

論 説

# 社債管理者の義務と責任

実効的な権限行使のために

森 まどか

## 目次

- 一 はじめに
- 二 社債管理者の義務
  - 1 序
  - 2 異なる種類の社債権者に対する公平義務
  - 3 財務上の特約と善管注意義務
  - 4 善管注意義務違反の判定基準
- 三 710条2項の損害賠償責任の意義
  - 1 序
  - 2 710条2項の「損害」の意義に関する諸学説
  - 3 検討
- 四 結びに代えて

## 一 はじめに

会社法は、旧商法下におけるよりも社債管理者の権限を拡充した。社債管理者は、一定の場合に倒産手続に関する行為(706条1項ただし書)

を社債権者集会の決議を経ず単独でなすことができ、社債権者のために債権者異議申述権を行使することもできるようになった (740条2項)。また、社債管理者の義務および責任は、旧商法下では約定権限とされていた権限行使に関しても、会社法下ではその適用が及ぶこととなった<sup>(1)</sup>。社債権者の保護を十分なものとするため、会社法の定める社債管理者の義務および責任の守備範囲がより広範なものとしたのである<sup>(2)</sup>。

このように、会社法上、社債管理者の果たすべき役割が拡大しそれに伴う義務および責任の意義も重大になっている一方で、社債管理者の義務および責任の内容は明確なものとはいえない。しかし、社債管理者の義務が不明確であると、社債管理者の責任発生の危険性が高まり、結局はそのような権限が、社債管理委託契約により定められなかったり (706条1項ただし書参照)、あるいは別段の定めにより排除されたりする可能性がある (740条2項ただし書参照)。社債管理者の責任について、その損害賠償額や免責事由が不明確であると、法律関係の法的安定性・予測可能性に欠ける。本稿は、社債管理者の実効的な権限行使のため、明らかにされるべき社債管理者の義務と責任の内容について、次の二点をとりあげて検討する。

会社法上、社債発行会社に対して貸付債権を有する取引銀行であっても、社債管理者の資格を有しうる (703条参照)。社債管理者は、社債権者に対して善管注意義務ならびに公平誠実義務を負うが (704条1項2項)、上記のように、社債権者と潜在的に利害対立状態にある社債管理者がその権限行使により社債権者に損害を与えた場合、その責任は善管注意義務の問題として処理されるのかという点が問題となる。取締役の義務と異なり、社債管理者の義務は善管注意義務と誠実義務とに分けて規定されていることから両者についての裁判所による介入の程度が異なるとすれば<sup>(3)</sup>、潜在的な利害対立を理由に常に誠実義務の問題として処理されるべきとすると、事実上、社債管理者の行動が制約され社債権者のためにその専門的能力を発揮できないことにもなりかねない。本稿が

問題とする第一の点は、社債管理者の善管注意義務違反として処理されるべき範囲および善管注意義務の内容ならびに違反の判定基準をいかに考えるべきかである。社債管理者が異なる種類の社債の管理の委託を引き受けることは会社法上は禁じられていないため、異なる種類の社債権者を公平に扱う義務の有無についても同種の問題が生じうる。

第二の点は、710条2項(旧商法311条ノ2第2項)の定める社債管理者の損害賠償責任の意義である。平成5年旧商法改正時、同条同項の意義については様々な解釈論が展開されたが、会社法は、710条2項を規定するにあたり実質的な変更を加えなかった。この問題を考察するには、社債発行会社に貸付債権を有する取引銀行である社債管理者が社債権者に対して負う誠実義務の内容を明らかにする必要がある。

本稿は、第一の点について、異なる種類の社債権者に対する公平義務、善管注意義務の問題として処理されるべき範囲および義務違反の判定基準を検討する(二)。第二の点、すなわち710条2項の損害賠償責任の意義について、同条がモデルにしたとされる米国信託証書法311条の立法資料も参照して、潜在的利害対立状態にある社債管理者の誠実義務の内容を探りつつ、検討を加える(三)。最後に短いまとめをして結びに代える(四)。

#### 注

- (1) 会社法704条1項2項にいう「社債の管理」に、約定権限の行使が含まれることになったことについて、相澤哲編『立案担当者による新・会社法の解説』別冊商事295号177頁(商事法務、平成18年)。
- (2) 相澤・前掲注(1)177頁。
- (3) 藤田友敬「社債の管理と法」公社債引受協会編『公社債市場の新展開』348頁(東洋経済新報社、1996年)。誠実義務については、善管注意義務に比べて、より実質的に審査されることが考えられる。

## 二 社債管理者の義務

### 1 序

社債管理委託契約の当事者は、社債管理者と発行会社であり、社債管理者は契約当事者でない社債権者とは直接の権利義務関係に立たないはずであるが、社債権者保護のために、会社法704条は社債管理者の社債権者に対する法律上の義務として、公平誠実義務（1項）と善管注意義務（2項）を定める。これらの義務はともに、担保付社債の受託会社（旧担保付社債信託法（以下「担信法」）70条2項・71条・78条）について定められていたが、平成五年旧商法改正時に社債管理会社についても定められ、同条は旧商法297条ノ3を受け継ぐ。担保付社債の受託会社については、担信法に特別の定めをある場合を除き、社債管理者と同一の義務を負うと定められた（担信法35条）。

旧商法下では、社債管理会社の公平誠実義務および善管注意義務は、約定権限の行使には及ばず、法定権限の行使にのみ及ぶと解されていた<sup>(4)</sup>。つまり、約定権限の行使についての義務は、社債発行会社と社債管理会社との間の社債管理委託契約において定められるべきものであり、これらの義務を定めない、あるいは定めたとしても義務違反による責任の免除や軽減を特約することもできると解されていた。しかし、約定権限には、社債発行会社が「財務上の特約」に違反した場合等に期限の利益を喪失する権限等の重要な権限が含まれることが多いため、社債権者保護のため、会社法は、「社債の管理」に約定権限の行使も含めることとし、法定権限だけでなく約定権限の行使についてもこれらの義務が強行法的に及ぶこととした<sup>(5)</sup>。したがって、上述の改正過程に照らすと、社債管理委託契約により公平誠実義務および善管注意義務について責任を免除したり軽減する定めを置いたりすることは許されず、また違反した場合の免責規定を置くことも禁止されると解される<sup>(6)</sup>。社債管理者が公平誠実義務あるいは善管注意義務に違反した場合は、解任の理由となり（713条）、社債権者に対する損害賠償責任を負う（710条）。

社債管理者は、社債権者に対して善良な管理者の注意をもってその事務を処理すべき義務を負う。この善管注意義務は、民法<sup>644</sup>条の委任事務を処理するについての受任者の義務と同様の義務であるが<sup>(7)</sup>、上述したように委任契約は社債管理者と発行会社との間に成立するのであり、社債管理者と社債権者との間には成立しないため、特に規定された。

公平義務とは、社債の管理にあたり、社債権者を公平に取り扱う義務をいう<sup>(8)</sup>。同一種類の社債について社債管理者が特定の社債権者のみを有利に扱うことは許されない。たとえば、社債管理者が社債発行会社から社債権者に対する弁済を受けて受領した金銭は、各社債権者に対して債権額に応じて交付しなければならない(705条2項)。知っている社債権者に通知をしなければならない場合(706条2項)も、社債権者を平等に取扱わなければならないと解される。

誠実義務とは、社債権者・社債管理者間の利害対立状況において、社債権者の利益を犠牲にして私利を図らない義務をいい、英米法的な意味における(いわゆる異質説による場合の)忠実義務と同様である<sup>(9)</sup>。たとえば、社債管理者が発行会社に対して債権を有している場合、その自己の債権を社債権の回収に優先させると誠実義務違反となる<sup>(10)</sup>。

## 2 異なる種類の社債権者に対する公平義務

同じ種類の社債権者には公平義務が及ぶのは当然であるが、社債管理者が同一の発行者の異なる種類の社債管理者となっている場合に、社債管理者が異なる種類の社債権者との関係でどのように行動すべきかが公平義務との関係で議論されることがある。この問題は、旧商法下では異なる「回」の社債権者との関係で論じられることがあったが、会社法は銘柄統合の規定を新設し(681条、会施規165条)、異なる回の社債権者であっても利害を共通にする場合には同一種類として取り扱われることになるので、会社法下では異なる「種類」の社債権者に対する公平義務が問題となる<sup>(11)(12)</sup>。

### ( 1 ) 学説

学説上、異なる種類の社債権者を公平に取扱うべきであるとするものがあるが、その根拠は次のように分かれる。

第一は、704条1項の公平義務自体が異なる種類の社債権者に及ぶとする見解である (以下「公平義務適用説」<sup>(13)</sup>)。この見解は、担保の受託会社についての公平義務の解釈をあてはめて、社債管理者は取扱いが何らかの合理的基準に基づいている意味で公平になされたことの証明を要するとする<sup>(15)</sup>。異なる種類の社債権者に対する公平の内容を確定するのが困難であることから、実体的要件を手続的要件に変容させているといえる<sup>(16)</sup>。この見解は、704条1項の公平義務には、同じ種類の社債権者に対する公平義務と、異なる種類の社債権者に対する公平義務の両方が含まれると解するのである。

これに対して、704条1項の公平義務は同一種類の社債権者に対してのみ及ぶのであり、異なる種類の社債権者間では誠実義務の結果として公平に扱う義務が生じるとする見解がある (以下「誠実義務適用説」)<sup>(17)</sup>。この見解は、誠実義務の内容は「自己または第三者の利益を社債権者の利益の上位においてはならない」ということであるから、ある種類の社債権者にとって、異なる種類の社債権者は「第三者」に該当すると解する<sup>(18)</sup>。誠実義務の任意法規性を前提とし、社債契約で定めておけば、ある種類の社債権者の利益を優先するような行動をとることも認められると解することにより、社債管理者が身動きがとれなくなるおそれを回避できると考えるようである<sup>(19)</sup>。

以上に対し、社債管理者は異なる種類の社債権者を公平に取扱うべき義務を負わないとするのみられる見解がある<sup>(20)</sup>。異なる条件の社債の間の取扱いの「公平」が何を意味するのかが不明であることをその理由とするようである。

### ( 2 ) 検討

704条1項の公平義務は、整備法に基づき改正される前の担信法68条

に定められていたものを、平成五年改正商法が無担保社債の社債管理会社についても明定し本条が受け継いだ。平成18年改正前信託法には、公平義務は明定されていなかったが、改正前担信法68条を根拠に、信託法上も信託受託者の基本的義務の一つとして解釈上当然に認められるべきとされていた<sup>(21)</sup>。そこでは、受託者は、同種の複数の受益者間であると、たとえば収益受益者・元本受益者間という質の異なる受益者間であるとを問わず、公平義務を負うと解されていた<sup>(22)</sup>。

