果として社債権者に不利益が生じる利益相反関係の場合であり、こうした場合に、社債管理委託契約が直接規定していない貸金債権の期限の利益喪失宣言を行うことについても、善管注意義務違反の問題が生じるか否かを検討するために、この事例を取り上げた。

第1款 社債管理者の利益相反問題を扱った裁判例

[1]名古屋地裁平成19年9月25日判タ1336号207頁

株式会社A社は、いわゆるバブル経済期に、本業のスーパーマーケットに加えてリゾート開発等の事業拡大を行なったが、バブル経済の崩壊により、本業の収益力低下と、事業投資額についての大幅な経常赤字が生じ、多額の有利子負債を抱えるに至った。A社は、資金調達を目的で、平成12年10月12日までに、Y銀行ら3行を社債管理会社として本件各社債(第9回・第26回・第27回。いずれも無担保普通社債)を発行した。また、A社は、平成13年1月24日に赤字店舗の閉鎖や人員整理等を定めた再建計画を策定して、同年2月15日に主要取引銀行であったY銀行ら3行から総額800億円の救済融資を

受けるとともに、Y銀行から請求があり次第、Y銀行ら3行に対する債務の担保として、A社の保有する株式を差し入れることを確約する協約書を締結し、同年8月15日、協約書に基づく担保株式の差し入れが行われた。

しかし、A社の再建計画は奏功せず、平成13年9月14日にA社が民事再生手続の申立をしたため、A社の発行した本件各社債を購入した社債権者Xら(原告)が、社債の償還を受けられなくなったことについて、本件各社債の社債管理会社であったY銀行に対して、A社の破綻の1か月前である平成13年8月15日にA社から担保の提供を受けたことにつき、平成17年改正前商法311条(会社法710条2項)の責任を主張し損害賠償を求めた。

〈判決〉 請求棄却。

裁判所は、Y銀行ら3行が担保株式の供与を受けたことについては、平成17年改正前商法311条ノ2第2項本文に該当することを認めたが、実質的に社債管理会社の誠実義務に違反しないことを社債管理会社が証明したときには、損害賠償責任は発生せず、同項但書の免責要件(社債管理会社ガ誠実ニ為スベキ社債ノ管理ヲ怠ラザリシコト)によって免責されるとした。そして、Y銀行ら3行が受けた株式担保供与は、既存融資ではなく救済融資による債権を担保するために相当の担保を供することを予約したことに基づくものであること、および、本件の事実経過として、A社の経営計画が奏功せずX社の社債の格付が何度か引き下げられていたことやA社の総合小売業全体が厳しい経営環境にあったものの、A社は平成11年10月以降には積極的な設備投資を行う投資方針を新ため、また売場の過剰を削減するなど効率化を進める取り組みを行っており、平成13年には格付機関がA社の経営環境につき物販事業から全体的な収益が安定的に回復する可能性が高い旨のコメントを出すとともに、再建の可能性について主要取引銀行から支援確保ができるかどうか注目していたという事情があり、こうした事情の下で本件担保提供行為があったことを根拠として、本判決は実質的に社債管理会社の誠実義務違反に違反するものではないと判断した。以上の理由により、本判決は、Y銀行は社債管理者が誠実に行うべき社債管理を怠ったものではなく免責要件を満たすと判断して、Xらの請求を棄却した。

[2]名古屋高裁平成21年5月28日判タ1336号191頁

本件は、[1]事件の控訴審である。Xらは、Y銀行ら3行は、平成13年2月時点において、再建計画の実現可能性が乏しく客観的に「相当程度確実な再建の見込み」がなかったにもかかわらず、救済融資を実施して担保供与行為を受けたことは、Y銀行ら3行が知り得なかった粉飾決算の発覚など当時全く想定しなかった事態の発生によってA社が破綻したというような特段の事情がない限り、免責要件を充足しないこと等を主張して控訴した。

〈判決〉 控訴棄却。

「旧商法 311 条ノ 2 第 2 項は、社債発行会社に対して貸付債権を有する銀行等が同時に社債管理会社でもある場合について、社債管理会社でありながら自己の貸付債権の優先的回収をはかる利益相反行為を防止する趣旨で設けられたものであるが、経済的窮境に陥った社債発行会社に対して社債管理会社が担保を徴して救済融資を行うことは、これを機会に自己の従前からの債権の優先的な回収を図るなどの行為に及ばない限り、原則として、社債発行会社及び社債権者にも有利であるから、社債管理会社が誠実になすべき社債管理を怠らなかつた場合（同項但書）に当たり得るといふべきである。というのは、救済融資は再建計画の実行を容易にさせるとともに、社債発行会社についての信用不安の高まりから破綻に至る危険性を低下させ、再建可能性に結びつくものであり、他方、救済融資を絶つことは、社債発行会社の倒産を意味し、社債権の全額償還にも支障が生じかねず、また、担保供与なくしてこのような救済融資を行うことは社会通念上期待し得ないからである。」としたうえで、控訴人の主張した「相当程度確実な再建の見込み」については、①「救済融資をするか否かの判断が必要な場面においては、再建の可能性について詳細に調査検討する時間や判断資料が限られている場合」があることや、②「再建の見込みについて高度なものを要求すると、社債管理会社が主力銀行である場合に、救済融資に消極的になり、そのため社債発行会社が行からも融資を得られず、結局、救済融資によって再建可能な場合にまでその道を閉ざしかねないこと」等を考慮し、「社債管理会社の担保取得を伴う救済融資を実行するに当たっては、自己の従前の貸付債権を回収することを目的とするのでない限り発行会社にある程度の再建の見込みがあれば足り、「相当程度確実な再建の見込み」がなければならないというのは相当ではないとして、X らの控訴を棄却した。

[3]東京地裁平成 19 年 6 月 11 日(平 18(ワ)18942 号,Westlaw Japan 文献番号 2007WLJPCA06118005)

株式会社 A 社は、平成 14 年 3 月に、社債総額を 130 億円、各社債の金額を 100 万円の 1 種類、発行価格を額面 100 円につき 100 円、最終償還期限を平成 18 年 3 月 31 日等とした募集事項を定め、Y 銀行を社債管理会社として、本件社債を発行した。A 社と Y 銀行間の社債管理委託契約では、A 社が社債を除く借入金債務について期限の利益を喪失したときは、社債について期限の利益を喪失する旨の合意(以下、本件クロスデフォルト条項とする)がなされており、本件社債要項にもその旨の記載があった。A 社は、Y 銀行に対して総額 71 億 2700 万円の借入金及び保証債務を負担していたが、平成 16 年 11 月以降返済を停止していたため、Y 銀行は、A 社に対して、平成 17 年 1 月 11 日までに全額を支払うように催告し、同月 13 日までに銀行からの借入金債務について期限の利益を喪失させる意思表示を行なった。A 社による返済はなされず、Y 銀行は同年 1 月 14 日に銀行からの借入金債務の期限の利益を喪失させたため、本件クロスデフォルト条項に従って、社債につ

いてもデフォルト事由が発生した。A社は、裁判所の許可を得て社債権者集会を開催し、①社債権者が平成17年8月末日に元金13億円を受領することと引き換えに、その余の支払義務を免除すること等を内容とする議案を可決した。

社債権者Xらは、社債権者と利益相反関係にあったY銀行が、平成17年1月14日に期限の利益を喪失させたことが社債管理者としての善管注意義務に違反することなどを主張して、Y銀行に対する損害賠償請求を行なった。

〈判決〉 請求棄却。

裁判所は、①A社が消費貸借契約および保証契約に基づく債権の弁済を怠ったため、Y銀行が残債務について期限の利益喪失の意思表示を行なったものであり、社債の期限の利益喪失は、社債要領に記載された事項(本件クロスデフォルト条項)に基づき当然に発生したものに過ぎず、社債のデフォルトに対してY銀行には裁量の余地がなかったこと、②社債管理者の地位にある者が、自己の貸付債権につき期限の利益喪失の意思表示を行うことについては、商法311条ノ2第2項(会社法710条)により社債発行会社の社債の償還・利息の支払いの遅延または支払停止前3か月以内に、発行会社から社債管理者が担保提供等を受けた場合について損害賠償責任の特則が定められているため、それ以上に、社債管理者であることを理由に発行会社に対する債権につき期限の利益を喪失させる行為を制限されると解することはできないことを根拠として、Y銀行の義務違反はないと判断した。以上の判断を通して、本判決は、自己の貸付債権の期限の利益喪失宣言につき社債管理者たる銀行に善管注意義務違反はないと判断して、原告の請求を認めなかった。

第2款 裁判例の検討

裁判例[1][2]においては、発行会社に貸付債権を有する社債管理者が発行会社の財務危機時に救済融資を行い、債権に担保を設定したことについて、救済融資は社債権者の利益となることを根拠に、救済融資に担保を設定しても原則として平成17年改正前商法311条ノ2第2項但書の免責要件を満たし、誠実義務違反にはならないことが示された。そして、社債管理者が免責される基準としては、救済融資が行われた段階では「発行会社にある程度の再建の見込み」があれば足り、再建について「相当程度確実な再建の見込み」までは要求されないことが示された。すなわち、財務危機時に救済融資を行った社債管理者は、社債権者から誠実義務違反があるとして責任追及された場合であっても、救済融資を行う判断をした時点で、発行会社の再建につきある程度の見込みがあることを証明すれば免責されるとする裁判所の判断がなされたものであり、社債管理者の誠実義務の内容として、発行会社の財務危機時に救済融資を行うか否かを判断する際には、再建の可能性を調査してある程度の再建の可能性があることを証明できるだけの情報を収集しておくことが要求されているものといえる。

次に問題となるのは、誠実義務違反の免責が認められるための具体的な根拠である。裁判例[1]では、誠実義務違反の免責要件（平成17年改正前商法311条ノ2第2項本文）の判断を行う際に、社債管理者であるメインバンクの融資について、発行会社の経営再建計画が格付機関により一定の評価を得ていること、および、格付機関が発行会社の再建にメインバンクの継続的な支援が得られるかに注目していたことなどの事実経過を根拠として、誠実義務違反には当たらないと判断している。また、裁判例[2]では、本件の証拠を通して、社債管理者による融資が自己の従前の貸付債権を回収することを目的とするものとは認められないことを根拠に、社債管理者による融資が誠実義務違反には該当しないと判断している。学説においては、社債権者の利益最大化のために、救済融資により社債権者の損害が減少した結果がなければ免責されないとする見解もあるところ⁶¹、これらの裁判例の判断は、社債管理者の免責要件として結果的に社債権者の損害が減少したことまでは要求していないものといえる。その意味では、これらの裁判例は、救済融資までの時間に限りがあり、また、確実な見込みを要求することで、社債管理者が救済融資に対して消極的になることがないよう、一定の配慮がなされているものと評価することができる。そして、裁判例[1]の具体的な判断根拠として、格付機関が再建の見通しの評価をしたことや、メインバンクの継続的な融資に注目していることからすると、再建の見通しの判断に義務違反がないといえるためには、格付機関の判断など第三者機関による客観的な判断をもとに当該再建の判断がなされていることが求められていると考えることもできそうである。もっとも、こうした格付機関等による再建可能性の見通しが示されていることが「ある程度の再建の見込み」の根拠として必ず要求されるものであるか否かについては、これらの裁判例の判断から検討することはできないと思われる。

以上の検討を通して、これらの裁判例では、救済融資の判断につき社債管理者の裁量的な判断を認める趣旨が示されているということができ、また、救済融資が失敗に終わった場合の社債管理者の免責基準として提示された「発行会社にある程度の再建の見込み」があることの基準は、誠実義務違反の判断をする際の判断要素をある程度明確なものとしたものであるということができる。

他方、裁判例[3]においては、発行会社の社債の期限の利益喪失事由は、社債管理委託契約にもとづき、銀行からの借入金債務の期限の利益喪失宣言から当然に発生したものであり、こうした合意の下では、社債管理者が約定権限による期限の利益喪失宣言をした結果、社債権者に損害が生じても、善管注意義務違反にはならないと判断された。裁判例[3]は、社債管理者が社債管理委託契約に定められた期限の利益喪失宣言を行うことの適否を決める裁量を有していると認められるものではないことなどを理由として、社債管理者が社債管理委託契約に定められた期限の利益喪失の宣言をしたことについて、善管注意義務違反はないと判断している。もっとも、本件の原告が主張するように、本件社債に期限の

⁶¹ 森まどか・判批・江頭憲治郎＝岩原紳作＝神作裕之＝藤田友敬(編)『会社法判例百選 第2版』(有斐閣, 2011)175頁, 前田庸『会社法入門 第12版』(有斐閣, 2009)663頁。

利益喪失事由が生じたのは、メインバンクたる社債管理者が発行会社に対して有していた債権につき債務不履行が生じ、当該債権につき期限の利益喪失事由が生じたことにより、本件クロスデフォルト条項が発効したためである。このため、メインバンクたる社債管理者が自己の債権につき期限の利益喪失宣言を行った時期次第では、社債管理者として社債の管理を行うにつき善管注意義務の問題が生じる可能性も想定することはできそうである。しかし、本判決は、社債管理者は社債管理委託契約に規定された権限行使について必要な注意をすれば善管注意義務違反には当たらないと判断しており、社債管理者には、発行会社の社債の償還・利息の支払いの遅延または支払停止前3か月以内に、発行会社から社債管理者が担保提供等を受けた場合についての損害賠償責任の特則を超えた責任は課されないとする判断がなされている。こうした判断から、本判決は、社債管理者の善管注意義務の問題として、社債管理者が発行会社に対して有する自己の債権につき期限の利益を喪失させたタイミング等を考慮する必要がないことを示しているといえる。

したがって、本判決は、社債管理者による期限の利益喪失宣言の結果、社債権者に損害が生じた場合の善管注意義務違反の該当性の判断基準として、社債管理者は社債管理委託契約の内容として定められた通りに権限を行使したのであれば、善管注意義務の問題は生じないことが示されたものといえる。社債管理者が発行会社に対して有する債権の期限の利益を喪失させることで社債のデフォルト事由が生じるため、本件は社債管理者と社債権者の間に利益相反関係が生じる場合の判断である。裁判所は、社債発行会社の経営が困難になった場合に社債管理者が自らの債権の回収を優先させ、社債権の回収を懈怠する危険があることを指摘したうえで、こうした危険に対応するために、社債管理者の損害賠償の特則である商法311条ノ2第2項（会社法710条）の規定があることを指摘したうえで、それ以上に、社債管理会社であることから直ちに期限の利益を喪失させる行為をも制限されると解する理由はないとする判断をしている。すなわち、本判決は第一に、社債権者と社債管理者の間に利益相反関係があるなかで、社債管理者が、社債管理者の有する債権につき期限の利益を喪失させる行為は直ちには善管注意義務違反とはならないことを明確に示しており、また第二に、社債管理者の期限の利益を喪失させて自己の債権を回収すべきではないと考えられる事情がある場合には、回収した債権について会社法710条の損害賠償の特則の中で考慮される可能性があることを示唆している。

第3款 裁判例の小括

社債管理者の利益相反問題を取り扱った裁判例は、本稿が発見できたものは以上であるため、これらの裁判例を通して社債管理者の利益相反問題に対する裁判所の判断の一般的な傾向を論じることは困難である。もっとも、社債権者と社債管理者の間の利益相反問題が顕在化する発行会社の財務危機時について、裁判所は社債管理者の誠実義務違反や善管注意義務を認めることに対して慎重な姿勢で臨んでいる様子が見られる。

すなわち、救済融資の実施に伴う担保設定が誠実義務違反に該当するかを判断する際には、発行会社の再建について、格付機関の情報等を根拠にある程度の再建可能性を見込んで融資を行った場合には、当該融資のための担保設定は誠実義務違反には当たらないとする判断がなされており、社債管理者としては再建可能性についての情報を収集していれば、結果的に救済に失敗した場合であっても、裁量的な救済融資についての責任は問われないことになる。また、社債管理者と社債権者が利益相反関係にある場合、社債管理者が発行会社に対して有する債権につき期限の利益喪失の宣言を行うことにより社債がデフォルトに陥り結果的に社債権者の不利益となる場合であっても、裁判所は、当該期限の利益喪失宣言を行うことは社債管理者の善管注意義務違反とはならないとする判断をしており、このような場合に回収された社債権者の債権は会社法 710 条の損害賠償の特則の中で考慮される可能性があることを示唆する判断をしている。

これらの裁判例は、ともに社債発行会社が財務危機に陥った状況の下で生じた社債管理者の義務違反の問題について判断している。裁判例(1)(2)において、社債管理者が格付機関等の情報を収集したうえである程度の再建可能性があるかと判断したうえで、担保を設定して融資を行ったならば、予測できなかった事情等により結果的に再建が失敗して社債権者に不利益が発生した場合であっても、社債管理者の救済融資の行為は誠実義務違反とはならないことを判断しており、誠実義務違反の判断方法を示した点に意義があるものと思われる。また、裁判例(3)では、クロスデフォルト条項の下で自己の債権につき期限の利益を喪失させた行為は、社債管理者の善管注意義務に違反しないことが示された。前述したように、社債管理委託契約の内容は定型化しており、その中にクロスデフォルト条項を含む場合もあるため、こうした裁判所の判断により、社債管理者が期限利益を喪失させる行為は善管注意義務違反とはならないことが明らかになり、社債管理の実務上重要な判断であったといえる。

第 3 節 利益相反問題に関する議論の検討

これまで検討してきたように、社債管理者の利益相反問題を規制する会社法の社債管理者の義務を定めた規定の内容を明らかにすることを目的とする議論においては、社債管理者の任務に対してどの程度まで裁量的行動を期待するかという点が意識されている。学説においては、善管注意義務の判断基準を論じる際に、社債管理者の任務内容が比較的限定されていること、資格を専門家に限定したうえで高度な専門性のある任務を行っていること、また財務危機時に期限の利益喪失権限を行使するか担保付融資を行うかという裁量性のある判断を行う立場にあることなどを検討して、注意義務の水準が論じられている。

すなわち、裁量的行動を期待する見解は、裁量的な判断により担保付で融資を行うことが結果的に社債権者の利益にならなかった場合であっても、当該判断をする際の情報収集や検討に合理性があり、かつ判断の内容が不合理とは言えない場合には、社債管理者に対する

事後的な責任追及を否定することで、社債管理者の裁量的な行動を行いやすくする狙いがある。

他方で、社債の管理に関する任務内容は、社債管理委託契約に定められた任務を行うだけであり、株式会社の取締役の経営一般に関する任務と比べて裁量の幅が狭いとする見解は、限定された任務内容の遂行につき社債管理者に対して比較的厳しい注意義務が課されると理解している。このように、社債管理者に対して会社法上課される義務の内容を緩やかに解釈するか、厳格に解釈するかを分けているのは、社債管理者の任務内容をどのように捉えるかという社債管理者の任務内容に対する理解の相違であるといえる。

そして、以上でみてきた学説はいずれも、社債管理者の任務を株式会社の取締役の任務と対比することを通して、社債管理者の任務内容を把握している。株式会社の取締役の利益相反行為については、以下でみるように、学説は、利益相反行為の態様や内容に応じて、忠実義務違反の該当性が検討してきた。すでに紹介したように、会社法が社債管理者に課している公平・誠実義務の内容については、その文言が抽象的であり、また、裁判例の蓄積も少ないために、内容が不明確であるということが問題視されてきたところである。取締役の利益相反行為について蓄積されてきた議論を検討することは、社債管理者の義務の内容を検討し、利益相反行為の内容を考える際に参考になるものと思われる。このため、本章第4節では、社債管理者の任務内容を検討する際の比較対象となる株式会社の取締役の任務内容について、利益相反問題の観点から検討していく。そして、取締役の利益相反行為に関する議論が、社債管理者の公平誠実義務の内容に対して与える示唆についても、検討していく。

第1款 取締役の利益相反取引に関する議論

会社法は、株式会社の取締役が自己または第三者のために会社と取引をする場合や、競業取引などそれと同様の危険を有する行為を行う場合は、原則として取締役会の承認を受けなければならないことを規定している(会社 356 条)。会社の利益と取締役の利益が相反する場面において、自己または第三者の利益を図り会社に損害を与えた取締役は、善管注意義務違反(会社 330 条, 民 644 条), および忠実義務違反(会社 356 条)により、会社に対して損害を賠償する責任を負うと規定されている。

株式会社の取締役の利益相反問題は、一般的に、取締役が自己または第三者の利益のために会社と取引する直接取引の場合と、会社が取締役以外の者との間で、会社と取締役の利益が相反する取引を行う間接取引の場合に分けて議論されている。取締役の利益相反取引について、直接取引の典型例は、会社の取締役が、会社に対して事業資金の貸し付けを行ったり、不動産を賃貸したりする場合などであり、間接取引の典型例は、取締役が銀行から受けた融資に対して、会社が銀行との間で当該融資について保証契約を締結する場合などである。本稿の検討対象である社債管理者は、発行会社との間の社債管理委託契約により社債権者のために社債の管理を行うため、社債管理者と社債権者との間に直接の契約関係は存在

せず、また取引関係も存在しない。このため、取締役の利益相反取引のうち、社債管理者の利益相反問題に対して参考になりうる議論は、取締役の間接取引の場面に関するものである。そこで、以下では社債管理者の利益相反問題を検討する際に取締役の間接取引の場面が参考になりうることを念頭に置いたうえで、取締役の利益相反取引について学説が論じてきたこととして、会社法が利益相反取引を規制する趣旨に関する議論と、取締役の善管注意義務・忠実義務の内容に関する議論について順に検討していく。

まず、会社法による取締役の利益相反取引を規制する趣旨は、会社の利益と取締役の利益が対立するおそれのある取締役の取引について、事前に株主総会または取締役会に対して会社の不利益の有無を判断させ、取締役の利益相反行為を予防するためのものとして理解されている⁶²。このように、取締役の利益相反行為の予防のために株主総会等が事前に判断する点に利益相反規制の意義があると考えられているため、取締役の行う取引のうち利益相反行為の予防が必要となる取引の範囲を確定することが重要となる。こうした利益相反問題の外延を確定する問題は、取締役の間接取引について、事前に株主総会への説明と承認が求められる取引の範囲がどこまでかという問題として、学説上議論されている。通説は、利益相反取引の外延を確定する判断基準について、会社と取締役の利益が実質的に衝突するか否かではなく、取引の外見上、定型的・類型的に利益の会社から取締役に利益の移転があるか否かを基準に利益相反取引か否かを判断すべきと考えている⁶³。すなわち、外形的・客観的に会社の犠牲によって取締役に利益が生じる取引を行うならば、仮に会社から取締役への実質的な利益の移転が存在しない場合であっても、取締役は、当該取引について重要な事実を株主総会または取締役会で説明し、その承認を得なければならない。

取締役の利益相反規制の趣旨および利益相反取引に含まれる取引の範囲に関する学説の議論は、取締役が自己取引や双方代理と同様の利害関係に立つ場合の利益相反行為を適切に予防するためのものである。そして、社債管理者が発行会社との間で取引を行う場合についても、当該取引が社債権者の犠牲のもとで社債管理者の利益となる場合があるため、上述した会社の取締役と社債管理者は同質の取引を行う場合があるといえる。

具体的には、発行会社に対して貸付債権を有する社債管理者が、自己の債権のためにさらに担保を設定する場合が考えられる。この場合には、発行会社との担保設定契約等の取引を介して、社債管理者の利益と社債権者の利益が衝突する。

また、社債管理者が同一の発行会社の発行する異なる複数の種類の社債について社債管理者となっているとき、社債管理者がある種類の社債権者のために当該種類の社債について優先順位の高い担保権を設定する場合、双方代理と同様に、社債管理者と発行会社との間の担保権設定契約を通して、異なる種類の社債権者の間の利益が衝突する。このような場合、

⁶² 江頭憲治郎『株式会社法(第4版)』(有斐閣, 2011)415頁, 浜田道代=岩原紳作(編)『会社法の争点』(有斐閣, 2009)142-143頁(河内隆史執筆)。

⁶³ 学説の議論の対象は、取締役の間接取引の範囲の確定を対象とするものである。江頭・前掲注(62)413頁以下。

会社の取締役と社債管理者の取引が自己取引や双方代理としての同質性を有することを根拠に、社債管理者の取引に対して会社の取締役と同様の利益相反規制を検討することができると思われる。

具体的な利益相反規制の内容としては、例えば、社債管理者と発行会社との間の取引が社債権者との間で利益の衝突する利益相反行為に該当する場合には、社債管理者に対して、社債権者への説明を要求することや、社債権者による承認を得ることを要求することが考えられる。また、異なる種類の社債権者間の利益対立があり、社債権者が双方の社債を管理する場合には、社債管理者は会社との間で利益相反取引を行う取締役と類似する立場に立つことを考えると、社債管理者が不利益を受ける種類の社債権者に対して重要な事実や社債管理者の行為に合理性があることを説明すること、および不利益を受ける社債権者からの承認を得ることを要求することが考えられる。

本章第 1 節で検討したように、会社法の規定する社債管理者の誠実義務や公平義務は、学説等により内容が不明確であることが指摘されてきたところである。

取締役の利益相反行為への規制を参考にすると、社債管理者の公平義務や誠実義務の内容を考えることに資するものと思われる。利益相反規制の内容のうち、社債管理者と発行会社との間の取引が社債権者との間で利益の衝突する利益相反行為に該当する場合については、社債管理者と社債権者の利益が対立する場合の規制として、誠実義務の内容が問題となる。この場合の誠実義務の内容については、社債管理者に対して、社債権者への説明や、社債権者による承認を要求するものとする余地がある。

また、異なる種類の社債権者間の利益対立があり、社債権者が双方の社債を管理する場合については、会社法の公平義務が問題となるものとして考えることができる。例えば、不利益を受ける社債権者に対して、当該行為が必要である理由を説明することや、当該社債権者からの事前または事後の承認を得ることを内容とするとしても考えることもできる。

もっとも、発行会社の財務危機時においては、社債管理者が柔軟かつ迅速に裁量的な融資等の行動をすることが期待されているということを考えると、利益相反規制として社債権者からの承認を得ることを要求することが適切ではない場合も出てくる。このような場合については、利益相反規制の内容として、社債権者に対する事前または事後の説明を要求することを中心とするなどとも考えることもできそうである。

社債管理者によるこのような取引に対する規制に関する従来の議論は、社債権者集会の申立てにより裁判所が特別代理人を選任する方法を除くと、社債権者による損害賠償請求のなかで、社債管理者の公平義務・誠実義務違反を判断するものとしてなされていた。会社の取締役の利益相反規制を参考にして、公平義務や誠実義務の内容として、社債管理者に対する事前の規制を取り入れることも考えられると思われる。つまり、社債管理者の誠実義務の内容として、社債権者からの求めがあった場合には、当該取引の目的を説明して承認を受けるとことや、公平義務の内容として少なくとも不利益を受ける種類の社債権者に対して説明をすることを求める解釈も成り立ちうると思われる。

第2款 取締役の善管注意義務と忠実義務

社債管理者の利益相反規制の議論においては、善管注意義務の判断基準として経営判断原則類似の基準を導入することが検討されており、また、発行会社と社債管理者の間の取引が実質的に社債管理者の利益となる場合、善管注意義務違反の場合よりも厳格な基準を採用することが議論されているなど、善管注意義務と誠実義務の判断方法が重要な問題となっている。そして、こうした社債管理者の義務に関する議論が、社債管理者の善管注意義務や誠実義務を、会社の取締役の負う善管注意義務や忠実義務と同様の内容を有することを前提にして展開されていることから、ここでは会社の取締役の忠実義務と善管注意義務の内容をめぐる議論を検討していく。

会社の取締役の負う義務に関する学説の議論は、会社法の善管注意義務と忠実義務の内容について、両者の内容を別個のものと解釈するか、同質のものと解釈するかという形で行われてきたものといえる。ここで、別個のものとする見解は、アメリカの会社法制度を参考にしており、忠実義務(duty of loyalty)の内容については、利益相反関係が発生する場面において取締役が自己の利益を図らない義務であると捉える。このため、取締役の忠実義務は、取締役が職務を行う際に注意を尽くす義務である善管注意義務(duty of care)と区別される⁶⁴。こうした見解が取締役の義務を区別することの実益は、忠実義務を負う取締役に対して、善管注意義務よりも一層高度の義務を負わせられる点に求められる。これに対して、判例⁶⁵・通説⁶⁶は、忠実義務は善管注意義務の内容を明確にしたものであり、忠実義務を善管注意義務と別個の義務として解釈することはしていない。

以上の取締役の義務に関する議論は、判例・通説の解釈が固まっており、会社法の学説の議論としては結論が固まったものと思われる。もっとも、近年の民法の学説のなかには、委任契約による善管注意義務(会社 350 条, 民 644 条)の内容は特に定まっていないことを根拠として、取締役に対して課される忠実義務の内容は会社と取締役の間で締結される委任契約の「委任の本旨」の内容次第であることを唱える見解がある⁶⁷。このため、「委任の本旨」の内容次第では、取締役に課される善管注意義務と忠実義務の内容が異なるものとなることも起こりうるとされる。こうした見解が善管注意義務とは異なる忠実義務の内容のとして具体的に挙げているのは、忠実義務を信託上の信認義務として善管注意義務よりも一

⁶⁴ 赤堀光子「取締役の忠実義務(四・完)」法協 85 巻 4 号(1968)532 頁, 浜田=岩原・前掲注(14)138-139 頁(森田章執筆)。

⁶⁵ 最判昭和 45 年 6 月 24 日民集 24 巻 6 号 625 頁参照。

⁶⁶ 森本滋「取締役の善管注意義務と忠実義務」民商 81 巻 4 号(1980)473 頁, 江頭・前掲注(62)403-406 頁参照。

⁶⁷ 大村敦志「現代における委任契約—「契約と制度」をめぐる断章—」中田裕康=道垣内弘人(編)『金融取引と民法法理』(有斐閣, 2000)101 頁, 森下哲朗「M&A 取引における投資銀行の責任」黒沼悦郎=藤田友敬(編)『企業法の理論(下)』(有斐閣, 2007)164-165 頁。

層高度の義務を負わせることである。したがって、こうした民法の学説の指摘は、「委任の本旨」の内容の解釈を通して、会社法のいわゆる別異説が主張する高度の義務を導くものであると理解することができる。

以上の民法の学説が委任契約の内容から信託上の信認義務に類似する義務を導き出す根拠として、日本法を含む大陸法の契約法が、契約の種類ごとに定型的に義務を補充する性質を有していることが挙げられている。このように、契約類型ごとの性質に応じて当事者の個別の合意によらずに定型的な義務の内容を補填できることを認めるならば、「委任の本旨」の内容の解釈を通して会社法の忠実義務の内容として信託上の信認義務に類似する義務を補充することができる場合もありうることになる。そこで、忠実義務を導くことができるか否かは委任契約の性質次第となるため、こうした見解は委任契約の定型的な性格はどのようなものかを明らかにするために、委任契約の性格を論じた学説を検討して、委任契約の性格として一般的には、①受任者による事務処理を目的とする契約であること、②委任契約の当事者間に人的な信頼関係があること、③受任者には委託者から独立して委任事務を行う裁量性があることの3点が含まれることについて争いはないとしている。委任契約の一般的な性格として挙げられたこれらの各要素については、それぞれの委任契約ごとに、事務処理の結果の軽重や信頼関係の高低、または裁量の広狭などの幅があることが考えられるところ、①受任者による事務処理の結果が委託者に対して重大な結果をもたらす場合、②委託者と受任者の間の関係が高度な信頼関係に基づくものである場合、③受任者が任務を行う際の裁量性が高い場合には、こうした性格を有する委任契約は、実質的に信託的關係に近接するといえることができる。このため、以上の性格を有する委任契約の当事者に対しては、当事者が合意内容として定めていなくても、こうした信託に類似する契約に定型的な義務として、信認関係上の義務を導き出すことが正当化できることが指摘されている。

上述の民法の学説の議論は、委任契約一般を対象とするものであるため、発行会社との間で社債管理委託契約を締結して社債の管理を行う社債管理者の場合についても、こうした議論の射程に含まれることになる。もっとも、社債管理者は、社債権者のために発行会社と社債管理委託契約を締結するため、社債管理委託契約の法的性格は第三者のためにする契約であると理解されているため、以上の学説が議論の前提としている状況とは第三者が含まれる点では異なっている。しかし、委任契約の内容を解釈して義務内容を明らかにする解釈方法は、社債管理委託契約などの第三者のためにする契約の場合であっても異なるものと思われる。そこで、社債管理者と発行会社との間の社債管理委託契約についてこうした議論を適用してみると、以下のように考えることができる。

すなわち、社債管理者の義務は会社法上の公平義務・誠実義務や善管注意義務として規定されているものの、当該義務の具体的な内容を導く際には、発行会社との間で締結した社債管理委託契約に定められた委任の本旨の解釈が必要となる。そして、社債管理者の任務内容について、①社債の管理の結果が社債管理者に対して重大な結果をもたらす場合、②社債権者と社債管理者との間に高度な信頼関係がある場合、③社債管理者が任務を行う際に裁量

性の高い判断や行為をする場合には、会社法上の誠実義務のなかに、解釈により信託上の信託義務を補充することが正当化できる。本稿では、以下、こうした任務内容を持つ社債管理者を、便宜上「信託型」の社債管理者と呼ぶことにする。

他方で、社債管理者の任務内容が、①軽微な事務のみを行い社債権者に対して相対的には重大な結果をもたらさない場合、②社債管理者と社債権者との間に信頼関係がない場合や期待することができない場合、③社債管理者の任務内容に裁量性がない場合には、会社法上の誠実義務のなかに、「信託型」と同様の義務を解釈によって補充することは正当化できない。本稿では、こうした事務的な任務のみを行う社債管理者を、便宜的に「事務型」の社債管理者と呼ぶことにする。

以上のように、民法の学説の議論を適用すると、社債管理者の任務内容が「信託型」か「事務型」という区別が生じ、「信託型」の場合には、社債管理者の義務の内容として、解釈により信託上の信託義務を補充することが可能となる。こうした議論は、発行会社の財務状況等から社債管理者に求められる任務内容に多様性が生じていながら、「事務型」の社債管理者と「信託型」の社債管理者を区別することなく、同一の義務規定の下で同じ水準の義務を課していることを問題として、同一の義務規定の下であっても、「事務型」の社債管理者と「信託型」の社債管理者を区別によって異なる水準の義務を課することが可能であることを示唆するものである。このような解釈が成り立つならば、誠実義務などの社債管理者の義務内容を明らかにする方針が得られることになる。また、会社法の社債管理者制度が「信託型」の社債管理者を前提にしているため、「事務型」の社債管理者を求める場合には社債管理者を設置せずに財務代理人を利用する実務慣行のために社債権者の利益保護に懸念が生じている現状に対して、「事務型」の社債管理者の負う義務を明確にすることにより、社債管理者制度の利用を広めて社債権者の利益保護を図ることにもつながるものと思われる。

なお、会社法上の公平誠実義務のなかに解釈によって信託関係上の信託義務を導く議論に対しては、「契約」と「信託」を同一視しているという批判がなされる可能性がある⁶⁸。本稿では、「信託」と「契約」の共通性や相違点を論じることは行わないものの、以上で展開してきた議論は、社債管理委託契約の解釈を通して、社債管理者の任務内容が社債権者の重大な利害をもたらす場合や、社債管理者の任務内容に広く裁量性が認められる場合に限り、信託上の義務を補充しうるということを指摘することとどまる。本稿の議論は、社債管理者の負う義務の法的性質について、信託法による義務を基礎とすると解釈をすべきという結論を導くものではない。

第3款 日本法における利益相反問題の議論の小括

このように、会社の取締役の利益相反問題の議論を参考にすることで、社債管理者の利益相反問題を検討するうえで重要な問題である公平義務・誠実義務や善管注意義務の内容を

⁶⁸ 樋口範雄『信託の時代—信託と契約—』（有斐閣、1999）45頁以下を参照。

明らかにする方策が得られるものといえる。

本節で検討してきたことの結論を整理すると、次のようになる。まず、社債権者と社債管理者との間で利益対立がある場合や、異なる種類の社債権者間の利益対立がある場合には、社債管理者の公平義務や忠実義務が問題となる。こうした公平義務や忠実義務の内容を考慮する際には、社債管理者は、利益相反取引を行う株式会社の取締役と同様の立場に立つことを基にして、取締役の利益相反行為に対する会社法上の規制を参考にすることができる。このように、取締役の利益相反取引規制を参考にすることで、社債管理者の誠実義務として社債権者への説明や承認を要求する解釈をすることや、公平義務の内容として不利益を受ける種類の社債権者に対して社債管理者の行為に合理性があることを説明することを要求する解釈をする余地が生じる。

また、受任者の義務は、当事者の定めた委任契約に規定された事項から、「委任の本旨」を解釈することで明らかにすることができるとする学説の議論がある。こうした議論を参考にすることで、会社法上の社債管理者の公平義務や誠実義務、また、善管注意義務について、社債管理者の任務内容に対応した水準の義務内容を要求するものとして解釈する余地が生じる。つまり、社債管理委託契約の本旨に従って、社債管理者の負う義務の内容を解釈するということである。社債権者の任務内容を規定する社債管理委託契約を解釈して、裁量性の大きさや委託される財産・利益の重要性などをもとに義務の内容を検討することは、社債管理者の義務を、その任務内容に対応するものとして検討することであるといえる。このため、こうした議論を参考にすることには次のような利点がある。つまり、社債管理者を任務内容によって区別して、任務内容ごとに異なる義務を課するため、会社法の社債管理者制度が実務上要請されている多様な社債管理の任務に対応しきれていないという問題に対して、一つの解決方法を示すことも可能となりうる点である。

第4節 日本法の小括

これまで見てきたように、社債管理者の利益相反問題に関する問題の中心は、会社法の公平義務・誠実義務および善管注意義務の内容が不明確であるため、社債管理者が任務を行う際に予測可能性を保てないことであった。

学説は、こうした問題に対応して、会社法の解釈および立法の要素を検討してきた。学説の検討してきた主要な内容は、社債管理者による利益相反行為の規制の内容を明確化しようというものである。もっとも、社債管理者の利益相反問題に関して下された裁判例の少なさもあり、学説による社債管理者の義務の内容の検討や、損害賠償規定についてなされた検討は、十分に議論されてきたとはいえないと思われる。このため、社債管理者の負担する義務の内容については、解釈および立法の方針が明確にされているとはいえない状況にあると考えられる。

さらに、社債管理者の負う義務の内容を明らかにしようとする学説の議論においては、実

務上多様な任務の幅を持つ社債管理者が要請されていることに対して、十分な考慮がなされていなかった。社債管理者の任務内容の多様化は、実務上の要請として現実に存在している。社債管理者の公平義務や誠実義務の内容を考慮する際には、こうした現実の要請も視野に入れて検討していく必要があるものと思われる。

民法における議論では、委任関係における当事者の義務を考慮する際に、委任の本旨に従って受託者の任務内容を検討するという見解が主張されている。こうした民法の学説のなかには、社債管理者など委託者の任務内容に注目して、委託者の義務の内容を明らかにする見解みられる。こうした見解によると、受託者は、委託者の利益にとって重大な影響を及ぼす任務に対して、自身の判断により裁量性のある判断を行う場合には、信託の受託者に相当する義務を負うことが示唆されている。こうした議論を参考にして、社債管理委託契約の受託者である社債管理者についても、その負担する義務の内容を検討していくことができると思われる。

社債管理者の公平義務や誠実義務に関する議論をする際は、社債管理者制度の模範となったアメリカの信託証書法における受託者制度における受託者の義務の内容が参考になると思われる。また、アメリカ法の社債の受託者や信託一般の受託者に関する議論においては、次章で検討するように、豊富な裁判例の蓄積を基にしてなされている。こうした裁判例や学説の議論は、受託者の義務違反について重ねられてきたものであり、日本法における社債管理者の義務違反を検討する際に参考になる。

このように、日本の社債管理者の利益相反問題を検討する際には、アメリカの受託者制度を詳細に検討することが有用であると思われる。このため、以下の第3章では、アメリカの信託証書法の受託者制度について利益相反問題を扱った裁判例や学説を検討していく。また、社債の受託者を含む信認関係上の受託者に対して、利益相反行為による義務違反や、依頼者の利益に忠誠を尽くさなかったことへの責任追及がなされる場合の議論についても、検討していく。

アメリカの受託者制度については、受託者の社債権者に対する利益相反規制として、発行会社のデフォルト事由の有無に注目する点に特色がある。そして、デフォルト事由が存在する場合につき、どのような場合に受託者の行為が利益相反行為となるかについて、詳細な法律上の規定がある。こうした社債の受託者についての法律は、信託証書法という名称で呼ばれている。信託証書法上に具体的に規定されている事項は、日本法における社債管理者の義務内容を検討する際にも有益であると思われる。

以下の第3章では、まず、信託証書法における受託者制度の規定やその経緯を概説する。発行会社のデフォルト事由の有無に対応した受託者の義務内容の規定などを詳細に検討する。こうした信託証書法の規定の特殊性や、それに対応した学説の議論に注意しつつ、社債の受託者の利益相反問題に関するアメリカの議論を検討していく。

第3章 アメリカ法における受託者制度と利益相反問題

第3章では、社債管理者の利益相反問題を適切に規定するうえで重要となる、社債管理者の任務に対する期待や、社債の管理について課される義務の内容を明らかにするために、日本の社債管理者制度の模範法であり、損害賠償規定等を規定する際に参考とされたアメリカの信託証書法⁶⁹と、信託証書法の受託者の利益相反問題に関する裁判例・学説を検討する。ここで、信託証書とは、社債発行時に発行会社と受託者の間で約定された事項を示す証書である。発行会社および受託者の権限・義務の根拠となる点で、日本における社債管理委託契約と同様の機能を有しているものの、日本の社債管理委託契約とは異なり、信託証書の内容を決定するのは、慣行により発行会社と証券会社であり、受託者は信託証書の内容決定にイニシアティブを持たないとされている。このように、信託証書の内容を決定するうえでの受託者の役割は、日本のメインバンクが果たす役割とは異なるものの、信託証書の内容自体は受託者の権限や義務を規定するものであるため、信託証書の内容と社債管理委託契約の内容を対比することは可能であると思われる。

本稿では、まず、日本の社債管理者と同じく、社債権者のために社債の管理を行う信託証書法の受託者について、利益相反問題へのアメリカ信託証書法の対応を明らかにするために、受託者となる資格を定めた規定や、社債の管理を行う際に課される義務の内容や損害賠償を定めた規定を検討して、信託証書法の受託者制度を概観する。

第1節 信託証書法の受託者制度の概要

アメリカでは、社債権者の利益のために社債を管理する者は受託者(trustee)と呼ばれており、受託者は、発行会社との間で信託証書(trust indenture)を締結して、信託法上の受託者としての権限を有し、また権限行使に際して信託証書に定められた義務のほか、信託法上の義務を負う。発行会社のデフォルト事由については、日本の社債管理者が社債管理委託契約にクロスデフォルト条項等を規定するのと同様に、アメリカにおいても、社債発行会社と受託者との間の合意によって決定され、当該デフォルト事由を信託証書に規定することが通常である。

社債の発行会社は、特定の種類の社債を発行する場合や発行総額が少額の社債の場合を除き、受託者を設置することが義務付けられており⁷⁰、アメリカにおいても受託者に就任するのは発行会社のメインバンクが大半である。このため、アメリカにおいても、日本の社債管理者の場合と同じく、受託者と社債権者との間で利益相反問題が生じる状況にある。信託

⁶⁹ なお、本稿における信託証書法の日本語訳については、日本証券経済研究所による『新外国証券法令集 アメリカ(II)』(2008)の「1939年信託証書法」の翻訳に従ったものである。

⁷⁰ 信託証書法 304 条(a)項各号を参照。

証書法は、こうした受託者の利益相反問題に対して、信託証書法 315 条が発行会社のデフォルトの前後で異なる義務を設定しており、義務違反の場合の損害賠償についても本稿の第 2 章 1 節の学説の議論が参照していたように、一定の期間に受託者が受領した金額に対して受託者と社債権者との間で債権額に応じて取り分を決定する損害賠償規定が設けられており（信託証書法 311 条）、また、信託証書法 310 条が受託者の欠格事由として利益相反関係に当たる場合を限定列挙しているなど、日本の社債管理者制度とは異なる特徴的な規定を有している。このため、以下で信託証書法の規定を概観する際には、主に受託者の資格規定と受託者の義務規定および損害賠償規定に注目して、受託者の利益相反行為を規制する法規制の内容を検討していく。

第 1 款 信託証書法について

政府による規制の目的は行動の基準を確立することや特定の適切な行動基準を提示すること。信託証書の受託者の任務は、それ自体が独立したビジネスなのではなく、社債発行業務などの資本を募集する業務に付帯して行われる受託業務である。政府による社債の受託者への規制は、アメリカにおいては十分に行われてこなかったため、詐欺的な証券の発行や販売が横行したという歴史がある。1930 年代には、大恐慌（Great Depression）が発生して、社債の受託者がデフォルトに陥る事例が急激に増加し、投資家の資産に対する脅威となったことが指摘されている。こうした経済危機によって、社債の管理や証券の管理の仕組みそのものに対して、公衆の注意が払われることになった。

まず、1933 年に証券法が制定されて、証券の販売の際に、発行者は投資家に対して目論見書を提示しなければならないという規制がなされた。次に、1934 年に、証券取引所法によって、証券取引所が規制されるとともに、証券取引委員会（SEC）が構成された。証券取引委員会は、1933 年証券法と、1934 年証券取引所法を規制するための組織である。証券取引所法 211 条は、証券取引委員会が有価証券の発行や販売の勧誘等の際に、その業務執行や人員を監視することを規定している。社債の受託者も、証券取引委員会の規制に服することになった。

1937 年に、アメリカの上院に対して社債の発行者の利益相反行為を規制することを要求したパークレイ法案が提出された。もともと、上院の委員会では、当該法案は採用されなかった。この 1937 年の法案が提出されて以降、1939 年の信託証書法の成立まで、アメリカでは上院・下院に対して、同様の内容の法案が提出された。信託証書法は、連邦政府が証券の発行者を規制しようとした最初期の規制であるとされており、その目的は、社債の管理を継続的に監視することであるとされていた。

結局、1939 年に、SEC とアメリカ銀行協会中心となってヒアリング調査を行い、信託証書法が立法された。信託証書法は、1940 年 2 月 3 日に施行されることになった。成立した信託証書法は、最初に法案として提出された内容とは異なるものであったが、社債を発行す

る際の信託証書の内容として、一定の内容を有する条項を含まなければならないとする点において、原案と変わらない内容であると評価されている⁷¹。

信託証書法によって、社債の管理を行おうとする者は、SEC から社債の受託者となる資格を有することについて、認可を受けなければならなくなった。信託証書法 305 条(b)項。SEC は、社債の受託者の資格を認可できる唯一の組織となった。受託者となる資格を認可によって付与する理由は、受託者となる者が連邦法の要求する最低限の水準を満たしていることを保障することである。若干の例外を除き、ひとたび受託者としての資格が認められると、SEC が当該受託者に対して、資格の更新などの形によってさらなる監視を行うことはないとされている。

信託証書の発行前までは、社債の管理に関する権限や義務の実現は、契約法におけるコモンローの執行や、信託法における信託義務の執行として行われていたことが指摘されている⁷²。契約法による契約条項の執行として権利が保全されるか、信託関係における信託義務によって権利が保全されるかについては、裁判における状況に応じて使い分けられた。もっとも、当事者の義務違反を認定する際には、法廷において入手可能な契約条項の解釈が決め手となることが多く、基本的には契約義務違反による責任追及の方法が主流と考えられていたことが指摘されている⁷³。

Morris v. Cantor では、社債の受託者が信託証書の条項に違反した管理を行ったことが認められた。社債権者は、社債の受託者の責任の追及について、連邦法の問題として当該責任を追及する者であることが判断された。信託証書法によって提示された基準は、アメリカ全体で画一的に定められた基準として考えられなければならないことを指摘した。そして、信託証書法によって、社債の受託者の責任は、信託の受託者のように行動することを義務付けるものであると判断された。

信託証書法は、1990 年に改正された。1990 年改正信託証書法の目的は、50 年来係属した信託証書法を現代化することである。改正法の法案は 1989 年に上院に提出され、当該法案が可決されて 1990 年の 11 月 15 日に施行されるという経過をたどった。

1989 年の改正法に必要性を記した報告書によると、次のような記載がなされている。

それによると、担保付社債の発行が拡充するなど、社債券の市場を取り巻く状況は変化しているものの、こうした新しい社債券に対する規制は、1939 年の時点では考慮されていなかった。こうした社債発行の技術的な革新に加えて、証券市場が国際化したことの影響も考慮する必要がある。こうした問題意識を背景として、1939 年信託証書法を現状の社債市場に対応させて、さらなる社債市場の発展に資することを目的とした法改正を行う必要があるとされたのである。

信託証書法改正の機運を高めた背景には、アメリカ法律協会 (American Law Institute)

⁷¹ Landau & Krueger, *Corporate Trust Administration and Management* (Columbia University Press, 1998), at 276.

