



HOKKAIDO UNIVERSITY

Title	発行会社の財務危機時における社債管理者の裁量権行使：利益相反規制を手がかりに
Author(s)	高橋, 周史
Citation	北大法政ジャーナル, 20, 121-152
Issue Date	2013-12-16
Doc URL	https://hdl.handle.net/2115/54023
Type	departmental bulletin paper
File Information	No20-5Takahashi.pdf



発行会社の財務危機時における社債管理者の裁量権行使 —利益相反規制を手がかりに

たか はし しゅう じ
高 橋 周 史

目 次

1. はじめに	123
2. 日本における議論の概況	123
2.1利益相反規制についての学説	123
2.2利益相反規制を対象とした裁判例	124
2.3小括—問題提起と検討の対象	127
3. アメリカ法	128
3.1利益相反規制	128
3.1.1デフォルト前（315条(a)項1号・2号）	128
3.1.2デフォルト後（315条(a)項3号）	128
3.1.3優先的弁済受領の禁止	129
3.2信託証書法の受託者の法的地位	130
3.2.1デフォルト前の裁判例	130
3.2.2デフォルト後の裁判例	135
3.2.3裁判例の小括	138
3.3受託者の法的地位についての学説	138
3.3.1信認関係の受託者とする見解	138
3.3.2契約当事者とする見解	139
3.4特別受託者による受託者の権限拡大	140
3.5アメリカ法の小括	142
4. 日本法への示唆	143
4.1日米法制度の差異	143
4.2具体的な権限・義務規定の検討	143
4.3特別受託者制度の検討	148
4.4おわりに	149

1. はじめに

会社法は、社債管理者の義務規定、賠償責任規定として、それぞれ704条、710条に、一般的内容を含んだ条文を置いている。本稿は、社債管理者が、社債権者から、一般的義務規定の違反を理由とする責任追及がなされることをおそれて、社債発行会社を財務危機から救済するための裁量的対応を行いにくい問題があることを指摘して、アメリカ法を参考に、この問題への立法的解決を提示することを目的とする。

会社法は、社債発行の際に社債管理者の設置を義務付けており、実務上、発行会社の取引銀行が社債管理者に就任する慣行がある。社債管理者となった取引銀行は、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。このため、ひとたび発行会社が財務危機に陥ると、社債管理者は、社債権者の社債の管理を行いつつ、自己の貸付債権も有するため、社債権者との間で利益相反関係に立つことになる。社債管理者には、一般的に、発行会社との間で定められた社債管理委託契約の「財務上の特約」に基づく約定権限として、期限の利益を喪失させる権限が与えられるため¹、利益相反規制が適切になされなければ、社債管理者が自己の債権保全に都合がよいようにデフォルトの時期を操作し、社債権者の利益を犠牲にする危険が生じる。このことから、社債管理者の義務規定には利益相反行為の規制が要請される。

他方で、発行会社に期限の利益喪失事由が存在しても、社債管理者が直ちに期限の利益を喪失させてデフォルトに追い込むことが、社債権者の利益につながらないこともある。このような場合、社債管理者は、社債権者の利益のために期限の利益喪失宣言を行わず、発行会社の財務状況を見て救済融資を行うなどの裁量的な判断をすることがある。このため、社債管理者の義務規定には、債権者の利益となる社債管理者の裁量的判断を抑制しないことも要請される。

このように、社債管理者の義務規定には、発行会社の財務危機時において、①貸付債権の回収や

担保の設定により、社債管理者が社債権者の利益に優先して自己の利益を追求することを抑止すること、②社債管理者が社債権者の利益にかなうように裁量権を行使して社債の管理を行うことを阻害しないことが要請される。本稿では主に②について、会社法の規定が不明確であることにより、社債管理者が裁量権の行使に消極的になることを問題として、立法によって規定を明確化することで、社債管理者の裁量権行使を行いやすくする方法を検討していく。

以上の問題意識の背景を詳説するために、本稿では第2章において、会社法の社債管理者の利益相反規制が適切かを論じる学説の議論と裁判例を検討する。第3章では、アメリカの信託証書法において社債管理業務を行うものと規定される「受託者」を対象として、信託証書法の利益相反規制がデフォルト前後で異なる規定内容を有することとその背景、および規定の問題点について判例・学説の検討を通して明らかにする。第4章は、信託証書法の規定やアメリカの学説の議論の成果を日本法に導入する妥当性の検討を行い、社債管理者の権限・義務規定の内容の不明確性に起因する裁量権行使への消極的態度の問題の解決に向けた立法案を提示する。

2. 日本における議論の概況

2.1 利益相反規制についての学説

社債管理者の約定権限行使の際の裁量的判断について学説が主に論じるのは、会社法の利益相反規制の内容が不明確であるために、社債管理者の裁量的行為を阻害していることへの批判である²。ここで、裁量権行使の阻害を問題視するということは、社債権者の裁量権行使自体に対する肯定的な評価が前提とされている。その根拠は、社債管理者となる発行会社の取引銀行こそが、発行会社に対して最も高い調査能力を持ち、また救済を行う十分な資力を有するため、取引銀行が最も適切に発行会社の財務危機に対応できるためであるとされる。会社法が、社債発行の際の社債管理

者の原則強制設置規定を置き、社債管理者の資格規定において貸付債権者を排除していないのは、こうした取引銀行の能力を活用するためと理解されている（会社法703条参照）³。以下では、会社法が取引銀行の能力に対する信頼を前提としているものとして、学説の議論を検討していく。学説の批判する規定内容の不明確性とは、具体的には、社債管理者の公平誠実義務、善管注意義務、損害賠償責任の規定⁴についてのものである。

まず、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⁵。この規定に対しては、①一般的内容の条項であり、具体的な内容は裁判所による解釈に委ねられており法文上明確ではない点や、②特に公平義務について、異なる種類の社債の管理を引き受けた場合、各種類の社債権者との間でも公平義務を負うか明らかでなく、仮にこれを肯定した場合には「公平」の内容がはっきりしない点について、批判がなされている⁶。この不明確性のため、発行会社の財務危機時に、社債管理者は裁量的な救済融資を行いにくくなるとされる。具体的には、発行会社の財務危機の場面において、社債管理者は裁量権により担保を設定して救済融資を行うことが社債権者の利益になると考えても、結果的に救済に失敗すれば、社債権者から担保設定について誠実義務違反の責任を追及される可能性があるため、救済に失敗した場合のリスクを考えて救済融資の判断に躊躇することが指摘される⁷。

次に、損害賠償責任規定（会社法710条）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。これに対しては、①2項但書の免責要件が一般的で法的安定性を欠くという批判に加えて、②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⁸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される⁹。「オール・オア・ノン」の解決とは、発行会社から弁済の受領や担保の提供を受けることが、誠実義務違反と判断され、受領した全額につき社債権者に損害賠償責任を負うか、これらの行為を行うことが誠実義務違反に該当しないと判断され、受領した利益のすべてについて社債管理者のものとなるか、いずれかしかないことを指摘するものである。「オール・オア・ノン」の解決は、発行会社のデフォルト3か月前（710条2項本文）を基準時として、この時点以降になされた社債管理者による弁済の受領や担保の設定に適用される。このため、当該期間内に社債管理者が発行会社の財務危機時に担保を設定して救済融資を行うと、形式的には社債権者と利益相反関係に立ち、710条により立証責任が転換されるため、社債管理者は誠実義務違反の不存在を証明できなければ、担保設定から得た利益の全額を損害賠償に充てなければならないことになる。学説からは、こうした規定の下では、社債管理者は、救済融資の実施など発行会社の財務危機時の際の裁量権行使に対して消極的にならざるを得ず、社債管理者が裁量的判断を行うことによって早期に発行会社の財務危機を救済するという利点が制約されるという指摘がなされている¹⁰。

以上の学説の批判を要約すると、社債管理者の義務内容が一般的であり、また、免責事由の内容が不明確であり、かつ証明に失敗した場合のリスクが重大な規定であることから、発行会社の財務危機時の救済という取引銀行の能力が最も活用されるべき場面において、社債管理者の裁量権行使が妨げられることが問題ということになる。