704条1項の公平義務が異なる種類の社債権者に対しても及ぶとする公平義務適用説は、改正前信託法上の公平義務に関するこのような解釈を敷衍したように見受けられるが、信託法における公平義務は、いずれも同一の信託における異なる種類の受益者の扱いにおいて問題とされているに過ぎない。たとえば、配偶者を収益受益者としてその生存中は収益をすべて配偶者へ、配偶者の死亡後に子に元本を引き渡すようなタイプの信託に際して、受託者は異なる種類の受益者に対して公平義務を負うとされる。つまり、改正前信託法上は、一人の受託者が複数の受託者を兼ねている場合にすべての信託の受益者に対して公平義務が適用されるか否かについては自明ではなかった<sup>(23)</sup>。

一方、社債管理者がある種類の社債について社債管理委託を受けた場合、その社債の社債権者は同質の利害を有するはずであり、利害状況の異なる社債の社債権者は、信託法の想定する場面と異なり存在しない<sup>(25)</sup>。このように考えると、704条1項は、同一の社債管理の委託において利害状況が同一の社債権者を公平に取扱うべきとして公平義務を課したと解するのが自然であり、複数の社債管理の委託において異なる種類の社債権者に対してまで公平義務が適用されると解するのは、文言上も不自然ではないか。

次に、704条1項の定める公平義務が異なる種類の社債間に及ばないとしても、社債管理者の負う「誠実義務」によって結果的に公平に取扱う義務が生ずるという誠実義務適用説は、誠実義務を「自己または第三

者の利益を社債権者の利益の上位に置いてはならない」という内容と解した上で、異なる種類の社債権者は「第三者」に該当するため、異なる種類の社債権者であれ社債管理者は公平に取扱う義務を負うと解し、<sup>(26)</sup>その上で、社債契約において誠実義務を緩和することができる<sup>(27)</sup>と解している。しかし、社債管理者が「自己」の利益を図る場合は明らかな利益相反であり誠実義務違反であることは確実である一方、「第三者」の利益を図る場合には、(イ) 第三者の利益を図ることで社債管理者が何らかの利得を得る場合、(ロ) 第三者と社債管理者との間に一定の関係があり、社債管理者が第三者の利益を図ることが法律的・経済的に予測されるべき場合(社債管理者の利得の有無を問わない)、(ハ) 第三者の利益と社債管理者の利益とが区別できる場合、<sup>(28)</sup>とがあるように思われる。取締役の忠実義務に関して異質説をとる見解も、取締役の行為により第三者が利得した場合には、取締役が会社の利益を害したことが注意義務違反なのか忠実義務違反なのかは必ずしも明らかではないとしているが、上記(イ)(ロ)の場合は明らかに忠実義務違反となり、(ハ)については「取締役が会社のために職務を遂行している限り会社が損害を蒙っても注意義務違反となることはあっても忠実義務違反に問われるべきではない」と<sup>(29)</sup>考えている。

これに対して誠実義務適用説は、上記(イ)(ロ)と(ハ)を特に区別せず、「第三者」には異なる種類の社債権者が含まれる、と形式的に解しているようである。また、上述のように誠実義務適用説は誠実義務の任意法規性を前提とするが、これは、社債管理者がすべての種類の社債権者に対して誠実義務を負うために判断に迷い身動きがとれなくなることを回避するための措置を実質的に考慮したためのものである。

しかし、上記(イ)(ロ)と(ハ)とを区別しないとすると、たとえばかりに社債契約で「特定の種類の社債権者が優遇される」との定めがある場合、そのことによりどさくさに紛れて社債管理者が利得を得る恐れがある。この問題を回避するために、社債管理者と社債権者とが利益

相反状態にある場合には契約の自由が制約されるべきと考える余地もある。<sup>(30)</sup> 具体的には、社債権者の個別の同意を要求するか、客観的公正性を担保する独立した第三者からの証明を要求すべきことが示唆されている。<sup>(31)</sup> しかし、実質的な利益相反状態が見逃され、そのような事前の手续から漏れてしまった場合は事後的に処理せざるを得ない。結局、利益相反状態において契約の自由を制約すべきとの上記の考え方は、私見と同じく上記(イ)(ロ)と(ハ)の場合を区別すべきとの価値判断の表れといえるのではないだろうか。

実質的に考えると、社債管理者が特定の種類の社債権者を他の種類の社債権者に対して優遇するインセンティブを有することは通常考えられず、ありうるとすれば上記(イ)(ロ)の場合に限られるであろう。そのような場合には誠実義務により処理すべきであり、(ハ)の場合については、善管注意義務により処理すべきと考えることはできないだろうか。<sup>(32)</sup> すなわち、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、それにより「公平」でない扱いがなされたと主張されたとしてもそのことによる責任を社債管理者は負わないと解することができるのではないか。

もっとも、上記(イ)(ロ)(ハ)のいずれの場合においても、社債権者が社債管理者の責任を追及する際に社債権者側が誠実義務違反あるいは善管注意義務違反を立証しなければならない点では同様であり、社債管理者の損害賠償責任についても同様に規定されている(710条1項参照)。しかしながら、誠実義務違反の責任と善管注意義務違反の責任とで、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すれば、<sup>(33)</sup> (ハ)の場合、つまり実質的に利益相反状態にない場合にはある程度広く社債管理者の裁量の幅を認め、よほど不合理な決定でない限り社債管理者の責任は問われないと解する余地が生まれる。<sup>(34)</sup> このように解することによって、社債管理者が複数の種類の社債権者間において、その責任追及を恐れるあまり、身動きが取れなくなる可能性は緩和されるであろう。

う。先に述べた、異なる種類の社債権者間に704条1項の公平義務が適用されることを前提としつつ、「何らかの合理的基準に基づいている」という意味で公平になされたことの証明を要する」として「公平」の要件を手続的要件に変容させる公平義務適用説は、結果的には善管注意義務違反で処理する行き方と実質的にはほぼ同じ解決を導くことになるのかもしれない。もっとも、社債管理者は711条2項に基づき、契約により辞任する途を選択することも可能である。

### 3 財務上の特約と善管注意義務

社債管理者の善管注意義務が問題となるのは、特に財務上の特約の監視の局面と財務上の特約違反の判定と救済措置の発動の局面においてであるといわれる。<sup>(35)</sup>

財務上の特約とは、社債発行会社の財務行動に制約を課すものであり、社債管理委託契約で定められるものである。その主な契約形式として、純資産維持条項、利益維持条項、配当制限条項、担保提供制限条項、担付切換条項、がある。は、デフォルトの危険性を早期に察知し、違反があれば期限の利益を喪失するか、の担付切換条項により担保が設定されることになるのが通常である。は、デフォルト時に他の会社債権者との関係で社債権者の弁済順位を確保しようとするものである。財務上の特約が設定されることを前提とすれば、その遵守状況の監視および違反時の救済手段の発動の際に行使される社債管理者の約定権限は、社債発行会社を元利払いのデフォルト状態に陥らせないようにするための重要な機能を果たすといえる。<sup>(36)</sup>

#### (1) 財務上の特約遵守の監視の局面

財務上の特約の監視の局面においては、会社法が取引銀行を社債管理者の資格から排除しなかったこと(703条参照)に照らし、その情報収集能力に基づく特約遵守状況の監視機能が期待されているといえる。<sup>(37)</sup>取引銀行が社債管理者である場合、社債管理部門と融資部門等の他部門との間に、いわゆるチャイニーズ・ウォールを設ける場合とそうでない場

合とに分けて、それぞれ善管注意義務を尽くしたかどうか判断されるべきとされている。

まず、チャイニーズ・ウォールを設けていたために、発行会社に関する情報を得にくい場合には、そのことだけを理由に善管注意義務違反を問われることはないと解すべきであり、逆にチャイニーズ・ウォールを設けていなかったために他部門から社債管理部門に発行会社に関する情報が流入してきた場合には、その情報を無視して行動することは善管注意義務違反になりうると解すべきである。<sup>(38)</sup>

さらには、チャイニーズ・ウォールを設けていない場合で、社債管理部門が他部門から積極的に情報獲得しなかった場合の善管注意義務違反の有無については、たとえば発行会社の財務状況が悪化している兆候がありいち早く情報を取得すべき状況であったのに、積極的に情報を獲得しなかったのであれば、善管注意義務違反となりうると解すべきである。<sup>(39)</sup>

## (2) 財務上の特約違反の判定と救済措置の発動の局面

次に、財務上の特約違反の判定と救済措置の発動の局面であるが、実際の財務上の特約に則して検討すると、総じて社債管理者の裁量の幅は狭いことが指摘されている。<sup>(40)</sup>

財務上の特約違反があった場合の救済措置として、期限の利益喪失権限が社債管理者に与えられている。社債発行会社が複数の社債を発行している場合、一本の社債につき期限の利益が喪失されると、他の社債の期限の利益も喪失するという「クロス・デフォルト」条項が挿入されているのが通常である。クロス・デフォルトの対象とする範囲は様々であるが、いったんこれが発動されると多額の償還を一挙に強いられるため、事実上発行会社を倒産に追い込む効果を生じうる。そこで、多くの契約では期限の利益喪失とそれに伴うクロス・デフォルトを回避する方策として、担付切替条項（「発行会社が本社債のために担信法に基づき社債管理者が適当と認める担保権を設定したときには、期限の利益喪失事由

に該当しても期限の利益を失わない」とするのが一般的) が定められる。さらに、担保が設定された場合には、違反した特約だけでなくすべての財務上の特約が解除されると特約されることもある<sup>(41)</sup>。

実際に、担付切換条項が発動され、期限の利益喪失とそれに伴うクロス・デフォルトが回避された例は少なくない<sup>(42)</sup>。期限の利益を喪失させ、社債権者に全額を弁済させること、期限の利益喪失ならびにクロス・デフォルトの発動により倒産の危険を高めること、および担付切換条項を発動することとでいずれが社債権者の利益になるかという高度な判断を、社債管理者が善管注意義務をもってなすことが期待される一方で、これらの条項の文言上、これらの判断は、発行会社のイニシアティブで行われることになっている<sup>(43)</sup>。担付切換条項の発動にあたって社債管理者は、担付切換条項を発動して期限の利益喪失を回避すべきかどうかという判断ではなく、設定された担保が社債総額を十分にカバーしうるかかどうかという「担保の適切性」のみを判断すれば足りるのである<sup>(44)</sup>。したがって、会社法が取引銀行を社債管理者の資格から排除しなかったのが、発行会社への救済融資等の能力を期待したためであることが一つの理由であるとされる一方で、実際には、社債管理者が善管注意義務をもって判断すべき事項は比較的狭い<sup>(45)</sup>。

### ( 3 ) 社債管理委託契約と善管注意義務の範囲

以上と関連して、社債管理者は善管注意義務違反による責任発生を回避する傾向が強いといえるが、このことは、社債管理委託契約により社債管理者の権限を限定することが可能であるとの会社法の規定ぶりにより増長されている。たとえば、会社の合併等の組織再編において、社債管理者は個別催告受領権 ( 740 条 3 項 ) と異議申述権 ( 740 条 2 項本文 ) を与えられているが、異議を申述すべきかどうかの判断に際しての善管注意義務違反による責任発生回避のため、ほとんどの場合、社債管理委託契約によりこれらの権限が排除されるであろうと指摘されている<sup>(46)</sup>。

#### 4 善管注意義務違反の判定基準

社債管理者の善管注意義務違反の判断基準については、特に株式会社の取締役の善管注意義務についての経営判断原則類似の考え方を採用しうるか、あるいは採用すべきかという視点から議論されることがある。