⁷² Landau & Krueger, *supra* note 71, at 277.

⁷³ Landau & Krueger, *supra* note 71, at 277.

によって提案された、「Federal Securities Code」の影響があることが指摘されている。

「Federal Securities Code」は、1972年に、証券取引委員会に対して提出された規格であり、社債の受託者の義務と責任については連邦法の問題であることを明記することや、社債の利子や元本の支払いの際に、社債権者について通知すること、およびその通知先を事前に規定しておくことなどを法定することを内容とするものであった⁷⁴。アメリカ法律協会によるこうした取り組みは、社債の受託者の義務を明確化するとともに、SECによる社債の受託者への監督権限を拡張する狙いをもって行われていたことが指摘されている⁷⁵。

「Federal Securities Code」の原案は、1978年にアメリカ法律協会によって採択され、同年にはSECによる承認を受けることになった。もともと、連邦法のレベルにおいては、こうした原案が導入されることはなかった。1990年に改正された信託証券法においても、「Federal Securities Code」において提示された内容は最小されることがなかった。

アメリカでは社債の受託者になる者の多くは、社債発行会社の取引先の銀行である。日本と同様に、社債管理者になる銀行は、発行会社に対する債権の主要な保有者である。アメリカにおける銀行の規制は、主に3つの団体によって行われている。

①まず、連邦準備制度（Federal Reserve System）の委員会は、当該制度の構成員である連邦銀行に対する規制を行う。②また、通貨監督庁（Office of the Comptroller of the Currency）は、アメリカの行政機関の一部であり、連邦全土にわたる銀行業務を監視する機関である。③最後に連邦預金保険公社（Federal Deposit Insurance Corporation）は、連邦準備制度に加入していない銀行を規制する団体である。これらの3つの団体が、それぞれの団体の管轄する領域に従って、銀行業務を規制し、また、銀行法を執行することになっている。

1975年に証券法の一部改正がなされたことによって、SECによる銀行規制が部分的に承認された。1968年から1970年の渡り、連邦レベルの学術研究によって、銀行決済についての調査が実施された。こうした横行の背景には、証券業界からの強い要請があったことが指摘されている。連邦政府を中心とした調査の結果、クリアランス機能や証券決済機能を有する連邦規模の組織が必要であることが報告された。そして、SECや連邦銀行規制委員会に対して、社債を含む証券の決済機能を付与すること、および、証券の決済に関連した法令順守体制の監視の権限を付与することが認められることになった⁷⁶。こうした権限の付与は、1933年証券法の17条に、新たに17条Aを追加する法改正を行うことによって実現した。こうして、改正証券法による権限の付与を受けて、SECが銀行の決済業務に対する規制を行うことができるようになった。

⁷⁴ Richard Stark, “The Trust Indenture Act of 1979 in the Proposed Federal Securities Code”, 32 Vand. L. Rev. 527(Mar. 1979).

⁷⁵ 281

⁷⁶ 285

第2款 受託者の資格規定

まず、受託者の資格規定については、信託証券法 310 条(b)項各号が利益相反関係に立つ受託者の欠格事由を列挙している。信託証券法 310 条(b)項が 1 号から 10 号に定めた欠格事由は以下の通りであり、これらの事由に該当する場合に限り受託者となることができないと解されているため、各号の規定は欠格規定を限定列挙したものと解されている。

310 条（受託者の資格および不適格性）(b)項

- (1)発行会社の発行する社債の受託者となる者が、当該発行会社が発行する異なる種類の社債について、信託証券の受託者となる場合
- (2)信託証券の受託者またはその取締役等が、発行会社の発行业務に関与し、または、発行会社の社債の売り付けを行う(undertaking)業務を行う場合
- (3)信託証券の受託者が、発行会社により支配されている場合
- (4)信託証券の受託者またはその取締役等が、発行会社の役員や従業員等である場合⁷⁷,
- (5)受託者の管理する社債の 10%以上が、発行会社の取締役等の 1 人により実質的に支配されている場合や、20%以上が発行会社の取締役等の 2 人により実質的に支配されている場合
- (6)信託証券の受託者が、発行会社の議決権付株式の 5%以上、または、発行会社の発行する証券の 10%以上を実質的に保有する場合や、発行会社の債務不履行状態にある債務について担保を保有する場合
- (7)発行会社に対して、直接または間接的に支配する者の発行する議決権付株式等の 5%以上を、信託証券の受託者が保有する場合
- (8)発行会社に対して、直接または間接的に支配する者の発行する証券等の 10%以上を、信託証券の受託者が保有する場合
- (9)信託証券の受託者の管理する社債につき、債務不履行事由の発生後に、当該受託者が、当該社債について後見人や財産管理に等のほかの資格によって、当該発行会社の発行する証券の 25%以上を保有する場合
- (10)信託証券の受託者が、発行会社に対して債権を有している場合や、新たに債権を有するようになる場合

以上の欠格事由を整理すると、大まかな類型として、次のように整理することができる。すなわち、①同一の発行会社の二つ以上の別の社債について受託者となった場合(1 号)、②受託者と発行会社の間に取締役等役員の兼任関係が生じる場合(2-4 号)、③受託者と発行会

⁷⁷ 当該規定には欠格要件に該当しないための例外事由が規定されている。例えば受託者となった銀行の取締役が発行会社の取締役である場合であっても、a.双方の執行役員を兼任するものではないとき、b.受託者の在職流の役員が 9 人を超えるとき、c.受託者が、発行会社の登録機関等として、信託証券法により発行会社の業務を行う被指定人や代理人とされているときには、受託者の欠格事由には該当しない。

社の中に一定割合以上の議決権保有関係が生じる場合(5-9号)、④受託者が発行会社に対して債権を有する場合⁷⁸(10号)の4タイプのいずれかに該当する者は、発行会社の発行する社債の管理を行う資格を失うことが規定されていると類型化することができる⁷⁹。そして、これらの欠格事由が生じた受託者は、90日以内に当該利益相反事由を除去するか、受託者を辞任しなければならないと規定されている(同条(b)項)。

以上の欠格事由のうち、(10)号の規定は1990年の信託証券法改正時に新設された規定である。またこの改正により、(1)号から(10)号の各号の欠格要件は、1990年の改正信託証券法以降では、発行会社のデフォルト事由発生後に限定して生じるものとされた。信託証券法は、社債の償還や利子の支払いの不履行を除くデフォルト事由については、発行会社と受託者の間で定めるものとしているため、現在の信託証券法のもとで受託者は、当該デフォルト事由が生じ、かつ上述した各号の欠格事由に該当する場合に限り、90日以内に当該利益相反事由を除去するか、受託者を辞任する対応をすることが義務付けられる。

ここで、1990年の信託証券法改正によりデフォルト後に限って受託者の欠格事由の該当性が生じることにされた理由は、デフォルト事由発生前の受託者の任務は、社債権者名簿の管理や利子の支払いなど裁量性のない事務的な任務にとどまり、受託者の利益相反行為の危険性がほとんどないためであると説明されている⁸⁰。このため、デフォルト事由が生じ、社債権者と受託者の間の利益相反関係が顕在化した場合に、310条(b)項各号所定の一定の利害関係を持つ受託者を辞任させるか、当該利益相反関係を除去させることによって、受託者の利益相反行為を抑止することになったものといえる。

以上の信託証券法の規定に対しては、最近の学説により有力な批判がなされている。学説は、発行会社のメインバンクが信託証券の受託者になる慣行があることから、債権の回収を放棄しないメインバンクに対して、310条(b)項10号がデフォルト事由発生後には受託者の辞任を求める機能を担っていることを指摘する⁸¹。実際、デフォルト事由の発生後においては、メインバンクは受託者を辞任することによって対応するという実務慣行ができていとされる。こうした慣行を形成する310条(b)項10号に対して、最近の学説は、発行会社を最もよく知る取引銀行である受託者が、発行会社の財務危機時に辞任してしまうことは、救済融資等の柔軟な対応を期待する立場にある社債権者の利益にならないことを指摘して、こうした規定の存在を批判している。

こうした批判をする学説は、受託者と社債権者間の利益相反問題の対処については、発行

⁷⁸ このように、信託証券法では受託者が発行会社に対して債権を有すること自体は禁止されていない。もっとも、本規定ではデフォルト事由発生後ただちに優先的に貸付債権を回収する受託者の行為を規制できない。このため、信託証券法311条が、デフォルト事由発生前4か月の範囲で、受託者が回収した債権等について、社債権者に一定の取り分を認めることを規定している(優先的弁済受領の規制)。

⁷⁹ Landau & Krueger, *supra* note 71, at 47-51.

⁸⁰ Landau & Krueger, *supra* note 71, at 59.

⁸¹ Yakov Amihud, Kenneth Garbade, and Marcel Kahan, "A New Governance Structure for Corporate Bonds", 51 *Stan. L. Rev.* 448 (1999) at 469.

会社が受託者との間で社債権者に対する信託義務を含む契約を締結して信託証書に記載することで対応できると考えられていると見受けられる⁸²。利益相反関係を懸念する投資家は、受託者との間で生じる利益対立のリスクを回避することを求めるため、社債に対して投資する際に、受託者が信託義務を負うことを信託証書に規定している発行会社の社債を選好すると考えられる。このため、投資家の選好に対応するために、発行会社が信託義務を含む信託証書を規定することに対するインセンティブが与えられる。以上のようなインセンティブの仕組みが働くため、信託証書法によるデフォルト後の規制を行う必要はない。つまり、こうした規制は、過剰な規制となりうると考えられるのである。

第3款 受託者の義務規定

次に、受託者の義務規定については、資格規定と同様にデフォルト事由の発生前後に注目した規定が置かれている。そこで、以下では信託証書法の規定に従い、デフォルト事由発生前の前後で区分して、受託者の義務規定を概観する。なお、信託証書法は、社債の償還や利子の支払いの不履行を除くデフォルト事由については、発行会社と受託者の間で定めるものとしている。

【デフォルト事由発生前】

まず、デフォルト事由発生前の信託証書法の受託者に課される義務は、信託証書法 315 条(a)項が以下のような規定をしている。すなわち、315 条(a)項として信託証書法は受託者の義務と責任を規定しており、信託証書の受託者は、債務不履行発生前の義務として、以下の事項を規定するものと自動的にみなされるとしている。具体的には、(1)受託者は、信託証書に特に規定された義務の履行を除いては、責任を持たないこと、かつ、(2)受託者は、当該受託者側に悪意がない限り、発行会社によって提供される証明書や意見書について、その記載が真実であると受け取ってよい。また、発行会社による説明において表明された意見が正当であるということについて、これを決定的なものとして依拠して差し支えないこと規定している。

このように、信託証書法 315 条(a)項 1 号が、特定の明示された義務の履行を除いて受託者は責任を負わないことを規定しているため、受託者は、免責条項など自己の責任を回避するための条項を信託証書に入れることができる。また、信託証書法 315 条(a)項 2 号の規定する証明書や意見書とは、発行会社に対して受託者への提出が義務付けられている証明書や意見書である。このため、本号は、受託者は、悪意でない限り、こうした発行会社による証明書や説明を真実であると判断して差し支えないと規定している。つまり、受託者は、発行会社の財務状況を積極的に調査する必要はなく、発行会社の提出資料や説明をそのま

⁸² このような受託者を、信託証書法の受託者と区別して「特別受託者(Super Trustee)」と呼んでいる。Amihud, Garbade & Kahan, *supra* note 71, at 470.

ま信じてよいことが信託証券法により認められているということができる。

このように、デフォルト事由発生前の受託者は、もっぱら明示された義務を履行するために権限を行使することが予定されているため、信託証券に予定されていない規定外の行為を行うことで社債権者に損害を生じさせた場合、行為の際の注意義務の判断基準が厳格になり、免責は認められにくいと解されている⁸³。このため、デフォルト事由発生前の受託者は、信託証券に規定されていない権限を行使する場合には、社債権者と協議したうえで信託証券のなかに当該権限を新たに規定するべきであり、信託証券に基づかない権限行使は避けるべきであると考えられている⁸⁴。

以上のように、デフォルト事由発生前の受託者の義務については、受託者は特定の明示された義務の履行についてのみ責任を負い、かつ、発行会社の提供する説明や証明書等について独自に調査する義務を負わない。このように信託証券法により受託者の義務が限定され、受託者は特定の管理任務のみを行うため、当該任務について義務違反があった場合、受託者は厳格な基準によって義務違反の有無を判断される。

デフォルト事由発生前の受託者の義務をこのように限定することの理由としては、310条(b)項の欠格事由の効果がデフォルト後に限定された理由と同様に、デフォルト事由発生前の受託者の任務は事務的であり裁量が狭いことが挙げられているほか、義務を限定することで、発行会社から受託者に対して支払われる受託手数料を低く抑えることができる点に合理性があるという説明がなされている⁸⁵。

このように、デフォルト事由発生前の受託者については、信託証券法 315条(a)項各号が、免責条項によって受託者の責任を限定することを許し(1号)、また、受託者に対して発行会社の財務状況等の調査義務を課さない(2号)ため、受託者の義務の軽減を認める規定であるといえる。このため、信託法上の受託者である社債の受託者の負う義務が軽減されることになる。

この点については、信託法上の受託者の義務を信託証券の規定によって軽減することの当否が、判例や学説において争われてきた。もっとも、のちに詳細に検討するように、現在の判例⁸⁶・通説的見解⁸⁷は、デフォルト事由発生前の受託者は専ら事務的な任務を行うにとどまるため、義務と責任が契約によって明示される契約上の利害関係者に近い法的地位にあると考えている。このため、判例・通説ともに、デフォルト事由発生前の受託者は、発行

⁸³ Landau & Krueger, *supra* note 71, at.59.

⁸⁴ Landau & Krueger, *supra* note 71, at.59.

⁸⁵ 調査費用が社債の価格に反映するため、調査義務が軽減してコストを削減することに合理性があることを根拠とする。落合誠一「契約による社債権者と株主の利害調整」岩原紳作(編)『現代企業法の展開』(有斐閣、1990)236頁。

⁸⁶ Meckel v. Continental Resource Co, 758 F.2d 811(2d Cir. 1985), Elliott Associate v. J. Henry Schroder Bank & Trust Co, 838 F.2d 66(2d Cir. 1988).

⁸⁷ Richard B. Smith, Stephen H. Case, and Francis J. Morison, “The Trust Indenture Act of 1939 Needs No Conflict of Interest Revision” 35 the Business Lawyer (1979) at 167-168, Landau and Krueger, *supra* note 71, at 27.

会社との間で特定の明示されていない義務である信託法上の忠実義務などの黙示的な義務を負わず、発行会社との間の信託証書によって免責規定を置くことも許されると考えている。

【デフォルト事由発生後】

次に、デフォルト事由発生後の受託者の義務は、信託証書法 315 条(b)項以下が規定している。信託証書法 315 条(b)項はまず、信託証書の受託者は、知っているすべての債務不履行発生を、債務不履行の発生後 90 日以内に、社債権者に対して行わなければならないとしている。もっとも、社債の元本や利子の償還に不履行があった場合を除いて、以上の通知は、受託者の取締役会等で当該通知の発送を保留することが社債権者の利益になる旨を善意によって決定した場合には、当該通知を行わないことを認めている。

信託証書法 315 条(c)項は、債務不履行の場合の受託者の義務について、信託証書の受託者は、「自己に付与された権利と権能を慎重な者が自己の業務を遂行する場合と同一の注意」をもって行使すること要求している。

そして、信託証書法 315 条(d)項は、信託証書の受託者自身の過失による作為・不作為、または信託証書の受託者自身の故意の違法行為に基づく責任から、当該受託者を救済するいかなる条項をも設けてはならないことを規定している。もっとも、同項の規定は、例外規定があり、それによると、(1) 315 条(a)項により認められたデフォルト事由発生前の条項、(2)受託者が善意によって行った判断の誤謬に基づく責任から保護されるとする条項、(3)受託者が、発行会社の発行する社債の元本の過半数の元本額を保有する者に指示に従って善意で行った行為について、受託者を保護する条項については、例外的に信託証書に規定することが認められる。

このように、デフォルト事由発生後の受託者は、任務遂行の際の注意義務の水準が契約上の注意義務(duty of care)から信託法上の「慎重な人(a prudent man)」の注意水準まで引き上げられであり(315 条(d)項)、また、任務遂行に際して故意・過失により損害を生じさせた場合に、原則として免責されることは認められていない(315 条(c)項)。このため、デフォルト事由発生前の受託者が信託証書に規定した義務のみを負い免責条項が広く認められていたことと対比すると、デフォルト事由発生後の受託者の義務は加重されているとみることができる。デフォルト事由の発生後におけるアメリカの実務の対応としては、信託証書法に規定されている社債権者への通知が必要な場合、ほとんどの受託者は 10 日以内に社債権者に対して通知を行う様子である⁸⁸。そして、上述したように、通知ののち、メインバンクである受託者は、欠格規定に対応するために受託者を辞任することが一般的である。

こうした加重された義務を課される根拠として、アメリカの裁判例は、デフォルト事由の

⁸⁸ Landau & Krueger, *supra* note 71, at.179. なお、1939 年信託証書法制定以前は、受託者は発行会社のデフォルトを社債権者に通知する義務を負っておらず、機関投資家等の社債権者による通知の要求が示されてから個別に通知をしていた。

発生後の受託者の法的地位に着目した議論を行っている。すなわち、デフォルト事由発生後に受託者の任務の裁量性が高まるため、社債権者との間で潜在的な利益相反関係が顕在化することを根拠に、信託証書の受託者は、信託法上の受託者として信託証書に記載されていない黙示的な義務を含む信認関係上の義務を負う立場にあると理解している⁸⁹。こうした理解は、デフォルト事由の発生前の受託者の法的地位を義務と責任が契約によって明示される契約上の利害関係者に近い法的地位にあると理解することと対照的である。このように、アメリカの裁判例は、デフォルト事由発生を契機に信託証書の受託者の法的地位が変化することを理由として、信託証書の受託者に課される義務の内容が変化することを根拠づけている。そして、受託者の法的地位が変化する理由として、デフォルト事由発生前の受託者の任務は定型的で事務的な内容のものであること、またデフォルト事由発生後の受託者の任務は裁量性があり社債権者との間で利益相反関係が顕在化することを挙げていることから、受託者の任務内容に性質の変化があることに注目していることがわかる。

第4款 受託者の損害賠償規定

受託者が、自己の貸付債権の弁済を受領し、または貸付債権に担保を設定した場合については、受託者の優先的弁済受領への規制(信託証書法 311 条)が適用される。これによると、デフォルトの発生前の 3 か月以内または発生後に、受託者が社債発行会社の債権者等の地位にありながら貸付金の弁済を受け、または担保の提供を受けた場合、原則として受領したすべての金額および担保財産を分離し、特別勘定に保有しなければならないとされている。分離された特別勘定に計上された金額は、受託者と社債権者との間で、両者の保有する債権の債権額に比例して分配される⁹⁰。このように、デフォルト前後の一定期間内に受託者が回収した金額につき受託者の取り分が認められる点に、日本の社債管理者の損害賠償規定との明確な相違がある。

アメリカ信託証書法が、特別勘定に対して受託者の取り分を認める理由は、デフォルト事由発生前の受託者について、発行会社に対する貸付債権を有していても受託者の欠格事由としないため、信託証書法自体が、受託者による債権者としての債権回収の権利を認めると理解されることに求められる。また、特別勘定が受託者と社債権者との間で債権額に応じて按分される理由は、社債権者と利益相反関係にある場合、信託の法理により、受託者は受益者の利益を自己の利益の下においてはならないため、受益者の利益は少なくとも受託者の利益と同等に扱われることになる。このため、受益者を自己と同等かそれ以上のものと

⁸⁹ *York v. Guaranty Trust Co. of New York*, 143 F.2d 503(2d Cir. 1944), *United States Trust Co. v. First National City Bank*, 57 A.D.2d 285, 394 N.Y.S. 2d 653(1977). もっとも、信託証書法制定以前から社債管理の受託者は信託法上の受託者とは異なることを指摘する見解が有力に主張されており、近年の有力な学説においてもこうした見解は継承されている。Amihud, Garbade & Kahan, *supra* note 81, at 469-485.

⁹⁰ 信託証書法 311 条(a)項。

して扱うためのルールとして、債権額に応じて按分するという規則が定められたのである⁹¹。

もっとも、以上の受託者の優先的弁済受領に対する規制には、適用除外が定められている。具体的に、311条の適用除外となる弁済の受領等とは、以下のものである。すなわち、①デフォルトの日に発行会社の破産申立が自らまたは第三者によってなされたならば、受託会社として相殺権を行使できた額、②発行会社以外の第三者から受領した弁済、受託会社が発行会社に対する債権を善意で売却譲渡した対価、破産手続における配当等の受託会社の自らの債権、③デフォルト前3か月以前にすでに取得していた担保権の実行による弁済充当額、④デフォルト前3か月以降でも、債権の取得と同時にその担保として受領した財産に関して、実行して得た金額につき、取得した時点においてデフォルトが3か月以内に発生することを信じるべき合理的事由が存在していなかったことを受託会社が証明した場合、⑤担保財産の解放と引き換えに弁済を受けた場合の担保財産の公正価格、⑥その他、受領者としての通常の営業過程における支出等である。

これらの適用除外に該当する場合には、受託者は、社債権者に優先して当該金額の弁済を受領することが許容されている。とりわけ、④の例外規定は、受託者が発行会社の再建のために担保付の救済融資を行った場合、3か月以内に再建が失敗すると判断する合理的理由がなかったならば、当該融資の際に設定した担保の金額につき受託者が回収できることを認める規定であり、受託者による裁量的な救済融資のインセンティブを高めるための例外規定であるといえることができる。

第5款 小括

これまで検討してきたように、信託証券法の受託者は、発行会社との間で定めたデフォルト事由の発生前後によって、任務を行う際に異なる規制に服している。まず、デフォルト事由発生前については、受託者は社債の管理について信託証券に規定された義務のみを負い、発行会社に対して債権を有しているなどの事情により社債権者との間に潜在的な利害関係があったとしても、受託者の資格を失うことはない。これに対して、デフォルト事由発生後の受託者は、社債の管理につき故意・過失によって社債権者に損害が生じた場合には、信託証券によってその責任を回避することは認められず、また、義務違反の判断は信託法上の「慎重な人(a prudent man)」の注意水準によって社債の管理を行ったか否かという基準によって行われる。また、受託者が発行会社から回収した金額については、デフォルト前後の一定期間の金額を特別勘定に組み入れたうえで、社債権者と受託者の債権額に応じて按分することを規定しており、受託者に割合的な取り分を認め、また、受託者の行った担保付の

⁹¹ Henry F. Johnson, “The ‘Forgotten’ Securities Statute: Problems in the Trust Indenture Act”, 13 TOLEDO L. REV. 92(1981), at 15.なお、森・前掲注 (19)231-232 頁では、具体的な数値例を用いて、こうした規定の経済的な合理性が説明されている。

救済融資をこうした按分による処理から外すことで、財務危機時における受託者による救済融資等の裁量的行動を委縮させない工夫がなされている。

以上のように信託証書法の受託者は、発行会社のデフォルト事由発生の前後で異なる義務に服することが規定されている。そして、こうした異なる義務を課すことの根拠として、アメリカの裁判例では、信託証書法の受託者の法的地位に着目した議論を行っている。そこで、本章第2節では、信託証書法の受託者の利益相反問題について、受託者の法的地位を論じた裁判例を検討していく。

第2節 信託証書法の受託者についての裁判例の検討

本章第1節で概説したように、アメリカの信託証書法の受託者は、発行会社のデフォルト事由発生の前後において、異なる利益相反規制を受けている。そして、本章第1節では、こうした異なる規制の根拠として、アメリカの裁判例がデフォルト事由発生の前後における受託者の法的地位に違いがあることを挙げていることに言及してきた。そこで、この節では、裁判例が、デフォルト前後の受託者の法的地位をどのように理解しているか、また、法的地位の理解から受託者にどのような範囲で権限・義務を認めているかについて、具体的な裁判例を取り上げて検討する。以下では、裁判例を、発行会社のデフォルト事由発生前とデフォルト事由発生後に分けて検討する。上述したように、信託証書法は社債の元本および利息償還の不履行以外の事由は、信託証書の中でデフォルトに該当する事由として発行会社と受託者が決定することを定めている⁹²。このため、本稿では、社債の元本および利息の償還の不履行に加えて、当事者が定めたデフォルト事由が客観的に発生した時点を基準として、そうした事由発生前を「デフォルト前」、事由発生後を「デフォルト後」として区別する。一般的には、約定のデフォルト事由は社債発行会社が財務危機に陥った場合の担保の切り替えや期限の利益喪失等について規定することが通常であることから、デフォルト事由発生の前後の区別は、実際には発行会社に財務危機が発生する前後の区別と対応するものである。

第1款 デフォルト事由発生前の受託者についての裁判例

[1]Meckel v. Continental Resource Co, 758 F.2d 811(2d Cir. 1985)

フロリダガス社は、1969年4月1日に、シティバンクを受託者とする合意を締結し、Seligman社(証券会社)を引受人として、発行総額42万ドルの社債を発行し、証券会社の顧客が社債を購入した。1979年6月、フロリダガス社は他社に吸収合併される合意が成立したことを受けて、同月16日、受託銀行に対して、8月20日までに株式に転換されない社債については額面価格で償還を行う旨の通知を行なった。なお、当事者間に争いのない事実と

⁹² 信託証書法 315 条各項の括弧書き参照。

して、株式への転換価値が十分に魅力的であったことが認められている。しかし、信託証書の通知規定は、受託者の 30 日以内の郵便による通知義務を規定するだけであったため、受託者は 8 月 20 日までの間に証券会社に通知を行わなかった。このため、社債権者は魅力的な転換権を行使することができなかった。そこで、社債権者らは、受託者が 8 月 20 日までに通知を行わなかったことについて、受託者の忠実義務違反があるとして、責任を追及した。

〈判決〉裁判所は、信託証書法の受託者は、判例法によって忠実義務を負うとされる信託の受託者ではなく、むしろ義務と責任が契約によって明示される利害関係者に近いとした。そして、信託証書の通知規定に基づいて通知を行なったとする受託者の主張を認め、信託証書法の下では、信託証書によって特定の明示して受託者の義務を制限することは可能であるとしたうえで、受託者が信託証書に基づく期間内に社債権者に通知を行なった以上、受託者の責任は果たされているとした。

〈検討〉裁判例[1]は、受託者が社債権者の利益にかなう時点で通知を行わなかったことが、受託者が負う信託義務に違反するとして、社債権者から損害賠償請求がなされた裁判例である。本件では、受託者が、発行会社から株式への転換に関する通知を受けた時点で直ちに社債権者に連絡していれば、社債権者は株式への転換による利益を受ける機会を取得できたことから、信託関係上の義務として早期の通知を行うことが認められるかが争点となった。判決は、信託証書法の受託者は信託の受託者であることを明確に否定し、受託者の法的地位を契約の利害関係者に近いと明言した点で注目される⁹³。デフォルト前の受託者は契約の利害関係者に近い立場であることを理由に、発行会社と受託者の合意によって信託証書に記載された権限の行使および義務についての責任を負うものの、信託法上の信託義務など信託証書の内容を超えた義務は負わないとされたのである。もっとも、本件の発行会社にはデフォルト事由の該当性があったことなどは争われていないため、受託者の法的地位を契約の利害関係者に近いものとする本判決の判旨が、デフォルト前後を問わず受託者の法的地位一般の性格を指摘したものといえるかは定かでない。すなわち、本判決の射程は、デフォルト事由発生前の受託者に対してのみ及ぶとする解釈も可能である。

[2] *Elliott Associate v. J. Henry Schroder Bank & Trust Co*, 838 F.2d 66(2d Cir. 1988)

原告の *Elliott Associate* は、Centronics 社の発行する 1990 年 6 月 1 日償還の株式転換権付社債の 10% を保有する社債権者である。被告の *Schroder* 銀行は本件社債の受託者であ

⁹³ この点について、本判決により、少なくとも第 2 巡回区裁判所においては、*Dabney* 判決の先例的価値は消滅したと評釈する見解がある。Martin D. Sklar, “The Corporate Indenture Trustee: Genuine Fiduciary or Mere Stakeholder?” 106 *Banking L. J.* 42, at 55.

る。本件社債には、社債発行後 2 年を除き、発行会社が、利益を上乗せさせることを条件に、いつでも社債を株式に転換して償還できる旨の条項があり、償還を行う場合にはその旨を受託者に伝えなければならないとされていた。社債権者に対する通知については、受託者は、償還の通知を受領してから 50 日以内になされることが規定されていた。

1986 年 3 月 12 日、発行会社は Schroder 銀行に対して社債を償還する旨の通知を行ない、同年 5 月 16 日、発行会社は、社債権者に対して社債の償還を広告・実施した。社債の償還価格は額面価格 1000 ドルにつき 1146 ドルであったが、仮に 3 月以降の発行会社の社債の転換により株式を取得したならば、償還期日直前では 1000 ドルにつき 2038 ドルであったことが認定されている。そこで、原告の社債権者は、受託者が 3 月 12 日の時点で即座に社債権者に通知を行っていれば、少なくとも額面価格による償還よりは利益を受ける機会があったにもかかわらず、社債権者が社債償還によって受ける利益を考慮せず、50 日以内の通知の規定を社債償還期限に優先させたことは、社債権者に対する信託義務違反であると主張して、受託者である銀行の責任を争った。

〈判決〉本判決は、本件の中心的な争点を、受託者が信託証書に基づく通知を行う際に、社債権者の利益を考慮する義務を負うか否かであるとした。そのうえで、受託者には社債権者の利益を考慮する義務はないと判断した。その理由として、本判決は、①受託者の Schroder 銀行が、信託証書の規定に違反した証拠はないことや、②受託者の義務違反を争う際には、社債権者との間に直接の利益相反の場合を除き、Schroder 銀行が通知を行わなかったことで私的に利益を得たことの証拠が必要であるところ、こうした証拠は示されていないことを挙げている。そして、本判決は、原告の主張について、受託者が社債権者のより大きな利益を確保する黙示の義務があるとするものと捉えたとうえで、信託証書法 315 条(a)項 1 号は、特定の明示されていない黙示の義務を受託者に課すものではないため、こうした主張は認められないと判断した。

〈検討〉裁判例[2]も、裁判例[1]と同様に、受託者は信託証書の通知規定自体は遵守して通知を行ったものの、社債権者の利益を考慮して適切な時期に通知を行わなかったことに対して、社債権者に対する信託関係上の義務違反が争われたものである。受託者の法的地位との関係では、本判決は、原告の黙示の信託義務違反の主張に対してデフォルト前の受託者の義務を規定する 315 条(a)項 1 号を挙げることで受託者は黙示の義務を負うものではないとしている。このため、本判決は、受託者一般の法的地位ではなく、315 条(a)項 1 号の規定するデフォルト前の受託者については、契約当事者に近い立場であることを明らかにしたものとして理解することができる。

[3]MORRIS v. CANTOR, 390 F. Supp. 817 (1975)

Interstate Department Stores, Inc. (以下、IDS 社) は、1967 年 8 月 1 日、The Bankers

Trust Company (以下、Bankers Trust 社) を受託者として、発行総額 2000 万ドルの株式転換権付社債 (以下、本件社債) を発行した。本件社債の信託証書には、債権弁済の優先順位について、①社債権者の社債権は、信託証書で規定する発行会社への「優先債権」に劣後すること、②本件社債の受託者が発行会社に対して貸付債権を有した場合、受託者の貸付債権は「優先債権」に該当することが規定されていた。Bankers Trust 社は、発行会社に対して最大貸付額を 9000 万ドルとする合意(以下、「本件最大貸付額の合意」とする)を締結しており、合意に基づく貸付は「優先債権」に該当して社債権に優先する関係にあった。なお、本件最大貸付額の合意の時点における発行会社の財務状況については、当事者の主張・立証がなく、発行会社が財務危機に陥っていたなどのデフォルトを招く事由は存在していなかったものと思われる。

原告の社債権者らは、1972 年に、IDS 社の社債権者の保護委員会を組織し、受託者の Bankers Trust 社を相手に、信託証書の「優先債権」の規定を制定したうえで本件最大貸付額の合意を行ったことについて、信託証書法 315 条(d)項の故意による不法行為を構成することや、判例法によって認められた受託者の信託義務に違反することを主張して、受託者の責任を追及した。

〈判決〉本判決は、原告の主張について、3 つの段階に分けて検討を行った。すなわち、①まず、発行会社と受託者が、信託証書中に「優先債権」の規定を置くことや、信託証書外で本件最大貸付額の合意を行うなど、一定の内容の合意を行うこと自体が、信託証書法による違法を構成する可能性があるか、②次に、信託証書の内容の違法を主張する権利が社債権者に帰属するか、③そして、本件において受託者の行為が違法を構成するかの 3 つの段階である。

本決定はまず、①②の点については、これまで裁判例で判断が下されていなかったことを指摘したうえで、銀行側の主張と社債権者側の主張の相違は、受託者が信託証書法上の義務とともに、判例上認められてきた信託の法理による信託義務を負担するか否かにあるとして、1939 年信託証書法の制定経緯を検討した。それによると、信託証書法は社債権者の保護を強化する目的で制定された連邦法であるため、受託者の義務を明示された範囲に限定できるとする 315 条(a)項 1 号の規定も、受託者が信託の受託者として信託義務を負うことを前提としていることになると判断した。このため、本判決は、信託証書法の受託者が社債権者に対して信託義務を負うことを肯定した。さらに、本判決は、社債権者が信託法上の信託義務など黙示の義務についても私訴権を有することを認め、本件訴訟が適法に主張されていると判断した。

次に、③について本判決は、貸付債権を有する受託者が本件最大貸付額の合意を行ったことが信託証書法および信託関係上の受託者の義務違反に該当するか否かについて検討した。そして、本判決は、社債権者と利益相反関係にある受託者の優先的弁済受領を特別勘定に算入し、受託者と社債権者の債権額に応じて分配する信託証書法 311 条の規定から、受託者

が貸付債権者となること自体は信託証書法の違反には該当しないとされた。しかし、信託義務の領域においては、受託者が貸付債権を有することは社債権者に対する潜在的な利益相反となるため、貸付債権を有しない場合と比べて信託義務違反を認めやすくなると判断したうえで、「優先債権」を規定した信託証書の下で本件最大貸付額の合意を行えば、受託者は社債権者の利益を犠牲にして自らの利益を優先させることになることを知っていたということができたことを認定した。こうした判断によって、本判決は、受託者には故意による信託義務違反があったことを認めて、受託者の責任を肯定した。

〈検討〉裁判例[3]は、信託証書の内容および発行会社への融資の合意内容が、社債権者の利益に優先して受託者の利益を追求するものであった場合に、受託者は信託の受託者として負担する信託義務違反の責任を負うことを肯定した裁判例である。発行会社に財務危機が生じていない段階においても、受託者の法的地位を信託の受託者として、信託証書法に明示的に特定されていない信託関係上の黙示の義務を肯定した点で、これまでに検討した裁判例[1][2]とは対極的な判断をした判決である⁹⁴。本判決が受託者の法的地位を信託の受託者とした根拠は、信託証書法制定の趣旨について社債権者の保護を強化するものと理解する立場をとるため、デフォルト前の受託者の義務軽減規定の存在を立法趣旨に沿って解釈すれば、信託証書法に明示されない黙示の義務を認めざるを得ないことである。すなわち、信託証書法の制定過程で意図された受託者の義務の水準に到達するには、信託証書法 315条(a)項 1号の義務だけでは足りず、背後には信託関係上の黙示の義務があるものとして理解する必要があると判断している。本判決は、こうした信託証書法の制定過程で意図された義務の内容を根拠にして、受託者の法的地位を信託の受託者と理解しているものといえる。

また、本件は受託者が発行会社に対する貸付債権を有しており、社債権者との間で利益相反関係が顕在化したものである。このため、本判決の受託者の法的地位に関する判断の射程を、受託者が貸付債権を持つ場合に限定することで、本判決は、この場合に限り受託者は信託法の信託義務が課されることを判断したものと見ることもできそうである。しかし、本判決は①の検討において、一般論として受託者の法的地位を信託の受託者と認めたとうえで、貸付債権の有無について、貸付債権を有する場合は貸付債権を有しない場合と比べて裁判所の判断が信託義務違反を認める方向に傾きやすいことを述べている。このように、まず信託証書法の受託者の法的地位を信託の受託者としたうえで、受託者の義務違反の判断基準を決める際の事情として発行会社に対する貸付債権を有していることを挙げているため、こうした判断過程を採用する本判決のもとでは、貸付債権の有無は信託義務違反を基礎づける具体的事情の一つとして理解されているものと考えられる。このため、本判決においては、

⁹⁴ 本判決の直後に発表された論文においては、本判決は、信託証書法の受託者の法的地位を信託の受託者とした数少ない判決であるとして紹介されている。Frederica R. Obrzut, “The Trust Indenture Act of 1939: The Corporate Trustee as Creditor” 24 UCLA L. Rev. 131(1976), at 139-141.