2.2 利益相反規制を対象とした裁判例

この節では、社債管理者の利益相反について、具体的な裁判例では一般的規定に関する判断はどのようになされているか、裁判例を検討する。学

説の議論が、利益相反規制の不明確性が社債管理者の積極的な裁量権行使の妨げとなっ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、紹介する裁判例の意義を概説する。

まず [1] [2] 事件については、社債管理者の誠実義務違反が争点となった事件であり、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。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意義があると考えたため取り上げた。次に、[3] 事件では、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。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場合、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についても善管注意義務違反の問題が生じるかを検討するために取り上げた。

[1] 名古屋地裁平成19年9月25日判タ1336号 207頁

株式会社マイカル（以下、マイカル社）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。マイカル社は、資金調達のために、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、マイカル社は、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、マイカル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、マイカル社の再建計画は功奏せず、平成13年9月14日にマイカル社が民事再生手続の申立をしたため、マイカル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、マイカル社の破綻の1か月前である平成13年8月15日にマイカル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（社債管理会社が誠実に為すべき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り、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して、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マイカル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）に当たり得るというべきである。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くとも融資を得られず、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、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）

株式会社ペイントハウス（以下、ペイントハウス）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。ペイントハウスとY銀行間の社債管理委託契約では、ペイントハウス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。ペイントハウスは、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、ペイントハウスに対して、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。ペイントハウス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。ペイントハウスは、裁判所の許可を得て社債権者集会を開催し、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、①ペイントハウス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社債管理会社の地位にある者による、自己の貸付債権についての期限の利益喪失の意思表示についても、社債管理会社であることから直ちに債権者として履行遅滞に陥っている社債発行会社に対して期限の利益を喪失させる行為をも制限されると解することはできないことを理由に、自己の貸金債権の期限の利益喪失宣言につき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。

〈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、免責の基準としては、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。この点、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が¹¹、本判決は、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による救済融資への消極的態度を懸念して、こうした見解は受け入れなかった。したがって、本判決では、救済融資の判断につき社債管理者の裁量的判断を広く認める趣旨が示されており、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ある程度明確なものとしたものであると評価できる。

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。この裁判例では、善管注意義務の問題が、社債管理委託契約の直接規定していない事項に及ぶ余地を完全には否定していない。しかし、裁判例は、契約に規定されない事項として原告が争った期限の利益喪失宣言の適切性の判断は行わず、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義務違反には当たらないと判断したのである。

したがって、本判決は、社債管理者の善管注意義務違反の判断基準として、社債管理委託契約の内容に違反するか否かだけを基準としたものであり、社債管理者の取引銀行としての能力が発揮されるか否かは、社債管理委託契約の内容に社債管理者の裁量的な権限および義務が規定されるか否かにかかっている点で、契約における当事者意思を尊重するものと評価できる。他方で本判決は、規定が明確であるだけでは社債管理者の能力は活用されないことも示している。本稿は、社債管理者の取引銀行としての能力を活かした裁量権行使を推進する方法を検討することを目的とするため、社債管理者の裁量権行使を積極化するような規定の明確化の方法を検討していく。

2.3 小括—問題提起と検討の対象

社債管理者には、発行会社の財務状況に精通した取引銀行が就任し、財務危機の際に、社債権者のために裁量権限を行使して救済融資などを行うことが期待される。もっとも、利益相反規制が一般的条項であることや損害賠償規定が「オール・オア・ノン」であることによる社債管理者の裁量権行使への消極的な態度の問題により、取引銀行の能力は活用されていない。

これまで検討してきたように、社債管理者の裁量的判断がなされない原因は、会社法の利益相反規制の規制内容が不明確なためである。そこで、社債管理者が裁量的判断を行い、取引銀行の能力

をいかに発揮できるような形で、会社法の利益相反規制を具体化する必要があるものと思われる。

3. アメリカ法

第3章では、利益相反規制の具体化を行う際の手掛かりを得るためにアメリカの信託証書法と裁判例・学説を検討する。具体的には、発行会社の財務危機時における受託者 (trustee)¹²の裁量権行使に対する法規制が、発行会社のデフォルト前後で異なっていること、および異なる規制を行う根拠がデフォルト前後の受託者の法的地位の相違 (契約当事者か信託の受託者か) と結びつけて説明されていることを示す。また、信託証書法の規定から生じる弊害を克服しようとする近年の学説の試みも検討する。なお、本稿における信託証書法の日本語訳は、日本証券経済研究所『新外国証券法令集 アメリカ (Ⅱ)』(2008)の「1939年信託証書法」(1頁以下)に従った。

3.1 利益相反規制

信託証書法は、利益相反規制として、義務規定と賠償責任規定に加えて、資格要件の中に一定の受託者についての欠格事由を規定している。日本法と比較した場合の規定の特徴は、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の程度を設定している点と、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する点にある。欠格事由については、1990年改正により310条の欠格事由がデフォルト後に発生するものとされた。受託者は、列挙された利益相反関係が生じた場合、それを確認した後90日以内に、①当該利益相反状況を排除するか、②辞職しなければならない¹³。以下では、信託証書法の特徴に従い、デフォルト前後で分けて、具体的な規制の内容を検討する。

3.1.1 デフォルト前

まず、義務規定の内容としては、①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とする条項を信託証書¹⁴に入れることができると規定し、②2号が、受託者は、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については、悪意でない限り、真実であると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義務を負わず、発行会社の提出資料をそのまま信じてよいとされている。受託者は、もっぱら明示された義務を履行するためだけに権限を行使することが予定され、信託証書の規定外の行為の結果、社債権者に損害が発生した場合は、行為の際の注意義務の程度が高まり、免責は認められにくい。このため、デフォルト前の受託者は、信託証書に規定されていない権限を行使するには、社債権者と協議して信託証書に権限を新たに規定した上で、規定に基づく権限行使をするべきとされる¹⁵。信託証書法がこのようなデフォルト前の受託者の権限・義務の限定を認める合理性は、デフォルト前の受託者に対して支払われる受託手数料を低く抑えられることから説明される¹⁶。

次に、欠格事由については、1990年信託証書法改正により、デフォルト前には信託証書法310条の規定する欠格事由は発生しないものとされた。これは、デフォルト前の受託者の業務が社債権者名簿の管理や利息の支払い等の事務的事項に限定され、裁量権行使の余地がないため、社債権者と利益相反的な関係にあっても、対立が表面化しないためである¹⁷。欠格事由の具体的内容は次節で述べる。

3.1.2 デフォルト後

まず、義務規定の内容としては、①受託者は原則として、信託証書中に、受託者の故意による不法行為責任や過失による作為・不作為の責任から、受託者自身を免責する条項を設けてはならない¹⁸とされている。例外的に受託者の注意義務違反が免責されるのは、(1)事実の確認について過失がない限りにおいて、善意により行った判断

に誤りがあった場合、(2)当該社債の過半数の元本額を有する社債権者の指示に従って善意で行った行為の場合という、信託証書法の定めた二つの場合に限られる¹⁹。②また、受託者の注意義務の程度が加重されている。受託者は、信託証書によって付与された権限を行使するにあたって、「慎重な人 (a prudent man)」が自己の業務を遂行する場合と同一の注意と技量をもって行うことを要求される²⁰。さらに、③受託者は社債権者に対して、デフォルト発生から90日以内に、発行会社から知らされた全ての情報について、通知を行わなければならない²¹。もっとも、信託証書で定めたあらゆるデフォルトについて通知を要求すると、かえって社債権者を害する可能性があるため、信託証書法は、社債の償還や利息の支払い等を除くデフォルト事由について受託者が善意で社債権者の利益になると判断した場合、通知を行わなくても免責されると規定している²²。これは、デフォルトの通知について受託者に裁量的判断を認めた規定と理解されている²³。②で挙げた「慎重な人」は、株式会社の取締役など、信託関係の受託者の注意義務の基準であり、デフォルト後の受託者の義務は、信託の受託者の義務の水準まで高められたものである²⁴。