この点について、経営判断原則が、取締役の法的責任を裁判所によりエンフォースさせるのではなく、その他のメカニズムによりコントロールした方が望ましいという観念に拠っているのであるとすれば、その他のメカニズム、とりわけ市場によるコントロールが働きにくい社債の管理には適用できないこと<sup>(47)</sup>、および、株式会社の経営一般と異なり、社債管理者の社債の管理は目的が比較的限定されており、社債管理者が高度の専門的知識を有すること、さらに、社債管理者が社債発行会社に対して貸付債権を有していることを前提とすれば社債権者と潜在的利害対立状態にあるため、経営判断原則に類する考え方を適用せず、比較的厳格な基準により判断すべきとする見解がある<sup>(48)</sup>。

これに対して、結果的に判断が誤りであっても簡単に善管注意義務違反を問うことはしないという解釈を採るべきであるが、社債の管理は、会社の経営に比べて積極的な判断が必要とされないことを理由に、事実の確認が適切に行われていればただちに免責を与えるような解釈は否定する見解がある<sup>(49)</sup>。ただし、この解釈の採用は社債管理者が社債発行会社に対して貸付債権を有していない場合に限定される。この見解は、判断過程と内容を区別する、米国における経営判断原則 (business judgment rule) を参考にしている<sup>(50)</sup>。

わが国の裁判例は、米国における経営判断原則と異なり、判断の過程に不合理がないことだけでなく、判断内容の合理性も審理の対象とするのが一般的である<sup>(51)</sup>。よって、これをかりに社債管理者の注意義務違反の判定の際に用いたとしても、判断の過程が合理的であればただちに免責するような解釈はなされないと予測される。

さらに、わが国における経営判断原則類似の考え方は、注意義務を軽

減したのではなく、注意義務違反の有無を判断する審査のしかたを述べたものであると一般に考えられている。<sup>(52)</sup> 過程については、当該判断をするために当時の状況に照らし合理的だと思われる程度に情報収集・調査・検討等をしていたかどうかを、内容については、社債管理者として期待される程度において、当該判断が当時の状況に照らし明らかに不合理でないかどうか<sup>(53)</sup>がその審査基準とされるべきことになる。よって、米国におけるそれとは異なる発展を遂げつつあるわが国の経営判断原則類似的の考え方を社債管理者に採用すべきかどうかを議論するにあたっては、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べきかという政策的な観点から考察されるべきではないだろうか。

社債の管理が会社の経営一般に比べ、その目的が比較的限定されていることからすれば、社債管理者に取締役がとるようなリスクをとらせる必要はなく、経営判断原則類似的の考え方を採用するべきではないとの主張がなされるかもしれない。しかし、財務上の特約違反の判定や救済措置の発動等に関する微妙な判断を要する事項につき、その裁量をもって判断させないのであれば、社債管理者を設置する意味は失われる。<sup>(54)</sup> 会社法が原則として社債管理者の設置を強制している以上、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。さらに、法が社債管理者の資格を高度な専門的知識を有する者に限定しているのは、社債管理者に裁量を与え、社債権者のためにその権限を行使することを想定していると考えられる。社債管理者の専門的能力を発揮させるためにも、善管注意義務違反の判定基準を明確にする必要性は高いであろう。実際、財務上の特約は、社債管理者に裁量の余地を与えないように定められているのが現状であり、会社法が社債管理者に付与した各種の法定権限（740条2項参照）も、社債管理委託契約の定めにより排除されることが多いと予測されるのは、善管注意義務の内容が不明確であることがひとつの要因であろう。

経営判断原則類似的の考え方を社債管理者の善管注意義務違反の判定の

審査のしかたとして採用する前提として、社債管理者と社債権者との間に利益相反がないことが必要である。この点について、社債管理者が社債発行会社に対して貸付債権を有することが常に利益相反にあたると考え、<sup>(55)</sup> 経営判断原則類似の考え方の採用が排斥されるとする見解もある。そうすると、社債発行会社に対する貸付債権を有するいわゆる取引銀行が社債管理者になっている現状では、善管注意義務違反を問題にする範囲が非常に限定的になってしまうとの批判がなされうるのであろう。<sup>(56)</sup>

社債管理者が社債発行会社に対して貸付債権を有していた場合であっても、一定の場合には誠実義務の問題ではなく善管注意義務の問題として処理する余地を認めるべきではないだろうか。たとえば、社債管理者が社債発行会社に対して貸付債権を有する状況下で、財務上の特約違反が生じ、その救済措置として期限の利益を喪失させ社債権者に全額を弁済させるべきか、担付切換条項を発動すべきかの選択を社債管理者が判断しなければならないとする。この場合、期限の利益喪失およびそれに伴うクロス・デフォルト条項の発動により社債発行会社から一挙に多額の財産を流出させるよりは、担付切換条項を発動し期限の利益喪失を回避したほうが社債権者の利益になると社債管理者が判断した場合に、社債発行会社に対して貸付債権を有したことを理由に、常に誠実義務違反として判断するべきとはいえないのではないか。つまり、判断の時点で<sup>(57)</sup> の社債発行会社の財産状態、あるいは違反した財務上の特約内容や違反に対する救済措置によっては、社債管理者と社債権者とが利益相反状態にあると評価できない場合もあるのではないだろうか。<sup>(58)</sup> 社債管理者が社債発行会社に貸付債権を有することを許容した趣旨に照らすと、貸付債権を有することのみを理由に、社債管理者による判断の適否につき常に誠実義務違反の問題として処理すべきと考えるべきではなく、<sup>(59)</sup> 社債管理者が、実質的な利益相反状態にないことを立証することを条件として、善管注意義務の問題とする余地を広く認めるべきであると考えられる。そのような立証が不可能な場合、典型的には社債発行会社の財産状態が悪化

し利益相反が激化するおそれがある場合には、社債管理者は、711条2項に基づき社債管理委託契約の定めにより、<sup>(60)</sup> 辞任すべきなのであろう。

注

- (4) 上柳克郎ほか編『新版注釈会社法第二補巻(平成5年改正)』191頁[江頭憲治郎](有斐閣,1996年)。法定の公平誠実義務および善管注意義務が、法定権限および約定権限両方に及ぶとしていたものとして、今井克典「社債管理会社の権限と責任」ジュリ1240号60頁,64-65頁(2003年)。
- (5) 相澤編著・前掲(1)177頁。ただし、約定権限の行使が704条の「社債の管理」に包含されることは自明とは言い切れないと指摘するものとして、高橋真弓「社債」川村正幸=布井千博編『新しい会社法制の理論と実務』222頁(経済法令研究会,2006年)。
- (6) 藤田友敬「社債・新株予約権」商事1689号54頁(2004年)。
- (7) 前田庸「平成五年商法等の改正要綱について[中]」商事1316号13頁,19頁(1993年)。
- (8) 吉戒修一『平成五年六年・改正商法』281頁(商事法務研究会,平成8年)。
- (9) 吉戒・前掲注(8)281頁。
- (10) 吉戒・前掲注(8)281頁。
- (11) よって、以下では、従来の学説の内容を、異なる「種類」の社債権者に対する公平義務に読み替える。
- (12) なお、米国では、デフォルト後は、同一の発行会社の複数の信託証券の受託者となることを原則として禁止しているため、このような問題は生じない。上柳ほか編・前掲注(4)432頁[江頭],岩原紳作「アメリカ合衆国信託証券法第310条の研究」公社債月報372号5頁(昭和62年)。
- (13) 神作裕之「社債管理会社の法的地位」落合誠一ほか編[鴻常夫先生古稀記念]『現代企業立法の軌跡と展望』183頁(商事法務研究会,1995年)、旧商法下で約定権限の行使には公平義務が及ばないとするのが通説であったことを前提として、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10頁,17頁(2002年)。
- (14) 旧担信法68条に関するものとして、上柳ほか編・前掲(4)[江頭]435頁。
- (15) 神作・前掲注(13)205頁。
- (16) 森田果「受託者の公平義務(上)」NBL780号38頁(2004年)。
- (17) 上柳ほか編・前掲注(4)[神田秀樹]172頁,神田秀樹「忠実義務の周辺」岩原紳作=神田秀樹編著[竹内昭夫先生追悼論文集]『商事法の展望』

- 308頁(商事法務研究会,平成10年)。
- (18) 神田・前掲注(17) 308頁。
  - (19) 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『金融法務研究会報告書(9)社債管理会社の法的問題』34頁(2004年)。
  - (20) 藤田・前掲注(3) 357頁注(57)。
  - (21) 四宮和夫『信託法』(新版,有斐閣,平成9年) 249頁。
  - (22) 四宮・前掲注(21) 249頁。
  - (23) その他の例として,優先受益権と劣後受益権が発行されている流動化信託等がある。
  - (24) 改正信託法の下では,公平義務は善管注意義務の一種として性格づけられ,異なる信託の受益者間については,善管注意義務により処理されることについて,樋口範雄『入門 信託と信託法』210頁(弘文堂,2007年)参照。
  - (25) 会社法の規定ぶりは,「種類」ごとに利益状況が異なることを前提とする。会社法681条1号,会施規165条参照。
  - (26) 神田・前掲注(17) 308頁。
  - (27) 神田・前掲注(17) 36頁。
  - (28) 取締役の忠実義務のコンテキストにおいて,赤堀光子「取締役の忠実義務(四・完)」法協85巻4号76頁(1968年)参照。
  - (29) 赤堀・前掲注(28) 76頁。
  - (30) 改正前信託法下での議論として,森田果「受託者の公平義務(下)」N B L 781号56頁参照(2004年)。
  - (31) 森田・前掲注(30) 56頁。
  - (32) 黒沼悦郎「社債契約と社債管理会社」金融法研究・資料編(15) 20頁(1999年)参照。
  - (33) 藤田・前掲注(3) 348頁。後掲三三参照。
  - (34) 森田・前掲注(30) 57頁注(44)はこの点を示唆する。
  - (35) 黒沼・前掲注(32) 9頁。
  - (36) 森まどか「会社再編と無担保社債の財務制限条項 イベント・リスク条項を参考として」神院31巻2号143頁,146頁(2001年)参照。
  - (37) 黒沼・前掲注(32) 11-12頁。
  - (38) 黒沼・前掲注(32) 12頁。
  - (39) 今後,監督指針のレベルで,チャイニーズ・ウォールの構築が各金融機関に求められていく方針が明らかにされていることにつき,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」金法1840号18頁,25頁(2008年)参照。