受託者は貸付債権の有無にかかわらず信託義務を負う立場にあるものと理解することが妥当であると思われる。以上の理解を採用するならば、本判決により、受託者に対する義務違反の判断過程は、信託証書法の義務違反の有無を判断するレベルと、信託義務違反の有無を判断するレベルの二段階の判断を通して、社債権者に対する義務違反を判断することになる。

また、本判決により義務違反に該当するとされた受託者の行為は、発行会社に対する融資の決定及び実施であり、裁判例[1][2]の受託者が行った社債権者に対する通知とは、任務の内容及び受託者に与えられる裁量性の幅について相違がある。社債権者への通知など信託証書に定められた通りに行う裁量性のない任務に比べると、本件の受託者の行った融資の判断及び実施は、受託者の裁量が広い任務である。一般に任務内容に裁量の幅があるほど、当該任務を行う受託者が社債権者に対して利益相反行為を行う危険性は高まる。このため、本判決が裁判例[1][2]とは異なる判断をしたことの根拠として、本件の受託者の任務内容の裁量の幅に注目することも可能であるように思われる。

[4]Browning Debenture Holders' Committee v. DASA Corp., 560 F.2d 1078, 1083 (2d Cir. 1977)

Cyber-Tronics, Inc. (CTI 社) は、1967年に、Bank of New York (New York 銀行) を受託者として1987年を償還期限とする発行総額6000万ドルの株式転換権付社債(本件社債)を発行したが、2年後の1969年に、DASA Corporation (DASA 社) に合併された。DASA 社は、1971年12月30日に、CTI 社の発行する本件社債について、償還期限等の発行会社の義務のすべてを承継することを承認した。

DASA 社は、1972年2月29日に開催される定時株主総会のなかで、同社が資金不足の状況に陥ったことを説明し、保有するコンピュータ機器を売却して現金化することを承認する議決を得ることを計画した。もっとも、本件社債の信託証書には、コンピュータ機器の売却には社債権者の同意が必要である旨の条項が存在していた。そこで、DASA 社は、株主総会期日のおよそ1か月前の1972年1月下旬以降、DASA 社の提案する転換比率(42.42ドルにつき1株)によって転換権を行使することが社債権者にとって利益となると説明して、社債権者に対して転換権行使に同意することを求めていた。これに対して、DASA 社の提案に反対する社債権者は委員会を結成して、DASA 社との間で転換比率を21ドルにつき1株とするよう交渉を繰り返すとともに、受託者のNew York 銀行に対しても、DASA 社に対して転換比率を引き下げるように交渉することを要求していた。しかし、受託者は、転換比率の交渉を行うことは受託業務に含まれないとして、社債権者らの要求を拒否した。また、DASA 社は結局のところ社債権者らの委員会の交渉に応じず、2月29日のDASA 社の株主総会では、当初の予定通りにコンピュータ機器の売却の議決を行った。このため、社債権者らは、発行会社のDASA 社に対して転換権行使を不当に勧誘した責任を追及するとともに、受託者のNew York 銀行を被告として、社債権者にとって一層有利な価格で転換権を行使

できるように交渉しなかったことが受託者の信託義務違反に該当するとして、受託者の責任を追及した。なお、本稿では、受託者の責任に関する判断のみを取り上げる。

〈判決〉 裁判所は、受託者の義務は、信託証券法 315 条(a)項 1 号により、明示的に特定された範囲に限られるとしたうえで、株式転換権付社債の受託者には、①社債権者に有利な転換価格になるまで発行会社と交渉することも、②社債権者に対して適切な転換価格を示すことも、受託者の義務としては課せられていないと判断した。そして、受託者である New York 銀行が、信託証券に明示された義務に違反した事実はないとして、受託者の責任を否定した。

〈検討〉 裁判例[4]は、株式転換権付社債の受託者が、発行会社に対して、社債権者にとって有利な転換比率による転換を行うように交渉しなかったことにつき、受託者の信託義務違反が争われた裁判例である。裁判所は、裁判例[1][2]と同様に、受託者の義務の範囲は明示された特定の義務に限定されるとして、信託関係から生じる黙示の義務の存在を認めなかった。この点で、本判決は、受託者の法的地位を契約当事者に近いものと理解する立場に立つものである。

本件で注目されるのは、受託者の受託業務の範囲についての判断である。本件のコンピュータ機器売却の是非の判断については、信託証券によって社債権者に承諾権限のある事項と規定されていたことから、売却の是非の判断は受託者の業務の範囲に含まれるものといえる。したがって、コンピュータ機器の売却によって社債権者が害される場合に、発行会社に対して交渉を行うことは、受託者の業務の範囲に含まれると考えることも可能である。そして、本件において DASA 社が社債権者に転換権行使を要求したのは、社債権者側にコンピュータ機器売却の是非の判断を行わせないことで、スムーズに売却の決定を行うためであり、DASA 社の提案は実質的にはコンピュータ売却について社債権者の承諾権限を喪失させるものである。このため、こうした提案の内容を吟味して転換比率を検討したうえで、社債権者の承諾権限の喪失にふさわしい条件であるかどうかを判断することも、受託者の業務に含まれると解釈する余地はあったように思われる。しかし、裁判所は、社債権者に適切な転換比率を示すことも、適切な転換比率とするように発行会社と交渉することも、受託者の受託業務には含まれないと判断し、受託業務の範囲は、信託証券に直接規定された事項に限定されることを示した。裁判例[1][2]とは異なり、社債権者の有する権限に対して発行会社が実質的に影響のある判断を行う場合であっても、受託者は当該判断の内容を吟味する必要はないとした本件の判断は、デフォルト事由発生前の受託者に対する役割として、事務的な任務に限られることを前提としているものと考えられる。

[5]Broad v. Rockwell International Corporation, 614 F.2d 418(5th Cir. 1980), 642 F.2d

929(en banc 1981)

1967年1月1日、Collins Radio Company(Collins 社)は、The Chase Manhattan 銀行 (Chase 銀行)を受託者として、発行総額 4000 万ドル、年率 4%、1987 年 1 月 1 日を償還期限とする株式転換権付社債を発行した。社債発行当時、発行会社はラジオ通信事業などで成功して好況の状態にあり、発行会社は、債権者が転換権を行使した場合、72.50 ドルにつき 1 株を交付することを決定していたが、1969 年に入ると、発行会社の経営は危機的状況に陥っており、発行会社の株価は社債発行当時の 7 分の 1 程度にまで下落していた。

1970 年、Chase 銀行が受託者を辞任したため、受託者が Chase 銀行から United States Trust Company of New York(Trust Company 社)へと変更した。1971 年 8 月、Rockwell International Corporation(Rockwell 社)が発行会社に対して、3500 ドルの救済融資を行うことと発行会社の株式を取得することを内容とする提案を行い、発行会社の株主はこれを承認した。Rockwell 社は、社債償還期限前の 1973 年 11 月 2 日、発行会社(Collins 社)の株主の承認を得て発行会社を合併した。

受託者の Trust Company 社は、Rockwell 社の合併の提案がなされた時点ではじめて、1967 年の社債発行時の信託証書が、発行会社合併の場合の転換権の扱いを規定していないことを発見し、Rockwell 社に対して、Collins 社が発行した本件社債の償還を当初の償還期日(1987 年 1 月 1 日)に行う意思があるか確認したところ、Rockwell 社は、合併直前の Collins 社の株価を基準にして、社債を現金によって償還する方針を示し、Collins 社や Rockwell 社の株式への転換権の行使には応じないとした。

そこで、原告の社債権者は、受託者に対して、合併された場合の転換権の扱いについて社債発行条件に不明確な部分があったことを開示するべきであったこと、また、Rockwell 社との間で、社債発行条件の不明確な部分について社債権者の利益を増進するよう交渉を行わなかったことについて、受託者の信託義務違反があると主張した。

〈判決〉裁判所は、社債発行の際の信託証書の基本的な性格を合意によって定めるものであると解して、信託証書法は、受託者に対して新たな信託関係上の義務を生じさせるものではないという見解を示した。その理由として、信託証書の規定が細部にわたり複雑に規定されているのは、発行会社および受託者が、社債の管理に関する権利・義務を契約として詳細に規定することで、将来起こりうるあらゆる問題を当初の信託証書の中で解決することを意図しているためであるとした。そして、①1970 年に受託者に就任した Trust Company 社は、自身が関与していない 1967 年の社債発行条件の不明確性について責任を負わないこと、②受託者は、発行会社の合併が現実になった時点で転換権の扱いを確認したことで業務を果たしており、社債発行条件が社債権者にとって有利になるように交渉し、決定することまでは業務には入らないことを根拠に、受託者には何ら義務違反は認められないと判断した。

〈検討〉 裁判例[5]は、発行会社が合併により消滅した場合の転換権付社債の扱いを信託証書が明確に規定していなかったとき、受託者がその事実を社債権者に伝えていなかったことや、規定の不明確な部分について社債権者の利益となるように発行会社と交渉しなかったことは、受託者の義務違反とはならないとされた裁判例である。本判決は、信託証書の基本的な性格は契約であるとして、受託者の法的地位を契約当事者と理解し、信託証書に規定されない黙示の義務を否定した点に意義がある。その理由として、裁判所は、信託証書の規定によって将来生じうる事態に対処しようとする当事者の意思を尊重することを挙げている。つまり、受託者が当初の信託証書作成の段階で想定して明確に規定した事項を超えた義務を認めることは当事者の意思に反するため許されないとして、黙示の信託義務を否定している。このように、本判決によると、受託者が信託証書に定められたこと以上の義務を負わないとする根拠は、信託証書の内容を定めた当時における受託者が予定していなかった信託義務を後付けで認めることが受託者の意思に反する点に求められている。したがって、本判決は、義務の範囲を信託証書の範囲に限定しようとした受託者の任務における予測可能性を保護した判決といえることができる。

第2款 デフォルト事由発生前の裁判例の整理

ここまで検討してきた5つの裁判例から、デフォルト前の受託者の法的地位について裁判例のとり立場には異なる2つの立場があることを指摘できる。第一は、デフォルト前の受託者の法的地位を契約当事者に近づけて理解する立場をとり、受託者の権限・義務を信託証書に特定の明示された事項に限定する立場である。この立場によると、受託者の社債権者に対する黙示の信託義務の存在は否定される。本稿で検討した裁判例[1][2][4][5]は、この立場に該当する。受託者の信託義務を否定する実質的な根拠としては、裁判例[5]が、将来生じうる事態への対応を信託証書の条項によって対応しようとした受託者の意思を尊重するためという判断をした。

第二の立場は、受託者の法的地位を信託の受託者と理解する立場であり、受託者は、信託証書に規定された具体的な権限・義務のほかに、社債権者との間の信託関係から生じる黙示の信託義務を負うとするものである。この立場に立つ裁判例[3]は、信託証書の規定や融資の合意が社債権者の利益を犠牲にして自己の利益を追求する場合、こうした行為を行うことは社債権者に対して信託義務違反に該当すると判断した。この裁判例は、受託者を信託の受託者と理解する根拠として、信託証書法は社債権者保護の強化を意図して立法されたことから、明示的に特定された義務に加えて黙示の信託義務を認めることではじめて制定過程で意図された受託者の義務の程度を実現できることを挙げている。

第二の立場をとる裁判例[3]の判断は、当該判決の評釈が指摘するように⁹⁵、デフォルト前

⁹⁵ Henry F. Johnson, “The ‘Forgotten’ Securities Statute: Problems in the Trust Indenture Act”, 13 TOLEDO L. REV. 92(1981), at 15.

の受託者の法的地位を信託の受託者と理解する数少ない判断であるとされている。裁判例[3]がほかの裁判例と異なる判断をしたことについては、社債権者への通知など信託証書に定められた通りに行う裁量性のない任務に比べて、裁判例[3]の受託者の行った融資の判断及び実施は、受託者の裁量が広い任務であるため、受託者の義務違反を認める根拠として、任務内容に裁量の幅があった事情を考慮した可能性があることを指摘することも考えられる。もっとも、こうした評釈等を参考にすると裁判例[3]の判断は例外的なものであり、受託者の法的地位に対するアメリカの裁判例の一般的な判断傾向としては、デフォルトの前の受託者の法的地位を契約当事者に近づけて理解する第一の立場が有力であると思われる。

第3款 デフォルト事由発生後の受託者についての裁判例

[6]York v. Guaranty Trust Co. of New York, 143 F.2d 503(2d Cir. 1944)

本件は1939年信託証書法制定以前の裁判例である。Van Sweringen社(社債発行会社)は、1930年5月1日に、発行総額3000万ドル、満期5年、年利6%で半期ごとに利息支払いを行うこと、および本件被告(Guaranty Trust Co)を受託者とする内容を内容とする信託証書に基づき、公募社債を発行した。社債の一部は、被告の子会社であるGuaranty Company of New York社が買い受けていた。ところが、発行会社は、1930年10月の第1回目の利息支払いを行う際、社債利息の支払いに困難をきたしたため、受託者は、利息支払いのための資金の貸付として、J. P. Morgan & Companyなどの他の取引銀行や受託者の子会社とともに、発行会社へ1600万ドルの協調融資を行い、担保の設定を行った。しかし、1931年の利息支払い時に、発行会社は再度利息支払いが困難となった。

この時点において、受託者は、発行会社の財務状況が危機的で、このままでは1931年11月までにデフォルトすることを認識していた事実が認定されている。受託者は、発行会社をデフォルトさせて倒産手続に入らせることの可能であったが、発行会社と協力して、1931年10月29日に私的整理計画を公表した。その内容は、①社債権者に対しては、11月に3%の利息の支払いを行うこと、②希望する社債権者には、社債の額面金額1000ドルにつき、500ドルの現金と発行会社の株券20枚を付与するというものであった。この計画については、仮にすべての社債権者が応諾したとしても、社債権者の利益は倒産手続にかかる費用程度(30万ドル)である一方、倒産手続を行わないことによる社債権者の不利益は、相当大きいものであったことが認定されている。社債権者の大半は私的整理計画の提案に従って現金と株式を取得したが、一部の社債権者はこれに応じなかった。その後、発行会社の財務状況は悪化したため、提案に応じなかった社債権者はわずかな利息の支払いだけを受け取るにとどまり、現金・株式の取得はできなかった。そこで、1940年4月、原告ら3名の社債権者は、受託者が発行会社の期限の利益を喪失させずに私的整理計画を策定したのは、自己の地位を有利にするためのものであったとして、受託者の忠実義務違反の責任を追及した。

〈判決〉本判決は、まず、過去の判例を参照して、信託証書法の受託者は信認関係における受託者としての義務を負うという判断をした。そのうえで、本判決は、受託者の行為が信認関係における受託者として要求される義務を満たすか否かを判断するべきとした。そして、①本件の受託者は 1931 年の 11 月の時点で発行会社を倒産させることができ、倒産させた結果社債権者に損害が生じてでも何ら責任を負う必要はなかったこと、②1930 年 10 月の貸付は法的義務なく行われ、これによって受託者は社債権者と利益相反関係に立ったため、辞任する義務があったにもかかわらず、私的整理計画の策定を行ったこと、③私的整理計画が社債権者の利益にならないものであったことを根拠に挙げて、私的整理計画により受託者が利益を得たことは認められなくても、社債権者の利益に反する行為を行ったものと認められることを判断した。以上の検討により、本判決は、受託者の行為は社債権者に対して忠実義務違反に当たるものと判断して受託者の責任を肯定した。

〈検討〉裁判例[6]は、発行会社の 1 度目の財務危機時に受託者が協調融資を行い、担保を取得していた状況において、発行会社の 2 度目の財務危機時に、再建の見込みが小さいにもかかわらず倒産手続を行わないで私的整理計画を策定したことが、社債権者と利益相反関係にある受託者の忠実義務違反とされた裁判例である。本判決は、デフォルト後の受託者の法的地位を、信託の受託者と理解して、受託者の信認関係上の義務を認めた。本件で注目されるのは、受託者の信認義務違反の判断において、受託者が私的整理計画を策定したことにより実際に利益を得ていない場合であっても、私的整理計画の策定が社債権者の利益に反するものであったならば、受託者の責任を肯定できるとする基準を示した点である。この基準によると、受託者は、社債権者のためになると思って裁量的に私的整理計画を策定し、かつ整理計画から利益を得ていなくても、結果的に発行会社の再建が失敗した場合は信託義務違反の責任を負わされるのであり、本判決は受託者の裁量権行使の判断について実質的には結果責任に等しいとする厳格な姿勢を示したものと見える⁹⁶。もっとも、本件では受託者による融資がない場合には発行会社は 1931 年の時点で倒産処理に移行していた事情があるため、原告の請求時である 1940 年まで発行会社を存続させていた成果が裁判所によって取り上げられていない点で、受託者に対して酷であるようにも思われる。

[7]Dabney v. Chase National Bank of City of New York, 196 F.2d 668(2d Cir. 1953)

本件は 1939 年信託証書法制定以前の裁判例である。発行会社(Ageco 社)は、ガスや電力の供給を目的とする会社であり、Chase 銀行は、発行会社の発行する無担保社債の受託会社である。受託銀行は、発行会社に対して、1931 年 10 月に総額 400 万ドル、期間 6 カ月の無担保貸付を行い、貸付期限前の 1932 年 3 月に当該貸付の一部の弁済を受け、さらに同年 5 月に 295 万ドルの返済を受けたことで、残額全額について返済を受けた。1940 年に、発行会社に対する破産宣告がなされ、選任された破産管財人は、受託銀行に対して、貸付金

⁹⁶ Obrzut, supra note 94, pp.146-147.

を回収した 1932 年 3 月の時点で発行会社が支払い不能となることを知っていたとして、貸付金回収は忠実義務違反に該当すると主張した。

〈判決〉 裁判所は、1932 年 3 月当時、①銀行の報告書に発行会社の財務状況が危機的である旨の記述があり、②生き残りのための発行会社からの新規融資の打診を拒否していたことなどから、受託者は発行会社の財務状況が悪いことを認識していたことを認定した。そして、受託者と社債権者の間に信認関係があることを認めただうえで、受益者との利益相反関係の下では貸付金の回収は行うべきではなかったとして、自己の利益を受益者の利益に優先させた点に忠実義務違反があると判断した。

〈検討〉 本件は、受託者による発行会社からの貸付金の回収が、社債権者に対する忠実義務違反となるかが争われた裁判例である。本件貸付金の回収は 1932 年に行われており、1939 年信託証書法の制定以前の行為であるため、判決のなかでは信託証書法の解釈・適用は行われていない。裁判所は、受託者を信認関係上の受託者の地位にあることを認めただうえで、貸付金回収の時点で発行会社の財務状況の悪化を認識していたことを根拠に、貸付金回収につき受託者の忠実義務違反を認めた。

受託者の法的地位との関係では、信託の受託者であることを認めた点が重要であり、信託証書法制定後も本判決の判断をもとに、受託者の法的地位を信託の受託者とする見解が主張されていたことから、先例的価値の高い判決として認識されていたといえるため、本稿においても紹介した。本判決の評価として学説の中には、発行会社が実際に倒産手続に入ったのは貸付金回収の 8 年後であることから、受託銀行は一度でも発行会社の財務危機を認識したうえで貸付債権を取得し、貸付金を回収したならば、その後起こった倒産手続において責任を問われるため、不当な判決と評価する見解もある⁹⁷。

[8]United States Trust Co. v. First National City Bank, 57 A.D.2d 285, 394 N.Y.S. 2d 653(1977)

発行会社の Equity Funding Corporation of America (Equity Funding 社)は、1971 年 12 月 1 日、First National City Bank(FNCB 銀行)を信託証書の受託者として、発行総額 3850 万ドル、償還期日 1991 年 12 月 1 日とする社債を発行した。1972 年 6 月 29 日、発行会社と受託者の間で、「リボルビング融資」の合意がなされた。当該融資の内容としては、合意によって定めた枠内(7500 万ドルを限度)で発行会社が受託者から繰り返し融資を受けることを可能とし、発行会社はいつでも貸付金の返済を行うことができるものとされていた。

FNCB 銀行はリボルビング融資の合意を締結した 1972 年 6 月 29 日以降、同日に 3000 万ドル、1973 年 2 月 20 日に 5100 万ドル、4 月 3 日に 795 万ドルの貸付を行うなど数回の融資を行い、また発行会社から断続的に返済を受けていた。1973 年 4 月 5 日、Equity

⁹⁷ Smith, Case & Morison, supra note 87, at 167-168.

Funding 社は倒産法に従って再生手続の申請を行い、同日に受託者の FNCB 銀行は受託者を辞任する旨の通知を行った。FNCB 銀行の後継受託者には、原告の United States Trust Company of New York(USTC)が就任した。

原告の USTC は、被告は 1973 年 2 月 20 の融資の時点で、発行会社が倒産の危機にあることを認識していたにもかかわらず、自己の債権を回収するために発行会社の倒産を遅らせたことに対して、受託者の地位にありながら、社債権者の利益よりも Equity Funding 社に対する自己の債権を回収する利益を優先したと主張して、受託者の信託義務違反の責任を追及したのが本件である。

〈判決〉 裁判所は、被告の FNCB が、受託者は信託証券法の規定についてのみ責任を負い、信託関係上の義務を負わないと主張したことに対し、デフォルト後の受託者の義務が争われた裁判例として裁判例[7]の判断を持ち出し、信託証券において受託者の義務を限定して規定しても、受託者は信託の受託者として信託関係から生じる忠実義務を負うとした。また、信託証券法は、社債権者の保護を弱める意図で立法されたものではないため、信託証券法の下でもこれまでの判例法において認められてきた受託者の信託義務は生じるものとした。そして、1979 年 2 月 20 日以降になされた貸付については、発行会社の倒産を認識した状態で行われたことを認めて、倒産を遅らせることで発行会社から融資の返済を受けられたとして、受託者の信託義務違反による責任を認めた。

〈検討〉 裁判例[8]は、発行会社の財務危機の状況において、貸付債権を有する受託者が発行会社を倒産させずに融資を行ったことについて、受託者の信託義務違反を認めた裁判例である。本判決の意義は、デフォルト後の受託者の法的地位を信託の受託者であると理解した上で、信託証券によって受託者の義務が限定されていても、デフォルト後の受託者は信託義務を負うことを明言した点にあるといえる。また、信託証券法制定前の判例法によって認められてきた信託義務が、信託証券法制定後も認められるかという点について、裁判所は、裁判例[3]の判決と同様に、信託証券法においても判例法上の黙示の信託義務が認められると判断した。信託義務違反の判断方法については、本件ではリボルビング融資の返済について受託者に現実の利益が認められる状況において、受託者が倒産手続を先送りにしたことが、信託義務違反の根拠とされている。すなわち、本件においては、倒産手続の先送りによって受託者が現実に利益を受けていたことが重視されていたものといえる。

第 4 款 デフォルト事由発生後の判例の整理

以上で検討してきたデフォルト後の裁判例においては、信託証券法の制定前後を問わず、デフォルト後の受託者の法的地位は信託の受託者として理解されていた。裁判例の判断は、いずれも、デフォルト後の受託者は、信託証券で明示した義務に加えて、社債権者との間の

信認関係から生じる信認義務を負うとするものである。信認義務違反を認める具体的な基準について、裁判例[6]は、社債権者と利益相反関係に立つ受託者が社債権者の利益とならない行為を行うことが信認関係違反であるとしており、受託者が当該行為から現実に利益を得ていることまでは要求されないとする基準が示されている。他方で、裁判例[8]では、受託者が発行会社の倒産を先送りにすることで融資の返済を受ける現実の利益があったことを理由に、受託者の信認義務違反が認められている。以上のことから、社債権者と利益相反関係にある受託者は、社債権者の犠牲のもとに利益を得る行為を行うと、信託証書に免責規定がある場合でも、また信託証書に当該行為を禁じる規定がない場合でも、発行会社のデフォルト事由発生後には、信認関係上の義務違反に該当することが明らかにされたものといえる。

第5款 受託者の裁判例の小括

受託者の利益相反問題を扱うアメリカの裁判例は、信託証書法の受託者の法的地位について、若干の例外はあるものの、デフォルトの前後で異なる地位に立つものと理解しているといえる。デフォルト事由発生前の受託者について、裁判例は、発行会社との間で具体的に権利・義務を規定した信託証書を締結する契約当事者に近い法的地位に立つと理解している。そして、受託者の義務の範囲は、信託証書の規定に明示的に特定された範囲に限定され、社債権者との信認関係から生じる黙示の信認義務は存在しないとする。その理由は、信託証書を締結する受託者の意思が、将来生じうる事態への対応を信託証書によって権限・義務を規定することで行おうとするものであり、こうした受託者の意思を尊重するためであると説明される。

他方、デフォルト事由発生後の受託者について、裁判例は、社債権者に対して信認関係から生じる義務を負う信託の受託者の法的地位にあると理解している。そして、受託者の義務の範囲は、信託証書に明示された義務に加えて、社債権者との信認関係から生じる黙示の信認義務が認められるとする。裁判例が黙示の信認義務を認める理由は、社債権者の保護の強化を目的とする信託証書法の立法趣旨に求められる。そして、信託証書法制定以前の判例法によって認められてきた受託者の信認義務は、信託証書法の制定によって排除されるということとはできないことを理由に、受託者は信託証書法の制定後においても、社債権者に対して判例法が形成してきた信認義務を負うことが示されている。

以上のように、信託証書法の受託者の法的地位が発行会社のデフォルト事由発生前後で変化することを通して、受託者は、その前後で異なる内容の義務を負うとする理解が、一般的な裁判例の判断傾向であると思われる。もっとも、デフォルト事由発生前の裁判例[3]のように受託者の法的地位をデフォルト前後で区別しない判断もなされており、また、デフォルト事由発生前の受託者は、信託証書法の規制を受けながら、発行会社との間で信託証書の内容を定めた契約上の当事者に近い立場であると理解する理由は必ずしも明確ではないな

ど、裁判例の検討によっても明らかにされない問題は残っているものと思われる。そこで、本章第 3 節では、信託証書法の受託者の利益相反問題について論じた学説を検討する。その際、上述した裁判例との関係から、受託者の法的地位について論じた議論を検討して、受託者の法的地位や義務内容についていかなる議論がなされているかをまず明らかにしたうえで、受託者の義務内容について利益相反規制の観点から論じた学説を検討していく。

第 3 節 信託証書法の受託者に関する学説の議論

これまで検討してきたように、信託証書法の受託者の負う義務の内容を検討する際に、アメリカでは、受託者の法的地位に注目した議論が行われている。信託証書法の受託者の法的地位について論じる学説は、信託証書法の受託者の義務について、受託者の法的地位を契約当事者に近い立場と捉えて信託証書に記載された範囲に義務を限定することを認める見解と、受託者の法的地位を社債権者との間で信認関係に立つ受託者としての地位にあるとして、信託証書上の義務にとどまらず、信認関係上の義務も生じるとする見解があり、両説の間で議論がなされてきた。こうした学説における争いは、1939 年信託証書法の制定以来のものであり、こうした議論は、信託証書法の受託者の欠格事由を定めた信託証書法 310 条の規定について、発行会社に債権を持つ銀行等に受託者の資格を認めてよいか否かを論じるなかでなされてきた。

すなわち、1939 年に信託証書法が制定された経緯として、1920 年から 1930 年代のアメリカにおける社債の償還不能という事件が増加した際に、社債の管理を行う受託者が、社債権者の犠牲のもとに自己の債権回収を優先し、かつ免責条項を駆使して社債権者からの責任追及をかわず実務が問題視されるようになったことが背景にある⁹⁸。受託者が trustee の名にふさわしくない行為を行っていることから社債権者を保護することが社会的な要請となり、受託者の利益相反問題を明らかにするとともに、受託者に対して利益相反関係 (conflicting interest) の排除と信認関係上の受託者としての義務を課すことを内容とする 1936 年の SEC レポートが基となって条文化されものが 1939 年信託証書法である。

このように、信託証書法は受託者に対する不信感から社債権者を保護することを意図して制定されたため、受託者の利益相反問題を論ずる学説は、信託証書法の基盤となった SEC レポートの要求する利益相反関係の排除の要請について信託証書法 310 条の規定が十分に対応しているか、また、信認関係上の受託者である信託証書法の受託者が負う義務を信託証書によって軽減することは認められるかという議論を行ってきた。そして、信託証書法制定当時における事情として、信託証書法の受託者は信託証書に記載された事項のほかに、当事者の任意に決定しえない信託事項についても業務を行う地位にあるとする見解の支持が有

⁹⁸ 藤井俊雄「アメリカ社債法における受託会社の法的地位」法経学会雑誌 27 号(1958)141 頁を参照。

力であったことが窺われる⁹⁹。このため、本稿では、アメリカの学説による信託証券法の受託者の法的地位に関する議論を検討していく際に、信託証券法の制定当時に有力であった、受託者の法的地位を社債権者との間で信託関係に立つ受託者としての地位にあるとする見解から検討していく。

第1款 信託関係の受託者とする見解

信託証券法の受託者の法的地位を信託関係上の受託者であるとする見解は、受託者を一般信託の受託者と同様の機能を負う立場にあると理解している。そして、発行会社のデフォルト事由発生を問わず、社債の受託者は、信託関係の受託者(fiduciary)としての義務を負うとするものであるとしている¹⁰⁰。社債の受託者は、発行会社との間で定めた信託証券に記載された事項だけではなく、社債権者保護のために信託関係による黙示的な義務も課せられるとする。こうした見解のなかには、信託証券法による受託者の資格要件の規定に対して、貸付債権者である銀行等が受託者に就任して、貸付債権者と信託証券法の受託者という「二重の役割(“Trustee-creditor” role)」を持つこと自体が信託義務に違反すると主張するものがある。もっとも、欠格事由については、貸付債権者等を社債の受託者の資格から機械的に排除する必要はないことが指摘されている。こうした見解によると、次のような考慮がなされている¹⁰¹。欠格事由については、社債の受託者に対して、社債権者への利益相反行為を行った場合に限り、社債の受託者としての資格を剥奪すると考えればよいとされる。また、信託証券法 315 条(a)項 1 号が受託者の義務を信託証券に明示された範囲に限定したことについては、1939 年の信託証券法制定以前から信託関係の受託者(fiduciary)に課されていた信託義務は、信託証券法制定後の受託者にも課されるということが考慮されている。このため、こうした見解は、デフォルト事由発生前の受託者であっても、信託法一般の義務違反による責任を負う場合があるとするものであるということが出来る。

こうした見解が主張される背景には、1939 年信託証券法の制定過程の影響がある。すなわち、アメリカでは 1920 年以前は、社債の発行は担保を付して行われることが一般的であり、受託者は単なる担保の保管者にすぎないと理解されており、実際に行使する権限は裁量的判断を必要としない事務处理的なものにすぎなかった¹⁰²。そして、1920 年代以降に無担保社債の発行が増加して社債発行総額に占める無担保社債の割合が高まっていくなかで¹⁰³,

⁹⁹ 藤井・前掲注(86)140 頁参照。

¹⁰⁰ John P. Campbell and Robert Zack “Put a Bullet in The Poor Beast: His Leg is Broken and His Use is Past” 32 The Business Lawyer (1977), at 1709.

¹⁰¹ Louis S. Posner. “The Proposed Federal Measure to Regulate Trust Indentures” 71 U. S. L. Rev. (1937), at 397.

¹⁰² 木下毅「アメリカ合衆国信託証券法第 311 条の研究」公社債引受協会(編)『公社債月報』62 巻 9 号(1987)3 頁。

¹⁰³ Sklar, supra note 93, pp.43-44.

1929年の大恐慌の影響により社債のデフォルトが増加すると、利益相反規定の不存在から受託者が社債権者に先立ち自らの利益を優先した貸付債権の回収を行い、また、信託証書に広範な免責条項を規定してデフォルトした発行会社に対する訴訟を怠ることで、受託者が社債権者の保護の役割を果たさなかったため、一般社債権者の保護が問題となっていた。

こうした社会情勢の下で、上述した SEC 委員会は、社債権者保護のために受託者の利益相反関係を排除することを要求するレポートを提出しており、かかる SEC レポートを契機として信託証書法が制定された。そして、SEC レポートの内容には、社債権者との利益相反関係が生じることを避けることを目的に、受託者に信託の受託者(fiduciary)にふさわしい信認義務を課すること、また、貸付債権者が受託者となることを禁止する必要性が示されていた。

こうした信託証書法制定の沿革を根拠に、信託証書法の受託者は社債権者との間に信認関係があり、信認関係上の義務として黙示的な義務を含む義務を負うとする主張がなされている。信託証書法の受託者を信認関係上の受託者とする見解は、信託証書法が 1930 年代のアメリカ社会で問題となった受託者の利益相反行為に対処するために制定されたことを重視するものであり、貸付債権者が受託者となること自体を否定するなど、受託者と社債権者との間の利益相反関係そのものを排除することで、投資家の不信感を払拭する狙いがあるものといえることができる。こうした見解は、信託証書法制定時以降も有力に主張されており、1976 および 1977 年のアメリカ法律協会における連邦法改正に関する議題として、信託証書法 310 条の欠格事由として発行会社に対して貸付債権を有する者であることを含むことを求める修正案が 2 度にわたり提出された¹⁰⁴。もっとも、アメリカ法律協会においては、いずれも修正案も否決されたため、こうした見解が信託証書法の資格規定の改正に結びつくことはなかった。

なお、本章第 1 節において検討したように、現在の信託証書法では、310 条(b)項 10 号において発行会社に対して貸付債権を有することが欠格事由として規定されている。こうした規定は 1990 年信託証書法改正により導入されたものであり、同号の規定と同時に、欠格事由の該当性は発行会社のデフォルト事由発生後に生じることとする改正もなされている。

第 2 款 契約当事者とする見解

上述した見解に対して、デフォルト事由発生前の受託者は、発行会社との間で信託証書に定めた事項について契約当事者としての義務を負うに過ぎないとする見解が主張されている¹⁰⁵。こうした見解は、沿革的には、信託証書法制定以前の学説によっても主張されたもの

¹⁰⁴ Campbell & Zack, *supra* note 88, at 1708, Smith, Case & Morison, *supra* note 87, at 161.

¹⁰⁵ Smith, Case and Morison, *supra* note 87, at 164.

であるものの¹⁰⁶、1930年代以降に社債償還不能事件が頻発したことを受けて支持を失っていったものである¹⁰⁷。この見解によると、信託証書の受託者は伝統的に理解されるころの一般信託の受託者ではなく、発行会社の利益と自己の利益とを同等に扱うことを、信託証書によって義務付けられたものとする。つまり、受託者の法的地位は、特定の事情が生じるまでの一定期間財産を管理し、かつその義務の大半が合意の内容によって規定されている契約当事者と理解する。

受託者を信認関係上の受託者とする見解が、貸付債権者の受託者就任を資格規定によって阻止することを主張したのに対して、この見解は、以下の3点を主な根拠に挙げて、貸付債権者に受託者の資格を認めることを肯定する。

①まず、信託証書法は利益相反関係の完全な排除までは要求していないことを主張して、その根拠として、311条の優先的弁済受領の制限規定などにおいて、利益相反の発生を前提に対処することを予定する規定があることを挙げる。すなわち、311条の規定は、社債権者と利益相反関係に立つ受託者が、発行会社のデフォルト事由発生前後の一定期間において発行会社から受領した貸付債権等を特別勘定に組み入れたうえで、社債権者の債権額と受託者の債権額によりこれを按分するものであり、利益相反関係にある受託者による債権の回収自体を否定していないため、信託証書法は利益相反関係そのものを排除することは目的としていないとする解釈が可能となるとする理解である。

②次に、アメリカにおいては、受託者は発行会社の取引銀行であることが大半であり、貸付債権者でもある取引銀行は、発行会社の財務状況にもっとも通じていており、かつ発行会社に対して融資を行うための資力もある。このため、発行会社の取引銀行に受託者の資格を認める方が、発行会社の財務状況の調査や監督等の業務を適切に行うことが期待できるため、社債権者の利益にかなうとする。

③さらに、受託者が発行会社のデフォルト事由発生後に行わなければならない業務は、実際には受託業務全体のうちのごく一部に過ぎないことも、根拠の一つとして挙げられている。すなわち、受託業務の大半は、社債原簿の管理や社債の償還や適時の元利金の分配等の事務的事項であり、受託銀行の人員の大半は事務的な事項に割かれている。こうした状況下において、実務では、発行会社が受託者を選任する際に注意すべき点として、受託銀行の受託手数料、事務的事項の処理能力、およびこれまでの全体的な信頼関係が考慮されているとする¹⁰⁸。このため、デフォルト事由発生時の処理能力は、受託者に対して要求される業務のうちの一部に過ぎないといえる。以上の理由から、デフォルト事由発生後の利益相反関係を懸念することにより、受託銀行の受託者資格を剥奪することの利益はほとんど存在しないと考えられている。

以上の3点を根拠として、こうした見解は、発行会社の取引銀行などの貸付債権者に対

¹⁰⁶ Sklar, *supra* note 93, at 50.

¹⁰⁷ 藤井・前掲注(86)140頁を参照。

¹⁰⁸ Smith, *Case and Morison*, *supra* note 87, pp.165-166.

して、社債の受託者としての資格を認めることにつき、実際上の問題はないものと考えている。

受託者の法的地位について、発行会社との間で信託証書を定めた契約当事者としてとらえる見解は、財務状況の把握能力や救済融資を行う資力や受託業務の内容など、発行会社の取引銀行が現実に果している機能を重視する。こうした取引銀行の能力を根拠にして、取引銀行に社債の受託者としての資格を認めることは、社債権者の利益になることが主張されている。こうした見解は、貸付債権者についても社債の受託者としての資格を肯定することを主張するものである。そして、こうした見解は、受託者の信託証書上の義務についても、受託者の任務の内容に注目することを根拠としたうえで、信認関係上の黙示の義務は含まれないとする。すなわち、信託証書法 315 条(a)項 1 号が信託証書の規定による免責を許容する趣旨は、デフォルト前の受託業務が機械的・事務的性質であるため、社債権者との間に利益相反関係が生じえないことに求めることができるとする。このため、デフォルト事由発生前の受託者を信認関係の受託者とする理由はなく、信託証書法の規定通りに、受託者は信託証書に記載された義務のみを課される契約当事者と理解されるものと考えられることになる。

もっとも、デフォルト事由発生前の受託者を契約当事者とする見解のなかには、デフォルト事由発生後の受託者の法的地位および義務の内容について、異なる立場をとる見解が見られる。そこで、デフォルト事由発生後の受託者の地位に関するこの見解の学説の議論を検討していく。

まず、第一の立場として、裁判例[7]と同様に、デフォルト事由発生後の受託者は信託の信認関係における受託者とする立場がある。この立場は、信託証書法の受託者は契約の利害関係者と信託の受託者の両方の地位を持つものとして理解するものである¹⁰⁹。このように、デフォルト前後で異なる法的地位に立つことになる根拠としては、信託証書法がデフォルト事由発生後の利益相反規制として、貸付債権を有する受託者と社債権者の利益相反が顕在化した場合の規定を置いていることが挙げられている。具体的には、信託証書法 315 条(c)項の規定が、受託者に対して契約当事者として免責条項を置くことを許容しておらず、また受託者の注意義務の程度を信託の受託者の程度まで加重していることを根拠に、受託者は信認関係における受託者としての法的地位に立つとされる。このような理解は、裁判例[3][8]の判断の中で示されていた理由付けと同様のものであり、この見解の理解を整理すると、デフォルト事由発生前の受託者は、社債権者との間で利益相反関係が生じえない機械的・事務的性質の任務を行うため、信託証書法 315 条(a)項は受託者の義務の限定を認めており、当該規定から受託者の法的地位は契約による義務の限定を認められる契約当事者に近づけて理解される。一方、デフォルト事由発生後の受託者は、債権回収等をめぐり社債権

¹⁰⁹ Landau and Krueger, *supra* note 71, at 27, 木下・前掲注(90)3 頁を参照。なお、木下教授は、315 条のデフォルト前後の区別について、「契約的アプローチと信託的アプローチの折衷的定式化」がなされたものとする。

者との間で利益相反関係が顕在化する任務を行うため、信託証書法 315 条(c)および(d)項は受託者の義務を信認関係上の義務として規定しており、こうした規定を根拠にデフォルト事由発生後の受託者の法的地位は社債権者に対して信認関係上の義務を負う受託者であると理解されるということになる。

これに対して、第二の立場として、受託者はデフォルト前後を問わず、契約当事者であるとする立場が主張されている。この立場は、信託証書法 315 条によって受託者が権限の拡大を認められることなく義務だけが加重されていることを問題視する。そして、仮に信託証書法の受託者が社債権者との間で信認関係に立つ受託者(fiduciary)としての法的地位を有するならば、受託者は、会社の取締役と同様に、受託者の行う業務執行について包括的権限を有するはずであるとする。しかし、信託証書法 315 条(c)項および(d)項は、受託者の義務を加重するだけで権限の拡大を認めていないことから、デフォルト事由発生後の受託者には包括的権限はなく、信認関係上の受託者として理解することはできない。したがって、デフォルト事由発生後の受託者の義務が加重されているのは、受託者の法的地位に基づく信認義務ではなく、信託証書法制定時における受託会社への不信感に対処するための政策的配慮のために信託証書法 315 条が政策的に義務内容を引き上げたに過ぎないとする主張がなされている¹¹⁰。この立場は、信託証書法の受託者は、発行会社のデフォルト前後を問わず発行会社との間で信託証書によって権限および義務を定めた契約当事者の法的地位に立つ者と理解して、信託証書法 315 条(c)項および(d)項の規定は、受託者の法的地位とは関係なく政策的に義務の水準を高めたに過ぎないことを主張するものである。こうした見解の狙いは、デフォルト事由発生後に自動的に受託者と社債権者との間に信認関係を成立させることを防止することで、受託者が信託証書に規定された義務を超えて予期せぬ黙示の義務などの信認義務を負わされることを回避することにあるものと思われる。

もっとも、こうした立場に立つカハン教授が特別受託者の議論をしているように、受託者の法的地位をデフォルト事由発生前後で契約当事者であると考えとしても、受託者が信託証書により社債権者との間に信認関係上の義務を負うことなどを合意によって記載していた場合は、受託者に信認関係上の義務が発生することもある。

以上のように、受託者の法的地位を契約当事者とする見解は、デフォルト事由発生前後を問わずに受託者は契約当事者と同様の法的地位に立つとする立場と、デフォルト事由発生後は信託証書法の規定を根拠に、信託上の受託者と同等の法的地位に立つとする立場の 2 つの立場に分かれている。2 つの立場を分けるものは、信託証書法 315 条(c)項および(d)項の義務規定の解釈の相違である。そして、どちらの立場を採用するかによって、発行会社にデフォルト事由が発生した後の受託者が信託証書にない黙示の義務などの信認関係上の義務を負うか否かという義務内容の相違が生じる。そこで、以下の本節第 3 款では、デフォルト

¹¹⁰ この見解は、信託証書法によって初めて「慎重な人」の基準が採用され、制定以前の判例法においてこの基準を明確にして用いたものはないとする。本文中の議論については、Smith, Case & Morison, *supra* note 87, at 164 を参照した。

事由発生後の受託者の義務内容を議論する学説を検討していく。

第3款 受託者の義務と「特別受託者」

これまで検討してきたように、受託者の利益相反問題を論じるアメリカの学説においては、信託証書法の受託者の義務の内容は受託者の法的地位と関連して論じられており、受託者の義務の内容は、受託者の法的地位から解釈によって導かれるとする議論がなされていたものといえることができる。しかし、近年の受託者の利益相反問題を論ずる学説の中には、受託者の法的地位との関係よりも、信託証書法の規定を検討することで、受託者や社債権者にとって望ましい義務の内容とはどのようなものかを論じる議論がなされている。こうした最近の議論は、デフォルト事由発生後の受託者の義務を規定している信託証書法 315 条(c)項および(d)項の内容を吟味するものである。そして、デフォルト事由発生後の受託者の義務内容を議論する学説においては、義務規定の問題点として次の2点について指摘がなされている¹¹¹。

まず、デフォルト事由発生前の受託者は、契約当事者として信託証書に明示された権限・義務のみを負うとする規定により、発行会社の報告や説明を信頼して自ら発行会社の財務状況の調査を行わなくても免責されるため、信託証書法が受託者に対して早期に発行会社の財務危機を発見して適切な対処をすることを期待しているとはいえないことの問題である。受託者による適切な調査や早期の財務上の問題の発見を期待できないならば、貸付債権を有しており社債権者との間で潜在的には利益相反関係に立っている取引銀行に対して受託者の資格を認めた実益はそこなわれるというのである。すなわち、発行会社の取引銀行に受託者の資格を認めたのは、発行会社の財務状況に精通していて早期に財務危機を発見し、裁量的に対応することが社債権者の利益になるとする考慮があったためであるものの、実際には取引銀行の能力が活用されないという問題である。

次に指摘されるのは、デフォルト事由発生後の受託者の義務は、信託の受託者の義務水準まで加重される一方、受託者の権限は拡張されていないことの問題である。具体的には、発行会社の財務危機時に受託者が裁量的判断によって救済を行うことに対して消極的になってしまい、財務危機時に受託者が辞任するという実務慣行が確立していることを問題視する。また、発行会社において何らかの理由で信託証書に定めたデフォルト事項に違反する事態が生じたものの、発行会社の財務状況そのものは健全な場合、そのような状況を想定して信託証書に受託者の約定権限が定められていない限り、受託者は単独で信託証書の内容の修正を行うことができないことも問題であるとされる。後者の問題については、信託証書法 316 条(a)項 1 号が、未償還社債の元本総額の過半数を有する社債権者の指図により、受託者は発行会社のデフォルトを免除できると規定しているため、受託者はデフォルト免除の

¹¹¹ 本文中の以下の議論につき、Amihud, Garbade & Kahan, *supra* note 81, at.469-485 を参照している。

ために社債権者の過半数の同意を得るための手間がかかり、迅速な対応を行うために受託者の権限としてデフォルト免除をすることが一律に否定されていることが問題である。

以上のように、信託証券法の義務規定により、デフォルト事由発生前の受託者が発行会社の調査を行わず、またデフォルト事由発生後の受託者が裁量的な対応をすることなく早期に辞任してしまう状況が生じている。こうした信託証券法の規定は、発行会社に信用リスクがほとんどない場合には、受託者による調査費用を削減することで社債価格を低く抑えられるため、一面では社債権者の利益にかなうものである。しかし、相対的に信用リスクが高い発行会社による社債発行の場合は、①受託者による発行会社への調査権限の行使が期待できないことや、②発行会社の財務危機時における受託者の辞任の慣行により、救済融資等の裁量権を行使する者が後継の受託者となるため、取引銀行が受託者に就任する利点を活用できておらず社債権者の利益にならないことに問題があるとされている。

これらの問題に対して、受託者の義務内容を議論する学説の中では、受託者の権限を拡大することによってこうした問題に対して対処することができると主張するものがある。この学説が具体的に提唱するのは、信託証券法の受託者とは別に、信託証券のなかに拡張された条項の修正権限など一定の内容の条項をセットとして持つ受託者(Super Trustee, 以下では「特別受託者」とする)を準備することである。発行会社は、自身の信用リスクに応じて、発行会社の財務状況を調査せずデフォルト時には辞任する信託証券法の受託者か、平時から発行会社の財務情報を監督して、発行会社の財務危機時には柔軟な対応を行う権限を有する特別受託者か、適切な受託者を選択することが望ましいと主張する点に特徴がある¹¹²。

以下ではこうした見解を主張するカハン教授の議論を取り上げて、特別受託者制度の具体的な特徴を検討していく。

(1)まず、特別受託者においては、受託者の辞任・解任事由は限定される。特別受託者の選任は、社債発行会社が行うものの、発行会社はひとたび社債を発行すると特別受託者を解任して新たな受託者を選任する権限はなくなる。また、社債権者についても、特別受託者を解任させることや、辞任・解任事由が生じた場合の後継受託者を選任することは制限されるというものである。もっとも、社債権者による受託者の解任権限の制限の程度については、様々なデザインが可能であるとされている。デザインの例として、①社債権者の解任権限に強い制限を規定する場合には、社債権者による解任権限が認められる場合として、たとえば、受託者の重過失や悪意による義務違反がある場合や、受託者の利益相反行為がある場合についてのみ社債権者の解任権限を認め、これらの場合を除き、社債権者による受託者の辞任請求や解任権限を一切認めないとする規定が考えられる。また、②社債権者の解任権限に緩やかな制限を課する場合には、社債権者による解任権限が認められる場合として、たとえば、①のほかの解任事由を規定することや、発行会社が後継受託者の候補を一覧にして社債権者がそのなかから選任できるようにする場合に解任権限を認めるものなどを考えることが

¹¹² Amihud, Garbade & Kahan, *supra* note 81, at 470.

