

第5章 社債の管理と法

藤田 友敬

目	次
はじめに	3 社債管理会社を巡る法規制
1 社債管理の経済的構造	(1) 3つの強行法規性
(1) 社債権者の collective action: 個別の社債権者による管理の問題	(2) 社債管理会社設置に関する法規制
(2) エイジェンシー問題の発生: 社債管理会社による管理の問題	(3) 社債管理に関する権限分配を巡る法規制
2 市場によるコントロールと法規制の役割	(4) 社債管理会社の義務と責任を巡る法規制
	おわりに

はじめに

近年、わが国の国内社債市場の発展が著しい。社債発行の量が著しく増大してきているのみならず、その内容も多様化し、従来では考えられなかったような企業が考えられなかったような条件で社債を発行するようになってきている。しかし、社債市場発行市場の自由化は、他方で社債のデフォルトのリスクが現実化するということを意味し、社債管理およびそれを巡る法制度への関心が、かつてないほど高まりつつある。本稿では、社債管理とそれを巡る法規制の構造を明らかにしたい。まず、個別債権者が社債を管理することから生じる問題と、第三者に社債管理を委ねることから生じる問題とを明らかにしたい(第1節)。次に、社債管理に関して社債権者の利益を守るために法制度が果たすべき役割を検討する(第2節)。最後に、社債管理に関する現行法の規制の特徴

をとりあげ、その問題点を考えたい(第3節)。なお、社債管理契約に含まれる条項のうち従来「財務制限条項」と呼ばれてきたものは、今後「財務上の特約」と呼ばれることとなったが、本稿では不要な混同を避けるため、従来の「財務制限条項」という表現で通すこととする。

1 社債管理の経済的構造

(1) 社債権者の collective action: 個別の社債権者による管理の問題

社債権者が多数である場合には、社債権者の能力および管理のコストの両面から、自ら社債を管理することが望ましくないことがある。それは一つには、個々の社債権者が公衆である場合には、専門的知識の欠如等から社債の適切な管理が期待できないからである。しかし、問題はそれだけではない。多くの投資家が、会社に対する細かく細分化された権利を有するとき、単一の大口債権者であれば生じないであろう問題(collective action問題と呼ばれる)が生じることになる。その内容について若干敷衍して説明しよう。

合理的無関心

まず多くの投資家が、会社に対する細かく細分化された債権を有しているため、個々の投資家にとっては、社債の管理のコストがそれによって得られる利益を上回る結果、必要な措置をとるインセンティブがなくなる。¹⁾ この問題を克服するための方法として、まず頭に浮かぶのが、各社債権者が各々社債を管理することをやめて、誰か一人の人間に管理を委ねるという方法である。²⁾ 社債管理会社はこのような工夫の一つである。³⁾

個別社債権者の戦略的行動

しかし、適切に行動するための能力あるいはそのコストだけが、個別社債権者による社債の管理の障害なのではない。従来あまり指摘されてはこなかったが、個々の社債権者のとる戦略的行動が、社債権者全体としては望ましくない結果をもたらす可能性がある。次のような単純化した例で考えて見よう。

【設例】現在社債に含まれている財務制限条項に触れる事態が生じている。しかし、それは会社の財政的な基盤には影響はないものであり、期限の利益の喪失を主張して会社をデフォルトに追い込むよりは、そのまましておく方がよいと考えられるとする。⁴⁾

この場合、仮に社債権者全体による合理的な意思決定が可能であれば、デフォルトの宣言を猶予してやるであろう。ところが、デフォルトの宣言が個別の社債権者の判断に委ねられており、個々の社債権者が自分の有する社債については期限の利益の喪失を主張できるとすると、このような結果に至らない可能性がある。その理由の一つは、社債権者の判断能力や「合理的無関心」の問題によって、誤った判断がなされるからであるが、それだけではない。仮に社債権者が、正確な情報と判断からデフォルトの宣言を猶予してもよいと考えたとしても、その社債権者は直ちにデフォルトの宣言を猶予してやるとは限らないのである。それは、他の社債権者がどう行動するか分からないからである。もし自分が猶予に応じて、他の社債権者の多くが応じなかった場合には、自分だけが出遅れることで本来取れたものも取れなくなるかもしれない。他の債権者の行動が予測できない以上、(十分に情報を有する)社債権者においても、必要以上に猶予を拒絶するインセンティブが強くなってしまふ可能性がある。

この問題への対処の一つは、社債権者集団による意思決定を行わせ、その決定による個別社債権者の行動への制約を認めることである。社債権者集會は、まさにそのような機能を果たす制度である。⁵⁾ もっとも、このやり方だと合理的無関心の問題を克服することはできないから、この方法がうまく働く場合は限られる。いま一つの対処方法としては、社債の管理に関わる判断を一定の範囲で特定の者の専属的な裁量に委ねることがある。例えば、前述の例でいえば、個別の社債権者には財務制限条項違反によるデフォルトを宣言する権限を与えず、もっぱら社債管理会社の判断に委ねることで、社債権者間の戦略的なアクションを防止することが可能になる。⁶⁾ 社債管理会社による社債管理には、このような観点からも意義が認められる。⁷⁾

若干の示唆

以上、個別の社債権者による社債管理の持つ二つの性格の異なる collective action 問題について説明してきた。両者は、いずれも社債管理会社を通じた社債管理の存在意義を基礎づけるが、やや異なったインプリケーションを持つことになる。違いが顕著となるのは、個別社債権者による権利行使への制約を考える際である。すなわち、「合理的無関心」の観点からは、社債管理会社はあくまで社債権者の「便宜」のためにあるのであって、個別社債権者がみずからコストを負担して行動しようとするときには、原則としてそれを制約すべき

ではないという主張につながりがちである。⁸⁾ これに対して「戦略的行動」の観点は、社債管理会社は社債権者の単なる「便宜」を超えた存在意義を有しており、むしろ個別社債権者の行動を制約することこそ意味がある場合があることを示唆する。この観点からは、社債権者集會の決議さらには社債管理契約によって個別社債権者の行動に一定の制約を課すことも当然に不当と考えるべきではないということになる。⁹⁾ もっとも、社債権者が自己による権利行使を完全に放棄することを望むかは疑問もあり、どのような要件のもとで、どの範囲について個別社債権者の行動を制約することを許すべきかについては慎重に検討されなくてはならない。¹⁰⁾

(2) エイジェンシー問題の発生：社債管理会社による管理の問題

個別の社債権者による社債管理には問題があり、それに対する対処としての社債管理会社の存在意義があるとしても、社債の管理会社を設置することによって、そうでなければ生じないはずの問題が発生する。社債管理会社は、当然には効率的な社債管理を行うインセンティブを有しているわけではなく、場合によっては社債権者の利益と反する行動をとることに利益を有することすらある。社債管理会社の望ましい行動をとらせるための社債管理の仕組みの設計が、重要な意味を持つてくる。適切な設計によって、社債管理会社の設置により発生するコストが十分減少し、設置によって得られる利益がこれを上回るようにならない限り、社債管理会社を通じて社債管理を行うことは無意味である。現行法はこれらの点についてさまざまな規制を置いており、完全に自由な設計が許されているわけではない。以下、第2節では法規制の存在意義について簡単に触れ、第3節において具体的な内容を見ることにしたい。

2 市場によるコントロールと法規制の役割

現行法は、社債管理に関していくつかの強行法的な規律を行っている。¹¹⁾ 投資家保護の一般法である証券取引法上の開示規制と比較した場合、社債権者保護のための規制は、社債契約の実体的内容に一定の範囲で介入するという点に特色がある。このような法規制は、社債の発行条件を完全に当事者の自由に任せた場合には、投資家にとって不利益な事態が生じるということをも前提として

いる。社債契約は、その作成段階には投資家の利益を代表する立場の者が参加しておらず、法律だけが投資家の利益を代弁するということが、強行法的な規制が必要とされる根拠としてしばしば強調される。¹²⁾

しかし、投資家の利益を代表する立場の者が社債契約の作成に関与してなくても、そのことは直ちに投資家が不利益を被ることは意味しない。発行会社や社債管理会社を書いた一方的な条項であっても、投資家はこれを評価する立場にはあるからである。もちろん個々の投資家は社債契約の内容を検討し判断をするはずはないが、そのことは問題ではない。問題は社債発行市場がこのような点をも情報として折込んで価格形成するかどうかにある。もし社債契約の条項（たとえば財務制限条項の内容等）についても、マーケットによる評価がなされていると見ることができるとすれば、たとえば緩やかな内容の財務制限条項を有した社債が発行されたとしても、投資家はリスクに見合うリターンを得ているわけで、問題は無いということになる。¹³⁾¹⁴⁾

