

金融取引の展開と信認の諸相

「金融取引におけるフィデューシャリー」
に関する法律問題研究会

要 旨

本稿は、日本銀行金融研究所が設置した「『金融取引におけるフィデューシャリー』に関する法律問題研究会」(メンバー〈五十音順、敬称略〉:池尾和人、井上聡、沖野眞巳、加毛明、神作裕之、神田秀樹、武井一浩、田中亘、道垣内弘人、樋口範雄、藤田友敬、前田庸〈座長〉、森田果、森田宏樹、柳川範之、事務局:日本銀行金融研究所)の報告書である。

「フィデューシャリー (fiduciary、信認義務者)」は、他者から信頼を受けて行動する者を指す英米法上の概念である。わが国においては、信託法上の受託者の義務を理論的に基礎付ける一応の概念として受容された後、1980年代以降は、金融の自由化、国際化や金融不祥事の発生等を背景に、さまざまな金融サービスを提供する者の義務を統一的に把握するための概念として注目された。

今日に至り、規制緩和や金融技術の進歩等を背景として、金融取引は一段と多様化、複雑化の様相を呈しており、これに対応して、金融関連法制のあり方も、大きな変容を遂げている。これらの変化を受けて現出した新しい金融取引において、金融サービスを提供する者は投資家・顧客に対してどのような義務を負うのか。また、投資家・顧客の利益と金融サービスの提供者自身の利益とが衝突する場合、さらには複数の投資家・顧客間の利益が競合する場合において、どのような調整が図られるべきか。

本報告書では、こうした問題意識から、まず、フィデューシャリーの概念等について整理したうえで、金融サービスの提供者のなかから、昨今の金融環境下において、特に注目されるものに焦点を当て、個別に検討を行っている。

本報告書の内容や意見は、日本銀行あるいは金融研究所の公式見解を示すものではない。

1. はじめに

分業や専門化をひとつの特徴とする現代社会においては、ある者が、専門的知識等を有することを理由に、他者から信頼を受けて、権限と裁量を与えられ、当該他者の利益のために行動するという関係が多くみられる。

「フィデューシャリー (fiduciary、信託義務者)」は、このように他者から信頼を受けて行動する者を指す英米法上の概念である。この概念は、19世紀前半に英国において信託概念が成立したことに伴い確立し、わが国においては、信託法上の受託者の義務を理論的に基礎付ける一応の概念として受容された後、1980年代以降は、金融の自由化、国際化や金融不祥事の発生等を背景に、さまざまな金融サービスを提供する者の義務を統一的に把握するための概念として注目された¹⁾。

英米法において信託義務は、当事者の個別の合意なしに、信託関係の存在により発生する点で、契約に基づく義務と対比されてきたのに対し、日本法では、契約上の義務の解釈において信託関係の存在を考慮するというアプローチがとられることが多かった²⁾。わが国における1980年代以降の動きは、フィデューシャリー概念を、こうした個別の解釈論を超えて、金融サービスの私法上の規整に活用しようとする試みであったとみることもできる。そして、そうした試みは、さまざまな金融サービスの提供者の義務について、フィデューシャリーをキーワードとして比較検討を行うことにより、議論の深化、精緻化に寄与してきたといえるだろう。

今日に至り、規制緩和や金融技術の進歩等を背景として、金融取引は一段と多様化、複雑化の様相を呈している。また、これに対応して、金融関連法制のあり方も、会社法の制定、信託法の全面改正等によって大きな変容を遂げている。これらの変化を受けて現出した新しい金融取引において、金融サービスを提供する者は投資家・顧客に対してどのような義務を負うのか。また、そうした義務によって保護すべき投資家・顧客の利益と金融サービスの提供者自身の利益とが衝突する場合、さらには複数の投資家・顧客間の利益が競合する場合において、どのような調整が図られるべきか。今、あらためてフィデューシャリーを切り口として、これらの問題を検討することは、わが国の金融・資本市場の効率性や競争力の向上の観点から意義のある作業と考えられる。

本報告書は、こうした問題意識のもと、日本銀行金融研究所に2008年10月に設けられた「金融取引におけるフィデューシャリー」に関する法律問題研究会における議論を、事務局の責任において取り纏めたものである。なお、本報告書において意見にわたる部分は、日本銀行または金融研究所の公式見解を示すものではない。

1 フィデューシャリーは、「他者の信頼を得て行動する者一般」として説明される。道垣内 [2000] 48頁。

2 金融取引における信託の今日的意義に関する法律問題研究会 [1998] 14頁参照。

「金融取引におけるフィデューシャリー」に関する法律問題研究会メンバー
 (五十音順、敬称略、2010年9月時点)

池尾和人	慶應義塾大学教授
井上 聡	長島・大野・常松法律事務所パートナー
沖野眞己	一橋大学教授
加毛 明	東京大学准教授
神作裕之	東京大学教授
神田秀樹	東京大学教授
武井一浩	西村あさひ法律事務所パートナー
田中 亘	東京大学准教授
道垣内弘人	東京大学教授
樋口範雄	東京大学教授
藤田友敬	東京大学教授
(座長) 前田 庸	学習院大学名誉教授
森田 果	東北大学准教授
森田宏樹	東京大学教授
柳川範之	東京大学准教授

(事務局)³

高橋 亘	日本銀行金融研究所長
播本慶子	日本銀行金融研究所企画役
高野裕幸	日本銀行金融研究所企画役
高橋治大	日本銀行ニューヨーク事務所 (前金融研究所主査)
山本慶子	日本銀行金融研究所

本報告書の構成は次のとおりである。2. では、検討の前提として、(1)フィデューシャリーの概念、(2)信認義務の機能、および(3)信認義務によって保護されるべき利益の調整——利益相反の問題について整理する。3. 以下では、投資家・顧客からの信頼を受け、その利益のために行動することが期待されている金融サービスの提供者のなかから、昨今の金融環境下において、特に注目されるものに焦点を当て、個別に検討する。なお、2. において述べるように、信認義務については、当事者の関係が、契約や法律の十分な裏付けを欠いている場合に、英米法において発展してきた信認義務の考え方を参照することによって、適切な対処が可能となることを期待し得る。こうした観点から、個別の検討テーマの配列に際しては、当事者の関係を裏付ける法律や契約の存在の有無を一応の基準とし、これが比較的明確なものを

3 このほか、大川昌男(現日本銀行政策委員会室法務課長)が金融研究所在籍期間中、事務局メンバーとして議論に参画した。また、本研究会の運営および本報告書の作成に当たっては、日本銀行金融研究所の吉村昭彦(現発券局)、山崎智広(現業務局)、瀧口圭亮、丸山靖代より協力を得た。

先に取り上げ、その後、不明確なもの（あるいは存在しないもの）を取り上げることにした。すなわち、まず、3.では、新信託法の制定に伴い、自己信託をはじめとする新たなかたちでの信託の活用が期待される信託における受託者を取り上げる。4.では、会社法のもとでの取締役を取り上げ、公開買付けおよびマネージメント・バイアウト（Management Buyout、以下「MBO」という。）における問題、さらに銀行の取締役に関する問題を検討する。5.では、近年活況を呈してきたM&A関連の銀行取引における利益相反を取り上げる。6.では、今次金融危機を背景としてわが国においても社債のデフォルト事例が発生するなか、社債権者保護の観点からその機能があらためて注目される社債管理者を取り上げる。なお、7.と8.では、アクティビスト・シェアホルダーと格付機関を取り上げるが、これらは、投資家・顧客からの信頼を受けて、その利益のために行動することが期待されているものとは位置付けられない。前者については、近年、株主の自己利益を目的とした積極行動（アクティビズム）が耳目を集め、米国においてはそうした行動をとる株主に他の株主に対する信認義務を課そうとする議論があることから、また、後者については、いわゆるゲートキーパー（gatekeeper）⁴として、その専門性等に対する投資家の信頼をサービスのより所としている点でフィデューシャリーに通じる面があり、最近では金融危機の経験を背景に格付けを利用する投資家の保護の必要性が強く認識されていることから、検討の対象に加えている。

2. 総論

ここでは、個別の問題の検討に入る前に、フィデューシャリー概念をはじめとする総論的な問題について、本報告書が依拠する理解を整理する。そのような整理を行う趣旨は、これらの問題について何らかの結論を示すことには必ずしもなく、各論において具体的検討を行う際に用いる概念等の意義を確認することにより、議論の明確性を担保することにある。

以下では、(1)フィデューシャリー概念、(2)信認義務の機能、(3)信認義務によって保護されるべき利益の調整——利益相反の問題についてそれぞれ整理する。

(1) フィデューシャリー概念

英米法上の概念であるフィデューシャリーとは、「他者の信頼を得て行動する者一般」と説明される⁵。また、フィデューシャリーは当該他者との間で信認関係（fidu-

4 ゲートキーパーとは、投資家に対し検証や認証に関するサービスを提供し、本来、投資家自身が容易く行うことのできないことを行う専門的媒体をいい、格付機関のほか監査法人（公認会計士）、弁護士、証券アナリスト等がこれに当たるとされる。コフィー [2009] 4頁、Coffee [2006] pp. 1-5、大川 [2007] 117～118頁参照。

5 道垣内 [2000] 48頁。

ciary relationship)、すなわち当事者の一方が相手の信頼を受け、その者の利益を念頭に置いて行動または助言しなければならないという関係にあるとされる。このような信託関係にある他者に対してフィデューシャリーが負う義務は、信託義務 (fiduciary duty) と呼ばれる⁶。

英米法において信託義務は、信託関係の性質に照らして規制されるべきフィデューシャリーの有する裁量に対し、法が柔軟に対応することを可能ならしめるための工夫であると説明されるように、フィデューシャリーが現実を負うべき義務の内容が一義的に決まるだけの具体性を有するものではなく⁷、抽象的な信託義務の内容を構成する個別の義務としては多様なものが挙げられる⁸。

フィデューシャリーの概念に直接相当する日本法の概念はないが⁹、例えば、フィデューシャリーに課せられる信託義務は、日本法において決して目新しい義務というわけではなく、日本法上の善管注意義務および忠実義務は、英米法における信託義務の中心的な内容を構成する義務に相当するものとして捉えられる¹⁰。

このように、英米法上のフィデューシャリーの概念の内容に相当するものが、日本の実定法に用意されていると捉えられるのであれば、それをあらためて日本法にいわば「輸入」する意義は、必ずしも大きくないように思われる。また、フィデューシャリーの概念を日本に導入することに消極的な見解のなかには、その理由として、端的に、英米と日本との法制度や法文化の相違を挙げるものがある¹¹。すなわち、英米においては契約の成立に当事者間の交渉を通じた同意が強く求められるのに対し¹²、わが国においては契約の存在が比較的容易に認められるうえ¹³、契約に基づく義務の内容についても柔軟に解釈することができるため、契約責任を比較的広範に追及できる¹⁴。また、日本では、英米と異なり、民法において不法行為責任が包括的に規

6 信託関係の定義については田中 [1991] 346 頁参照。このほか藤田 [2000] 285 頁参照。

7 神作 [1991] 99~100 頁参照。

8 例えば、信託義務の内容については、①注意義務、②忠実義務、③自己執行義務、④分別管理義務の4要素の抽出が可能という説明がある。神田 [2007] 78 頁参照。このほか、①自己取引禁止義務、②財産・地位濫用禁止義務、③競業禁止義務、④守秘義務、⑤情報提供義務を信託義務の内容として挙げるものがある。道垣内 [2000] 49~50 頁参照。

9 日本において、「信託」、「信託関係」および「信託義務」という用語は、「金融機能の早期健全化のための緊急措置に関する法律」7条において「信託」が一般的な意味において用いられているのを除けば、法令では用いられていない。もっとも、裁判例においては、敵対的買収防衛の目的で取締役会が新株予約権を発行することを決議したことに対し、株主がその発行を仮に差し止めることを求めた事案において、「取締役は会社の所有者である株主と信託関係にある」と判示されたものがある（東京高決平成17年6月15日金判1219号8頁）。

10 同様の説明として、樋口 [1999] 180 頁、道垣内 [2000] 51 頁参照。

11 利益相反研究会 [2009a] 17~18 頁〔道垣内弘人発言〕、22 頁〔森下哲朗発言〕、道垣内 [2000] 52 頁参照。

12 これに関連して、「伝統的には『不信と独立、自らを頼みとする』モデルによって規律されてきたといわれるアメリカ契約法においては、明示の契約のない事例を契約法のレベルで処理することが難しく、これを補完・代替する形で信託関係の法理を発展させてきたものと評価することができよう」との説明がある。田中 [2000] 1750~1751 頁。

13 日本においては、多くの場面において委任契約の存在が認定されることで、委任契約上の善管注意義務を導くことができるとされる。利益相反研究会 [2009a] 17~18 頁〔道垣内弘人発言〕参照。

14 こうした相違の背景には、英米法の母国である英国では、15~19 世紀半ばまで、コモン・ローの裁判所とエクイティの裁判所が併存し、それぞれにおいて異なる法体系が発展してきたという経緯がある。すな

定されており、仮に契約関係を認めることができない場合であっても、多様な態様の権利侵害に柔軟に対応できることから、この点においてもフィデューシャリーの概念を導入する意義は小さいとされている。

これに対し、フィデューシャリーの概念を日本法に導入することについて、積極的な意義を見出す見解がある¹⁵。そうした見解のなかには、その論拠として、分業と専門化が進む現代社会においては、相手への依存を基軸とする信認関係を、自己責任や自己利益の追求を原則とする契約関係とは別の法的規律によって保護すべき必要性があることを挙げるものがある。すなわち、そこでは、日本法においては契約およびそれに基づく契約関係という概念しか用意されていないことから、日本において曖昧に理解されてきた契約という概念を、売買契約のように契約当事者が自らの利益を追求してよいというかたちの契約だけを意味するものとして捉え直すこと、他方、他人の利益を図るような契約は、契約概念から切り離して信認関係という概念によって捉えることで、契約関係から導かれるのとは異なる義務を導くことが提唱されている¹⁶。

なお、これまでにみられた信認義務に関する議論においては、「信認義務」が複数の意味で用いられている場合があることに留意が必要であろう。すなわち、上記のフィデューシャリーの概念の導入に積極的な意義を見出す見解は、他人の利益を図るような関係が見出される場合には、契約や法律¹⁷によって課される義務の有無にかかわらず、信認義務を導出しようとするものである。したがって、そこにいう信認義務のなかには、これまで契約等により課されていた義務のうち、あらためて信認義務として捉え直されるものに加え、これまでの日本法には存在せず、信認義務の名のもとに生まれる「新しい義務」が含まれ得る。例えば、会社における多数株主と少数株主との関係のように、事実関係が存在するだけで、契約関係等の法律上の権利義務を裏付ける関係が存在しないなかで、利益相反等の問題に適切かつ十分な対処を図るために信認義務を導く必要性を示唆する議論¹⁸が想定するものは、こうした「新しい義務」に該当するものといえるだろう。

わち、コモン・ローの裁判所は、契約を、明示的に合意された内容に則し厳格に解釈することを通じ、当事者に救済を与える役割を担う一方、エクイティの裁判所は、コモン・ローの裁判所によっては与え得ない例外的な救済を与える役割を担い、フィデューシャリーの概念もこうしたエクイティ上の救済として発展してきた。これに対し、大陸法の系譜を汲む日本においては、そうした法体系の分化はみられず、当事者間の法的紛争は、これにかかる明示の合意の有無にかかわらず単一の裁判所により扱われてきたこともあって、契約内容の柔軟な解釈を通じ、救済が図られてきたといえる。後掲注 24 参照。樋口 [1999] 26～27 頁、同 [2008] 50～51 頁、道垣内 [2000] 47～48 頁参照。

15 例えば、樋口 [1999] 250～251 頁、利益相反研究会 [2009a] 18～19 頁〔神作裕之発言〕参照。

16 樋口 [1999] 250～251 頁参照。同 45～46 頁では、信認関係と契約関係について「契約関係と信認関係の最大の相違点は、信認関係では、当事者の関係を対等とみず、受益者に自己責任を迫るのではなく、受認者に受益者の利益を図るよう義務づける点である。これに対し、契約関係では、自己責任と自己利益の追求が核心とされ、独立し自立した当事者が想定されている」と説明されている。

17 例えば、社債管理者は、社債権者と契約関係にはないが、会社法によって社債権者に対して公平誠実義務および善管注意義務を負うこととされている（同法 704 条）。社債管理者のこれらの義務については、下記 6. (2)イ. 参照。

18 利益相反研究会 [2009a] 18～19 頁〔神作裕之発言〕参照。

他方、そうした新しい義務を導くことまでは射程とせず、善管注意義務や忠実義務といった英米法における信認義務に相当する日本法上の概念の内容を精緻化することを目的として、これらの「既存の義務」を信認義務という概念で捉え直そうとする議論もみられる¹⁹。

(2) 信認義務の機能

わが国においてフィデューシャリーの概念の導入の是非が議論される理由はどこに求められるのか。その問いに対するひとつの答えは、信認義務が有する契約の不完備の補充という機能に求めることができると考えられる²⁰。すなわち、契約の締結時において、将来発生する事象の予測可能性には限界があるため²¹、いずれかの当事者に裁量や権限を与える必要がある。そこで、フィデューシャリーに広範な裁量や権限を与える一方で、信認義務という包括的な義務を課し、その行動を規律することを通じて、事前のインセンティブに影響を与えるという機能を見出すことができる²²。ここでの信認義務は抽象的な義務ではあるが、契約内容が必ずしも十分でない場合であっても、そうした義務を裁判所が用いて必要な内容を補充することを通じ、適切な契約責任の追及が可能となるという意味において、いわば公共財としての積極的な機能を果たすことが期待される²³。

わが国において、こうした機能は、信認義務によらなくても、既存の実定法上の義務によって十分に果たされているとも考えられる。例えば、日本法において委任契約の受任者が負う善管注意義務は、「善良な管理者の注意をもって」事務処理を行うことを示しているだけであり、同義務によって受任者がとるべき具体的な行動の内容まで明らかにされているわけではない。しかし、わが国の場合、英米と異なり、裁判所が善管注意義務を契約の内容や目的に応じて事後的に解釈することを通じて

19 例えば、神田 [2001] 99~102 頁参照。

20 不完備契約は、「本来、状態 (state) に依存した契約を書いて効率性を確保すべき状況において、その必要な契約が十分に書けていない状況あるいは契約」と定義される。柳川 [2000] 177 頁。

21 契約時点で将来の結果について予測可能かつ立証可能であり、あらゆる将来の状況を契約に書くことも可能であるとの仮定のもとでは、信認義務のような「包括的で茫漠とした義務」が存在する必要はないと考えられる。藤田 [2002] 1850 頁。このほか、田中 [2004] 227 頁参照。

22 以上の契約の不完備の補充という説明においては、裁判所が事後的に適切に契約の不完備を補充できることが当然の前提とされているが、契約当事者でさえ事前に予測できない内容について事後的に裁判所が適切に補充することを期待できるか否かは自明ではなく、当該前提についてのさらなる検証が必要だと考えられる。

23 あらゆる事態を想定し解決を定めることには非常にコストがかかるばかりでなく、仮にコストをかけて比較的まれな事態までも想定した望ましい条項を開発したとしても、その条項が他者によって簡単にフリー・ライドされてしまう可能性があるとするれば、そのような条項を開発する誘引が損なわれ、その必要性や有用性にもかかわらず開発されない（過少生産となる）こととなりかねない。このような場合には、公共財的側面を有する法が、一定のルールを用意することに意味があることとなる。柳川・藤田 [1998] 12 頁、神田・藤田 [1998] 458 頁。田中 [2001] 86 頁注(7)参照。

契約の不完備を補充することに積極的な姿勢をとっている²⁴。こうした点に鑑みれば、契約の不完備の補充という機能を理由に、フィデューシャリーの概念そのものを日本法に導入する必要性は、必ずしも大きいとはいえないかもしれない。

しかしながら、善管注意義務等のわが国の実定法上の義務の解釈の精緻化の観点からは、英米法において発展してきた信認義務の考え方を参照することは、有益であると考えられる。すなわち、英米の裁判例においてある者が信認義務を負うという判断が示されていることが、わが国における実定法上の義務の解釈の基準となり得るのであれば、契約概念の明確化にも資することとなろう。