できる¹¹³。

こうした解任事由の制限規定を持つ特別受託者に対しては、受託者が発行会社の財務状況の調査能力などの事務的能力を欠いているかもしれないという懸念や、受託者の資力が乏しいことに対する懸念など、特別受託者としてふさわしくない者が選任された場合の社債権者の利益保護に懸念が生じるという批判がなされる余地がある。

しかし、カハン教授らは、次のような理由を挙げてこうした懸念は実際には生じないとする。発行会社は、社債発行時に投資者に対して特別受託者の名称や資力等の重要な事項を情報開示するため、投資者はこうした情報をもとに社債の評価を行うことができるためであるとする。投資家は、開示された情報を基に社債及び受託者を評価して投資先の社債を選択して決定するため、発行会社としては、社債権者の利益となるような者を特別受託者に選任することが、社債市場における当該発行会社の社債の価値を高めることになり、発行会社の利益を増進することになる。このため、発行会社は、社債権者にとって最も利益にかなう者を特別受託者に選任するため、こうした社債市場が機能している限り特別受託者の能力の問題は生じないという説明がなされている¹¹⁴。こうした説明は、投資家が社債市場において特別受託者の能力を判断できることを前提としているものということができる。このような投資家として想定できる者は、機関投資家などであろう。特別受託者を選択する発行会社は、相対的には信用リスクの高い者であることが想定されているため、特別受託者の能力を判断できる投資家を対象とする説明がなされているものと思われる。

このように、特別受託者の解任事由を制限することで、特別受託者は、発行会社に財務危機が生じた際であっても辞任することがなくなる。また、特別受託者は、解任事由に該当しないように注意して任務を行えばよいとため、任務の途中で社債権者によって解任請求されることを考える必要がなくなり、信託証書の条項の修正が必要と判断した際の期限の利益喪失の見送りやデフォルト条項の修正権限の行使などを積極的に行うことができる。このように、特別受託者の解任事由を限定して明確にすることで、特別受託者は信託証書法の受託者に比べて、積極的に権限を行使することができる点に実益があると考えられている。このように、特別受託者の辞任・解任事由の制限を重要と主張する際に、カハン教授らは銀行貸付の場合を例に挙げて説明をしている¹¹⁵。すなわち、発行会社に対して貸付債権を有する特別受託者が受託者の地位にとどまることは、大口の貸付債権を有する取引銀行が、債務者である企業に対して保有する債権を譲渡して債権者の地位を譲ることなく債権者の地位にとどまることに類似するとしている。取引銀行が債権者の立場を有するため、債務者を監視し続けるインセンティブに欠けることはなく、また、大口の貸付債権を保全するために必要であれば、債務者に対して緊急の融資計画を立てたり、デフォルトを先延ばししたりするな

¹¹³ Amihud, Garbade & Kahan, *supra* note 81, at 472. なお、解任を認める場合として受託者が後継受託者をリストアップして提示することで、社債権者は好ましくない者が受託者となるリスクを軽減することができる。

¹¹⁴ Amihud, Garbade & Kahan, *supra* note 81, at 471.

¹¹⁵ Amihud, Garbade & Kahan, *supra* note 81, at 480 note (113).

ど柔軟な対応をする利益を有する。取引銀行がこうした裁量的な行動をするのは、大口の債権を譲渡して債権者の地位を移転することが困難であることによる。したがって、特別受託者をこうした銀行と同じく受託者の地位に拘束することで、社債権者の利益になる対応をすることが期待されるという説明がなされるのである。

カハン教授らによる以上の説明は、信託証書法の受託者が、発行会社の財務危機の段階で辞任することを抑止することを狙うものである。受託者の辞任を阻止することで、特別受託者となった銀行が、発行会社の財務危機時において、積極的に裁量権を行使することを実現しようとするものであるといえる。

(2)次に、特別受託者の有する権限および義務は、信託証書に記載することで効力を生じるとして、特別受託者の権限・義務は、信託証書の条項に規定されていることが根拠とされるべきであるとしている。このような立場は、特別受託者の権限および義務を信託証書に明示された範囲に限定する点で、受託者の法的地位について論じる学説のうち、受託者の法的地位を信託証書によって権限および義務が規定された契約当事者に近いものとする裁判例や学説に沿ったものであると思われる。特別受託者の権限および義務の内容は、信託証書の内容に委ねられるため、発行会社と受託銀行等の間で自発的に規定することができる。このため、信託証書の内容には様々な規定が置かれることが想定される。カハン教授らの考える具体的な義務の内容については、(3)で検討する。多様な権限および義務を規定した特別受託者の信託証書と現行の信託証書法との関係について、カハン教授らは、特別受託者の権限・義務の多様性を認めることは、信託証書法の改正を求めるものではなく信託証書法の下でも可能であるとする¹¹⁶。こうした理解は、受託者の法的地位を契約当事者と捉える立場から導かれるものであると考えられる。

(3)特別受託者の任務の内容としては、まず、信託証書法の受託者とは異なり、発行会社の提供する情報や説明を信頼するだけでは足りず、発行会社のデフォルト事由発生の前後を問わずに自ら積極的に発行会社の財務情報を収集して発行会社を監督する義務を負うとする¹¹⁷。また、特別受託者には、会計士に提出される会計書類や非公開の財務情報などの情報にアクセスする権限や信託証書に定めたデフォルト事項の修正権限が認められ、以上の権限行使に際しては、社債権者の多数決によらず排他的に権限を行使することが認められるとされている。特別受託者に対して社債権者の承認なしに強力な権限を付与することの説明として、カハン教授らは、ここでも銀行が債務者に対して貸付を行う場合と対比して説明を行っている。すなわち、銀行が債務者に貸付を行う場合、自己の貸金債権の保全のために債務者となる企業等の情報を十分に調査することが一般的である。また、銀行は、預金者や債権者の意向を特に考慮せず、自己の貸付債権保全のために債務者と交渉し、債務の弁済期や利率等を修正することができる。こうした権限を持つ銀行と同様に、特別受託者につい

¹¹⁶ Amihud, Garbade & Kahan, *supra* note 81, at 470.

¹¹⁷ Amihud, Garbade & Kahan, *supra* note 81, at 487. カハン教授らは、調査義務違反の判断基準は、同一状況下における合理的な貸し手の注意を基準とするべきという。

でも、発行会社に対する強力な調査権限を規定し、また、過半数の社債権者の承諾を要しないで独自の判断により発行会社との交渉により信託証書を修正する権限を規定するべきであるとする。受託者は発行会社の取引銀行であることがほとんどであるため、特別受託者として貸付債権者と同等の権限を与えることで、特別受託者を、貸付債権者と同等の対応ができる立場に置くことが目的とされている。以上の説明の背景には、社債の保護の方策として、受託者の任務に対して社債権者の介入があるよりも、社債権者が介入せず専門家である受託者に一任することの方が適切であるという価値判断がなされているものと思われる。

ここで問題となるのは、特別受託者が社債権者にとって不利益になるような方向で信託証書の条項を修正する場合である。カハン教授らによると、こうした不利益修正の権限については、特別受託者を設置する場合であっても必ずしもこれを認める条項を置く必要はないとされる¹¹⁸。もっとも、現行の信託証書法では、信託証書の条項の修正には未償還社債の元本総額の過半数を有する社債権者の承諾が必要とされているものの¹¹⁹、公募社債は社債権者に分散所有されるため、承諾の協議に応じるコストを考慮した個々の社債権者の合理的行動により、受託者が承諾を得ることは実質的には困難な場合が多いという、いわゆる集合行為問題がある。また、未償還社債の元本総額の過半数の割合を有する社債権者が存在する場合には、こうした大口の社債権者が、少ない割合しか持たない社債権者の利益を犠牲にして、自己の利益を確保する方向で受託者に対する指図を行い、また自己の利益にかなう受託者の条項修正の打診のみを承諾するものと考えられる。このため、たとえ社債権者にとって不利益な内容の条項修正が行われるおそれがあっても、特別受託者に不利益修正の権限を含む条項の修正権限を付与することにも利点がある場合も考えられる。

(4)以上の権限行使につき、特別受託者は、株式会社の取締役の「経営判断の原則」に類似した責任を負うとされる¹²⁰。カハン教授らによると、信託証書法 315 条(d)項の規定する「慎重な人」の基準は、受託者の判断を裁判所が後知恵で判断する点や、判断基準が曖昧である点、および仮に基準となる「慎重な人」が個々の社債権者とされた場合、社債権者は一般的には短期的な利益を中心に考えるため、中長期的視点から裁量的判断を行う受託者にとって不利な判断が下される恐れがある点において問題があるとされる。これに対して、「経営判断の原則」は、行為者の判断に結果的には誤りがあったとしても、判断を行う際の事実の確認が適切に行われていれば義務違反の責任を問わないとするものである。また、一般的には、「経営判断の原則」による義務違反の判断基準は、「慎重な人」の基準による義務違反の判断基準よりも緩和された基準によって判断することができると考えられる。このため、受託者の権限行使につき義務違反があるか否かを判断する際に「経営判断の原則」を採用することで、受託者の行為が裁判所の後知恵で判断される危険性を緩和することができ、また、中長期的な視点から行った裁量的判断が保護されやすいといえることができる。

¹¹⁸ Amihud, Garbade & Kahan, *supra* note 81, at 476.

¹¹⁹ 信託証書法 316 条(a)項 1 号を参照。

¹²⁰ Amihud, Garbade & Kahan, *supra* note 81, at 478-479.

(5)以上のように、カハン教授らの提唱する特別受託者制度は、受託者の権限を強化することで、受託者の利益状況を、債務者に大口の貸付をする場合の銀行等の利益状況と同等にして、大口債権者が自身の利益を保全する場合と同じように、社債権の管理を行わせることを目的とする制度であるということが出来る。受託者に対して、信託証書によってこのような強力な権限および義務を規定することで、受託者は管理する社債について強い利害関係を有する契約当事者として行動することが期待できると考えられている。そして、特別受託者は、信託証書法の受託者と比べると、発行会社の財務情報の調査権限や信託証書の条項の修正権限が強化されており任務内容の幅が広がっているため、特別受託者に対する委託手数料は割高になる。

したがって、発行会社は、自身の信用リスクや市場の評価を参考にして、特別受託者を採用して幅広い任務が行われることに対して支払うコストと、信託証書法の受託者を採用して発行会社に財務危機が生じた場合に受託者が何ら積極的な救済を行わないことによるコストを比較して、信託証書法の受託者か特別受託者のいずれを利用するかを選択すればよいと考えられている。以上の議論から明らかなように、カハン教授らの提唱する特別受託者制度は、信託証書法の受託者と特別受託者の優劣を論ずるものではなく、発行会社が社債を発行する際の受託者の選択肢を増やすことを目的とする議論である。このように、任務内容が異なる 2 つの受託者から適切な受託者を選択することで、発行会社および社債権者の利益は高められるという点が、特別受託者制度を論じる学説の意図するところである。

第 4 款 学説における受託者の議論の小括

この節で検討してきたように、アメリカの学説においては、信託証書法の受託者の負う義務の内容は、受託者の法的地位から導かれるものとして論じられてきた。すなわち、信託証書法制定過程において、SEC レポートが社債の受託者に信託の受託者と同等の義務を課すことを要請していたことを根拠に、受託者の法的地位を社債権者との間に信認関係に立つ受託者であるとする理解が主張されている。こうした見解は、受託者に対して信認関係上の義務としての黙示的な義務を認めることに積極的であり、また、利益相反関係そのものを排除するために信託証書法による受託者の欠格事由として発行会社に対して貸付債権を有することを規定するべきであるとする主張をするものである。これに対して、信託証書法の受託者は発行会社との間で定めた信託証書の範囲で社債権者に対して義務を負う契約当事者であるとする理解も示されている。こうした見解を正当化する理由は、信託証書の範囲で義務や責任の範囲を限定しようとした受託者の意思や予測可能性の保護を図るべきものである。

受託者の負う義務内容を検討する際に受託者の法的地位を論じる議論とは異なり、最近のアメリカの学説の中には、受託者の義務規定の妥当性を検討し、信託証書の条項を工夫することで受託者の利益相反問題の適切な規制が可能であるとする主張をするものがみられ

る。本稿では、こうしたものとして有力に主張されている「特別受託者」を検討した。特別受託者の一般的な特徴は、信託証書法の受託者と比べた場合に、積極的に発行会社の調査を行うことや、発行会社の財務状況を判断して場合によってはデフォルト事由を定めた信託証書の内容を修正することなど、受託者の任務内容の幅が広がっている点にある。任務が限定される代わりに委託手数料が安価な信託証書法の受託者と、裁量的な判断や行為を含む広範な任務を行うため委託手数料が高価な特別受託者という 2 つのメニューを提示することが、こうした学説の狙いである。社債の発行会社は、社債発行時に、自己の財務状況の健全性や市場による格付評価などを参考にして、信託証書法の受託者と特別受託者のいずれが自己の発行する社債の価値を高めるかを検討して、受託者を選択することができることが重要であると思われる。

このように、アメリカにおける信託証書法の受託者の利益相反問題を論ずる学説は、受託者の任務内容や受託者の法的地位に注目しすることで、社債権者と受託者との間の利益相反関係が社債権者の利益に重大な影響を及ぼすものか否かの判断をしている。具体的には、会社が財務危機に陥り受託者と社債権者の利益相反関係が顕在化する場合であると判断される場合には、受託者の法的地位は社債権者に対して信認関係上の受託者であると理解されて、受託者の義務が加重されることが示されていた。他方で、社債権者と受託者の利益相反関係が潜在的であると判断される場合には、受託者が発行会社に対して貸付債権を有していたとしても問題としないなどの判断が示されていた。このように、アメリカの信託証書法の受託者の法的地位を論じる学説は、受託者の任務内容や発行会社の財務状況次第で社債権者と受託者間の利益相反問題に対する評価が異なり、このため、受託者が社債権者に対して負う義務の内容が異なるものと理解しているといえることができる。

これらの学説は、受託者と社債権者の利益相反問題を論じる際に、信託証書法の受託者が社債権者との間に信認関係を築き、受託者に信認関係上の義務を負うわせるべきか否かを論じていた。本稿は以下の本章第 4 節において、これまで述べてきた社債の受託者の信認関係の議論が、アメリカにおける信認関係の議論との関係でどのように位置づけられるのかを検討していく。こうした検討を通して、信託証書法の受託者と社債権者間の利益相反関係のうち、その利益相反関係が排除される場合や受託者に対して加重された信認関係上の義務を課される場合と、両者間の利益対立が比較的軽微であると考えられ、当該利益相反関係を排除する必要がないとされる場合を区別する際に、いかなる考慮がなされているかという点を明らかにしていくことが狙いである。

第 4 節 利益相反問題に関する議論

これまで検討してきたように、社債管理者に対する信認義務違反が問題となる場面においては、当事者間に利益相反関係が生じていることがほとんどである。こうした利益相反関係の下にある社債管理者に対して、社債権者の利益を犠牲にして自己の利益を追及しない

ようにすることが要請される。こうした利益相反問題は、社債の発行会社が財務危機に陥り、社債権者と社債管理者の間で利害関係が尖鋭化した場面で問題となる。裁判所の判断や学説の議論では、こうした尖鋭化した利益相反関係下において、当事者間に信認関係が形成されて、社債管理者に対して信認義務が認められることを示してきたものということができる。

もっとも、アメリカの社債の受託者は、日本と同様に、発行会社の取引銀行が就任することが多い。すでに検討したように、発行会社の取引銀行が社債の受託者になることで、発行会社の財務危機時における裁量性のある融資や、信託証書のデフォルト条項の柔軟な修正等が期待されている。つまり、社債の受託者には、社債権者との間で利益相反関係が生じるような緊急の場面において、柔軟かつ裁量性のある行動が期待されている。

利益相反関係が顕在化した場面において、受託者が依頼者の利益を犠牲にして自己の利益を追求することを規制することが要請される。こうした場面において、受託者の利益相反行為を厳格に規制する必要がある。特に、受託者の権限に付された裁量性が大きい場合には、濫用の可能性が高まるために、厳格な規制をする要請が一層高まる。社債の受託者について、信認関係下における信認義務を認め、信託の受託者として高度の行為義務を課することは、こうした要請に対応するものであるということができる。

他方で、社債の管理者に対しては、利益相反関係が顕在化するような緊急性のある場面において、柔軟かつ裁量的な行動が有効に機能して、社債権者の利益に資することがある。このため、利益相反関係が顕在化するような緊急の場面においては、むしろ受託者の裁量性のある行動を促進すべきという要請も存在している。こうした場面において裁量性を発揮させるためには、社債の受託者が行う裁量性のある判断やそれに基づく行動を尊重する必要がある。つまり、こうした判断や行為が結果的に社債権者の利益を損なうことがあっても、その責任を事後的に認めるべきではないということになる。こうした考え方を採用することは、社債の受託者に対して、会社の取締役の行う経営判断の原則に類似する考え方を採用することに近づく。

このように、利益相反関係が生じるような緊急の場面においては、社債の受託者に高度な内容の信認義務を認めて厳格に行為を規制するという方向の考え方と、社債の受託者の裁量性ある行為を尊重して事後的な責任追及を控えるという方向の考え方という、2つの方向性がある。こうしたそれぞれの方向性について、アメリカでは、当事者間の信認関係の存否を論じて、依頼者に対する受託者の義務内容を検討するという形の議論が行われている。こうした議論は、社債の受託者に限らず、弁護士や医師など、信認関係が存在すると考えられている関係における受託者全体についてなされている。こうした当事者の関係において、信認関係をみとめて裁量性を規制するような厳格な信認義務を課するか、または、受託者の行動に裁量性を認めるかという点に注目しつつ、信認関係の存否や信認関係を構成する要素、また信認関係の独自性についてなされてきた議論を検討していく。

そこで、以下では、当事者の関係を検討して信認関係が認められる場合とはどのような場

合か、信認関係の存否の判断に際してどのような要素が考慮されているか、また、信認関係が認められる場合における受託者の信認義務にはどのような内容があるかという点を中心に検討していく。以下では、まず、これまでに検討してきた社債の受託者について、信認関係が認められるか否かを論じる議論を見ていく。次に、信認義務の存否が問題とされることの多い会社の取締役について、信認義務の存否を判断する枠組みを検討していく。こうした検討をしたのちに、アメリカの裁判所が信認関係の存否や信認義務を認定する際の一般的な姿勢について検討する。

第1款 裁判例や学説における受託者の信認義務

(1)社債の受託者についての議論の概観

これまで見てきたように、社債の受託者の利益相反問題を検討する際、アメリカ信託証券法の裁判例は、社債権者と受託者の間に信認関係が成立したものと評価できるか否かを判断している。すなわち、社債の受託者と社債権者の間に信認関係が認められる場合には、受託者が信認義務を負うことという判断を下しており、反対に、両者間に信認関係が認められない場合には受託者は信認義務を負わないという判断をしている。

これまで見てきた裁判例の内容を信認義務との関係で整理すると、以下のようになる。信託証券法の受託者に信認義務を認めた裁判例として、まず、裁判例[3]がある。この裁判例において、裁判所は、信託証券法の制定経緯を考慮すると、社債の受託者と社債権者の間には信認関係が成立しているという判断をした。そのうえで、信託証券法の受託者が社債発行会社との間で締結した信託証券の内容や、発行会社に対して行った融資契約の内容を吟味して受託者に信認義務違反があるという判断をした。また、裁判例[8]は、受託者が社債権者の間に信認関係があるとしていると判断したうえで、受託者社債発行会社の倒産を回避するために受託者が融資を行ったことで受託者には融資を回収するという現実の利益が生じたことを理由に、受託者には信認義務違反があるという判断をした。これら2つの裁判所の判断は、いずれも、信託証券法の制定経緯について言及している。信託証券法は、社債管理者が、社債権者の利益を犠牲にして自らの利益を追求するために、都合のよい合意を締結する行動をとることを回避するために制定されたものであることが指摘されている。こうした信託証券法の制定経緯を検討することを通して、裁判所は、信託証券法によって、社債の受託者が社債権者との間で信認関係に立つものであるということを認めている。

これに対して、信託証券法の受託者に対して、信認義務違反を認めなかった裁判所の判断もある。信託証券法の受託者に信認義務を認めなかった裁判例として、裁判例[1]や[2]は、社債の受託者が社債発行会社との間で合意した内容について権限や義務を負う一方で、社債権者に対して信認関係は立たず、信認義務を負わないと判断した。また、裁判例[4][5]は、社債発行会社と受託者の間の権限や義務の内容に関する合意を尊重することを理由として、受託者は社債権者に対して信認関係に立たず、合意内容以外の信認義務を負うことはない

という判断をしている。このように、社債の受託者が信認義務を負うか否かが争われる場合、これらの裁判例における判断では、社債の受託者が社債権者に対して信認関係に立つか否かを検討している。そのうえで、信認関係に立たない受託者について、信認義務がないことを判断している。

次に、社債の受託者の法的地位を議論する学説は、信認関係やそれに伴う信認義務との関係では、次のように整理することができる。社債の受託者の法的地位を論じる学説の議論では、社債の受託者と社債権者との関係について、社債を管理する際の権限や義務を規定した合意の内容が事務的なものである場合には、受託者が社債権者との間で利益相反関係に立つことはないという考え方が採用されている。このため事務的な任務を行う関係においては、受託者と社債権者の間に信認関係を認める理由はないと考える立場が多い。もっとも、社債の受託者と社債権者の間の利益対立が明確になる場合については、学説の見解は一致していない。Landau, Kruger 両教授は、利益相反関係が顕在化する場合には、債権の回収や融資などの受託者の行為が社債権者の利益を犠牲にする危険性を有しているため、社債の受託者は社債権者に対して信認関係上の義務を負うとしている。Kahan 教授は、社債発行会社の財務状況を考慮したうえで、社債の受託者と社債発行会社の間で受託者の任務内容に裁量性の幅を認める内容の合意や、受託者の義務の内容をより社債権者利益にコミットさせる内容の合意が締結される場合には、受託者は社債権者に対して信認関係上の義務を負い、他方で、受託者の任務の内容を事務的な事項に限定する合意が締結される場合には、受託者は社債権者との間で信認関係に立つことはないとしている。

このように、社債の受託者が社債権者との間において信認関係に立ち信認義務を負っているかを論じる際、学説の議論は、社債の受託者と社債権者間の利益対立が顕在化しているか否かという点や、社債の受託者と社債発行会社の間で締結された受託者の権限および義務を規定した契約の内容がどのようなものであるかという点を考慮して、受託者と社債権者との間の信認関係の有無を検討しているということができる。

社債の受託者が社債の管理を行い、また社債発行会社に対して融資等を行うことにより社債権者との間に利益対立が生じる場合、社債の受託者の当該行為が社債権者に対する信認義務違反となるか否かが争われる。以上で検討してきたことによると、こうした信認義務の存否を判断する際の裁判例や学説の議論の焦点は、社債の受託者が社債権者に対して信認関係に立っているか否かを検討する点に集まっているということができる。

こうした信認義務の根拠となる信認関係の存否について、学説の議論は、利益の対立する当事者間において、受託者に信認義務を発生させる根拠となる信認関係はいかなる場合に成立するのか、また、信認関係が認められるか否かの判断をする際の判断基準や要素として、どのようなことを検討する必要があるかという点を論じている。学説の議論において、信認関係の存否の判断方法が検討され、また、信認関係に固有の特徴を見出そうとされるのは、次のような事情がある。当事者間の契約によって権限や義務が具体的に規定される場合とは異なり、信認関係があるか否かが争われる場合、自身の利益が侵害されたと出張する当事

者は、相手方が契約の特定の条項に違反したことを主張できず、それゆえ、当事者間には信認関係があり相手方が信認義務に違反したことを主張することが多いのである¹²¹。つまり、当事者間に信認関係があるか否かが問題となるのは、契約による規定にはない範囲で当事者間の利益対立が発生した場合であり、裁判所が契約や事実関係などの事情を考慮して当事者間に信認関係があることを認定する必要が生じる場合である。このため、信認関係に固有の特徴を明らかにすることや、当事者間に信認関係があるか否かを識別するための判断方法を提示することが要請されるのである。

(2)取締役の信認義務の判断方法

信認義務を検討する際に、裁判所による信認義務の判断方法が論じられることがある。特に、会社の取締役の義務が論じられる際には、信認義務の性質と信認義務違反の判断基準について論じられることがある。こうした議論においては、取締役の信認義務違反を判断する裁判所の判断基準について、典型的な要素があることが指摘されている。以下では、取締役の信認義務違反の判断の際に用いられる典型的な判断方法の内容を検討していく。

まず、会社の取締役については、取締役の職務を行う際に問題となる善管注意義務と、取締役と会社の利益が対立する場合に問題となる忠実義務の双方を併せて、取締役の信認義務と呼ぶこととされている¹²²。もっとも、忠実義務については、裁判例や学説において、誠実義務や公正義務、誠意など、文脈に応じて用語が使用されている様子である¹²³。

ここでは、取締役の忠実義務が問題とされた事案において、アメリカの裁判所がどのような判断基準を用いているかという点に注意して検討していく。

取締役の信認義務を判断する際に最も重要な基準は、公正性であることが指摘されている¹²⁴。取締役の判断が公正である場合には、当該取締役は忠実義務違反の責任を問われないとするものである。具体的な公正性の判断の基準については、デラウェア州裁判所によって適用された「完全な公正の基準」が利用される場合が多いことが指摘されている¹²⁵。これは、会社の取締役について公正さの判断をする際には、「価格の公正の基準」と、「取扱の公正の基準」という2つの側面から、公正性が判断されるというものである。こうした2つの基準は、取締役の忠実義務を判断する場面によって使い分けられると考えられている。

まず、前者の「価格の公正さ」が用いられる場面とは、会社の支払いと受け取る利益の間に比例関係があり、浪費に該当しないことを検討する際であるとされている。公正さの問題は、会社の役員の報酬が争われる場合などに問題となることが多い¹²⁶。

¹²¹ Philosophical Foundations of Fiduciary Law (Oxford 2014) Edited by Andrew S Gold and Paul B Miller, Paul B Miller "The Fiduciary Relationship", at 63.

¹²² 米国会社法における取締役の議論については、Curtis J. Milhaupt『米国会社法』（有斐閣、2009年）の65頁以下を参照。

¹²³ Milhaupt, supra note 121, at 65.

¹²⁴ Milhaupt, supra note 121, at 65.

¹²⁵ Milhaupt, supra note 121, at 66.

¹²⁶ 報酬の問題については、本款の事案を参照。

次に、「取扱の公正さ」については、当事者間に金銭の授受があったなど利害関係があると推測される場面において適用される。裁判所は、「取り扱いの公正の基準」によって、取引に利害関係があるか否か、また、独立当事者によって意思決定がなされたか否かなどを検討する。利害関係の有無を判断する際の要素については、次のような内容のものがあると考えられている。まず、取締役の金銭的な利益の有無が最初に判断される。こうした金銭授受の関係がある場合には、取締役は、自己または当該第三者の利益を図っており、会社の利益を犠牲にしている可能性が高まる。このため、公平な業務執行が行われず、取締役の業務執行に忠実義務違反があることが推測される。

また、取締役の業務執行上の判断について、独立性があったか否かという点も検討される。独立性については、たとえば、会社外部の者による事実上の支配があってその者の利益のために職務が行われていたかなどということが検討される¹²⁷。独立性の判断は、一般的には、取締役が行った意思決定や取引に関与した者のうち、ある者が、当該取締役の判断や取引を支配していたか否かを検討することで行われる。もっとも、独立性を判断する際には、取引に関与していない支配会社の役員など、間接的に業務執行や取引への影響力を持つ者が与えた影響も検討される。こうして、直接・間接的に利害関係を有して取締役の業務執行に影響を与えた者とその影響の程度を考慮して、取締役が独立性をもって当該業務執行や取引を行ったか否かが検討される。

裁判所は、取締役の忠実義務違反を判断する際に、以上のような「価格の公正の基準」や「取扱の公正の基準」という観点から判断していると考えられている。もっとも、裁判所による取締役の業務への介入は、経営判断への事後的な介入となることも多い。このため、裁判所による介入の姿勢が、経営の委縮などの弊害につながることはよく知られている。以下では、取締役の業務執行に対する介入の姿勢について検討する。

(3) 裁判所による信認義務の判断

裁判所は、会社等の組織における日常的な職務において行使される受託者の裁量権に介入することには、謙抑的であることが多い。裁判所が団体の紛争に介入するのは、裁量権の行使が団体の規約に違反している場合に限り考えられており、受託者の行う判断に対する裁判所の抑制的な姿勢が示されているものとされている¹²⁸。

こうした謙抑的な姿勢を示す法理が、経営判断の原則である。経営判断の原則の背景には、当事者の判断に対して裁判所が介入してしまうと、裁判所にとって負担が大きく、また、当事者にとって害になる可能性があることが指摘されている¹²⁹。団体のルールを解釈する能力は当該団体にあり、裁判所は団体に代わって自身の判断を下すべきではないとされている。このため、裁判所は、受託者による信認義務違反があるという証拠がない限りは、団体

¹²⁷ Milhaupt, *supra* note 121, at 66.

¹²⁸ Arthur R. Pint, Douglas M. Branson, *Understanding Corporate Law*, (2nd Ed 2004), at 246.

¹²⁹ Pint & Branson, *supra* note 128, at 246.

の自立性に介入することに対して慎重な姿勢をとっている。慎重な姿勢を崩して、裁判所が信認義務に対して積極的に介入する姿勢を示し、実際に忠実義務違反が認められうる事案は、多くの場合、敵対的な企業買収が行われることにより、株主に対して重大な利害関係が生じるものであるとされている¹³⁰。会社や取締役の利益に関係するなど、利益相反が生じる場面に絞って、裁判所は会社の経営判断に介入するものと考えられているようである。

このような重要な利害対立が生じる組織再編の場面を除くと、一般的には、裁判所は、当事者の合意を重視して、当事者の合意内容に沿って義務違反の有無を判断することにとどまっているとされる。こうした裁判所の姿勢は、信認関係を契約関係の一種としてとらえたうえで、契約の解釈を行っているものと捉えられることがある。また、裁判所は、受託者に対する市場の圧力など、法律や合意内容以外の事実的な事情を考慮する傾向があることも指摘されている。このように、アメリカの裁判所は、取締役の信認関係や信認義務に対して介入を控える姿勢が見られることが示唆されている。

以上のような裁判所の信認義務違反の認定は、エクイティによる救済であるとして考えられている。つまり、信認義務違反に対する受益者の救済は、コモンローに起源を発するものではなく、エクイティに起源を発するものであるとされている。このことは、次のような学説によって示唆されている¹³¹。それによると、会社の取締役による不正な財産の使い込みから株主を救済する際に、当該取締役の信認義務違反として構成する必要がある理由として、次の事情が挙げられている。すなわち、株主への賠償を適切に救済するためのコモンロー上の制度はないため、裁判所は、エクイティ上の救済を行う必要がある。その際に、裁判所は、株主の合理的な期待と会社の最善の利益を考慮して救済の判断をする必要があるというものである。

裁判所のこうした慎重な姿勢が適切であるか否かという点については、しばしば議論がなされている。こうした議論の対象となるのは、主に、取締役の報酬の額に対して信認義務違反が争われ、裁判所の判断がなされる場合である。そこで、以下では、経営判断に対する裁判所の姿勢が問題となった事案の概要と、裁判所の判断や学説の評価を検討していく。紹介する事案は、取締役への報酬の金額の適切さが争われ事件である。

Jones v. Harris Associates L.P. 559 U.S. 335

受託者の報酬が高額すぎるとして、1940年投資会社法に違反し、受託者の信認義務違反になることが争われた *Jones v. Harris Associates L.P. 559 U.S. 335* では、信認関係と契約関係をどのように考えるかについても議論された。この事件は、投資ファンドに対して投資助言を行う *Harris Associates* について、その報酬が高額であり 1940年投資会社法の 36条 (b)項に違反することなどが争われたものである。この事件では控訴審においてこうした議論が交わされていたため、以下ではその控訴審の意見を詳細に検討していく。

¹³⁰ Pint & Branson, *supra* note 128, at 247.

¹³¹ Dann B. Dobbs, *Law of Remedies* (2nd Ed, 1993).

控訴審においては、投資助言に対する報酬に対して、裁判所が介入することに正当性がないことを根拠として、原告の請求は棄却された。裁判所の多数意見は、自由な市場が受託者の報酬を最も適切に規制するとした。投資ファンドは市場において、コストを下げ、利益を上げることを通して競争をしており、投資助言に対する報酬は管理コストの主要な内容であるため、投資ファンドは、より高いリターンが見込まれない限り、より高い報酬を支払おうとは考えない。報酬をわずかに上げるだけでも、投資家がファンドを乗り換えるためには十分な理由となることもありうる。投資助言業者としても、ファンドから一時的に高額な報酬を受け取ったとしても、それによってファンドから投資家が離れてしまうと、結局は利益を上げられない¹³²、というものである。

このように、報酬は市場によって最適に規制されるため、裁判所は、給料やボーナス、ストックオプション等が合理性を有するか否かを判断する理由がない。不合理な報酬は、資金調達市場におけるファンドの資金調達を困難にするし、投資家がはなれることになり流通市場における商品の流通も困難にする。このため、市場による報酬への規制は完璧ではないものの、裁判所による「最適価格」の決定よりは、よりましなものとなるとされた。

また、裁判所が報酬の価格に関与することと信託義務を判断することの関係についても意見が示されている。それによると、投資会社法 36 条(b)項による報酬規制は信託義務を伴うものではなく、報酬の合理性は、信託義務の問題ではないとされた。投資家にとっては、自身の資産を守るためにファンドを乗り換えることが容易であり、新聞等によって十分なファンドの情報が提供されている。ファンドは、運用の方針や投資家による需要に応じて柔軟に報酬等のコストを変更することの方が、法による規制よりもより良い結果をもたらすと考えられるとされた。

他方で、反対意見では、投資会社法による報酬規制と信託義務の関係について、裁判所が報酬の信託義務違反を判断する余地があることが示された¹³³。Gartenberg v. Merrill Lynch Asset Management, Inc. ¹³⁴において、裁判所は、投資助言業者の報酬が、ファンドに対する信託義務違反に該当するか否かを判断することができる旨を判断したことが引き合いに出された。それによると、「報酬があまりに高額であるために、提供されたサービス等との間に合理的な関連性を見出せない場合」には、信託義務違反が生じることが示されていた。取締役会を構成する社外役員が多くは、ほかの会社で役員の地位にあり、役員の報酬が十分に支払われるべきだと考えがちであるし、投資助言業者は、助言対象のファンドから、報酬だけではなく様々な利益を得ることもある。このため、市場による報酬を規制することは難しいことが指摘された。

この事件は、連邦最高裁に上訴され、最高裁は控訴審判決を棄却し、原告側の請求を容認した。最高裁は、控訴審が Gartenberg v. Merrill Lynch Asset Management, Inc.によって

¹³² 控訴審における Easterbrook 判事の見解を参照。

¹³³ 控訴審における Posner 判事の意見を参照。

¹³⁴ Gartenberg v. Merrill Lynch Asset Management, Inc., 694 F.2d 923 (2d Cir. 1982).

示された報酬の合理性を判断する基準を採用しなかった点に誤りがあることが指摘したうえで、役員報酬を判断する際には当該基準が適用されることを示した。こうした最高裁の判断については、役員報酬が信託義務違反に該当するか否かについて裁判所が介入して判断する余地を残したものであり、役員利益が関係する場合における裁判所の介入的な姿勢が示されたものとして理解する見解がある¹³⁵。

1940年投資会社法は、投資会社と投資運用者を規制する法律である。預金者に対して債務証券を発行する銀行とは異なり、投資会社は、投資者に対して証券を発行する。そして、投資者ごとの持ち分比率に応じて、ファンドが保有する利益の配分を行うことを約束する。このため、投資会社の保有する資産が減少する場合、投資家は割合的にその資産の減少による損失を被ることになる。

銀行については、預金に対する現金比率の維持などの健全な運用の要請から、法律によって、債務者としての規制がなされている。他方で、投資会社に対しては、会社の取締役と同様に、債務者ではなく、受託者としての規制がなされている。1940年投資会社法の目的は、こうした投資会社の運用者や、その関連企業の者に対して、利益相反行為を禁止することである。投資会社法では、投資会社が、自身とつながりのある関連企業や関係者などの間において、投資商品を売買することを禁止している。例えば、投資会社が、自身の会社の取締役会の構成員や、株式保有比率が5%を超える株主、また従業員やパートナー企業との間で、取引を行うことは、こうした利益相反規制に反するとされている（投資会社法 17条 (a) 項）。投資会社法は、こうした取引を禁止しており、こうした利益相反取引は法律に反するものとされている。

投資会社法は、利益相反取引が行われることを規制しているものの、例外的に、こうした取引が認められることがある。17条 (e) 項によると、証券取引委員会が利益相反取引を認めた場合には、利益相反取引の禁止規制は免除される。利益相反取引の免除が認められるか否かは、証券取引委員会の判断にゆだねられることになる。一般的には、証券取引委員会は、当該投資会社における監督機構の実効性に注目して、こうした免除の可否を判断するものと考えられている。具体的には、取締役会の構成員のうちの過半数について社外取締役を任命しているなど、取締役会による取引の監視メカニズムが確立している場合には、投資会社法により利益相反取引として禁止された取引であったとしても、証券取引委員会による禁止規制の免除が認められる傾向にあると考えられている¹³⁶。

この款で検討したように、信託義務を発生する根拠として、裁判所は、当事者間に信託関係があるか否かを検討する。信託関係が認められる場合、裁判所は、信託義務の内容を判断する。取締役の信託義務違反については、裁判所は、業務執行の公平性を信託義務違反の検討要素として考慮することが一般的である。もっとも、裁判所は、取締役の業務執行に対して事後的に介入することに対して慎重な姿勢を示している。取締役の報酬が高額すぎて会

¹³⁵ Pint & Branson, *supra* note 128, at 245.

¹³⁶ Tamar Frankel, “Fiduciary Law” (Oxford, 2011), at 190.

社と株主に対して忠実義務違反となることが争われた事案において、裁判所の経営判断への介入の姿勢が問題とされた。

裁判所が経営判断への介入に消極的な姿勢をとることの理由には、信認義務の内容を当事者の締結した契約の内容であると考えたり、信認義務の検討の際に当事者の意思を考えたりすることがあることが指摘されていた。信認関係を契約の一内容として考えてよいか、あるいは、信認関係には契約関係に解消することのできない独自の要素があるかという点については、学説上の議論がなされているところである。

そこで、以下の款では、信認義務の内容と当事者の意思や契約との関係について、どのような議論がなされているのかを検討していく。

第2款 信認義務の内容と信認関係を判断する意義

当事者間の信認関係の存否を判断するのは、詳細な規定のない範囲において当事者間の利益対立が発生した場合であるため、いかなる場合に信認関係の成立が認められるのかを明らかにする必要性が生じ、学説において、信認関係の固有の特徴や信認関係の有無の判断方法が論じられている。こうした議論が行われる前提には、学説における次のような見解が存在している¹³⁷。すなわち、当事者間に信認関係の成立が認められないならば、利益相反関係において受託者が行った行為は、不法行為に該当するか否か、また、具体的な条項の違反に該当するか否かの問題として処理され、他方で、当事者間に信認関係が認められるならば、受託者に対して、契約等において事前に定められていない場合であっても、信認関係を根拠とする信認義務が課される。このように、信認関係による信認義務は、契約法とは異なった独自の類型である信認法による処理がなされるというものである。

信認義務の内容については、依頼者の利益に忠誠をつくすことを内容とする忠実義務が課されると考えられている。学説の議論では、こうした忠実義務の内容について、契約によって当事者が負う債務の内容と比べて、どのような相違があるか、または契約による義務の一内容であり区別して扱う必要はないと考えられるのかという点が論じられている。

忠実義務を契約上の義務とは異なる高度の義務であるとする見解として、Finn 教授は、裁判所が受託者の義務違反を判断する際、忠実義務違反の有無を判断する場合には、契約によって定められた任務を行う際に負うことになる注意義務違反の有無を判断する場合よりも、より厳格な基準によって判断されるという指摘をしている¹³⁸。こうした議論によると、当事者間に利益対立と信認関係上の義務との関係についてまず重要となることは、当該利

¹³⁷ Frankel, *supra* note 136, pp.229 - 239.以下の Frankel 教授の論文につき、溜箭将之(監訳)「フィデューシャリー 『託される人』の法理論」(弘文堂, 2014)の日本語翻訳も参照した。なお、頁番号は原文のものである。

Paul Finn, “Fiduciary Law and the Modern Commercial World”, in McKendrick ed., “Commercial Aspects of Trusts and Fiduciary Obligations”, (Oxford 1992) at 19.

¹³⁸ Finn, *supra* note 137, at 20.

益対立が信認関係上の義務違反の問題として処理される場合と、信認関係上の問題は生じず契約違反や不法行為の問題として処理される場合があることであるとされる¹³⁹。当事者の利益対立の態様は様々であり、そのなかで信認関係上の利益対立と判断されて信認関係上の義務が生じる場合は限定されることになる。このため、利益相反問題を検討する際には、当事者間に信認関係が成立しているか否かを判断する必要があることが指摘されている。

また、高度な義務の内容としての忠実義務を具体化する見解として、Frankel 教授は、受託者が任務の範囲内の行為を行う際に第三者から利益を受けることについて、その利益が依頼者の利益のためになるとしても、忠実義務に違反すると判断される点で、信認関係が成立する場合の受託者の義務は厳格に判断されていると考えている¹⁴⁰。裁判例では、受託者が信託財産による株式の買付を行うならば、個人財産によって市場価格よりも有利に買付を行うことのできるであっても、また、手数料等を軽減できる場合であっても、個人財産による買付は禁止されるという判断がなされている¹⁴¹。こうした判断がなされた理由として、受託者が取引の際に、信託財産を依頼者の利益のためだけに利用するのではなく、自己の利益のことも考えることを予防する意図があると分析されている。つまり、受託者の忠実義務は、受託者報酬を除いて¹⁴²、依頼者から託された信託財産や任務の内容から自己の利益を受けず、専ら依頼者の利益のために尽くすという内容を持つと考えられているのである。ここでは、忠実義務を負う受託者は、信認関係にある当事者間の取引から、一切の利益を受けることが禁止されているものと考えられることができる。

依頼者が新聞会社の支配株主であり、銀行を受託者として、依頼者の有する株式や支配株主の地位を売却することについて委託した場合に、銀行が依頼者の子供を当該株式の売却相手にするのみを検討したことが、信認義務違反に当たるとされた裁判例の判断がある¹⁴³。それによると、受託者はできる限り高い価格で当該株式を売却することについてあらゆる努力をする義務があり、受託者が依頼者の娘だけを買手手に想定して交渉を行い、当該株式に興味を持ってより高価な買取価格を提示する外部の者に機会を与えることや交渉することを行わなかった点に、信認義務違反があるとされた。

こうした裁判例について、Frankel 教授は、受託者が株式の売却を任務とする場合には、当事者が合意によって定めていない場合であっても、市場価格を分析することや潜在的な買手を探すことを含めて、依頼者にとってできるだけ高値で売却する(売却価格を最大化する)ことを内容とする忠実義務を負うことが判断されたものと指摘している¹⁴⁴。すなわち、この場合の忠実義務の内容としては、受託者が依頼者の利益に対して最善を尽くして任務を行うということが想定されている。こうした依頼者の利益への忠誠を尽くす義務は、受託

¹³⁹ Finn, *supra* note 137, pp.20-21.

¹⁴⁰ Frankel, *supra* note 136, at 111.

¹⁴¹ Wotton v. Wotton, 151 F.2d 147(10th Cir. 1945).

¹⁴² Frankel, *supra* note 136, at 132.

¹⁴³ Rippey v. Denver United States Nat'l Bank, 273 F. Supp. 718, 723(D. Colo. 1967).

¹⁴⁴ Frankel, *supra* note 136, pp.180-183.