これに対しては、社債発行市場は完全には効率的ではないという反論が常になされる。¹⁵⁾ この点に関する信頼しうる実証的なデータは、わが国に関する限りは皆無である。¹⁶⁾ およそ市場によるコントロールは期待できないという者もいないであろう¹⁷⁾ が、完全に働くというほど楽観的な者もまたなさそうである。ただし、市場によるコントロールの限界を認めることは、ただちに社債契約の内容への法律による介入を正当化することにはならないことには注意を要する。それ以外の利害調整方法（たとえば法による規律）が、よりすぐれているとも当然には言えないからである。現に過去わが国の社債発行市場に存在していた社債発行の可否および条件に関わる事前的・人為的な規制（有担保原則、適債基準、財務制限条項の規律）¹⁸⁾ は、近年漸次緩和されてきていたが、ついには完全に撤廃されるに至り、むしろ現在は、社債の発行条件は（仮に不完全な点はあるにせよ）市場を通じたコントロールに任せることが望ましいことが盛んに強調されてきている。¹⁹⁾ これら市場によるコントロールを重視する流れと社債管理を巡る契約内容に介入する現行法は一見矛盾するようにも見える。

この点は、次の2つの観点から説明されるのであろう。第1に、市場による評価を受けやすい事項とそうでない事項とがあるならば、後者についてのみ規制することも意味がある。発行会社の業種や経営方針さらに自己資本比率、流動性比率、ROE等の財務情報等はどちらかといえば反映しやすい事項である

う。²⁰⁾ 第2に、市場による評価が働くかという点は同じであっても、契約内容の強制による弊害の大きさが異なることもありうる。一定の内容の社債契約を強制することの弊害は、個別の発行企業については不適切なアレンジを強制してしまう可能性があることであるが、個別の企業ごとに適切な内容が異なる程度が高く、個別にアレンジする必要がある大きい事項ほどこの弊害は大きい。²¹⁾ 逆に、多くの企業にとって合理的な内容が比較的均一となりやすい事項ほど、相対的には法規制の弊害は少ない。

現在の規制の方向は、ある程度までは、以上のような観点と調和的である。²²⁾ 配当の制限や投資政策を規制する条項は、（仮にある程度細かい基準とするにせよ）企業の規模、財務構成、業種その他によって非常に異なりうるから、契約内容への事前の介入の弊害が相対的に大きく、また市場による評価も社債管理会社の義務等に比べると働きやすいかもしれない。²³⁾ 社債管理会社の義務・責任は、発行主体により差を設ける合理性があまりない上、市場による評価を受けにくそうな事項である。現行法の規制でやや問題があるとすれば、社債管理会社の設置強制であろう。社債管理会社の設置することの経済的意味・無意味は、前述のように社債管理会社の設置によって享受しうる利益と設置によって発生するエイジェンシー・コストの比較によるわけであるが、これは個別企業によって相当異なる可能性があるうえに、社債管理会社の有無は他の財務制限条項の存在と比べて市場による評価の対象とはならないと言にくいように思われる。²⁴⁾

3 社債管理会社を巡る法規制

(1) 3つの強行法規性

本節では、現行法の規律の具体的内容を見ることにしたい。社債管理を巡る現行法制に特徴的なことは、それが次の3つの意味において強行法的な規律であることにある。第1に、発行会社は、原則として社債の管理会社を置かなくてはならない。社債管理会社を置くことのコストがそれによってもたらされる利益を上回ると当事者が判断しても社債管理会社なしで発行することはできない。第2に、社債管理会社に与えられる権限の範囲についても、現行法は強行法的に規律している。社債管理会社の権限を制約したり、拡大することには一

定の範囲で制約がある。第3に、社債管理会社はその権限を行使する仕方についても、一定の客観的基準を設け、これを契約で緩めることは許されない。これらの3つの強行法規性は互いに関連するところも少なくないが、以下では一応別々に検討する。

(2) 社債管理会社設置に関する法規制

社債管理会社の設置強制

現行法は、後に検討する例外的な場合を除いて、社債の発行に際しては社債管理会社を設置することを強制している。もっとも、このように社債の管理を特定の者に委ねることを強制する法制度は、比較法的に見ても必ずしも多数とはいえないし、社債管理会社は社債権者保護のための必須の存在とは当然には言えない。現に、設置強制の是非を巡っては、平成5年商法改正以前に激しい議論があった。²⁵⁾ 有担保原則の撤廃、適債基準の緩和等に伴い、社債権者保護のためにこのような制度が要求されるという立論があるかもしれない。²⁶⁾ しかし、一方を緩める以上は他方を厳しくしなくてはならないといった発想ではなく、むしろ、自由化されたその他の事項とは異なり、社債管理会社の設置に関しては、なぜ市場によるコントロールに任せてはいけないかを問うべきであろう。²⁷⁾

社債管理会社不設置債

現行法のもとでも、社債管理会社を設置しないで社債を発行することが認められる場合がある。社債の金額が1億円を下らない場合と社債総額を社債の額面で除した数が50を下る場合である(297条但書)。²⁸⁾ これらの例外が認められる理由として、1口あたりの社債金額が大きい場合には、各社債権者みずから社債を管理するインセンティブがあること、また数が少ない場合には適宜協力することが可能なことが挙げられている。²⁹⁾ これは、第1節で説明した「合理的無関心」の観点とは整合的である。もっとも、「戦略的行動」の問題点については、若干の考慮が必要である。個別社債権者が自らの利益のために、社債権者全体の利益とは相容れない行動をとるインセンティブが残る場合がありうる。もちろん、だからといって社債管理会社を設置しないで社債を発行することが合理的ではなくなるとは限らない。社債権者集会在が起きやすいことは、このような行動を牽制するためにも有用である。さらに社債契約自体に、社債管

理契約とは異なった条項を用意することによって対処することも考えられる。³⁰⁾

(3) 社債管理に関する権限分配を巡る法規制

現行法は、社債管理に関わる権限の分配についても規定を置いている。もちろん、これは社債管理契約によって社債管理会社に一定の権限(約定権限)を与えることを否定するものではないが、現行法の規律は次の2つの側面について強行的である。³¹⁾ すなわち第1に、社債管理会社の法定権限は、社債管理会社が最低限有さなくてはならない権限とみることができる。たとえば、社債管理契約によって社債管理会社の権限を強化することは可能であっても、「債権の保全に関して社債管理会社は以下の事項については権限を有しない」などと規定することはできないというのが通常の解釈であろう。³²⁾ 第2に、社債権者集会の判断事項を法定することで、社債管理会社に委ねることのできる権限の限界をも設けている。たとえば、社債の元本の削減を社債管理会社の一存で行う権限を、社債管理契約によって与えることはできない。³³⁾

社債管理会社の固有の権限

弁済受領権・債権の保全のための権限 社債管理会社は、社債権者のために弁済を受け、または債権の実現を保全するために必要な一切の裁判上または裁判外の行為をする権限を有する(309条1項)。具体的には、社債の元本・利息の支払請求(催告を含む)、弁済金の受領、支払請求の訴えの提起、倒産手続における倒産債権の届出、債権保全のための仮差押えおよび仮処分の上立て等が含まれているとされる。

調査権 社債管理会社は、法定権限を行使するのに必要な場合について、裁判所の許可を得て発行会社の業務および財産の状況を調査する権利を与えられている(309条ノ3)。³⁴⁾

以上のような社債管理会社の法定権限はあまりにも当然のようにも見えるが、実はそうでもない。少なくとも、社債管理との関係でしばしば引合いに出される米国の受託会社制度とは異なる面もある。すなわち、デフォルトが発生するまでは、受託会社は、受託契約で与えられた権限のみを行使すればよいこととなっており、³⁵⁾ 現実の受託契約では特に保全権限などを与えていないようである。また、発行会社の財務内容について自ら調査する義務は有していない。少

なくともデフォルト発生以前については、わが国の社債管理会社は、米国の受託会社よりも包括的な権限を有することを義務づけられ、かつそれを適切に行使用する義務を負っていることになる。