また、信認義務は、当事者の間に契約が存在せず、また、その当事者の関係を裏付ける個別具体の法律も存在しない場合においても、妥当な解決を導く機能を有すると考えられる。従来、わが国において、このような機能は、信義則によって担われてきたといえる。すなわち、信義則は、裁判所がこれを柔軟に適用するなかで、制定法がそもそも予定していない法原則を創造するという機能を有してきた²⁵。このような信義則の適用の場面においても、英米法における信認義務の内容や適用のあり方を参照することで、信義則の概念の精緻化および適用場面の明確化が図られ得るものと考えられる²⁶。

(3) 信認義務によって保護されるべき利益の調整——利益相反の問題

最近、わが国においては、金融取引におけるさまざまな利益相反の問題が指摘されているが²⁷、利益相反という用語が意味する内容について未だ確立した定義はないように思われる。また、実際に、利益相反という用語は、法概念としての利益相

24 大陸法の系譜を汲む日本の民法における委任契約の善管注意義務は、その内容に信認義務を含めて柔軟に解釈することが可能であり、そうした特徴は大陸契約法の義務補填機能として、次のように説明されている。例えば、信認義務を善管注意義務から導くという「操作が可能な理由は、大陸法系の契約法がいわば義務補填機能を備えているという点に求めることができる。ドイツ法や日本法などではもちろん、フランス法などにおいても、契約から生ずる義務は、個別の契約当事者の具体的な合意によってのみ設定可能とされているわけではない。程度の差はあれ、契約類型ごとにその性質に着目して定型的な義務を設定することが、信義則や衡平などによって可能なのである。それゆえ、ある契約（たとえば委任）が、その性質上、信認義務を伴うべきものと考えられるのであれば、明示の合意がなくとも当該契約からは当然に信認義務が発生すると考えることが可能になる。さらに言えば、このことは、関連の規定の有無に直接には依存しない。日本法の場合、委任につきたまま善管注意義務を定める規定が存在するので、信認義務を觀念すとなれば、この規定に読み込むということが可能になる。しかし、この規定がなくとも（あるいは、この規定の外で）信認義務を認めることは不可能なわけではない」。もっとも、以上のように理論上は善管注意義務に信認義務を含め得るとしても、このことをもって直ちに、すべての委任契約について信認義務が認められるわけではなく、委任契約に信認義務を認めるためには「これを可能とする契約概念が存在するだけでは不十分なのであり、実質的な正当化の根拠が求められる」とされる。大村〔2000〕102頁。

25 例えば、好美〔1962〕196～198頁、遠藤・水本・北川・伊藤〔1989〕51～52頁参照。

26 信義則については、「明確な要件・効果の枠組みを備えない一般条項であるため、他の一般的な法規定と比較するとルールとしての透明性や予測可能性が低く、その適用方法次第では既存の制定法の領域を侵食・破壊する恐れもある」という問題が指摘されている。石川〔2007〕54頁。このほか、好美〔1962〕181～185頁参照。

27 例えば、利益相反研究会〔2009a〕3～24頁参照。

反だけでなく、さまざまな事実上の利害対立をも指すものとして用いられているようにもみえる²⁸。

なかでも、法的対応による調整を要する利益衝突の外延は明確とはいえない。例えば、典型的な売買契約のような契約関係においても、自らの利益を最大化しようとする取引当事者間で利害の対立する状況は生じているといえるが、当事者間に能力、情報量および交渉力の格差がある場合等の例外を除けば²⁹、このような利害対立の存在のみを理由として、直ちに法的な対応を講ずる必要性が認められるとはいえないであろう³⁰。なぜならば、売買契約においては、売り手と買い手の双方が、価格の交渉を通じてそれぞれの利益を追求することが想定されており、このような状況における利害の対立は、契約の相手方に不測の損害をもたらすことにつながる性質のものではないと考えられるからである。

これに対して、本報告書が取り上げるフィデューシャリーとは、もとより、他者からの信頼を受け、当該他者の利益のために行動することが期待されている者であるため、フィデューシャリーが自ら有する利益と相手方の利益とが衝突する場面や、フィデューシャリーが義務を負う複数の相手方の中で利益が衝突する場面というのは、法的な対応を講ずることで当該他者の利益を保護する必要性が認められる利益相反問題の典型といえよう。仮に、このような場面における利益侵害に対して法的な対応が十分に講じられないとすれば、取引の委縮を通じ、社会全体の利益³¹の減少につながるおそれがあるため、経済学における効率性の観点からも、法的な対応を講ずる必要性が認められると考えられる。

(4) 小括

以上のように、フィデューシャリーの概念を日本法に導入することの是非については議論が分かれるところであるが、突き詰めれば、ここでの相違は、いわば「道具」としての法律上の概念の要否というレベルでの違いといえよう³²。

28 利益相反研究会 [2009a] 5 頁〔三上 徹発言〕では、「法律上の利益相反と、事実上・観念上の利益相反（のようなもの）が、『利益相反の懸念』というカテゴリーで渾然と議論され、取引を萎縮させている懸念」があるとされている。

29 例えば消費者契約法は、そうした必要性に基づく立法例といえよう。また、会社と取締役の間で売買契約がなされる場合には、会社法が定める利益相反取引に該当する可能性があり（同法 356 条）、売買契約であることから直ちに利益相反には当たらないといえるわけではない。

30 同様の指摘として、例えば、森下 [2007a] 157 頁、利益相反研究会 [2009a] 16 頁〔浅田 隆発言〕参照。このほか、複数の顧客に対して相反する利益を持つ場合であっても、それを直ちに利益相反の問題として認識すべきことにはならないだろう。例えば、民法における二重譲渡は、複数の顧客に対して相反する利益を持つ場合に該当するが、利益相反の問題として扱われてきたわけではない。

31 本報告書における「社会全体の利益」は、経済学における効率性の観点から判断されるものであり、端的には、社会における個人の利益の総和を意味する。例えば、ある者の行為によって他者が損害を被る場合に、他者の損害を補償してもなお、ある者が利益を得られる状況（端的には、カルドア・ヒックス基準においてパレート優位となる状況）があれば、ここでいう社会全体の利益は増加すると考えられる。

32 道垣内 [2000] 52 頁参照。

そうだとすれば、より重要なのは、個別の状況を捉えて、誰にどのような義務を課すか、また、それを通じて誰の利益を保護することが必要かといった具体的な検討を行うことであると考えられる³³。

そこで、3. 以下の各論における検討に際しては、フィデューシャリーの概念を日本法の概念として措定し、その要件および効果を金融取引一般に当てはめて検討することはせず、事案ごとに投資家、顧客の信頼を受けて金融サービスを提供する者の具体的な義務の内容を検討するというアプローチをとっている。その際は、基本的にはおのおの事案に適用されるわが国の実定法や契約上の概念を用いて義務内容の具体化を試みる。そうした作業を通じ仮にそうした日本法上の概念を用いた問題解決の限界が浮彫りになるのであれば、信託義務の名のもとに新たな義務を導入する必要性についても検討することにつながるように思われる。

3. 信託における受託者に関する問題³⁴

(1) 問題の所在

2006年に、制定後84年を経て全面改正が行われた信託法³⁵のもとで、信託は、多様な目的に応じて柔軟に利用されることが期待されている³⁶。例えば、受託者の裁量の大小に着目すると、自己信託による事業信託のように受託者に大きな裁量を与えられる信託から³⁷、資産流動化目的信託のように受託者の裁量が小さく設計された信託まで³⁸、信託の目的に応じた設計が可能となっている。

信託法上、信託の受託者は、信託事務遂行義務（同法29条1項）、善管注意義務（同条2項）、忠実義務（30～32条）、公平義務（33条）、分別管理義務（34条）、情報提供義務（36～39条）および信託事務の第三者委託に関連する義務（35条）等の義務を負うものとされている。もっとも、上記のような多様な信託において、受託

33 同様の指摘として、「日本法について考える場合も、信託関係であるとか、信託義務といった概念にあまりこだわらなくてはならず、どういった場面でどういった人の利益をどのように守る必要があるのかということを実体的に考えた方がいいのではないか」というものがある。利益相反研究会 [2009a] 22頁 [森下哲朗発言]。

34 この問題についての以下の検討は、本研究会における井上聡弁護士の報告とそれに基づく討議の内容によっている。

35 本報告書において以下では、信託法（平成18年法律第108号）として2006年12月8日に成立し、2007年9月30日に施行された信託法を「新信託法」、新信託法以前の1922年に成立した信託法（大正11年法律第62号）を「旧信託法」ということとする。また、新旧を区別することなく「信託法」と記す場合には、新信託法を指すこととする。

36 道垣内・井上・沖野・吉元 [2006] 15頁、中田 [2006] 1頁参照。

37 このほか、受託者の裁量が大きいのものとして、信託財産を委託者（兼受益者）ごとに個別に運用する単独運用指定金銭信託が挙げられる。同信託において受託者は、委託者との間で合意した運用方針には従うものの、契約上、大きな裁量を与えられており、自己のノウハウを用いて運用を行う。

38 資産流動化目的信託は、オリジネーターが自己の資産を信託して受益権を取得し、これを優先部分と劣後部分に分割したうえで、優先受益権を投資家に売却することで資金調達するものであるが、受託者は大きな裁量を持たず、受託した資産の管理として行うべきことが信託行為に明確に定められている。

者の負うべき義務は一義的でなく、それぞれの信託の内容に応じて、信託の受託者が負うべき義務の具体的な内容を検討する必要がある。

そこで以下では、信託法上の受託者の義務について整理したうえで、信託の新たな活用場面を事例として取り上げ、それぞれにおいて受託者が負う義務について検討する。

(2) 受託者の義務

上記の義務のうち、例えば善管注意義務は、民法上の委任の受任者の義務としても規定されているが（同法 644 条）、信託の受託者の義務と、委任の受任者の義務等の民商法に規定されている各種の義務との異同については、これを異なるものとして捉える見解³⁹と同様のものとして捉える見解とがある⁴⁰。

以下では、善管注意義務、忠実義務、公平義務および分別管理義務についてそれぞれ整理する。

イ. 善管注意義務

(イ) 善管注意義務の内容

信託法には、「受託者は、信託事務を処理するに当たっては、善良な管理者の注意をもって、これをしなければならない」という善管注意義務が規定されており（同法 29 条 2 項）、ここでの善管注意義務は、民法の委任契約における受任者が負うそれ（民法 644 条）と同様に、その職業または地位にある者として通常要求される程度の注意を意味するものと一般的には理解されてきた⁴¹。もっとも、この善管注意義務の規定は、受託者に対して具体的な行為規範を示すものではなく、善管注意義務の内容は、信託行為において定められた信託の内容に応じて決せられると考えられる⁴²。

また、善管注意義務の規定は任意規定とされているが（信託法 29 条 2 項但書）⁴³、一切の注意義務を免除するような内容の契約は、受託者に対する信頼を基礎とする

39 例えば、小野 [2008a] 5 頁では、信託法に定められた受託者の義務について、「いずれも信託制度が受託者に対する『信託』を中核とした制度であることから、民法の同種あるいは類似の義務とは質的に異なるとも言える重い内容」とされている。

40 大陸法における委任が、英米におけるフィデューシャリーの概念を広く取り込んで発展してきたという歴史的経緯を踏まえ、信託法の受託者の義務の内容と、民法の委任における受任者の義務等の民商法に規定されている各種の義務の内容とを一体的に捉える見解として、利益相反研究会 [2009a] 6~7 頁 [道垣内弘人発言] および道垣内 [1996] 168~170 頁がある。

なお、受託者と受任者の義務内容を親和的に捉える方向性は、債権法改正に向けた議論において、委任契約の受任者の義務として、忠実義務を新設することが提案されていることからみてもとれる。民法（債権法）改正検討委員会 [2009] 371 頁参照。

41 四宮 [1989] 247 頁、新井 [2008] 244 頁参照。

42 民法の受任者の善管注意義務については、下記 5. (2) イ. 参照。

43 信託法 29 条 2 項但書には、「信託行為に別段の定めがあるときは、その定めるところによる注意をもって、これをするものとする」と規定されている。ただし、信託の受益権の流通性を向上させることを目的に新

信託制度の趣旨に適合せず⁴⁴、当該但書は何らかの注意義務を尽くすことを要求していると解釈できる。

(ロ) 受託者への経営判断原則の適用

会社法においては、裁量が大きい取締役の経営判断に対して、いわゆる「経営判断原則」の適用が広く認められている⁴⁵。経営判断を行うに当たっては、多くの複雑な選択肢のなかから状況に応じた適切な選択肢を選ぶことが求められ、仮に取締役の判断の誤りに基づく責任を事後的に追及することとなれば、取締役の行動に萎縮的効果をもたらす可能性があるといえる。このように、経営判断原則の背景には、事前の情報収集と判断過程に過ちがなければ判断の結果について責任を問うべきではないという考え方が存在するといえる。

この経営判断原則は、取締役の責任が問題となった裁判例において認められてきたとされているが⁴⁶、その根拠は、「会社の取締役」という形式的な位置付けではなく、むしろ裁量を伴う「経営」を行うという実質に求められると考えられる。

したがって、会社の取締役による行為でなくとも、下記3.(3)ハ.(イ)で述べる事業信託のように、大きな裁量を与えられた受託者が経営判断のように複雑な判断を迫られる場合において、受託者に対する責任追及が、酷だと認められる状況があれば、受託者にも経営判断原則またはそれに類似する原則（例えば「運用裁量判断の原則」とでも呼ぶべきもの）が適用されるべきであると考えられる⁴⁷。

ロ. 忠実義務

信託の受託者は、受益者の利益のために行動すべき義務を負う。これを受託者の忠実義務という（信託法 30 条）⁴⁸。忠実義務は、受託者の最も基本的な行動指針とされており⁴⁹、善管注意義務とともに受託者の義務の両輪となって受益者を保護し

信託法で新設された受益証券発行信託においては、受益者となり得る不特定多数の一般投資家の保護を図るべき必要性が一般の信託に比べて高いといえるため、受託者の善管注意義務を軽減することはできない（同法 212 条）。寺本 [2008] 408 頁参照。

なお、信託業法（平成 16 年法律第 154 号）にも受託者の善管注意義務が規定されているが（同法 28 条 2 項）、その軽減を認める規定は存在せず、強行法規となっている。信託銀行と事業会社間の取引等、いわゆるプロ同士の取引のように行政の関与による保護の必要性の低い取引については、善管注意義務の任意放棄によるメリットが業者ルールによって過剰に制限されることのないよう、信託法と信託業法との柔軟な調整の必要性が今後の課題として指摘されている。川口 [2007] 59 頁参照。また、信託業法の適用がある場合、受託者の信託法上の種々の重要な義務は信託業法による修正を受け、信託法と信託業法との間で、ねじれとでもいえるべき関係が生じているとの指摘がある。小野 [2008b] 30 頁参照。

44 寺本 [2008] 113 頁参照。

45 経営判断原則については、例えば、江頭 [2009] 434 頁注 3、神田 [2010] 203 頁、森田（果）[2009] 4～13 頁参照。また、下記 4.(3)イ. 参照。

46 経営判断原則に関する裁判例については、江頭 [2009] 434 頁注 3 参照。

47 善管注意義務と経営判断原則についての議論として下記 4.(3)イ. 参照。

48 旧信託法においては忠実義務を直接明記する条文はなかったが、信託財産を固有財産とすること、および信託財産に対する権利を取得することの禁止を定める同法 22 条が忠実義務の存在を当然の前提としていると一般的に理解されていた。四宮 [1989] 232 頁参照。

49 新井 [2008] 248 頁参照。

ていると説明される⁵⁰。

信託法には、忠実義務違反の具体的な行為類型として、利益相反行為および競合行為について、これらを禁止する規定が置かれているが（同法 31 条 1 項、32 条 1 項）、これらを含む忠実義務全体の外延は明らかではない⁵¹。また、受益者の利益を最大化することと受託者の経済活動に不当な制約を加えないことを両立させる趣旨から、利益相反取引および競合行為の禁止について例外が定められており（同法 31 条 2 項、32 条 2 項）、このことから、信託法における忠実義務も善管注意義務と同様に任意規定として一般に理解されているが、善管注意義務について議論されているのと同様に、忠実義務についても当事者間においていかなる合意があれば忠実義務を排除し得るのか、また、合意によって排除し得ない場合はあるかが問題となる⁵²。

（イ）忠実義務の範囲

信託法においては、受託者の義務違反により信託財産に損失が生じた場合、受託者は損失填補責任を負うとされている（同法 40 条 1 項）。このことに着目すれば、受託者がその立場を利用して受益者に知られずに利益を得た場合であっても、信託財産に損失が生じない限り損失填補責任を問われることはなく、忠実義務違反にも当たらないと考えることもできなくはない。このように、受託者が自らの利益を得ることが信託財産に対して何ら損失を与えない場合には、受託者の忠実義務違反を問わないことは、社会全体の利益⁵³の増加という観点からも妥当といえるだろう。

もっとも、信託財産に損失を与える危険が具体的かつ現実的でない限り受託者の忠実義務違反が問題にならないとすれば、受託者の行為をその外形から事前に規律する忠実義務の機能が損なわれるおそれがある。したがって、受託者の忠実義務の範囲は、信託財産に損失が生じる「抽象的または潜在的な危険」が存在するか否かによって画すべきであると考えられる⁵⁴。この場合、忠実義務が問題となる局面は広がるが、受益者からの同意によって受託者の忠実義務は解除され得る⁵⁵。ただし、受益者から同意を得るためには、受託者に実務上のコストが発生するため、忠実義務

50 井上ほか [2007] 59 頁参照。

51 信託法において、忠実義務違反の場合には損害額の推定が行われることとなるが（同 40 条 3 項）、他方、善管注意義務違反の場合には損害額の推定規定が存在しないため、善管注意義務違反なのか、それとも忠実義務違反なのかということについて正面から議論しなければならない状況が生じているとの指摘がある。利益相反研究会 [2009a] 6 頁〔道垣内弘人発言〕参照。

52 忠実義務を当事者の合意によって緩和することについて限界を指摘するものとして、道垣内 [2006b] 13 頁参照。

53 前掲注 31 参照。

54 例えば、米国における内部者取引の判例（SEC v. Tex. Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833 (2d Cir. 1968), cert. denied, 394 U.S. 976 (1969)）には、役員および従業員による内部情報の利用行為について、当該行為が直ちに会社に損失を及ぼすものでなくとも会社に抽象的な危険を及ぼすとされたものがある。この判例をひとつの契機として、米国では内部者取引規制の法的根拠についてさまざまな議論が重ねられ、現在ではこれを信託義務に求める見解が有力となっている。なお、上記判例および内部者取引の規制については藤田 [1999] 参照。

55 また、忠実義務の積極的な機能として、当事者に対して受託者の行為に関する個別の交渉を通じた明示的な合意の形成を促すこと、ひいては合意による効率的なアレンジメントをもたらすことが指摘されている。藤田 [2000] 291～296 頁参照。

務に抵触する抽象的または潜在的な危険の具体的な認定を行うに当たっては、受託者の実務上のコストにも配慮することが、信託の利用促進という観点からは肝要であろう。

(ロ) 同意に関する問題

先に述べたように、信託財産に損失が生じる抽象的または潜在的な危険が存在する受託者の行為であっても、受益者からの同意を得ることにより許容され得る。例えば、上記の利益相反行為および競合行為については、信託行為に定めがある場合や重要な事実を開示して受益者の承認を得た場合には例外的に当該行為をすることができる規定されている（信託法 31 条 2 項、32 条 2 項）。

同意については、同意を得るタイミングが問題となる。具体的には、事前に信託行為によって同意を行うか（信託法 31 条 2 項 1 号、32 条 2 項 1 号）、または行為時点で重要な事実を開示して行うか（同法 31 条 2 項 2 号、32 条 2 項 2 号）という問題がある。事前の同意は、同意する行為に内在するリスクを完全には把握しないまま行わざるを得ないという問題がある一方、行為時点での同意には、例えば受託者のみが知り得た情報であり、それを利用すれば受託者が利益を得られるような情報であっても、同意を得るために受益者に対して逐一情報を開示しなければならないとすれば、情報の利用価値が低減してしまうという問題がある⁵⁶。