者が業務の遂行の際に負うとされている注意義務の内容には解消することのできない、独自の内容を有する義務である。

このように、裁判所の判断基準や信認義務の内容を根拠として、信認義務には契約上の義務とは異なる意義があり、信認法を契約法とは異なる独自のカテゴリーとする見解が提示されている。信認関係上の受託者が依頼者に対して負う忠実義務は、任務に際して利益を受けてはならない点で契約の履行に係る注意義務よりも重いものと考えられており、また、依頼者の利益に忠誠を尽くしていたか否か裁判所によって厳格に判断される。このため、忠実義務の根拠となる信認関係が存在しているか否かの認定が重要となるのである。

これに対して、信認法を契約法とは異なる独自のカテゴリーと考える必要はなく、信認関係や信認義務の意義を独自に探究する意味はないという見解もみられる。こうした見解によると、信認関係や信認義務には実質的な内容が存在せず、信認義務は契約を根拠として発生しているに過ぎないと考えられている¹⁴⁵。また、Gold教授は、依頼人の利益に対して誠実である義務についても、契約において定められた義務と質的に異なるものではないとして、契約的な枠組みに取り込んで理解できるという見解も唱えている¹⁴⁶。こうした見解によると、当事者が契約条項として予定しなかった義務については、信認義務という独自の義務として検討する必要はなく、契約の解釈によって黙示的な義務や、黙示的な合意を認められるか否かが問題とされる。

ここで、黙示的な合意については、次のように考えることができる。すなわち、当事者間において、一方の当事者が行った申出や事実の開示に対して、他方の当事者が返答をしない場合について、その沈黙をもって、その者が同意したと考えられるかどうかという問題である。この点については、例えば、投資助言者と投資家の間において、投資者の財産状況が開示されたり、助言書が提供されたりしたという事情を考慮して、投資助言者を信認関係における受託者であると考えられる例などがありうる。

受託者に対して信認義務を負わせることの実質的な機能は、信認義務違反があったと主張される場合において、当該受託者に対して、義務違反がなかったことの説明責任を課することであるという主張もなされている¹⁴⁷。こうした見解によると、信認義務の概念は多様であり受託者に不必要な負担を強いることになるため、こうした信認義務の概念を用いて説明責任の転換を図る必要性は低いことが指摘されている。

英国やコモンウェルスの法域においては、契約締結以前の段階において信認義務に相当する当事者の義務が慣習法上は認められないという事実がある¹⁴⁸。こうした法域において

¹⁴⁵ Joshua Getzler, “Ascribing and Limiting Fiduciary Obligation” (Oxford 2014) at 39.

¹⁴⁶ Andrew Gold “On the Elimination of Fiduciary Duties” 41 Wake Forest L. Rev 123 at (2006).

¹⁴⁷ Hon Mr. Justice Gummow, “Compensation for Breach of Fiduciary Duty”, Equity, Fiduciaries, and Trusts, (The Carswell Co. 1989).

¹⁴⁸ H.K.Lucke, “Good Faith and Contractual Performance”, Essay on Contract, (Law Book Co, 1987).

は、契約締結前について信認義務を認めることや、信認義務を契約内容に含む契約締結前の合意を、漸進的に形成していくことに意義があるという指摘もある¹⁴⁹。もっとも、信認義務という概念を用いることなく、契約締結以前における当事者の誠実な交渉を規定することは可能であるという主張もなされている¹⁵⁰。こうした見解は、例えば、不法行為法によって、受託者が依頼者に対して情報を開示しないことを規制すれば十分であるとしている。このように、信認義務の内容を契約法や不法行為法のなかに取り込むことで、信認義務という関係依存的で不明確な義務の内容を明確化することが考えられている。

以上の議論の争点は、信認義務の根拠を信認関係に求めるか、契約の解釈に求めるかという点にある。信認関係における受託者とされる者には、弁護士、医師、銀行、投資助言者、教師など様々な性質の者がおり、判例の文言や一般的な用語としては、これらの者は受託者(fiduciary)という概念で理解されている¹⁵¹。こうした状況を踏まえて、学説の議論や裁判例は信認法というカテゴリーを立てるによって当事者の性質を論じており、信認法や信認関係というカテゴリーを設けて、その共通性を研究するという方法には有用性があるという主張がなされている¹⁵²。そこで、以下では、当事者間の信認関係が認められるのはどのような場合であり、いかなる事情を考慮して信認関係の存否を判断するかという点について、学説の議論を検討していく。

第3款 信認関係の存否の判断

(1) 信認関係と当事者の意思について

一般的に、契約等の規則は、当事者の行為についての具体的な権限や義務を条項で規定しており、当事者の行為が当該条項に違反するか否かを明確にできるように、条項の内容は具体的に規定される。当事者の行為が契約等に違反する疑いが生じた場合、相手方の当事者は、当該行為が法律に違反していることや、契約の特定の条項に違反していることを主張して、損害賠償等を行う。しかし、当事者が信認関係の存在を主張し、相手方に信認義務違反があることを主張する場合は、当事者の関係において、どのような権限があり、どのような義務を負っていたかがはっきりしないことがほとんどである。

信認関係が問題とされるのは、裁判において当事者に信認義務があるか否かが争われる場合である。裁判所が信認義務の存否を判断する具体的な経過をたどると、まず、当事者の一方の主張により両者間には信認関係が存在しており、相手方は信認関係に基づく信認義務に違反したという主張がなされる。そして、そうした主張をする側が、信認関係にあることを示す事実関係を提示する。裁判所は、提示された事実関係を吟味して、相手方の当事者に信認上の責任を認める必要があると判断した場合には、相手方の信認義務を根拠づける

¹⁴⁹ Finn, *supra* note 137, at 24.

¹⁵⁰ Gummow, *Supra* note 147.

¹⁵¹ Miller, *supra* note 115, at 64.

¹⁵² Frankel, *supra* note 136, at 220.

ために当事者間に信認関係があることを認める。このように、信認関係の有無の判断は、当事者間にある事実状態 (fiduciary as a matter of status or fact) から信認義務を認めるべきか否かという点から考えられている¹⁵³。

そこで、信認関係の存否や信認義務の根拠を検討する学説においては、どのような場合に当事者間に信認関係が認められるか、信認関係の識別基準となる固有の特徴は見出せるのかという点が議論されている¹⁵⁴。すなわち、当事者に信認義務が生じる信認関係とはいかなる特徴や内容を持ち、ほかの様々な法律上の関係から識別することができると考えられるのか、あるいは、信認関係に固有の特徴や内容を規定することはできず、裁判所や学説が信認関係の存否を判断するとき、明確な識別の基準を持たずにその存否を判断していると考えられるのかということが議論されている¹⁵⁵。後に検討するように、信認関係には固有の特徴があり、信認関係の成立を明確にする基準があるとする学説の議論においても、識別の基準として提示される要素や判断の方法は多様である。もっとも、こうした信認関係に固有の特徴を論じる学説においては、信認関係の具体的な特徴を見出すことは困難であるという見解¹⁵⁶が多く主張されており、学説によって支持されている状況にあることが指摘されている¹⁵⁷。

信認関係の具体的な特徴を見出すことは困難であるという見解のうち、Sealy 教授によると、信認関係の存否を判断することは回避されるべきであり、具体的な法則や原則を適用して、ある者の地位や当事者の関係を信認関係であるか否か判断することは不可能であることが主張されている¹⁵⁸。信認関係の認定方法に法則や原則を規定して当事者の関係を識別してみても、信認関係であるとされた関係に共通の特徴としては、せいぜい、その関係の当事者の一方が「受託者的 (trustee-like) な者」であるということくらいにとどまり、要するに、明確な識別の基準を得ることはできないために、信認関係の認定方法に法則や原則を規定しようとすることは回避するべきだと考えられるのである¹⁵⁹。要するに、当事者の信認義務の判断をする際に、当事者間に信認関係があるか否かを検討しても、それほど有意義な判断資料にはならないと考えられているものと思われる。

また、Finn 教授は、当事者間の利益対立が信認関係者間の利益相反問題として処理されるためには、当事者間に、法律や判例法の蓄積によって形成されてきた信認関係が生じていなければならないとして、信認関係の内容を一般的に定義することを回避している¹⁶⁰。こう

¹⁵³ Gordon Smith, "The Critical Resource Theory of Fiduciary Relationships" 97 LQR 51(1981).

¹⁵⁴ Miller, *supra* note 115, at 63.

¹⁵⁵ Miller, *supra* note 115, at 65.

¹⁵⁶ Len S Sealy, "Fiduciary Relationships", Cambridge (1962) LJ 69, at 69. Paul D Finn, "Fiduciary Obligations" (1977).

¹⁵⁷ Miller, *supra* note 115, pp.65-66.

¹⁵⁸ Sealy, *supra* note 156, at 70.

¹⁵⁹ Sealy, *supra* note 156, pp. 69-73.

¹⁶⁰ このように、Finn 教授の議論は、信認関係に固有の特徴を見出そうとするものではない。もっとも、同教授は、裁判例の分析を通して信認関係が成立する場合の様々な要素を

した議論によると、法律や判例法の蓄積によって形成されてきた信認関係には、①受託者自身や第三者の利益のために、受託者が自身の立場や知識、機会を悪用してはならないという立場等の濫用禁止の要素と、②十分に事情を知った依頼者の承諾や法律による承諾がある場合を除き、受託者が依頼者のために行う任務の範囲に属する事項について、自分自身の利益や第三者の利益を持ち込まず相手方の利益に忠誠を尽くすという要素がある。もっとも、当事者間における信認関係の成否の判断には、当事者の判断能力や受託者の任務内容、また弁護士業や会計士業などの任務の公共性、および、受託者が依頼者の利益に尽くすことに対する合理的な期待の存在など、当事者間の多くの事情を検討する必要がある、一般的な要素を根拠にして信認関係の成否を論じることができないとする¹⁶¹。そして、信認関係をいくつかの要素で説明しつくそうとすることは、当事者間に存在している具体的な事情を見落とすことになるため、受託者の義務を考慮する際には、信認関係という用語を使うこと自体にも問題があると指摘されている¹⁶²。

さらに、裁判例の分析を通して、裁判所の判断においては信認関係の存否は当事者の義務を検討するための分析の始点であることを述べるにとどまるものや、信認関係に関する一般的な定義を回避して具体的な事件の解決を目指すもの¹⁶³が多いことを指摘して、信認関係の議論においては、信認関係が現れる状況が多様であるために信認関係を一般的に定義することは困難であり、信認関係が成立する場合を明確に規定することはほとんど不可能であるとする見解もある¹⁶⁴。Demott 教授らのこうした見解によると、信認関係の成否は裁判例の判断を分析して得られたものであり、当事者の関係や裁判上の主張などの裁判過程における状況に依存した内容によって成り立っており、裁判所の判断から、信認関係の判断基準となるような確立した特徴を見出してカテゴリー化することは不可能であるとする。こうした見解は、受託者が依頼者に対して自発的に、契約等によって明確に信認関係があることを認める場合に限って、当事者間の信認関係の成立を認める。しかし、明確な合意がある場合を除いて、当事者間の信認関係を論じることが無意味であると主張している。

このように、当事者間の信認関係において固有の特徴を見出すことは困難であるという主張が多く提示されている。こうした見解の中にも、Sealy 教授や Demott 教授の議論のように、裁判における具体的な状況や事実関係から離れて、信認関係を一般的に論じることが否定する見解や、Finn 教授のように、信認関係に固有の要素や明確な識別基準があることを否定するものの、裁判例を分析していくつかの要素を抽出して論じる見解がある。

もっとも、裁判所が当事者の一方に対して信認上の責任 (fiduciary liability) や信認義務

論じている。本稿第 4 款を参照。Paul Finn, *supra* note 137, at 18.

¹⁶¹ Finn, *supra* note 137, at 18.

¹⁶² Finn, “Fiduciary Obligations”, *supra* note 156, pp.20-23. のちに検討するように、Finn 教授は利益相反関係における当事者の関係について独自の関係の類型を提唱している。

¹⁶³ SEC v. Chenery Corp., 318 U.S. 80, 80-8.

¹⁶⁴ Deborah Demott, “Beyond Metaphor: An Analysis of Fiduciary Obligation” 37 Duke LJ 879, 879(1988).

があることを認める場合、信認義務が発生する根拠とするのは、当事者の関係が信認関係であるという点である。United State v. Chestman¹⁶⁵などの裁判例において、裁判所は、「受託者は、受益者の利益のためにその者の財産を管理するという信認関係があることを理由に、受託者は自己の利益のためにその財産を利用してはならないという（信認）義務に拘束されるようになる。」という判断をしている。こうした裁判例の判断をもとに、裁判所は第一に信認関係の認定を行い、それから信認義務を認めるという順序で判断しているということを主張する見解がある¹⁶⁶。こうした見解によると、信認関係に固有の特徴や要素がないことを認めることは、信認義務の根拠が不明確であることを認めることになり適切ではないという主張がなされている¹⁶⁷。

(2)職業ごと信認関係の認定について

また、裁判例で信認関係の存否が争われた限界的な事例を検討する議論も展開されている。依頼を受けた者のすべてが依頼者との間で信認関係に立ち、受託者として信認義務を負うわけではない。もっとも、アメリカの裁判所では、一定の職業に該当する者が、受託者として承認されてきた。伝統的な受託者として求められてきた者としては、信託の受益者に対する信託の受託者、株主に対する会社の取締役、依頼者に対する弁護士や医師、投資家に対する投資運用者や投資助言業者などが該当する¹⁶⁸。それぞれの職業ごとに、受託者と考えられてきた理由や、信認関係を成立させる限界的な場面についての議論がある。受託者と考えられるものが、代理人に立場にあるか、経営者や業務の指揮権を有する者であるか、また、トラスティの立場にあるかなど、当事者の職業を考慮して信認関係や信認義務を認定するという考え方は、リステイトメントにも顕著に表れていることが指摘されている¹⁶⁹。

弁護士は、託す人が有していない専門的な知識や能力を持っており、法廷で依頼者を代理して訴訟を行う権限を有している職業である。ほかの受忍者に比べて、提供するサービスに専門性があり、かつ、社会にとって不可欠な公的なサービスであるという点に特徴がある。弁護士が依頼者に対して信認関係に立つのは、弁護士の任務が、依頼者や社会に対して大きな権限を有しており、依頼者は、訴訟の遂行中に弁護士との関係から離脱することが困難であり、そして、弁護士による権限の濫用から身を守ることが困難であることによる。このため、弁護士は、依頼者に対して受託者の立場に立つ。

弁護士が信認関係に立つ依頼者の範囲については、クラスアクションが行われる場合において、弁護士と面識のない依頼人も信認関係の範囲に含まれるかという点が問題となることがある。クラスアクションは、一人または複数人の原告が同様の利害関係を有する多数

¹⁶⁵ United State v. Chestman 947 F 2d 551 569(2nd Cir 1991).

¹⁶⁶ Miller, supra note 115, at 68.

¹⁶⁷ Miller, supra note 115, at 67.

¹⁶⁸ Frankel, supra note 136, at 42.

¹⁶⁹ Finn, supra note 137, at 38.なお、リステイトメントについては次の点にその特徴が出ているとされる。Restatement (Second) of Agency s.13.

の者の利益を代表して訴えを提起するものであり、当該利害関係（クラス）に属する者は、クラスから離脱する選択をしない限り、原告の行う訴訟上の行為や判決、和解等の法的効果を受ける立場にある。このため、弁護士には、依頼者だけでなく、クラス全体の利益に誠実であることが要求されることがある。裁判例の中には、クラスアクションを行う弁護士は、代表者を除くクラスの者に対するエイジェンシーコストが発生する懸念があることや、株主代表訴訟を株主保護のために適正に機能させる必要があることなどを理由として、弁護士の訴訟追行に対して、クラス全体に対する誠実性を要求した内容の判断がある¹⁷⁰。

投資家に対するファンド等の資金運用者は、投資家の金銭を託される立場に立ち、投資家に対して信認関係に立つと考えられている。1940年投資会社法の規制により、投資運用者は、託された投資資金をどのように投資するかということを投資方針として明示する必要があり、また、投資方針で示した株式や社債等の投資対象に対応して資金を運用しなければならない。このため、投資運用者については、金銭を託される点では類似するものの、会社の経営者に認められるほどの広範な裁量は与えられていないと考えられている¹⁷¹。

もっとも、投資運用者は、運用実績から報酬を受け取るだけでなく、ファンドの販売を拡大して運用手数料を取得している。投資運用者はこうした報酬構造のため、運用実績を向上させるよりも、ファンドの販売を拡大して利益を得ようとする可能性があり、投資家に対して利益相反が生じる懸念がある。このため、資金運用者と投資家の間に信認関係を認めて、投資家に対する利益相反行為が生じないようにすることが要請される。

とりわけ、投資事業者が顧客に対して十分な情報の提供をしないことで、顧客が自分の利益に対して最適な行動をとれない可能性が高まる。そうした顧客の行動を通して、投資事業者が利益を膨らませることがある。このような場合に、顧客の誤解を解消し、また、上表の格差を解消するようにして情報の提供や開示を行うことが、投資事業者の忠実義務の内容とされることがある¹⁷²。このように、受託者に忠実義務を課して、顧客に対する情報開示を要求するという考え方が英米法の全体において浸透しつつあることが指摘されている¹⁷³。

仲介業者（ブローカー）についても、顧客との間で信認関係が成立するか否かが議論されている。ブローカーは、一般的には、特定の目的のために取引を行おうとする者を引き合わせるための仲介業を行う者を指す。ブローカー業務は複雑化しており、自己の勘定をもって証券を売買して証券を顧客に売却するという、ディーリングを行う者もいる。また、顧客に対して、仲介業を超えて、取引の助言を行う者もいる。このように、ブローカー業務が複雑化しているため、ブローカーが顧客に対して独立した契約相手であるか、顧客とし信認関係に立つ受託者であるかという境界が不明瞭になっている。

ブローカーと顧客の間に信認関係が認められる場合として、ブローカーによる情報の提

¹⁷⁰ *In re Cox Commc'ns, Inc. S'holders Littig.* 879 A.2d 604, 643(Del. Ct. Ch. 2005).

¹⁷¹ Frankel, *supra* note 136, pp.44-45.

¹⁷² Paul D. Finn, "Good Faith and Nondisclosure", *Essay on Torts*, (Law Book Co, 1989).

¹⁷³ Finn, *supra* note 137, pp. 18-19.

供が適切に行われることにつき顧客の信頼があることを根拠に、ブローカーが顧客との間で信認関係に立ち、信認義務を負うことを認めた裁判例がある。結婚仲介業を行うブローカーが、暴力癖のある外国人男性を女性に紹介して結婚させたが、暴力癖を伝達していなかったことにつき、ブローカーは男性の性格を知っていながら当該男性を推薦したことが、女性に対する信認義務違反に該当すると判断された事例がある¹⁷⁴。

証券ブローカーについては、ディーリング業務を兼業するブローカー・ディーラーが、顧客に対して独立する契約の当事者なのか、信認関係に立つのかについて議論がある。アメリカにおいて、証券ブローカー業は証券取引委員会の監視や自主規制団体による取り締まりを受けて証券の販売業を行う業務であると考えられており、信認関係の成立する受託者であるとは考えない立場が一般的だとされる¹⁷⁵。

もっとも、証券ブローカーが顧客と直接に証券の売買を行う場合や、顧客の資産を預かりつつ自己の勘定でも証券の売買を行う場合には、顧客との間で利益相反が懸念される。こうした利益相反を規制するための方策が議論されている。

証券取引委員会によると、ブローカー兼ディーラーに対しては、「看板理論」(shingle theory)による規制がなされるとされている。これによると、ブローカー業務を行うことを看板に掲げ、不特定多数に対してサービスを提供する者は、当該サービスを受ける者を公平かつ適正に扱うことを約束しているとされる。ブローカー・ディーラーがブローカー業を行うことを掲げずに業務を行った場合や、業務の実体がないにもかかわらずブローカーであると名乗った場合には不実表示に該当するとされた例などがある。こうした不実表示による規制は、信認法ではなく、契約法に由来する規制であるという評価がなされている¹⁷⁶。他方で、ブローカー兼ディーラーには、信認法に由来すると考えられる義務もある。例えば、顧客が経済的に無謀な取引を執行することを要求してきた場合に、顧客の資産を守るために、当該要求に従わないで顧客に取引をやめさせる必要があるとされる。また、顧客から金銭を預かる場合には、当該資産を保護するために、ブローカー自身が財務的に健全であることや強制保険に加入することなどが義務づけられている。このように、ブローカー兼ディーラーは、顧客との関係において、契約法と信認法の適用が混合した関係に立っていると考えられている¹⁷⁷。

証券のブローカーについては、顧客との関係で、高額な手数料を徴収することが信認義務違反になるかどうかという点も議論されている。顧客と有価証券市場を結ぶ仲介人であるブローカーは、顧客が有価証券を売却・購入する際に、手数料を徴収する。ブローカーが複数存在し、手数料の体系について競争が生じる場合、ブローカーは、自身の顧客に対して、その者が望むサービス内容に対応した手数料の体系を有する他のブローカー会社を知らせたり、紹介したりする必要があるかという点が議論されている。

¹⁷⁴ Frankel, *supra* note 136, pp.45-46.

¹⁷⁵ Frankel, *supra* note 136, at 47.

¹⁷⁶ Frankel, *supra* note 136, pp.48-49.

¹⁷⁷ Frankel, *supra* note 136, at 49.

とりわけ、商業的な利益を追求する業務においては、企業と顧客の間の情報収集能力に差異があるため、顧客が不利にならないように効果的な規制をするためには、取引上の利害関係やインセンティブを超えた何らかの規制が必要であることが指摘されている¹⁷⁸。ブローカーに関する議論は、こうした商業上の関係において信認関係を適用できるかを論じる際にしばしば問題とされる。

顧客とブローカーの関係が市場取引における対等な当事者である場合には、契約における当事者の関係と同様に、原則としては、買主である顧客が、手数料を含めた料金体系について調査を行い、自分の要求に適合するブローカーと契約を結ぶものと考えられる。このため、手数料について、ブローカーの側が、顧客に対して情報を提供する必要はないと考えられる。

他方で、証券ブローカーと顧客の関係を弁護士とその依頼人の関係のように、信認関係であると考えた場合には、証券ブローカーは、顧客に対して、その者の要求するサービスに対応した情報を提供しなければならないと考えられる。こうした信認関係においては、契約関係の場合とは異なり、両者の信頼関係は有価証券の売買の前から始まっていることがある。例えば、ブローカーは、顧客から、顧客の資産状況や生活環境に対応して、顧客のニーズに適合する有価証券を勧めることがある。その際に、顧客の財産状況についての情報を取得したり、また、投資助言について有償のサービスを提供したりすることがある。このような場合には、ブローカーと顧客の関係は信認関係にあると考えられる。実際に、アメリカの裁判例の中においては、証券ブローカーと顧客の間に信認関係があることについて争われ、ブローカーによる信認義務違反があることを主張するものも多いことが指摘されている。

顧客とブローカーの関係は、このように、当事者間における情報のやり取りの有無や、信頼関係の存否などに対応して、両者間に信認関係があると認められることもあれば、信認関係は認められず、単に対等な契約関係が存するだけであると考えられることもある。ブローカーは、貨客による証券取引の際に、一種の営業担当者としての役割を果たすこともあり、他方で、顧客の資産に関する助言者としての役割を果たすこともあるということが指摘されている¹⁷⁹。このため、ブローカーによる証券取引の際の手数料についても、顧客にとって最適な手数料を提示することが信認義務の内容とされる余地がある。

たとえば、投資家が、ブローカーによる投資の助言なく繰り返し証券を売買したため、取引の際にかかる手数料がかさみ、当該投資家の資産が大幅に減少した場合において、ブローカーは、こうした投資家の軽率な投資行動を慎むように勧告することや、売買の際の手数料について助言する必要があるかということが争われたこともある¹⁸⁰。もっとも、ブローカーの立場は契約の当事者である場合から信託法に服する場合まで多様である。学説の議論においては、一般論として、商業上の取引関係を信認法の領域から排除してはならないという

¹⁷⁸ Finn, *supra* note 137, at 41.

¹⁷⁹ Frankel, *supra* note 136, at 193.

¹⁸⁰ Brumm v. McDonald & Co. Sec., 603 N.E.2d 1141(Ohio Ct. App. 1992).

方向で議論がなされている¹⁸¹。裁判所による考え方の方向性が定めっていないことが指摘されているところである¹⁸²。

また、アメリカにおいて会社の取締役は、19世紀から今日に至るまで、受託者であるという考え方が浸透していると言われている¹⁸³。もっとも、取締役の経営判断に対する裁判所の介入の仕方については、変化が見られるとされる。当初は、裁判所は、取締役については、信託の受忍者の立場に立つとして、信託の規定を類推適用して、経営者に対する会社法上の規制をしていたとされる。しかし、各州が投資家を引き付けるために会社法の規制を緩和するようになったことなどの理由で株主有限責任の考え方が広まり、そのために、会社の債権者に対する法的な保護が弱まっていったということが指摘されている¹⁸⁴。また、これまで検討してきたように、取締役の業務執行に信託義務違反があるか否かを判断する際に、裁判所は、ビジネスに関する専門的知識がないことなどを理由に、そうした経営判断事項への介入に対して謙抑的であるということも、指摘されている。

もっとも、こうした変化の中でも、会社の取締役が信認関係における受託者であるという考え自体は継続されてきたとされている¹⁸⁵。このため、経営者は、利益相反関係の下において、自身の行動が会社の利益になると信じて取引を行った場合には、会社や株主に対して、一定の信託義務を負う。こうした信託義務としては、たとえば、当該行動について利益相反関係の状況や、会社の利益の内容、また自分の受けた利益などについての説明責任を負うことなどが指摘されている¹⁸⁶。

また、経営者は、独立した当事者間において許される行動様式であっても、信認関係で結ばれた当事者間においては許されない行動があり、経営者は、市場の規律よりも厳格な規律に服することが期待されることを指摘した裁判例がある。このように、受託者の忠実義務に対する例外を認めることで、受託者の行動水準を下げることになってはいけないため、裁判所は忠実義務の例外を認めることに対して厳格な態度をとってきたとされている。

以上の具体的な検討の中でみてきた弁護士や医師、会社の取締役、投資ブローカーや資産運用者は、アメリカにおいて、伝統的に受託者であると考えられてきたものである。こうした信認関係の受託者は、職業ごとに信託義務の内容が検討されていた。また、投資に対する規制緩和や投資事業の拡大など、職業ごとに多様な変化が見られ、そうした変化のために、託す人に対する利益相反関係の態様にも変化が生じる。このため、信認関係における任務の

¹⁸¹ J.R.F. Lehane, “Fiduciary in a Commercial Context”, *Essay in Equity*, (Law Book Co, 1985), Mr. Justice Kennedy, “Equity in a Commercial Context”, *Equity and Commercial Relationships*(Law Book Co, 1987), Finn, *supra* note 137, pp.13-14.

¹⁸² Frankel, *supra* note 136, pp.193-194.

¹⁸³ Frankel, *supra* note 136, at 50.

¹⁸⁴ Frankel, *supra* note 136, at 51.こうした考え方の背後には、経営者と株主を「会社」として一体に捉え、会社と債権者との間の信認関係を考えていることが示唆される。

¹⁸⁵ *Meinhard v. Salmon*, 164 N.E. 545, 546(N.Y.1928).

¹⁸⁶ R.P.Austin, “Fiduciary Accountability for Business Opportunities”, *Equity and Commercial Relationship*, (Law Book Co, 1987).

内容や信認義務の内容も再検討される可能性がある、また、伝統的には信認関係における受託者として考えられてこなかったものについても、場合によっては、新たに信認関係が認められることが生じうる。実際、新たに登場してきた信認関係が存在するという議論もなされている。そこで、以下では新たに信認関係が生じるとされるようになった場面を検討していく。

まず、夫婦関係が信認関係に該当するという裁判所の判断が見られるようになった。離婚が増加する中で、夫婦が離婚の瀬戸際にある段階において、財産を管理していた側の者については、受託者としての義務があることを認めた裁判例がある。離婚の瀬戸際にある状態では、配偶者間には他界に不公平な行動をとり可能性があるため、このように信認義務を課するという考え方が正当化されると指摘されている¹⁸⁷。また、婚姻の最中にある配偶者間においても、一方の配偶者が他方の配偶者の資産を不当に運用したり、他方の配偶者をだまして資産を利用したり、あるいは他方の配偶者の利益を無視して資産を運用することは、当該配偶者に対する信認義務違反になるという判断をする裁判例もある。アメリカにおいては、取引や契約などの理論的な関係と婚姻関係のように感情の基づく関係は区別され、感情的な関係において信認関係の議論がなされることはまれであるとされている。もっとも、離婚の増加などの社会的な変化を背景にして、新たに婚姻関係にも信認関係が認められる可能性が論じられるようになったものということができる。

同様に、友人関係についても、一方が考案したビジネス上のアイデアを秘密で打ち明けた場合に、他方がそれを利用してビジネスを展開し、かつ、アイデアを考案した者をそこから排除した場合には、友人関係のなかでアイデアを託す行為があったことなどを理由として、信認関係があることを認めた例がある¹⁸⁸。もちろん、友人関係そのものが信認関係を成立させる根拠となると考えられているのではなく、あくまで当該事案について友人関係が信認関係となりうることもあることが示されたものと考えられる。もっとも、この事案のように、託す行為が認定される場合には友人関係の中にも信認関係が生じる余地があることがわかる。

(3) 忠実義務の構造と裁判所の判断

信認関係が発生する関係において、受託者は、託す人の利益に尽くす義務を負い、受託者の利益にかなうようにして任務を行う。学説の議論によると、受託者に信認義務を負わせて任務を行わせることが、信認関係の目的を達成するうえで最善の方策になることが指摘されている。信認義務の目的は、託す人のリスクを軽減することにある。ここで、託す人のリスクとは、受託者に財産を移転することで、その財産が濫用される恐れがあるというリスクと、受託者がサービスを提供する際に過失を起こすというリスクが考えられる。これらのリスクは、評価をする際に専門的な判断が必要となるため、専門外の者が判断することは難し

¹⁸⁷ Frankel, *supra* note 136, at 54.

¹⁸⁸ *Holmes v. Lerner*, 74 Cal. App. 4th 442 (Ct. App. 1999).

いものと考えられている。しかし、投資判断など、専門家によるサービスの提供を受けることが必要となる多くの分野があるため、このようなリスクを軽減して、託す人が専門的なサービスを受けられるようにすることは、社会的に有用なことである。このため、信認義務は、託す人が自らを守る能力がどの程度あるか、代替的な手段を利用できるかなどの点を考慮して、調整される。

具体的な信認義務の内容は、託された財産と権限にかかわる義務としての忠実義務と、受託者がサービスを提供する際に質や注意に関わる権限である注意義務に大別され、忠実義務に付随する義務としては、託された財産や権限について託す人の指図を順守する義務、サービス提供時に誠実に行動する義務、受託者が提供するべき義務を第三者に委託しないで自分で行う義務、会計報告義務、および託す人が複数いるときにそれらを公平に扱う義務などが含まれるとされる¹⁸⁹。こうした義務の全体が信認義務を構成するものであり、信認義務違反が争われる裁判例においては、当事者の負担する具体的な義務の内容から、「信認関係の本質的な部分への該当性を探求していくこと」が、裁判所の行うことであることされている¹⁹⁰。

以下では、忠実義務の内容について議論されている内容と、裁判例を検討していく。

①忠実であるということの内容について

忠実義務は、受託者が、託す人の利益を自分の利益のようにして扱うことを方が要求する義務であるとされる。一般的には、対等な取引関係においては、法律は当事者に対して忠実であることを要求しないところ、一方が他方に対して財産や権限を委託するという場面においては、例外的に忠実義務が適用されるという指摘がなされている¹⁹¹。こうした忠実義務が適用される場面とは、受託者が託す人の利益のためだけに行動することが必要とされる場面であり、託す人の利益に反する行動をとることが禁止される場面である。

ここで、依頼者への忠実性との関係で、契約締結や取引関係に入る以前の交渉中の誠実性（good faith）が問題となることがある¹⁹²。英国法やコモンウェルスの法圏では、基本的には、契約締結段階において当事者に誠実性を要求する慣行がない。このため、取引に入り財産や権限を委譲する以前の段階において、誠実性を問題とすることについては、一定の疑問が呈されているところである¹⁹³。もっとも、実際には、交渉段階における誠実な交渉や、契約締結段階における行為義務について、当事者間で書面によって必要な事項を規定することが多い¹⁹⁴。このため、これらの法圏においても、例えば、当事者の一方が他方に対して財

¹⁸⁹ Frankel, supra note 136, pp.106-107.

¹⁹⁰ Sir Anthony Mason, “Themes and Prospects”, Essay in Equity (Law Book Co. 1990), at 246.

¹⁹¹ Frankel, supra note 136, pp.107-108.

¹⁹² Hon Mr. Justice Sweyn, “The role of Good Faith and Fair Dealing in Contract Law: A Hair-Shirt Philosophy?” 1991 Royal Bank of Scotland Law Lecture, 16 May 1991.

¹⁹³ Finn, supra note 137, at 42.

¹⁹⁴ Finn, supra note 137, pp.13-14.

産の異常をした段階で、誠実義務が発生することや、利益相反関係を開示しなければならないことを合意によって定めるなどの規定をすることは可能である¹⁹⁵。このようにして、依頼者の利益に忠実性を尽くさせるように方向づけていくことができる。

このように、忠実義務においては、受託者が託された権限を濫用し、財産を私物化する誘惑にかられることを抑止する必要がある。このため、忠実義務を負う受託者は、濫用の恐れがある行動をとることは、たとえ託す人に必ずしも害を与えないとしても、禁止される。たとえば、不動産の売却について忠実義務を負う受託者は、託す人の手数料を低減させられる場合であっても、受託者自身が委託された財産の買主となつてはならないとされる。裁判例においても、受託者が、信託財産と個人資産の双方の財産を基にして、ひとつの会社の株式を購入する取引を繰り返し行い、その会社の議決権を増やしていったことが、忠実義務に違反するかが争われた¹⁹⁶。裁判所は、受託者が議決権を増加することによって、当該会社の支配権を得るといふ個人的な利益を得ていると判断して、このような個人的な利益の取得は受益者の不利益となることを理由に、信託義務違反を認定した。

受託者が個人財産と信託財産の双方で取引を行うことを繰り返すなかで、信託財産について託す人の利益のためだけではなく、自己の利益も考慮する習慣が生じる恐れがあるため、こうしたリスクを予防する意図によって下されたものという見方がなされている¹⁹⁷。すなわち、信託財産と個人財産を区別して管理することを受託者に要求することで、受託者は、投資の判断の成否がわかるまで、どちらの財産で投資したのかを決めないでいることができなくなるとともに、心理的にも、信託財産を私物化しようという誘惑にかられにくくするものであると考えられている。

②忠実義務違反が問題となる具体的な場面の検討

医師が患者に対して行う手術を行う際に、患者に秘密にして特殊な細胞を使用した研究を行う行為が、医師の忠実義務違反に当たるかが争われた事例¹⁹⁸においては、こうした行為は医師の利益相反行為に当たるという判断がなされた。これは、医師が患者に対して情報を公開することなく、商用利用できる細胞の開発のために診察や手術を行ったことの責任が認められたためである。具体的には、医師が珍しい細胞を採取して実験を行いたいという誘惑や、そこから経済的利益を得られるかもしれないという思いが、患者の健康や病気の治療という利益を優越してしまう恐れがあるため、患者に対して完全な情報を公開したうえで、患者の同意を得ない限り、こうした治療等を行ってはならないとされた。

¹⁹⁵ なお、コモンウェルスの中でも、ニュージーランドなどの一部の法域では、契約締結段階における忠実義務を裁判例で認める傾向が見られるようになったことが指摘されている。H.K.Lucke, "Good Faith and Contractual Performance", *Essay on Contract*, (Law Book Co, 1987).

¹⁹⁶ *Wotton v. Wotton*, 151 F.2d 17(10th Cir.1945)

¹⁹⁷ *Frankel*, *supra* note 136, at 109.

¹⁹⁸ *Moore v. Regents of Univ. of Cal.*, 793 P.2d 479(Cal. 1990).

弁護士は、依頼者の利益に対して忠実であることが要求される職業の一つであり、多くの弁護士事務所は利益相反が生じないように様々な工夫をしていることが指摘されている。近年において、弁護士の利益相反問題が生じることが指摘されている分野は、弁護士の報酬に関するものである。弁護士の報酬は単位時間を基準に合理的な範囲で決定されるところ、弁護士が依頼者からより多くの報酬を受け取るために、意図的に事件の処理を行う時間を長引かせる誘惑にかられることがあり、また意図的な時間の引き延ばしがあったと受け取られる場合が生じうる。こうした場合に、弁護士が依頼者に対して当該事件処理の報酬を請求することが利益相反を生じさせ、弁護士の忠実義務違反の問題を惹起するという指摘がなされている¹⁹⁹。

また、法律事務所のパートナー弁護士が顧客に対して不正行為を行った場合、不正に関与していない別の法律事務所の弁護士も、顧客に対して、信認義務違反による責任を負うことも指摘されている。裁判所の判断によると、法律事務所が依頼人からの委任を受けた時点で、法律事務所のメンバーは依頼人に対して信認義務を負う。信認義務の内容として、パートナーはほかのパートナーを監視することが要求され、それを怠って不正行為を発見できなかった場合には、ほかのパートナーの方にも過失が認められるというものである²⁰⁰。こうした裁判所の判断の背景には、パートナーの不正行為によってほかのパートナーも利益を得る関係にあるため、不正行為を許容するおそれがあるという事情があるとされる²⁰¹。こうしたルールによって、不正による利益を期待しながら、自己の責任を回避するという誘惑を断ち切ることができると考えられているようである。

他方で、会計士の行う会計処理や財務諸表を作成するサービスは、依頼人に正確な情報を提供する点で依頼者の利益のために行われるものの、正確な財務諸表の提供は依頼人からの独立性や公平性をもって行われるべきであり、その任務は公共の利益のために行われる性格が強いと考えられている。このため、会計士は、財務諸表の作成等において任務の実施において過失があれば依頼人に対して責任を負うものの、原則的には、依頼人に対して信認義務違反の問題が生じることがないと考えられている。しかし、会計士が、こうした依頼者からの独立性をもって行われるべき任務を行うのではなく、依頼者の財務コンサルタントや、会計処理に対する助言サービスを行う場合には、事情が異なる。このような場合には、会計士は依頼者との間で信認関係に入り、単に正確な任務の実施をするだけでなく、依頼者に対して、信頼に足りるだけの特別の事情を調査して、依頼者に対して情報を開示する信認義務を負うという判断がなされている²⁰²。

銀行の業務についても、利益相反問題が議論されている。銀行は、預金者に対する預金債権の債務者であり、銀行が健全かつ安全に支払い能力を維持して支払い不能を回避するこ

¹⁹⁹ 115. Scott Turou, *The Billable Hour Must Die*, *aba j*, Aug. 2007, at32.

²⁰⁰ *Buran Equip. Co. v. Superior Court*, 190 Cal. App. 3d 1662, 1666(Cal. App. 6th Dist. 1987).

²⁰¹ Frankel, *supra* note 136, pp.162-163.

²⁰² *Investors Funding Corp. of New York Secs. Littig*, 523 F. Supp. 533, 542.

とは必要不可欠である。他方で、1996年のグラス・スティーガル法の撤廃以降、銀行は投資家に対して投資信託の販売などの証券業務を行うことが許可された。銀行の信託部門は、託す人の利益のために受託者として行動することが要求される。このように、銀行には安全かつ健全な支払い能力を維持することと、受託者としての信託義務を果たすことという2つの要求がなされるようになった。このため、投資信託の受託者として託す人の利益に忠実な行動をすることが、健全な銀行業務を遂行するうえでの障害となり、銀行の立場を困難にする場面が生じるようになったことが指摘されている²⁰³。

こうした問題だけではなく、銀行内における複数の部署が同時に任務を行うことで、利益相反の問題が生じる可能性が生じるという問題もある。例えば、銀行の信託部門が得たインサイダー情報を、投資部門が利用するなどという場面である。こうした問題に対処するために、部署間にチャイニーズ・ウォールを構築して利益相反を回避するという実務が発展している。チャイニーズ・ウォールを構築することで、裁判所の判断が銀行にとって有利となることがある。オーストラリア連邦控訴裁判所の判断では、シティグループ銀行がチャイニーズ・ウォールを構築することで、組織内の他部署に信託部門が得た情報が流出することや、他部署がその情報から利益を得ることがなかったことを根拠として、シティグループ銀行の信託義務違反が否定されたという例がある²⁰⁴。自主的な利益相反問題への防衛策を講じて、その方策が有効に機能している限りにおいて、銀行は利益相反問題における信託義務に直面することを回避することが可能となると考えられている²⁰⁵。

(4) 忠実義務の履行について

忠実義務を履行する際に問題となる事項として、託す人の指図にどこまで従うかという問題がある。遺言による財産運用の指図が時代に合わなくなって受益者の利益を損なう可能性が生じた場合などが、一般的に議論されている²⁰⁶。また、託す人が、受託者の義務を免除することができるかという点も議論されている。さらに、託す人の指図と公共の利益が衝突する場合に、受託者は公益をどこまで考慮して任務を遂行する必要があるのかという点も、議論されている。

① 義務の免除について

信託法におけるルール多くは、受託者と託す人が合意することによって変更することのできる任意規定である。たとえば、受託者は、一般的には託された信託財産を自分のために購入することはできないという任意規定のルールがある。しかし、託す人は、受託者からの不当な圧力を受けることなく、十分な判断能力を持って、信託財産をコントロールすることもできる。たとえば、託す人が、受託者による信託財産の購入を許可することができる場

²⁰³ Frankel, *supra* note 136, at 117.

²⁰⁴ ASIC v. Citigroup Global Markets Australia Pty. Ltd., FCA 963(2007).

²⁰⁵ Frankel, *supra* note 136, pp. 117-118.

²⁰⁶ Frankel, *supra* note 136, pp.121-122.

合などが想定されうる。

信認法のルールが多くは任意規定であるため、当事者が任意規定をひな型契約書式のよ
うに利用することができる。信認法の規定が任意規定であることは、次のことを意味してい
る。すなわち、当事者は、自由な意思により当事者間の関係を決定することができる。また、
任意規定を活用することで、当事者間の交渉を重ねて一から取引内容や合意内容を決定す
る負担も小さくなる。このため、信認法の任意規定が存在することは、信認関係を形成しよ
うとする当事者にとって、有用なことであるといえる。

他方で、信認法のルールのなかには、強行規定に属するとされる一定の内容がある。信認
法の下における強行規定は、当事者の交渉が合法とされる範囲を確定する基準を画するも
のとして表現されることがある²⁰⁷。裁判所が信認法を強行規定であると認定する多くの場
合において、当事者間では、公平な取引条件を強制する必要性が生じている。こうした場面
における裁判所の判断の根底には、エクイティによって信認法を強制すべき場面に該当す
るという考えがある。つまり、こうした場面において、当事者間には信認関係によって規定
されるべきエクイティによる信認義務が存在していることを支持する旨が、裁判所によっ
て判断されていると考えられるのである²⁰⁸。当事者が、合意によって、受託者の信認義務に
つきその適用除外を許さないと考えている場合には、受託者に対して信認法のルールが強
行的に規定されると考えられている。

以上のような信認法のルールの性質を考慮すると、当事者が、受託者に対して信認義務を
負わせることを合意している場合には、受託者による信認義務を回避するための行動が信
認義務違反を構成するという可能性が生じる。反対に、当事者間においてそうした合意がな
い場合には、受託者は、任意規定として信認法のルールに従うことになる。

このような場合には、当事者間の交渉によって、受託者の義務の免除を認めることが可能
であると考えられる。信認義務を免除する場合には、託す人の合意が必要であり、かつ、そ
の合意は法的に有効なものとして認められる状況でなされる必要がある。つまり、法的に有
効な合意を得て信認義務を免除するというためには、受託者は一定の手続きを経なければ
ならないと考えられる。そこで、以下では受託者の信認義務を免除する際に必要とされる手
続きの諸要素を検討する²⁰⁹。

まず、受託者が、託す人に対して、両者の関係がもはや信認関係ではないことを通知する
という手続きが必要になる。こうした通知は、託す人に対して、受託者を頼ることができな
くなった旨を知らせる必要があるために要求されるものである。

次に、託す人が、信認義務の免除の適否について、自発的かつ独立的に判断できる状況が
整っていなければならない。このため、託す人が受託者に頼り切りになっており独自の判断

²⁰⁷ Frankel, *supra* note 136, at 196.

²⁰⁸ Frankel, *supra* note 136, pp.196-200.