米国においてデフォルト以前の受託会社の権限（その結果、義務・責任も）をあまり大きくしないのは、さもないと受託手数料が上昇するからであると言われる。³⁶⁾ もちろん、受託会社の権限を制約するやり方に対して批判がないわけではない。³⁷⁾ 他方、わが国の現行法のように包括的な保全権限を与えることにも問題はあらず。与えられた権限が包括的であれば、社債管理会社がいかなる行動をとるべきかはっきりせず、不安定な立場に置かれることになる。しかも強行法規性ゆえに、社債管理契約によって、社債管理会社が行うべきことを明らかにすることが妨げられることになる。

社債権者集会と社債管理会社との間の権限分配

現行法は、社債管理会社の法定権限を、社債管理会社が独自の判断で行使できる権限（309条）と社債権者集会の決議に基づく権限（309条ノ2）とに分けている。このうち後者は、社債管理会社に対する権限委譲の最高限度を画する規定といえることができる。それでは社債権者集会と社債管理会社との間の権限分配はどのような論理に基づくのであろうか。合理的な投資家であれば、管理会社に委譲せず、自らに留保しておく権限はどのようなものかという角度から考えるなら、次の二つの要素が重要であるように思われる。

① **判断によって受ける影響の大きさ** 社債権者集会の判断事項とした場合、前節で説明した「合理的無関心」により適切な判断がなされない可能性がある。³⁸⁾ しかし、当該判断によってもたらされる経済的な効果が十分大きいと予測される事項については、社債権者自ら判断するインセンティブがあるかもしれない。³⁹⁾ もっとも、経済的なインセンティブさえあれば社債権者自らが判断すべきであると直ちには断定できない。この場合でも、判断能力が優れている社債管理会社に判断を委ねることも非合理的とは言えないからである。

② **判断事項の性質** 経済的インセンティブがある限り、社債権者が自らに判断権を留保する理由があるのは、純粋な投資判断あるいはそれに類する事項である。たとえば、発行会社のリスラクチャリングに際して、成功した場合のリターンが1億、失敗した場合ゼロで、成否の確率半々の計画Aと確実に成

功するがリターンは5,000万円の計画Bのいずれを採るかが問題となったとする。いずれに賛成すべきかは、社債権者のリスクに対する選好の問題であって、社債の適切な管理とは性格を異にする判断であるから、⁴⁰⁾ 専門的な知識があるというだけで他人に委ねる理由があるわけではない。⁴¹⁾

現行法上社債権者集会に判断が留保されている事項（309条ノ2第1項1号、2号参照）は、概ねこれらの視点と調和的であるが、現在最も争いのあるのは、社債管理会社の倒産申立権の有無である。一説によると倒産申立は社債権の処分に類する行為であるから社債権者集会の決議に基づく必要があるという。⁴²⁾ もっとも、倒産手続に入ると債権全額が回収できなくなるのは、会社財産が不足しているからであり倒産申立によって権利が「処分」されたからではないとも反論されている。⁴³⁾ もっとも、ここで実質的に問題なのは、「処分の有無があるか」というよりは、むしろ次のような点であろう。倒産の申立をすれば、社債権者は一定の拘束を受け権利が削減されうる反面、債務者の財産の散失に対する歯止めがかかる。申立をしなければ、社債権へ拘束等は生じないが、債務者の財産が無為に散失するかもしれない。そういう意味では、倒産の申立には、一種の投資判断に類する要素が含まれており、それゆえに社債管理会社に委ねるのに疑問がありうるのである。⁴⁴⁾ 他方、倒産申立は時宜を得た決定が必要であり、社債権者集会に委ねても実質的には行使しえないとすれば、投資判断的な性格を有するにもかかわらず、社債管理会社に委ねる利益があるかもしれない。⁴⁵⁾ いずれにせよ「処分の有無」という議論の建て方は、問題の本質を分かりにくくしているように思われる。社債権者集会がどの程度包括的な委任をなしうるかという論点についても同様の観点から考えられなくてはならない。⁴⁶⁾

(4) 社債管理会社の義務と責任を巡る法規制

社債管理会社は、当然には効率的な社債管理を行うインセンティブを有しているわけではない。場合によっては社債権者と反する行動をとるインセンティブを有することすらある。経済的な利益を享受する主体（プリンシパル）がそれ以外の者（エイジェント）を使って経済活動を行うケースでは、この種のインセンティブ問題は常に生じる。株式会社で言えば、経営者と株主の関係がその典型であり、この場合も、エイジェントをプリンシパルの利益にそって行動

させるためのさまざまな手だて（法律あるいはそれ以外の）が講じられる。しかし社債管理会社に関する規律は、株主と経営者の関係の場合と大きな違いがある。それは、おそらく会社の経営一般とは異なり社債管理は目的が比較的限定されていることとも関係していると思われるが、経営者のコントロール・メカニズムが多種多様な手法の複合である⁴⁷⁾のに対して、社債管理会社の場合には、法的な義務と責任がほとんど唯一のコントロール手段であるということである。⁴⁸⁾ そうだとすれば、社債管理会社の法的責任の重要性は、強調されなくてはならない。⁴⁹⁾

もっとも、法的な責任を通じて社債管理会社の行動をコントロールすることに対しては、社債を管理することのできない社債権者が、社債管理会社の責任を有効に追及することができるのかという疑問が生じる。この疑問に対する一応の解答は次のようなものであろう。社債の管理には、継続的で迅速な判断が要求され、これが社債権者自らが社債を管理する障害を作り出しているが、社債管理会社の責任追及にはこのような要素はない。しかも、責任が問題となるのは社債の元利金が支払われなかった場合であり、社債権者にも行動を起こすのに十分な経済的インセンティブがある。従って、社債管理会社の責任追及がおよそなされないとまではいえないというわけである。もっとも社債権者が社債管理会社の責任を追及する場合には、取締役の責任に関する株主代表訴訟に相当する制度は設けられていない。⁵⁰⁾ また、倒産会社の取締役に対しては、管財人が第三者責任（266条ノ3）を追及することもあるが、管財人が社債管理会社の責任を追及することは考えにくい。⁵¹⁾ このように、社債管理会社に対して実効性ある責任追及がなされうるのかは疑問がないわけではない。

利益相反の場合の規制

社債管理会社による社債管理の問題点は、社債管理会社が発行会社に対して何らかの利害関係を有している場合に、最も深刻となる。考えられる利益相反としては、社債管理会社が発行会社に対する債権を有する場合と発行会社の株式を有する場合が考えられる⁵²⁾が、特に前者が従来から強調されてきている。以下でもこれを中心に見ることにする。

利益相反の規律には、いろいろなパターンがありうる。⁵³⁾ もっとも単純な対処は、エイジェントが利益相反状態に身を置くこと、あるいは利益相反状態に身を置くことを禁止するというやり方である。また利益相反状態での行動を認

める代わりに発生した損害に対して無過失責任を課するという利害調整もありうる。⁵⁴⁾ 現行法では、利益相反関係を事前に排除することはせずに、事後的な社債管理会社の責任を通じてこれを解決するというやり方をとった。このようなやり方をとるのは、社債管理会社がメイン・バンクであるという事態は、必要な情報の取得等社債管理に有益な面もあり、それが潜在的な利益相反によってもたらされる害悪を上回るというのがその理由であろう。⁵⁵⁾ もっともこれは、利益相反の問題についてのかかなり楽観的な前提ではある。たとえば、社債がデフォルトに至った場合は、貸付債権を有する受託会社は辞任しなくてはならないとする立法例もある。⁵⁶⁾

社債管理会社の誠実義務と善管注意義務

社債管理会社の一般的な義務は、商法297条ノ3に規定されている。第1項がいわゆる誠実義務を規定し、第2項で善管注意義務が規定されている。⁵⁷⁾ 両者は、次のような発想の違いがあるとされる。すなわち善管注意義務は、社債管理会社の管理行為が十分に注意深くなされていたかということを問題とする。これに対して誠実義務とは、社債管理会社と社債権者の利益が相反する場合に、社債管理会社が、社債権者の犠牲において、自己または第三者の利益を図ることを禁止するものである。誠実義務を満たしているかは、仮に利害関係がなかったならどのように行動したであろうか、⁵⁸⁾ということが基準となる。利益相反関係がなければ同じ行動はとらなかったであろうということになれば義務違反が認められる。