- (40) 黒沼・前掲注 (32) 12～16頁。
- (41) 日本興業銀行編『証券』253頁 (金融財政事情研究会, 1996年)。
- (42) 森・前掲注 (36) 156頁。
- (43) 黒沼・前掲注 (32) 14頁。
- (44) 森・前掲注 (36) 163頁。
- (45) 黒沼・前掲注 (32) 15頁。
- (46) 会社法740条2項ただし書。野村修也「新会社法における社債制度」ジュリ1295号119頁 (2005年)。
- (47) 藤田・前掲注 (3) 356頁注 (49)。
- (48) 北村・前掲注 (13) 14頁。
- (49) 江頭憲治郎「社債の管理に関する受託会社の義務と責任」[鴻常夫先生還暦記念] 江頭憲治郎編『八十年代商事法の諸相』142頁 (有斐閣, 1985年), 中東正文「社債管理会社の権限と責任」[今中利昭先生還暦記念]『現代倒産法・会社法をめぐる諸問題』669頁 (民事法研究会, 平成7年)。
- (50) 江頭・前掲注 (49) 129頁および134頁注 (62)。
- (51) 江頭憲治郎『株式会社法』429頁 (有斐閣, 第2版, 2008年)。
- (52) 吉原和志「取締役の経営判断と株主代表訴訟」小林秀之 = 近藤光男編『新版・株主代表訴訟大系』96頁 (弘文堂, 平成14年)。
- (53) 吉原・前掲注 (52) 96頁。
- (54) 藤田・前掲注 (3) 347頁。
- (55) 北村・前掲注 (13) 14頁。
- (56) 藤田・前掲注 (3) 348頁参照。
- (57) 藤田教授は、このように解すると、善管注意義務と誠実義務の境界が曖昧になるが、それは仕方ないとされている。藤田・前掲注 (3) 358頁注 (63) 参照。
- (58) 実際には、社債発行会社の財産状態が一定程度悪化していれば、社債管理者による貸付の回収と社債権者の社債権の弁済を受ける行為とが競合するといえ、そのような場合には利益相反状態にないことを社債管理者が立証できる可能性は極めて低いであろう。藤田・前掲注 (3) 348頁参照。
- (59) 米国信託証券法の立法の際も、貸付債権を有すること自体が利益相反になるのではなく、貸付債権の回収にあたり社債権者の利益を犠牲にして自己の利益を図ることが問題であると考えられていた。後掲三三 (1) 参照。
- (60) 旧商法下におけるよりも、社債管理者のイニシアティブで辞任することが容易になった。もっとも、710条2項が適用される場合には、辞任したとしても同条の責任を免れない (712条)。

### 三 710条2項の損害賠償責任の意義

#### 1 序

社債管理者が、会社法または社債権者集会の決議に違反する行為を行い、これにより社債権者に損害を負わせた場合には、連帯してその損害を賠償する責任を負う(710条1項)。社債管理者の誠実義務(704条1項)違反により社債権者に損害を負わせた場合も、710条1項により責任が追及されうる。しかし、社債管理者が社債発行会社の取引銀行であるケースが多いことに鑑みると、発行会社が経営困難な状況に陥った場合に、社債管理者が自己の債権の回収・保全を社債権の回収・保全に優先させる危険性がある。そこで、誠実義務違反の典型例として一定の行為を定め、それらの行為についての証明責任を転換する形で、特別な賠償責任規定を定めたのが710条2項である。<sup>(61)</sup>

一定の行為とは、当該社債管理者の債権に係る債務について、社債発行会社から担保の供与または債務の消滅に関する行為を受けること(同1号)、当該社債管理者との間に、支配・被支配関係等特別の関係がある者に、当該社債管理者の債権を譲渡すること(譲り受けた者が当該債権に係る債務について社債発行会社から担保の供与または債務の消滅に関する行為を受けた場合に限る)(同2号)、当該社債管理者が、社債発行会社との間に、法定期間内に相殺適状の状態を作出して相殺を行うこと(同3号4号)、である。ただし、当該社債管理者が誠実に社債の管理を怠らなかつたこと、または当該損害が当該行為によって生じたものでないことを証明したときは、社債管理者は免責される(710条2項ただし書)。

ところで、710条2項(旧商法311条ノ2第2項)は、米国信託証書法(Trust Indenture Act of 1939) 311条を参考にして規定されたと説明される。<sup>(62)</sup> その内容はおおよそ以下の通りである。発行会社の債務不履行(社債の元本または利息の支払遅延に限られる)前3箇月以内または債務不履行後に、受託者が発行会社から自らの債権の弁済を受け、または

担保の提供を受けたときは、一定の適用除外事由を除き<sup>(63)</sup>、受託会社が受領した金額および担保財産を分別して、受託者と社債権者のために、「特別勘定 (special account)」におかねばならず、受託者と社債権者との間で債権額に応じてこの特別勘定を按分比例しなければならない<sup>(64)</sup>。受託者、社債権者は、特別勘定から按分比例による分配を受けるだけでなく、破産配当も受領することができる点が特徴的である<sup>(65)</sup>。

この規定は、倒産法上の否認権の要件を強化して、受託者と社債権者との関係に関する限り、破産宣告の時点を不履行の3カ月前まで遡らせたに等しい効果を持つ規定であると説明される<sup>(66)</sup>。同規定を参考にして立法された710条2項は、否認権の特則としての性格を有する一方で、形式上は誠実義務の性格に基づく証明責任の転換となっているため、本条2項に基づく社債管理者の損害賠償責任の意義は、どちらの性格を重視するかによって異なりうる。この問題は、旧商法の下でも認識されていたが<sup>(68)</sup>、その問題にはほとんど手つかずのまま本項は定められた。

そこで以下では、710条2項に基づく損害賠償責任の意義についての学説状況を示した上で、どの処理方法が社債権者の利益にとってもっとも望ましい結果となりうるかを示す。さらに、本条2項が参考にした米国信託証書法311条の立法資料を参照し、その暫定的な結論と誠実義務との整合性を探る。

## 2 710条2項の「損害」の意義に関する諸学説

### (1) 概要

まず本項の否認権的性格を重視して、710条2項の損害は、社債管理者が受けた利益の額を限度とするべきとし<sup>(69)</sup>、損害額は、当該行為を社債管理者がしなければ増加したであろう破産配当額と、実際に受け取った配当額との差額であるとする見解がある<sup>(70)</sup> (以下「差額説」)。社債権者が本項の損害賠償を請求する前に発行会社の破産管財人等が社債管理者の行為を否認したときは、社債管理者の本項に基づく損害賠償責任は消滅する<sup>(71)</sup>。

社債管理者が受けた利益の額を損害の限度とすべきであるという「差額説」の前提を一步進め、本項のモデルとなった米国信託証書法311条に倣って、社債管理者が受けた弁済額のうち、社債管理者の債権額と社債権者の額に比例して社債権者に分配される額とする見解があるが、これはさらに、社債管理者が受けた弁済額を分別管理した上で比例して分配する義務を負うとするもの<sup>(73)</sup>(以下「按分比例説」と、法定期間内に受領した弁済は当然に遡及的に無効となり受領した弁済金相当額を分別管理して比例分配する義務を負うとするもの<sup>(74)</sup>(以下「均等按分比例説」とに分かれる。

「按分比例説」は、社債管理者が受け取った利益を弁済充当しないで分別管理し社債管理者と社債権者に按分比例方式により分配することを誠実義務の一内容と捉えるようである<sup>(75)</sup>。しかし、社債債務の不履行も支払停止等もない時点でそのような行為義務を課することは不可能ではないかという批判、および社債管理者の債権が弁済により消滅したと構成すると社債管理者は破産配当に加入できないのではないかと疑問が呈され、それを克服するために「均等按分比例説」が示唆された<sup>(76)</sup>。

「均等按分比例説」は、社債債務の不履行または発行会社の支払停止により、それ以前3箇月以内になされた社債管理者の債権の弁済が遡及的に無効になり、社債管理者は受領した利益を分別管理の上、按分比例方式により分配する義務を負うと解する<sup>(77)</sup>。「按分比例説」のような行為義務を課さず、かつ弁済が遡及的に無効になるため破産配当にも加入でき、「按分比例説」の欠点を克服できる。米国信託証書法311条と同様の効果を狙うのである。しかし、自らの利益よりも社債権者の利益を優先する義務を誠実義務として捉えるとするならば、按分比例説であれ均等按分比例説であれ、社債管理者に按分比例によるシェアを認めることとは整合しない点が両説に共通の問題点として指摘されている<sup>(78)</sup>。

以上に対して、710条2項の責任は誠実義務違反に基づく損害賠償責任であることを重視し、破産手続等終了後に確定した社債の回収不能額

全額を損害とする見解<sup>(79)</sup> (以下「回収不能全額説」)がある。この説に拠れば、社債管理者は弁済等として受け取った額よりもかなり高額な損害賠償責任を負う可能性があるが、本項ただし書の免責要件 (因果関係の不存在) の解釈によりこれを回避しようとする。その例として、社債管理者が支払停止等 3 カ月より前の時点で担保の設定を受け、3 カ月内に担保権を実行し債権を回収した場合には、因果関係が存在しない場合が挙げられている<sup>(80)</sup>、その場合、社債管理者は損害賠償責任を負わない。また、社債発行会社の資産が、社債発行会社に対する総債権額を下回っているときには因果関係が存在しないとすれば<sup>(81)</sup>、損害額は、結果的に「差額説」の賠償額と同様の結果になる<sup>(82)</sup>。もっとも、社債管理者が因果関係の不存在の反証に失敗した場合には、社債管理者が得た利益よりもかなり高額な損害賠償責任を負担することになり、損害額を限定することはできないことが指摘されている<sup>(83)</sup>。

## ( 2 ) 数値例

以下では下記の事例について、上記の学説の唱えるサンクションの発動による、社債管理者と社債権者の最終的な債権回収率を比較する<sup>(84)</sup>。

### 【事例】

P 社 (社債発行会社) には、s 1 ~ s100 の社債権者 (各社債の金額は 600 万円であり、社債総額は 6 億円) と、P 社の取引銀行である T (債権額 2 億円)、無担保債権者 A, B がいる (債権額はそれぞれ、1 億 3000 万円と 7000 万円) (他に先取特権者、更生担保権者は存在しないものとする)。T は上記社債の社債管理者でもある。上記社債の支払停止前 3 カ月以内に T が 2 億円の債権回収を行い、純資産額の残額は 1 億円となり、その後 P 社が破産手続に入った (なお、破産法上の否認権の行使はないものとする)。

上述の事例につき、債権を回収しなかった場合、かりに本条 2 項の規制がなかった場合 (1 項の規制もないものとする) に債権回収をした場

合、および上記の学説それぞれについて、社債管理者T、社債権者s1～s100、一般債権者ABの債権回収率（ただし書の免責要件の適用がない場合）を示すと下記の表の通りである。

	債権回収せず	債権回収(サンクションなし)	差額説	按分比例説	均等按分比例説	回収不能全額説
社債管理者T	30%	100%	47.5%	25%	35%	回収不能額全額
社債権者s1～s100	30%	12.5%	30%	37.5%	35%	100%
一般債権者A B	30%	12.5%	12.5%	12.5%	10%	12.5%

Tが優先的な債権回収を行っていなかったとすれば、全債権者(T, s1～s100, AB)の債権回収率は等しく30%となる [T: 6000万円, s1～s100: 各180万円, A, B: 3900万円, 2100万円]。また、もし本条2項の規制がなされないとすると(本条1項の規制も及ばないことを前提とする)、Tのみが全額を回収することになるため、各債権者の回収率は [T: 100%, s1～s100: 12.5%, A, B: とともに12.5%] となる。