次に、欠格事由（信託証書法310条(b)項）の該当性については、主に4つの類型に整理される²⁵。①同一の発行会社の2以上の別の社債の信託証書について受託者になる場合（1号）である。この点、日本の学説が公平義務に関して、異なる種類の社債権者の問題があることを指摘していたが、アメリカではこの規定があるため、デフォルト後の受託者について、異なる種類の社債権者の社債の管理における義務違反が問題となる余地はない。②受託会社と発行会社または引受人との間に取締役等の兼任関係がある場合（2-4号）、③これらの者の間に一定割合以上の議決権保有関係がある場合（5-9号）、④受託者が発行会社に対して債権を有している場合（10号）。アメリカでも受託者には発行会社の取引銀行が就任する場合がほとんどなので、デフォルト後は④に該当する。もっとも、ア

メリカの実務では、デフォルトの発生以前に後継受託者を指名して辞任することが一般的とされる²⁶。

3.1.3 優先的弁済受領の禁止

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。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²⁷。受託者の取り分が認められる理由は、デフォルト前の受託者が発行会社に貸付債権を有していても欠格事由としないことから、債権者としての債権回収の権利を、法が認めているためである。債権額に応じて按分されるのは、受託者には貸付債権を有し、回収する権利があるが、社債権者と利益相反関係にある場合、信託の法理により、少なくとも受益者を自己と同様に扱わなければならないことを根拠とする²⁸。

311条の適用除外となる弁済の受領等は、以下の場合である。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、実行して得た手取金につき、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（救済融資を可能とするための例外規定）、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の場合。

このように、信託証書法は、デフォルトの前後で受託者の義務規定・資格規定について異なる内容を規定している。そして、信託証書法がデフォルト前後で規制をする根拠は、その前後で受託者の法的地位が異なるためであるとされている。そこで次に、受託者の法的地位について言及した判例・学説を具体的に検討していく。

3.2 信託証書法の受託者の法的地位

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検討する。以下では裁判例をデフォルト前、デフォルト後に分けて検討するが、区別の基準となる「デフォルト」の意味を示しておく。信託証書法においては、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になっている²⁹。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経準として、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。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を規定することが通常であることから、本稿のデフォルト前後の区別は発行会社の財務危機発生前後の区別と対応する。

3.2.1 デフォルト前の裁判例

[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なう旨の通知を行なった。なお、争いのない事実として、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の責任を追及した。

〈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³⁰。もっとも、本件は発行会社のデフォルトとは無関係の裁判例であるため、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論旨がデフォルト前後を問わず受託者の法的地位一般について指摘したものといえるかまでは明らかでない。

[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、償還を行な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。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ドルであったとされる。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た。

〈判決〉裁判所は、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なう際に、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うえで、受託者にはそのような義務はないと判断した。その理由として、①Schroder銀行が、信託証書の規定に違反した証拠はないことや、②直接の利益相反の場合を除き、Schroder銀行が通知を行なわなかったことで私的に利益を得たことの証拠がないことを挙げた。そして、原告の主張は、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だが、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、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、裁判所が、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号を挙げて、受託者は黙示の義務を負うものではないとしている点で、本判決は、受託者一般の法的地位を論じておらず、デフォルト前の受託者について契約当事者に近い立場として理解することを明らかにしたものといえる。

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

Interstate Department Stores, Inc. (IDS社)は、1967年8月1日、The Bankers Trust Company (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(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(本件最大貸付額の合意)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た。

〈判決〉裁判所は、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つである。

裁判所は、①②についてはこれまでの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。そして、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ことから、受託者の義務を明示された範囲に限定できるのは、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するためであるとして、受託者の信託義務を肯定した。さらに、社債権者はこうした黙示の信託義務についても私訴権を有することを認めた。

そして、③については、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について、信託証書法および信託関係上の義務違反の有無が検討された。裁判所は、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は信託証書法の違反には該当しないとした。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

とした。そして、「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、裁判所は、受託者には故意による信託義務違反があったとして、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³¹。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、制定過程で意図された受託者の義務の程度に到達するには、信託証書法の義務だけでは足りず、信託関係上の黙示の義務を加える必要があるとしている。本判決は、こうした制定過程で意図された義務の程度を根拠にして、受託者の法的地位を信託の受託者と理解しているといえる。

また、本件は受託者が貸付債権を現実的に有しており、利益相反関係が顕在化した裁判例であるため、本判決は貸付債権を持つ場合に限って信託義務が問題となりうると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。このことは、

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ことを示しているため、受託者は貸付債権の有無にかかわらず信託義務を負うと判断されたといえる。このように解すると、受託者は、信託証書法の義務違反の有無、信託義務違反の有無の二段階で、義務違反を判断されることになる。

[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、社債権者に対して、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、社債権者の転換権行使の同意を求めている。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、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よう交渉することを要求した。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

社債権者らの交渉に応じず、2月29日の株主総会では、当初の予定通りにコンピュータ機器の売却を議決した。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、社債権者により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に、信託義務違反があるとして、受託者の責任を追及した。

〈判決〉本稿では、受託者の責任に関する判断のみを紹介する。裁判所は、受託者の義務は、信託証書法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、義務として課せられていないことを示した。そして、受託者であるNew York銀行が、信託証書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、受託業務の範囲である。本件のコンピュータ機器売却の是非の判断については、信託証書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、そ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られる。他方、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、転換比率を検討して社債権者の承諾権限の喪失にふさわしい内容であるか判断することも、受託者の業務に含まれると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、信託証書に直接規定された事項に限定されることを示した。

[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况に陥っており、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契約であると解して、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契約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的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。裁判所は、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。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。受託者を契約当事者と理解する実質的な理由を述べた判決として意義があるものと思われる。

〈デフォルト前の裁判例の整理〉

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的に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。受託者を契約当事者と理解する根拠としては、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した受託者の意思を尊重するためとした裁判例があった ([5])。

第二は、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される。裁判例 [3] は、このような立場に立ったうえで、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内容を持つ場合に、受託者は信託義務に違反すると判断した。受託者を信託の受託者と理解する根拠としては、裁判所は、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る。

第二の立場をとる裁判例 [3] の判断は、脚注 (28) で引用した文献が指摘するように、デフォルト前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る。したがって、裁判例の一般的傾向としては、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取られているものと思われる。

3.2.2 デフォルト後の裁判例

[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きにかかる費用程度（30万ドル）である一方、倒産手続き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〉裁判所は、まず、過去の判例を参照して信託証書の受託者は、信認関係における受託者としての義務を負うことを示したうえで、受託者の行為が受託者としての義務を満たすか否かを判断するものとした。そして、①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以上、受託者は忠実義務違反の責任を負うとした。

〈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き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。裁判所は、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認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³²。

[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とうえで、受益者との利益相反関係の下では貸付金の回収は行な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とうえで、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、その後に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³³。

[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。その内容としては、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 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日の融資の時点で、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、受託者の信認義務違反の責任を追及した。

〈判決〉裁判所は、①被告のFNCBが、受託者は信託証書法の規定についてのみ責任を負い、信認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、信託証書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認関係から生じる忠実義務を負うとした。また、②信託証書法は、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、信託証書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認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、受託者の信認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、受託者の信認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、信託証書によ

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、信託証書法制定前の判例法によって認められてきた信託義務が、信託証書法制定後に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、信託証書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おり、倒産手続の先送りについて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。

〈デフォルト後の判例の整理〉以上で検討してきたデフォルト後の裁判例においては、信託証書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。裁判所の判断は、いずれも、デフォルト後の受託者は、信託証書で明示した義務に加えて、社債権者との間の信託関係から生じる信託義務を負うとするものであった。信託義務違反を認める具体的な基準については、裁判例 [6] では、社債権者と利益相反関係に立つ受託者が、社債権者の利益としない行為を行うことで足りるとして、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。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、受託者の信託義務違反が認められた。

3.2.3 裁判例の小括

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。デフォルト前の受託者については、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、社債権者との信託関係から生じる黙示の信託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。