社債管理会社の判断への裁判所による事後的な介入

誠実義務と善管注意義務とは以上のような発想の違いがあるが、實際上重要なのは、社債管理会社にとるべき行動に裁量の余地のあった場合に、社債会社のした判断の適否について裁判所が事後的にどこまで介入すべきかということである。この点、社債管理会社がある程度自由に——結果責任を問われないような形でという意味で——判断できる余地を残しておいてやるべきだというのは、一つのありうる政策判断である。⁵⁹⁾ 財務制限条項違反の事態が発生したか否かだけをチェックするというのであれば、わざわざ社債管理会社に任せる必要もなく、このような微妙な判断をさせないなら社債管理会社を設置する意味はあまりない。⁶⁰⁾ 社債管理会社はその判断について常に結果責任をとらされるということになれば、長い目で見た場合、財務制限条項に裁量権の行使を含

む権限を含めることはしなくなるということにつながるかもしれない。⁶¹⁾ 他方、利益相反がある状態でも判断の責任を問われる余地が少ないことは、社債権者から見るとあまりにも危険であり、そのようなことを前提とするなら、そもそも社債管理会社の設置を望まないかもしれない。

一応の基準としては、誠実義務が問題となっているケースか善管注意義務が問題となっているケースかどうかで分けて、前者については社債管理会社の判断に関してより実質的にレビューするということが考えられる。現行法が二つの義務を分けて規定していることは、裁判所による事後的な介入の程度を分ける根拠となろう。重要なのは、どのような事情があれば、誠実義務の問題を引き起こす利益相反の状態が発生すると考えるかである。社債管理会社が貸付債権を有しているか否かというのが最も分かりやすい形式的基準である⁶²⁾が、これだとほとんどすべてのケースは誠実義務の問題となり、善管注意義務が問題となる余地はほとんどなくなる。⁶³⁾ 特に現行法のように、社債管理会社に一般的な保全権限を強行的に与えている法制のもとでは、保全権限の行使に関わる社債管理会社の行動はほとんど常に厳格な事後的な審査に服さなくてはなくなる可能性がある。⁶⁴⁾ それでは不必要に社債管理会社の裁量を縛ることになると考えるなら、社債管理会社が発行会社に対して債権を有していることに加え、社債発行会社の財務状態が一定程度悪化していることが要求されると考えることになろう。⁶⁵⁾ 特に社債管理会社が債権者としてとった行動と社債管理会社としてとった行動とが一見矛盾するような場合には、このような誠実義務違反があるものと推認されよう。たとえば、財務制限条項違反が発生している状態で社債管理会社が期限の利益を喪失させることは控え、他方で自己の貸付債権については銀行取引約定書に基づいて期限の利益を喪失させ預金債務と相殺したが、その後発行会社は倒産し社債の大部分が回収不能となったというケースである。⁶⁶⁾ また仮に、財務制限条項に反する事態は生じていないとしても、誠実義務の問題を引き起こすだけの利益相反状況は存在していると思われるケースも存在するであろう。⁶⁷⁾

311条ノ2第2項の構造

311条ノ2第2項によると、社債管理会社が債権者として弁済あるいは担保の供与を受けた後、3カ月以内に発行会社がデフォルトを起こした場合に、当然に損害賠償の責任を負う旨の規定を置いている。これは、沿革的には倒産法

上の否認権を強化した米国信託証書法311条⁶⁸⁾を参照して設けられた条文だとされる⁶⁹⁾が、現行法はあくまで誠実義務に関する特則という形をとったため、やや複雑な性格を有することとなった。否認権的な発想をどの程度強調するかということは、この条文の解釈にも影響がある。以下、若干検討して見よう。

否認権の特則としての性格を強調する立場

米国の信託証書法311条には、倒産法上の否認権の特則としての性格が比較的是っきり出ている。同法は、ほぼ倒産法上の否認権と同じ要件のもとで、社債管理会社が受けた弁済を返還させ、かつこれを社債権者と社債管理会社で按分させる。⁷⁰⁾ 日本法の解釈としても、311条ノ2第2項をできるだけ否認権の特則のように解釈しようとする立場がある。⁷¹⁾ この立場からは、311条ノ2第2項にいう損害は受取った額に限定されるのが自然である。⁷²⁾ また、社債管理会社による弁済の受領や担保の設定が、倒産法上の否認権や詐害行為取消権の行使によって効力を否定された場合には、もはや損害はないと主張することにもつながる。⁷³⁾

誠実義務の一環であることを強調する立場

他方、あまり否認権的な発想を強調せず、誠実義務違反に基づく通常の損害賠償の責任からできるだけはなれないような解釈をする立場もありうる。⁷⁴⁾ 311条ノ2の規定は、利益相反状況の存在にかんがみ、誠実義務違反や因果関係が推定されている点に存在意義があるが、あくまで社債管理会社の誠実義務に違反する行為によって債権が回収不能になり、その結果被った損害を賠償させるという発想でとらえようとする。⁷⁵⁾ この立場からは、回収不能となった額をもって損害と考えるのが自然である。⁷⁶⁾ もっとも、利益相反行為の規制の手法として、利益相反行為によって行為者が得た利益を返還させるという方法がとられることもあり、⁷⁷⁾ そのような考え方をここにも適用するなら、社債管理会社が受けた弁済額を損害と考える（少なくとも推定する）余地はありうる。ただし、この場合も損害額の上限を社債管理会社の受けた利益に限定するという主張には結び付きにくい。⁷⁸⁾

社債管理会社による本旨弁済の受領

311条ノ2第2項但書は、管理会社が誠実義務を果たしていた場合にも損害が生じたであろう場合に責任を否定する。誠実義務違反にならないことにつきおおむね異論がないのは、債権をいったん回収してつなぎ融資をした場合、救

済融資をする見返りとして担保をとったような場合等である。⁷⁹⁾ 争いがあるのは、社債管理会社が期限の到来した貸付債権の弁済を受けた場合（本旨弁済）である。弁済期の到来していなかった債権を繰上弁済させたり増担保をとるといった事情のない限り誠実義務違反はないとする立場も主張されている。⁸⁰⁾

311条ノ2第2項を否認権の特則と見る見方からは、偏頗弁済をもとらえる規定だと考える限り、本旨弁済であっても但書で免責されるとは考えられないことになる。⁸¹⁾ 否認権的な発想を強調しない立場から、本旨弁済も規制されている（但書には当らない）と解するなら、若干異なる理屈が必要になる。この立場からは、自分の有する債権が満期を迎え弁済を受けようとしており、かつ債務者が間もなく弁済不能の状況に陥りつつあるという状況のもとでは、社債管理会社としては迅速な保全措置をとらなくなる可能性があるのは否定し難く、その間の社債管理会社の行動は疑いの目で見られるのが当然であり、受けたのが本旨弁済であったというだけの理由では誠実義務違反に問われまいとは言えないと説明するのであろう。⁸²⁾ そして具体的な社債管理契約の条項および一般的な保全権限を前提としたうえで、果たして債権の弁済を受けるのが自分ではなくて他の債権者であったとしても、社債管理会社は何も行動を起こさず放置しておくしかなかったことを社債管理会社が証明できたなら但書により免責されると解釈することになろう。⁸³⁾

おわりに

本稿では、社債管理とそれを巡る法規制について論じてきた。その多くは、基本的な考え方の整理にすぎず、直ちに実務の要請に応える実践的・具体的な解釈論とはなっていない。社債管理を巡る法的な問題はすでに現実のものとなりつつあり、個々の論点について「難問である」と言って済ませているようでは実務界の要請に応じることにはなっていないであろう。⁸⁴⁾ しかし、社債実務の現実の要請が声高に叫ばれる反面、現行法制度の基本的な仕組み（その立法論的なよし悪しは別として）についての共通の理解が広まりつつあるとは筆者には思われなかった。⁸⁵⁾ 本稿が、やや抽象度の高いレベルで、できるだけノーマティブな断定を避けつつ、論点を整理することに主眼に置いたのはこのためである。本稿ではかなわなかったより具体的かつ詳細な解釈論については他

日に期したい。

*追記 本稿の内容に関連して公社債引受協会社債法制研究会（平成8年2月21日）の席上で頂いたコメントをいろいろと参考にさせていただきました。研究者および実務家の委員の方々に感謝致します。また、本稿の草稿の段階で神作裕之氏（学習院大学）からも詳細なコメントを頂きました。