また、実務的には、同意を得ることのコスト、特に行為時点で同意を得ることにかかるコストを考慮する必要がある。現実的な対応としては、各行為類型において信託財産に損失が生ずる危険の抽象性または潜在性の程度に応じ、事前にある程度包括的な同意を得ることを認めつつ⁵⁷、爾後、実際に信託財産に損失が生じ、同意の正当性が問題になった場合には、当該同意の特定性のほか損失を生ぜしめた受託者の行為の内容や当該行為に至るプロセスの公正性に照らして判断することが考えられる。

なお、忠実義務を当事者間の合意によって緩和することについては、善管注意義務の場合と同様に、信託と認められるための限界が存在するとの指摘があることからすれば⁵⁸、受益者からいかなる同意を得ても許容されない行為もあると考えられる。

ハ. 公平義務

信託法は、受益者が 2 人以上ある信託において、受託者に対しそれら受益者のために公平に職務を行うことを義務付けている（同法 33 条）⁵⁹。

56 さらにこの問題は、情報収集に対する受託者のインセンティブを損なう結果として、受益者にとって有益な情報収集までも行われなくなってしまうという事態を招く可能性がある。

57 例えば、後述するシンジケート・ローンのように、取引参加者の属性が事前に概ね特定可能であり、かつ、かかる取引参加者が繰り返し取引を行うことが想定される場合には、取引参加者が不公正なことを行うインセンティブは、不特定の取引参加者によって単発の取引を行う場合に比べて一般的に低いと考えられるため、事前の包括的な同意で足りると考えられよう。

58 道垣内 [2006b] 13 頁参照。

59 もっとも、複数の受益者がいる信託において、受託者が特定の受益者を有利または不利に取り扱う場合であっても、そうした取扱いが信託契約において許容されている場合または不利益を受ける可能性のある受

忠実義務は、一般的に、相手方の利益を最優先しなくてはならないという行為規範を意味するが、受益者が複数存在する信託においては、受益者間で利益が衝突し、それらのすべてを最大化することができない場面、すなわち、忠実義務同士が衝突する場面もあり得る。こうした場面においては、公平義務によって、それぞれの受益者を公平に取り扱えば必ずしも個々の受益者の利益を最大化しなくてもよいという規律が導かれることとなるため、公平義務は忠実義務を緩和する機能を有すると捉えることが可能である。

なお、公平義務は、同一の信託における複数の受益者間の公平が規定上の射程とされており、複数の信託財産の間の利害対立については、公平義務が適用されないため、これは忠実義務の適用によって対応せざるを得ない問題と捉えられる。この場合の忠実義務の内容についてはさまざまな考え方をとり得るが、例えば受託者が信託銀行である場合等、受託者が複数の信託を受託することを受益者が予測し得る場合には、必ずしも複数の信託におけるそれぞれの受益者の利益を最大化することまで求めるものではなく、公平義務と同様の規律として捉えることができるだろう⁶⁰。

二. 分別管理義務

分別管理義務とは、信託財産を受託者の固有財産および他の信託の信託財産と分別して管理する義務をいう（信託法 34 条）。その機能としては、①信託財産の特定性を確保する機能、②信託財産について善意取得を生じにくくする機能および③信託財産に帰属すべき利益、費用および損失を正確に把握することを可能とする機能があると考えられている⁶¹。

その他の義務との関係では、信託財産を適切に管理するための方法を典型的に義務化したという側面からすれば、分別管理義務は善管注意義務の一内容と構成することができ、他方で、受託者が信託財産から個人的利益を得ることを難しくするという側面からすれば、忠実義務違反を防止する義務として機能すると説明される⁶²。

受益者が承認している場合には、当該取扱いは公平義務に反するものではないとされる。寺本 [2008] 135 頁参照。

60 同一の信託における複数の受益者間については、公平義務に基づく公平な取扱いで足りるとされているにもかかわらず、複数の信託の場合には、忠実義務により厳しい義務が課されるのは合理的ではないとの指摘がある。能見 [2004] 82~83 頁参照。

他方、受託者は自らの判断により複数の信託を受託していることからすれば、複数の信託の場合に、受託者に対して忠実義務により厳しい義務が課されることも認められ得るとも考えられる。このような考え方をとれば、例えば、ある信託の受益者が、受託者がその後他の信託を受託することを予測していない場合に、当該受託者がその他の信託を引き受けることで、最初の信託の受益者に対する受託者の忠実義務が公平義務と同様の規律にまで緩和されれば、最初の信託の受益者の期待に反する結果が生じることを回避し得るとも考えられる。

いずれの考え方をとるにせよ、複数の信託において、受託者に適用される義務の内容を予め明確化するために、信託契約によって忠実義務の内容を公平義務と同じ内容にまで緩和しておくことは可能と考えられる。

61 井上ほか [2007] 68 頁参照。

62 四宮 [1989] 220 頁参照。

(3) 事例の検討⁶³

イ. 大口の有価証券売買と情報利用行為

年金信託等から資金を受託し、その運用を任されている信託銀行が、信託財産を管理する信託勘定で大口の有価証券売買を行うという情報を、自己の銀行勘定で有価証券売買を行うための判断材料として利用してよいか。このような信託銀行の情報利用行為が、忠実義務の問題になり得るかが問題となる。

信託勘定で得た情報を銀行勘定で利用することは、信託財産に損失が生じる抽象的または潜在的な危険がないとは言い切れず、受託者の忠実義務を厳格に捉えればこのような情報利用行為は許されない（信託報酬等のかたちで信託契約に予め規定しておかない限り、受託者が利益を得ることは認められない）とも考えられる⁶⁴。また、情報利用行為を実際に行うことが想定される信託銀行の取締役役に課される忠実義務の内容には、法令遵守義務が含まれることから（会社法 355 条）⁶⁵、信託法上の受託者としての忠実義務を取締役の善管注意義務に優先して果たすべきと考える場合にも、上記と同様の帰結が導かれよう。

以上とは逆に銀行勘定で得た情報を信託勘定で利用することについては、信託銀行は受託者として忠実義務や善管注意義務を負っており、信託財産の最善の利益に適うよう行動することが期待されていることから、銀行勘定で得た情報を信託勘定で利用することは認められると考えることができる⁶⁶。

ロ. ソフトダラーの問題

次に、信託行為における受益者の事前の同意がなく、かつ受益者に知らせることもなく、受託者たる信託銀行が証券会社からいわゆるソフトダラー⁶⁷等によるディスプレイアカウントを受けることが、受託者の忠実義務との関係において許されるかという問題について検討する。

63 ここでは、金融商品取引法（以下「金商法」という。）におけるインサイダー取引規制（同法 166、167 条）やフロントランニング規制（同法 38 条 6 号、金融商品取引業等に関する内閣府令 117 条 1 項 10、12 号）等の規制については検討の対象外とし、忠実義務の問題に絞って検討する。

64 例えば、信託勘定で特定の金融商品に対して大口の注文があるという情報に基づき、当該商品の価格上昇を予測した信託銀行が、銀行勘定においても売買注文を行って利益を上げるという状況を想定した場合、ここでは需給関係に基づき金融商品の価格が上昇することが前提とされているが、仮に信託銀行が銀行勘定で注文を行わなければその分だけ価格が上がらず、信託勘定における売買注文の取引コストを低減できたかもしれない。このような場合においては、信託財産に損失が生じる抽象的または潜在的な危険がないとはいえないであろう。

65 もっとも、法令を遵守する義務は、取締役の善管注意義務の内容にも含まれると考えられており（前田 [2009] 413 頁参照）、取締役の善管注意義務と忠実義務との関係については下記 4. (2) で述べるように議論がある。

66 もっとも、このように考える場合、同様に債権者としての地位を有する預金者と信託の受益者とで、信託銀行に対して期待できる内容が異なる理由について問題が生じ得る。

67 ソフトダラーとは、証券会社が運用会社に対して、有価証券の売買執行に加えて、アナリストレポート等の調査サービスや売買にかかわる助言等の付加的な財やサービスを提供し、その費用を売買委託手数料のなかに含める取引慣行をいう。

まず、信託銀行は固有財産と信託財産の運用として大量の証券売買を行うため、証券会社から大口の顧客として有利な取引条件（例えば、通常は対価を払わなければ取得できない投資情報の提供）を引き出し得る立場にあると考えられる。このような立場にある信託銀行は、ソフトダラーによるディスカウントを得るために、信託財産の運用としての売買注文を必要以上に増やすというインセンティブを有するが⁶⁸、ディスカウントを得ることを目的としたこうした行為は受託者の忠実義務に抵触する可能性がある。

しかしながら、仮に固有財産分と信託財産分の売買注文を厳格に分別して取り扱わなければならないとすれば、それぞれの注文の分量がソフトダラーによるディスカウントの基準に達しないこともあり得る。この場合、投資情報の提供等のソフトダラーを受けられないということになってしまうが、それよりは両者をまとめてソフトダラーを得た方が顧客の利益につながる可能性があり、忠実義務を果たしているといい得る。

以上を前提として、ソフトダラーとしての投資情報の提供について検討すると、仮に証券会社から提供を受けた投資情報が信託銀行の固有財産のみに有用であった場合（例えば、ソフトダラーとして得た優良な M&A 案件の情報を、固有財産の本業として行う M&A 仲介ビジネスに利用して利益を上げた場合）であっても、当該投資情報が固有財産と信託財産のいずれに有用な情報であるかは事前に知り得ないのであれば、こうしたソフトダラーの取得は必ずしも忠実義務違反にはならないと考えられる⁶⁹。

また、信託銀行が、証券会社からの情報提供について受益者の同意を得るという対応を考える場合、同意を得る時点で信託銀行と受益者との間に将来得られる情報の性質についての情報の偏在がなく、かつ、提供を受ける情報の内容が、結果として信託銀行と受益者のどちらに得になるかがわからないのであれば、証券会社から情報の提供を受けることについて、受益者から抽象的な同意が得られれば足り、個別の同意までは要しないと考えられよう。なお、信託銀行と受益者との間に将来得られる情報の性質についての情報の偏在がある場合であっても、個別の同意の要否

68 このような信託銀行におけるインセンティブの歪みへの対応としては、技術的には、信託勘定と銀行勘定の発注を自動的に計算する仕組みを導入することにより、信託勘定の情報をみながら銀行勘定の注文を調整することを未然に防止することが可能と考えられる。

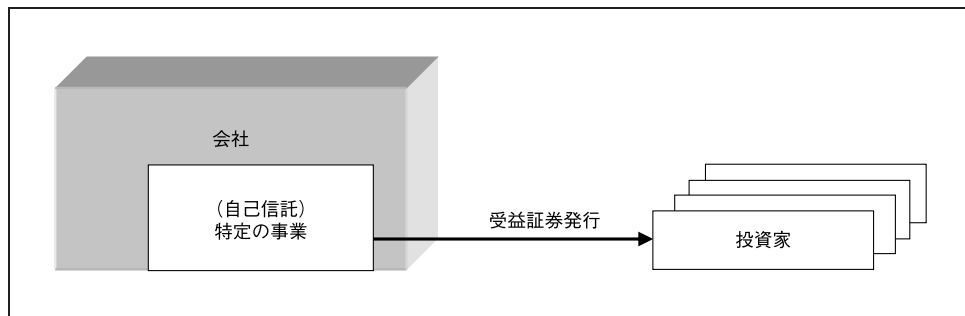
69 より具体的には、信託銀行から証券会社への注文のうち、信託勘定からの注文が 8、9 割で、残りが銀行勘定からの注文である場合において、両勘定からの注文により証券会社から無償で得た投資情報が信託銀行の M&A の仲介部門で非常に役立ち、高額な M&A 仲介手数料が得られたというケースを考える。このケースについてみるとソフトダラーとして得た投資情報は、信託財産の運用には必ずしも役に立たなかったものの、得られる投資情報の性質によっては信託財産の運用に役立つこともあり得る。このような場合、ある投資情報の受領だけを取り出して、受託者の忠実義務違反とすべきなのか、継続的な取引関係を捉えて、全体的には公正な取引として忠実義務違反とはいえないとするのか、また、そもそもこのような投資情報の受領は少なくとも信託契約で同意を得なければ許されないのかという問題は難しい判断を伴うといえよう。投資情報を受領する度に公正な取扱いが要求されるということになると、上記の M&A 関連情報については、信託の注文が出た分、つまり 8、9 割に相当する分の投資情報の対価を信託勘定に還元しなければいけないということになるとも思われるが、そのようなことまではたして求められるのかという問題はあろう。

については、各行為類型において信託財産に損失が生ずる危険の抽象性または潜在的の程度に応じ、個別の同意を得るための実務上のコストを勘案したうえで判断されるべきであろう。

ハ. トラッキング・ストック型事業信託・自己信託について

新信託法では信託行為のひとつとして自己信託が認められ、また、信託行為の際に事業を包括的に受託者に譲渡すること（いわゆる事業信託）が可能になったため、一般の事業会社が自己の事業を自らに信託することができることとなった。

この自己信託により会社の一部の事業を信託財産化し、それによって生じた受益権を受益証券として投資家に販売することによって、トラッキング・ストックと同様のスキームを作り出すことができると考えられる（以下「トラッキング・ストック型事業信託・自己信託」という。下図参照）。トラッキング・ストックとは、剰余金の配当額等が特定の事業部門（ないしは発行会社の子会社）の業績に連動する種類株式のことであり、優良事業を裏付けに資金調達を行うことにより、有利な資金調達が可能な場合がある。



トラッキング・ストック型事業信託・自己信託では、自己信託の対象となる特定事業について倒産隔離を行うことができる。また、会社法において認められてきたトラッキング・ストックは、特定事業や特定の子会社の業績に連動して配当金等が支払われるものであるが、会社全体の計算で分配可能額が不足すれば、トラックの対象となる特定事業等が高い業績を上げたとしても剰余金の配当を行うことができなかつた⁷⁰。これに対し、トラッキング・ストック型事業信託・自己信託では、会社全体の業況が悪化して分配可能額が不足しても、自己信託の対象となる特定の事業からのキャッシュ・フローを把握し続けることができるため、トラッキング・ストック型事業信託・自己信託は、特定の事業と完全に連動した証券発行を実現する手段であると評価できる。

⁷⁰ このことは、トラッキング・ストックの普及を妨げたひとつの要因と考えられる。このほか、トラッキング・ストックについては、トラッキング・ストック型事業信託・自己信託と異なり、会社が破綻した場合の倒産隔離がなされていないことも要因として挙げることができよう。

(イ) 事業信託の受託者への経営判断原則の適用

トラッキング・ストック型事業信託・自己信託において、受託者は大きな裁量をもって事業を遂行することとなり、事業の遂行に当たっては善管注意義務を負うこととなるが、当該受託者による事業の遂行について善管注意義務違反が問題となる場面において、経営判断原則の適用が認められるか否かが問題となる。

事業信託の受託者は事業経営に携わっており、仕事の内容が取締役と共通する面があると考えられる。受託者の善管注意義務が仕事の内容によって決まるのだとすれば、事業信託については、受託者の善管注意義務の内容は、取締役のそれと同じになるはずである。

すなわち、信託行為において、受託した財産等を用いて事業を遂行することが信託事務として定められていれば、このような事業信託の受託者にも、経営判断原則またはそれに類似する原則が適用（準用）されると考えるべきであろう。

もっとも、事業信託の受託者に経営判断原則またはそれに類似する原則が適用（準用）されるという議論は未だ確立しているわけではない。そこで、実務上の対応として、信託行為において、受託者の善管注意義務の内容を事前の情報収集と判断過程に関するものに限定する規定、すなわち、経営判断原則の適用を担保するいわば確認規定を置くことが考えられる。

なお、トラッキング・ストック型事業信託・自己信託において、受益権を50人以上の投資家が直接または間接に取得することが可能な設計となっている場合、信託業法の適用を受ける（同法50条の2、同法施行令15条の2第1項）。信託業法上の善管注意義務（同法28条2項）は強行規定であるが、上記のように信託行為において受託者の善管注意義務の内容を事前の情報収集と判断過程に関するものに限定することの要諦は、善管注意義務の内容そのものを定めることにあるため、当該信託行為は強行規定に反して当該義務の任意軽減を図るものには当たらず、同規定との抵触は生じないものと考えられる。

(ロ) 利益相反の問題

トラッキング・ストック型事業信託・自己信託では、受託者である会社の取締役は、①受益者に対して善管注意義務および忠実義務を負う一方、②会社に対しても善管注意義務および忠実義務を負っているが、この両者は相反する可能性がある。

例えば、トラッキング・ストック型事業信託・自己信託の受託者である会社の取締役が、当該信託の対象事業への経営資源の配分を縮小させる一方で、それ以外の一般事業に重点的な投資を行い、その結果として会社の業績が上昇した場合、このような取締役の行動は、取締役としての善管注意義務および忠実義務には適う一方で、受託者としての善管注意義務および忠実義務には反するように思われるため、経営資源等の分配についての利益相反の問題が生じる可能性がある⁷¹。

71 ここでの利益相反を、トラッキング・ストック型事業信託・自己信託を行う会社の株主の立場から捉えれば、信託の設定段階において、特定の優良事業に自己信託を設定すること自体が株主の利益を害する場合があります。

このようにトラッキング・ストック型事業信託・自己信託に内在する利益相反の問題によって、発行した受益証券の価格がディスカウントされてしまうとすれば、トラッキング・ストック型事業信託・自己信託という新たなスキームにより資金調達を行うメリットは限定されると考えられる。換言すれば、トラッキング・ストック型事業信託・自己信託を用いる場合、利益相反への十分な対処が可能であれば⁷²、このスキームを用いることで投資家、発行者双方にメリットが生まれ得る。

トラッキング・ストック型事業信託・自己信託においては、上記のような問題があるため、受託者としての善管注意義務および忠実義務と、取締役としての善管注意義務および忠実義務とをどのように調整すべきか、その問題はトラッキング・ストック（種類株式）を発行した会社の取締役が善管注意義務および忠実義務をどう果たすかという問題と同じと考えてよいかが問題となる⁷³。

これについて、例えば、特定の財産の管理および処分を委託される典型的な信託の受託者と会社の取締役とでは、それぞれに求められる行為内容が大きく異なるため、両者が負う善管注意義務および忠実義務の内容も異なると考えられる。しかし、トラッキング・ストック型事業信託・自己信託の場合、委託される対象は事業そのものであり、当該信託における受託者と会社の取締役とでは、求められる行為自体が近似するため、受託者と取締役の善管注意義務および忠実義務も近似するものと捉え得るように思われる。

（ハ）類似するスキーム間の比較——トラッキング・ストックと子会社上場

①トラッキング・ストック型事業信託・自己信託と類似するスキームとして、②トラッキング・ストックと③子会社上場がある。これら3つのスキームは、いずれも特定の事業（子会社）を引当てとする資金調達という性格を有しており、また、当該事業（子会社）と会社全体（親会社）との間で利益相反の問題が内在する点においても類似する。

しかしながら、利益相反問題への事後的な対応として、3つのスキームにおける資金の拠出者、すなわち①トラッキング・ストック型事業信託・自己信託の受益者、②トラッキング・ストックを保有する株主および③上場子会社の株主がとり得る責任追及の手段はそれぞれ異なっている⁷⁴。

第1に、①トラッキング・ストック型事業信託・自己信託においては、受益者は、受託者としての会社に忠実義務違反に基づく責任を追及することができる。この手段によって受託者たる会社に損害賠償責任が認められる場合、他の2つのスキーム

72 利益相反の問題について受益者がとり得る対応として、例えば、信託行為に受益者集会を設置するといった規定を置くことが考えられる。

73 トラッキング・ストック（種類株式）を発行した会社の取締役の善管注意義務および忠実義務に関する問題については、江頭・神作・藤田・武井 [2005] 395～403、445～447 頁、黒沼 [2001] 66～69 頁参照。

74 3つのスキームに共通する責任追及の手段として、取締役の第三者に対する損害賠償責任（会社法 429 条）および不法行為責任（民法 709 条）も検討の対象となり得るが、これらの責任の適用の範囲等については見解が分かれているため、ここでは取り上げない。これらの責任については、例えば前田 [2009] 450～456 頁参照。

と異なり、受託者が得た利益と同額の損失を信託財産に生じさせたものと推定される（信託法 40 条 3 項）。

第 2 に、②トラッキング・ストックにおいては、トラックの対象となる事業において損害が生じたとしても、会社全体の利益が害されない限り、代表訴訟の請求は成り立たず、トラッキング・ストックを保有する株主には、損害の回復に向けた責任追及の手段が十分に用意されていないと思われる。