上記の諸学説による社債管理者、社債権者それぞれの最終的な債権回収率を比較すると、どの学説に拠った場合であっても、社債管理者Tが債権回収をした方が、債権回収をしなかった場合より社債管理者と社債権者の取り分の合計額(債権回収率の合計)を増大する。これは、社債管理者による債権回収がなかった場合の他の一般債権者(AB)の債権回収率(30%)が、どの方法によっても低下し、社債管理者による債権回収により、他の一般債権者から社債管理者と社債権者に利益移転が行われるためである。したがって上記の学説の結論の相違は、その増大した取り分の合計(パイの大きさ)を、社債管理者と社債権者とでどのように分配するかにある。

社債管理者に債権回収をさせることにより、債権回収をさせなかった

場合よりも社債権者  $s_1 \sim s_{100}$  の回収率が上昇するのは、「差額説」以外の諸説である。「差額説」による場合、社債管理者が当該行為をしなければ増加したであろう破産配当額と、実際に受け取った配当額との差額が本条 2 項の損害となるため、社債管理者 T は、計 1 億 500 万円 ( 6 億円  $\times$  17.5% ) を社債権者 (  $s_1 \sim s_{100}$  ) に損害賠償することとなり社債権者の最終的な債権回収率が 30% となるのに対して、社債管理者 T の債権回収率は、47.5% ( 2 億 - 1 億 500 万円 ) となる。つまり「差額説」に拠れば、社債管理者と社債権者の取り分の合計額は増大するが、社債権者の取り分は、社債管理者の債権回収がなかった場合と変動せず ( 30% )、社債管理者のみが他の一般債権者 ( AB ) からの利益移転によりその取り分を増大させることができる。

これに対して、その他の説に拠れば、社債管理者の債権回収率が社債権者の債権回収率を上回ることはない。さらに、いずれの説によってもサンクシヨンの発動により、社債管理者が債権回収をしなかった場合よりも回収した場合の方が、社債権者の最終的な債権回収率は増大する。

社債権者の債権回収率がもっとも増大する可能性があるのは、100% の債権回収率が得られる可能性のある「回収不能全額説」である。「回収不能全額説」は、損害額は、原則として、破産手続終了後に確定した社債権者の回収不能額全額となるため、社債権者 (  $s_1 \sim s_{100}$  ) の回収率は 100% となるのに対して、社債管理者 T の回収率は、社債管理者の貸付債権額が社債総額を下回る限り 0% となるだけでなく、それ以上に回収不能額全額を賠償しなければならなくなる可能性がある<sup>(85)</sup>。つまり、社債管理者が債権回収により他の一般債権者から移転した利益以上の価値を、社債権者に支払わねばならないことがある。

他方、社債管理者が受領した利益を社債管理者と社債権者との間で按分比例により配分する説のうち「按分比例説」に拠れば、社債管理者が受けた弁済額を分別管理した上で、比例して社債権者に分配すべきことになる。社債権者 (  $s_1 \sim s_{100}$  ) は、破産配当として 12.5% を回収し、さ

らにこの比例分配により、1億5000万円(2億円×75%)を社債管理者から分配されることになるため、最終的な回収率は37.5%(25%+12.5%)となる。社債管理者は、弁済を受けたことによりその債権が消滅すると解さざるを得ず、<sup>(86)</sup> そうなると社債管理者は破産配当を受けることができないであろうから、Tの債権回収率は25%となる。したがって、債権回収をしない場合の社債管理者の回収率(30%)よりも債権を回収した場合の回収率(25%)の方が低くなる。

社債管理者と社債権者の取り分の合計額を増大し、かつ社債権者の最終的な回収率も増大するのは「均等按分比例説」である。「均等按分比例説」に拠れば、弁済が遡及的に無効になると構成することにより、社債管理者は破産配当に加入することができる。社債管理者Tは、優先的に回収した2億円の按分比例によるシェアである25%と、破産配当による10%の計35%を回収することができ、社債権者(s1~s100)も同様に35%となり均等となる。つまり上述の事例においては、社債管理者も社債権者も債権回収率はともに30%から35%に増加する。上記の事例に限らず「均等按分比例説」のこのような結論は、以下のように一般化することが可能である。

いま、P社の純資産総額： $p$ 、TのP社に対する貸付債権額： $t$  ( $t > 0$ )、s1~s100の社債総額： $b$  ( $b > 0$ )、一般債権者ABのP社に対する債権総額： $a$  ( $a > 0$ ) とする(ただし、 $p < t + b + a$ 、かつ、 $p > t$ )。もしかりにTが自己の債権を回収しなかったとすれば得られた、T、s1~s100、ABの破産配当率は、等しく、 $\frac{p}{t + b + a}$  であるが、Tが優先的に回収をした場合のs1~s100、ABの破産配当率は、ともに  $\frac{p - t}{t + b + a}$  となる。「均等按分比例説」に拠れば、社債発行会社の破産財団や他の債権者の債権総額の大小とは無関係に得られる、社債管理者の确实な債権回収率は  $\frac{t}{t + b}$  であるが、これに、破産配当  $\frac{p - t}{t + b + a}$  を加えた割

合、すなわち  $\frac{t}{t+b} + \frac{p-t}{t+b+a}$  が、社債管理者が自己の債権を回収した場合のサンクション発動後の最終的な債権回収率となる。ここで、社債管理者が、自己の債権を回収しなかった場合に得られる破産配当率  $\frac{p}{t+b+a}$  と、債権回収による最終的な回収率  $\frac{t}{t+b} + \frac{p-t}{t+b+a}$  との関係であるが、ここで、 $a > 0$  であるから、 $\frac{p}{t+b+a} < \frac{t}{t+b} + \frac{p-t}{t+b+a}$  は常に成り立つ<sup>(87)</sup>。つまり、債権を回収した場合の最終的な債権回収率は、債権を回収しなかった場合の最終的な債権回収率を常に上回る<sup>(88)</sup>。

以上のような数値例から、社債権者の債権回収率のみに着目して社債管理者の債権回収のインセンティブについて分析すると以下の通りである<sup>(89)</sup>。

まず「差額説」に拠れば、他の一般債権者が存在する限り、社債管理者は優先的な債権回収をして全体のパイを増大させるインセンティブを有するが、その増大分はすべて社債管理者が取得する。

「回収不能全額説」に拠れば、社債管理者の債権額が、回収不能額を大きく上回るのでない限り、社債発行会社が債務不履行に陥る危険があると社債管理者が認識し、債権回収の結果、社債管理者と社債権者の取り分の合計が増大しかつ社債権者の最終的な債権回収率が增大するとしても、社債管理者はそのような回収をするインセンティブを有するとはいえない。取り分の増加額以上に、社債管理者が社債権者に利益を移転しなければならない可能性があるからである。

「按分比例説」に拠れば、社債管理者による債権回収がなされた方が、結果的に社債権者の債権回収率を増大するとしても、社債管理者は債権回収のインセンティブを持つとはいえない。

「均等按分比例説」によれば、社債管理者と社債権者の取り分の合計額を増大し、かつ社債権者の債権回収率も増大する債権回収が、社債管

理者の債権回収率も増大するため、社債管理者はそのような債権回収をするインセンティブを有する。

よって、社債権者の債権回収率を増大するような債権回収を行うインセンティブを社債管理者に付与するためには、「均等按分比例説」が好ましいことがわかる。

### 3 検討

上記で検討したように、社債権者の債権回収率および社債管理者のインセンティブに着目すると、一定の仮定の下では、710条2項の損害賠償責任のあり方を「均等按分比例説」、つまり米国信託証書法311条のように考えるのが望ましい。710条2項(旧商法311条ノ2第2項)が米国信託証書法311条をモデルとして規定されたこと、および米国の法制との相違から法定信託の設定の表現をとれないため損害賠償の表現をとったにすぎないと解されることからすれば、そのように解釈することはおかしいことではないのかもしれない<sup>(90)</sup>。しかし、米国信託証書法311条の規律を採用する場合、社債管理者が破産配当に加入できるようにするため、社債の元利払いの債務不履行もしくは支払停止前3箇月以内になされた社債管理者への弁済等を遡及的に無効とする必要があるし、特別勘定に入れなければならない場合やその効果を条文で規定した方が、予見可能性や法的安定性の点からは望ましい<sup>(91)</sup>。

そのような規律を採用する前提として、社債管理者の社債権者に対する誠実義務と、社債管理者に按分比例方式によるシェアを与えることは整合的に説明される必要がある。すでに述べたように、誠実義務を、自らの利益よりも社債権者の利益を優先する義務であるととらえれば、社債管理者にシェアを与えるような立法をすべきではないとの結論になりうる<sup>(92)</sup>。

そこで以下ではまず、米国信託証書法311条がいかなる経緯で按分比例方式によるシェアを信託証書の受託者(Indenture Trustee)に認めるサンクションを定めるに至ったかを分析し、それに基づきわが国にお

ける社債管理者の誠実義務との整合性を検討する。

( 1 ) 米国信託証券法311条の立法過程

1939年米国信託証券法の前身は、1937年に上院に上程され、銀行・通貨委員会の小委員会 (subcommittee of the Committee on Banking and Currency) に付託された、いわゆるパークリー法案 (Barkley bill)<sup>(94)</sup> である。小委員会においてその規制手法は好意的に評価されたが、上院では会期中に可決されなかった。類似の法案が1938年に下院へ、1939年に上院および下院に上程され<sup>(95)</sup>、後者の法案が議会において1939年信託証券法として可決成立し1940年2月3日付で施行された<sup>(96)</sup>。受託者による貸付債権の優先的回収にかかる311条は、パークリー法案で初めて提案されたものがその原型であり、実質的な議論は主に同法案の審議過程において行われている。

(a) 「許容された貸付」と「禁止された貸付」に対するサンクション

パークリー法案は当初、受託者の適格性について、無担保あるいは満期までの期間が5年未満の社債の信託証券の受託者が社債発行会社に対して担保・無担保を問わず貸付をしている場合は、相反利益 (conflicting interest)<sup>(97)</sup> を有するものとして不適格としていた (「禁止された貸付 (prohibited loan)」)。このような状況下における貸付は、社債権者の利益と直接競合すると考えられたためである。逆に受託者は、社債の満期までの期間が5年以上で、かつ担保付であれば、発行会社に貸付をすることが許容されていた (「許容された貸付 (permitted loan)」)。

そして、いずれの貸付についても、元本および利息の支払いのデフォルト前 [3] カ月以内に信託証券の受託者が貸付をなすには、特別勘定 (special account)<sup>(99)</sup> の設定が必要であり、特別勘定に保有した資産・財産およびそこからの収益を、「禁止された貸付」については、優先的に社債権者に対して、受託者が回収していなければ得られた限りにおいて満額を支払わなければならない。「許容された貸付」については、受託者と社債権者とで債権額に応じて按比例的に配分しなければならない、