他方、デフォルト後の受託者については、社債権者に対して信託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、社債権者との信託関係から生じる黙示の信託義務が認められるとする。裁判例が黙示の信託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を検討すると、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託義務が、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ためである。

3.3 受託者の法的地位についての学説

信託証書法の受託者の法的地位に関する学説については、契約当事者としての地位と信託関係の受託者としての地位の関係について、1939年信託証書法の制定以来、学説の対立がある。受託者の地位の議論は、発行会社に債権を持つ銀行等に受託者の資格を認めることの是非のなかで論じられてきた。以下では、こうした議論を検討して、受託者の法的地位がどのように解されているのかを見ていく。

3.3.1 信託関係の受託者とする見解

第一の見解は、デフォルト前後を問わず、受託者は信託関係の受託者としての義務を負うとするものである³⁴。この見解は、受託者の資格要件について、貸付債権者が受託者に就任して「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する。信託証書法315条(a)項1号が、受託者の義務を信託証書に明示された範囲に限定したことについては、1939年の信

信託証券法制定以前から信託関係の受託者に課されていた信託義務が制定後の受託者にも課されるため、デフォルト前の受託者は、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。

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³⁵。1920年代以降、無担保社債の発行が増加し、社債発行総額に占める無担保社債の割合が高まっていったが³⁶、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、信託証券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。信託証券法の制定は、社債権者保護の問題を受けて行われたSEC委員会の報告書を契機としており、報告書の内容には、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にふさわしい忠実義務を課すること、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る。この見解は、こうした信託証券法制定の沿革を根拠に、信託証券法の受託者は信託関係の受託者としての法的地位を有するとするのである。なお、この見解に沿った欠格事由の修正案が1976、77年の2度にわたりアメリカ法律協会において提出されたが、いずれも否決され信託証券法の改正には至らなかった³⁷。

3.3.2 契約当事者とする見解

これに対して、第二の見解は、デフォルト前の受託者は、契約当事者としての義務を負うに過ぎないとするものである³⁸。この見解は、信託証券法制定以前の1928年に、学説によって主張された

ものであるとされる³⁹。これによると、信託証券の受託者は伝統的な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、信託証券によって義務付けられたものとされた、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。

信託証券法の制定以降、この見解は、主に以下の3点を根拠に、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、信託証券法は利益相反関係の完全な排除までは要求しておらず、利益相反の発生を前提に、311条の優先的弁済受領の制限規定などによって対処することを予定しているとする。②次に、アメリカにおいても、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、社債権者の利益にかなうとする。③さらに、受託者のデフォルト後の業務が受託業務全体のうちのごく一部に過ぎず、それほど重要な業務ではないことも、根拠の一つとして挙げられる。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事項に割かれており⁴⁰、また、実務において発行会社が受託者を選任するときに注意することは、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であり、デフォルト時の処理能力ではないとする。

この見解は、財務状況の把握能力や救済融資を行う資力、また受託業務など、発行会社の取引銀行が現実に行っている機能を根拠に、取引銀行に受託者の資格を認めなければ社債権者の利益にはならないとして、貸付債権者の受託者資格を肯定するものである。信託証券法315条(a)項1号が信託証券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の事務的性質からは利益相反が生じえないことに求めることができる。このた

め、デフォルト前の受託者を信認関係の受託者とする理由は存在せず、信託証書法の規定通りに、受託者は、契約による権限・義務にのみ拘束される契約当事者と理解されるのである。

もっとも、デフォルト前の受託者を契約当事者とする見解も、デフォルト後の受託者の法的地位については一致をみていない。

第一に、裁判例 [7] と同様に、デフォルト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⁴¹。デフォルト後は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するため、信託証書法315条(c)項により契約当事者としての免責は許容されず、また受託者の注意義務の程度が信託の受託者の程度まで加重され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、前述した信託証書法制定の意図に沿ったものであり、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る。

これに対して、第二に、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ある。これによると、受託者は、信託証書法315条によって権限の拡大なく義務だけが加重されたことになる。この立場からは、次のような指摘がなされている。もし信認関係の受託者の法的地位を有するならば、会社の取締役のように、受託者は通常有する業務執行についての包括的権限を有するはずである。しかし、信託証書法315条は、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。このことから、デフォルト後の受託者の義務は、受託者の法的地位に基づく信認義務ではなく、制定時の政策的配慮から信託証書法315条により引き上げられた義務に過ぎない、というものである⁴²。

ここまで、受託者の利益相反行為に対して、信託証書法はデフォルト前後で異なる法規制を準備しており、判例・学説は、主にその根拠を受託者の法的地位に求めていることを論じてきた。以下

では、デフォルト前後で異なる規制を行う信託証書法の規定の問題点と、学説による問題克服の試みについて検討する。

3.4 特別受託者による受託者の権限拡大

信託証書法の問題点として、次の2点が指摘される⁴³。

まず、デフォルト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、受託者は、発行会社の報告を信託して、自ら財務状況の調査を行わなくても免責されるため、早期に発行会社の財務危機を発見し、適切な対処をすることは期待できない。貸付債権を有する取引銀行に受託者の資格を認める実益は、発行会社の財務状況に精通して早期に財務危機を発見し、裁量的に対応することであったが、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、デフォルト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、権限の拡張は認めら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、実務でも財務危機時の辞任慣行が確立していることと、何らかの理由で財務上の特約に違反する事態が生じたが発行会社の財務状況は健全な場合であっても、信託証書の約定権限がない限り、受託者は単独で特約の修正を行なうことができないことである。後者の場合については、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おり、社債権者の過半数の同意が必要であると規定している。

こうした信託証書法の規定は、発行会社に信用リスクがほとんどない場合は調査費用を削減することで社債の価格を抑えられるため、一面では社債権者の利益にかなう。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受託者の調査権限行使を期待できないことや、②

財務危機時の辞任の慣行により、裁量権の行使者が後継受託者となるため、取引銀行が受託者に就任する利点を活用できないことから、社債権者の利益にならない。

これらの問題に対して、受託者の権限を拡大することによって解決しようとする学説がある。この学説は、信託証書法の受託者とは別に、一定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）を準備し、発行会社が自身の信用リスクに応じて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⁴⁴。特別受託者制度の具体的な特徴は、次のようなものである。

(1) まず、辞任・解任事由の限定である。特別受託者の選任は、社債発行会社が行う。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。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。これらの制限の程度については、①強い制限を規定する場合、たとえば、重過失や悪意による義務違反や利益相反行為の場合を除き社債権者の辞任・解任を一切認めない規定から、②緩やかに制限を規定する場合、たとえば、①のほかにも辞任・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ものまで、様々に考えることができる⁴⁵。

辞任事由の制限に対しては、財務状況の調査能力などの事務的能力を欠く場合や、資力が乏しい場合など、受託者としてふさわしくない者が選任された場合に、社債権者の保護に欠けるという懸念が生じる。しかし、論者らは次のような理由を挙げて、こうした懸念はないとする。すなわち、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されるため、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。このため、より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、より社債の価値を高めて発行会社の利益を増進すること

になるため、結局は、社債権者にとって最も利益にかなう者が受託者に選任されるというのである⁴⁶。

辞任事由を制限する実益は、特別受託者が、発行会社に財務危機が生じた際に、信託証書の条項の修正が必要と判断したならば、辞任事由にさえ注意していれば、期限の利益喪失宣言の見送りや条項の修正権限の行使を、辞任に追い込まれるおそれなく積極的に行使できる点に求められている。

論者らは辞任・解任事由の制限を重要と主張するが⁴⁷、その際に、銀行貸付の場合を例にとり、大口の貸金債権を有する貸付銀行が債務者の企業に対して有する債権を譲渡せず、債権者のままでいることと類似するとしている。こうした主張は、信託証書法の下での受託者が、慣行として発行会社の財務危機の段階で辞任することを抑止して、受託銀行による危機時における積極的な裁量権行使を実現しようとするものであるといえる。