注

- 1) たとえば仮に10億円の債権があるとしよう。これを監視し、必要な措置をとるコスト（機会費用）が50万円程度（これは非常に安い見積りである）かかるとする。もし必要な措置をとらずに放置した場合、発行会社が、何か債権者に不利益なことを行う可能性があり、10パーセントの確率で4億円の損失がでるとする。このような状況では、貸手が1人であれば、必要な措置はとられるはずである（50万円のコストで期待値4,000万円の損失を防止できるのだから）。では社債ならどうか。仮に社債権者が1,000人（1口100万円）いるとしよう。この場合、1人当たりの期待損失は4万円である。従って、個々の社債権者には必要な措置をとるインセンティブがなく、措置はとられなくなる。このような現象は、しばしば「合理的無関心 (rational apathy)」と呼ばれる。各個人の投資家の行動としては、何もしていないことが経済合理的だからである。その結果、単一の債権者ならとられる行動がとられなくなり、発行会社の望ましくない行動が防止できなくなる。
- 2) たとえば、上の例では、ある者に100万円払って発行会社をモニターしてもらうとしよう（その者は100万-50万=50万円の報酬を得ている勘定になる）。社債権者1人当たりの負担は1,000円である。何もしなかった場合の期待損失は4万円であるから、このように報酬を払ってでも代表者にモニターしてもらうには経済合理性がある。
- 3) 社債管理会社（あるいは英米法にいう社債の受託会社）以外の工夫として、フランス法には、社債権者団 (masse) の代表者という制度があることが知られている（落合 [1986] 4頁参照）。もっとも、実際の運用としては、英米における受託会社やわが国の社債管理会社と比べるとはるかに弱い権限を有するだけのようである（公社債引受協会 [1986] 202, 214~15頁参照）。
- 4) デフォルトを宣言し当該社債全額の返済を迫ることが、クロス・デフォルトを引き起こし、本格的な倒産に向かう可能性がある。倒産手続には固有のコストがかかり、かえって損になる可能性もある。
- 5) 藤田 [1995] 220頁以下参照。
- 6) その結果、社債管理会社を置かずに、各社債権者には危なくて与えられないような管理権限を与えることも可能になる。このことは、わが国において一定の財

務制限条項に基づくデフォルト宣言が社債管理会社の裁量に委ねられていることと調和的である。米国の社債実務では、元利金以外の特約条項違反によるデフォルトの場合には、いわゆるノー・アクション条項により個別社債権者による権利行使を制約されるのが通常である（落合 [1988] 10頁以下、岩原 [1993] 139頁参照）。

- 7) 二つの性格の異なる collective action 問題について、若干の補足をしておきたい。合理的無関心の問題は、社債に限らず、大衆投資家一般に当てはまる。これに対して後者の問題は、社債が払戻しを予定された他人資本であることに由来する問題であり、自己資本である株式については通常生じない（もっとも二段階公開買付けなど、株式についても似た問題が生じる局面はありうる）。ここに、社債については管理会社なる制度が存在する独自の意味が認められる。なお、神作 [1995] 191頁以下は、株主と異なり株主平等の原則に相当する保護がない社債権者に類似の保護を与えることを社債管理会社の存在意義として挙げている。本稿の考え方と共通する部分も少なくないが、なぜ社債権者間の平等が必要となるかということの説明する必要がある。少なくとも社債管理会社を通じて確保される社債権者間の平等は、株主平等原則に通常期待されている機能とは性格が異なるように思われる。

他方、社債権者間で生じる戦略的行動の問題は債権者間一般においても生じる問題である。では債権者間の collective action の問題は、一般には倒産手続が開始するまでは通常は問題とされないのに、社債について特に問題とするのはなぜか。一応、collective action を調整するためのコストが異なることが説明となろう。つまり、条件が異なりかつ同時に発生するわけではない通常の債権について、戦略的行動を防止するためのアレンジメントを予め行うのはコストがかかりすぎるのに対して、同一回の社債については比較的安いコストでこれが可能なのである。

- 8) 松下 [1995] 52頁以下は、このような立場を強調する。
 9) 松下 [1995] 53～54頁以下は、個別的な権利行使を禁ずる社債権者集会決議を無効とする。自らのコストで債権回収を図ろうとする少数社債権者の権限を多数決で奪うことは許されないとする。しかし、すでに説明したように多数決により反対する社債権者を拘束すべき理由が存在する場合もあり、当然に無効と考えるべきではない。
 10) この点に関して、神作 [1995] 201頁以下参照。いわゆるノー・アクション条項とその解釈に関しては、岩原 [1993] 139頁以下。
 11) 社債を巡る強行的な法規制の必要性については、Kahan [1995] が詳細に検討している。ただし、もちろん米国の社債市場と実務を前提とした議論である。契約による利害調整の限界に関するわが国の文献としては、落合 [1990] 199頁、特に223頁以下参照。

- 12) 米国の信託証券法についても、社債発行条件は発行会社と引受証券会社によって決定され、受託会社が社債権者の利益を代表してその起草に参加することは少ないため、同法のみが社債権者の利益の代弁者であると言われる。江頭 [1985] 112頁、岩原 [1993] 127頁参照。なお、米国においては、いわゆる私募債について公募債より制約が強い財務制限条項が挿入されることが指摘されている（Robertson [1998] p. 469. より詳細には Kahan & Tuckman [1993] 参照）。しかし、このことは公募債の社債権者が不当に不利な条項を押し付けられているという理由にはならない。公募債の財務制限条項が弱くなるのは社債権者のモニタリング能力、社債条件の再交渉の困難さなどにも由来するからである。
 13) 倉沢 [1993] 89～90頁はこのような観点から社債の発行規制を批判する。
 14) 適債基準や財務制限条項の緩和、撤廃のコンテキストにおいて、「社債権者その他の債権者との平等の確保が不十分であるとの意見もある」（証券取引審議会・基本問題研究会第2部会報告「国際的な資本市場の構築をめざして」第5章第1節2）とも言われる。発行会社が銀行貸付けの場合の条件では、はるかに厳しい条件を受入れていることが念頭にある。一見もっともなようにも見えるが、なぜ銀行貸付けと社債との貸付条件について「平等」が確保されなくてはならないかは、考える必要がある。会社の財政状態が悪くなった場合の回収リスクの高さが、事前に社債の価格に反映しているのであれば、銀行が社債権者に先んじて効率的に債権を回収していったとしても、それは仕方がないはずである（いわば一種の劣後債である。ちなみに、1996年より財務制限条項（財務上の特約）がない社債につき、「本債券は他のすべての債権に対して劣後することがあります」旨の追記が求められることとなった。「企業内容等の開示に関する取扱通達」5-5-3参照）。一般論としても、モニタリング能力がある貸手であればあるほど、より厳しくかつ裁量権の行使の余地のある条項を挿入することに意味があり、逆にモニタリング能力がない貸手は、回収リスクを採るその分高い利率を要求することに経済合理性がある。また事後的な再交渉が容易でない公募債については厳しい条項を入れると後に身動きがとれなくなることも考慮されなくてはならない（落合 [1990] 237頁）。実際、米国のファイナンス実務では、公募債と比べると私募債や銀行ローンの方が厳しくかつ曖昧な財務制限条項が挿入されていることが知られている（Kahan & Tuckman [1993] pp. 6-15）。そうであれば、公募債と銀行貸付けの条件が異なることは自然であるとも言える。
 15) 江頭 [1992] 83頁等。
 16) 米国においても、会社の財務情報ではない社債契約に含まれている条項に市場がどう反応するかという点に関するデータは少ない。これまでの実証研究とその結果については、Kahan [1995] pp. 572-580を参照されたい。社債の契約に含まれる条項がおよそ市場によるプライシングの対象にはなっていないとは言えず、少なくとも一定の条件に関しては評価の対象になっていることは間違いない