とそれぞれ別のサンクションを定めていた。<sup>(100)</sup>

同法案についての第75回議会の第一会期の小委員会における公聴会で、証券取引委員会 (SEC) のコミッショナーであるダグラスにより、「許容された貸付」についてのこのようなサンクションの効果として、元本及び利息の支払いのデフォルト前 [3] カ月間は、受託者は貸付債権者としての自己のためだけに行動することができなくなり、自己および社債権者のために行動することを強いられることになる、と説明された。<sup>(101)</sup>

「禁止された貸付」と「許容された貸付」の優先的な回収についてのサンクションの区別に関する同法案の立場は、公聴会においてポズナーによっても支持された。すなわち、受託者が計算整理 (account) を要求される義務の性質は、「禁止された貸付」と「許容された貸付」とで異なるべきである。<sup>(102)</sup> それに加えてポズナーは、上記の受託者の適格性に関する相反利益の有無自体に関連して、禁止されるべきは貸付自体ではなく「債権者としての地位の改善 (improvement of the position of the creditor)」であると主張した。<sup>(103)</sup> 発行会社への貸付自体を禁止すると苦境に陥った企業に対して受託者である銀行が救済融資をすることができなくなってしまうし、大規模な銀行や信託会社が信託証書の受託者としての地位を去ればより小規模で無責任な銀行やその他の機関が受託者になることとなり、このことは社債権者にとってかえって不利益であること等がその他の参加者によっても強力に主張され、貸付自体の禁止よりむしろそのサンクションに重点を置くべきと主張された。<sup>(104)</sup>

これを受け、次期以降の議会に提案された法案では<sup>(105)</sup>発行会社への貸付を受託者の不適格事由から外した上で、受託者による優先的な回収に対するサンクションとして、一律に特別勘定からの按分比例方式が採用されることになった。<sup>(106)</sup> 貸付自体が禁じられていない以上、受託者が発行会社から債権を回収すること自体は問題ないが、社債権者の利益を犠牲にして自己の債権者としての地位を改善することが禁じられることになり、<sup>(107)</sup>信託証書法<sup>311</sup>条は貸付債権者としての自己のためと同様に社債権者の

ために行動することを要求するものであると説明されている。<sup>(108)</sup>

(b) 受託者にシェアを認める根拠

以上のような信託証書法311条の立法過程に拠れば、受託者による社債発行会社への貸付が許容され、上記の「禁止された貸付」自体とそれに対するサンクションも消滅し、最終的に「許容された貸付」に対する按分比例方式のサンクションのみが残り、優先的な債権回収すべてに対するサンクションとなったという経緯がわかる。しかし、この経緯では、そもそも「許容された貸付」について按分比例方式が採用された理由を説明することはできない。貸付が禁止される場合に比べて、貸付が許容された場合にそのサンクションを相対的に軽くするという結論は理解できるが、その場合になぜ受託者にシェアを認める発想となったのか、そしてシェアを認めるにせよ、そのシェアが按分比例によるものとなるのかという問いに答えるものではない。立法過程に関する資料を参照したかぎりでは、シェアを認める根拠について特に言及する箇所は見当たらない。<sup>(109)</sup> 受託者が社債発行会社に対して貸付を行うことを禁ずべきか否かが中心的に議論され、債権の優先的回収に関する按分比例方式のサンクションの是非についてはほとんど議論されていないのである。<sup>(110)</sup>

この点については、信託証書法が制定される以前も受託者と受益者の利益とが競合する場面において、一定の場合には特約により、あるいは信託の法理により、按分比例方式がその救済方法として運用されていたことがわかる。<sup>(111)</sup>

信託証書法制定前、まず担保設定についての担保設定についての按分比例方式のサンクションが認められていたのは、ネガティブ・プレッジ条項 (negative pledge clause) が信託証書中に挿入されていたことが前提であった。ネガティブ・プレッジ条項は、社債について比例平等的に担保設定することなく受託者が発行会社の財産に担保設定してはならないという、いわば按分比例方式のサンクションを定める条項であるが、裁判所は、この条項違反の効果は、担保の目的物を返還することではな

く社債にも比例的に適用していたとすれば受託者がすべきだったこと、つまり当該社債に対しても按分比例的に担保を設定することであると判断した。<sup>(112)</sup>

受託者による債権の優先的回収については、信託の法理に基づき社債権者の救済が図られ、その際、受託者にシェアを与えるという発想が Dabney 事件判決において見られた。<sup>(113)</sup> Dabney 事件では、発行会社の倒産の8年前に、銀行である受託者による優先的な債権回収が問題となった。この事件は、信託証書法制定前に発行された社債に関するものである。

裁判所は、信託証書の受託者が発行会社の支払不能の危険があることを認識しつつ貸付を回収した場合、次のような理由に基づき、当該受託者が回収した額については、社債権者のための法定信託 (constructive trust) が成立すると判断した。当該信託証書が受託者に貸付を許容しており、そのことは貸付を回収する権利が受託者にあることも意味する。しかし、貸付を回収する上で、自己を受益者と競合する地位に置くような場合にはその権利行使は制約を受ける。<sup>(114)</sup> この判決は、取引がいかに無害であっても、受託者が受益者と利益相反する地位に自己を置いた場合、<sup>(115)</sup> 「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」として、信託一般の法理に基づく受託者の義務を拡張したものとして説明されている。<sup>(116)</sup>

受託者が社債権者に対して支払うべき額については、法定信託による信託財産に社債権者が有する利益とは、将来の債務不履行という条件付き利益 (contingent interest) であるから、社債権者が救済されるのは、銀行が回収していなかったら回収できたであろう配当額を限度として社債権者に配分した。<sup>(117)</sup> この判決は、受託者が優先的に受け取った利益について、社債権者にその一部を分配する発想を示すものといえる。

一方、按分比例方式によるシェアは、古くは19世紀頃から、社債に限らず信託一般にかかる事例において認められてきたようである。<sup>(118)</sup> それら信託一般にかかる判例では、按分比例的救済を認める根拠として、受託

者がその信託財産について少なくとも自己のものと同等に十分に注意を払わなければならないことや、受託者が誠実に行動している限り、受益者と同一の請求権を有しており他の債権者と平等の地位にあることが示されている。<sup>(119)</sup><sup>(120)</sup>

社債に関する判例としては、Starr v. Chase National Bank 事件<sup>(121)</sup>がある。この事件では、ドイツの会社が発行したノートの所持人が、受託者による自己の無担保の貸付債権の優先的回収につき、受託者の解任と信託義務違反による損害賠償を請求して訴えを提起した。<sup>(122)</sup><sup>(123)</sup> ニューヨーク州地方裁判所は、受託者が回収した現金を、証券所持人と自己との間で按分比例的に分配すべきと判断したが、この判決は上記の信託一般にかかる判例の流れに従うものとして捉えられている。<sup>(124)</sup>

上述の Dabney 事件では、発行会社の支払不能の危険を、受託者が認識していながら自己の債権を優先的に回収したことを前提としていたのに対して、按分比例的救済を認める判例では、受託者が誠実に行動していたことが前提とされ、両者についてそれぞれ救済方法のあり方が分かれていたようである。311条の立法過程で、受託者と社債権者とが競合する恐れのない「許容された貸付」の優先的回収に対するサンクションとして按分比例方式が提唱されたのは、そのような貸付および回収自体については利益相反状態と評価せず、受託者による誠実な行動を前提としていたためと考えれば整合的である。ともかく、当初は、受託者と社債権者の利益とが競合しないとされていた「許容された貸付」の優先的回収について提唱されていた按分比例方式のサンクションが、すべての貸付が許容されたことに伴い結果的に現行の規制方法となるに至った。適用除外事由を除き、一律に按分比例方式のサンクションを定めるものであるが、サンクションの発動により受託者と社債権者の最終的な債権回収率を同一とし、社債権者の利益を犠牲にして受託者が債権者としての自己の地位を図ることが不可能な制度設計となっている。貸付自体を許容した以上、回収全額を吐き出させることまでは要求せず、このよう

なサンクションで十分であると考えられたことが立法資料上も示されている。<sup>(125)</sup>このような制度設計は、貸付自体を許容したことと整合的といえる。<sup>(126)</sup>

## (2) 誠実義務違反のサンクションとしての按分比例方式

社債管理者の負う誠実義務と整合しないため、710条2項の社債管理者の損害賠償責任のあり方を米国信託証書法311条のように解することはできないとの指摘があることについては、上記2(1)で述べた。<sup>(127)</sup><sup>(128)</sup>会社法において、サンクションとして按分比例方式によるシェアを社債管理者に認めることと誠実義務とに整合性はないのだろうか。

会社法上、社債管理者が社債発行会社に対して貸付を行うことは、米国と同様禁止されていない。貸付が禁じられていない以上、その回収も一律に禁止されていると解することはできないだろう。問題とされるべきは、米国で信託証書法の立法過程において主張されたように「社債権者の利益を犠牲にして自己の債権者としての地位を改善すること」である。このことから、社債管理者が社債権者と利益相反する地位に身を置いた場合には、社債管理者が社債権者の利益を優先しなければならない義務を負うのではなく、米国の受託者と同様、「社債権者と自己の利益を同視して行動すべき義務」を負うと解することはできないだろうか。社債管理者が社債発行会社に対して貸付債権を有することが禁じられていない以上、社債管理者が社債権者の利益を優先しなければならないという義務を課されるのは不自然である。そのような義務を負うがゆえに、サンクションが発動されると、按分比例方式によるシェアが社債管理者に与えられ、社債管理者と社債権者の債権回収率が同一になる結果が導かれると説明できる。<sup>(129)</sup>

さらに、利益相反行為に対するサンクションとしての按分比例方式のサンクションの妥当性は、社債権者および社債管理者が得る「最終的な債権回収率」によっても説明することができるのではないだろうか。

「差額説」に拠った場合、たとえば上述の事例で、一般債権者ABの債権総額が4億円である場合、社債管理者Tが債権回収をしなかったと

した場合の全債権者の回収率は25%であり、社債管理者Tによる損害賠償がなされた後に達せられる社債権者 ( s 1 ~ s100 ) の回収率も25%である一方で、社債管理者Tの回収率は、55% ( 2億円 - 9千万円 ) となり、一般債権者ABの債権総額が2億円であった場合よりも、社債発行会社の貸倒リスクの不均衡の程度が甚だしいものとなる。<sup>(130)</sup> 倒産法上の否認権の効果と異なり、社債管理者の得た利益の額は、破産財団等に帰属するのではなく、損害賠償という形で社債権者に直接支払われ、社債権者以外の債権者には支払う必要がないので、他の債権者の受領する分を社債管理者が利得することになるためである。このため、社債権者の利益とは無関係に、他の一般債権者の債権額の大小によって、社債管理者の債権回収のインセンティブが左右されてしまう。それに加えて「差額説」は、社債管理者にシェアを与えない点で誠実義務違反のサンクションと整合するよう見えるが、最終的な債権回収率に着目すると、社債管理者が社債権者の利益を犠牲にして債権者としての自己の利益を図った結果が依然として維持される場合があり、利益相反行為に対するサンクションとしては妥当なものとはいえない。<sup>(131)</sup><sup>(132)</sup>