第 3 に、上記 2 つのスキームとは異なり、③子会社上場においては、当該子会社の株主は、同社の取締役に対して株主代表訴訟を提起するという責任追及の手段を有している。

以上を踏まえると、利益相反問題への対応策として、①トラッキング・ストック型事業信託・自己信託および③子会社上場においては、資金の拠出者による適切な責任追及手段が用意されていると評価できるため、②トラッキング・ストックにおいても、トラックされた事業における損害の発生に基づく責任追及の方策を用意することが望ましいとも考えられよう。

4. 会社の取締役に関する問題

(1) 問題の所在

2005 年に制定された会社法では、柔軟に事業再編や企業金融を行う仕組みが用意され、また、会社の機関設計について多様な選択肢が用意されている⁷⁵。こうしたなか、取締役の多様な業務遂行の場面で、その義務と責任についてさまざまな問題が顕在化しているように思われる。

会社の取締役は、会社法により忠実義務を負うこととされている（同法 355 条）。また、会社と取締役との関係には、民法における委任の規定が適用されるため（会社法 330 条）、取締役は、その職務を遂行するにつき、善管注意義務を負う（民法 644 条）。

以下では、会社の取締役に関する問題として、取締役が負う善管注意義務と忠実義務との関係を整理したうえで、善管注意義務については公開買付けを、忠実義務については MBO⁷⁶を、それぞれ事例として取り上げ、これらの義務の内容等について検討する。さらに、銀行の取締役については、銀行事業の特殊性から、一般的な事業会社の取締役に比べてその善管注意義務を厳格に捉える裁判例や議論がみられ

75 神田 [2006] 21 頁参照。

76 MBO は、2007 年 9 月に経済産業省が公表した「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収（MBO）に関する指針」（以下「MBO 指針」という。）において、「現在の経営者が資金を出資し、事業の継続を前提として対象会社の株式を購入すること」をいうと定義されている。または、より端的に、「会社の経営陣（ときには従業員も）が、その会社（またはその事業の一部）を買収する取引」とも定義できる。伊藤・大杉・田中・松井 [2009] 356 頁 [田中 亘]。

るため、当該義務の内容についても検討を加える。

(2) 取締役の善管注意義務と忠実義務との関係

会社法における取締役の善管注意義務と忠実義務の関係について、判例では、忠実義務というのは「民法 644 条に定める善管義務を敷衍し、かつ一層明確にしたにとどまるのであって」、「通常の委任契約に伴う善管義務とは別個の、高度な義務を規定したものと解することができない」とされる一方で⁷⁷、両者を異なるものとして捉える見解も有力に主張されている⁷⁸。また、学界では、取締役と会社間の利害対立状況において私利を図らない義務のみを忠実義務と呼ぶ用語法が定着していることから⁷⁹、以下では会社法における取締役の「忠実義務」を「取締役がその地位を利用して会社の犠牲において自己または第三者の利益を図ってはならないという義務」を意味するものとして、他方、「善管注意義務」を「職務の遂行に当たって注意深く行動する義務」を意味するものとして用いる。

(3) 善管注意義務に関する問題

イ. 善管注意義務と経営判断原則

取締役が職務を遂行するなかで行う経営判断については、いわゆる「経営判断原則」の適用が広く認められている⁸⁰。この経営判断原則が適用される場合、取締役の経営判断に広い裁量が認められるため、善管注意義務違反に基づく取締役の責任は認められにくくなる構造にあるといえる。

経営判断原則は、米国において発展を遂げたものであるが⁸¹、米国において裁判所は、経営判断の過程面（相当な情報収集を行ったか否か）と内容面（意思決定の内容が合理的か否か）とを峻別したうえで、専ら前者について審査を行い、後者に関

77 最判昭和 45 年 6 月 24 日民集 24 卷 6 号 625 頁。判例の見解によれば忠実義務に関する規定の存在意義は、委任関係に伴う善管注意義務を取締役につき強行規定とする点にあるに過ぎないと解されている。江頭 [2009] 400~401 頁参照。

78 例えば、前田 [2009] 413 頁は、忠実義務に関する規定が米国法における考え方を継受するかたちで制定された経緯を踏まえ、「取締役と会社との間の信認関係 (fiduciary relation) に基づく忠実義務、すなわち、取締役がその地位を利用して自己または第三者の利益を図って会社の利益を害してはならないという義務を意味すると解すべきである」とする。

79 江頭 [2009] 401 頁、伊藤・大杉・田中・松井 [2009] 200~201 頁 [伊藤靖史]、田中 [2004] 229 頁参照。
80 前掲注 45 参照。

81 米国では、経営判断原則 (business judgment rule) が適用される結果、他の受任者と比べて義務違反による責任が認められにくくなっていることについて、取締役が職務を遂行する際に依拠すべき行為規範としての善管注意義務と、その行為に対して事後的に裁判所が法的評価を加える際の評価規範としての同義務とを区別し、前者よりも後者の内容を緩和する考え方がある。例えば、Eisenberg [1993]。この考え方の背景には、裁判所が会社経営の妥当性について判断することは困難であり、間違った判断を下すリスクが高いということを前提に、取締役個人に損失を負担させるよりも分散した株主に損失を負わせた方が全体としてコストが低くなるという政策的な判断が存在すると考えられる。

する判断は私的自治に委ねている。他方、わが国の裁判所は、取締役の経営判断について、判断過程の手続的な審査にとどまらず、その内容まで実質的に審査することから⁸²、わが国における経営判断原則の適用については、経営の合理性に関する裁判所自身の判断能力によっても影響を受けることとなる。

このような経営判断原則が認められる理由は、そもそも会社がリスクのある事業の遂行を目的として設計された制度であり、そうした会社の事業遂行を通じて資本主義経済が発展することに鑑みれば、取締役の経営判断に対する裁判所による事後的な介入によって取締役が委縮し、リスクのある事業が回避される結果として、会社そのものの存在価値が損なわれるような事態を防止することに求められる⁸³。

□. 公開買付けにおける善管注意義務

経営判断原則については、さまざまな局面においてその適用範囲が問題となり得るが、近年の裁判例において、市場価格よりも低い（高い）価格で株式の公開買付けが実施された場合に、公開買付けの対象企業の株式を保有する会社の取締役が、当該公開買付けに応じる（応じない）ことは、取締役の善管注意義務との関係で許されるかが問題となっている。換言すれば、この公開買付けの局面では、取締役は何を為すことで善管注意義務を果たしたと評価されるのか、取締役に許容される経営判断⁸⁴と許容されない経営判断⁸⁵との境界をいかに解するべきかが問題となっている

82 取締役の経営判断について、内容を実質的に審査するという日本の裁判所の特徴が現れている事案として、カプトデコム事件の最高裁判決（最判平成 20 年 1 月 28 日金判 1291 号 38 頁）がある（後掲注 122 参照）。

83 伊藤・大杉・田中・松井 [2009] 217 頁〔伊藤靖史〕参照。

84 経営判断原則の適用により取締役の責任が否定された事例として、東京地判平成 18 年 4 月 13 日判タ 1226 号 192 頁がある。本件は、いわゆるニッポン放送株争奪戦の最中、フジテレビジョンによるニッポン放送の株式公開買付けに東京電力が市場価格より低い価格で応じたところ、東京電力の取締役に対して株主代表訴訟が提起された事案である。東京地裁は、「取引先の企業からの公開買付けに応じて欲しい旨の要請があった場合、その要請に応じて買付けに応募するか否かは、その買付価格が合理的なものであるか否かが重要な判断要素の一つであるが、それのみにとどまらず、要請元の企業あるいはそのグループ等との円滑な取引関係の維持や発展の要否など複雑多様な諸要素を勘案したうえで行われる経営判断に属することがらであり、特に差し迫った資金的な需要がない限り、これに応じることが許されないと解すべき理由はないし、応募後に当該株式に係る市場価格が買付価格を上回った場合には、常に応募を撤回しなければならぬという一義的処理が要請されるべきものでもなく、これらの点についての経営者の判断は、具体的な当該状況下において、前提とした事実の認識に不注意な誤りがなく、その事実に基づく行為の選択に著しく不合理な点がない限り、尊重されるべきものである」と判示し、公開買付けへの応募を撤回しなかった会社の取締役に善管注意義務違反はないとした。

85 公開買付けの場面ではないが、取締役が非上場子会社の株主から当該子会社の株式を買い取る場面において、取締役の責任が肯定された事例として、東京高判平成 20 年 10 月 29 日金判 1304 号 28 頁がある。本件は、発行済株式総数の 2/3 以上を有する会社を完全子会社にするために当該会社の株式を適正価格の 5 倍の価格で買い取ったことが取締役の任務を怠ったものとされた事案である。東京高裁は、子会社株式を適正価格の 5 倍の価格で買い取るという「判断が許された裁量の範囲内であるというためには、1 株当たり 1 万円の株式について 1 株当たり 5 万円を買取価格として設定したことが、買取りを円滑に進めるために必要であったかどうか、より低い額では買取りが円滑に進まないといえるかどうか、また、買取価格が（中略）認定した価額から乖離する程度と買取りによって会社経営上の期待することができる効果（必要性ないし有益性）とが均衡を失わないかどうか（中略）等の諸点に関する調査及び検討について特に不注意な点がなく、その意思決定の過程及び内容がその業界における通常の経営者の判断として特に不合理又は不適切な点がなかったことが必要である」としたうえで、「経営上の判断として許された裁量の範囲を

といえる。

この問題については、基本的には、株式公開買付けに応じることで会社が得る利益と、応じないことで得る利益とを勘案した結果としての判断に一定の合理性があれば、適切な経営判断として許容されると考えられる。また、ここでの一定の合理性は、公開買付価格のみによって判断されるものではなく、多様な事実関係から判断される。例えば、公開買付価格が市場価格を上回り、その限りにおいては公開買付けに応じることが会社の利益に資するとしても、応じると公開買付けの対象企業との継続的な取引関係が損なわれたり、株式持合いを通じた安定株主たる公開買付けの対象企業との関係が悪化し、将来の株主総会において不利益なかたちでの議決権行使をされたりするおそれがある場合には、当然そうした事情も判断要素となり得る。

なお、この問題は、株式の価格とは何なのか、株式固有の価値なのか、その他の事業上の取引関係までを含めて株式の価値と考えていいのかという問題として捉え直すことも可能であろう。

(4) 忠実義務に関する問題

イ. 忠実義務と利益相反

会社法には、取締役の忠実義務に関連して、取締役による競業取引（同法 356 条 1 項 1 号）および自己または第三者の利益を図る利益相反取引（同条 1 項 2、3 号）についての規定がある。これらは、会社の利益を害する蓋然性の高い特定の取引を予防的に規制するものである。

これらの取引に該当しない場合においても、取締役と会社の利益が相反する状況において、取締役が自らまたは第三者の利益を図るような利益相反行為を行えば、取締役は忠実義務違反に基づく責任を負うこととなる。もっとも、どのような取締役の利益相反行為が、忠実義務違反を構成するかは自明ではなく、事案ごとに判断していく必要がある。

ロ. MBO における忠実義務

(イ) 問題の所在

以上に述べた取締役の利益相反にはさまざまな事例があるが、近年、企業再編が活発化するなかで、MBO における利益相反の問題が注目を集めている⁸⁶。MBO にお

逸脱した」と判示した。本件については、上場会社の株式の公開買付けであれば価格の均一性の要請が高いとしても、非上場会社の株式であれば、例えば、あと 1 株を買えば 100% の株式を保有できる場合に、1 株を買い取ることのメリットが非常に大きいと判断するのであれば、その 1 株のためにそれまでの買取価格の何倍かの価格を支払うことは、必ずしも適切な経営判断ではないとは言いきれないと思われる。

⁸⁶ 本報告書では、上場会社における MBO を検討の対象とする。MBO は、典型的には次の 2 段階の手続を通じて実行される。第 1 段階では、取締役（および投資ファンド等）が、対象会社の株式の公開買付け等を目的とした SPC を設立し、当該 SPC が対象会社に株式の公開買付けを行うことで多数の株式を取得す

いては、取締役とその他の一般株主との間に利益相反構造が存在するだけでなく⁸⁷、取締役と株主との情報の非対称性により、株主の立場からみて、MBOが有する意義から逸脱して不合理な取引が行われること、または、MBOの過程で行われる公開買付けの価格が不当に低く設定されることを通じて、取締役が不当に利益を享受しているのではないかといった懸念が指摘されている⁸⁸。

具体的には、取締役とその他の一般株主との間に存在する利益相反構造として、取締役が対象会社の株式の売り手であると同時に買い手であることが挙げられる^{89,90}。株式の売り手としての取締役は、会社に対して忠実義務を負うことから、企業価値の向上を通じて株主の利益を代表すべき存在として、できるだけ高い価格で公開買付けを実施することによって株式を売却する株主の利益を追求することが期待されている。他方で、株式の買い手としての取締役は、できるだけ安い価格で株式を購入することに自らの利益がある。したがって、MBOによって新たに株主になる、または株主として残存する取締役と、MBOによって株主としての地位を失う一般の株主との間に利益相反が生じることとなる⁹¹。

また、情報の非対称性は、取締役が対象会社に関する正確かつ豊富な情報を有していることから生じる。情報の非対称性が存在するなかで、株式の買い手である取締役が会社の機関として保有している情報を自らの利益のために利用することを防止する観点からは、取締役がMBOに関する情報をどこまで開示すべきかが問題となる⁹²。

る（一般に総株主の議決権の2/3以上）。第2段階では、全部取得条項付種類株式の取得等によって、公開買付けに応じなかった一般株主のスクイーズ・アウトを行う。池永・小館・十市〔2008〕2～3頁参照。

87 MBO指針4頁では、「MBOでは、取締役が自社の株式を買い付けるという取引の構造上、必然的に利益相反的構造が生じる。そして、この点がMBOの取引に特有の論点であると考えられる」と指摘されている。

88 MBO指針3～4頁参照。このほか、「実際の株式市場は企業の収益見通し以外の要因（需給や相場の要因）によって上下するため、経営者には相場の下落時にMBOを行い、相場の高騰時に再上場をして鞘取りをするインセンティブが存在する。会社を上場するということは、キャピタル・ゲインを基本的には投資家に与えることを経営者が選択したというべきであり、投資家のキャピタル・ゲインへの期待はある程度、保護されるべきである」との指摘もある。大杉〔2008〕18頁。

89 第三者による敵対的買収の場合には、通常であれば、買収から直接的に取締役が利益を受けることはなく、MBOのような利益相反状況は存在しない。

90 このような状況は、信託においても問題になり得る。実際に米国における裁判例では、受託者が購入した不動産が、たまたま受益者の所有するものであった事例や受託者が受益者から受益権を買い取るという事例があり、いずれも忠実義務の問題として捉えられている。

91 例えば、少数株主がいなくなった方が、会社のパフォーマンスが上がることを理由に、取締役が、自己の利益ではなく会社の長期的な利益のみを図ることを目的としてMBOを実施することもあり得る。しかし、取締役の目的のいかんを問わず、安い価格で少数株主を追い出すことになれば、その後、会社の業績が向上した場合はもちろん、業績に変化がなくても、多数の株式を取得した取締役およびその関係者は利益を得ることになる。したがって、少数株主を追い出すときの価格や条件によって、それまでの全株主と、その後も残る株主あるいは新たな株主との間で利害が対立する。こうした問題は、株主が大株主と少数株主に分断されていて取締役が大株主のために動くときに少数株主の利益を誰が守るかという問題としても捉えられよう。

92 MBOにおいて、例えば、直前の一定期間の平均株価が1,000円のところで30%のプレミアムをつけて1,300円で公開買付けが実施されれば、株主の利益を害するような外形は認められない。しかし、仮にMBOを実行する取締役が、その後、再上場すれば2,000円前後で株式を売却できるという予測のもとで利益を上げることを目論んでいたとしても、その情報については開示していないとする。その場合、実質的には

なお、MBO 指針⁹³では、企業価値を向上させる MBO は望ましいとしたうえで（第 1 原則）、MBO には取締役と株主との間に構造的な利益相反が存在することから、MBO が公正な手続のもとで行われることを通じて、少数株主の利益を害しないようにすべきとされている（第 2 原則）。両原則の関係については、第 2 原則を遵守することで、取締役が自らの利益のみを追求するような第 1 原則に掲げる企業価値の向上に反する MBO が防止されるため、第 2 原則の遵守によって第 1 原則が実現する可能性が高まるという位置付けにあると考えられる。

（ロ）MBO における取締役の義務

以上のように利益相反を内包する MBO において取締役はいかなる義務を負うべきか。会社法における取締役の忠実義務およびこれに関連する利益相反取引等の規律は、取締役と会社との関係について設けられているものであり、通常であれば、会社の利益と株主の利益は一致することから、会社の利益とは別に株主の利益を考慮する必要はない。しかしながら、MBO によって株主としての地位を失う一般の株主については、たとえ当該 MBO が会社の利益に適うものであったとしても、会社による当該株主からの株式取得の対価が公正ではない場合には⁹⁴、当該株主の利益と会社の利益とが一致しないこととなる。そこで、MBO の場面では、取締役に、株主に対する忠実義務またはそれに類似する何らかの義務を課すべきか否かが問題となる⁹⁵。

この問題に関しては、取締役は株主の経済的利益を最大化する義務を負うとする見解があることを根拠として⁹⁶、取締役に對して「株主共同の利益に配慮すべき義務」という株主全体に対する義務を課すことを通じ、MBO における適切な解決を図ろうとする議論がみられる⁹⁷。

しかしながら、仮に、取締役に株主全体に対する義務が認められるとしても、株主としての地位も有する（または有することとなる）MBO における取締役の問題、すなわち、多数株主としての取締役と少数株主としての一般の株主との間に利益相反がある場合に、取締役が、株式の売り手である特定の株主の利益に配慮すべきか

取締役と株主との利益相反状況がなお存在するため、MBO においては、実施から一定期間経過後に再上場した際の予測株価の開示までは取締役に要求しないとしても、MBO の時点で将来の再上場を視野に入れているという事実を積極的に開示すべきか否か等、取締役に積極的な情報開示義務（affirmative duty of disclosure）を課すべきか否かが問題になり得るだろう。

93 前掲注 76 参照。以下は、MBO 指針 9 頁参照。

94 仮に企業価値を減少させる MBO が行われた場合には、当該 MBO が行われていなければ株式が有していたであろう価値が公正な対価となると考えられる。藤田 [2007] 282 頁、田中 [2006] 80 頁参照。

95 例えば、加藤 [2009c] 28 頁では、「MBO を含めた M&A 一般において、買収対象会社の取締役が株主の利益をどれほど積極的に追求すべきかは、必ずしも明らかではない」とされている。

96 例えば、落合 [1996] 8 頁では、「会社は、株主の出資による株主を構成員とする団体であって、会社の基本的要素である営利性から、会社の利益の増加が会社の目的であり、したがって取締役は、会社の利益、すなわち株主の利益をはかることに専心すべき義務を負う。このことは、取締役が株主によって選任・解任されることから裏付けられる」とされている。また、江頭 [2009] 401 頁では、会社法 355 条において「会社」に対して取締役が負う忠実義務について、同条での「『会社』の利益とは、窮極的には株主の経済的利益であり、それを最大にすべき義務であると解すべきものであろう」と述べられている。

97 石綿 [2007] 6 頁、十市 [2008] 111 頁参照。

否かという問題は、取締役が株主全体に対して義務を負うか否かという問題とは直接的には関係しないように思われる。

この問題についてとり得るひとつのアプローチは、端的に、会社法における忠実義務の問題の範疇に含めて考えるというものだろう⁹⁸。すなわち、MBOにおいて、一部の株主からその他の株主としての地位を有する取締役自らに利益を移転するような行動は、取締役と会社との間に生じる典型的な利益相反とは異なるものの、取締役がその地位を利用し自己の利益を図るという性格を有することから、忠実義務に反する行動類型のひとつと考えられる⁹⁹。