²⁰⁹ Frankel, *supra* note 136, at 201. 本文の以下の諸要素については同論文を参考にし
た。

能力を有しない場合には、信認義務の免除の手続きは有効なものとして認められない。また、託す人が、受託者から不当威圧等を受けている場合も、同様に考えることができる。さらに、託す人が、信認関係を基礎づける事実関係について誤解をしている場合も、受託者の信認義務を免除する合意は、無効となることが指摘されている。

そして、受託者の信認義務を免除する際には、受託者は、託す人に対して、利益相反取引に関するすべての情報を開示する必要があると考えられている。受託者は、託された財産や権限について、託した人よりも多くの情報を有している。このため、託す人が信認義務を免除するか認める判断をする前提として、受託者との間で信認関係に関する情報を共有する必要が生じる。受託者の信認義務を免除する合意がなされる際に、受託者が、信認関係上の受託者としての立場に立っていることによって得た情報について、託す人に対して開示を行わない場合には、託す人に対する信認義務違反が認められると考えることができる²¹⁰。

さらに、受託者の信認義務を免除することの同意については、その同意内容が明確であり、かつ、特定されている必要がある。その理由は、受託者の義務を免除することによって、託す人の立場が不利になる場合が多いという事情が考慮されるためである。つまり、託す人が事情をよく知ったうえで明確な同意をしない限り、義務の免除に対する同意は有効にはならない。

受託者の信認義務を免除することに対する同意については、倫理規定の制定により、受託者に対して、模範的な行動を要求するという実務が存在している。たとえば、弁護士行動準則模範規定では、弁護士が利益の相反する依頼人の依頼を受けることについて、依頼人が信認義務違反を主張する権利を放棄する場合が認められている。それによると、①弁護士が双方の依頼人のため有能かつ注意深い代理行為をすることができるかと合理的に信じており、また、②当該代理行為が法律で禁止されておらず、③代理行為をするにあたり、一方の依頼人が他方の依頼人に対して法的主張を行うことにならず、そして、④双方の依頼人がインフォームド・コンセントを行ったうえで書類を作成した場合には、依頼人は信認義務違反を主張する権利を放棄する合意をしたものと考えられる。弁護士を受託者とするこうした場合には、以上の事由に該当するならば、依頼人は、弁護士に対して利益相反行為があったことを主張できないとされている。こうした判断をする際に、とりわけ、インフォームド・コンセントの内容については十分な検討をする必要があるとされている。その際、有効なインフォームド・コンセントか否かを判断するためには、依頼人が、弁護士の義務を免除することによって生じるリスクについてどこまで理解していたかを検討することが指摘されている²¹¹。

受託者の義務の免除を認める同意の有効性については、以上のように一定の手続きを経

²¹⁰ 利益相反情報の開示については、証券会社が顧客に対して投資ファンドへの出資を推奨する場合には、顧客の出資により当該証券会社が受け取る利益についても、説明しなければならないとされた裁判所の判断がある。以上の判断は次の裁判例の判断によるものである。O'Malley v. Boris, (Del. Ch. Mar. 18. 2002).

²¹¹ Frankel, *supra* note 136, at 205.

ていることが要求される。こうした手続きが要求される理由として、次のような事情が考慮されている。すなわち、託す人が実質的には自分にとって不利になる条件に合意する場合には、受託者による情報提供が不十分であることや、自発的に同意する能力を欠いているなどの何らかの事情があることが多いというものである²¹²。受託者の義務の免除を認める同意は、こうした事情を十分に考慮したうえで、はじめて認められるものであるということができる。

②公益について

専門家が提供すると考えられているサービスのなかには、サービスの提供の際に公益を考慮しなければならないものがある。例えば、医師免許を持った医者が、診療のために民間の病院を利用する申請を出した場合において、当該医師が医師会の認可を受けていない学校を卒業したことだけを理由として、当該病院において診療することを認めなかったことが、州の広狭の政策に反しているとされた事例がある。病院は、類似の経歴を持つ他の医者を受け入れており、当該医師による利用を断る正当な理由はないことが考慮された。そして、一般の病院には、人事において一定の裁量があるものの、人々の健康に関する特別なサービスを提供する病院には、任務の重要性を根拠に、一定の信認義務が課されるという判断がなされた。このように、専門家の提供するサービスについては、サービス提供の際に公益を考慮することが要求されることがある。

また、公益や社会一般の利益と託す人個人の利益が相反する場合についても、裁判例の判断がある。たとえば、医師がある患者に対して特殊な治療を行うことによって、将来的な特許を取得することのできる治療法を開発して、ほかの多くの患者の利益になる場合であっても、当該患者を犠牲にして実験的な治療を繰り返すことは認められないとする裁判例の判断がある。多くの場合、裁判所は、託す人の個人的な利益を犠牲にして、公益や社会的利益を優先することを正当化しないということが指摘されている²¹³。

さらに、一般論として、医師には、ほかの医師が能力不足や非倫理的な行動によって患者に損害を与えることを防止する行動をとる義務があることが議論されている²¹⁴。具体的には、同僚の仕事を評価したうえで、倫理観や技量に問題のある同僚を告発する義務があることや、違反行為が重大な場合には州当局や警察に連絡する義務などがあることが論じられている。もっとも、こうした義務違反への対応については、医療業界の倫理水準に照らして重大性や悪質性が高いものを除き、道徳や技能への教育など継続的なサービス改善のための方策が有効であることも、同様に論じられている。

弁護士については、依頼人のために専門的な法的サービスを提供する際に、依頼人の利益に忠誠を尽くすか、法の守護者として公益を重視するかということが問題とされる。一般的

²¹² Frankel, *supra* note 136, pp.206-207.

²¹³ Frankel, *supra* note 136, pp.159-160.

²¹⁴ Frankel, *supra* note 136, at 161.

には、相手方にも弁護士がついている交渉の場合や、当事者から独立した裁判官や陪審員が判断を下す訴訟の場面では、弁護士は、公益よりも依頼人の利益を重視することが正当化される。他方で、企業が有価証券を公募によって発行して資金調達する際に、それに応じる投資家は、弁護士から目論見書の内容などについて、その適否に関する助言を受けることはない。こうした企業に対して助言を行う弁護士には、法律の規定を順守して公益に奉仕することが強く要請される。このような場合には、投資家に対して弁護士によるサービスが行われていないことが考慮される。弁護士に対する公益への配慮の要請として、次のような内容が考えられている。具体的には、目論見書の内容に虚偽記載がある場合や、法令違反がある場合には、積極的に不適切な記載を改めさせて、それに応じなければ辞任するなどの措置をとることが要求されるということなどである²¹⁵。

弁護士の任務は託す人の利益に従属して行われるものであり、監査法人のように、顧客から独立して法令違反や不適切な行為を監視する関係のなかで行われるものではない。こうした顧客からの独立性の程度の差によって、顧客による禁止行為を防止する義務の比重が変化するということが議論されている²¹⁶。証券取引委員会の規定によると、弁護士の場合には、顧客の違法行為を示す証拠の強さと、違法行為の重大性の大きさが要点となり、経営責任者に対して不正行為の疑いがあることを報告する義務や、証券取引委員会へ報告する義務が課される場合がある²¹⁷。

また、顧客から重要な情報を受け取った企業の従業員が、組織の法令違反を発見した場合に内部告発を検討する場合においても、顧客への信認義務と公益への配慮との間で相反する義務に直面する。従業員は、雇用主の指示に従って業務を行うことを通して顧客の利益を守る立場に立つ一方で、内部告発を行って社会の利益を保護する立場にも立つ。内部告発を通して違反を発見し、適切な行動の規制をしていくことは社会の利益に資すると考えられている。このため、内部告発者の法的な地位が保護されるように法律の整備が進んでいる。もっとも、現実的には、内部告発者が同一の雇用主の下で働くことは困難である。また、内部告発を行ったことで、当該従業員は、転職等によりほかの仕事を見つけることも困難になることが多い。こうした現実の事情のため、従業員に対して、内部告発の負担を負わせることは酷であると考えられる²¹⁸。このように、内部告発によって公益を確保することは困難であると考えられている。

裁判例の判断の中には、依頼者への信認義務の内容として公益を考慮する必要がないことを示唆するものもある。たとえば、2000年から2008年のアメリカの裁判例の分析をした評釈においては、独占禁止法違反の行為による利益が投資家にとって十分に大きいとい

²¹⁵ Frankel, *supra* note 136, pp.161-162.

²¹⁶ Frankel, *supra* note 136, at 162. 弁護士も監査法人も、顧客のインサイダー情報に触れる権限を持ち、かつ、資本市場を適法に機能させるためのサービスを提供する任務を負う点では共通することから、比較して論じられている。

²¹⁷ USC § 7245.

²¹⁸ Frankel, *supra* note 136, pp.165-166.

う予測がなされた。こうした予測に基づき、当該行為を承認した取締役について、信託義務違反が争われた事例の多くの結論において、次のような事実があることが指摘されている²¹⁹。すなわち、裁判所が、受託者の信託義務につき、私人間の信託の取り決めを犠牲にしてまで国家行政に使えるものではないという判断をしているという傾向がみられるというのである。こうした裁判例の判断においては、信託義務につき、民間の運用者が民間の投資を誠実かつ相当の注意をもって運用するように保証することを旨とする義務であることが指摘されている。そして、こうした裁判例の分析は、受託者の信託義務と市場原理についても、次のような言及がなされているという指摘をしている²²⁰。すなわち、個々の託した人に対する義務を実行させることが、競争原理などの一般的な法に従わせることよりも優先されることが示しているとされているとしている。

(5) 忠実義務と報酬について

受託者は、託す人のために行うサービスの提供の対価として、報酬を受け取る。受託者の報酬の内容については、原則として、当事者の契約関係の中で、対等な交渉によって決定される事項であり、財産や権限を委託するなどの信託法の対象とはならないと考えられている²²¹。もっとも、必ずしも、受託者と託す人の交渉が対等になるとは限らない。つまり、受託者は、託す人の財産を長期間にわたって管理することや、託す人からの信頼を集めることによって、報酬の内容を有利にするための交渉力を持つことがある。また、託す人がファンドのような組織ではなく、個人の投資家の場合には、受託者の報酬について交渉力を持たないこともある。

こうした場面においては、託す人の交渉力を高めるために、契約法のルールだけではなく、受託者の報酬に対して信託法による規制を考慮するべきであるという議論がなされている²²²。

信託法が受託者の報酬を規制している例として、委員会設置会社の取締役に対する義務があることが指摘されている。委員会設置会社では執行役員が、現役若しくは元の執行役員の中から取締役を選任することが多いとされている。取締役は、役員の報酬について、株主および会社の代表として役員と交渉を行う権限を有し、またそれを行う義務を負っている。つまり、会社と株主が託す人であり、取締役を受託者として、報酬を決定するための交渉をする権限を与えている。役員の報酬の交渉について受託者である取締役は、株主および会社の利益のために報酬を決定する交渉に臨む必要があり、自分の利益や役員の利益のために報酬を決定してはならない。このように、受託者の報酬についても、信託法による規制を及

²¹⁹ William E. Nelson, “The Law of Fiduciary Duty in New York”, 1920-1980, 53 SMU L Rev. 285, 307(2000).

²²⁰ Nelson, *supra* note 219, at 310.

²²¹ Frankel, *supra* note 136, at 165.

²²² Frankel, *supra* note 136, at 133. こうした議論としては、たとえば、不当威圧を禁止する契約法のルールを適用するべきとする見解がある。

ぼすこととされている場面もある。

受託者の報酬と信託法との関係を考慮する際の背景的な問題として、信託関係におけるサービスの提供が商業化している現状をどのように評価するかという議論が関係している。アメリカにおいては、1977年に連邦最高裁によって、代表的な受託者である弁護士につき、報酬を一律に規定することを違法とする判決が下された²²³。この判決の影響で、弁護士サービスの価格交渉が行われる余地が生じ、弁護士が受託者として依頼人の利益に忠誠を尽くすという性質が弱まり、ビジネスとして利益を追求する性質が強まったことが指摘されている。

報酬の自由な交渉を認める実務は、弁護士だけではなく、信託の受託者、会社の取締役、医師、投資運用者や投資助言業者など、アメリカにおいて伝統的な受託者とされてきた者についても広がっている。信託関係における業務が商業化して、受託者が競争的に報酬を追求することに対しては、様々な評価がなされている。例えば、会社の取締役や役員報酬については、高額な報酬によって有能な役員を確保する必要があることや、報酬が役員の高い能力を発揮することへの動機付けになっているという見方がある²²⁴。医師についても、質の高い医療を提供する者には高額な報酬が支払われることが一般的であり、自らの生命や身体にとって重大な影響を及ぼす手術を受ける患者は、高額な報酬を受け取っていることにつき、良質な医療を提供することへのシグナルであると考えて、医者を選択することが多いとされる。

他方で、受託者が利益を追求するようになり、十分な監視を行わなければ信託義務を果たさなくなったとして、信託関係のサービス化を批判するという見方もある²²⁵。こうした見解によると、弁護士や医師などの業務は、出資者のために富を生み出すビジネスとは区別されるべきであることが考えられている。そして、弁護士や医師などの業務は、依頼者の利益のために献身的に行われるべきであり、公共的な役割の職務であるという指摘もなされている。

こうした公共性を考慮した例として、アメリカにおける弁護士行動準則規範における次のような倫理規定の例がある。弁護士行動準則規範は、政治献金をおこなった弁護士が政府に対して法的助言を行うことを禁止する条項を設けている（**Rule 7.6 Political Contributions to Obtain Legal Engagements or Appointments by Judges**）。また、会社の役員等の報酬について、アメリカ証券取引委員会が、役員報酬のうちボーナスの支払いについて一定の規制をしているという規制の例もある²²⁶。そして、アメリカの財務省は、2009年から、政府による財務支援を受けた会社について、役員報酬の上限を50万ドルとする規

²²³ *Bates v. State Bar of Arizona*, 433 U.S. 350(1977).

²²⁴ Stephen Grocer, *Banks set for Record Pay*, *Wall Street Journal* (2011), at A1.

²²⁵ *Milhaupt*, *supra* note 121, at 136.

²²⁶ サーベンス・オクスリー法の304条では、証券法の財務報告関連に違反があった場合における役員報酬の没収を規定している。

制をしている²²⁷。

また、多くの会社では、報酬金額が妥当であることを示すために、会社の中に社外取締役をおいて報酬の決定についての責任を任せることや、会社外部の専門機関を通して報酬相場を諮問するなどという実務が行われている様子である²²⁸。もっとも、社外取締役や外部の諮問機関が報酬を決定する場合であっても、その選任は内部者にゆだねられることが多く、公正性や独立性に実質的な制限が加わることが多い。社外取締役は、自身も会社の役員であることが多いため、高額な報酬について同情的になることも指摘されている²²⁹。

役員報酬方針は、有能な経営者を確保し、その業績に対する報酬を与えることを目的としている。適切な報酬の方式と金額を決定することで、経営者と株主の利害を一致させることができると考えられている。報酬の方式や金額の問題は経営上の決定によるものであるため、一般的には、経営判断の原則に服しており、司法上の介入を経るべきではないと考えられている²³⁰。もっとも、経営者が株主の利益を犠牲にして自己の利益を追求する場合には、報酬の決定が一種の自己取引ともなりうることが指摘されている²³¹。

アメリカの裁判例の中には、投資運用者の報酬として支払われた金額が、1940年投資会社法の規制（15 U.S.C. §§ 80a-1）を著しく逸脱しており、信認義務に違反することが争われた事案である。裁判所は、報酬の内容が、役員等の提供するサービスとの間においてほとんど関連性を持たない場合には、投資会社法違反となる余地があるとした²³²。

また、裁判所は、役員への報酬を審査する場面では、浪費基準という審査基準を用いることがあることも指摘されている²³³。浪費基準とは、通常の合理的経営判断をする者から見て、①会社が取引によって受け取るものの価値が支払った者に値するだけの価値がないとみなされる場合か、または、②支払いの対象が不適切・不必要な内容であるとみなされる場合かのいずれかに該当することであると考えられている²³⁴。こうした浪費取引については、違法な取引や能力外の取引と同様に、株主や会社が追認することはできないという理論的な背景があるとされている²³⁵。裁判所が、取締役の報酬を浪費として認めることはまれであるものの、原告から浪費の主張がなされると、裁判所は多くの場合、実体審査をするため、略式判決によって審理前に訴えが却下されることが少ないことが指摘されている²³⁶。

報酬の司法審査については、デラウェア州裁判所によって、株主が取締役の報酬を崇徳オプションとした場合について、報酬の審査は浪費基準が適用されることが判断されている

²²⁷ アメリカ財務省のホームページを参照。 <https://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/tg15.aspx>

²²⁸ Milhaupt, *supra* note 121, at 144.

²²⁹ Pint & Branson, *supra* note 128, at 315.

²³⁰ Pint & Branson, *supra* note 128, at 315.

²³¹ Pint & Branson, *supra* note 128, at 315.

²³² Jones v. Harris assocs. L.P. 559 (U.S. Mar. 30 2010)

²³³ Pint & Branson, *supra* note 128, at 318.

²³⁴ Pint & Branson, *supra* note 128, at 318.

²³⁵ Pint & Branson, *supra* note 128, at 319.

²³⁶ Pint & Branson, *supra* note 128, at 318.

237. *Kerbs v. California Eastern Airways*²³⁸では、裁判所はオプションの価格について、会社が受ける利益と報酬の間に合理的な関連があるかという点や、オプションの支払いによって会社が利益を受けているかという点を判断した。こうした裁判所の審査方法は、浪費基準を用いつつも、報酬の内容にまで介入して対価の合理性を判断している点で、実体的な審査としての性格を帯びているという指摘がなされている²³⁹。他方で、*Beard v. Elster*²⁴⁰では、裁判所は報酬の対価が承認される手続が適切に行われたかを審査する点に絞って、報酬の審査を行ったとされている²⁴¹。ほかの裁判例でも裁判所は、報酬の承認手続の際に、情報の開示を十分に受けており、不当な威圧を受けていない、利害関係のない株主が追認しているかという点を重点的に検討していることが示唆されている²⁴²。

これまで述べてきたように、本節第3款では、伝統的な受託者とされてきたものを中心に、信認関係の存否や信認義務の内容がどのように論じられているかを検討してきた。信認関係と契約における当事者の合意内容との関係について、学説のなかには、当事者の期待を考慮して信認関係に固有の要素があることを主張する立場がある。他方で、裁判による争いが生じた際に、契約による合意の内容を解釈することを超えて、当事者間の信認関係を取り上げる必要はないという見解も主張されている。そこで、本節第4款では、裁判例の分析を通して信認関係の要素を検討する見解や、信認関係に固有の特徴があるとする見解を整理しながら、学説において、信認関係の固有性はどのように論じられているのかという点を検討していく。

第4款 信認関係に固有の特徴(1)

(1)信認関係の固有性を検討する学説について

当事者が、契約の締結時に、条項等によって具体的に規定していなかった事態が生じる場合、当該事態による損害賠償責任の所在が問題となる。受託者の行為によって依頼者に損害が生じた可能性がある場合、争われる裁判においては、両者間に信認関係が成立しており、受託者に対して信認義務が認められるか、という点が問題となる。

この点を論じる学説は、裁判例の分析や信認法の理論を検討することを通して、信認関係が成立する場合の要素を論じている。第3款で検討してきたように、こうした議論においては、信認関係が成立する場合の固有の特徴を認めない見解が有力に主張されており、学説の支持を集めている状況にある。信認関係の固有性を認めない見解のなかには、信認関係を

²³⁷ *Pint & Branson*, supra note 128, at 318.

²³⁸ *Kerbs v. California Eastern Airways*, 90 A.2d 652(Del. 1952).

²³⁹ *Pint & Branson*, supra note 128, at 319.

²⁴⁰ *Beard v. Elster* 160 A.2d 731(Del. 1960).

²⁴¹ *Pint & Branson*, supra note 128, at 319

²⁴² *Lewis v. Vogelstein* 699 A.2d 327(Del. Ch. 1977), *Pint & Branson*, supra note 128, at 319.

構成する要素を分析することの価値を否定する立場もあるものの、裁判例を分析しつつ、裁判例が信認関係を認めた場合における当事者間において、どのような事情があったのかを検討する議論を展開する立場もある。以下では、信認関係の構成要素や固有性を検討することについて一定の意味を見出す見解について、具体的に検討していく。

(1)-1 当事者の期待を取り上げる見解

こうした立場のうち、Finn 教授によると、異なる利益を有する当事者が対価を払ってサービスを提供するという商業上の関係に立つ場合であれば、自身の地位を濫用せずに相手の利益に沿って行動することを内容とする信認関係が成立しうるとしている。もっとも、裁判所の判断によると、異なる利益を有する当事者の関係のすべてが信認関係として評価されるわけではない。こうした当事者間の関係が信認関係として認められる場合には、次のような場合がある。すなわち、依頼を受けた受託者の任務の内容が、弁護士や株式ブローカー、および会計士の任務など公共性のある任務であり、公共性を見地から判断すると専門家の任務として行われるべき場合や、受託者の任務が、高齢の依頼者の財産管理など依頼者の判断能力がないことを理由として行われる場合、および、受託者の任務内容に広範な裁量性が認められている場合などでは、裁判所は当該受託者と依頼者との間に信認関係を認めることが多いとされている²⁴³。

これらの者が行う取引や任務においては、単なる主観的な信頼関係があるだけでは信認関係の成立は認められず、取引に先立つ特別な合意が存在し、当事者間に特別な信用の関係が存在していると考えられている。たとえば、生命保険会社が高齢者を対象とした年金型の商品を開発し販売する際に、当該商品が高齢者にとって理解しにくい不適切な内容であったにもかかわらず、生命保険会社側が販売員を組織して高齢者の信頼を得るように計画して販売しているなどの事情がある場合²⁴⁴には、裁判所は、生命保険会社や販売員に対して信認義務を課することを認める場合があることが指摘されている。

このように、受託者が弁護士や会計士等の立場で依頼者の利益にかかわる場合や、依頼者と受託者の間に場合に判断能力の差があり、また受託者が任務内容に対して一方的に権限を有する場合には、一般的に、受託者は依頼者との間で信認関係に立ち、依頼者に対して信認義務を負うことが認められやすいとされる。その理由については、Finn 教授によると、こうした場合には受託者は依頼者の利益に忠誠を尽くすことが期待され、両者間に信認関係が存在することについて、当事者が合理的な期待を有している点に求められるとしている。つまり、受託者の行う任務に公共性や裁量性があることを当事者が期待することが合理的である場合には、受託者の任務は、信認関係の下で行われることになるということである。こうした見解によると、信認関係の成否を判断する際には、受託者の任務内容につき当事者

²⁴³ Umbaugh Pole Building Co. Inc. v. Scott 390 58 Ohio St.2d 282, 390, NE 2d 320(1979), Horn v. Ray E. Friedman Co. 776 F. 2d 7773(1985).

²⁴⁴ Frankel, supra note 136, at 13.

間においてどのような期待がなされていたかという点が重要になる。

本稿の検討対象である社債管理者との関係では、受託者が銀行である場合についての議論がなされている。当事者の期待によって信認関係の成否を検討する見解においては、銀行の任務が専門家の任務として行われることに対して当事者が合理的な期待をするとき、当該任務は受託者としての任務であると評価されることになる。反対に、銀行の任務が事務的な任務であり、依頼者の利益に重大な影響を与えるものではないと考えられる場合には、銀行の任務に対して信認関係上の義務が課されることはない可能性が高まる。

こうした考え方に従うと、デフォルト事由発生前の信託証書法の受託者に対しては、信託証書により受託者の義務が限定されており、また信託の受託者に比べて信託証書法の受託者に対する委託手数料が安価であることから、公的な期待や受託者や社債権者など当事者の期待のいずれからも、受託者の任務に対して信認関係を負わせるほどの任務であるとはいえないため、受託者は社債権者との間で信認関係に立たないと考えることができる。他方で、受託者が積極的に調査権を行使し、発行会社との間で信託証書のデフォルト条項を修正する権限を有する規定を場合には、受託者の任務は、社債権者の利益に対して重要な利害関係を有しており、かつ信託証書の規定は銀行が依頼者の利益のために任務を行うことを約束したものであり、自ら信認関係を成立させた場合であるということが出来る。このため、当該受託者に対して、社債権者との間に信認関係上の義務が認められると考えることができる。

(1)-2 裁判例の分析

信認関係の成否を論じる際に受託者の任務に対する期待が重要であるという Finn 教授の見解は、受託者の任務内容につき、弁護士、会計士、学校の教師、銀行、公務員など具体的な場合に即して、多様な裁判所の判断を整理しつつ主張されている。こうした裁判例の分析のうち、受託者が銀行である場合については、当事者間における期待の内容について、裁判所の判断が蓄積されており、ある程度明確な判断要素が存在していることが指摘されている²⁴⁵。具体的には、以下のような裁判例を引き合いに出して、銀行が受託者である場合における信認関係の成否を検討している。

まず、銀行が受託者として行う任務が、銀行の利益に反する場合について、イギリスの裁判例である *National Westminster Bank plc v. Morgan* 3 All ER 85, at 91(1975)を参照している。この裁判例では、Morgan 夫妻が家の購入のために銀行から借入れを行う際における、銀行側の説明義務が問題とされた。Morgan 夫妻は、家の購入に必要な融資を受けるために銀行から担保について説明を受けており、銀行が融資時に設定した担保は、夫妻に対するほかの債権者に劣後する担保権であった。もっとも、融資に関する説明のほとんどは Morgan 氏になされていたため、Morgan 夫人の方はほとんど説明を受けていなかった。こ

²⁴⁵ こうした見解は、銀行は慈善施設ではない(banks are not charitable institutions)ことを述べており、銀行が当事者となるだけでは信認関係を基礎づけられないとしている。

うした状況のもとで、Morgan氏が死亡し、夫人に貸金返済の債務不履行が生じてから数年が経過した後に、銀行はMorgan夫人に対して担保権を実行した。債務不履行が生じた時点において、Morgan夫人は、銀行の担保権よりも優先する担保権を設定していた債権について弁済が完了していたとしていた。このため、Morgan夫人は、銀行がMorgan氏の死後に貸金債権の存在を説明せずに、債務不履行後の任意と時点で担保権を実行したことが、信認義務違反となることを主張し、裁判所は、銀行としては貸付債権を早期に回収できる状態にあるもとで、銀行がMorgan夫人に対して借入れの説明をしなかったことが信認義務違反に該当するという判断をした。債務者が債務の内容を理解していない状況においては、銀行は、担保権の順位等の状況において自己の債権回収に不利になったとしても、債務者に対して必要な説明をする義務があるという判断がなされた。こうした裁判所の判断を通して、銀行が受託者として行う任務が、融資を回収するという自己の利益に反するとしても、依頼者の利益ために行われるべきであると期待される場合には、信認関係が成り立つということが指摘されている。

また、銀行の利益と依頼者の利益が一致する場合については、*Stewart v. Phoenix National Bank* 64 P. 2d 101 (1937) を参照している²⁴⁶。当該事案は、銀行から借入れを行った債務者に対して、融資を行った銀行による助言等の説明義務が問題とされたものである。債務者のStewartは、銀行に対する債務のほかに複数の債務を有していた。Stewartは銀行からの借り入れの際に、自己の債務状況を説明したうえで借り入れを行い、銀行は、貸金債権に対してほかの債権者に劣後する担保権を設定して貸付を行った。もっとも、銀行はStewartの債務の返済について特に助言を行わなかった。やがて、Stewartがほかの債権者に対する債務不履行に陥り、当該債権者はStewartに対して担保権を実行して差押えを行った。これに対して、Stewartは、債務不履行に陥った際に銀行が債務の弁済や担保について何ら助言を行わなかったことが、説明義務違反に当たると主張した。裁判所は、債務者の債務不履行等が生じた場合などの債務者の利益にかかわる重大な場面においては、当該債務者に対して銀行が助言を行うことについて信認関係が生じるとして、銀行の説明義務違反を認めた。この事案の場合、銀行は自己の債権を回収するという利益を有しており、銀行から借り入れを行った債務者には債務の弁済や担保財産の保有についての利益があり、両者の利益は、債務者が適切な債務弁済を行うことについて一致していると考えられる。このように両者の利益が一致するため、銀行と債務者の間には一般的には信認関係は認められないものの、銀行が債務者の債務不履行時において適切な助言を行うことについて、債務者が期待することには合理性があり、両者間に信認関係が認められることもあることが判断されたものであることが指摘されている²⁴⁷。

²⁴⁶ なお、*Stewart v. Phoenix National Bank* 64P. 2d 101(1937)については、本件事案の具体的な内容についての資料は見当たらなかった。Finn教授によると、本件は銀行を受託者とする裁判例のリーディングケースであると指摘している。

²⁴⁷ Finn, *supra* note 137, at 20.

さらに、銀行が依頼者の利益のために任務を行うことを約束した場合など、自ら信認関係を成立させることに対する期待を創出した場合について、オーストラリアの裁判例である **Smith v. Commonwealth Bank of Australia F.C. of A., 11 Mar 1991** が参照されている。本件の事案では、被告の銀行は、ホテル事業の売却について、売主側の顧客と購入を検討する買主側の顧客である **Smith** 氏の双方から事業の相談を受けており、双方の契約における代理人の立場にあった。裁判所は、銀行が双方の顧客との間で利益相反 (**conflict of interest**) の立場に立つ場合において、購入を検討している買主側の当事者に対して、売主側から得た情報や売主側の売却手続を進めたいという意図を検討したうえで、当該ホテルが良い物件であるとして、買主に購入を進める内容の助言をしたことが、銀行と買主の間の信認関係に基づく説明義務に違反するという判断をした。このように、銀行が依頼者の代理人となっており、依頼者の利益のために契約を締結するなどの任務を行うこと約束した場合には、銀行は依頼者との間において自ら信認関係を成立させている。こうした場合、銀行は、自己の任務が専ら依頼者の利益のみを考慮して行われることに対する期待を創出しており、依頼者は、銀行が依頼者の利益に忠誠を尽くすことへの合理的な期待を有している。このような場合には、当事者間には信認関係が成立していると評価されたため、銀行は依頼者の利益に対して忠誠を尽くすことが要求されるとしている²⁴⁸。

(1)-3 利益相反の場面の相違

信認関係の成立について、当事者の期待を重視する見解においては、受託者が信認義務を負うとされた場合であっても、その義務の内容は一定ではなく、受託者の任務に対する当事者の合理的な期待の内容を検討する必要がある。Finn 教授によると、当事者間の利益相反関係の態様が変われば、合理的な期待の内容も変化するものと考えられており、利益相反関係に立つ主体の相違に対応して利益相反関係の分析が行われている²⁴⁹。以下ではこうした利益相反関係の分類方法に対応してそれぞれの場面ごとの利益相反問題の対応を検討する議論を取りあげて検討していく。

利益相反問題を主体に注目して分類する議論においては、当事者間の利益相反関係は、以下の 4 つの類型に整理できると考えられている。①まず、「同一案件についての利益相反 (**same-mater conflict**)」として、受託者が一つの取引を行うことについて複数の依頼者から任務を引き受けており、それぞれの依頼者との間に契約上の注意義務に加えて信認関係上の忠実義務を負う場合が想定されている。ここで、依頼者がほかの依頼者の存在を知らずに単に受託者が自身のために任務を行うことを期待している場合には、依頼者の信認関係への合理的期待は認められない。なぜなら、この場合には、依頼者は当該取引において受託者がもう一方の依頼者の利益も代表していることを認識するまでは、双方の利益のうち自己

²⁴⁸ Finn, *supra* note 137, at 22.

²⁴⁹ Finn, *supra* note 137, at 22.

の利益を優先するという期待はできないためである²⁵⁰。このように、依頼者が自己の利益を最優先にされることを期待できるのは、当該依頼者が、ほかの依頼者の存在を知った場合に限られる。

そして、依頼者にこのような合理的な期待が認められる場合、依頼者が将来の利益衝突の可能性などを考えて、受託者にそのまま仕事を委託するかどうかを判断する必要が生じる。このため、受託者に対しては、忠実義務の内容として、依頼者に対して利益相反に関するあらゆる事実(all material facts)を開示しなければならないことが要請される。

ここで、「同一案件についての利益相反」の場合において、受託者は複数の依頼者との間に信認関係が成立するとともに、当該依頼者らとの間において契約上の義務を負うことが想定されている。そして、銀行が受託者であり、依頼者の財務状況などの秘密情報を扱う場合には、一方の依頼者から得た情報に守秘義務を課されることが通常であるとされる。このため、受託者である銀行は、信認関係上の忠実義務と契約上の守秘義務を同時に負うことになり、二つの義務が両立しない義務である場合には、受託者は義務の間で板挟みになる事態に直面することが考えられる。具体的には、受託者は、一方の当事者に対しては、信認関係に基づく忠実義務としてあらゆる事実を開示する義務を果たさなければならない。しかし他方で、利益相反関係を開示したならば、もう一方の依頼者に対する契約上の守秘義務に違反することになる。契約上の守秘義務に違反することは、守秘義務を含む契約を締結した依頼者の利益を損なうものであるため、当該依頼者に対する忠実義務違反も問題となるとされている²⁵¹。受託者は、一方の依頼者への忠実義務を尽くすことが他方の依頼者への忠実義務違反を構成することになるため、依頼者に対する任務を行うことができなくなる。このため、「同一案件についての利益相反」の場合において、こうした忠実義務の板挟みが生じた場合には、受託者が複数依頼者との間に利益相反関係に立つこと自体が問題であると考えられる。したがって、当該状況下において受託者が取りうる最も有効な方策は、いずれかの依頼者の任務を辞退することであると考えられている²⁵²。

以上で検討した「同一案件についての利益相反」の局面は、社債の受託者の議論において、複数の種類の社債権者に対する受託者の忠実義務の内容の問題に対応するものと思われる。具体的な場面として考えられるのは、同一の発行会社の発行する複数のシリーズの社債について同一の銀行が受託者となっている状況において、当該発行会社に財務危機が生じ、社債権者のためにそれぞれの社債の担保を新たに設定する場面などである。この場面の受託者はそれぞれの種類の社債権者に対して、相矛盾する忠実義務を負う立場に置かれているため、担保権設定につき、どの種類の社債権を優先することもできないため、信託証書に定められた任務を遂行することが困難となる。上述した議論に従うと、このような場合は、受託者を介して複数の種類の社債権者の利益相反関係が生じていること自体が問題であり、

²⁵⁰ Crose v. Kurnit, 565, F. Supp.884 (1982).

²⁵¹ Finn, supra note 137, at 25.

²⁵² Finn, supra note 137, at 27.

これを排除することが最善の方策である。こうした受託者の対応は、信託証書法 310 条(b) 項 1 号の辞任規定に定められたものであり、相矛盾する忠実義務から受託者を解放することができる点で、信託証書法の規定は利益相反問題への対処の方策として妥当な規定であると思われる²⁵³。

②次に、「以前の依頼者との利益相反(former-client conflict)」として取り上げられるのは、ある取引を行うことにつき受託者が依頼者から守秘義務を課せられた情報を知らされていた状況において、当該取引について別の依頼者の任務を引き受けた場合に、後の依頼者のために以前の依頼者から得た情報を利用すること可否をめぐる問題である。「以前の依頼者との利益相反」は、受託者の行う同一の取引につき依頼者間の利益が対立する点では①の場合と同様である。他方で、「以前の依頼者との利益相反」の場合では、後の依頼者との間に信認関係が成立した時点ですでに、以前の依頼者との信認関係は存在していないという点が特徴的である。「以前の依頼者との利益相反」の場合では、以前の依頼者との信認関係は存在していないため、受託者が後の依頼者の任務を引き受けたことにより受託者が相矛盾する忠実義務の板挟みとなるという問題は生じない。

「以前の依頼者との利益相反」の場合に問題となるのは、後の依頼者が、受託者に対して、以前の依頼者から得た情報を利用して任務を行うことをどこまで期待できるかということであるとされている²⁵⁴。受託者の任務に対する当事者の期待の内容をいかに判断するかという点については、弁護士などの依頼者の利益への忠誠が公的に期待される場合には信認関係かある後の依頼者に対して忠実義務を尽くすことが優先されるべきことや、銀行など独自の利益を有する者が受託者となり前後の依頼者との間で商業上の取引を行う場合には、後の依頼者は、受託者が秘密情報を反映して任務を遂行することは期待できないと考えるべきことが指摘されている。

以上の当事者の期待の内容に対する議論は概略的なものにとどまっており、一般的な判断基準を設けることは困難であると思われる。もっとも、受託者の任務につき受託者独自の利益がある場合には、受託者は、信認関係にある依頼者の利益に尽くすことまでは求められていないという点で、こうした議論は社債の受託者に対して示唆を与えるものであると思われる。社債の受託者は、社債権者のために社債を管理する一方、発行会社の取引銀行として発行会社に対して融資を行うことが一般的であるため、融資の際に、社債権者の利害に関係する秘密情報を含む融資先の財務情報を取得することが考えられる。この場合、以上の議論を参考にすると、受託者である銀行は、融資を行うことにつき独自の利益を有しており、社債権者としては、銀行が融資によって取得した情報を反映して社債権者の利益のために

²⁵³ 「同一案件についての利益相反」の場面では、本文で述べたように、受託者を相矛盾する忠実義務から解放することが最善の対応であると思われる。このように、利益相反問題の対処は利益の対立する主体に応じて適切な方法を模索すべきであり、社債管理者の社債管理部門と融資部門の間に情報障壁を設けて情報を遮断しさえすれば、社債管理者の公平・誠実義務違反の問題は生じないとする対応は妥当なものではないと思われる。

²⁵⁴ Finn, *supra* note 137, at 27.

社債の管理を行うことを期待することはできなくなる。このため、受託銀行が融資部門と社債管理部門との間に情報隔壁を設けて、融資時に得た発行会社の財務情報を遮断したうえで受託者としての社債の管理を行ったとしても、社債権者に対する義務違反の問題は生じないことが示唆されている。

③また、「別の案件についての利益相反(separate-mater conflict)」として、受託者がある取引について依頼者から入手した情報を別の取引で自己または別の依頼者のために利用する場合の問題が検討されている。「別の案件についての利益相反」が①および②の分類の利益相反問題と比べて特徴的な点は、「別の案件についての利益相反」の場合は、情報の入手先となった取引と情報の利用先となる取引が異なっている点である。「別の案件についての利益相反」の具体例として想定されるのは、銀行の融資部門が貸付先から得た財務情報について、同一の銀行の投資部門や社債管理部門が利用する場合であるとされる。この場合は、それぞれの依頼者が受託者に任務を依頼した案件が異なるため、受託者が双方の任務を受けることにより、依頼者との間で相矛盾する忠実義務を負うことにはならない点で、①の場合とは異なるものである。

そして、「別の案件についての利益相反」の場合に問題となるのは、②の場合と同様に、依頼者に対する受託者の信認義務の内容として、依頼者の利益に尽くすために、受託者があらゆる情報を利用して任務を遂行することが要求されるか否かという問題である。信認関係の成否を判断する際に、受託者の任務に対する当事者の期待の内容が吟味される点も、②の場合と同様である。もっとも、②の場合である「以前の依頼者との利益相反」では、受託者が現在の依頼者に対する忠実義務の内容として、以前の依頼者の情報をどこまで利用すべきかが検討されており、依頼者間の利益衝突の調整が問題とされていたのに対して、③の「別の案件についての利益相反」の場合では、受託者が依頼者の利益を自己の利益のために利用することができるかについて検討されており、依頼者と受託者の利益衝突が議論の中心となっている。

このように、「別の案件についての利益相反」の場合は、(1)受託者が別の案件において自己のために情報を利用する場合と、(2)受託者が別の案件において別の依頼者のために情報を利用する場合に区別される。そして、(1)受託者が別の案件において自己のために情報を利用する場合の問題として考えられるのは、情報の提供元となった依頼者に対する信認関係上の義務の問題と、受託者が当該情報を利用することの適法性の問題である内部者取引の規制の問題があることが指摘されている。受託者が依頼者から得た情報を自己の取引に利用することが内部者取引に該当する場合とは、典型的なインサイダー取引の場合であり、インサイダー取引の規制については、伝統的に、情報隔壁によって対処することが有効であると考えられてきた。

他方で、内部者取引に該当しない場合であっても、受託者が情報の提供元となった依頼者に対して信認関係に立つ場合には、受託者の行う融資等の取引について依頼者に対する忠実義務違反が生じていないかが問題となる余地がある。ここで問題とされるのは、依頼者が、

受託者に対して情報の利用を制限することなどに対する合理的な期待を有するか否かという当事者の期待の問題である。こうした問題について、Finn 教授は、依頼者が受託者に対して提供した情報の利用目的を明確に限定した場合を除き、受託者が別の取引において当該情報の利用を制限することは期待できないことを指摘する²⁵⁵。この場面の依頼人は、受託者の行う別の取引について、受託者の取引の質を落とすことを期待する立場にはないためであるとされる。

また、(2)受託者が別の依頼者のために情報を利用する場合は、②で検討した場面と同様であり、別の依頼者が受託者に対して有する依頼者の利益のためにあらゆる情報を利用することへの合理的な期待の内容が問題となる。この場合は、別の取引の依頼者が、受託者を通してほかの者がもたらした情報を入手することは、ある意味では偶然(adventitious)の利益であり、通常期待できるものではないことが指摘されている。このため、受託者の任務が偶然の利益まで反映して行われることを期待することはできないため、受託者は、ほかの者がもたらした情報を反映して依頼者の任務を行わなくても、依頼者に対する忠実義務違反の問題は生じないことになる。受託者の有する情報に契約等によって守秘義務が課せられている場合には、守秘義務を課した情報の提供者の利益が優先されることになる²⁵⁶。

以上の議論を整理すると、依頼者との間で信認関係に立つ受託者は、何らかの取引で得た依頼者の利害にかかわる情報について、依頼者のために情報を利用して任務を行うことは要求されず、また、インサイダー取引に該当する場合でなければ²⁵⁷、当該情報を自己の利益のために別の取引において利用することは許容されることになる。このため、「別の案件についての利益相反」の場合は、受託者がなんらかの取引で取得した情報を別の取引で利用することに対して、依頼者が信認関係の存在を理由に介入する余地が認められにくいものであると理解することができる。社債の受託者の利益相反規制との観点で注目されるのは、こうした議論を参考にすると、受託者が社債の管理上知りえた情報を用いて発行会社に対して融資を行うことが、社債権者に対する義務違反とはならないとする判断につながる点である。受託者が社債の管理上知りえた情報を自己の利益のために用いて発行会社に対する融資を行うことが信認関係上の忠実義務の問題とはならないため、受託者が発行会社から当該融資を回収しても忠実義務違反の問題とはならない。

④最後に、「公平な取引についての利益相反(fair-dealing conflict)」は、依頼人の代理をして取引する者が当該取引において当事者となる場合であり、典型的には自己取引や双方代

²⁵⁵ Finn, *supra* note 137, at 36. 参照された *Washington Steel Corp. v. T.W. Corp.* 602 F.2d 594 (1979) によると、この場合は秘密情報を含むすべての情報を利用できるとしている。

²⁵⁶ 例外としては、銀行が依頼者に投資のアドバイスをする場合に、秘密情報を反映せず任務を行うことが詐欺に該当するといえる場合などが考えられる。

²⁵⁷ この場合の利益相反規制の方策としては、受託者が銀行等の場合、インサイダー取引を防止するために情報隔壁を設けて融資部門による情報利用を制限することが有効である。

理の場面を問題とするものである。ここで、受託者が複数の依頼人との間に忠実義務を負う場合、依頼人の行う取引の代理人となることは、受託者が相矛盾する忠実義務を負うことを意味している。このため、①で検討した場合と同じく、受託者はこうした関係が生じた場合には、少なくともいずれか一方の依頼人の代理人の地位を辞すべきであると考えられている。

第5款 信認関係に固有の特徴(2)

(1)受託者と依頼者間の情報の格差に注目する見解

他方で、信認関係には固有の要素が存在しており、信認関係における当事者間の力関係や受託者の任務の内容の共通性を論じることに意義があるという主張もなされている。こうした見解のうち、Frankel 教授は、信認関係について契約法では説明しきれない固有の特徴が存在しているとしている。また、信認関係の固有性を論じることにより、信認関係のカテゴリーで議論される当事者間の要素などの裁判例や学説が蓄積して、信認関係の情報が詳細になっていくため、信認関係の固有性や共通性を論じることは有益であるということも指摘されている²⁵⁸。

Frankel 教授は、信認法と契約法の間理論的な相違が指摘できるものとして、受託者の説明義務や情報開示義務が挙げられるとしている。契約の当事者間では、相手方が情報の開示を要求した場合や、法律や契約の条項で要求されている場合を除いて、一方の当事者が得ている情報を相手方に開示する必要はない一方で、当事者間に信認関係があると認められる場合には、受託者は、依頼者の要求の有無にかかわらず、利益相反関係にあることを含むあらゆる情報を開示しなければならない義務を負い、かつ、こうした開示義務は強行法規であり合意等によって排除できないことが指摘されている²⁵⁹。

情報開示における当事者の義務について契約法と信認法の間こうした差異が生じるのは、信認関係の特性として、受託者と依頼者の間に情報の非対称性があるためであるとされる²⁶⁰。依頼者と受託者間では、託した財産や権限の内容や条件等について受託者に情報が偏在しているため、依頼者には情報を判断する能力も、受託者をコントロールする能力もない。こうした非対称性の存在にもかかわらず、当事者を対等に扱い、契約条項等による自己の権利の追求を認める契約法を適用すべきではなく、信認法は契約法のなかで解決することのできない固有の領域を担っていると考えられることが指摘されている。

(2)信認関係に共通する要素の検討

このように、信認関係の存否が問題となるのは、任務の内容について情報の格差があり、

²⁵⁸ Frankel, supra note 136, at 237.

²⁵⁹ Frankel, supra note 136, at 237.

²⁶⁰ Frankel, supra note 136, at 203.