- が、強行法的な規制が不要と断言できるほど完全なものではないと結論している。
- 17) 社債市場が、社債の契約条項の内容を評価する制度的要因としては、次のようなことが考えられる(以下は、Kahan [1995] pp. 580-595に依拠している)。まず、社債の格付けを通じて、社債条件が評価の対象となる。もっとも、企業の財務体質等とは異なる社債契約の内容がどこまで格付けに反映されるかという問題は、次に、社債発行市場における買い手のかなりの部分が機関投資家であることも、社債の正確な評価に役立ちうる。引受証券会社もあるいは何らかの役割を果たすかもしれない。ただし、引受証券会社には発行会社サイドに立つ利益もあることには注意を要する。
- 18) この種の規制は、投資家保護という目的だけではなく、おそらく基幹産業への重点的な資金配分という産業政策と結び付いてきたことについて、龍田 [1985] 205頁以下参照。もとより、仮にこのような政策が内容的に妥当であったとしても、このような手法によってそれを達成することの政治的正統性は、別途問題となる(龍田 [1985] 208~209頁)。戦後の日本の企業金融の歴史を考えるうえで、非常に重要な点ではあるが、ここではこれ以上立入らない。
- 19) 適債基準および財務制限条項の撤廃に関しては、少なくとも実務では現在のところ肯定的な意見が圧倒的である。網羅的に列挙することはしないが、たとえば、大橋 [1995] 44頁、竹中 [1996] 82頁および『金融財政事情』1995年12月18日号掲載の「特集 適債基準の撤廃と社債市場」に含まれている諸論稿参照。学説でもこの流れを支持する者が多いように思う。森本 [1995] 146頁注(1)等。
- 20) 江頭 [1989] 73頁は、受託会社の設置の有無といった財務内容に直接関係しない情報に対する市場の反応について懐疑的である。米国においても類似の意見がみられる。Robertson [1988] p. 461。なお社債の格付け一般について O'Neil and Weinberger [1982] p. 36参照。
- 21) Kahan [1995] p. 609-610。
- 22) もちろん、法規制に存在意義が一応認められることと、現行法の規制内容が適切かということとは別問題である。
- 23) 落合 [1990] 199頁、236頁は、投資政策に関する条項のうち一定の条項を強行的に入れさせる立法(ただし社債管理会社の注意義務の軽減と組合わせる)も考えられるとするが、以上のような観点からはその当否は疑問に思われる。
- 24) もっとも、社債管理会社の存否が市場によって適切に評価されるかについては、必ずしも明らかではない。
- 25) 設置強制をめぐる問題が激しく議論された一因は、言うまでもなく特定の業界の利益と密接に関わったからである(たとえば、江頭 [1989] 71~72頁参照)。以下ではこの点は一応度外視することにした。
- 26) なお、社債管理会社の設置強制をもって、従来の社債発行限度規制の代替措置のごとく位置づける見方がある(前田 [1993] 14頁、吉戒 [1993a] 28頁)が

- 適切ではない。発行限度規制は、そもそも合理的な説明が見つからないがゆえに廃止されたと見るべきで、それとのトレードオフが考えられる種類の制度ではない(古山 [1994] 442頁、龍田 [1995] 280頁)。
- 27) そういう意味では、社債管理会社の有無もその他の条件と併せて市場の評価に任せるべきとして設置強制に反対する立場(たとえば、龍田 [1995] 280頁)は分かりやすい。
- 28) 現に、1995年10月以降この但書を利用した社債管理会社不設置債の発行が相次いだ。
- 29) 鈴木・竹内 [1994] 468頁、龍田 [1995] 279頁、前田 [1995] 578頁。
- 30) 米国の私募債では、社債権者の間の利害を調整する条項が見られるという。これは公募債には見られない特色である。Kahan and Tuckman [1993] p. 17参照。わが国の社債管理不設置債についても、個別社債権者の戦略的行動との関係でよりよく理解しうる点もある。たとえば、現在の多くの無担保普通社債には、「事業に不可欠な資産に対する差押えもしくは競売の申立てその他の事由により、発行会社の信用を害する事実が生じたときで、社債管理会社が、社債の存続を不適切であると認めるとき」といった権限が社債管理会社に与えられているのが通常であったが、これは社債管理会社不設置債では例外なく削除されている。このような条項は、個々の社債権者に持たせるのは危険だからであろう。
- 31) もっとも社債管理会社の権限の範囲を強行法的に画するのは、わが国の社債管理会社法制が参考にした点が多いとされる米国の信託証券法と比べた場合、一つの特徴といえる。信託証券法は、受託会社が有する権限を行使する際の行動の規範(受託会社の義務と責任)に関しては強行法的に規律しているものの、受託会社がいかなる権限を有するかということに関しては、基本的には契約に委ねている。
- 32) 江頭 [1993] 37頁参照(社債管理会社の調査権限について)。
- 33) 江頭 [1993] 36~37頁。
- 34) もっとも、約定権限の行使の場合については規定がなく、調査権は法律上当然には与えられていない(前田 [1995] 581頁)。また調査権の及ぶ範囲は、発行会社の業務および財産の状況に限られている。社債管理契約で調査権を規定する場合、約定権限の行使に必要な場合を含め、さらに調査の対象も子会社や連結子会社等にも広げられているのが通常である。
- 35) 江頭 [1985] 128~129頁、木下 [1987b] 6頁注21。最近の事件として、Elliott Associates v. J. Henry Schroder Bank & Trust Co., 838 F. 2d 66 (2d. Cir. 1988)。最近の判例の動向につき Sklar [1989] p. 42参照。
- 36) 江頭 [1985] 129頁、木下 [1987b] 6頁注21。
- 37) たとえば Sawicki [1985] p. 157, Sklar [1989] p. 42。
- 38) なお社債権者間の戦略的行動の問題の方は、社債権者集会の集団的な判断に

- より個別社債権者を拘束することで理論的には一応克服される。
- 39) 前田 [1995] 580頁。
- 40) 江頭 [1985] 146頁, 松下 [1995] 45頁注 (14)。
- 41) さらにいえば、投資の性格を根本的に変えてしまうような判断は社債管理会社はもとより、社債権者集会ですら無制限に行ってもよいかという問題がある。たとえばフランス法は、このような観点から、社債を株式に変更する決議は多数決で行うことはできないとする (Loi n° 66-537 du 24 juillet 1966, Art. 317)。
- 42) 吉戒 [1993b] 29頁。
- 43) 松下 [1995] 38頁。
- 44) 柏木・川北・河本・神田・森本 [1995] 28頁 (神田発言) 参照。
- 45) このような観点から社債管理会社の倒産申立権を肯定する見解もある (江頭 [1995] 286頁)。
- 46) この問題については、江頭 [1985] 145~146頁および江頭 [1987] 189頁参照。なお倒産手続については、「一切の行為」を授権することになる (309条ノ2第1項第2号)。ここでは明文で包括的な委任が認められているわけであるが、立法論的には問題がある。もっとも、この場合も特定の判断について社債権者に留保する部分的な委任をすることを妨げないと解すべきであろう (江頭 [1995] 287頁)。
- 47) まず何といっても、株式市場を通じたモニタリングが働く。また内部的なチェック機関が設けられるのが通常である (わが国の監査役や米国の外部取締役。もっともいずれの国でもその効果には疑問が持たれているが)。
- 48) あるいは、社債管理会社の資格が限定されていることで主務官庁による監督が期待されているのであろうか (神作 [1995] 209~210頁)。しかし、社債権者保護のためにとるべき行動について、社債管理会社の主務官庁が介入するということが、従来はともかく、今後も期待できるか、またそれが社会的に正当化されるか疑問がないでもない。
- 49) このことは、取締役の責任についてなされる議論がそのまま社債管理会社についても当てはまるのかという重要な問題を提起する。たとえば、取締役の責任については、取締役が善意で行った経営上の判断には介入すべきではないという考え方が有力である (いわゆる「経営判断の原則」)。しかし、もしこの原則が、経営上の判断については、裁判所によってエンフォースされる法的な責任を通じてよりも、その他のメカニズムを通じてコントロールした方が望ましいという観点に拠っている面があるとすれば (たとえば, Easterbrook and Fischel [1991] p. 93 参照), 市場メカニズムによるコントロールが働きにくい社債の管理には当然には適用できないということにもなりうる。もっとも、米国の信託証券法は「善意による判断の誤り (error in judgement)」を免責事由としている (315条 (d) (2))。