(2) 特別受託者の権限・義務は信託証書に記載することで効力を生じるとして、信託証書の条項によって受託者の権限・義務を規定し、上述の問題に対応することを意図する。このような立場は、受託者の法的地位を契約にとって権利・義務が規定された契約当事者に近い法的地位にあるとする現在の判例や学説に沿ったものであるといえる。特別受託者の権限は信託証書の内容に委ねられるため、発行会社が自発的に規定するものであり、バリエーションが考えられるが、論者の目的は、特別受託者の権限・義務についてどのような考慮の仕方があるかを検討するだけであり、現行法の改正を求めるものでも、統一的な特別受託者制度を準備するものでもないとする⁴⁸。

(3) 特別受託者は、①発行会社の提供する情報を信頼するだけでは足りず、デフォルト前後を問わずに⁴⁹、自ら積極的に発行会社の情報を収集し、監督する義務を負うとする。②他方、会計士に提出される会計書類、非公開の財務情報などの情報にアクセスする権限や、財務上の特約の修正権限や、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。銀行が貸付を行う際、自己の貸金債権の保全のために、対象企業等の情報を十分に調査し、また、預金者や債権者の意向によらず、排他的権限によって当該企業等と交渉し、弁済期や利率等を修正できる。特別受託者について強力な調査権限・義務を規定し、個別債権者の承諾を要しない排他的な信託証書修正のための交渉権限を付与することは、特別受託者を自己の計算による貸付債権者と同等の権限を付与するためである。

問題となるのは、社債権者に不利益と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、こうした修正権限については、特別受託者を設置する場合であっても必須ではない⁵⁰。もっとも、①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るが⁵¹、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困難な場合があることや（いわゆる集合行為問題）、②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、その他の少ない割合しか持たない社債権者の利益を犠牲にして少しでも自己の利益を確保する方向で指図や承諾を行う場合が考えられるため、条項の不利益な修正のおそれがあるとしても、社債管理者に修正権限を付与する利点はある。

（4）以上の権限行使につき、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⁵²。カハン教授らによると、信託証書法の「慎重な人」の基準は、受託者の判断を後知恵で判断する点や、判断基準が曖昧で、基準となる「慎重な人」が個々の社債権者とされてしまうと、中長期的視点から裁量的判断を行う受託者に不利である点が、問題であるとされる。「経営判断の原則」は、結果的に判断に誤りがあっても、事実の確認が適切に行われていれば、注意義務違反を問わないとするものであり、一般的には「慎重な人」の基準よりも緩和された基準であるとする。

る。

以上のように特別受託者は、権限及び義務を強化することで、自己の計算で貸付を行った場合の債権者の場合と同等の権限を行使させることを目的とする制度である。これにより、受託者は社債全体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されるという。信託証書法の受託者よりも調査権限が強化されているため、特別受託者には、相対的に委託手数料が高くなる。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、モニタリングコストと、財務危機時の適切な交渉等が行われないことによるコストを比較し、信託証書法の受託者と特別受託者のいずれかを利用すればよい。この試みは、信託証書法の受託者と特別受託者の優劣を論ずることよりも、選択肢を増やすことに目的があるとされる。

3.5 アメリカ法の小括

これまで見てきたように、アメリカの信託証書法は、受託者の権限・義務を発行会社のデフォルト前後に分けて規定している。デフォルト前の受託者は、信託証書に免責事由を規定できることや、発行会社の財務状況の調査について発行会社自身の提供する情報を信じてよいことなどから、契約によって権限・義務が規定される契約当事者に近い法的地位を有する者と理解されている。他方、デフォルト後の受託者は、信託証書への免責条項の設置が禁止されるほか、注意義務の水準が信託関係の受託者と同等の水準である「慎重な人」の基準まで高められ、また法定の利益相反事由に該当する場合の欠格や、優先的弁済を受領した場合の社債権者への損害賠償が規定されており、義務の水準について信託の受託者と等しい地位にあると理解されている。

信託証書法の受託者の法的地位に関して、判例・学説は、信託の受託者とする見解から契約の当事者とする見解へと、有力な見解が移行していることが指摘されており、少なくともデフォルト前については、受託者を契約当事者に近づけて理

解する見解が現在の通説である⁵³。受託者の法的地位を契約当事者に近づけて理解すると受託者の黙示的義務は否定されるため、信託証書に特別の条項がなければ、受託者は信託証書法の規制に従うことになる。もっとも、信託証書法は、取引銀行に受託者の資格を認めて資力や発行会社の財務情報に対する豊富な情報をもとに実効性のある財務の監督や救済融資等の裁量的な判断を行いうる制度を設計しているが、実際には、デフォルト前の免責規定や自主的調査の回避規定の存在等により、デフォルト前の受託者が裁量的な判断を行うことはほとんどない。こうした問題に対して、学説の中からは、発行会社が自身の信用リスク等を考慮して選択的に「特別受託者」を利用することで、受託者の裁量的権限の強化を図る提案がなされている。

4. 日本法への示唆

4.1 日米法制度の差異

前章までに検討したように、アメリカの信託証書法の受託者はデフォルト前後で権限・義務の内容が異なっており、そうした差異を根拠づけるものは受託者の法的地位であった。他方、日本においては、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は、通常考えられてはいない⁵⁴。このため、信託の受託者として理解されてきたアメリカの信託証書法の受託者の権限・義務と日本の社債管理者の権限・義務とを同列にして解釈論を展開することは困難である⁵⁵。もっとも、アメリカ信託証書法の個別の権限・義務規定において採用されている具体的な規定や、日本法と比較して特徴的な規定方法が採用されている部分を対象に、個別的な規定の比較検討を通して日本法に示唆を得ることは、可能であると思われる。とりわけ、日本法においては、社債管理者の義務規定が一般的条項であることから個々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ったこと

を考えると、信託証書法の具体的な規定の導入可能性を検討することには、意味があると考えられる。具体的には、信託証書法が、①デフォルト前後で受託者の権限・義務に差異を設ける方法を採用しており、デフォルト前には信託証書の記載によって受託者の免責を認め、調査義務の範囲も限定している一方、デフォルト後に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、②受託者の利益相反行為規制を忠実義務規定と損害賠償規定だけでなく、資格規定においても規制していること、さらに、③損害賠償規定について受託者の受けた弁済を特別勘定として社債権者と受託者の債権額に応じて比例配分することなどを比較の対象とし、個別の導入可能性を検討したい。

また、アメリカにおいては、信託証書法の問題点を指摘する学説において、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。特別受託者についても、信託証書法の規定を前提にして、信託証書法に対する問題意識をもとに議論されている以上、安易に日本の社債管理者と比較することはできないものといえる。しかし、日米ともに、社債管理者・受託者が、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現実の問題に直面していること考えると、アメリカの学説において提案された制度の是非を日本法において検討することは、社債管理者の直面している問題の解消のために有用であると思われる。そこで、以下では、信託証書法における受託者の権限・義務の具体的な規定内容と、アメリカにおける特別受託者制度の日本への導入可能性を検討していく。

4.2 具体的な権限・義務規定の検討

①受託者の個別の権限・義務規定

日本の会社法は、社債管理者の権限・義務規定について、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、善管注意義務を課するにとどまっている。こうした一般的規定に対しては、

発行会社の財務危機時において、社債管理者が裁量的判断により発行会社に救済融資を与えようとする場面において、社債管理者の裁量権行使を萎縮させていることが問題視されていた。したがって、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、会社法の規定を明確化し、社債管理者の行為が義務違反になる場合と許容される場合との区別を明確化するための立法を行うことが必要であると思われる。

そこで、立法論として、権限・義務を具体的に規定している信託証書法を参考にして、社債管理者の権限・義務規定を明確化するために、信託証書法の規定する個別的規定を導入することの妥当性が問題となる。具体的には、(1) アメリカの受託者はデフォルト前について信託証書に広範な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が明文で規定されていたため、日本においても、社債管理委託契約に広範な免責規定を定めることや、調査義務を軽減することを認める条文を導入することの妥当性が問題となる。(2) 他方、アメリカの受託者はデフォルト後、原則として免責規定を定めることが認められず、また社債の管理についての注意義務違反の判断基準を示し、受託者の注意義務の水準が高められることを明らかにしていたため、日本においても、社債管理者の免責禁止の規定や、注意義務の水準を高めることを内容とする規定を導入することの妥当性が問題となる。