受託者の権限の濫用から依頼者を保護する必要性が生じる場合である。Frankel 教授は、信認関係の一般的な内容として、受託者が依頼者に対して影響力を行使できる関係が成立しており、依頼者が受託者を依存して信頼している関係であるとしている²⁶¹。

そして、信認関係に共通する要素として、どのような信認関係においても、次の4点の内容が含まれることを指摘している²⁶²。それは、①受託者の任務内容が社会的な見地から見て望ましいもの（公共性のあるもの）であり、そうした任務は、医療や教育、資産運用、会社の経営などの専門性を必要とするサービスの提供を内容であること、②受託者が任務を行うために、依頼者によって受託者に対し財産や権限が託されていること、③依頼者は受託者が財産を使い込むことや権限を濫用することに対して細かく監視することも、受託者の行動に対応して自己の利益を守ることができず、受託者による権限の濫用等によるリスクを負っていること、そして、④受託者は任務の内容に対して広範な権限を有しており、受託者を監視せず広範な裁量を認めることが依頼者にとって有用であることの4点である。

以下では、信認関係の成立要素を受託者と依頼者間の情報の格差に求める見解について、具体的に提示されているそれぞれの要素の内容を検討していく。なお、本稿では、①から④のそれぞれの要素について、①任務内容の公共性及び専門性、②権限および財産の移転、③権限濫用の危険性、④裁量の有用性として要約した。

①任務内容の公共性及び専門性については、社会的に専門性や公共性が期待される医師や弁護士、資金運用者やブローカー等の個人や組織が伝統的に受託者として考えられてきた。これらの専門家が行う任務の内容は、任務内容にかかる技術の習得に時間や費用が掛かるため社会において一部の者だけがその技術を習得していることや、任務を通して金融制度など国の経済・国民の生活水準にかかわる社会制度に影響を及ぼすものである点に特徴があるとされる²⁶³。

任務内容の専門性については、受託者の任務が、依頼者の本質的な要求（*deeper need*）に資する内容であるとされている²⁶⁴。一般に、市場における取引は、依頼者の要求に対応した特定の任務（*particular service*）である。しかし、受託者の任務が専門的である場合、依頼者の特定の要求を超えて、任務を行うことは、依頼者の利益を変質（*transformational*）させることで、本質的な要求にこたえる点に特徴があるとされている。こうした専門性については、たとえば、身体の特定の部位を手術する外科医の任務に比べると、患者の精神に影響させる精神科医の任務の方が、信認関係が成立しやすいことなどが例示されている²⁶⁵。

また、提供するサービスの公共性の議論においては、弁護士や医師のように、社会にとって不可欠のサービスを提供しており、依頼者や社会にとって、受託者の行為が大きな影響を

²⁶¹ Frankel, *supra* note 136, at 63, 79.

²⁶² Frankel, *supra* note 136, at 5, 79.

²⁶³ Frankel, *supra* note 136, pp.7-8.

²⁶⁴ Frankel, *supra* note 136, at 37.

²⁶⁵ 身体健康については、心身の二分論（*mind-body dividing*）が前提にあると考えられている。Tamer Frankel, *supra* note 136, at 37 (note 150).

持っていることが論じられている²⁶⁶。

受託者の持つ影響力の例としては、弁護士の行う代表訴訟が検討されている。弁護士が数名の原告を代表してある利害関係を有する者の利益を代表して代表訴訟を行う場合に、同様の利害関係を持つ者は、同様の利害関係にある者は自ら訴訟に参加して原告にならなくても、判決等の裁判上の効果を受ける。このため、当事者や社会に対して影響力のあるという点でこうした任務には公共性があり、任務を行う弁護士に対しては、原告の当事者だけではなく、同様の利害関係を持つすべての者に対して、信認関係に立つことが正当化される。他方で、代表訴訟の制度を通して、何ら不正行為を行っていない被告が不当に原告の要求に応じざるを得なくなり不利益を受けると、代表訴訟制度そのものが批判されうる。このように、弁護士による代表訴訟の任務は、代表訴訟制度の健全性を維持するために、原告の要求が正当なものか考慮して訴訟の遂行をしなければならないものであるという点で、公共性を持つ任務であるといえる。こうした弁護士の代表訴訟の公共性を基礎づけるのは、任務を通して依頼者や社会に及ぼす法的効果の範囲が広いことや、任務が適切に行われることを通して制度の妥当性が維持されていることなどであるということが指摘されている。

さらに、専門性や公共性は、受託者の社会的な役割や地位が考慮されるとして、次のような裁判例を引き合いにして議論が展開されている²⁶⁷。Lash v. Cheshire Country Save Bank, Inc., 474 A.2d 980(N.H. 1984) は、銀行が信認関係における受託者となることを判断した裁判例である。裁判所の判断によると、多くの銀行は「信託」「担保」「保証」などの名称を商号に用いることを通して、安全で責任をもって受託された金銭を扱うことを人々に対して自ら示しており、また、銀行の業務はさまざまな法令によって規制が行われてきた。このため、銀行に対しては、一般の企業よりも倫理的に高い水準の行為が求められており、一般の企業とは異なるカテゴリーに属するものとしてあつかわれるという判断がなされた。

この裁判例の判断においては、受託者が社会に対して自身の信用を提示していることや、一定の任務を行う者に対して様々な法規制が行われてきたことが、受託者の専門性や公共性を判断する際に考慮されている。Frankel 教授によると、銀行に高い倫理水準に基づく行為が求められるのは、法令や市場による規制が十分ではないため、裁判所が信認義務を認めしていくことを通して、金融や証券の安全性を保障する機能があることが指摘されている²⁶⁸。

②権限や財産の移転については、信認関係が認められる場合、当事者の一方が単に相手を信用しているだけではなく、受託者が一定の義務に服することを条件に、依頼者の利益を図る目的で、依頼者の権限や財産を受託者の管理のもとに移転させることが含まれていることが指摘されている²⁶⁹。一般的に、依頼者が移転した財産の使用について受託者に多くの条件を付して受託者の任務をコントロールしていた場合には、当事者間に信認関係は認められない。権限や財産移転の有無を判断する際には、依頼者が、受託者に付した権限のうちど

²⁶⁶ Frankel, supra note 136, at 43.

²⁶⁷ Frankel, supra note 136, at 63.

²⁶⁸ Frankel, supra note 136, at 64.

²⁶⁹ Frankel, supra note 136, at 8.

の程度をコントロールできたかという点が重要であるとされており、託された権限の内容や移転した財産の規模などが検討されている²⁷⁰。

財産や権限の内容については、依頼者の人数が増えるほど、また、託される財産等の価値が大きいほど、個々の依頼者は権限や財産をコントロールできなくなり、このような場合には信認関係を成立させる必要が生じてくるとされている。依頼者の人数が増えると、人数が少なかった場合に比べて、依頼者間を組織することが困難になり、また依頼者の中に多様な利害関係を有する者があられやすくなる。このため、依頼者が少ない場合に比べると、受託者に対してまとまった意思を表示して受託者をコントロールすることが難しくなる。このため、依頼者の人数が増えると、依頼者側の権限は希薄化して、依頼者による受託者のコントロールが弱まると考えられている。また、託される財産等の価値が大きくなると、銀行口座の開設など任務を行う際の様々な局面で、受託者は取引にかかわる第三者から利益を提供されやすくなる²⁷¹。その際に、受託者は、取引相手の第三者から受託者への個人的な利益の提供を受ける可能性が生じてくる。以上の理由から、依頼者の多い場合や受託される財産の価値が大きい場合には、当事者間に信認関係を認めて、受託者に信認義務を負わせるべきであるとされている。

依頼者と受託者の間で信認関係が成立するか否かが争うわれ、その際に財産や権限の移転の程度が問題となる典型的な場面は、会社の財務危機時において、会社の取締役の行為に対して債権者が信認上の義務違反を主張する場面であるとされる。例えば、*Carramerica Reality Corp. v. NVIDIA Corp.*, No. C 05-00428 JW, (Cal. 2006) U.S. Dist. LEXIS 75399 において裁判所は、債権者は、契約等により会社の財務状況について継続的な情報の開示を請求できる権限を有していることや、銀行に対する貸付の際に銀行口座を開設して会社の入出金の情報を確認できる状況にあったこと、また、債権者は会社の負債総額を考慮して破産申し立てを行い、破産手続きを通して債権を充当できることなどを理由に、会社が支払不能になるまでは、会社の取締役は債権者に対して信認義務を負わないという判断をしている。会社が支払い不能となる以前の段階では、債務者は会社の財務状況を把握して破産手続きを申請するかを判断する権限を有しているため、債権者と取締役の間には信認関係を認める必要がなく、こうした裁判所の判断がなされていると考えられている²⁷²。

③権限濫用の危険性については、依頼者が受託者に対して財産や権限を託すことによって受託者によるサービス提供がなされるため、依頼者は、財産を託した後の受託者の行為を事前にコントロールできないことが指摘されている。依頼者は受託者に対して自己の財産

²⁷⁰ 託される財産や権限の内容は当事者の合意の内容によって多様であり、その内容は、所有権や担保権など伝統的に承認されてきた財産権だけではなく、価値のある情報などの非財産権も含まれると考えられている。Frankel, *supra* note 136, at 20.

²⁷¹ たとえば、個人の預金者よりも大口の法人顧客の方が銀行にとっては有益な顧客であり、大口の法人顧客を獲得するために銀行間では熱心な競争がなされていることなどがしきられている。

²⁷² Frankel, *supra* note 136, at 39-41.

や権限を移転する時点において受託者の行動を事前に規制できないのは、任務が専門家によって行われるものであることに加えて、提供されるサービスの内容が包括的であり任務を具体的に規定できないためである。このように、依頼者による事前の規制や監視ができないことにより、依頼者は、受託者が財産の使い込みや権限を濫用する危険性にさらされることになる。

受託者による濫用が懸念される任務の内容として考えられるのは、受託者による任務が長期間にわたって行われるものや、受託者の任務が特定できないものである。たとえば、投資運用サービスを行う者と投資家の関係のように、投資家は数年の運用業績を通して運用者が誠実に任務を行っていたかを評価する関係にあるものや、弁護士と依頼人のように、訴訟手続きの全体から弁護士の答弁内容を評価する関係にあるものなどが、こうした任務の内容として例示されている。反対に、建築の請負の際の依頼者と建築会社の間では、工事を行う前に仕様を明確にできることや、建築士による検査を通して工事の内容を監視して評価できるため、建築会社による権限濫用の危険は小さくなると考えられている。

また、受託者による権限濫用の危険性については、当事者の関係が、市場の影響により規律される関係か、市場の影響を受けにくい関係かという点も考慮されるという。市場の影響による規律が働く関係では、受託者が商品の返品やサービスの保証を行うなどリスク負担を通して市場に対して自身の信頼性を示して価値を高めることや、報酬を向上させるために任務を誠実に行うことなど、受託者の行動が市場により評価されるため、受託者が依頼者の利益に沿って行動するインセンティブがある。また、会社の経営者に対する株主代表訴訟制度など、市場参加者による監視制度がある場合には、経営者は市場によって監視されている。他方で、患者が外科医を探す場合や依頼人が弁護士を探すときには、依頼者はサービスの価格よりもサービスの質を求めため、一般的には、市場価格よりも評判などが重視される²⁷³。このような場合には、医師・弁護士等の能力や提供するサービスの質は必ずしもサービスの価格に反映しないため、受託者の行為は市場によって規制されないことが多い。市場の影響による規律が働く関係の場合よりも、市場の影響を受けにくい関係の場合の方が、受託者を規制して依頼者を保護する必要性が高まる。このため、理論的には、市場の影響を受けにくい関係の場合の方が、当事者間に信認関係を認めることが正当化しやすいことが指摘されている。

④裁量の有用性については、受託者の任務が適正に行われるように詳細な指示を出すことや、託された財産や権限の濫用を予防するために受託者を監視することのコストを考慮して、依頼者の費用負担を軽減するためには、受託者に裁量を与えることが有効になるという指摘である。信認関係が成立する場合には、受託者の権限濫用に対して、依頼者が具体的な指示を行うことや任務を監視することのコストが大きくなるとされる。依頼者は、十分な

²⁷³ なお、アメリカにおいては、弁護士報酬を一律に規制することや、弁護士の広告宣伝を禁止するなどの規制が裁判所によって違憲と判断されている。Bates v. State Bar of Arizona, 433 U.S. 350 (1977).

知識や情報がない専門的な任務を依頼するため、受託者を監督する能力がなく、また、依頼者が受託者を監督するための負担が大きくなると、任務を依頼したことによる利益を受けられない。このような場面では、当事者間に信認関係を認めて、依頼者が受託者に対して財産や権限を託すことが依頼者の利益になるということが指摘されている。

特許をもとに製品の開発を行う場合の発明者と開発者のように、発明者は情報をすべて開示する必要がある一方で、開発者による製品化がうまくいくかなどの状況が流動的な場合には、依頼者は一般的な指示をすることしかできない。このような場合に、受託者の濫用によるリスクを回避しようとして監視を強化することは、依頼者にとって負担が大きくなる。反対に、依頼者が受託者による権限の濫用に対して利益を自衛できる場合や、自衛のための防御費用が低い場合には、依頼者のコストは小さくて済むため、当事者の関係が信認関係と認められないことがある²⁷⁴。投資運用業者のサービスに対する報酬や手数料の内容や算定方法をプロの投資家や金融市場に対して明示しているならば、市場の一般的な水準よりも著しく高い報酬や手数料を設定しても、投資家に対して信認義務違反にはならないとする裁判所の判断がなされている²⁷⁵。こうした判断について、依頼者がプロの投資家であり受託者と同じ分野における専門家であったことや、依頼者が開示された情報をもとにほかの投資運用業者を選択できたことから、防衛費用が低かったことが根拠とされていると考えられている²⁷⁶。このように、依頼者の判断能力や受託者を選別することを通して、受託者による濫用のリスクをコントロールするコストが低い場合には、当事者間に信認関係を認める必要はない。信認関係が認められる場合には、依頼者が受託者を監視することのコストが大きい場合であると考えられている。

このように、信認関係の要素に注目する議論においては、信認関係が成立する場合として、受託者が受益者の利益に一方的に影響を与える要素があることや、受益者が受託者の任務を監督することが困難であり、受益者に強力な救済を与える必要があることを要素とすることなどが指摘されており、信認関係が成立する場合には、受益者が受託者に対して財産や権限を託すことと、受託者の権限が広範である要素が伴うことが一般的であると考えられている。アメリカにおける信認関係の成否をめぐる議論は、裁判所が信認関係を認定するための要素として一般的に抽出される諸要素の検討を行い、当事者の関係が特別の信認関係といえるか否かを論じるものである。こうした信認関係の認定には、依頼者の監督能力、信頼を創出したことに対する受託者の関与の程度などが具体的に考慮されている。

第6款 信認関係の権力の理論(Fiduciary Power Theory)を論じる見解

(1)信認関係の権力の理論の概要

²⁷⁴ Frankel, supra note 136, pp. 29-30.

²⁷⁵ Jones v. Harris Assocs. L.P., 527 F.3d 627 (7th Cir, 2008).

²⁷⁶ Frankel, supra note 136, at 29.

私法上の多くの行動や取引、組織については、よく理解されており、かつかなりの程度 of 分析がなされている。しかし、フィデューシャリーが関与する場合については、そのような理解や分析は十分にはなされていない。このため、フィデューシャリーの基礎となる関係や、性質や信認義務の範囲や、裁判所が信認義務を認める範囲は明確ではないという問題がある。こうした問題に対応するために、信認法の構造を分析する必要が出てくることを指摘したうえで、信認関係の権力の理論を提唱する有力な学説がある。以下では、Miller 教授によるこうした学説の内容を紹介していく。

本稿ですで見えてきたように、信認関係の内容や特殊性を研究する主要な学説は、信認関係については、定義することができないもの、もしくはその内容を特定していくことが著しく困難なものと考えている。もっとも、こうした点について、Miller 教授は、裁判所や弁護士などの法廷での理由づけや行動を通して、信認関係を定義できるとしている²⁷⁷。それによると、信認関係は次のように定義されるという。

すなわち、信認関係は、他とは明確に区別される一貫性のある法的関係であり、一方の当事者 (fiduciary) が、託す側である他方の当事者の (beneficiary) 上に、強力な裁量権を行使することができる関係であるとされる。

こうした一般的な定義の中には、信認関係をカテゴリー化するうえで有用な「定義的な性格」の内容と、「構造的な性格」の内容があるとされている。そこで、以下ではこうした「定義的な性格」の内容と、「構造的な性格」の内容のそれぞれについて、どのようなことが検討されているのかをみていく。

①信認関係の定義的な性格

信認関係における権力の定義的な性格の内容については、権力の内容をどのように考えるべきかという観点で議論が展開されている²⁷⁸。一般的には、受託者側が持つ権力とは、相手をコントロールすることのできる能力や権威、相手に対する影響力など、多様な概念によって解釈することが可能である。法学における権力の著名な定義として、法的な権力とは、他者の法的地位を変更することのできる能力と定義する者がある²⁷⁹。しかし、信認関係においては、この定義では十分ではないことが指摘されている²⁸⁰。それは、信認関係の受忍者は、託す人の法的な地位や利益に影響力を与えるだけでなく、親が子供に対して有するような、事実上の影響力も含まれるためである。

そこで、信認関係における権力をより正確に定義するものとして、信認関係における権力を、託す人の法人格に由来するものであると考えるべきであるという見解が示されている

²⁷⁷ Miller, *supra* note 115, at 69.

²⁷⁸ Miller, *supra* note 115, at 70.

²⁷⁹ Wesley Hohfeld “Some Fundamental Legal Conceptions as Applied in Judicial Reasoning” 23 Yale LJ 16, 55(1913).

²⁸⁰ Miller, *supra* note 115, at 70.

281。受託者は、託す人の個人の法人格に由来する能力を代理して行使することになると考えることが可能となり、信認関係における権力は、託す人が所有権を持つ場合、管理者である場合、投資家である場合など、その有する能力によってさまざまになることを定義から理解することができるためである²⁸²。

信認関係における権力については、裁量性があることが中心的な特徴であるという指摘がなされることが多い。受託者には裁量権があるものの、同時に、裁量権を行使する対象や場面が特定されていることも重要であり、裁量権には制限があるということにも注意すべきであるとされる。受託者の裁量権に制限を加えるものとしては、法律や契約など多様な方法がある。また、信認関係の権力の源泉が託す人の法人格にあるため、その権力は託す人と受託者の間においてのみ妥当する関係由来的な権力である。このため、信認関係における権力は、特定の場面や特定の目的、託す人の現実的な利益に資するために行使される、裁量権であると考えられている²⁸³。

②信認関係の構造的な性格

信認関係における権力の構造的な内容については、まず、託す人と受託者の間に能力の不均衡が存在しており、受託者が託す人に対して支配的な関係に立つ構造を有することを意識することが重要であると指摘されている²⁸⁴。こうした能力の不均衡の下で、受託者が裁量権を行使するため、託した人は、当初期待したものと異なる法的効果を受けるリスクにさらされる。このため、信認関係における能力の不均衡という構造的な性質は、託す人が受託者に対して依存する関係をもたらす。同時に、受託者にとっては、能力の優位性を悪用して、個人の利益を追求する誘惑を生じさせる余地が生じることになる。このため、信認関係における能力の不均衡があることにより、信認関係には脆弱性が含まれることになる。

信認関係における権力に注目することは、受託者がどの時点において信認義務を負うことになるかを明確にする。アメリカの裁判例においては、受託者が信認義務を負う時点とは、受託者と託す人との間に信認関係が発生した時点であるという旨を述べるものが多いとされる。しかし、信認関係の発生する時点がいつであるかという問題に明確に答える裁判所の判断は見当たらず、信認関係が発生する時点は明確にされないままである。

信認関係の権力に注目する議論は、こうした問題に答えることができることが指摘されている。その内容としては、一方の当事者が、他方の当事者の有する具体的な利益に対して、裁量権のある権力を及ぼすようになった時点において、信認関係が成立して、受託者に信認義務が生じるとされる²⁸⁵。

²⁸¹ Miller, *supra* note 115, pp.70-71.

²⁸² Miller, *supra* note 115, at 72.

²⁸³ Miller, *supra* note 115, app.72-73.

²⁸⁴ Miller, *supra* note 115, at 73.

²⁸⁵ Miller, *supra* note 115, at 74.

(2)信認関係の権力の理論についての具体的な検討

Miller 教授による信認関係の議論は、以上のような信認関係の定義や構造について論じたうえで、信認関係の権力の理論の具体例を論じている。信認関係の権力の理論の具体例としては、代表的な信認関係の当事者とされるものを対象としている。具体的には、主な検討対象は、信託の受託者である。

こうした信認関係における権力の理論による定義がどのように当てはまり、また信認関係を判断する際にどのように機能するかを、Miller 教授の議論に沿って具体的に検討していく。

信託の受託者については、アメリカにおいて典型的なフィデューシャリーであると考えられている。こうした者は、アメリカでは、伝統的に、社会的な信用や尊敬を集めるものであったことや、財産を引き受けるものであった。こうした伝統的な背景があることから、信託の受託者をフィデューシャリーであるとみなす根拠として挙げられるようである²⁸⁶。もっとも、今日においては、信託の受託者が受託財産についてのあらゆる法的権限を有しているわけではない。つまり、信託財産についてすべての権限が委譲されているというわけではないことに注視する必要があることも指摘されている²⁸⁷。

信託の受託者は、まず、託す人の行為を根拠として、信託財産について裁量権を有することになる。もっとも、相続の場面のように、託す人の意思や行為とは別に、信託法や裁判所の判例によって信託の受託者となることが定められている場合には、法律や判例を根拠として裁量権が与えられる。信託の受託者が与えられる権限は、特定されている。古い裁判例には、当事者間の信認関係が、信認関係と認めるに値するか否かを判断する際には、受託者の権限が特定されていることが不可欠であるという旨を述べるものがある²⁸⁸。信託の受託者の実務慣行においても、こうした考え方は支持されている。すなわち、信託によって財産を移転する際に、受託者の権限の範囲を限定することが、実務上一般的であるとされる²⁸⁹。

受託者のうち、子供や孫に財産を承継させる目的で、信託基金等が受託者となり、子供等を受益者とするベアトラスト(bare trust)では、受託者は、信託財産の管理や維持等について何ら裁量を持たない。このため、信託財産について、当該受託者が独自の判断をする場面はないとされている²⁹⁰。独自の判断や裁量性を持たないベアトラストにおける受託者は、フィデューシャリーではないと考えられている。

他方で、固定信託(fixed trust)については、受託者の裁量性がない点に特徴があるとされている。もっとも、信託財産を用いて投資を行うことや、信託財産を維持するための決定を

²⁸⁶ Miller, *supra* note 115, at 75.

²⁸⁷ Miller, *supra* note 115, at 75.

²⁸⁸ *Knight v. Knight* (1840) 3 Beav 148. 受託者の権限が特定されていることは、信認関係を認定する上において、“最低限の必要条件 (De minimis requirements)”であるとされている。

²⁸⁹ Miller, *supra* note 115, at 77.

²⁹⁰ Miller, *supra* note 115, at 77.

行う点で、信託財産の管理を行う。そして、こうした任務を行う際に裁量性のある判断や受託者独自の判断を行う必要がある。通常の信託の受託者と同様に、任務の遂行に際して裁量性も認められる場面もある²⁹¹。

信託関係が正当に成立するためには、信託の設定者から受託者に対して権限が移転することが必要である。信託の受託者は、信託財産に対する権限を、財産の所有者である託す人から移譲されることによって、信託関係に立つ受託者となる。このように、権限を託して移転する行為は、信託関係を正当化するための法的な根拠となることが指摘されている²⁹²。

こうして、信託の当事者間においては、受託者が、託す側である受益者の財産の上に、独自の判断や独自の裁量権を行使することができる関係であるかどうかという点が注目されることになる。ベアトラストと固定信託については、用語上の類似性にもかかわらず、受託者がフィデューシャリーとみなされるか否かという点に差が生じる。こうした差異は、受託者の裁量権、つまり、信託関係の権力の有無にかかわって判断されることがわかる。

第5節 アメリカの議論の小括

これまで見てきたように、信託関係を基準に受託者の利益相反問題として処理される利益対立の範囲を確定する議論においては、利益の対立する当事者間の関係が法的に信託関係と評価できるか否かが範囲を確定する基準となる。そして、当事者間に信託関係を認める場合としては、依頼を受けた者の任務に専門性があり、その任務が依頼者の重大な利益にかかわっているなどの理由により、依頼を受けた者が、信託関係上の受託者として当該任務を行うことが合理的に期待される場合であることが指摘されている。このように、受託者の任務内容や、受託者の任務が依頼者の利益に与える影響を考慮して、当事者間の信託関係の成否を判断している点が社債の受託者の利益相反問題を考慮する際に重要な指摘となると思われる。

そして、利益相反関係は利益の対立する主体に注目して分類することができ、こうした分類ごとに適切な規制方法を検討することが重要である。社債の受託者の利益相反問題を例に挙げると、受託者を介して複数の種類の社債権者の利益が対立する場合、受託者は双方の種類の社債権者の利益に忠誠を尽くすことができなくなるため、この場合の受託者の対応としては、いずれか一方の社債権者の受託者を辞任することが適切である。他方で、受託者が発行会社に融資をする際に取得した情報につき、社債の管理のために利用されることは期待できないため、受託者は、情報障壁を設けて社債管理部門に情報を伝達しなくても義務違反を構成せず、また、自己の融資のために当該情報を利用することは信託関係上の義務違反とはならないものとして対応される。

アメリカでは、社債権者のために社債を管理するものとして信託証書法の受託者がおり、

²⁹¹ Miller, *supra* note 115, at 77.

²⁹² Miller, *supra* note 115, at 78.

日本の場合と同様に受託者となるものは発行会社の取引銀行である。アメリカでは、社債の受託者を規制する法として信託証書法があり、信託証書法は、受託者の資格規定において詳細な欠格事由を規定している点や、受託者が発行会社のデフォルト事由発生の前後の一定期間に発行会社から受け取った金額を社債権者および受託者の債権額に応じて按分する規定を有している点で、日本の社債管理者制度にはない特徴的な規定を有している。

そして、信託証書法の受託者は、発行会社のデフォルト事由発生の前後において社債権者に対して異なる内容の義務を負うことが規定されている点に最大の特徴がある。受託者の利益相反問題を扱うアメリカの裁判例や学説においては、こうしたデフォルト事由発生の前後における義務内容の変化を理論づけるための議論が行われており、争いはあるものの、デフォルト事由発生の前後で受託者の法的地位が異なることが論じられていた。

もっとも、アメリカにおいても、デフォルト事由発生後の受託者は義務の内容が加重されるにもかかわらず、社債権者のために裁量的な行為を行う権限を認められていないため、取引銀行が受託者となるメリットを活用しきれていないことが問題視されている。こうした問題を扱う議論においては、信託証書に一定の規定を置き受託者の権限を拡張することにより、受託者に対して発行会社の財務危機時に担保の切り替えや期限の利益喪失の回避を行うことのできる裁量権を付与し、こうした裁量権を社債権者の利益のために柔軟に行使することが期待できるとしている。このように、受託者の利益相反問題に関する現在のアメリカの学説の議論では、発行会社が信託証書法の受託者と、信託証書により権限を拡張された特別受託者を選択的に採用する方策が検討されており、裁量的な任務を行い社債権者に対して信認関係に立つタイプの者から、信託証書に規定された事務的な任務を安価な受託手数料によって引き受けるタイプの者まで、任務内容に差のある受託者が存在している。

そして、アメリカにおいては、受託者の義務を導く際に信認関係の成立に着目していたところ、社債権者と信認関係に立つ受託者とは、当該受託者の任務内容が専門的であり、任務の結果が社債権者に対して重大な結果を与える者として考えられている。このような信認関係上の受託者の利益相反問題は、利益の対立する当事者の類型ごとに、受託者が依頼者の利益に忠誠を尽くす忠実義務の内容を考慮することによって検討されている。

第4章 日本法への示唆

第1節 受託者制度の規定や学説の議論との対比

第1款 これまでの議論の整理

本稿第3章で検討したように、アメリカ信託証券法の受託者は、社債権者のために社債の管理をする機関であり、発行会社の取引銀行が受託者となる点で、日本の社債管理者と類似する機関であるといえる。

もっとも、信託証券法の受託者は、信託証券法により、発行会社のデフォルト事由の発生の前後で社債の管理の際に負う義務の内容が異なることが規定されている点で、こうした規定を有さない日本の会社法とは異なる。すなわち、信託証券法の受託者は、発行会社のデフォルト事由発生前には、発行会社による財務情報等に関する説明を信じて自ら調査する必要がないことが認められている。また、信託証券の規定によって義務が明示された場合を除き、受託者の免責が認められている(信託証券法 315 条(a)項)。

他方で、発行会社のデフォルト事由発生後には、受託者は社債の管理につき信託証券の規定に定めたとしても義務違反の免責を認められておらず、また、受託者の義務違反の判断基準は信託の受託者に対して要求される「慎重な人」の水準まで高められる(信託証券法 315 条(c)項および(d)項)。さらに、デフォルト事由発生後には、信託証券法 310 条(b)項各号の規定する受託者の欠格事由の該当性も生じる。

このように、アメリカの信託証券法は、受託者の義務の内容を発行会社のデフォルト事由発生の前後で異なるものとして、それぞれの場合に対応した条文を置いて規定している。そして、アメリカの裁判例および学説の多くは、こうした受託者の義務の内容を根拠づけるために、受託者の任務内容の裁量性に対応して受託者と社債権者との利益相反問題の危険性が高まるため、受託者の任務の裁量性が高まる発行会社のデフォルト後において、受託者は信託の受託者の法的地位に立ち社債権者の利益に尽くさなければならないことを論じている。受託者の任務内容は発行会社のデフォルト事由の発生前後で裁量性の幅に違いが生じる。このため、デフォルト事由の発生前の事務的な任務については、受託者の裁量性が低く社債権者との間の利益衝突が潜在的であり、受託者に対する利益相反規制は緩やかである。

他方で、デフォルト事由発生後の受託者の任務は担保の切り替えやデフォルト事由該当性の回避のための信託証券の修正、また受託者による発行会社への担保付の救済融資の実施など、社債権者の利益と受託者の利益の衝突が顕在化する。このため、受託者の信託証券法上の義務は加重され、裁判例や学説の多くは受託者の社債権者に対する信託関係上の黙示の義務を肯定する必要性が高まるということが論じられていた。

日本の会社法は、社債管理者が社債権者に対して負う義務を公平義務・誠実義務や善管注意義務(会社法 704 条 1 項・2 項)として規定している。もっとも、会社法では、アメリカ信託証券法のように、発行会社のデフォルト時に着目して社債管理者の義務の内容を定めることはしていない。また、会社法は、社債管理者の辞任について、711 条で社債権者集会の

承認がある場合等の辞任を認める規定を有するものの、利益相反関係に注目した辞任事由の規定を有していない。

日本の学説の議論では、会社法の誠実義務等の一般的かつ抽象的規定が広範な責任追及を可能としているため、社債管理者の裁量的な判断を阻害していることが問題視されている。そして、誠実義務等の内容の明確化について議論がなされている。もっとも、日本の学説の議論では、アメリカとは異なり、社債管理者の任務の内容の裁量性や発行会社の財務状況の変化に注目して社債管理者の義務を議論する見解は見られない。学説が社債管理者の義務を社債管理者の任務内容等に応じて区別して議論しない背景には、会社法の規定が、発行会社のデフォルト事由発生等により義務規定を分けることなく、社債管理者の義務を一つの条文で一般的規定として置いていることに合わせて議論しているためであると思われる。

近年の民法の学説においては、社債管理者を含む受託者について、任務内容の重要性や裁量性に注目して受託者の負う義務の内容を検討する見解が見られる。こうした見解において指摘されるように、会社法の規定する公平義務や誠実義務についても、抽象的な規定の内容について、社債管理者の任務内容等に応じて異なる義務を負うものと解釈することが示唆されている。

第2款 信託証券法およびアメリカの議論の特徴

発行会社のデフォルト事由発生の前後に着目した義務内容の規定のほかにも、信託証券法は、日本の会社法による社債管理者制度の規定と対比すると、以下のような特徴的な規定を有している。

まず、信託証券法の受託者は、受託者の資格を規定する信託証券法 310 条各号において、社債権者との間の利益相反関係が生じる場面を利益相反関係の典型的ごとに列挙して規定している点に特徴がある。そこでは、受託者が発行会社との間に親子会社の関係がある場合や役員等の兼任関係がある場合、また、受託者が発行会社に対して債権を有する場合等の類型ごとに、たとえば、兼任役員比率や議決権のある株式の保有比率について利益相反関係に該当する場合の詳細な規定が置かれている。これに対して、会社法の社債管理者制度ではこのような規定はないため、発行会社と社債管理者の間の役員兼任や支配関係については、社債管理者が「社債権者のために、公平かつ誠実に社債の管理を行わなければならない」とする公平義務・誠実義務に違反したか否かを判断するなかで裁判所が判断することになるとされる。そして、日本の学説が、こうした抽象的規定が社債権者の行為の予測可能性を低めるために社債管理の任務が消極的なものとなることを問題視しており、会社法の誠実義務等の内容の明確化を図っていることは、上述したとおりである。

また、信託証券の下では、発行会社のデフォルト事由発生後において、受託者が発行会社の発行する異なる種類の社債についても受託者となる場合は受託者の欠格事由に該当する

ため、受託者は辞任を要求される。アメリカにおいては、発行会社の取引銀行が受託者となるのがほとんどであるため、同一発行会社の複数の種類の社債を管理する受託者は、発行会社のデフォルト事由発生後には後任の受託者を定めて辞任しなければならない。こうした規定が置かれているのは、アメリカの利益相反問題に関する学説が議論していたように、発行会社のデフォルト事由発生後においては、受託者を介して異なる種類の社債権者の利益対立が尖鋭化するため、デフォルト事由発生後に社債権者に対して信認関係に立つ受託者が、双方の社債権者の利益に忠誠を尽くすことができなくなるためである。日本の会社法においては、上述したように利益相反問題に注目した社債管理者の辞任事由は規定されていないため、社債権者間の不利益取り扱いの問題は、不利益な扱いを受けた側の社債権者は、社債管理者に公平義務・誠実義務違反があると責任追及するなかで検討されると思われる。会社法の学説が論じるように、社債管理者の公平義務の内容には、ほかの社債権者に対してある社債権者を不利な立場に置かない義務としてとらえる見解や、社債管理者の取り扱いに何らかの合理性があることを求め、こうした合理性が証明できればある社債権者を不利益に扱ってもよいとする見解があり、本稿においても、会社の取締役の利益相反問題を検討する中で論じたように、異なる種類の社債の管理を行う社債管理者の公平義務の内容として、社債の管理上不利益な取り扱いをする場合には、不利益取り扱いを受ける社債権者に対してその内容を説明する義務を負うと解釈することなども考えられる。こうした学説の議論状況に加えて、公平義務違反を争う裁判例がこれまでに見られないことから、会社法の公平義務の内容は明らかになっていない状況にあるといえる。

さらに、信託証書法は 311 条において、受託者が発行会社のデフォルト事由発生前後の一定期間に受領した金額等を特別勘定に入れて、その金額を受託者の債権額と社債権者の債権額で按分して分配する規制を置いている。こうした規定の背後には、信託証書法が受託者の発行会社に対する貸付債権の保有を認めており、また社債権者の側には、受託者が発行会社に対して融資を行うことを制限するように要請する権限がないため、受託者による融資の回収を否定するべきではないという判断がある。また、受託者は、割合的に発行会社に対する自己の融資を回収することができるため、発行会社に対する債権回収を積極的に行うことにより特別勘定が増加し、社債権者の利益にかなうことが期待でき、こうした規定が社債権者の利益にかなう面もある。これに対して、日本の場合、社債管理者が発行会社の財務危機前後の一定期間に融資等を回収したことにより社債権者に損害が生じた場合、社債管理者が誠実義務違反のないことを証明できない限り、当該回収額は社債権者の損害として賠償される。一般に、発行会社の財務危機時においては、社債管理者の融資の回収額は社債権者の金額を下回るため、社債管理者が誠実義務違反のないことを証明できない場合、回収した金額の全額が社債権者への賠償額となる。一方で、社債管理者が誠実義務違反のないことを証明できた場合、社債管理者への損害賠償請求は認められない。このような会社法 710 条の規定は、証明すべき誠実義務の内容が不明確であることと相まって社債管理者の債権回収を消極化するものであるとして、学説により「オール・オア・ノンの規定」として問題

視されており、信託証書法の特別勘定による方法の導入が議論されているところである。

また、信託証書法の規定やアメリカの学説の議論においては、受託者の利益相反問題を論じる際に、社債権者間の利益対立や受託者と社債権者の利益対立など、利益対立の状況ごとの利益相反問題の規制に意識が向けられている点に特徴がある。信託証書法は、上述したように受託者を介した社債権者の利益対立が先鋭化する場面では受託者の辞任を要求する。一方で、社債権者と受託者の利益対立が先鋭化する場面では受託者の義務を信認関係上の義務にまで加重しつつ、受託者による発行会社から債権の回収については特別勘定に入れて社債権者と受託者の間で按分することで対応している。

また、学説においては、利益相反関係の類型ごとに、受託者は社債権者の利益のためにどのような内容の信認義務を負うかについて議論がなされており、受託者を介した社債権者間の利益対立の場合には受託者は両立する信認義務を果たすことができないため辞任するのが適切な対応であるとする。受託者が得た有益な情報の利用につき社債権者と受託者または第三者の利益が対立する場合には、受託者がこうした情報を社債権者のために利用することは期待できないため、受託者が融資部門と社債管理部門の情報を遮断することが適切な対応であるとする。

他方で、受託者側に固有の利益がなく、受託者が専ら社債権者の利益に尽くす立場にある場合は、こうした情報は社債権者の利益のために社債の管理に利用されるべきであり、この場合は受託銀行において融資部門と社債管理部門間に情報障壁を設ける対応は適切ではないとされる。日本の実務においては、社債管理者が誠実義務違反の追求を回避するために社債管理部門と融資部門との間に情報障壁を設ける実務が浸透しつつあることが指摘されている。もっとも、会社法の学説の一部が指摘するように、こうした情報障壁はメインバンクの裁量性を発揮させるうえで障害となり、銀行に社債管理者の資格を認めた意味がなくなる点に問題があると考えられている。アメリカの情報障壁に関する議論を参考にすると、社債権者の利益に対して社債管理者がいかなる対応をすることが期待されるか次第では、情報障壁を設けることが適切な場合と、情報障壁を設けないことが適切な場合があることになると思われる。

最後に、アメリカの学説の議論においては、信託証書の内容をアレンジして受託者の裁量性を発揮させることを提唱する特別受託者の議論がなされており、委託手数料が比較的安価であることと引き換えに任務内容が事務的な受託者と、委託手数料は割高となるが社債権者の利益のために積極的な裁量的行動を行うことを任務内容に含む受託者という、2つの受託者のメニューを準備することが提唱されていた。こうした議論は発行会社が自身の社債市場における評価を考慮して受託者を選択できることを狙いとしており、相対的に信用の低い会社に対して特別受託者を用いて社債を発行する手段を合与える点で、社債市場の活性化に資するものであるということが出来る。日本の実務および学説においては、こうした任務内容の異なる社債管理者制度を提唱する議論はこれまでのところ見られない。もっとも、最近の民法の学説が受託者の任務内容ごとに受託者の義務が決まるとする解釈を

なしうることを指摘しており、こうした議論を参照すると、本稿でも検討したように、「裁量型」の任務を行う社債管理者から「事務型」の任務を行う社債管理者まで、社債管理者の任務内容ごとに誠実義務等の内容を解釈することが可能となるように思われる。

また、日本の実務においては、社債管理者の強制設置の原則の例外規定を利用して、社債管理者を設置しないで社債の管理につき事務的な任務のみを行う財務代理人を設置する社債の発行が増加している。財務代理人の実務が普及するのは、発行会社の取引銀行が、会社法の抽象的な誠実義務等の義務により社債権者による広範な責任追及がなされることを懸念するためであることが指摘されている。もっとも、財務代理人は発行会社との委託契約上の義務のみを負い会社法の社債管理者に関する規定が及ばないため、会社法の下で利益相反問題の規制をすることができず、発行会社の財務危機時に社債権者の利益が犠牲になることが懸念されている。こうした問題に対して、アメリカの学説の議論や最近の民法の学説の議論を参考にすると、会社法の解釈または会社法の法改正により、社債管理者の誠実義務等の内容を社債管理者の任務内容に応じて決めることが明確になると、社債権者の利益保護に懸念のある財務代理人を利用する必要性が低くなることが考えられる。

第2節 日本とアメリカの法制度の差異

これまでに検討したように、アメリカ信託証券法の受託者は発行会社のデフォルト事由発生の前で任務の内容や義務の内容が異なっており、任務を行うに際して異なる内容の義務を負うことを根拠づけるものは、受託者の法的地位が契約の当事者か、または信託の受託者かという法的地位の相違であることが論じられていた。

このように、信託証券法の受託者をデフォルト事由発生後には一般信託の受託者と同視するのは、次のような事情がある。つまり、信託証券法の制定経緯において、社債の受託者が社債権者の利益を犠牲にして自己の債権回収を優先させたことが 1930 年代において社会的な問題とされ、信託証券法の元となった SCE レポートにおいて、社債の受託者に信託の受託者と同様の信認関係上の受託者となることが要求されていたという沿革上の事情が存在するためである。

信託証券法の規定により、社債の受託者は、社債権者との間に特別な契約関係がなく、かつ信託証券に明治の義務の規定がない場合であっても、利益相反問題が顕在化する場面では社債権者との間に信認関係上の黙示的な義務を負うことになる。このように、社債の受託者を信託の受託者と考える立場は、アメリカの信託証券法の制定経緯と密接に関係している。こうした立法上の経緯を考慮すると、信託証券法の受託者制度は、アメリカ固有の背景から影響をうけた議論としてみることができる。

また、アメリカの学説のなかには、発行会社の財務事情に通じた受託者に積極的な権限を行使させるための特別受託者制度の提案が行われていたものの、こうした特別受託者の議論については、信託証券法の規定に問題点があることを前提としたものである。アメリカの

学説において提唱されている特別受託者の議論は、信託証書法の受託者と特別受託者をセットにして提示することに狙いのある議論である。このように、特別受託者の議論は信託証書法に根差したものであるため、特別受託者制度を論じる学説の議論も、信託証書法の受託者制度を有するアメリカ固有の議論であるといえる。

日本の学説等においては、一般的には、社債管理者が会社法の規定や社債管理委託契約の条項に加えて、信託法上の受託者としての義務や責任を負うものとする考えは採用されていないものと思われる²⁹³。このため、社債管理者と信託証書法の受託者は社債権者のために社債の管理をする点や発行会社の取引銀行が当該任務を行う点では機能的な共通性を有するものの、信託証書法の制定経緯から信託の受託者として理解される信託証書法の受託者の義務と、日本の社債管理者の義務とを同列に扱い、信託法的前提を考慮せずにアメリカの議論を導入する形で社債管理者につき解釈論を展開することや、立法論を提案することは適切ではないと思われる²⁹⁴。このため、本章の第1節で整理した信託証書法の特徴的な規定から日本の社債管理者制度に対して立法および解釈上の示唆を得る際には背後の信託法の存在の有無に注意する必要がある。

すでに述べたように、日本の社債管理者制度に対しては、社債管理者の義務が一般的・抽象的であることから社債管理者の権限行使について義務違反の有無を判断しにくく予測可能性に欠けるという問題がある。会社法の学説においては、社債管理者の誠実義務等の具体化が検討されてきた。立法および解釈により会社法の具体化を検討する際には、社債権者と社債管理者は信託上の信認関係にないことに注意する必要がある。アメリカにおける信託と信託の下における信認義務に関する議論が、そのまま日本に妥当することはないことを念頭においたうえで、受託者の義務の内容や受託者の欠格事由について、詳細な規定を有している信託証書法の個別の規定を参考にしていく。

また、特別受託者に関するアメリカの議論は、アメリカの信託証書法の受託者の存在を前提としているため、背後にある法制度が日本とアメリカでは異なる以上、特別受託者の議論が社債管理者の議論に直ちに当てはまるものではないと思われる。もっとも、特別受託者の議論が指摘しているように、信託証書法の受託者の直面する問題として、発行会社の財務危機時に社債権者の利益のために積極的な裁量権行使をしていないという問題があり、こうした問題を解消するための方策として、特別受託者制度が提唱されていた。このため、裁量権行使の消極性の問題に直面している点では、日本の社債管理者は信託証書法の受託者と同じ問題に直面しているといえることができる。以上のことを考えると、特別受託者の議論が提案された問題の解決策は、同様の問題に直面している日本の社債管理者に対しても有用性のあるものとして検討する意味があると思われる。

²⁹³ 神作裕之「社債管理会社の法的地位」落合誠一＝江頭憲治郎＝山下友信(編)『現代企業立法の軌跡と展望』(有斐閣, 1995)186頁以下。神作教授は、社債管理者の負う公平誠実義務や善管注意義務は信託法にも共通するものであるとして、社債管理者に信託法理が適用される余地について検討されている。