- 50) ちなみに米国だとクラス・アクションが可能である。
- 51) 社債管理会社の責任追及は、社債権者の利益にはなっても直接は一般債権者の利益にはならない。
- 52) 社債管理会社が同時に発行会社の債権者である場合、その債権を社債権に優先させるインセンティブが生じ、発行会社の株主である場合、社債権者を含む債権者の犠牲においてリスクのある投資を行うインセンティブが生じる。後者につき、落合 [1990] 203頁以下参照。
- 53) 以下の整理は、前田 [1993] 19~20頁による。また神作 [1995] 206頁以下も参照。
- 54) 現行法の利益相反取引の規制はこのようなやり方をとる (266条1項4号)。
- 55) 吉戒 [1993b] 27頁。法改正以前の議論として、江頭 [1988] 12頁。
- 56) 米国信託証券法同法310条(b)(1)。この点については、明田川 [1991] 19~20頁、岩原 [1993] 150~153頁を参照。なおこの点に限らず、米国法と比較した場合、日本法は利益相反問題について楽観的である。たとえば、社債管理会社が発行会社に対して有する債権額等も開示しなくてはならないものとされているが (313条(a)(4)参照)、日本法には、この種の利益相反状況の開示はまったく求められていない。
- 57) なお297条ノ3第1項は、これに加えて公平義務を規定する。公平義務は、社債管理会社の存在意義の一つが、社債権者間の戦略的行動への対処にあったこととの関係でよりよく理解しうる。なお公平義務は、同一回の社債についてのみあてはまるのか、それとも管理会社が共通であるかぎり、同一会社の異なる回の社債についてもあてはまるのかという問題もある。これは、同一の者が複数の回の社債の管理を行う場合に問題となる。肯定する説もある (神作 [1995] 205頁) が、異なる条件の社債の間の取扱の「公平」とは何かはよくわからない。
- 58) より詳しく言うと、利害関係のない債権者が、社債管理会社と同様の情報と交渉力を有していたならば、果たして問題の状況のもとで社債管理会社と同じ行動をとったであろうかということである。
- 59) 米国信託証券法は、受託会社の責任役員によって誠実になされた判断の誤りは、関連する事実の確認について過失がない限り免責を認めている (江頭 [1985] 129頁参照)。
- 60) 江頭 [1989] 70頁, 74頁
- 61) 社債管理会社の法定権限を縮小することには、現行法上は限界がある。しかし、社債管理会社の裁量的な判断は、約定権限に基づくものが多い。約定権限の行使に関しては、社債管理契約によって注意義務の程度を限定することができるかという論点がある。約定権限の付与のみならずその行使についても、法は完全に沈黙していると考えられることも不可能ではない (297条ノ3にいう「社債の管理」は法定権限の行使だけを指すと読むことになる)。もっとも、この場合も誠実義

- 務違反を免責するような約定を置くことができるかは疑問であるが、
- 62) 江頭 [1985] 142頁は、「貸付債権を持たない受託会社」についてのみ、善意の判断ミスの免責を認める。
- 63) 自己の貸付債権に対して十分担保を有していれば利益相反関係はないとする見解もある(中東 [1995] 670頁)が、当然にはそうは言えない。たとえ担保権を有していても会社更生手続が開始すればその実行は制約される。従って、社債権者の利益のためにはただちに会社更生の申立をすべきであるのに、これをしない、あるいは遅らせるというインセンティブが生じうる。
- 64) 米国では、デフォルト発生以前の権限が限定されているために、仮に受託会社が反対債権を有していたとしてもこのような問題は生じにくい。
- 65) 前田 [1995] 582頁は、誠実義務が問題となる「典型的な場合」として両者を要求する。このようにすると、誠実義務と善管注意義務の境界が極めて不明確にはなるが、これは仕方がないということであろう。
- 66) もちろんこのケースでも社債管理会社の行為を矛盾なく説明することは不可能ではない。たとえば、社債金額と比べ貸付金額ははるかに少額だから、こちらを回収することはその時点では問題がなかったと合理的に考えられたとか、相殺はクロス・デフォルトを引き起こさないから問題がない等ということもあろう。しかし、裁判所としては社債管理会社の行動の正当性については厳格に審査することになる。本文のようなケースでは、社債管理会社の誠実義務違反については事実上の推定が働き、社債管理会社の側で自己の行動を正当化する事情を挙げなくてはならないのではなからうか(もっとも311条ノ2が適用される場合と異なり、社債権者の側で損害と誠実義務違反の間の因果関係を証明しなくてはならない)。もし正当な理由が十分示されないと、社債権者は一般的な誠実義務違反に基づく責任を追及しうる。
- 67) もっとも、財務制限条項違反が生じていない限り、社債管理会社は何ができたかという問題はある。しかし、当然に何もなくてもよいとは言いきれない。まず多くの社債管理契約には「事業に不可欠な資産に対する差押えもしくは競売の申立てその他の事由により、発行会社の信用を害する事実が生じたときで、社債管理会社が、社債の存続を不適切であると認めたとき」には、社債管理会社は社債の期限の利益を喪失させることができるといった条項が含まれていることが少なくない。従って、少なくともこの種の条項に訴える余地はありうる。また無担保社債については、担保付社債に切替えることを規定する条項(担保付切替条項)が含まれていることが多い。これは社債管理会社が一方的に担保を要求できる趣旨ではなく、発行会社と協議することを前提としているのが通常であるが、社債管理会社がおよそ協議もしなかったとすればやはり誠実義務違反になりうる余地がある。さらに、社債管理会社には法定権限として保全処分を行う権限がある。これらの権限の行使・不行使について、具体的事情を前提として正当化され

るか否か裁判所が事後審査することになる。

- 68) この規定に関しては、江頭 [1985] 119頁以下、木下 [1987] 92頁以下参照。
- 69) 江頭 [1993] 39頁注21参照。
- 70) 江頭 [1985] 119~120頁。
- 71) 江頭 [1993] 37頁、中東 [1995] 671頁。
- 72) 江頭 [1993] 37頁。もっとも否認権的な発想を強調するなら、社債管理会社が受け取った弁済額を社債管理会社と社債権者で按分することになりそうである。311条ノ2の損害について、このような解釈をとる者もいないわけではない(中東 [1995] 674頁)。
- 73) 江頭 [1993] 39頁注(20)、松下 [1995] 49頁。もっとも通常の解釈では、311条ノ2第2項の責任が認められたなら、それについては社債権者が優先的に取れることになる。これに対して、通常の否認権等の行使の場合、当該利益はすべての債権者で平等に分け合うことになる。その限りで、通常の否認権等の行使の結果は、311条ノ2第2項の責任追及と比べると、社債権者にとっては不利であり、否認権が行使されたからといって完全に損害がなくなるといってよいかは疑問がないでもない(なお松下 [1995] 50頁注24参照)。311条ノ2第2項の解釈として、社債管理会社が得た利益を社債管理会社と社債権者が按分するという立場(中東 [1995] 674頁)に立つなら、否認権行使により損害は完全に消滅することになる。
- 74) 前田 [1993] 20頁、神作 [1995] 210頁等はこのような立場であろうか。
- 75) いわば266条ノ3の責任に類似した発想でとらえる見方と言ってもよい。
- 76) 吉戒 [1993c] 26頁、松下 [1995] 47頁。ただしこのような考え方をとるなら、社債権者の損害は、場合によっては、倒産手続における配当額が決まるまで確定せず、それまでは救済が与えられないということにもつながりかねないという問題がある。
- 77) 米国では取締役の忠実義務(duty of loyalty)違反についてはこのような考え方をとる(Cary and Eisenberg [1988] pp. 571-3等参照)。日本法の254条ノ3の解釈としても、いわゆる異質説の立場の者はこのような解釈をとることが多い(渋谷 [1968] 563頁、北沢 [1994] 401頁等)。また取締役の競業に関して、現行法は、取締役の得た利益をもって損害と推定し(266条4項)、また違反してなされた取引の効果を会社に帰属させることを認める(介入権、264条3項)が、これも類似の発想である。
- 78) 忠実義務のコンテキストで、受託者の得た利益=損害とみなされるのは、①損害の立証が困難なことにかんがみ責任追及を実効的にする、②利益が上がるなら忠実義務違反行為を行うというインセンティブをなくすという趣旨であり、得た利益がなければ責任はないという発想ではないように思われる。北沢 [1994] 401頁(会社の被った損害の賠償にとどまらず、取締役の得たすべての利得の会

- 社に対する返還(提供)に及ぶべきである」(傍点筆者))。
- 79) 江頭 [1993] 37頁, 吉戒 [1993c] 26頁, 前田 [1995] 584-585頁。
- 80) 吉戒 [1993c] 26頁, 柏木・川北・河本・神田・森本 [1995] 29頁(河本発言)。
- 81) 江頭 [1993] 37頁, 中東 [1995] 672-673頁。米国信託証券法311条も, 本旨弁済かどうかで区別しない。もっともその前提として, 米国の倒産法がデフォルト前90日間の本旨弁済について債権者の主観に関わらず規制する(Bankruptcy Act 547条)点でわが国の倒産法とは異なることには注意を要する(破産法72条2号参照)。米国では, 信託証券法311条が比較的倒産法上の危機否認の延長でとらえやすいのに対して, 日本法では, 311条ノ2と通常の危機否認との隔たりが大きくなる。なお松下 [1995] 48頁参照。
- 82) 柏木・川北・河本・神田・森本 [1995] 29-30頁(森本発言)。
- 83) 柏木・川北・河本・神田・森本 [1995] 29頁(森本発言)。なお否認的アプローチによって偏頗弁済もこの規定の守備範囲であると考えられるなら, このような理由から免責を認めるのは難しいのではないと思われる。
- 84) 柏木・川北・河本・神田・森本 [1995] 28頁(河本発言), 32頁(神田発言)。
- 85) 例えば, 柏木・川北・河本・神田・森本 [1995] 25頁以下でなされている議論を見ると, 現行法の理解に関する限り, 企業金融に関するわが国の最先端の研究者・実務家の間ですら, 基本的な部分で(あまり意識されていない)食違いが見られるように思われる。