このアプローチは、取締役の忠実義務を柔軟に解釈することを通じ適切な対処を図ろうとするものであるが、会社法において取締役が忠実義務を負う対象はあくまで会社とされていることからすれば、こうした解釈の限界を意識する必要性もあるように思われる。そうした観点からは、MBOにおいて、取締役の行動によって株主の利益が毀損されるという状況があるにもかかわらず、会社法では取締役の株主に対する義務は規定されていないことから、取締役に株主に対する信認義務を課すことを検討するアプローチも一考に値するように思われる¹⁰⁰。

(ハ) 取締役の忠実義務の審査基準およびとるべき措置¹⁰¹

MBOにおける利益相反を取締役の忠実義務の問題と捉える場合、MBOにおける取締役の行為が忠実義務に違反するか否かは、裁判所においてどのような審査基準によって判断されるべきか。この審査基準に関し、MBO指針では、MBOを行ううえで尊重されるべき原則として「公正な手続を通じた株主利益への配慮」が掲げられている。さらに、同指針では、この原則のもと、取引の透明性・合理性を確保するために、①「株主の適切な判断機会の確保」をすべてのMBOに共通して必要な

98 例えば、江頭 [2009] 401 頁では、MBO の場面ではないが、種類株主により選任された取締役が、他の種類株主の犠牲のうえに当該取締役を選任した種類株主の利益を図ることは、忠実義務違反になると説明されている。このほか、米国の信託法において、受託者が受益者から受益権を譲り受ける際に、受益者に対して関連情報を提供することや取引内容の客観的公正性等が求められるのは、受託者の忠実義務によるものと捉えられている。樋口 [2000] 154 頁参照。

99 加藤 [2009b] 6 頁においても、MBO において「買収者の立場にあるかまたは買収者と強い利害関係を持つ取締役が、買収条件の交渉過程において、自己の利益を会社・株主の利益に優先させることは、少なくとも忠実義務（会社法 355 条）に違反する」と述べられている。もっとも、MBO において取締役が負う忠実義務の具体的な内容については、取締役自らが利益を享受することを禁止するにとどまるのか、それに加えて株主間で利益を公平に分配することまでも含むのか、また、公平な分配とする場合にその基準についてどのように考えるべきかが明確ではなく、今後のさらなる検討が望まれる。

100 MBO についての事案ではないが、裁判例（東京高決平成 17 年 6 月 15 日金判 1219 号 8 頁）において「取締役は会社の所有者である株主と信認関係にある」と示されたことも、既存の概念の柔軟な解釈によって多様な問題に対応することの限界を示唆するものと捉えることも不可能ではないだろう。なお、取締役が株主に対して信認義務を負うことを示唆する見解として武井 [2006] 92 頁参照。

101 このほか、MBO の実行者である取締役以外の取締役は、MBO に際していかなる義務（この場合は、善管注意義務か）を負うと解するべきかという問題もある。なお、公開買付けについて、金商法では、投資判断材料の充実の観点から対象会社による意見表明が義務化されているが（同法 27 条の 10）、取締役は善管注意義務を負うことから、意見表明で肯定的な意見を言う場合は、合理的な根拠に基づいて意見を言う義務があるとの指摘がある。清原・田中 [2007] 70 頁〔田中 亘発言〕参照。

対応とし、これに加えて、実務上の工夫として、②意思決定過程における恣意性の排除、③価格の適正性を担保する客観的状況の確保を適宜組み合わせることで採用することが提案されている。

米国においては、判例上の審査基準として、利益相反取引に関する「完全な公正さの基準 (entire fairness standard)¹⁰²」や企業買収に関する「レブロン基準¹⁰³」が確立しており、これらの基準が MBO に関する裁判において適用され得る。完全な公正さの基準は、MBO を行う取締役が対象会社を支配している状況が認められる場合において取締役会の決議を要する取引がされたときに適用され、他方、レブロン基準は、取締役による対象会社の支配が認められない場合に適用されるといわれている。

MBO 指針と米国における基準とを比較すると、既に一定程度ではあるが完全な公正さの基準に通ずる内容が MBO 指針の内容にも含まれているといえる。すなわち、MBO 指針で掲げられている「公正な手続を通じた株主利益への配慮」は、完全な公正さの基準におけるプロセスの公正さ (fair dealing) と同様に、手続の公正さを尊重する基準と考えられる。さらに、MBO 指針が、完全な公正さの基準が求める価格の公正さ (fair price) までも含むのか否かは明確ではないが、完全な公正さの基準の発想が、ある程度 MBO 指針に取り込まれているのは確かだといえよう。

次に、取締役が忠実義務を果たすためにとるべき措置については、MBO 指針において実務上の具体的な対応が示されているのに加え、実際の事例においてもさまざまな実務上の工夫が行われている。MBO 指針では、株主の適切な判断機会の確保という観点からとるべき措置として、例えば MBO を実施するに至ったプロセスや取締役の利害関係 (役職の継続予定等) の内容についての開示および説明が挙げられている。さらに、MBO に関する取締役の意思決定過程における恣意性を排除する観点からとるべき措置として、独立した第三者委員会や第三者評価機関からの評価を得ることが挙げられている。既に実務上は、取締役および監査役的全員から承認を得ることや第三者評価機関から評価書を取得することが多く行われており、最近では、特別委員会を設置する例も増加しているとみられる^{104, 105}。株主の利益に配慮し

102 「完全な公正さの基準」とは、会社と取締役の間で利益相反取引が行われる場合に、取締役に取引の公正さについての立証責任を負わせるものであり、取締役は取引が完全に公正であることを 2 つの側面 (プロセスの公正さ (fair dealing) と価格の公正さ (fair price)) から立証しなくてはならないとする基準である。神田 [1985] 348~359 頁、鈴木 [2007] 80~84 頁参照。

もっとも、同基準の例外として、判例上 (Kahn v. Lynch Communication Sys., Inc., 638 A.2d 1100 (Del. 1994))、取締役の利益相反取引に対して、独立した取締役で構成される特別委員会による承認または少数株主の過半数 (majority of minority shareholders) による承認のいずれかが与えられた場合には、取締役から株主への立証責任の転換が認められている。鈴木 [2007] 84 頁参照。

103 「レブロン基準」とは、会社支配権の移転が避けられない状況において、取締役は、いわば会社の競売人 (auctioneer) として、会社売却により合理的に入手し得る最高価格 (the highest price reasonably available to stockholders) を株主に提供する義務を負うという基準である。鈴木 [2007] 82 頁参照。

104 十市 [2008] 109~110 頁参照。また石綿 [2007] 10 頁は「取締役会決議により、独立した社外取締役で構成される特別委員会を任意に設置し、この特別委員会に一定の事項を委嘱し、その勧告を最大限尊重して取締役会決議を行うことにより、実質的に、取引の質や取締役会における意思決定の質を高めることも考えられる」とする。

105 とるべき措置の内容についての詳細な検討として、例えば、十市 [2008] 111~117 頁参照。

つつも企業価値の向上に資する MBO を促進するという観点から、MBO 指針に示された措置を基調とした適切な措置を今後とも検討していくことが肝要であろう。

(二) MBO における株式買取請求権制度等

利益相反を構造的に内包する MBO において、その実施等を決定するのは取締役であることから、まずは取締役の義務を検討することが重要である一方で、MBO において不利益を被るおそれのある株主に対してその利益を確保し得る権利を与えることも重要であるといえる。MBO においてスクイーズ・アウトが行われる際には、現状、株主には株式買取請求権（会社法 785 条）の行使または裁判所に対する取得価格の決定の申立て（同法 172 条 1 項）等¹⁰⁶が認められている。株式買取請求権制度は、多数株主の少数株主に対する忠実義務のなかに位置付けて理解することができる制度である¹⁰⁷。わが国において、こうした理解は必ずしも強く観念されているわけではないが、特に MBO の場合は、多数株主が取締役を兼ねているために、ここでの株式買取請求権には忠実義務の色彩が強く現れるといえる。

わが国においては、米国における完全な公正さの基準のような厳格な審査基準が判例法上存在するわけではないが、だからといって米国に比べて MBO によって株主の利益が害される危険性が高いというわけではなく、MBO に反対する株主には株式買取請求権という救済策が用意されており、それが株主の利益保護のために果たす意義は大きい。すなわち、日本では基本的に株主間の利益移転に関しては株主総会が意思決定し、それに不満がある株主は株式買取請求権によって一定の救済を図ってきており、米国の基準をそのまま導入しなくても、制度設計として一応安定的になっていると考えられる。したがって、株式買取請求権制度をどのように運用することが同制度の実効性の向上につながるのかという問題が、むしろ重要なテーマといえる¹⁰⁸。また、株式買取請求権を補完するための制度対応¹⁰⁹についてもあわ

106 現実には、MBO が行われる多くの事例において、全部取得条項付種類株式が活用されており、その場合、少数株主の救済は全部取得条項付種類株式の取得価格の決定の申立てを通じて図られることとなる。このほか、株主総会決議取消しの訴え（会社法 831 条 1 項 3 号）、合併等の無効の訴え（同法 828 条 1 項）、不法行為に基づく損害賠償請求（民法 709 条）が挙げられている。山口・土肥・藤井 [2007] 23~24 頁参照。

107 神田 [1985] 355 頁では「株式買取請求権制度は忠実義務理論の中に位置づけて理解されるべき」とされている。また、同 [2009] 5 頁では、株式買取請求権制度は、第一義的には、「『部分解散』による株主の退出の機会を保障する」ものであり、第二義的には、「資本多数決に基づいて忠実義務違反の組織再編行為がなされたことによって反対株主が被った『損害』の填補を一定の範囲で認める趣旨をも有する」ものとして説明されている。このほか、株式買取請求権については、「あるべき企業再編条件を想定し、それから逸脱した企業再編が行われた場合に反対株主に救済を与えるという性格があり、重要な決定を機に会社から離脱する自由を保障するに止まらない機能が与えられている」との説明がある。藤田 [2007] 276 頁。

108 MBO 指針 13 頁が、MBO において「株式併合を利用した手法など、公開買付け後の完全子会社化（スクイーズアウト）に際して、反対する株主に対する株式買取請求権又は価格決定請求権が確保できないスキームは採用しないこと」としているのも、株式買取請求権等の制度によって、裁判所による株主の後見的な救済が担保されていることを重視するからだといえよう。

109 一例としては、監査役の間与による牽制が挙げられる。例えば、株式の大規模第三者割当増資による利益移転について、戦前の商法下では監査役が意見を出すことで一定の牽制が図られていた時代があった。

せて検討する必要がある。

現状における株式買取請求権制度の運用面での問題として、株式買取請求権の行使時における価格の公正性に関する問題が挙げられる¹¹⁰。公正な価格を裁判所が決定することの是非についてはさまざまな議論が重ねられているが¹¹¹、そもそも株式買取請求権を行使する株主と取締役との間に情報の偏在があり、非訟事件における公正な価格の決定に際し、裁判所が必要十分な情報を入手できないことも大きな問題といえる。株主の救済制度の実効性という観点からは、株式買取請求権の手続のあり方についてもさらなる検討が望まれる¹¹²。

(5) 銀行取締役の善管注意義務

以上では、いわゆる一般の事業会社の取締役を念頭に置いて、その善管注意義務および忠実義務の内容について検討してきたが、以下では、銀行取締役の善管注意義務について、近年の裁判例¹¹³等を踏まえ、若干の検討を加える。

まず、判例と学説の状況を概観すると、銀行による融資業務について取締役の責任が問題となった事案において、最高裁は、「銀行の取締役の注意義務の程度は一般の株式会社取締役の場合に比べ高い水準のもの」であり、「経営判断の原則が適用される余地はそれだけ限定的なものにとどまるといわざるを得ない」という判断を示している¹¹⁴。学説においても、銀行取締役は一般の事業会社の取締役に比べてより高度な注意義務を負うことを肯定的に捉える見解がある¹¹⁵。このような見解におい

現在では、監査役ではなく、株主に差止請求権を付与する制度となっているが（会社法 360 条）、旧商法における大規模第三者割当増資についての規律を参考に、MBO 指針に基づき実務上行われている MBO への監査役の承認を、法律上の制度とすることで、監査役による牽制の実効性を高めるという手段も考えられる。

110 例えば、レックス・ホールディングス事件東京高裁決定（東京高決平成 20 年 9 月 12 日金判 1301 号 28 頁）では、株主のスクイズ・アウトに際して、全部取得条項付種類株式の「取得価格の公正性」が争点となっており、同様の問題が生じている。なお、本件の地裁決定（東京地決平成 19 年 12 月 19 日金判 1283 号 22 頁）については小出 [2008] 6~9 頁、高裁決定については太田 [2008b] 4~14 頁、後藤 [2009] 5~7 頁、最高裁決定（最決平成 21 年 5 月 29 日判例集未登載）については加藤 [2009a, b, c] 参照。

111 例えば、藤田 [2007]、田中 [2006] 79~80 頁、同 [2009]、伊藤・大杉・田中・松井 [2009] 379 頁（田中 亘）参照。

112 例えば、「非訟事件である株式買取請求権等の手続きが機能するためには、運用面において工夫がなされる必要がある。（中略）裁判所が必要な情報を当事者から収集できるように、文書提出命令などが利用できるように制度が整備されるべきである」との主張がある。加藤 [2009c] 27 頁。

113 最判平成 20 年 1 月 28 日判時 1997 号 143 頁、最判平成 20 年 1 月 28 日判時 1997 号 148 頁（いずれも整理回収機構が北海道拓殖銀行の旧経営陣の責任を追及した事案）ほか多数。岩原 [2004a] 202 頁は、近年の裁判例について、「融資に関する金融機関の取締役や理事といった経営者の注意義務が、一般の事業会社の経営者のそれよりも重いか否かにつき、一般論としてはこれを肯定するような表現をしている判例が多い」とする。

114 最決平成 21 年 11 月 9 日刑集 63 巻 9 号 1117 頁。

115 岩原 [2004a] 211~222 頁、川口 [2005] 11 頁、吉井 [2008] 88 頁、神吉 [2000] 106 頁参照。例えば、岩原 [2004a] 216 頁は、「金融機関の経営者の場合は、事業会社の経営者に比べ、経営判断に至る手続においても、決定内容においても、求められる合理性のレベルが高く、その分、経営者の裁量の幅が狭

て挙げられている主な理由としては、①銀行業務の公共性^{116,117}、②債権者によるモニタリングの欠如¹¹⁸、③銀行業務の専門性¹¹⁹がある。

銀行取締役が、その業務の専門性を前提とした行動を要求されることは当然であるが、会社の規模や業種に応じて期待される行動をとらなくてはならないという義務は、善管注意義務の一般的な内容に過ぎない（一般の事業会社の取締役であっても、同業の会社の取締役の一般的な知見を前提とした行動が要求される）。したがって、抽象的に銀行取締役の善管注意義務と一般事業会社の取締役のそれとを比較して高度であるとする考え方に対しては、その論理的な根拠が必ずしも明確ではないという批判もあり得る^{120,121}。

むしろ、上記のような銀行取締役の善管注意義務に関する裁判例¹²²や学説の意図

いと考えるべき」とする。

- 116 銀行法 1 条 1 項にあるように、銀行経営には信用の維持、預金者の保護、金融の円滑化といった公共的な要請があるといえる。このような銀行業務の公共性について、例えば、札幌地判平成 14 年 9 月 3 日判時 1801 号 119 頁では、「銀行が、その業務として融資を行うに当たっては、株式会社としての営利性の観点に立って利潤の追求を図ることは当然のことではあるけれども、他方で、大衆から受け入れた莫大な資金を背景に免許を受けて貸付業を行うという側面からは、その業務内容そのもののほか、その業容や業績も公共の利害に深く関わっているというべきであり、このためその健全かつ適正な業務の運営が求められる結果、一般の企業と比べて安全性や確実性の要請が一層強く働くことは否めない」とされている。
- 117 銀行業務の公共性は、銀行取締役が高度な注意義務を負う理由としてだけではなく、それとは逆に、注意義務の程度を緩和する理由としても挙げられることがある。例えば、札幌地判平成 15 年 9 月 16 日判時 1842 号 130 頁、札幌高判平成 17 年 3 月 25 日判タ 1261 号 258 頁。関連する議論として、落合ほか [2009] 27~80 頁参照。上記裁判例についての批判的な検討として岩原 [2004a] 220~221 頁、同 [2005] 13~14 頁参照。
- 118 金融機関において債権者たる預金者のモニタリングが欠如することに關し、池尾 [1990] 125 頁は、預金保険制度は、同制度によって保護される預金者の、金融機関の取締役をモニターするインセンティブを損なう（換言すれば市場規律の働きを阻害する）ことを通じて、金融機関による「過度のリスク負担を誘発する効果をもつ」とする。もっとも、債権者によるモニタリングの欠如は、モニタリングを監督当局が代行して行うことの根拠にはなっても、注意義務の程度を高度にする根拠にはならないと考えられよう。
- 119 銀行取締役は、銀行業務に関する専門家であり、したがって、例えば、融資業務を行うに当たっては、一般の事業会社の場合と比べて、善管注意義務の判断基準に関して、専門家としてより厳格な要素が考慮されるべきと主張されている。山田 [2008] 251 頁、西村あさひ法律事務所 [2009] 320 頁〔鈴木 卓〕参照。
- 120 例えば、札幌高判平成 18 年 3 月 2 日判時 1946 号 128 頁でも、「銀行の取締役が負う注意義務の内容は一般の営利企業が負う注意義務の内容とは異なるものであるところ、企業の営む業務の違いによって取締役の負う注意義務の内容に違いが生じるのは当然のことであるから、銀行の取締役の負う注意義務の程度と一般の営利企業の取締役が負う注意義務の程度を比較して、いずれが重いかを議論することは意味がない」とされている。このほか落合ほか [2009] 26~27 頁参照。
- 121 仮に、契約当事者が合理的であり、高度な注意義務が要求される契約であることを認識したうえで自発的に契約を締結しているのであれば、そうした当事者は、高度な注意義務を遂行するだけの高い能力を具備しているのが通常だと考えられる。このような仮定のもとでは、銀行取締役が高度な注意義務を負うことが、近年の裁判例において銀行取締役の責任が認められやすくなっていることの直接的な理由にはならないと考えられる。同様の指摘として、森田（果）[2009] 9 頁参照。
- 122 例えば、カプトデコム事件（最判平成 20 年 1 月 28 日金判 1291 号 38 頁）において、最高裁は北海道拓殖銀行によって行われた 3 回の融資のうち、第 1 融資、第 2 融資までは問題はないと判断した一方で、第 3 融資については「再建、存続させるためのものではなく、もはや同社は存続不可能との前提でその破たんの時期を数か月遅らせるためのものにすぎなかった」ということを事実認定で強調したうえで、銀行取締役の善管注意義務違反を認定している。カプトデコム事件の最高裁判決は、前掲注 82 およびそれに対応する本文において述べたように、取締役の経営判断について、内容を実質的に審査するという日本の裁判所の特徴が現れている事案といえる。日本の裁判所は、取締役には広い裁量が認められるべきで

するところは、銀行業の特殊な性格から、取締役の裁量の幅が限定される結果、経営判断原則の適用余地も限定されるということであると考えるのがより直截といえる。換言すれば、そのように限定された裁量を逸脱した銀行取締役の行為について、善管注意義務違反が認められやすくなっていると考えられよう。

銀行業の特殊な性格としては、ある銀行が破綻した場合、その影響が金融システム全体に波及する危険（システムリスク）があるという、大きな外部性¹²³の存在が挙げられる。銀行が、自己資本比率規制をはじめとする銀行法等による業法上の厳格な規制に服するのは、銀行経営に伴う外部性に対して銀行自らが適切な対策を講ずる（内部化する）ことが求められているからだといえる。このような外部性に着目すれば、ハイリスク・ハイリターン投資を行うという一般の事業会社の取締役であれば認められる広い裁量を銀行取締役に認めるのではなく、銀行取締役の経営判断の裁量を狭く捉えることが妥当な解釈とも考えられる¹²⁴。

しかしながら、業法上の規制違反に当たらない取締役の行為について、銀行業の外部性の内部化といった当該銀行の利益を超えた利益を勘案して、銀行に対する責任の成否を考えてよいかということは、必ずしも自明ではない。また、仮に外部性の内部化を根拠として銀行取締役の裁量を狭く捉えることが妥当との解釈をとるとしても、業法上の規制によってそれが必要十分に内部化されている場合にまで、銀行取締役の裁量を狭く捉えることは、その行動に対する過剰な抑止となるため、適当ではないと考えられる。換言すれば、そうした解釈は、業法上の規制だけでは銀行経営に伴う外部性を内部化するための必要十分な対策が講じられていないという前提のもとで妥当するものとも思われる。