このことは、誠実義務のサンクションとしての妥当性を、シェアを認めるか否かという一側面で判断するのではなく、社債権者と社債管理者の債権の最終的な債権回収率により判断する可能性を示すものといえる。つまり、優先的な債権回収により、社債権者と社債管理者の取り分の合計 ( 全体のパイの大きさ ) を増大するだけでなく、その後の分配により、まずは社債管理者の取り分が社債権者の取り分を上回らないような方法であれば、利益相反行為に対するサンクションとして機能すると考えてよいのではないだろうか。

よって、「差額説」以外の、「按分比例説」「均等按分比例説」「回収不能全額説」は、利益相反行為に対するサンクションという観点からは整合的といえる。社債管理者が優先的な債権回収等を思いとどまれば、その後の破産手続による破産配当が各債権者の債権回収率となる ( 上記の

事例では、すべての債権者の債権回収率は30%となる)。たしかにそのような結果が達せられれば、利益相反行為からの社債権者保護は一応達せられたと評価してよいだろう。つまり、債権回収のインセンティブを削ぐサンクションを定める「回収不能全額説」は、そのような結果を達しうるものといってよい。

しかし、すでに論じたように、社債管理者による債権回収等は、一般債権者ABからの利益移転を行い社債権者と社債管理者の取り分の合計を増大することであるから、社債権者の債権回収率の増加にもつながるような方策を採る余地を残すことに合理性を認めるべきではないだろう<sup>(133)</sup>。そのような方策としては、社債権者の利益に資する債権回収のインセンティブを社債管理者に与える「均等按分比例説」が最も適切であることになる。いわゆる本旨弁済の受領が、710条2項ただし書の免責要件に該当するか否かが論じられてきたが、「均等按分比例説」に立てば、むしろ社債管理者に本旨弁済を受領させたほうが社債権者の利益に資する場合がある。

本旨弁済の受領と710条2項ただし書の免責要件との関係については、本旨弁済の受領は、破産手続等で否認権が行使されない限り、債権者の当然の権利であり誠実義務違反ではないと解する見解や、単に約定期が到来したという事情のみでは誠実に社債を管理したとはいえず、本旨弁済の受領と同時に<sup>(134)</sup>つなぎ融資をしたような場合でなければ誠実義務違反にあたる<sup>(135)</sup>とする見解があるが、以下の理由により、いずれも不十分であると考えられる。

社債管理者による社債発行会社に対する貸付を許容している以上、禁止されるべきは、社債権者の利益を犠牲にして社債管理者が自己の債権者としての地位を図ることであり、その前提として、3カ月以内に社債発行会社が支払停止等に陥ることを認識していることが必要である。710条2項は、社債発行会社の元利払いの債務不履行もしくは支払停止後またはその前3カ月以内の債務の消滅に関する行為を受けること等に

については、その行為を受ける時点で、社債管理者が3カ月以内に債務不履行もしくは支払停止に陥ることについて知っていたこと<sup>(136)</sup>、つまり、社債権者の利益を犠牲にして自己の債権者としての地位を図る意図を有していたことを推定する<sup>(137)</sup>。その結果、社債管理者が受領した額について按分比例方式による配分がなされることになるが、社債管理者が上記の意味での反証に成功した場合には、按分比例方式による配分をする必要はなく、回収全額を自己のものにできることになるはずである<sup>(138)</sup>。社債発行会社に対して貸付債権を有する社債管理者が、社債発行会社の支払停止等の前3カ月内に、支払停止等に陥ることを把握できなかったこと自体、善管注意義務あるいは誠実義務違反になりうるとの批判がなされるかもしれないが、たとえば社債発行会社が巧妙な手法により粉飾決算を行っていた場合には、誠実に社債を管理していたとしてもそのような事態を予測できるとは限らない。

このような立場からは、<sup>(139)</sup>の見解は、本旨弁済の受領自体が誠実義務違反行為に該当するか否かを論じており妥当とはいえない。約定期が到来した本旨弁済の受領か、それとも期限の利益を喪失して自己の債権について優先的に回収をしたかという形式から誠実義務違反の有無が決まるのではなく、社債発行会社が3カ月以内に支払停止等に陥ることを予測して当該行為を行ったかに基づき、社債管理者が回収全額を自己のものにできるか否かを判断すべきである。もっとも、期限の利益を喪失しての債権の優先的回収は、社債発行会社の支払停止等を予測していたためであろうから、3カ月以内に支払停止等に陥ることを信ずべき合理的理由がなかったことの反証は難しいといえ、結果的には、受け取った利益を按分比例方式により社債権者に支払わなければならない場合がほとんどであろう。

の見解が説くように、つなぎ融資をして本旨弁済を受領した場合には、誠実義務違反に当たらないと解することはできようが、つなぎ融資をしないで本旨弁済を受領した場合に、常に誠実義務違反にあたと解

すべきではないだろう。つなぎ融資をしなければ本旨弁済を受領できないとすれば、社債管理者は、社債権者の利益を自己の債権者としての利益に優先させなければならないこととなり、すでに述べた本稿の立場からは妥当でない。本旨弁済の受領の時点で、社債管理者が、3カ月以内に元利払いの債務不履行もしくは支払停止に陥ることを信ずべき合理的理由がなかったことを立証した場合には、たとえつなぎ融資をしないで本旨弁済を受領したとしても、誠実義務違反はなかったとして免責を認めるべきであろう。<sup>(139)</sup>

以上のように、710条2項の損害賠償責任の意義を本稿のように捉えれば、社債管理者は、3カ月以内に社債発行会社が支払停止等に陥ることを認識していた場合には、債権者としての自己と社債権者共同の利益のために行動するよう誘導される。

もっとも、社債管理者が債権回収をせず全体のパイを増大しなかった場合に、社債権者が誠実義務違反あるいは善管注意義務違反に基づいてその責任を追及することは難しいであろう。社債管理者は、債権回収にあたり社債権者の利益を犠牲にして自己の債権者としての地位を図ってはならないという義務を負うが、社債権者の最終的な債権回収率を最大化する義務までを負うとは考えられない。もしそのような義務を負うのだとすると、たとえば、社債管理者は社債権者の債権回収率を最大化するために救済融資をしなければならない等の結論が導かれうる。それは結局、社債管理者に社債発行会社を倒産させない義務を負わせるのと同義になってしまい妥当とはいえない。<sup>(140)</sup>このようなサンクションは、社債管理者に、自己の利益だけでなく社債権者の利益も同じように考慮して行動させるよう誘導するに過ぎず、藤田友敬教授が示唆されるように、社債管理者が全体のパイを増大することに成功した場合に分け前を与える、いわば「インセンティブ報酬の一種」のようなものとして考えるべきなのである。<sup>(141)</sup>

## 注

- (61) 上柳ほか編・前掲注(4) [江頭] 214頁。
- (62) 上柳ほか編・前掲注(4) [江頭] 214頁。
- (63) 米国信託証書法311条は、適用除外事由として、債務不履行の日に、発行会社の破産の申立が自らまたは第三者によってなされていたとすれば、受託者としては相殺権を行使できた額、発行会社以外の第三者から受領した弁済、受託者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、等による受託者の自らの債権の回収、債務不履行前 [ 3 ] カ月の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、債務不履行前 [ 3 ] カ月以降でも、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、実行して得た手取金につき、取得した時点において債務不履行が [ 3 ] カ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、を受託者が立証した場合、担保財産の解放と引き換えに弁済を受けた場合の、担保財産の公正価額、を定める。米国信託証書法311条 (a) ( 2 )。
- (64) 明田川昌幸「米国信託証書法の改正について [下]」商事1257号28頁 (1991年)、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『金融法務研究会報告書(9)社債管理会社の法的問題』38-39頁 (2004年) 参照。
- (65) ROBERT I. LANDAU & ROMANO I. PELUSO, CORPORATE TRUST ADMINISTRATION AND MANAGEMENT, 92 (6th ed. 2008)。
- (66) 江頭・前掲注(49) 119-120頁。もっとも、米国信託証書法の立法資料を参照する限り、倒産法の否認権を強化したものと定められたとは説明されていない。下記3(1)注(109)参照。
- (67) 藤田・前掲注(3) 348頁以下。
- (68) たとえば、岩原・前掲注(64) 44頁以下。
- (69) 江頭憲治郎「社債法の改正」ジュリ1027号37頁 (1993年)。
- (70) 上柳ほか編・前掲注(4) [江頭] 216頁。
- (71) 江頭・前掲注(69) 39頁。
- (72) 解釈論として、中東・前掲注(49) 674頁、立法論として、岩原・前掲注(64) 44頁がある。
- (73) 中東・前掲注(49) 674頁参照。
- (74) おそらく立法論として、山本克己「社債発行会社の偏頗行為」金融法研究・資料編(15) 86頁 (2000年) 参照。
- (75) 中東・前掲注(49) 674頁参照。
- (76) 山本・前掲注(74) 85頁。

- (77) 山本・前掲注(74)86頁。
- (78) 山本・前掲注(74)86頁は、「社債管理[者]の誠実義務の内容をいかに定めるべきか」という問題にほかならず、結論を留保している。
- (79) 吉戒・前掲注(8)300頁。なお、東京地判平成19・8・28平16(ワ)25544号・平18(ワ)11851号において、社債権者(原告)は回収不能全額説によるとみられる損害額を主張したが、東京地裁は、本件における担保の供与は、旧商法311条ノ2第2項の要件である「3ヵ月」より以前に行われたとして、損害額について判断せず、請求を棄却している。
- (80) 前田・前掲注(7)20頁。
- (81) 吉戒・前掲注(8)301頁。
- (82) 北村・前掲注(13)16頁、上柳ほか編・前掲注(4)[江頭]218頁参照。
- (83) 北村・前掲注(13)16頁。
- (84) この発想は、岩原・前掲注(64)44-45頁、および、藤田友敬・[コメント]金融法研究16号57頁(2000年)から示唆を得た。
- (85) ただし、社債管理者が因果関係の不存在の立証(本条2項ただし書)に成功すれば、損害賠償責任がまったく生じないか(社債管理者Tの債権回収率は100%)、あるいは差額説と同じく、社債管理者が当該行為をしなければ増加したであろう破産配当額と、実際に受け取った配当額との差額に限定される。
- (86) 山本・前掲注(74)85頁。
- (87)  $\frac{p}{t+b+a} < \frac{t}{t+b} + \frac{p-t}{t+b+a}$  すなわち、 $\frac{t}{t+b} > \frac{t}{t+b+a}$  は、 $a > 0$ である以上、常に成り立つ。
- (88) 当然ではあるが、 $a=0$ であれば、社債管理者は回収してもしなくても最終的な回収率は同じとなる。
- (89) このような、社債管理者による債権回収のインセンティブについて言及するものとして、岩原・前掲注(64)44頁。
- (90) 中東・前掲注(49)674頁、江頭・前掲注(69)34頁参照。
- (91) 山本・前掲注(74)86頁。
- (92) 岩原・前掲注(64)44頁。
- (93) 山本・前掲注(74)85頁。
- (94) S.2344, 75th Cong. (1937).
- (95) H.R.2191 and H.R.5220, 76th Congress, 1st session (1939).
- (96) LANDAU & PELUSO, *supra* note 65 at 407-8.
- (97) S.2344, sec.7 (b) (6). 1936年、SEC(証券取引委員会)は、社債権者の利益を考慮せず自己の債権者としての地位を図ったとみられるいくつか