(1) まず、日本法に導入する前提として、信託証書法による権限・義務の限定規定や調査権限の軽減規定自体の妥当性が問題となる。この点、アメリカの信託証書法では、デフォルト前の受託者は、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⁵⁶。受託者の権限・義務を信託証書の範囲に限定する理由は、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。また、受託者の権限・義務の範囲を限定することは、特に調査義務の軽減の場面においては、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ことができ、社債発行コストを引き下げられるという点から合理性が説明される。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業務の範囲を限定することを認めるものであるため、取引銀行に受託者資格を認めたことの意味がなくなるという批判がなされている⁵⁷。しかし、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、規定の改正を主張するものではない⁵⁸。したがって、信託証書による権限・義務の限定や調査義務の軽減を認める規定自体は、裁判例・学説ともに承認されているといえる。

次に、こうした規定を日本に導入することの妥当性が問題となる。この点、日本においては、社債管理者の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(会社法704条2項)。このため、たとえば、社債管理委託契約によって、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、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⁵⁹。つまり、社債管理者が社債管理委託契約によって調査義務の範囲を限定したにもかかわらず、善管注意義務の一般的規定によって責任を追及されうることにより、社債管理者の行動の予測可能性が奪われてしまう問題である。

調査義務の範囲の問題について、アメリカ信託証書法では、信託証書による受託者の権限・義務

の限定を認め、裁判例においても黙示の信託義務は否定されていた。日本においては、黙示の信託義務自体が問題となることはない。しかし、黙示の信託義務、一般的規定の善管注意義務のいずれであっても、社債管理者が社債管理委託契約で予定していた権限・義務の範囲を超えた責任追及をされるという予測可能性の問題は、実質的には共通している。したがって、同様の問題に直面している以上、信託証書法の規定を導入することは検討に値するものといえる。

予測可能性を確保するための規定の内容については、会社法の704条2項を、社債管理委託契約で具体的に権限・義務を規定した場合には、社債管理者はその範囲についてのみ責任を負うとする改正を行い、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) デフォルト後の受託者について免責規定を認めず、また注意義務の水準を高める（「慎重な人」の基準）とする信託証書法の規定については、アメリカの学説から、その妥当性について問題があることが指摘されている。アメリカの学説が問題視しているのは、信用リスクが相対的に大きい発行会社の場合に、①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るため、また、判例法によって黙示の信託義務が肯定されるため、発行会社の財務危機時において、受託者が積極的に救済融資を行うなどの裁量権行使を行わないこと、②注意義務の水準の加重が受託者の権限の強化を伴わないため、信託証書に規定しない権限の行使について逐一社債権者の承認が必要となり、迅速な救済を行うことができないことである。こうした問題に対して、アメリカの学説は、信託証書に受託者の権限・義務を強化することで対応することを試みている。すなわち、①の問題については、受託者が注意義務違反となるのは、社債の管理を行うに当たり、適切な事実関係の確認を行わなかった結果、判断に誤りが生じたと認められる場合に限られることを規定すべきとする。この基準は、逆にいうと、結果的に誤った判断をした場合であっても、事実

関係の確認に誤りがない場合は、受託者の行為を免責するものである。このように注意義務違反の成立を事実関係の確認を怠った場合に限定することで、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る。また、②の問題については、信託証書の条項の修正のための交渉を受託者が単独で行えることを規定すべきとする。その理由としては、条項の修正が必要とされる財務危機時においては、迅速な判断が不可欠であることや、いわゆる集合行為問題により社債権者の承認を得にくいことが挙げられている。

以上のように、デフォルト後の信託証書法の規定は、アメリカにおいても必ずしも妥当性が承認されているものとはいえない状況にある。このため、デフォルト後の受託者の権限・義務規定については、日本の問題状況に合わせて、信託証書法の規定内容だけではなく、学説の主張する権限・義務内容についても検討していく必要があると思われる。なお、②で指摘した問題と学説の対応については、後述する社債管理委託契約による社債管理者の権限強化の議論のなかで検討することにして、ここでは①のみ取り上げる。

ここで、デフォルト後における日本の問題状況とは、繰り返し述べてきたように、義務規定が一般的であるため、発行会社の財務危機時が生じた場面で社債管理者が裁量権を行使しないことである。このため、アメリカの議論を日本法の立法に導入する際の目安となるのは、信託証書法の権限・義務規定を導入することが、社債管理者に財務危機時における積極的な裁量権行使を行わせることにつながるか否かということである。そこで、具体的に検討すると、まず、アメリカ信託証書法の採用する加重された注意義務の基準を採用することで、日本の社債管理者が裁量権行使に積極的になることは考えられないため、信託証書法の基準を採用することは、妥当とはいえない。上述した問題点①で指摘されていたように、デフォルト後の信託証書法の基準が厳格に過ぎること

は、アメリカの受託者が積極的な裁量権行使を行わない原因の一つとして挙げられていることから、こうした規定を導入する理由はないものと考えられる。

次に、アメリカの学説が主張する注意義務の基準を採用すると、社債管理者が裁量的判断によって救済融資を行う際に、発行会社の財務状況を収集・把握したうえで再建の見通しがあると判断して融資を行えば、結果的に発行会社の再建に失敗しても、責任は問われないことになるため、社債管理者が裁量的判断を行う際に注意すべき事項は、事実関係の把握に限定される。そして、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、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。このように考えると、アメリカの学説の基準を採用することは、社債管理者の裁量的判断による権限行使を積極化することに資するものといえる。したがって、裁量的判断による権限行使の責任の範囲を事実関係の把握に限定する基準を採用することは、積極化の問題を解決するうえで有用である。

社債管理者が裁量的判断によって権限行使を行うことが問題とされるのは、社債管理者が発行会社に対して貸付債権を有する場合であり⁶⁰、また日本の社債管理者の大半が発行会社の取引銀行であることから、具体的な立法は、誠実義務の規定の明確化によって行うべきである。たとえば、会社法710条2項但書の内容として、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った場合には、「誠実にすべき社債の管理を怠らなかったこと」にあたるとして、具体化することが考えられる。

②社債管理者の資格制限規定

社債管理者の負担する義務内容の不明確さを指摘する学説は、社債管理者の公平義務について、異なる種類の社債の管理を引き受けた場合、①各

種類の社債権者との間でも公平義務を負うか明らかでないことや、②公平義務を負うとしても、具体的にどのような社債の管理を行えば公平とされるかが明らかではないことを批判していた。具体的には、発行会社が同一の社債管理者の下で複数の種類（A回・B回）に分けて社債を発行したが、発行会社が財務危機に陥ったため、A回の社債権者の要請を受けた社債管理者がA回の社債権者のために担保を取得した場合、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である⁶¹。特に、社債管理者がB回の社債権者についても同様の価値の担保を設定できない場合、社債権者はB回の社債権者による責任追及をおそれて、A回の社債権者のための担保の設定を躊躇する可能性があり、社債管理者の裁量的な判断が抑制されるということが問題である。

こうした問題への対処として、②について、学説の中には、公平義務の内容を「何らかの合理的な基準に基づいているという意味で公平になされたこと」⁶²として具体化する試みもあるが、判断基準としては不明確であり、社債管理者の行為の方針を示すものではないと思われる。このように公平義務の内容を明らかにしたい理由は、①で指摘したように、そもそも異なる種類の社債権者との間で「公平」を考えることが困難なためである。

そこで、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場合を社債管理者の欠格事由とすることが考えられるところ、日本の会社法は、会社法703条の各号で社債管理者の資格を銀行や信託会社に限定する資格規定は有するものの、欠格事由の規定は有していないため、ここでも信託証書法が参考になる。この点、信託証書法は「同一の発行会社の2以上の別の社債の信託証書について受託者になる場合」を欠格事由としている。欠格事由をデフォルト後に限定する理由は、社債権者と受託者の間の利益相反関係が顕在化するためである。日本においても、公平義務が問題となるのは発行会社の財務危機時であると考