なお、近年、銀行取締役の善管注意義務違反を認める判例が多くみられることの背景となっている特殊な事情としては、破綻した銀行から当該銀行の旧経営陣に対する損害賠償請求権を含む債権を承継した整理回収機構が、原告となって訴訟が提起されていることを指摘することができる。すなわち、整理回収機構は、当該銀行のいわば内部関係者として過去の銀行経営に関する豊富な情報を入手したうえで、訴訟においてそれらの情報を裁判所に提出することができるため、銀行取締役の善管注意義務違反を認定するのに十分な立証活動を展開することができるといえる¹²⁵。

あり、内容が不合理であると判断することには慎重であるべきとの考えはあるが、内容を審査しないわけではない。カプトデコム事件において、最高裁は、融資はカプトデコムを再建・存続させるためのものではなくて、もはや同社は存続不能であり、破綻の時期を数ヶ月遅らせるためのものだった。関連企業の連鎖倒産を回避できたとも、共同信用組合の破綻や北海道拓殖銀行に対する支援要請を回避することができたとも考え難いと判示しており、経営判断の内容を審査している。

123 外部性とは、「ある経済主体が財・サービスを生産ないし消費する行動が、他の経済主体に対して付随的な効果（中略）を、市場メカニズムを媒介とせずに及ぼす現象」をいうとされている。鈴木〔2009〕426頁。

124 同様の説明として、森田（果）〔2009〕9～10頁参照。

125 森田（果）〔2009〕10頁参照。

5. M&A 関連の取引における銀行に関する問題¹²⁶

(1) 問題の所在

近年、銀行サービスの多様化・複雑化や金融グループの再編¹²⁷に伴い、銀行をめぐる利益相反の問題への関心が高まっている¹²⁸。また、2008（平成 20）年 6 月の金商法等の改正により、ファイアー・ウォール¹²⁹規制が緩和されるとともに¹³⁰、利益相反問題に対応するためのルールが、銀行等が利益相反的な立場に立つこと自体を事前に禁止するルールから、銀行等に生じ得る利益相反に伴う弊害を適切に回避または管理するための体制を整備することを求めるプリンシプルベースのルールへと転換されたこともあって、どのような状況が利益相反に当たるのかという「線引き」をある程度明確化することが、わが国の金融機関の国際競争力を維持するうえでも、課題となっている。

銀行取引における利益相反の問題は、とりわけ、近年活況を呈してきた M&A 関連の取引において尖鋭化する場面が増えている。そこで以下では、銀行が M&A 関連の取引に際して顧客に対して負う義務と利益相反問題への実務上の対応について整理したうえで、典型的な事例をいくつか取り上げ具体的な検討を行う。

なお、上記 2. (3) で述べたように、「利益相反」について、確立した定義は存在しないが、以下の検討においては、利益相反を、「ある者 A について、A が B に対して負っている義務を適正かつ十分に履行することが、A の利益と衝突する立場に置かれた状況」または、「A が B に対して負っている義務を適正かつ十分に履行することが、A が B とは別に義務を負っている C の利益と衝突する立場に置かれた状況」

126 この問題についての以下の検討は、本研究会における武井一浩弁護士の報告とそれに基づく討議の内容によっている。

127 統合や金融グループの形成によって銀行の数が減少したことに伴い、ひとつの銀行が取引関係を有する顧客の数が増加した結果、競合関係にある顧客の双方と取引関係に入る可能性が高まっている。

128 金融取引においては、利益相反が発生しやすいとの指摘がかねてよりなされている。その理由としては、①金融機関が利害の相対立する顧客を多く抱えていること、②金融機関と顧客間の情報の非対称性が大きく、サービスの成果が生ずるまでの過程で顧客がその内容を判断するのが困難であること、③顧客が金融機関を信用している場合が多いことが挙げられている。小谷・大野 [1987] 100 頁参照。

129 ファイアー・ウォールとは、一般的には、金融グループに属する法人間において、顧客情報の流用等の弊害を防止するために設ける業務隔壁を意味する。

130 「金融商品取引法等の一部を改正する法律」（平成 20 年法律第 65 号）により、銀行・証券会社間の役員兼職禁止規定（改正前金商法 31 条の 4 第 1、2 項）が削除されるとともに、顧客情報の利用禁止規制が解除され、法人顧客情報について、顧客に対して事前に情報を共有する旨を通知したうえで顧客に不同意（オプトアウト）の機会を提供し、顧客が不同意を示さなければ金融グループ内で情報共有することが認められたほか、顧客情報全般について、情報利用の目的が内部管理目的である場合には、当局の事前承認を得ることなくグループ内で情報を共有することが認められることとなった（金商法 44 条の 3 第 1 項 4 号、金融商品取引業等に関する内閣府令 153 条 1 項 7、8 号、同条 2 項）。この改正の経緯および内容については、大来 [2008]、鈴木・矢原 [2009]、西村あさひ法律事務所 [2009] 70～89 頁〔高野哲也〕、同 141～166〔平田貫樹〕参照。

と定義する¹³¹。例えばAが銀行、BおよびCが顧客であるとする、以下に検討する利益相反は、①銀行Aと顧客Bの利益が衝突する場合と、②顧客BおよびCの間の利益が衝突する場合と整理することができる。

①と②のうち、①の銀行Aと顧客Bとの間の利益の衝突は、銀行が顧客の利益を犠牲にして自らの利益を上げるという典型的な利益相反の例といえる。他方、②の顧客Bと顧客Cとの間の利益の衝突のように、複数の顧客間で相反する利益が問題となるのは、その前提として銀行Aが顧客Bに対して義務を負うのに加えて、銀行Aはその他の顧客Cに対しても何らかの特別な関係に基づく義務を負っているからだといえる。また、こうした状況下において、特に銀行AがBの利益に反してCの利益を図ることが銀行Aの利益にもつながる場合には、顧客間での利益衝突が尖锐化し得るといえよう。

なお、このように顧客Cが銀行Aの利害関係人と捉えることができる場合には、顧客間の利益衝突は、銀行と顧客間の利益相反を構成する間接事実のひとつに過ぎず、本質的な問題は銀行A（およびこれと利害をともにする顧客C）と顧客Bの利益相反にあると考えることもできよう¹³²。また、銀行Aが顧客Bにとって不利益な行動をとるといいうわゆる「エージェンシー問題」が生じる類型には、当該行動を銀行A自身の利益のために行うものだけでなく、別の顧客Cの利益のために行うものもあると整理すれば、顧客間の利益相反も銀行と顧客との間の利益相反に包含されるとも考えられる。

(2) 銀行が顧客に対して負う義務

以下では、M&A 関連の取引において、銀行が顧客との契約に基づき負う義務について検討する。

イ. 受任者としての善管注意義務

例えば、銀行が顧客である企業に対して当該企業が検討する買収案件について助言を行うことを目的とするM&A アドバイザリー契約は、委任契約と考えられるため、受任者たる銀行は、顧客に対して善良な管理者としての注意をもって委任事務を処理する義務を負うこととなる（民法644条）。この善管注意義務の内容は、契約の内容や個々の事案の性格に応じて決せられると考えられる¹³³。

131 ここでの定義は、利益相反について一般的な定義として置くものではない。利益相反について同様の定義をするものとして、西村あさひ法律事務所 [2009] 22 頁 [松本絢子] 参照。

132 仮に、C が銀行と何ら利害関係を有しない「赤の他人」だとすれば、銀行は自らの顧客Bの利益を犠牲にして第三者であるCの利益を図る動機は考えられない。利益相反において第三者が登場する場合は、ある者Aと第三者Cとの契約関係の存否といったAが第三者Cの利益を図る動機の有無をまず明らかにする必要がある。

133 道垣内 [2006a] 39 頁は、民法644条の「善良な管理者の注意」について、委任事務処理義務として受任者が負う行為義務の具体的内容を確定するための基準となるものであって、「受任者の負う義務として

ロ. 守秘義務

銀行は、取引関係にある顧客に対して守秘義務を負うとされる¹³⁴。そこで、M&A 関連の取引において銀行はどの程度まで守秘義務に服さなければならないかという守秘義務の外延が問題となる¹³⁵。

銀行の守秘義務の外延は、顧客が銀行にどの程度のことを期待できるのかという観点から定められると考えられる。一般論としては、顧客は銀行が多数の融資先を有することを知ったうえで融資を受けるのであるから、顧客の合理的な期待として認められるのは、自らの秘密情報が銀行の外部に開示されないことまでであり、銀行内部で別の融資案件に情報が利用されないことまでは、融資契約上その旨の明示の合意がない限り、合理的な期待として認められないと考えられる¹³⁶。したがって、原則として銀行は自らの利益のために、銀行内部において顧客の情報を利用することができると考えられる¹³⁷。

もっとも、顧客が銀行を信頼して非公開情報を提供している場合には、銀行に、その情報の利用を通じて顧客を害することを避ける義務が生じる余地がある。例えば、銀行が買収者に買収資金の融資をする一方で、買収の対象会社から第三者割当増資の引受けを依頼された場合、銀行として、守秘義務に違反しないかたちで引受けに応じることは可能であろうが、その結果として買収が頓挫したときに、買収者から提供された情報を利用して買収者の利益を害している以上、買収者に対して一定の責任を負う可能性は否定できない。なお、守秘義務に反して情報を利用することは、

は、委任事務処理義務という行為義務の具体的内容が記述されることになる」とする。

134 学説において守秘義務は、銀行が、顧客との取引およびこれに関連して知り得た情報を正当な理由なくして他に漏らしてはならない義務として理解されてきた。銀行が顧客に対して守秘義務を負う根拠についての学説の整理として、金融法務研究会 [2002] 3 頁、岩原 [1983] 163 頁参照。

また、最決平成 19 年 12 月 11 日民集 61 巻 9 号 3364 頁 [田原睦夫裁判官補足意見] では、「金融機関は、顧客との間で顧客情報について個別の守秘義務契約を締結していない場合であっても、契約上（黙示のものを含む。）又は商慣習あるいは信義則上、顧客情報につき一般的に守秘義務を負い、みだりにそれを外部に漏らすことは許されないと解されている」と示されている。

なお、顧客から得た情報に個人情報が含まれる場合には、個人情報の取扱いに関する規制に基づく対応および検討が別途必要となる。

135 顧客情報の取扱いに関して争われた裁判例として、東京高判平成 7 年 12 月 26 日金法 1445 号 49 頁（原審：東京地判平成 7 年 2 月 23 日金法 1415 号 43 頁）がある。これは、銀行 Y が個人顧客 X から所有建物の建替への相談を受けた際、Y が X からの取引先の建設業者の斡旋依頼を受け、銀行の多額の融資先で債務超過にある建設業者 Z を紹介したが、Z が債務超過であることは Z の信用情報に関する守秘義務から X には告げなかったところ、その後、工事の途中での Z の倒産により工事着手金等の損害が X に生じたため、X が Y に対して損害賠償を請求した事案である。この事案では X の紹介後 Z が間もなく倒産したという事実についての評価、すなわち X は Z がすぐに倒産するというをどの程度認識していたのかという事実認定の相違から、1 審と 2 審で判断が分かれている。銀行の守秘義務と顧客情報の取扱いに関する問題は、金商法に基づき銀行にはプリンシプルベースでの対応が求められるようになったこともあり、具体的な状況に即して判断していくべき実務上の課題となってきている。

136 融資部門での情報の利用を正当化する理由については、銀行が多数の融資案件から得た信用情報をプールして利用することが信用リスクの判定の精緻化等を通じて顧客全体の利益に資するという説明が考えられる。もっとも、個別にみれば、例えば、信用状態のよくない顧客にとっては、情報がプールされることでかえって融資を受けることができないことや融資利率が上がるという不利益を被る可能性があるため、信用情報がプールされることがすべての顧客の状況の改善につながるとは限らない。

137 銀行内部での顧客情報の利用を認める見解として森下 [2008] 85~86 頁参照。

相手の期待に反して相手を害する態様のひとつに過ぎず、外形的に守秘義務違反に該当しなくとも、そうした態様があれば信義則違反になる場合もあると考えられる。仮にこうしたケースが信義則により保護されない場合、顧客が不利益を被るだけでなく、融資契約一般において顧客が情報提供を拒む事態が惹起され、社会全体の利益¹³⁸が毀損される可能性もある¹³⁹。

なお、金商法では、適切な情報管理体制を構築していることを条件として、銀行等は、情報共有が内部管理目的であれば、顧客の同意を得ることなくグループ内で顧客情報を共有することができる¹⁴⁰とされている。一方、顧客情報の共有が内部管理目的以外の場合には、顧客はオプトアウトすることにより自らの顧客情報の共有を制限する機会が与えられる¹⁴⁰。利益相反の有無の確認および管理を行う目的での情報共有が、内部管理目的に該当するか否かについては自明ではない。仮に利益相反を管理する目的が内部管理目的に該当しないとされれば、顧客にオプトアウトされた場合に、グループ内での情報共有ができなくなってしまうこととなるが、利益相反の正確な判定とその後の適正な管理は、内部管理部門のみならずビジネスの現場部門である営業部門もある程度関与することではじめて可能となるのが実情といえる。そのため、利益相反管理目的と内部管理目的との関係性の解釈に際しては、利益相反管理の円滑にも配慮することが適当と考えられよう¹⁴¹。

ハ. 実務における対応

一定程度以上の利益相反のおそれがある場合に、銀行が、契約上の義務や金商法上の利益相反の回避または管理の体制整備の要請に則ってとるべき対応措置としては、①情報開示、②同意の取得または③チャイニーズ・ウォール¹⁴²の構築が考えられる。これらは排他的なものではなく、組み合わせることによって効果的な対応が可能となることがあるほか、それぞれの措置の内容も、利益相反の程度に応じて、厳格なものから柔軟なものまで、さまざまな対応があり得る。さらに、利益相反の

138 前掲注 31 参照。

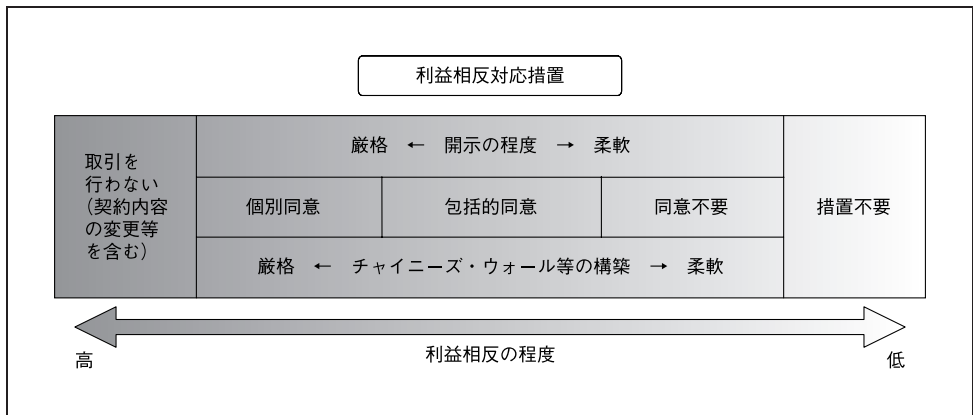
139 なお、銀行の守秘義務と情報開示に関して議論するものとして、全国銀行協会〔2004, 2008〕がある。ここでは、銀行が守秘義務との関係で企業の顧客情報の開示の是非を判断するに当たっては、法令上の根拠や本人の同意という免責事項だけで画一的に判断すべきではなく、①情報開示の目的、②開示する情報の内容、③債務者企業に及ぼす影響、④情報の開示先、および⑤情報の管理体制あるいは情報の開示態様（例えば、風評被害が生じないための情報取扱上の工夫等）という5つの要素等を検討のうえ、開示（あるいは銀行グループ内での情報の共有）に正当な理由があるか否かを個別具体的かつ総合的に判断すべきとの考え方が示されている。全国銀行協会〔2004〕6～10頁、同〔2008〕9～13頁参照。

140 前掲注 130 参照。

141 ひとつの解釈として、利益相反の管理は「内部管理に関する業務」に含まれると考えることもできる。すなわち、金商法 44 条の 3 第 1 項第 4 号の行為のうち、金融商品取引業等に関する内閣府令 153 条 1 項 7 号りおよび 9 号に掲げる行為について、「内部管理に関する業務」という用語が用いられているが、同府令同条 3 項 1 号によれば、「内部管理に関する業務」には、「法令遵守管理に関する業務」が含まれている。そして、その解釈として、金融商品取引業者向けの総合的な監督指針 IV-3-1-4 (3) ①ハによれば、利益相反管理は「法令遵守管理に関する業務」に該当すると考えられる。

142 チャイニーズ・ウォールとは、同一法人内の部門間において情報を遮断する仕組み（情報隔壁）を意味する。

程度が最も高い領域に達した場合の対応としては④契約内容の変更・取引の中止がある¹⁴³（下図参照）。



(イ) 情報開示

顧客に対して利益相反対応方針について情報開示を行うことは、利益相反への対応措置として一般的に挙げられるものである。もっとも、情報開示によって直ちに利益相反の問題が解消するわけではなく、相手方の同意の取得や契約内容を変更するための前提に過ぎないことが多い。

(ロ) 同意の取得

利益相反への対応として、顧客に利益相反状況にかかる情報の開示を行ったうえで、顧客から同意を取得するという措置がある。例えば、先行する何らかの取引と利益相反が生じる後続取引を行う場合の多くにおいて、先行取引の顧客から後続取引を行うことについての同意を取得するという対応がとられている。

同意の取得については、どのような場合に、どのような内容の同意が必要かについての詳細な検討が必要である。また、同意の取得方法として、利益相反状況が生じる前に包括的な同意を得ることで足りるのか、あるいは状況が具体化した後に詳細な事実関係を開示したうえで、個別の同意をとることが必要かは、事案ごとに判断が分かれるものの、同意の有効性にかかわる重要な論点となる。さらに、同意の取得に際しては、どのような情報を事前に開示したか、顧客の同意が真意に基づくものだったか（例えば優越的地位の濫用等がなかったか¹⁴⁴）といったことも問題になる¹⁴⁵。

143 契約内容の変更として、例えば、特段の対応措置をとらない代わりに手数料を引き下げるといった対応措置が考えられる。

144 例えば、銀行が顧客にとってのメインバンクである場合、メインバンクとの良好な関係を維持するために顧客が同意を断れない可能性が高まるとも考えられる。

145 また、実務上は、顧客の同意を得ることとあわせ、銀行の受任範囲を限定する旨の合意を行うこともある。

同意を取得するためには、他の顧客に関する情報開示も必要となり、当該他の顧客からも了解を得る必要が生じる場合もある。このような場合において、当該他の顧客から情報開示に関する了解が得られない状況にあるときには、現実問題として、そもそも同意をとるプロセスにさえ入れないため、後続する取引そのものを断念することになる。

なお、同意に関しては、契約書による明示的な同意がない場合にも、商慣習や業界慣行により黙示の同意があったと捉えられるケースもある¹⁴⁶。

(ハ) チャイニーズ・ウォールの構築

チャイニーズ・ウォールの構築による部署間の情報の遮断も利益相反への対応措置として挙げられる¹⁴⁷。ただし、チャイニーズ・ウォールの構築は、先行する取引の当事者からの同意等により後続の利益相反取引を行うことが認められる場合に、当該利益相反取引を適正に行うための必要条件であって十分条件ではない場合が多く、チャイニーズ・ウォールを構築するだけですべての解決になるわけではない¹⁴⁸という点には留意が必要である。

チャイニーズ・ウォールが有効に機能し得る例としては、ある会社の買収を企図する複数の競合する買付者のそれぞれと M&A アドバイザリー契約を結ぶケースが挙げられる。この場合、特定の買付者が会社の買収に成功することは、他の買付者の失敗を意味するため、顧客間の利益は相反する。しかし、複数の買付者を同じ銀行が代理しつつも、銀行内に買付者ごとに設置したチームのおのおのが個別にストラテジーを策定し、かつ、相互にチャイニーズ・ウォールを設けて情報の行き来を遮断することによって、アドバイスをを行う銀行のインセンティブの歪みを防止できるのであれば、銀行が M&A アドバイザリー契約上の義務を果たすことは可能だといえよう。なぜならば、銀行としては、おのおのの買付者との契約に基づき、必要十分と考えられるアドバイスを行えばよく、そのうえで、複数の買付者のうち、どの買付者が買収に成功するかは、最終的には、買付者の予算制約や買収に見出すそれぞれの効用によって決せられると考えられるからである。