参考文献(本文中で引用したものに限る)

- 明田川昌幸 [1991], 「米国連邦信託証券法の改正について(上)(下)」『商事法務』1256号, 16頁, 1257号, 25頁。
- 石黒一憲 [1994], 「社債管理会社の設置強制とユーロ市場—平成五年商法改正の国際的射程をめぐって(上)—」『貿易と関税』42巻12号, 56頁。
- [1995], 「社債管理会社の設置強制とユーロ市場—平成五年商法改正の国際的射程をめぐって(下)—」『貿易と関税』1995年1月号72頁。
- 岩原紳作 [1993], 「米英における社債管理の受託会社の制度」財団法人資本市場研究会編『大口取引に係る株式委託手数料の自由化について—証券取引審議会作業部会報告—』121頁。
- 江頭憲治郎 [1985], 「社債の管理に関する受託会社の義務と責任」『80年代商事法』の諸相 鴻常夫先生還暦記念 商事法務研究会, 105頁。
- [1987], 「無担保社債の管理について」生命保険文化研究所『文研論集』80号169頁。
- [1988], 「受託会社」『商事法務』1155号, 12頁。

- [1989], 「受託会社」『私法』51号, 70頁。
- [1992], 「社債の財務制限条項の現状とその在り方」『商法・保険法の現代的課題 石田満先生還暦記念論文集』文眞堂, 66頁。
- [1993], 「社債法の改正」『ジュリスト』1027号, 34頁。
- [1995], 「更生手続と社債権者」『判例タイムズ』866号, 286頁。
- 大橋圭造 [1995], 「社債制度の現状と今後の課題」『ジュリスト』1072号43頁。
- 落合誠一 [1986], 「社債法全面改正問題の若干の検討—社債の管理を中心として—」『商事法務』1096号, 2頁。
- [1988], 「アメリカ合衆国信託証券法316条の研究—アメリカ合衆国信託証券法の研究(8)—」『公社債月報』377号, 9頁。
- [1990], 「契約による社債権者と株主の利害調整」『現代企業法の展開 竹内先生還暦記念』有斐閣, 199頁。
- 柏木正毅・川北英隆・河本一郎・神田秀樹・森本滋 [1995], 「[座談会] 企業金融の変遷と法規制の在り方」『ジュリスト』1072号, 5頁。
- 神作裕之 [1995], 「社債管理会社の法的地位」『現代企業立法の軌跡と展望 鴻常夫先生古稀記念』商事法務研究会, 183頁。
- 河本一郎 [1995], 『現代会社法(新訂第7版)』商事法務研究会。
- 北沢正啓 [1994], 『会社法(第4版)』。
- 木下 毅 [1987a], 「アメリカ合衆国信託証券法311条の研究—アメリカ合衆国信託証券法の研究(4)—」『公社債月報』373号, 2頁。
- [1987b], 「アメリカ合衆国信託証券法315条の研究—アメリカ合衆国信託証券法の研究(7)—」『公社債月報』376号, 2頁。
- 倉沢資成 [1993], 「証券の発行規制」『経済法』14号, 81頁。
- 公社債引受協会 [1986], 『欧米社債制度調査団報告書—社債制度とその運用の実態—』。
- 渋谷光子 [1968], 「取締役の忠実義務(四)」『法学協会雑誌』85巻4号, 529頁。
- 鈴木竹雄・竹内昭夫 [1994], 『会社法(第三版)』有斐閣。
- 竹中正文 [1996], 「社債・CPの規制緩和」『ジュリスト』1082号, 79頁。
- 龍田節 [1985], 「資本市場と競争政策」『法学論叢』116巻1-6号, 186頁。
- [1995], 『会社法(第5版)』有斐閣。
- 中東正文 [1995], 「社債管理会社の権限と責任」『今中利昭先生還暦記念論文集 現代倒産法・会社法をめぐる諸問題』民事法研究会, 661頁。
- 藤井俊雄 [1958], 「アメリカ社債法における受託会社の地位」岡山大学『法経学会雑誌』27号, 125頁。
- 藤田友敬 [1995], 「社債権者集会和多数決による社債の内容の変更」『現代企業立法の軌跡と展望 鴻常夫先生古稀記念』商事法務研究会, 218頁。
- 古山正明 [1994], 「社債発行とリスク・マネージメント」『蓮井良憲・今井宏先生

- 古稀記念 企業監査とリスク管理の法構造』法律文化社, 441頁。
 前田庸 [1993], 「平成五年商法等の改正要綱について(中)」『商事法務』1316号, 14頁。
 — [1995], 『会社法入門(第4版)』有斐閣。
 松下淳一 [1995], 「社債管理会社の地位・権限と民事手続法との関係について」学習院大学『法学会雑誌』31巻1号, 35頁。
 森本滋 [1995], 『会社法(第2版)』有信堂。
 吉戒修一 [1993a], 「平成五年商法改正法の解説(7)」『商事法務』1331号, 27頁。
 — [1993b], 「平成五年商法改正法の解説(8)」『商事法務』1332号, 25頁。
 — [1993c], 「平成五年商法改正法の解説(9)」『商事法務』1333号, 21頁。
 Cary, William L. and Melvin Aron Eisenberg [1988], *Cases and Materials on Corporations*, 6th ed., Foundation Press.
 Easterbrook, Frank H. and Daniel R. Fischel [1991], *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press.
 Kahan, Marcel [1995], “The Qualified Case against Mandatory Terms in Bonds,” *Northwestern University Law Review*, Vol. 89, p. 565.
 — and Bruce Tuckman [1993], “Private v. Public Lending: Evidence from Covenants” (unpublished manuscript).
 O’Neil, Leo C. and Roy Weinberger [1982], “Corporate Restructurings and Bond Ratings,” *Mergers & Acquisitions*, Vol. 17, p. 36.
 Robertson, Stewart M. [1988], “Comment, Debenture Holders and the Indenture Trustee: Controlling Managerial Discretion in the Solvent Enterprise,” *Harvard Journal of Law and Public Policy*, Vol. 11, p. 461.
 Sawicki, Theodore J. [1985], “The Washington Public Power Supply System Bond Default: Expanding the Preventive Role of the Indenture Trustee,” *Emory Law Journal*, Vol. 34, p. 157.
 Sklar, Martin D. [1989], “The Corporate Indenture Trustee: Genuine Fiduciary or Mere Stakeholder?,” *Banking Law Journal*, No. 106, p. 42.

第6章 社債税制の現状と課題

近藤 哲夫

目	次
1 通常の利付債に対する課税	3 償還差益に対する課税
(1) 居住者・内国法人による国内債投資	(1) 税制上の特別の手当のある割引債
(2) 居住者・内国法人による国外債投資	(2) 割引で発行された債券の償還差益
(3) 非居住者・外国法人による国内債投資	4 譲渡損益に対する課税
(4) 非居住者・外国法人による国外債投資	(1) 概要
2 源泉徴収と流通市場の歪み	(2) 商品間課税の非整合性
(1) 公社債の経過利子	5 公社債投資信託課税の問題
(2) 源泉徴収分の取扱いと税額控除	(1) 公社債投資信託の税制
(3) 「課税玉」と「非課税玉」の分断	(2) 米国のボンド・ファンド課税
(4) ユーロ債・サムライ債市場の分断	(3) わが国公社債投資信託税制の課題
(5) 必要となる源泉徴収制度の見直し	6 その他の問題
	(1) 有価証券取引税
	(2) CP
	7 わが国公社債税制の課題

1 通常の利付債に対する課税

わが国の公社債利子に対する課税体系は、投資家や発行体・発行地の区分によって課税の有無・課税の方法などがかなり細分化されている(図表6・1)。そこで、まず、発行体の居住者・非居住者の別、発行地の国内・国外の別に基