- の事例を参照し、受託者が社債発行会社の債権者になることを禁じるべきとする報告を提出しており、当初の法案はその報告書を受けて立案された。Securities and Exchange Commission, Report on the Study and Investigation of the Work, Activities, Personnel and Functions of Protective and Reorganization Committees, Part VI, Trustees under Indentures (1936), at 71-99.
- (98) Note, *The Trust Indenture Act of 1939: Limitations on the Trustee's Privilege of Lending to the Obligor*, 7 U. CHI. L. REV. 523 (1940) at 527, n.27.
- (99) 1978年に制定された破産改革法との調和を図るため、1990年改正信託証書法は、「4カ月」を「3カ月」に改正したため(改正信託証書法409条(3)、信託証書法311条(a))、以下においても、便宜上そのように置き換えることとする。
- (100) S.2344, No.1, 75th Cong., 1st Sess, sec.7 (c) (1937).
- (101) Hearing before a Subcommittee of the Committee on Banking and Currency, 75th Congress, 1st Sess. on 2344 (1937) at 60.
- (102) *Id.* at 118-119.
- (103) *Id.* at 119.
- (104) *See, e.g.*, S. Hearing on S. 2344, 75th Cong., 1st Sess, at 90は、「この【貸付】禁止を廃止し、受託者たる銀行が、受益者たる社債権者を犠牲にして、債権者としての地位を改善することに対するペナルティ条項に集中することがより賢明であると考えている」、「そのような貸付自体の禁止ではなく、受託者による地位の改善に対するペナルティに重点を置くべきである」と述べる。
- (105) *See, e.g.*, S.477,76th Cong., 1st Sess.sec.309 (a) (1939).
- (106) 貸付自体を許容した議会の決断を「賢明」だとして評価するものとして、*See*, ROBERT I. LANDAU & JOSEPH C. KENNEDY, CORPORATE TRUST ADMINISTRATION AND MANAGEMENT 65 (2nd ed. 1975).
- (107) *See*, Hearings on H.R.2191 and H.R.5220 before a Subcommittee of the Committee on Interstate and Foreign Commerce, House of Representatives, 76th Congress, 1st Session. (1939) at 206は、「罪とすべきは、貸付をすることではない。罪とすべきは、貸付の不適切な回収であり、新しい条項は、受託者と同時に【債権者】として行動する銀行による不適切な回収にペナルティを課す、あるいは可能であれば、妨げるという考えに基づいて、SECの承認を受けている。しかし、銀行による貸付を制限するものではない」と述べる。また、*Morris v. Cantor* (390 F. Supp.

817, at 823 (S.D.N.Y.1975)) も参照。

- (108) Hearings on H.R.2191 and H.R.5220 before a Subcommittee of the Committee on Interstate and Foreign Commerce, House of Representatives, 76th Congress, 1st Session. (1939) at 268は、「実際、この条項は、単に、受託者が債権者としての自身のためと同様に、社債権者のためにも行動するよう要求するのである」と述べる。
- (109) 公聴会では、この手法は、[3] カ月という期間は倒産法上の否認権と同様だけれども、倒産法上の概念というわけではない、と説明されている。S. Hearing on S.2344, 75th Cong., 1st Sess., at 60.
- (110) もっとも、立法後、このようなサンクションへの批判は見られる。たとえば、Howard M. Friedman, *Updating the Trust Indenture Act*, 7 J. L. REF. 329 at 342-343 (1974) は、信託受益者のために行動すべきという受託者の義務は、受託者が占有または支配する全資産を、少なくとも証券所持人に優先して割り当てるべきことになるはずであるから、このようなサンクションは受託者概念を歪曲するものとして批判する。
- (111) 担保設定について、Kaplan v. Chase Nat'l Bank of City of New York, 156 Misc. 471 (S.Ct. 1934), 優先的回収について、Starr v. Chase National Bank, N.Y.L.J., 771-772, Sept. 21, 1936 (N.Y. Sup.Ct.), noted in 4 U.CHI.L.REV.346 (1937).
- (112) Kaplan v. Chase Nat'l Bank of City of New York, 156 Misc. at 473; Louis S. Posner, *The Trustee and the Trust Indenture: A Further Study*, 46 YALE L. J. 737 n.97.
- (113) Dabney v. Chase Nat'l Bank of City of New York, 196 F.2d 668 (2d Cir.), rev'd, 201 F.2d 635 (2d Cir. 1952), appeal dismissed, 346, U.S. 863 (1953).
- (114) Dabney v. Chase Nat'l Bank of City of New York, 201 F. 2d at 637.
- (115) A. SCOTT, THE LAW OF TRUSTS, VOL. 2 §170.23, at 1381 (1967).
- (116) Frederica R. Obrzut, *The Trust Indenture Act of 1939: The Corporate Trustee as Creditor*, 24 UCLA L. REV. 131, at 147 (1976); Henry F. Johnson, *The 'Forgotten' Securities Statute: Problems in the Trust Indenture Act*, 13 TOLEDO L.REV.92, at 105 (1981); *Id.* at 1381.
- (117) Dabney v. Chase Nat. Bank of City of New York, 201 F.2d 635, at 637-8.
- (118) Scott v. Ray, 35 Mass. 360 (1836); Bryant v. Russell, 40 Mass. 508 (1839).

- (119) Scott v. Ray, 35 Mass. 360, at 366.
- (120) Bryant v. Russell, 40 Mass. 508, at 546.
- (121) N.Y.L.J., 771-772, Sept. 21, 1936 (N.Y.Sup.Ct.), noted in 4 U.CHI. L.REV.346 (1937).
- (122) この判例が掲載されている資料は、日本国内に所蔵されておらず、また米国でも所蔵がきわめて限られており入手することができなかった。そのため、記述の内容は、判例解説 (4 U. CHI. L. REV. 346 (1937)) に依拠せざるを得なかった。
- (123) このノートは担保付であったが、担保が設定された資産はすべてドイツにあり、ドイツの法規により、担保を米国に移転することが不可能であった。なお、受託者の発行会社に対する貸付は無担保であった。4.U.CHI. L.REV.346, at 347 (1937).
- (124) *Id.* at 347.
- (125) Note, *supra* note 98 at 527-28; S. Hearing on S. 2344, 75th Cong., 1st Sess, at90.
- (126) 1990年改正信託証書法の下では、受託者による貸付が利益相反事由、つまり不適格事由に該当するよう改正されたが、社債発行会社の元本及び利息の支払いのデフォルトまでは不適格事由が生じないとされているため、実質的な意味合いは変わらない。
- (127) 山本・前掲注 (74) 85頁。
- (128) 米国信託証書法311条の責任は、誠実義務違反の責任としては位置付けられていない。
- (129) Bogert's Trusts And Trustees, Current through the 2008 Update, Chapter 26. Trustee's Duties in General, § 543.
- (130) 山本・前掲注 (74) 82頁以下。
- (131) 上記2 ( 2 ) 参照。
- (132) 山本・前掲注 (74) 82頁以下、北村・前掲注 (13) 16頁。
- (133) 岩原・前掲注 (64) 44 ~ 45頁は、「回収不能全額説」の定めるサンクションを「オール・オア・ノンの救済」とし、このようなサンクションでは社債権者の債権回収率を上げるような回収が行われなくなるとする。
- (134) 吉戒・前掲注 ( 7 ) 300-301頁。
- (135) 柏木 = 川北 = 河本 = 神田 = 森本 「【座談会】企業金融の変遷と法規制の在り方」ジュリ1072号29-30頁 [森本滋発言] (1995年)。なお、前掲判決・注 (79) は傍論において、救済融資についての担保の徴求は、社債管理会社の誠実義務違反とはならないことを示している。
- (136) 上柳ほか編・前掲注 ( 4 ) [江頭] 215頁。

- (137) 吉戒・前掲注(7) 299頁。もっとも、上柳ほか編・前掲注(4) [江頭] 215頁では、「推定する」と「みなす」が同時に用いられており、どちらの趣旨かははっきりしない。また、「推定」して反証を認める趣旨なのか、「みなす」ために反証の余地がないことまでを意味するかも明らかではない。
- (138) 米国信託証書法311条の定める適用除外事由も、担保権の実行について同様の立場をとる。前掲注(63) 参照。
- (139) 710条2項の損害賠償責任の意義を本稿のように解する場合、その適用除外事由としては、3カ月以内に社債発行会社が社債の元利払いの債務不履行もしくは支払停止に陥ると信ずべき合理的な理由がなかったことを社債管理者が立証したとき、を含むとして立法すべきであると考え。
- (140) 債権回収不能額全額を損害額とする「回収不能全額説」に対する同様の批判として、山本・前掲注(74) 84頁参照。
- (141) 藤田・前掲 [コメント] 注(84) 57頁。

#### 四 結びに代えて

本稿は、社債管理者の権限行使の実効性を高めるために、社債管理者の義務および責任の内容がいかなるものであるべきかを次の三点につき考察した。

第一に、異なる種類の社債権者の扱いについては、704条1項の定める公平義務は異なる種類の社債権者に対しては及ばないが、社債管理者の誠実義務あるいは善管注意義務の問題として対処されるべきとの解釈を示した。

第二に、社債管理者の権限行使の実効性を高めるためには、善管注意義務違反の判定のしかたを明確にすべきとの観点から、わが国における経営判断原則類似の考え方の採用の可能性を示し、社債発行会社に対して貸付債権を有する社債管理者について、常に誠実義務違反の問題として処理すべきではないとの見解も示した。

第三に、710条2項の損害賠償責任の意義につき、社債管理者と社債権者の取り分の合計額を最大化し、かつ、社債権者の取り分を増大させるインセンティブを社債管理者に持たせる手法として、米国信託証書法

311条におけるような規制が立法論的に望ましいことを示すとともに、米国信託証書法311条の立法経緯を参照することによって、誠実義務違反のサンクションとしての按分比例方式によるシェアを社債管理者に認めることの整合性を論じた。本稿のように解することにより、社債管理者は、債権者としての自己と社債権者の共同の利益のために行動するよう誘導されることになる。会社法は710条2項のただし書の免責要件を定めるにとどまるが<sup>(142)</sup>、法的安定性・予測可能性を高めるために、適用除外事由をより明確に定めるべきである<sup>(143)</sup>。

本稿は、会社法が、異なる種類の社債の管理の委託を同時に引き受ける者、あるいは、社債発行会社に対する貸付債権を有する者を社債管理者の資格から特段排除していないことから、社債管理者の権限行使について、誠実義務ではなく善管注意義務の問題として処理すべき余地を広く認め、かつその違反の判定基準や誠実義務違反の効果を明確にすべきとの視点を提供した。社債権者のために行使することを期待して社債管理者に権限を与えたのであれば、それに伴う義務および責任を明確にするための手立ては必要不可欠である。上記の視点が今後の議論の一助になれば幸いである。

#### 注

(142) 岩原・前掲注(64)39頁参照。

(143) 岩原・前掲注(64)44頁以下。