146 例えば、不動産の斡旋・仲介業者が多数の潜在的な顧客に声をかけているのは、商慣習や業界慣行から明白であり、契約書において、多数の顧客に声をかけることを明示したうえで同意を取得する必要はないであろう。

147 チャイニーズ・ウォールについては、これまでは主としてインサイダー取引規制の領域で議論が行われてきた。例えば、オーストラリアにおいて、チャイニーズ・ウォールが、インサイダー規制におけるセーフ・ハーバーとして働いた事案がある（*Australian Securities and Investments Commission v. Citigroup Global Markets Australia Pty Ltd.* [2007] FCA 963）。この事案においては、チャイニーズ・ウォールの効果が認められた結果、株の売買を行うディーリング部門の職員には他の部門に入るようなインサイダー情報は流入せず、ディーリング部門の職員はインサイダー情報について知らなかったという推定が働き、金融機関におけるインサイダー取引が認められなかった。

148 同様の指摘として、森下 [2007a] 156～157 頁参照。なお、チャイニーズ・ウォールにより情報を完全に遮断してしまうと利益相反か否かを判定することができなくなるため、実際には、利益相反の判定をしてからチャイニーズ・ウォールを設ける、あるいは、利益相反を処理する部署を設置し、同部署がいわばチャイニーズ・ウォールのうえから利益相反状況を俯瞰するようなかたちで会社全体の利益相反状況を把握したうえで、当該取引を行うか否かを判定することになる。

なお、銀行にとってのチャイニーズ・ウォールの機能をみると、これを構築することで善管注意義務の範囲を設定するという副次的な機能が認められ得る。例えば、銀行の M&A 部門がアドバイザリー業務を行う際に、チャイニーズ・ウォールを設け、チャイニーズ・ウォールの内側で可能なサービスの提供を契約の内容とすることによって、アドバイスを行う際にチャイニーズ・ウォールの外側にある銀行内の膨大な情報のすべてについて確認作業を行わなくとも善管注意義務違反に問われないという効果が導かれ得る¹⁴⁹。

(二) 取引内容の変更・取引の中止

さらに、利益相反への対応措置として取引内容の変更や取引の中止が挙げられる。銀行と顧客との間で先行する取引がある場合、新たに行おうとする取引の性質によっては、顧客の同意を得ても取引を行うことができないケースもあると考えられる。その場合、銀行が、顧客との間で新たに行おうとする取引の内容を変更することや、相反する取引のいずれかを中止することで、利益相反が解消され得る。

なお、顧客の同意があっても取引を行ってはいけない領域を明確化することは、取引の安定および促進に資するといえるが、この領域をどの程度の広さとするかは、わが国の銀行の国際競争力の向上等、政策的な観点からも検討されるべき問題といえよう。

二. 義務に違反した場合の効果

利益相反の問題のある取引を行った場合に、銀行が負うべき民事責任としては損害賠償責任がある。例えば、銀行が顧客との間で委任契約である M&A アドバイザリー契約を締結している場合、顧客の期待に反して銀行自身または他の顧客の利益を図るとすれば、債務の本旨に従った債務の履行が認められず、銀行は顧客に対して損害賠償責任を負うこととなる（民法 415 条）。また、例えば融資契約上、守秘義務に関する合意があれば、守秘義務に違反する行為を行った場合、銀行は債務不履行に基づく損害賠償責任を負うこととなり、合意がない場合にも、銀行が債務不履行に基づく損害賠償責任を負う可能性がある¹⁵⁰。

149 米国では、チャイニーズ・ウォールには、情報提供義務の範囲を画する効果があると考えられている。米国において、信認関係には濃淡があり、保有情報を全部相手に伝えなければいけないものと、その必要がないものがあり得ると考えられているが、取引の進展に伴って情報を全部伝えなければならないほど関係が深まった場合においても、チャイニーズ・ウォールを設けておけば、情報提供義務をウォール内の情報に限定することができると考えられている。さらに、米国では、チャイニーズ・ウォールに立証責任の軽減という効果が認められている。すなわち、利益相反取引には完全な公正さの基準（前掲注 102 およびそれに対応する本文参照）が適用され、裁判において重い立証責任が課されることから、銀行は、同基準の適用を回避し、立証責任を軽減することを目的にチャイニーズ・ウォールを設けていると理解できる。日本の判例においては完全な公正さの基準が確立していないが、仮に米国を参考にするのであれば、完全な公正さの基準の適用に伴う立証責任を考えるうえで、チャイニーズ・ウォールの設置の効果の有無について検討する意義があると考えられる。

150 最決平成 19 年 12 月 11 日民集 61 卷 9 号 3364 頁〔田原陸夫裁判官補足意見〕前掲注 134 参照。

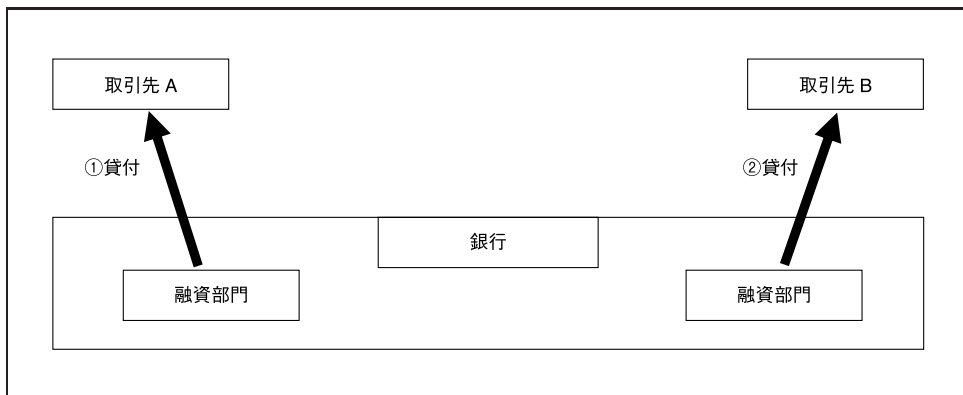
なお、守秘義務については、その性質から、守秘義務が免除されるための要件、個人情報保護法による

なお、政策論としては、利益相反における民事責任の追及のあり方として、損害賠償責任を超えて、英米法で認められている「利益の吐き出し」¹⁵¹まで認めることとすべきかという問題が考えられる。銀行と顧客との間に信認関係が認められる場合には、それに反する行為に利益の吐き出しという効果を認める必要性があるとの考えもあり得るものの、わが国の現行法上、信認義務に違反した場合の効果や利益吐き出しについて具体的な立法がないなかでは、利益の吐き出しが解釈上認められるか否かという問題について、検討を加える必要があろう¹⁵²。

(3) 事例の検討¹⁵³

以下では、M&A 関連の銀行取引のなかから、典型的な事例をいくつか取り上げ、個々の事例における問題とそれへの対応について具体的な検討を行う。

イ. ケース 1：銀行が複数の顧客に融資を行う場合



銀行が複数の顧客との間で融資契約を締結する場合、例えば、銀行が A と融資契約関係にあるときに、B との間で新たに融資契約を締結することによって A の利益を侵害することがあり得るかが問題になる。一般的には、融資契約関係では、A が

規制と守秘義務の関係、守秘義務に違反した場合の効果に至るまで、解明されるべき課題が多いとの指摘がある。西村あさひ法律事務所 [2009] 121 頁 [川本 周] 参照。

151 損害賠償責任が損害の発生を条件とする一方、利益の吐き出しは、信認義務を負う者が利益相反取引によって利益を得たときには、信認義務を負う相手に損害が発生していない場合であっても、その利益を相手に返還する責任を課すものである。信託法の受託者に利益吐き出し責任を課す可能性についての検討として、例えば、沖野 [2004] 参照。

152 また、責任追及の要件についても問題となる。無過失責任、立証責任を転換した過失責任または過失責任という 3 類型が考えられるが、これらをどう整理するのか、特に具体的な状況で銀行の利益相反が認められたとき、上記 3 類型のいずれにより責任を問われることになるかということは論点のひとつとなる。

153 M&A 関連の銀行取引における利益相反について、個別事例を通じた検討をするものとして、西村あさひ法律事務所 [2009] 45～67 頁 [松本絢子]、利益相反研究会 [2009a] 63～128 頁、同 [2009b] 3～22 頁参照。

銀行に対して A の利益を優先して行動することまでを期待する関係にはないと考えられるため¹⁵⁴、銀行は A の同意なく B への融資を行うことができると考えられている¹⁵⁵。

また、例えば、銀行が A に関するさまざまな情報を持っている場合、銀行はその情報を B に対する与信判断に当たって利用することができるのかという問題が付随的に存在する。上記 5. (2) 口. で述べたように、銀行と A との間に取引関係があり、A が銀行を信頼して非公開情報を提供しているような場合には、A の信頼に反する行動を銀行がとらないという A の銀行への期待を保護すべき場合も生じ得る。例えば、B が A に対して敵対的買収を行う場合に、銀行が買収者である B への与信判断を行うに当たって、A の事業計画や将来キャッシュ・フロー等の A から得た情報を利用することとなれば、このような銀行の行動は、A の期待に反するものと捉えられるため、銀行には慎重な対応が求められよう¹⁵⁶。

応用問題として、B がある会社 T に対して敵対的買収を仕掛けている一方で、A がホワイトナイト¹⁵⁷として T の第三者割当増資を引き受けようとするとき、銀行は B の買収資金を融資したり、ホワイトナイトである A へ増資引受資金を融資したりすることはできるか、またその際に、一方の融資先から得た情報をもう一方の融資先への与信判断に利用するに当たっては当事者の同意が必要なのかという問題がある¹⁵⁸。この場合は、一方が勝てば他方が負ける状況にあり、A と B との利害対立が顕著となるケースであるため、銀行としては利害対立の状況を踏まえて慎重な対応が求められるケースが少なくない¹⁵⁹。

154 森下 [2007a] 161 頁によれば、米国では、銀行が伝統的な預貸業務を行うこと、また、取引に関連して情報の提供を受けることだけでは、銀行に顧客に対する信認義務は生じないとされている。

155 ただし、銀行と A との関係性によっては、A と B の双方に融資を行うことが問題となり得る。特に M&A に関連して問題となるのは、銀行と A との間に、M&A アドバイザリー契約を締結している場合のように顧客の利益を最大化することが期待されるような密接な取引関係が認められるときに、B が A に対して敵対的買収を行うようなケースで、当該銀行が B に融資を行うとなると、A との間で利益相反に関する困難な問題が生じ得る。

なお、銀行が A のメインバンクであるというだけでこうした密接な取引関係があるとも必ずしもいえない。

156 なお、情報利用行為に関する金商法の規制については前掲注 130 およびそれに対応する本文参照。

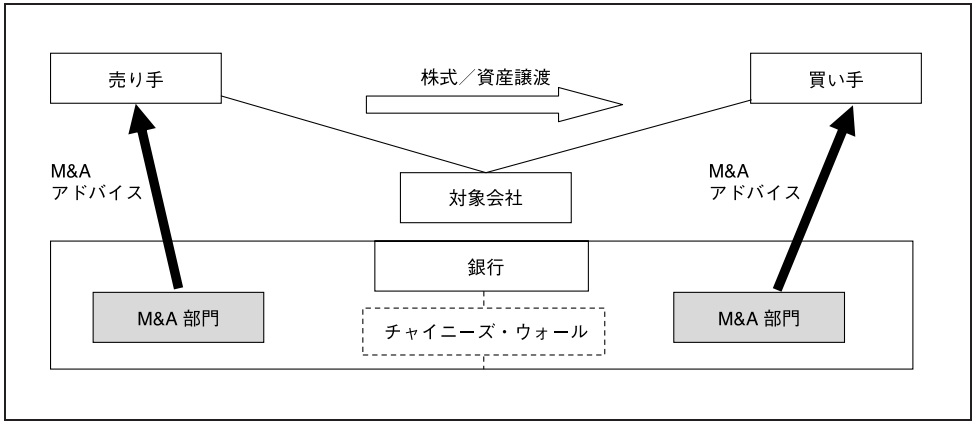
157 ホワイトナイトとは、ある会社が買収を仕掛けられた場合に、当該会社との友好的な関係に基づき、当該会社からの合併または第三者割当増資の依頼に応じる会社をいう。

158 米国では、銀行と融資契約関係にある A に対して敵対的買収を行おうとしている B に銀行が融資を行うことについて、A が融資の差止めを求めた裁判例 (American Medicorp, Inc., v. Continental Illinois Nat'l Bank & Trust Company of Chicago, 475 F. Supp. 5 (N.D. Ill. 1977)) がある。この事案において、B への融資に制約が課されることはなく、A と B との間で利害が対立するような状況でも、特段の事情がない限り、銀行が B に対する融資を実行できない理由はないと判断されている。

その理由として、この裁判例では、仮にこの局面で B への融資に何らかの制約を課すべきとすると、A がさまざまな銀行と融資契約関係にある場合に、B のように A と何らかのかたちで利害が対立する者 (競業者や敵対的買収者) は、どの銀行からも融資を受けられなくなってしまい、社会全体として資金の円滑な調達が阻害されることが挙げられている。

159 なお、欧州では、ケース 1 のような場合で、融資契約関係にある顧客 A と B がビジネス上の競争関係にあり、双方に融資を行った結果、一方が勝ち他方が倒産したような場合に、銀行の利益相反を問題視する国はない一方、顧客 A と B との間で、M&A のように支配権が直接の問題となっている場合において融資が行われる場合には、銀行は利益相反に当たらないかを慎重に検討することを求められるようである。

ロ. ケース 2：銀行が複数の顧客に M&A アドバイスを行う場合



M&A アドバイザリー契約¹⁶⁰にはさまざまなタイプがあるが、典型的には、売り手に対しては、売り手の利益を最大化するために対象会社を高価格で売却するためのアドバイスをし、買い手に対しては、買い手の利益を最大化するために対象会社を低価格で買収できるようにアドバイスをするというものである。M&A アドバイザリー契約の法的性格は委任契約であり、受任者たる銀行は善管注意義務を負うこととなるが、同契約における善管注意義務の内容には、委任者の利益の最大化のために行動することが含まれると捉えられる。

銀行が複数の顧客との間で M&A アドバイザリー契約を締結する場合¹⁶¹、これらの顧客が相反する利益を持つ売り手と買い手であるときには、双方の利益を最大化するために行動することは構造的に不可能であり、このような利益相反に対して、チャイニーズ・ウォールを構築することによって対応することは困難である。このようなケースにおいて銀行は、どちらか一方と M&A アドバイザリー契約を締結する、または場合によっては双方と契約を締結しないのが基本的な対応とされている。

なお、例外的に双方との間で M&A アドバイザリー契約の締結が可能な場合もあり得る。例えば、当該 M&A が友好的なものであり、売り手と買い手の意思が合致する場合であれば、銀行が売り手と買い手の双方と M&A アドバイザリー契約を締結できるとも思われる。もっとも、契約締結時点では売り手と買い手が友好的な関係にあっても、事後的に両者が敵対的な関係になった場合には、解消し難い利益相

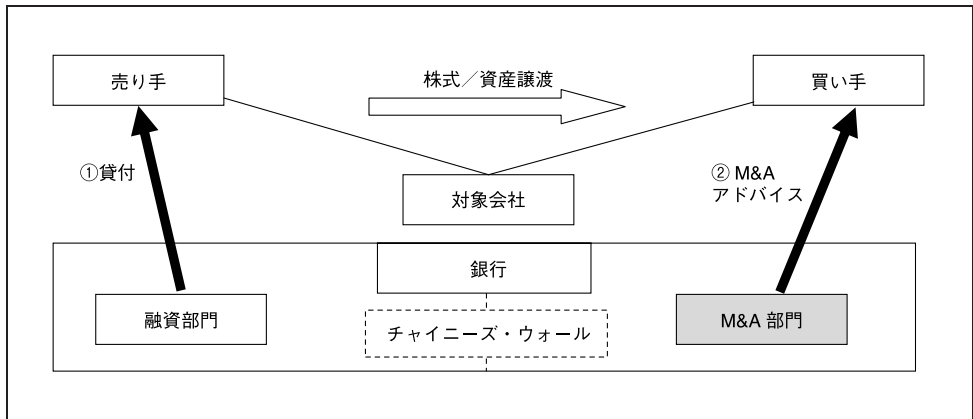
もっとも、どの程度支配権が問題となっていれば慎重な検討をすべきかを判断することは必ずしも容易ではないと考えられる。

160 この設例において、M&A アドバイザリー業務とは、基本的には、当事者が対立する関係に立つような M&A 案件において、買い手または売り手の利益のためにアドバイスをを行うことを通じて、M&A の成否に深く関与するものを念頭に置く。銀行業務のなかには、典型的な M&A アドバイザリー業務とは異なるものとして、M&A 案件の成否には深く関与せず、顧客の引合せのみを行う、「ビジネスマッチング」と呼ばれる業務がある。

161 守秘義務との関係では、一方から受領した情報を他方に関する M&A アドバイザリー業務において利用することは守秘義務に反すると解されるため、チャイニーズ・ウォールを設置することで対応する必要がある。

反が生じ得るため、現実的には片方とのみアドバイザー契約を締結するというのが基本的な対応となろう¹⁶²。

ハ. ケース3：銀行が、一方にM&A アドバイス、他方に融資を行う場合



銀行と売り手との間に先行する融資契約がある場合に、買い手との間でM&Aアドバイザー契約を結ぶことが利益相反に当たらないかが問題となる。すなわち、売り手と融資契約関係にあることが、買い手の利益のためにアドバイザー業務を行うことの支障となるかが問題となる。

融資契約関係があるだけでは、銀行は自らの利益に優先して借り手の利益のために行動する義務を負わないと考えられるため、原則として、銀行が買い手とのM&Aアドバイザー契約を締結するうえで、融資契約の存在が支障になることはないといえる。しかしながら、対象会社の資産の売却金額の多寡が銀行の売り手に対する債権の回収率の多寡に影響し得る場合（例えば、売り手が事業再生のプロセスにあるなかで銀行が売り手に人材を派遣し、債権者としてその経営に深く関与している場合）には、特に利益相反が尖锐化すると考えられる。

このような場合には、M&Aアドバイザー契約の締結を断念するか、買い手に対して売り手との取引関係を予め開示したうえで、買い手から個別の同意を得る必要があると考えられる。もっとも、買い手に対する各種の開示が、銀行の売り手に対する守秘義務等に抵触する場合には、そもそも買い手から同意を得る前提となる情報の伝達ができないため、買い手とのM&Aアドバイザー契約の締結を断念せざるを得ないことになる。

162 同様の整理として、西村あさひ法律事務所〔2009〕49頁〔松本絢子〕参照。

6. 社債管理者に関する問題——シンジケート・ローンにおけるエージェントとの比較を含む

(1) 問題の所在

社債は、一般投資家から巨額かつ長期の資金を調達する手段として利用される¹⁶³。例えば社債の元利金の支払いが遅滞するような場面において、個々の社債権者が個別に対応することはその能力および対応するコストの両面から必ずしも望ましいとはいえない。社債管理者は、こうした問題に対処するため、社債の発行会社との委託契約に基づき、社債の管理を行う者である。

会社法は、社債権者の保護を図るため、社債を発行する場合は、原則として社債管理者の設置を義務付けている（同法 702 条）。また、社債権者に対する社債管理者の公平・誠実義務および善管注意義務を定めるとともに（同法 704 条）、会社法や社債権者集会の決議に違反した場合等、一定の利益相反行為があった場合における損害賠償責任を定めている（同法 710 条）。もっとも、会社法に定められているこれらの義務や責任の具体的な内容については問題がある。