えられるため、同様の事由を欠格事由として規定することが妥当であると思われる。

こうした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、裁量権の行使を妨げられることはなくなる。つまり、デフォルト後には同一発行会社の複数の種類の社債について社債管理者となることが制限され、社債管理者を一つの種類の社債管理者に専念させることになるため、社債管理者は、他の種類の社債権者からの責任追及をおそれて裁量権の行使を躊躇するという問題はなくなると考えられる。この点、欠格規定を導入すると、社債管理者が辞任した種類の社債についてデフォルト後に新たな社債管理者を設置する必要が生じる。しかし、会社法の社債管理者の辞任についての規定によると（会社法711条）、社債管理委託契約に後継者の定めがある場合はそれに従い（2項）、それ以外の場合は辞任時に後継者を指定することとなっている（1項、3項）。したがって、導入された欠格事由に該当したため社債管理者が辞任した場合であっても、現行法の規定の枠内で対応できるものと思われる。

③損害賠償規定

アメリカの信託証書法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⁶³。このような規定となっている理由は、信託証書法が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することに求められる。つまり、債権者である受託者は、債権者の地位から、発行会社から自己の債権を回収すること自体は認められるが、信託の受託者の地位から、社債権者を自己に対するのと同様に扱わなければならないため、回収した全額を自己の利益とすること

は許されない。しかし、発行会社の債権者が受託者となることを法が認める以上、受託者は、回収した全額について、社債権者を自己より有利に扱うことまでは要求されていない。このため、回収した利益は特別勘定に入れられ、受託者と社債権者との債権額に応じて按分されることになるとして、311条の妥当性が説明される。

このように、信託証書法311条の規定の根拠は受託者の法的地位から導かれているが、機能面に注目すると、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⁶⁴。すなわち、受託者は、回収した利益に対して割合的に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利益も大きくなる。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ある。そして、受託者の回収額が大きくなればなるほど社債権者の利益も大きくなる。このように、信託証書法311条の機能面に注目すると、社債管理者の債権回収行動を積極化させる機能を理由に、日本法への導入可能性を検討する余地はあるものといえる。

日本においては、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（710条2項）。しかし、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。つまり、誠実義務違反がないことを証明できたならば、社債管理者は一切の責任を負わない一方、誠実義務違反がないことを証明できなかったならば、社債権者の損害の全額について損害の賠償をしなければならない「オール・オア・ノン」の解決が採られている。こうした規定の問題点としては、①「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

ること、また、②証明に失敗した場合には回収した全額を損害賠償に充てなければならないことを考えて、社債管理者の積極的な債権回収行動への誘因を減少させていることが指摘されている。社債管理者が、発行会社の財務危機時に救済融資を行うか否かの判断をする際、発行会社の再建可能性や融資の回収可能性などが検討されと考えられるが、指摘されている①誠実義務違反の内容の不明確性と②債権回収行動への誘因の減少の問題は、融資の回収可能性を低めるものであり、裁量的な救済融資を消極化させる原因の一部となっているものといえる。

こうした日本の問題状況を見ると、社債管理者の債権回収行動を積極化させる機能を有する信託証券法311条の規定は、②の問題を解決するうえで妥当な立法案であると考えられる⁶⁵。また、回収した利益を特別勘定に含まない場合について、信託証券法のように詳細な規定を立法によって定めることも、①の問題を解決するための妥当な方法であると思われる。具体的な規定としては、まず、「誠実にすべき社債の管理を怠らなかったこと」の内容を具体化するために、特別勘定にあたらない適用除外事由を具体的に規定することが考えられる。たとえば、信託証券法にならい、「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自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」を救済融資の適用除外事由とするなどである。また、損害賠償規定を、当該時期に社債管理者が回収した利益を特別勘定に組み入れ、社債権者と社債管理者の債権額に応じて比例按分する内容に変更することが考えられる。こうした規定を導入することは、現行法において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点においても有用だと思われる⁶⁶。

4.3 特別受託者制度の検討

特別受託者制度は、信託証券法が受託者の権

限・義務を限定することによって生じる消極的な態度の問題に対して、契約により裁量的権限を強化した特別受託者制度の導入により、受託者の裁量権の行使を積極化させることで社債権者に十分な保護を与えようとする制度である。日本においても、発行会社の財務危機時における社債管理者の消極的な態度の問題は共通するため、特別受託者制度の導入は検討に値する。

この点、特別受託者の利用が予定される主な場面は、権限拡大により受託手数料が高くなるという犠牲を払ってでも、財務状況の調査や救済融資が必要となる可能性が高いと考えられる、信用リスクのある発行会社による社債発行の場合であった。そこで、特別受託者を日本に導入する妥当性を検討するには、まず、日本の社債発行の実務において、信用リスクの相対的に高い発行会社による社債発行の需要があるか否かを考える必要がある。この点、日本の社債市場については、欧米の社債市場と比べると規模が小さいことが指摘されており、社債市場の活性化に向けた取り組みが検討されているところである⁶⁷。そして、社債市場の規模が欧米に及ばない原因として、日本においては、信用リスクが相対的に高い企業が社債を発行しようとしても、取引銀行が社債管理者に就任しないため、社債管理者の設置強制規定の下では、こうした企業による社債の発行を行えないことが挙げられている。たしかに、信用リスクのある企業の社債発行を抑止することで、社債市場における投資者の保護が実現されている一面もあるが、投資者の能力・ニーズは様々であり、機関投資家などの能力の高い投資家にとっては、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とを考えると、日本においても信用リスクの相対的に高い発行会社による社債発行も広く認められるべきであるといえる。

次に、信託証券の規定において権利・義務規定を工夫して設計するアメリカの特別受託者制度を日本においても利用できるようにするためには、会社法の規定との整合性を検討する必要がある。この点、特別受託者の解任事由を制限する規定を

設置することは、会社法711条2項が、社債管理委託契約の規定による受託者の辞任を認めることから、日本法においても導入できると考えられる。また、受託者の注意義務の判断基準を緩和して、事実関係の確認を怠った結果社債権者に損害が生じた場合にのみ受託者の責任を認めるとする条項は、すでに検討したように、日本法においては会社法710条2項但書の内容として立法されることが妥当であると考えられる。

他方、社債権者の承諾なく信託証書の条項修正を認めるとする受託者の権限規定については、会社法の下では効力を認めることが困難であると考えられる。なぜなら、①会社法が社債権者集会制度を準備しており、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）、これらに該当する事項の修正を社債管理者の排他的権限とすることは予定されておらず、②また、法定権限とされた社債全額についての支払猶予等を社債権者集会の決議事項とする706条は強行規定と理解されており、社債管理委託契約による異なる規定は認められないためである⁶⁸。したがって、会社法の下では、条項修正権限を社債管理者に専属させる契約を締結することは困難である。もっとも、社債管理者は発行会社の財務状況を最もよく知っており、社債権者全体の利益の観点から修正権行使の適否の判断を行う能力を有する一方、会社法が予定する社債権者集会は、社債内容の変更のために実際にはほとんど利用されておらず有名無実化しており⁶⁹、仮に機能しても、未償還社債の合計額の多くを持つ社債権者が、自己の利益を追及して少額の社債権者の利益を犠牲にする決議を行うという、多数決に関する問題は解消されないことを考えると、修正権限行使の主体としては適切ではないと考えられる。

したがって、会社法の規定を改正し、社債権者の承諾なく社債の内容の修正を認めるとする社債管理者の権限規定を導入することも一考に値するものと思われる。具体的には、706条1項但書の規定において、社債管理委託契約に特別の定めがあ