²⁹⁴ 江頭・前掲注(3)372頁。

そこで、以下ではアメリカの受託者制度と日本の社債管理者制度の背景の相違に注意したうえで、日本の社債管理者の利益相反問題を適切に調整するために不可欠である社債管理者の義務の内容を中心に、従来の学説が問題視してきた社債管理者の損害賠償規定や、社債管理者の異なる種類の社債権者との間における公平義務の内容等の関連する諸問題について、会社法の解釈上の検討と、会社法の改正の検討を行っていく。

次節の会社法の解釈上の検討の際には、具体的には次の3点を検討していく。すなわち、①公平義務・誠実義務の解釈の際に社債管理者の任務内容を考慮すること、②社債権者の善管注意義務の判断の際に社債管理者の任務内容に応じて、情報障壁を設けることが義務違反となる場合とならない場合がありうるとする解釈の可能性があること、および、③社債管理者の損害賠償規定において、社債管理者が発行会社の財務危機前後の一定期間に回収した金額を社債権者との間で按分することを解釈によって導く可能性の有無を検討する。

本章第4節の会社法の立法上の検討については、利益相反問題の規制について日本の学説が議論していた点を中心に、信託証券法の具体的な規定の導入の可否を検討する。具体的には、会社法の社債管理者の義務内容を明確化する際に、①信託証券法の受託者制度が、デフォルト事由発生前では信託証券の記載によって受託者の免責を認め発行会社の財務情報の調査義務を限定していることや、デフォルト事由発生後では受託者の免責規定を認めず受託者の注意義務の水準を高めていることなど、発行会社のデフォルト事由発生前後で受託者の義務に差異を設ける方法を採用していたことを導入することができるか、②信託証券法の受託者制度が、利益相反問題のうち社債権者間の利益対立の場合には、受託者の義務規定と損害賠償規定だけではなく、資格規定における欠格事由を規定することで対応していることを導入することができるか、また、③信託証券法311条のように社債管理者の回収した金額を特別勘定に組み入れて社債権者と社債管理者の債権額に応じて按分する法改正は妥当といえるかなどの諸点について検討する。

第3節 社債管理者の義務の解釈上の検討

第1款 公平誠実義務について

すでに述べたように、社債管理者の公平義務については、利益相反問題の場面として、社債管理者を介して異なる種類の社債権者の利益が対立する場合、社債管理者の負う公平義務がいかなる内容を有するかが明確ではないことが問題とされている。具体的には、発行会社の財務危機時において、複数の種類の社債を管理する社債管理者が、ある社債の担保の優先順位をほかの種類の社債の担保よりも高く設置することなどである。

こうした問題に対してまず参考になるのは、信託証券法が受託者の欠格事由として、発行会社のデフォルト事由発生後に同一発行会社の異なる種類の社債の受託者となっていることを規定している点である。信託証券法の受託者が社債権者間の利益対立の場面で辞任を要求されるのは、双方の社債権者との間で信認関係に立つ受託者が、双方の社債権者に対し

て負っている社債権者の利益に忠誠を尽くす義務の間で板挟みになり、社債の管理を継続することができなくなるためである。このように、信託証券法の欠格事由の規定は、社債権者と受託者の間に信託上の信認関係があることが根拠となっている。

アメリカにおいては、依頼を受けた者の任務内容の専門性や任務の結果の重大性などを考慮して、当該任務が信託の受託者の任務として行われることが期待できる場合に、その者の任務は信認関係上の義務を負って行われると考えられているため、こうした信認関係が成立していることを前提に、受託者の義務を信認関係の義務と捉えて利益相反問題の処理を行う。このため、社債の受託者が社債権者の利益に忠実となる義務を負うのは、社債権者と受託者の間に信託上の信認関係が成立しているためである。信託証券法の欠格事由の規定がこうした信認関係を前提とするものである以上、社債権者との間に信託上の関係がない日本の社債管理者に対して、社債権者間の利益相反の場面で辞任を要求することは正当化されないように思われる。他方で、社債管理委託契約等により社債権者に対して信託上の義務を負うことを規定した場合には、社債管理者は社債権者との間で信託上の受託者となるため、アメリカの信託証券法を参考にして、社債権者間の利益対立の場合には公平義務の内容として社債管理者を辞任することが要求されると解釈することも可能となる。

もっとも、最近の民法の学説を参考にすると、社債管理者の任務内容が社債権者の利益に重大な結果をもたらす性質のものであり、当該任務の判断に際して社債管理者に裁量性が広く認められる場合には、社債管理者の義務の内容として信託上の義務が補充されるため、社債管理者は社債権者との間に信認関係上の義務を負うという解釈も可能となる。このような解釈を認めるならば、社債管理者が社債管理委託契約により社債権者に対して信託上の受託者として任務を行うことが規定されている場合だけではなく、社債管理者の任務内容が「裁量型」の任務である場合には、社債権者間の利益対立の場合の社債管理者の公平義務の内容として、アメリカの場合と同じく、社債管理者の辞任が要求されると解釈することができる。

他方で、社債管理者の任務内容が裁量性のない事務的な任務の場合には、そもそも、社債管理者の行為を介して社債権者間の利益相反問題が生じる余地は考えにくいものと思われる。上述した具体的な場面のように、社債管理者を介して社債権者の利益が衝突する場面とは、社債管理者が発行会社の財務危機時において裁量的な対応をする場面がほとんどであると考えられるためである。社債管理者を介して社債権者間の利益相反問題が尖鋭化する局面において、仮に社債管理者の事務的な任務において公平義務違反の問題が生じたとしても、こうした「事務型」の社債管理者が社債権者に対して信認関係に立つことはないため、この場合の公平義務の内容として辞任を求めることは正当化されないと思われる。「事務型」の社債管理者の任務は、発行会社のデフォルト事由発生前の受託者の任務とほとんど変わらないものであり、アメリカにおいても、デフォルト事由発生前には利益相反問題が顕在化しないため、欠格事由の該当性は生じないとされていたことから、こうした場面における公平義務の内容として社債管理者の辞任を要求するべきではない。会社法においては、本稿

で検討したように、株式会社の取締役の利益相反規制の場面で取締役が利益相反行為の該当する行為を行う際には、不利益を受ける恐れのある株主の株主総会において当該取引の説明を行い、取引の承認を受ける必要がある。こうした取締役の利益相反規制を参照して、事務的な任務を行う社債管理者の公平義務については、不利益を受ける種類の社債権者に対して社債権者集会のどの場において当該取引の説明を行うことを要求する解釈が考えられる。

次に、社債管理者の誠実義務については、上述してきたように、誠実に社債を管理したことが社債管理者の損害賠償規定において損害賠償責任を免責される要件となっているため、社債管理者の任務の際の予測可能性を確保するために、誠実義務の内容を明らかにすることが必要である。

アメリカの社債の受託者は、信託証券法により、発行会社のデフォルト事由発生の前後で異なる内容の義務を負うことが規定されていた。こうした受託者の義務の区分は、デフォルト事由発生の前後で受託者の任務の重要性や裁量性が異なるため、受託者が広範な裁量を持ち社債権者の利益に重要な影響を与える可能性のあるデフォルト事由発生後について、受託者の義務を信託関係上の義務としたものとして説明される。

日本の社債管理者は社債権者との間に信託上の関係に立たず、また会社法は社債管理者の義務を発行会社のデフォルト事由の有無によって区別して規定していないため、信託証券法の義務を誠実義務の解釈に導入することは困難である。もっとも、公平義務の解釈の際に論じたように、最近の民法の学説を参考にして、社債管理者が社債管理委託契約により社債権者に対して信託上の受託者として任務を行うことが規定されている場合や、社債管理者の任務内容が「裁量型」の任務である場合には、社債権者と社債管理者間の信託関係を認めることはできそうである。社債管理者の任務内容に注目して社債管理者の義務を解釈するという方法は、信託証券法の受託者の義務について判例や学説が論じてきた方法と類似するため、社債管理者の任務内容の評価方法につきアメリカの議論が参考になる。具体的な任務内容の評価方法について、信託証券法の義務規定に関する議論では、デフォルト事由発生後の受託者の任務が、信託証券の期限の利益喪失事由の変更など裁量性の高い判断を要する事項であるため、社債権者と受託者の利益相反関係が顕在化することを理由に、受託者の義務として、信託上の義務の水準まで高めることと免責規定を認めないことを規定されていることが指摘されていた。また、信託関係にある当事者間の利益相反問題を論じる学説においては、受託者が信託関係上の義務を負う場合として、受託者の任務が専門性のあるものであることや、当該任務が専ら依頼者のために行われることが期待されることなどが挙げられており、受託者が固有の利益を有する場合には依頼者の利益に忠誠を尽くすことが期待できない場合が多いことも指摘されていた。アメリカにおける受託者の任務内容に関する議論を判断要素ごとに整理すると、①受託者の任務が社債権者の利益に対して重大な影響を与えるか否か、②任務の遂行につき受託者に広範な裁量が認められるか否か、③受託者の任務が高度な専門性を有する性格のものであるか否か、④受託者が専ら社債権者の利

益に忠誠を尽くすと期待できるか否かについて検討されていることがわかる。日本においても、社債管理者を含む委任関係の受託者の任務内容について、委任事務の重要性や任務を行う際の裁量性、また委託者と受託者の間の信頼関係を判断要素として、受託者の義務を解釈によって導くことが検討されていた。個別の判断要素の内容は、アメリカの①から④の要素と重なるため、日本の学説を素地としてアメリカの議論を導入する余地があるものと思われる。

以上のように社債管理者の任務内容の判断を通して社債管理者が社債権者との間に信認関係にあると考えられる場合や、社債管理委託契約において社債管理者が信認関係上の義務を負うことを規定していた場合には、会社法の誠実義務の内容として信認関係上の義務を負うとする解釈が可能となる。この場合の誠実義務の内容をアメリカの議論を参考にして考えると、社債管理委託契約において社債管理者の免責事由を認める規定を置いていたとしても当該免責規定は利益相反関係の顕在化した状況では効力を失うとするものや、デフォルト懸念のある発行会社の社債管理者の場合には社債管理者が社債権者よりも優先順位の高い担保権を設置することを認めないとするものなどが考えられる。このように、誠実義務の内容として、自己の利益を社債権者の利益の上に置かないことを解釈によって導くことができるものと思われる。

他方で、社債管理者の任務内容の判断を通して社債管理者が「事務型」の任務を行う者であると判断される場合には、社債管理者の誠実義務は、「裁量型」の社債管理者の負う義務とは異なるものとなる。このため、事務的な任務の違反につき免責規定を設置することや、事務的な任務を行う範囲を限定するとしても、誠実義務違反の問題は生じないと考えられる。事務的な任務を行う場合の社債管理者の誠実義務の内容は、任務を行うに際して要求される注意義務を尽くしていたかという善管注意義務の内容と重なるものと思われる。

第2款 情報障壁について

日本の社債管理者の実務においては、発行会社の取引銀行が会社法の誠実義務違反の該当性を恐れて、社債管理部門と融資部門の間に情報障壁を設ける慣行が浸透しつつあり、こうした実務慣行に対して、発行会社のメインバンクが社債管理者となることのメリットが損なわれているとする批判がなされている。情報障壁の設置や情報障壁によって情報を遮断して社債の管理を行うことが、会社法上の社債管理者の義務との関係で問題となるのは、こうした実務の対応が善管注意義務違反に違反するか否かという点である。

この問題につき、日本法における学説の展開は、次のような内容であった。まず、情報障壁を設けないこと自体は、社債管理者の善管注意義務違反に当たらないということが一般的に論じられていた。そして、情報障壁を設けないために流入した情報を社債管理部門が利用しないことは、善管注意義務違反に当たりうることを指摘していた。また、こうした部門に対して情報障壁を設けていない場合においては、社債管理部門が積極的に財務情報の調

査を行わないことが考えられる。このような場合には、発行会社の業績悪化等の事情があることに対して、当該社債管理者は、社債の管理上、善管注意義務違反の責任を負うことがあるとする解釈論も展開されていた。

まや、上述したように、情報障壁の実務上については、アメリカの学説においても議論がなされていた。アメリカの学説では、受託者が得た重要な情報の利用につき社債権者と受託者または第三者の利益が対立する場合には、受託者がこうした情報を社債権者のために利用することは期待できないことが指摘されていた。このため、受託者が、融資部門と社債管理部門の情報を遮断することが適切な対応であるとするという考え方が論じられていた。

他方で、受託者側に固有の利益がなく、受託者が専ら社債権者の利益に尽くす立場にある場合には、異なる考え方が検討されていた。受託者が専ら社債権者の利益に尽くす立場にある場合には、受託者が取得したあらゆる情報は、社債権者の利益のために、社債管理に利用されるべきであるという考えである。このように考える場合は、受託銀行において、融資部門と社債管理部門間に情報障壁を設ける対応は適切ではないとされる。

このように、アメリカの学説における情報障壁の議論は、社債の受託者の利益の固有性に注目したものとして展開されている。つまり、アメリカの学説の議論は、受託者の任務の目的が社債権者の利益と一致する場合には、情報障壁による情報の遮断は適切ではないと考えているものといえる。反対に、受託者が、社債管理の任務のほかに固有の利益を持つ場合には、情報障壁による情報の遮断は適切であると考えている。このように、受託者となる銀行の固有の利益を考慮して、情報障壁の実務に対する適切性を検討しているのである。

そして、受託者の任務の目的が社債権者の利益と一致する具体的な場面としては、受託者が社債権者との間に信認関係に立つなど受託者に対して社債権者の利益保護のために最善を尽くすことが期待される場合などが考えられる。

こうしたアメリカの学説の議論を参考にすると、日本の社債管理者となる銀行の実務に対しては、情報障壁の点で、次のような示唆を受けることができる。まず、発行会社に対して貸付債権者の地位を有するメインバンクには、債権者としての固有の利益がある。このため、社債管理部門と融資部門の間に情報障壁を設けること自体は問題とはならないというように考えることができる。もっとも、社債管理者が社債権者に対して信認関係上の義務を負うことを社債管理委託契約に定めた場合や、発行会社が財務危機の状態にあり社債管理者の任務内容として正確な財務状況の把握が要求される場合など、積極的な任務の遂行がなされるべき場合もありうる。こうした場合には、情報障壁の存在を理由に情報収集を行わないことが善管注意義務違反となる可能性がある。つまり、社債管理者が社債権者に対して信認関係上の義務を負うことを社債管理委託契約に定めた場合には、社債管理者となったメインバンクに対して、社債管理部門が発行会社に対して情報収集を行うことが要求されると考えることができる。

また、アメリカにおける情報障壁の議論は、日本の銀行における情報障壁の実務と社債管理部門への情報の流れを再検討するうえでも有益である。すなわち、以上で検討してきたア

アメリカの議論を基にすると、社債管理者となったメインバンクが情報障壁を設けるという実務慣行そのものは問題とはならないと考えられる。もっとも、実際に遮断すべき情報は、社債管理部門が発行会社から得た情報を、自身の融資部門が投資等を行う際の資料となる情報として活用することである。つまり、実際に利益相反行為やインサイダー取引として規制される必要性の高い情報の流れとは、社債管理部門から融資部門への情報の流れである。これとは反対に、融資部門が得た情報を社債管理部門へ渡して社債管理者の利益になる行動をすることは、必ずしも規制する必要がないと考えられる。こうした方向における情報の流れを遮断する実益はないためである。

とりわけ、日本の銀行実務においては、銀行取引約定書が銀行による任意の債務者の財務状況調査を規定することがほとんどであることが知られており、社債管理者であるメインバンクの融資部門が、発行会社の財務情報を最もよく知る状況にある。メインバンクを社債管理者にすることの利点については、本稿でも検討してきたように、必要な場面において、十分に裁量性のある判断を行い、社債権者の利益を保護・増進するためであった。こうした日本のメインバンクの状況を考慮すると、社債権者の利益を保護・増進するためには、融資部門から社債管理部門への情報の移動を遮断することは、むしろ望ましくないものと思われる。

このように、情報障壁の実務に対しては、社債管理者がどのような財務状況の発行会社の社債を管理しているかなどの事情を考慮したうえで、情報を遮断する範囲を片面的にするなど適切な情報障壁を設置することが望ましいものと考えられる。

第3款 損害賠償規定について

会社法 710 条は、社債管理者が発行会社の財務危機前後の一定期間に融資等を回収したことにより社債権者に損害が生じた場合、社債管理者が誠実義務違反のないことを証明できない限り、当該回収額は社債権者の損害として賠償される一方で、社債管理者が誠実義務違反のないことを証明できた場合、社債管理者への損害賠償請求は認められないことを規定している。こうした規定に対して、学説は、社債管理者の誠実義務違反の内容が不明確であるなかで回収額の帰趨を「オール・オア・ノン」で決めることにより、社債管理者が積極的に債権を回収しなくなる恐れがあることを指摘している。こうした議論の際には信託証書法 311 条の優先的弁済受領の規制が参照されるため、会社法 710 条の解釈により信託証書法と同様の内容を導くことができないかが問題となる。

ここで、会社法 710 条は社債管理者の損害賠償規定として社債管理者が一定期間に回収した債権額が社債権者の損害となる場合の損害賠償について規定しているため、信託証書法と同様に社債権者と社債管理者による債権額に応じた按分による解決を会社法の解釈によって導くとするならば、損害額の算定を工夫することが考えられる。もっとも、会社法の学説は、損害額について、社債管理者の債権の回収により社債権者が回収を受けることので

きなくなった金額から社債権者が実際に回収した金額を控除した額を損害と考える見解が一般的であるため、損害額を調整して債権額による按分を認めることは困難であると思われる。また、社債権や貸付債権に付与される担保権を無視するならば、発行会社が倒産した場合には、倒産手続きによって社債権の金額と社債管理者の債権額は倒産手続きの中で対等に扱われることが考えられるため、このことを根拠に、社債権者と社債管理者の債権額を考慮して会社法 710 条の損害賠償額を考慮する解釈も考えられなくはない。もっとも、倒産手続きに至っていない状況でこうした解釈をする理由はなく、また、こうした按分の解決がもたらされることは会社法 710 条の文言からは予想できないものと思われる。このため、会社法 710 条の解釈により信託証券法と同様の債権核による按分による解決を導くことは困難であり、こうした解決が適切であると考えられる場合は、会社法の改正によることが望ましいものと思われる。

以下では、社債管理者の利益相反行為に対する規制として、解釈上の検討では考えきることのできなかつた問題について、立法上の検討を行う。

第 4 節 社債管理者制度の立法上の検討

第 1 款 社債管理者の権限および義務規定

会社法は、社債管理者の権限および義務の規定として、会社法 704 条の一般的規定により社債管理者に公平誠実義務、善管注意義務を課している。こうした一般的規定に対しては、上述してきたように、社債権者による広範な責任追及の可能性を残すため、発行会社の財務危機時において、社債管理者が発行会社に救済融資を行うことや担保の切り替えを行うこと、また期限の利益喪失を回避することなど裁量的な判断に基づく行動を萎縮させていることが問題視されていた。

本章第 3 節で検討したように、最近の会社法および民法の学説の議論、またアメリカ信託証券法の規定を参考にして、こうした社債管理者の義務の内容を解釈により明確にしていくことは可能であると思われる。そこでは、社債管理委託契約の本旨が社債管理者の任務の内容に対応して決定されることを根拠に、任務内容の重要性や裁量性によって公平義務や誠実義務の内容をある程度明らかにすることができることを論じてきた。もっとも、こうした解釈上の解決に加えて、以上の解釈の内容を会社法改正の議論のなかで展開することも考えられる。特に、発行会社の財務危機時において社債管理者の能力を十分に発揮させるためには、会社法の規定を法改正等によって明確化して社債管理者の行為が義務違反になるか否かの区別を明確化することが望ましいと思われる。

そこで、立法論として、会社法の社債権者の利益相反規制である公平義務や誠実義務を具体化することが検討される。その際、本稿では公平義務・誠実義務を解釈によって具体化することを中心に検討してきた。具体的には、社債管理者の任務内容に注目して、社債管理者が「裁量型」の場合には、公平義務の内容として社債管理者を通して社債権者間の利益が対

立する場合には社債管理者が辞任することや、誠実義務の内容として、社債管理者による発行会社への担保の設定の際など発行会社との取引において、社債権者の利益の上に自己の利益を置かないことが含まれることを検討してきた。

また、社債管理者が「事務型」の場合には、公平義務の内容が問題となることはほとんどなく、誠実義務の内容は実質的には社債の管理者として十分な注意を尽くす義務を負うことと同等になる旨を論じてきた。

以上のような本稿の解釈上の検討を基にして、社債管理者の利益相反規制について立法上の議論を行う際にも、解釈上の議論において検討したものと同様の視点における議論をしていく。そこで、以下では利益相反規制の解釈上の検討の際に論じていなかった諸点を中心に、立法上の検討を行う。その際、受託者の利益相反規制を明文によって詳細に規定している信託証券法が参考になると考えられるため、以下の2点について具体的に検討していく。

まず、①アメリカの受託者につき、発行会社のデフォルト事由発生前に信託証券に免責規定を入れることや積極的な調査義務を負わないことを規定している点を導入して、会社法の公平義務や誠実義務および善管注意義務においても、社債管理委託契約に免責規定を定めることで免責されるとする規定を新設することや、発行会社の財務危機の発生前には社債管理者による発行会社の財務情報の調査を免除することを認める規定を導入することの妥当性が問題となる。

また、②アメリカの受託者は発行会社のデフォルト事由発生後、原則として免責規定を定めることが認められず、義務違反の判断基準が信託の受託者の水準まで高められることを参考にして、会社法においても、発行会社のデフォルト事由発生後において社債管理者の免責条項を禁止することを定める規定を新設することや、公平義務・誠実義務違反の判断基準が厳格になるとする規定を導入することの妥当性が問題となる。

日本の会社法にこれらの信託証券法の規定を導入することの是非を検討する前提として、信託証券法による受託者の義務の限定規定や調査権限の縮減規定につき、アメリカの学説による妥当性の評価が参考になるものと思われる。以下では、①および②のそれぞれの場面において、アメリカの信託証券法における議論から考えうる会社法の立法上の観点について検討していく。

(1)デフォルト事由発生前の規定と立法上の示唆

まず、①の発行会社のデフォルト事由発生前の受託者の義務規定については、アメリカの信託証券法に次のような規定がある。すなわち、発行会社のデフォルト事由発生前の受託者は、特定の明示された義務の履行を除いて責任を負わないとする条項を入れることが認められており、また、発行会社が提出を義務付けられている証明書や意見書の内容を、そのまま真実であると信じてよいとされている内容のものである²⁹⁵。受託者の義務を信託証券

²⁹⁵ 信託証券法 315 条(a)項 1 号による。

の規定により限定できるとする理由は、アメリカの裁判例が指摘していたように、受託者が想定していない黙示の義務を認めてしまうと、信託証書によって将来生じうる事態に対処しようとしていた受託者の予測を害するためである。こうした受託者の義務の限定を認める規定は、発行会社が受託者に対して支払う受託手数料を低く抑える機能を有していることが指摘されており、社債発行のコストを引き下げられるという点に合理性があると説明されている。

こうした規定に対しては、受託者に発行会社の財務状況の調査を行わないことを認め、また、信託証書に免責規定を入れて受託者の任務の範囲を限定することを認めるものであるため、発行会社の取引銀行に受託者の資格を認めた意味がなくなるという批判がなされている²⁹⁶。もっとも、こうした批判をする学説も、発行会社の信用リスクが相対的に小さく財務危機に陥る可能性が低い場合には、受託者の権限・義務を限定することの合理性を認めており、信託証書法の規定そのものを否定するものではなく、信託証書法の受託者と代替的な特別受託者を併存されることを主張するものであった²⁹⁷。

以上のように、発行会社のデフォルト事由発生前の受託者の義務規定についてアメリカの学説は、発行会社の財務状況に対応して受託者の任務内容が異なることを論じており、受託者の任務内容が限定的な場合には信託証書法の義務規定は妥当なものと考えているものといえる。

日本においては、社債管理者の公平義務・誠実義務および注意義務は一般的規定によって定められるにとどまっているため、「事務型」の任務を行おうとする社債管理者が、社債管理委託契約によって、発行会社に対する調査義務の軽減のために「社債管理者は、発行会社が社債の条件を遵守しているか否かの確認義務を負わず、これらの判断については、社債管理者が現に有している情報、公開情報及び発行会社から提供された情報に依拠できる」と定めただけで規定に依拠して調査を行わなかった場合であっても、会社法の善管注意義務違反の責任が生じる可能性を完全に否定することはできないことが指摘されている²⁹⁸。つまり、社債管理者が社債管理委託契約によって社債管理者の調査任務を限定したにもかかわらず、会社法の善管注意義務違反による責任追及をされるおそれがあり、社債管理者の行動の予測可能性が奪われてしまう問題がある。

そして、アメリカ信託証書法の 315 条(a)項の規定は、こうした事務的な社債の管理に対する社債管理者の予測可能性の確保のために正当化されていたことを考えると、「事務型」の社債管理者の任務に対して信託証書法の規定を参考にすることによって解決することが可能であると思われる。なお、予測可能性を確保するための具体的な規定の内容については、会社法の 704 条 2 項を改正して、社債管理委託契約で事務的な任務を行うとした社債管理者については、社債管理委託契約で義務を規定した場合には、社債管理者はその義務の範囲

²⁹⁶ 江頭・前掲注(3)380-382 頁を参照。

²⁹⁷ Amihud, Garbade & Kahan, *supra* note 81, at 452.

²⁹⁸ 日本証券業協会(編)「社債市場の活性化に向けた取組み」(2012)30 頁を参照。

のみの責任を負うとするなどとして、「事務型」の社債管理者の任務が会社法の善管注意義務違反に該当する場面を限定することが考えられる。

(2)デフォルト事由発生後の規定と立法上の示唆

次に、②の発行会社のデフォルト事由発生後の規定については、次のような内容が規定されていた。すなわち、デフォルト後の受託者について免責規定を認めず、また義務違反の判断基準を信託の受託者の水準(「慎重な人」の基準)とするものである。こうした規定に対する評価として、アメリカの学説においては、その妥当性に問題があることが指摘されている。こうした議論において指摘されている主張な点は、次のようなものである。つまり、アメリカの学説が問題視しているのは、信託証書法により受託者の注意義務の水準が信託の受託者の水準にまで加重され、また、判例によって黙示の信託義務が肯定されることから、受託者が発行会社の財務危機時に積極的に裁量的行動をとらない点、および、義務違反の判断基準が加重される一方で受託者の権限が強化されないため、受託者が信託証書に規定していなかった権限を行使するには、緊急時であってもいちいち社債権者の承認が必要となり、迅速な救済を行えない点である。

もっとも、以上の問題は、発行会社の信用リスクが相対的に大きい場合の受託者について生じるものであり、財務が健全で社債市場において信用リスクの低い発行会社の場合、こうした規定が受託者の任務を限定し受託手数料を引き下げることには貢献していることが指摘されている。アメリカの学説が論じているのは、発行会社の財務上の信用が低く社債権者のために受託者が専門的な管理をする必要がある場合には、受託者に広範な裁量権を与えることが最適であるというものである。そして、社債の受託者に広範な裁量性を発揮させるためには、受託者の責任を限定する必要があることも指摘されていた。こうした責任追及を限定する議論においては、経営判断原則が参照されていた。そして、社債の管理を行うに際し適切な事実関係の確認を行わなかったことで判断に誤りが生じたと認められる場合に限り、責任追及を認めるという議論が展開されていた。

こうした議論は社債管理者による裁量性の発揮のために、事後的な責任追及がなされる状況を限定しようとするものであるといえる。受託者が判断に際して事実関係の確認を怠った場合に限り責任を負うとすることで、受託者は発行会社の財務状況にもっとも精通する者として、自身で収集した情報をもとに裁量権を行使することを妨げられなくなり、こうした専門家の管理により社債権者の利益が確保されると考えられている。

以上のように、アメリカにおいては、発行会社の財務状況や社債市場による信用リスクの評価をもとに受託者の任務が考えられており、受託者の任務内容に対応した義務が課されるという議論が展開されているといえる。そして、特別受託者の議論を除くと、受託者による裁量性の幅が広がる場合には、信託証書法の受託者の義務を信託の水準に高めて厳格化されることが論じられている。もっとも、特別受託者の議論が提唱するように、受託者の裁量性の発揮のために柔軟な義務の設計が認められるべきであり、信託証書法の義務は発行

会社と受託者が信託証書によって変更することができると思えるべきことが主張されている。

そこで、アメリカの議論を参考にすると、会社法の誠実義務等の立法上の検討をする際には、社債管理者の任務内容が「裁量型」の場合には、社債管理者の利益相反行為の危険が高まるため、社債管理者の義務違反は厳格な基準で判断されること、および、社債管理者の任務が「事務型」の場合には、善管注意義務違反の場合と同様に判断されることが基本となると思われる。もっとも、アメリカの学説も主張するように、誠実義務等の規定の厳格化は社債管理委託契約の修正権限など、社債管理者の裁量権の拡大と対応して行われるべきである。この点について、会社法は社債権者集会制度を規定しており、社債管理委託契約の内容の変更は社債権者集会における決議権の対象とされた「この法律に規定する事項」および「社債権者の利害に関する事項」に含まれるため(716条)、社債管理者の専権とすることが認められていない。また、会社法 706 条は、社債全額についての支払猶予等を社債権者集会の議決事項としており、当該規定は強行規定と理解されているため、社債管理委託契約により会社法と異なる規定を置くことは認められないためものと思われる²⁹⁹。

したがって、会社法の下で「裁量型」の社債管理者に対して誠実義務等の規定の厳格化をする立法を行う場合には、社債管理委託契約の修正権限やデフォルト回避のため発行会社に対する社債の支払猶予を認める決定をする権限等を、社債管理委託契約により社債管理者に付与することが可能となることが妥当であり、以上の会社法の規定は任意法規とするべきものと思われる。

他方で、社債管理者が「事務型」の任務を行う場合には、発行会社の状況を踏まえて裁量的な行動をすることが要求されていないため、社債管理者が社債権者に対して利益相反的な行動に出る可能性は低くなる。この場合、社債管理者の義務の内容が不明確であるために想定外の責任追及をおそれて社債管理者が不必要な任務を行うことは不合理である。「事務型」の社債管理者は社債管理委託契約に定められた任務を十分に注意して行うことが要求されるため、任務遂行時に負う義務は善管注意義務であるということが出来る。善管注意義務違反の判断基準としては、会社の取締役等の経営判断原則類似の基準が考えられるところ、日本の社債管理者のほとんどが発行会社の取引銀行であり、発行会社に対して貸付を行う際に発行会社の財務状況に関する情報を収集することが通常であるため、任務の遂行に際して社債管理者に事実関係の把握を要求しても、新たな調査の負担はほとんどないと考えられる。以上のことから、「事務型」の社債管理者の義務については、誠実義務または善管注意義務の内容として、社債の管理を行うことについて必要となる事実関係の収集を怠らなかつた場合には、「誠実にすべき社債の管理を怠らなかつたこと」にあたることを明文化することが妥当であると思われる。

²⁹⁹ 江頭(編)・前掲注(26) 211-212 頁(丸山秀平執筆)。

第2款 社債権者間の対立と社債管理者の資格規定

公平義務を検討した際に述べたように、会社法の公平義務には、異なる種類の社債の管理を引き受けた場合において、各種類の社債権者を公平に扱う意味での公平義務を負うか明らかでないという問題がある。また、公平義務の内容として、具体的にはどのような社債の管理を行えば公平に扱ったとされるか明らかではないという問題もある。日本法における学説が検討していたように、発行会社が同一の社債管理者の下では、複数の種類(A回・B回など)に分けて社債を発行した場合において、こうした問題は顕在化する。つまり、このような場合に発行会社が財務危機に陥ると、A回の社債権者の要請を受けた社債管理者によりA回の社債権者のための担保設定がなされることで、社債管理者は、B回の社債権者から公平義務違反を追及される可能性がある、という問題が考えられている³⁰⁰。こうした公平義務違反の内容に関する問題は、社債管理者が裁量的な任務を行う場合に生じるものであることは、すでに指摘したとおりである。

解釈上の検討において、本稿は、社債管理者の任務の裁量性に注目して裁量性のある任務を行う社債管理者に対する公平義務として、少なくとも一方の社債の社債管理者を辞任することが要求されることを述べてきた。公平義務が問題となるのは、社債権者が裁量性のある行動をとることで社債権者間の利益相反問題が顕在化する場面である。このため、公平義務の内容が現実的に問題となって現れるのは、発行会社が財務危機に陥った場合に限定されると考えられる。

こうした場面における公平義務の内容については、アメリカの信託証券法における規定が参考になると思われる。信託証券法では、デフォルト事由が顕在化した場面において、受託者の欠格事由が規定されていた。その内容の一つとして、異なる種類の社債につき、社債の受託者が社債の管理を行っているということが含まれていた。

こうした信託証券法の欠格事由の規定にならい、同一の発行会社による内容の異なる社債について社債管理者となることは、次のような立法上の示唆を与えるものである。つまり、会社法の規定として、発行会社の財務危機の発生時において、社債管理者の辞任事由となるという旨の辞任規定を新設することが考えられる。ここで、会社法に社債管理者の辞任の規定を導入すると、社債管理者が辞任した種類の社債については、発行会社の財務危機の発生後に新たな社債管理者を置く必要が生じうる。このため、こうした辞任規定を導入するためには、後任の社債管理者のスムーズな選任を促すことが重要となる。このため、辞任規定を検討する際には、後任の社債管理者の選任をどのように対処するかということを考える必要がある。

会社法において、後任の社債管理者の選任については、会社法711条が規定している。それによると、社債管理委託契約に後継者の定めがある場合は後任の社債管理者はその者となること(2項)、および、こうした定めのない場合は、社債管理者は辞任時において後任の社債管理者を指定しなければならないこととされている(1項、3項)。こうした規定の存在

³⁰⁰ 江頭(編)・前掲注(26)138-139頁(藤田友敬執筆)。

は、後任の選任についても社債管理者による管理行為の一環とされることを意味している。このような規定の下では、社債管理者が後継者を設置せずに辞任することに対して、会社法の善管注意義務違反となるものとして処理することが十分に可能であると思われる。

こうした社債管理者の辞任事由の規定を導入することで、社債管理者は自己の担当する種類の社債権者の社債を管理するに当たり、公平義務違反をおそれて任務を行う必要がなくなる。このため、社債管理者が他の種類の社債権者からの責任追及をおそれて柔軟な対応をすることができない状況に陥るといって、学説が指摘する問題も解消されるものと思われる。

第3款 会社法710条の損害賠償規定

会社法710条2項は、発行会社が社債の償還や利息の支払いを怠り、若しくは発行会社に支払いの停止があった後、またはその前3か月以内に、社債管理者が発行会社から債権の回収等を行った場合、社債管理者は社債権者に対して損害賠償の責任を負うことを規定している。社債管理者は、同項但書が規定する「誠実にすべき社債の管理を怠らなかったこと」を証明した場合は、損害賠償請求を負わないものの、誠実義務違反がないことを証明できなかった場合には、社債権者の受けた損害の全額について損害の賠償をしなければならない。すでに述べたように、こうした「オール・オア・ノン」の解決を規定した会社法710条に対して、学説は、「誠実にすべき社債の管理」の内容が一般的であり証明すべき内容が不明確であるため、証明に失敗した場合の損害賠償のリスクを考えて、社債管理者が債権の回収を行にくい問題があることを指摘している。発行会社に対する債権の回収可能性の見通しが減少すると、社債管理者は発行会社に対して緊急の融資をすることに躊躇して社債権者の利益にならないことが問題視されている。

こうした議論の際に引き合いに出されるアメリカの信託証券法311条は、デフォルトの発生前3か月以内または発生後に、受託者が社債発行会社の債権者等の地位にありながら貸付金の弁済を受け、または担保の提供を受けた場合について、原則として受領したすべての金額および担保財産を分離し、特別勘定に保有しなければならないとしたうえで、特別勘定は、受託者と社債権者との間で債権額に比例して分配されることを規定している³⁰¹。こうした規定は、アメリカにおいては、以下のように受託者の法的地位と関連して説明されている。すなわち、発行会社に対して貸付債権のある者に対しても受託者の資格が認められるため、受託者は発行会社から自己の債権を回収することが認められているものの、受託者は社債権者に対して信認関係に立つため、社債権者の利益を自己の利益と同等以上に扱わなければならないのである。会社法の社債管理者は信託の受託者ではないため、受託者の法的地

³⁰¹ 例外的に、回収した利益が特別勘定に含まれない場合についても、信託証券法は詳細な規定を行っている。本稿第3章の信託証券法の「優先的弁済受領の制限」の項目を参照。

位と関連して説明される信託証券法 311 条の規定を解釈によって導入することは困難であり、こうした規定を立法によって導入することの是非が検討されているのである。

ここで、信託証券法 311 条の按分ルールについては、発行会社の財務危機時において受託者に積極的な債権回収行動を取るインセンティブを与えており、積極的な回収行動によって社債権者の利益をもたらす規定であることが指摘されている³⁰²。受託者は、回収した利益に対して債権額に比例して自己の持ち分を有するため、回収額が大きくなればなるほど自己の取り分も大きくなる。このため、受託者には発行会社の財務危機時においても、積極的に債権を回収する誘因が与えられる。また、受託者の回収額が大きくなればなるほど、特別勘定が大きくなるため、社債権者の利益も大きくなる。このように、信託証券法 311 条の規定は社債管理者の債権回収行動を積極化させることにより社債権者の利益を図る機能を有していることが指摘されている。このように、信託証券法 311 条の規定には社債権者保護のために合理的な内容であるということができると、会社法を改正してこうした規定を導入することは妥当なものと思われる³⁰³。こうした規定を導入することは、誠実義務違反に該当する場合の損害額の算定等の困難な問題を回避できるメリットもあるため、規定を導入することの妥当性もあるものと思われる³⁰⁴。また、こうした規定を導入する際には、信託証券法が適用除外として規定している特別勘定に含まない場合についても明文によって導入することが必要となるものと思われる。具体的には、特別勘定に組み入れられない適用除外に該当する場合の例として、「デフォルト後またはデフォルト前 3 か月以内に、社債管理者が債権を取得した場合、債権を取得した時点においてデフォルトが 3 か月以内に発生することを信ずべき合理的事由が存在していなかったことを社債管理者が証明した場合」を規定することなどである。

³⁰² 森・前掲注(19)233 頁以下を参照。

³⁰³ 岩原・前掲注(57)44-45 頁。

³⁰⁴ 岩原・前掲注(57) 44 頁。

終章 これまでの議論の総括と残された課題

これまで見てきたように、本稿の議論は、社債管理者の利益相反問題に対して、社債管理者の任務内容は多様であり、社債の発行会社や社債市場においては、要求される専門性から発行会社の緊急時における裁量性において多様な社債管理者に対するニーズがあるのもかわらず、会社法の規定や学説の議論がこうした任務内容に対応して社債管理者の義務の内容を論じてこなかったことを問題提起として論じた。そして、本稿の目標は、社債管理者の義務の内容などの利益相反規制について、社債管理者の任務の内容や発行会社の財務状況、および対立する利益の主体に対応して利益相反関係を捉え直すことで、会社法の利益相反規制を明確化し、また利益相反問題に対する適切な実務対応の在り方を検討することであった。その際、会社法の社債管理者制度の模範となったアメリカ信託証券法の受託者制度を参照し、信託証券法の受託者の利益相反問題を扱った裁判例や学説の議論を検討して、本稿の目標である利益相反規制の明確化に対して、会社法の解釈上および立法上の示唆を得るための検討をしてきた。

本章で検討した会社法の解釈上および立法上の検討について主な結論を整理すると、以下のようになる。

まず、社債管理者が社債権者に対して信認関係上の義務を負うことを社債管理委託契約に記載した場合や、社債管理者の任務内容に裁量性があり、任務の結果が社債権者の利益にとって重大な影響を及ぼす場合、こうした「裁量型」の任務を行う社債管理者は、異なる社債の社債権者の利益対立が問題となる際の公平義務の内容として、いずれか一方の社債の社債管理者を辞任することが要求されると解される。以上の解釈は、社債管理者の辞任規定により、社債管理者が異なる種類の社債権者の社債を管理する場合において、発行会社に財務危機が生じたならば、当該社債管理者はいずれか一方の社債の社債管理者を辞任しなければならないとする規定を導入することで具体化されるべきである。

また、「裁量型」の社債管理者は、誠実義務の内容として、発行会社に対する取引において社債権者の利益を自己の利益の下に置くような取引をしてはならないことが要求されるものと思われる。他方で、社債管理者が社債管理委託契約により社債原簿の管理や利子の支払いなど事務的な任務のみを行う「事務型」の社債管理者である場合、こうした任務に際して公平義務の問題が生じることはなく、また、誠実義務の内容は、社債の管理者として当該事務的な任務につき十分な注意を尽くすことが要求されるために実質的には善管注意義務と等しくなると考えられる。会社法の立法上の議論としては、こうした善管注意義務の内容として、事務的な任務を行う社債管理者の判断につき、「裁量型」の場合とは異なり、社債管理者の免責事由を定めることを認めることなどが考えられる。

会社法 710 条の損害賠償規定については、アメリカ信託証券法 311 条の規定をならい、発行会社のデフォルト事由発生前後の一定期間に社債管理者が回収した金額を特別勘定に組み入れ、社債管理者と社債権者の間で按分することを立法によって導入するべきである。

こうした規定は、社債管理者による融資回収の見通しを高めるため、発行会社に対する社債管理者の融資を積極化する点や社債管理者の債権回収の積極化により特別勘定が増加することが期待できる点で、社債管理者および社債権者双方の利益になるためである。

さらに、情報障壁を設置することで利益相反問題を解消しようとする実務慣行に対しては、発行会社に対して貸付債権を有するメインバンクに対しても社債管理者の資格が認められる以上、情報障壁を設けること自体は問題とはならないと考えられる。もっとも、社債管理者が実際に遮断すべき情報とは、社債管理部門から融資部門への情報の流れである。こうした方向の情報の移動は、社債管理者となった銀行による、利益相反取引を助長する恐れがあるためである。

社債管理者の任務内容と情報障壁については、次の点を指摘することができる。まず、社債管理者に対して「裁量型」の任務の一環として積極的な発行会社への調査が要求される場合がある。こうした社債管理者については、取得することのできるより多くの情報を社債権者のために利用することが要求されると考えられる。このため、社債管理者となったメインバンクは、情報障壁を設けるとしても、社債管理部門から融資部門への情報を遮断するための情報障壁を設置することが適切であると思われる。

以上のように、社債管理者の利益相反問題に対する本稿の姿勢は、利益相反問題の場面と社債管理者の任務内容に注目するものである。そして、社債管理者を「裁量型」と「事務型」に区分したうえで、それぞれの社債管理者につき利益相反問題の在り方を論じるものである。

このように任務内容に対応した義務を負うと考えることで、社債管理者は、任務内容の区別に従った義務を負うため、社債の管理の任務を行うに際して自己の行動が義務違反に当たるか否かの予測可能性を保つことができるようになる。このため、責任が追及されうる範囲が明確になり、過不足なく任務を行うことができるようになるものと思われる。また、信用リスクのある発行会社の社債についても、任務内容の多様性に対応した義務の内容を考えることが有用であると思われる。たとえば、機関投資家などの一部の投資家にとっては、信用リスクのある企業の社債に対するニーズも存在している。こうした場合には、デフォルトの危険性をはらんだ投資が行われるため、裁量性を発揮できて社債管理に対する能力の高い社債管理者が社債の管理をすることが要求されることが想定できる。

こうした信用リスクを含んだ発行会社による社債発行は、社債管理者による裁量的な対応能力を高めることで、社債による資金調達の実施を積極化することが予測されている³⁰⁵。任務内容の多様性に対応した義務の内容を考えることで、社債管理者に期待される役割を明確化して、日本における社債市場の活性化に向けた取り組みの一助となることが期待できるものと思われる。

これまで検討してきたように、商法改正や社債市場の変化を通して、社債管理者に対する

³⁰⁵ 社債管理者をめぐる制度改善の方策については、日本証券業協会(編)・前掲注(128)23頁以下を参照。

役割への期待は多様化している。本稿では、社債管理者の利益相反問題を検討するために、会社法における社債管理者制度の形成に関する範囲で、こうした歴史的な変化を検討してきた。

本稿に残された課題としては、平成 5 年商法改正以前の社債の受託者についての任務内容を研究することが挙げられる。特に、担保付社債信託法における受託者制度や、戦後変遷してきたメインバンク制度との関係において、主要な社債管理者である銀行に対して、期待される役割やメインバンクとして果たしてきた役割について、研究していくことが必要になると思われる。こうした歴史的な研究を通して、日本における社債管理者に期待される役割と、それに対応する義務の内容を検討していくことが、社債管理者の適切な任務遂行を考える際に重要になると思われる。