る場合を除くとして、約定された修正権限については社債権者集会の決議事項から外すようにする立法を行うことが考えられる⁷⁰。

4.4 おわりに

これまで検討してきたように、日本の社債管理者は、発行会社の財務危機時において裁量権の行使に消極的になるという問題が指摘されており、その原因として、義務規定が一般的であることや、損害賠償規定が「オール・オア・ノン」であることなどが挙げられていた。本章では、こうした問題に対応するために、アメリカの信託証書法の個別の規定や学説の主張する特別受託者制度を検討した上で、日本の社債管理者の問題を解決するために有用か否かという観点から、これらの導入可能性を考えてきた。アメリカ信託証書法からの示唆として本稿で述べてきたことの結論を確認すると、次のようになる。すなわち、①会社法704条の義務規定において、社債管理委託契約で具体的に権限・義務を規定した場合には、社債管理者はその範囲についてのみ責任を負うとする内容の立法を行うこと、②会社法710条2項但書の内容として、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った場合には、「誠実にすべき社債の管理を怠らなかったこと」にあたるという立法を行うこと、③会社法703条の資格規定のなかに、デフォルト後の社債管理者については、複数の種類の社債について社債管理者となっていることを欠格事由とすること、④会社法710条2項の損害賠償規定について、発行会社のデフォルト前3か月以内またはデフォルト後の時期において社債管理者が回収した利益を特別勘定に組み入れるとして、社債権者と社債管理者の債権額に応じて比例按分することを規定すること、また、会社法710条2項但書「誠実にすべき社債の管理を怠らなかったこと」の内容として具体的な適用除外事由を規定すること、⑤日本においても特別受託者制度を利用できるようにするために、706条の社債権者集会の決議事項について、社債管理委託契約で別の定めをしていた場合を含まないようにする

内容の規定を入れることである。これらはいずれも、社債管理者が発行会社の財務危機時に、裁量権の行使に消極的になるという問題の解決に向けられたものである。

¹ こうした特約の一例として、クロスデフォルト条項がある。クロスデフォルト条項とは、当該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という条項をいう。

² 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）391頁。

³ 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」ジュリスト1217号（2002）12-13頁参照。

⁴ 会社法の善管注意義務・公平誠実義務の規定は、約定権限行使の場合にも及ぶと解されている。相澤哲・葉玉匡美「社債」商事法務1751号（2005）177頁、今井克典「社債管理会社の権限と責任」ジュリスト1240号（2003）66頁参照。

⁵ 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。

⁶ 森まどか『社債権者保護の法理』（中央経済社、2009）203-204頁。

⁷ 江頭・前掲注（2）371頁。

⁸ 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。

⁹ 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。

¹⁰ 森・前掲注（6）201頁。

¹¹ 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。

¹² 受託者は、信託証書法の適用のある社債発行について、担保の有無にかかわらず原則とし

て設置が強制されており、日本と同様に、発行会社の取引銀行が就任する慣行が確立している。Landau & Krueger, Corporate Trust Administration and Management. (Columbia University Press, 1998) p.43.

¹³ 社債権者が辞任を請求したにもかかわらず、受託者が辞任の規定に従わなかった場合、当該社債権者は、管轄裁判所に対して受託者の解任および後継者指名の申出を行うことができる（信託証書法310条(b)項3号）。

¹⁴ 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。しかし、日本とは異なり、信託証書の内容決定は発行会社と証券会社が行う慣行があり、受託者は関与しないこともあるとされる。

¹⁵ Landau & Krueger, supra note(12)p.59.

¹⁶ 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。

¹⁷ Landau & Krueger, supra note(12)p.59、明田川昌幸「米国連邦信託証書法の改正について（上）」商事法務1256号（1991）18-19頁。

¹⁸ 信託証書法315条(d)項本文。

¹⁹ 信託証書法315条(d)項2号3号。

²⁰ 信託証書法315条(c)項。

²¹ 信託証書法315条(b)項本文。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様子である。実務では、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通知を行う。Landau & Krueger, supra note(12) p.179.

²² 信託証書法315条(b)項但書。

²³ 木下毅「アメリカ合衆国信託証書法第315条の研

- 究」公社債引受協会編『公社債月報』62巻12号(1987)、7頁。
- ²⁴ 木下・前掲注(23) 3-6頁。
- ²⁵ Landau & Krueger, supra note(12)pp.47-51.
- ²⁶ 黒沼悦郎「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) 9頁。
- ²⁷ 信託証書法311条(a)項。
- ²⁸ Henry F. Johnson, "The 'Forgotten' Securities Statute: Problems in the Trust Indenture Act", 13 TOLEDO L. REV. 92(1981), p.15、また、森・前掲注(6) 231-232頁。
- ²⁹ 信託証書法315条各項の括弧書き参照。
- ³⁰ 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, p.55.
- ³¹ 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), pp.139-141.
- ³² Frederica R. Obrzut, supra note(31)pp.146-147.
- ³³ 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) pp.167-168.
- ³⁴ 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), p.1709.
- ³⁵ 木下毅「アメリカ合衆国信託証書法第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。
- ³⁶ Martin D. Sklar, supra note(30)pp.43-44.
- ³⁷ Campbell & Zack, p.1708; Smith, Case, & Morison, supra note(34)p.161.
- ³⁸ Smith, Case, and Morison, supra note(33)p.164.
- ³⁹ Martin D. Sklar, supra note(30)p.50.
- ⁴⁰ Smith, Case, and Morison, supra note(33)p.165-166.
- ⁴¹ Landau and Krueger, supra note(12)p.27, 木下・前掲注(23) 3頁。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。
- ⁴² 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。Smith, Case, & Morison, supra note(33) p.164.
- ⁴³ Yakov Amihud, Kenneth Garbade, and Marcel Kahan "A New Governance Structure for Corporate Bonds" 51 Stan.L.Rev.448(1999), pp.469-485.
- ⁴⁴ Amihud, Garbade, & Kahan, supra note(43)pp.470.
- ⁴⁵ Amihud, Garbade, & Kahan, supra note(43) p.472。
- ⁴⁶ Amihud, Garbade, & Kahan, supra note(43) p.471.
- ⁴⁷ Amihud, Garbade, & Kahan, supra note(43)p.480 note (113).
- ⁴⁸ Amihud, Garbade, & Kahan, supra note(43) p.470.
- ⁴⁹ Amihud, Garbade, & Kahan, supra note(43) p.487。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べきという。
- ⁵⁰ Amihud, Garbade, & Kahan, supra note(43) p.476.
- ⁵¹ 信託証書法316条(a)項1号。
- ⁵² Amihud, Garbade, & Kahan, supra note(43) pp.478-479.
- ⁵³ 木下・前掲注(35) 4頁の脚注(4) 参照。
- ⁵⁴ 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。

⁵⁵ 江頭・前掲注（2）372頁。

⁵⁶ 信託証書法315条(a)項1号。

⁵⁷ 江頭・前掲注（2）380-382頁。

⁵⁸ Amihud, Garbade, & Kahan, supra note(43) pp.452.

⁵⁹ 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。

⁶⁰ 本稿の日本の裁判例 [1] [2] を参照。

⁶¹ 江頭憲治郎編『会社法コンメンタール16』（商事法務、2010）138-139頁（藤田友敬執筆）。

⁶² 江頭編・前掲注（61）139頁、神作・前掲注（54）204-205頁。

⁶³ 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、信託証書法は詳細な規定を行っている。本稿第3章の「優先的弁済受領の制限」の節を参照。

⁶⁴ 森・前掲注（6）233頁以下を参照。

⁶⁵ 岩原・前掲注（8）44-45頁。

⁶⁶ 岩原・前掲注（8）44頁。

⁶⁷ 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（59）23頁以下を参照。

⁶⁸ 江頭編・前掲注（61）211-212頁（丸山秀平執筆）。

⁶⁹ 藤田友敬「社債権者集会と多数決による社債の内容の変更」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）218頁。

⁷⁰ このような規定を入れると、社債管理者が修正した社債の内容をすべての社債権者に及ぼす根拠がなくなるという懸念がある（会社法734条2項参照）。しかし、日本の社債管理者の権限行使は、一般的には法定代理権の行使と理解されるが、法定代理権のなかに約定権限の行使まで含まれるとして、約定の修正権限行使の結果を社債権者に及ぼすことは可能である。江頭編・前掲注（61）131-132頁（藤田友敬執筆）。

（たかはし しゅうじ 北海道大学大学院法学研究科修士課程修了）