従来、社債管理者が発行会社の債権者でもある場合において、発行会社の財務状況が悪化したときには、社債権と自己の固有の債権との間に利益相反の問題が生じ得ることが指摘されてきた¹⁶⁴。すなわち、わが国においては、発行会社のメインバンクが社債管理者になる事例が多く¹⁶⁵、発行会社の財務状況が悪化した場合には、社債管理者が社債権よりも、自己がメインバンクとして有する貸付債権を優先的に回収するという利益相反行為をとる可能性がある¹⁶⁶。

163 会社法において社債は「この法律の規定により会社が行う割当てにより発生する当該会社を債務者とする金銭債権であって、676 条各号に掲げる事項についての定めに従い償還されるもの」と定義されている（同法 2 条 23 号）。社債の特徴は、その大量性と対公衆性にあるが、1 人に対して社債を発行することも可能であり、かつ実例もあるため、「厳密に社債を定義することは、きわめて困難である」と考えられている。神田 [2010] 287 頁。

164 社債管理者をめぐる利益相反はさまざまなケースにおいて生じ得る。例えば、神作 [1995] 206 頁では、社債管理者と発行会社との間に「支配従属関係、あるいは株式保有、役員兼任等を含む広い意味での企業結合関係が存在する場合」についても利益相反が生じると説明されている。また、社債管理者が発行会社の株主である場合には、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と指摘されている。北村 [2002] 11 頁参照。

165 1993（平成 5）年の商法改正の際に発行会社のメインバンクが社債管理者となることの是非が問題とされた。当時の議論について、例えば北村 [2002] 12 頁では、「メインバンクが社債管理会社になることによって、自己の債権の回収を優先したりして社債権者の利益を損なう危険は否定できないが、他方、その地位を利用して発行会社の財務状況を把握し約定権限を的確に行使したり、場合によっては緊急融資を行って、有利な和解条件を引き出したり発行会社の建て直しを図ることが可能になるというメリットを重視するのであれば、利益相反の状況に身を置くことを頭から否定する必要はない。そこで貸付債権その他の利害関係があることは、社債管理会社の資格を奪うものではないこととされた」と紹介されている。なお、引用文中の「社債管理会社」は会社法施行に伴い「社債管理者」に改正されている。

166 このほか、固有の債権についてはその保全のため担保を要求する一方、社債権については担保を要求するための積極的行動をとらない場合にも利益相反が生じているといえる。利益相反研究会 [2009b] 35 頁（神作裕之の発言）参照。また、同じ発行会社が複数の社債を発行する場合、社債管理者がある回の社債権

そこで、以下では、会社法における社債管理者の義務と責任の内容について整理したうえで、社債管理者と社債権者の利益相反の問題について検討する。なお、経済的側面からみれば、複数の主体による同一の条件（契約内容）に基づく信用供与という点において、シンジケート・ローン¹⁶⁷と社債とは共通する部分があるものの、法的側面からみれば両者に対する規律は大きく異なり、その制度的な不均衡が指摘されている¹⁶⁸。したがって、社債管理者に関する上記の検討は、シンジケート・ローンにおけるエージェントとの比較を含めて行うこととする。

また、上記のとおり、会社法では、原則として社債管理者の設置が強制されているが、実態としては不設置債が多いこと¹⁶⁹、社債管理者の設置によって社債権者が享受し得る利益と発生するコストは個別企業によって異なる可能性があること、および社債管理者の有無は市場による評価の対象となり得る事項であることに鑑みれば、その必要性についてはなお検討の余地があると考えられる。そこで、社債管理者の原則的設置強制の是非についても、立法論の観点から検討を行う。

(2) 社債管理者の義務と責任

イ. 社債管理者の義務

社債管理者は、①社債権者のために公平かつ誠実に社債の管理を行わなければならないという公平誠実義務を負うとともに（会社法704条1項）、②善管注意義務を負う（同条2項）¹⁷⁰。

まず、公平誠実義務のうち、公平義務とは、社債権者を公平に取り扱うという義務を意味し、誠実義務とは、忠実義務と同様に、社債権者の利益と社債管理者自身または第三者の利益が衝突するような場合には前者を優先しなければならないという義務を意味する¹⁷¹。社債管理者の行為が誠実義務に適合したものであるか否かは、社債管理者に社債権者の利益と相反する利害関係がない場合であっても社債管理者が同様の行為をとるか否かという基準を通じて決せられることとなる¹⁷²。

種類の同じ社債権者に対しては、社債管理者は公平義務を負うものと一般に解されている¹⁷³。さらに、社債管理者は異なる条件で発行された種類の異なる社債につ

者に有利な取扱いをすると、別の回の社債権者が不利益を受ける可能性がある。北村 [2002] 17 頁参照。

さらに、神田 [2004] 34 頁では、異なる階層（トランシェ）の社債権者間の利益相反が挙げられている。

167 シンジケート・ローンとは、アレンジャーと呼ばれる金融機関が借入人の依頼を受けて融資金融機関団（シンジケート団）を組成したうえで、借入人とすべての参加金融機関がひとつの契約書によって融資契約を締結する融資手法である。森下 [2007b] 1 頁参照。

168 企業財務協議会・日本資本市場協議会 [2004] 77～78 頁〔神田秀樹発言〕参照。

169 2008（平成20）年度に発行された公募社債のうち、不設置債は額面ベースで約6割を占める。日本証券業協会が公表する公社債発行銘柄一覧参照。

170 社債管理者の設置が原則的に強制されていることからすれば、これらの義務は強行規定と理解すべきであろう。利益相反研究会 [2009b] 31～32 頁〔神作裕之発言〕参照。

171 前田 [2009] 659～660 頁、神田 [2004] 33 頁、神作 [1995] 204、206 頁参照。

172 藤田 [1996] 347 頁参照。

173 社債の種類については、江頭 [2009] 745 頁注1 参照。

いても、それぞれの社債権者を公平に取り扱う義務を負うべきと解されている¹⁷⁴。

ロ. 社債管理者の責任

社債管理者は、社債権者に対し、社債管理者が会社法や社債権者集会の決議に違反した場合の損害賠償責任（会社法 710 条 1 項）を負うとともに、特別の責任として、発行会社の信用が悪化した状況下で、社債管理者でありながら自己の貸付債権の優先的回収を図るような一定の利益相反行為をしたときの損害賠償責任（同法 710 条 2 項）を負う¹⁷⁵。

(イ) 会社法 710 条 2 項の性格

会社法 710 条 2 項には、発行会社が社債の元金について支払停止等があった後か、またはその前の 3 ヶ月以内に、社債管理者が発行会社からその債務の弁済を受けた場合等、一定の利益相反行為について社債管理者の損害賠償責任が規定されている¹⁷⁶。この損害賠償責任については、社債管理者に立証責任が転換されており、同条が規定する利益相反行為に該当する旨の訴訟が提起された場合、社債管理者の側で、社債管理者の行為が社債権者に対する誠実義務違反に当たらないことおよび社債管理者の行為と社債権者に生じた損害との間に因果関係がないことを証明しなければならない。

会社法 710 条 2 項の性格については、社債管理者を一債権者として捉えるのか、社債権者の信託を受けて社債を管理する者として捉えるのかによって見方が異なる。

すなわち、社債管理者を一債権者に過ぎないと捉えれば、会社法 710 条 2 項を社債権者と社債管理者のみに対象を限定して否認権を特別法化したものと考え¹⁷⁷、同条項が規定する「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する見解が導かれよう。この見解によれば、具体的な損害額は、当該行為を社債管理者

174 種類の異なる社債について社債権者を公平に取り扱う義務は、誠実義務から導かれるとする見解がある一方で（神田 [1998] 307~308 頁、同 [2004] 32~33 頁参照）、社債管理者は異なる条件で発行された種類の異なる社債の社債権者ができるだけ公平になるように社債管理について公平義務を負うと捉えることで、公平義務から導かれるとする見解もある（神作 [1995] 205 頁、北村 [2002] 17 頁参照）。このほか、異なる種類の社債間の公平な取扱いを善管注意義務の問題として捉える見解もある。森 [2009] 209 頁参照。

175 同条の沿革等の詳解として岩原 [2004b] 参照。

176 旧商法においても同様の規定が置かれていたが、社債のデフォルトが増加し、社債発行会社に対し貸付債権等の債権を有する社債管理者と社債権者との利益相反が尖鋭化するような事態が現実問題化していることを背景として、会社法では①支払停止後に行われた債務の弁済の受領等も対象としている、②社債管理者が当該社債管理者と法務省令で定める特別の関係がある者に対して当該社債管理者の債権を譲り渡し、当該特別関係者が債務の弁済等を受けた場合についても対象としている、③社債管理者が発行会社との間に法定期間内に相殺適状の状態を作り出して相殺を行うことについても対象としているといった点において、利益相反行為として損害賠償責任を負う範囲が拡大している。相澤・葉玉 [2005] 21~22 頁参照。

177 江頭 [1993] 37 頁参照。なお、破産法の否認権においては、破産者の支払不能等の事実について悪意であることが立証されなければならない（同法 162 条 1 項 1 号柱書）のに対し、会社法 710 条 2 項は、発行会社の支払停止から遡って 3 ヶ月以内に弁済等を受けた場合には、損害賠償責任が推定されるため、否認権よりも社債管理者に厳しい規定となっている。

がなければ社債権者が発行会社から受けたであろう弁済額と社債権者が実際に受け取った弁済額との差額であると捉えることとなる¹⁷⁸。例えば、社債が90億円発行され、社債管理者である銀行が発行会社に10億円の固有の貸付債権を有していたところ、銀行が10億円を回収した後で、社債がデフォルトした場合を想定する。この場合、社債管理者は一債権者に過ぎないとする考え方によれば、銀行が回収した10億円を社債権者と銀行とで按分で分配することとなるため、社債管理者は回収した10億円のうち9億円を社債権者に対して分配すれば足りる¹⁷⁹。このように考える背景には、通常であれば倒産手続で配当が決まり回収不能額が確定するまで損害賠償請求できないが、社債管理者が自らの貸付債権に基づき回収した資金については、これを社債の債権額に応じてプロラタで社債権者に分配することで、機動的かつ実効性のある救済が可能となるという実務的な考慮があると思われる¹⁸⁰。

他方、会社法710条2項が利益相反に対する措置として規定された経緯や同条項が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¹⁸¹、社債管理者を社債権者の信託を受けて社債を管理する者と捉えれば、元利金の支払遅滞または支払停止により社債権者に発生した損害を同条項によって賠償すべき「損害」と考えるべきであろう¹⁸²。したがって、社債管理者は発行会社から受けた弁済額のすべてを損害賠償として社債権者に引き渡すことが原則になると思われる。上記の事例に照らせば、銀行は回収した10億円のすべてを社債権者に引き渡すこととなる。もっとも、会社法710条2項の性格については、そもそも制度趣旨自体に意見の対立があったことから、同条項が規定する「損害」の解釈について議論が尽くされているわけではなく、さらなる検討が望まれよう¹⁸³。

178 岩原 [2004b] 44 頁、中東 [1995] 674 頁参照。

179 岩原 [2004b] 44 頁、中東 [1995] 674 頁参照。例えば、岩原 [2004b] 44 頁は、社債管理者が弁済や担保提供等の利益享受行為によって得た利益をすべて損害賠償として社債権者に提供しなければならないとすれば、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ても、積極的に債権回収を行うインセンティブが失われるという問題が指摘されている。そして、利益享受行為による利益を、社債管理者と社債権者との間で債権額に応じて比例配分する米国の1939年信託証券法（Trust Indenture Act of 1939）が採用するルールの方が、社債権者と社債管理者の間の公平を図りながら、社債管理者に「社債権者のためにも発行会社に対する債権回収のインセンティブを与えるという意味で、より勝れているように思われる」とする。また、同44～45頁では、誠実義務違反に当たるか否か、その場合に賠償すべき損害の額はいくらかといった解釈問題は、社債管理者の行動を大いに制約しており、条文中で明確かつ詳細に規定することが望ましいと指摘されている。このほか、森 [2009] 221～226 頁参照。

180 社債管理者に課されているのは、利益相反規制のなかでは緩やかなものであるが、最も厳格な忠実義務が課されているはずの信託法の改正に関する法制審での議論において、按分での回収が競合行為の制約には反しないとの見解に大きな異論がなかったこと、および実務においては一部の顧客を按分以上に優遇することは難しいことを理由として、社債と固有の債権等を按分で回収することには合理性があり、それにより忠実義務が果たされるという解釈が現実的であるとの指摘がある。利益相反研究会 [2009b] 30 頁〔浅田 隆発言〕、31 頁〔井上 聡発言〕参照。

181 前田 [1993] 19 頁参照。

182 吉戒 [1996] 300 頁参照。

183 以上のアプローチとは異なり、社債管理者を社債権者の信託を受けて社債を管理する者と捉えたいうえで、「損害」を社債管理者が受けた利益の額に限定して捉えるという解釈をとることも可能であるように思われる。このアプローチは、社債管理者が社債権者の信託を受けて社債を管理する者であることを正面から認めたいうえで、社債管理者の義務の内容をどのように捉えるべきか（政策的に、義務の射程をどのよう

(ロ) 責任の範囲

会社法 710 条 2 項は、利益相反行為に関する損害賠償責任について限定列挙したに過ぎない。したがって、同条項の要件を満たさない場合であっても、利益相反行為について誠実義務違反に基づく損害賠償責任（同法 710 条 1 項）が生ずることは否定されない¹⁸⁴。

もっとも、発行会社の信用状況がどの程度悪化した場合に利益相反行為に対する損害賠償責任が課されるのかについては条文上明らかではない。発行会社に信用不安が生じていない平常時においては、社債の元利金の支払期日の直前に社債管理者が個別に発行会社に対して有する貸出債権についての支払いを受けても誠実義務違反を問われることはない。しかし、仮に発行会社の信用状況が悪化しており、例えば支払停止の 3 ヶ月と 1 日前に社債管理者が発行会社から債権回収した場合、すなわち 3 ヶ月以内であることを基準とする会社法 710 条 2 項の射程からはわずかに外れている場合については、どのように考えるべきか。仮に同条項の射程外であったとしても、発行会社の信用状況の悪化に伴って社債権者を優先すべき何らかの義務を考える必要があるとすれば、そうした義務は、信用状況がどの程度平常時から悪化した時点において、どのような内容の義務として現れるのかという問題がある。

会社法 710 条 1 項および 2 項について、これらの規定が新設された 1993（平成 5）年商法改正の立案担当者は、同条 2 項に該当する期間内であったとしても、債務者から期限の到来した債務の本旨弁済があれば、社債管理者は「当然の権利」としてそれを受領することができるとする¹⁸⁵。すなわち、本旨弁済の受領は同条 2 項の利益相反行為に該当せず、誠実義務違反にならないため、損害賠償をする必要はないという立場をとっている。この立場からすれば、本旨弁済については、誠実義務違反に伴う損害賠償責任はおよそ認められないこととなり¹⁸⁶、上記のような同条 2 項の射程外の本旨弁済の受領について同条 1 項によってどのように対応すべきかという問題も生じない。

しかしながら、会社法 710 条 2 項は 704 条の誠実義務を具体化した規定だと考えるのが自然な解釈であり、社債管理者が発行会社から受領した弁済が本旨弁済であるとしても、社債管理者が 710 条 2 項による責任を負う余地があるばかりでなく、同条 2 項の要件を満たさない場合であっても損害賠償責任の一般条項である同条 1 項により責任を負う余地もあると考えることが妥当であろう^{187, 188}。

に画することが妥当か）を問題とするものだといえるが、後掲注 191 およびそれに対応する本文で述べるように、固有の貸付債権を有するメインバンクが社債管理者に就任することにはなおメリットがあるという政策的な判断をとるのであれば、社債管理者の義務の内容およびそれに基づく損害の範囲を限定することとなるこうした解釈は穏当なものとも考えられよう。

184 ただし、実際に一般的な誠実義務で責任を負わされる場合はそれほど多くないと考えられる。

185 吉戒 [1993] 26 頁参照。

186 他方、繰上げ弁済や追加担保の設定等については誠実義務違反に該当すると説明されている。吉戒 [1993] 26 頁参照。

187 同様の指摘として、利益相反研究会 [2009b] 33 頁 [神作裕之発言] 参照。

188 業規制の観点からは、2008（平成 20）年の金商法改正により、利益相反管理体制整備義務が導入された結果として、社債管理者が固有の債権の回収を行ったことにより社債権者の回収がなされなかった場合

(3) 社債管理者と社債権者との間の利益相反に関する問題

イ. 利益相反への実務的・立法論的対応

社債管理者と社債権者の利益相反の問題については、既にみたように、社債管理者に誠実義務を課し（会社法 704 条 1 項）、かつ事後的な損害賠償責任を課すことによって（同法 710 条）、現状においても一定の対応が図られている。換言すれば、利益相反の問題に対する現行会社法のスタンスは、社債管理者に利益相反の地位に立つこと自体は許しながらも利益相反により社債権者に生じた損害賠償をさせることで事後的な救済を図るかたちとなっている¹⁸⁹。

まず、利益相反への実務的な対応としては、例えばチャイニーズ・ウォール（情報隔壁）を設定することが考えられる。しかし、銀行が複数の競合する買付者と M&A アドバイザリー契約を結ぶ場合（上記 5. (2)ハ. (ハ)）のように、チャイニーズ・ウォールによる情報の隔離が比較的有効に機能するケースとは異なり、社債管理者の場合は、社債管理者として銀行が得た情報を銀行の固有の貸付回収の場面で流用することが懸念されるというよりは、むしろ、銀行として固有の貸付を行う過程で収集した情報を積極的に活用することで、社債権者のために適切に社債管理業務を遂行することが期待されていると考えられる。したがって、社債管理者における利益相反は、チャイニーズ・ウォールによって情報の隔離を図ることで解決される性質の問題ではないと考えられる。

また、利益相反への実務的かつ根本的な対応として社債管理者を辞任することが考えられる。しかし、会社法では、社債管理委託契約等に定める事由が生じた場合は別として、社債管理者の辞任には発行会社および社債権者集会の同意が必要である等、辞任には厳格な要件が求められている（同法 711 条 1、2 項）。こうした、いわば「やめたくても簡単にはやめられない」という現状の制度設計にも検討の余地があると考えられる¹⁹⁰。

次に、利益相反の問題への立法論上の対応としては、利益相反の防止のために、利益相反関係にある者に社債管理者の地位につくことを禁止する措置を導入すること

について、業務の適切性を問われる可能性があるとの指摘がある。利益相反研究会〔2009b〕34～35 頁〔松尾直彦発言〕参照。

189 損害賠償責任による救済措置ではなく、利益相反行為に対して社債管理者を含めた按分による救済措置を採用することも検討に値しよう。森〔2009〕235～236 頁参照。

190 もっとも、会社法では、旧商法に比べれば社債管理者の辞任の要件が緩和されている。旧商法下では、原則として社債発行会社および社債権者集会の同意がなくては辞任することができず、社債管理者と社債権者との間で利益相反が明確になったときでも辞任が困難であるという問題が生じていたところ（北村〔2002〕13 頁参照）、これを解消するために、会社法においては、同意がない場合の辞任についても社債管理委託契約に定める事由の発生等を条件に認めることとした（同法 711 条 2 項）。また、会社法は、①特別代理人の選任および②社債管理者の解任について規定を設けることで、社債権者が社債管理者の利益相反に対応する方策を用意している。すなわち、社債権者と社債管理者との利益が相反する場合において、社債権者のために裁判上または裁判外の行為をする必要があるときは、裁判所は、社債権者集会の申立てにより、特別代理人を選任しなければならない（同法 707 条）。また、裁判所は、社債管理者がその義務に違反したとき、その事務処理に不適任であるとき、およびその他正当な理由があるときは、社債発行会社または社債権者集会の申立てにより、当該社債管理者を解任することができる（同法 713 条）。

が考えられる。1993（平成5）年の商法改正では、発行会社のメインバンクが社債管理者となることの是非が議論されたが、ここでは、メインバンクが社債管理者になることによって利益相反が生じるデメリットに比べて、社債管理者がメインバンクとしての地位を利用して発行会社の財務状況を把握したうえで、的確な対応を講じるメリットはなお大きく、利益相反の原因となる貸付債権その他の利害関係があること自体は、社債管理者の資格を奪うべきものではないとされた¹⁹¹。

もっとも、メリットが潜在的な利益相反によるデメリットを上回ることは、実証されたものではない。むしろ、これを楽観的な前提と捉えることも可能であり¹⁹²、利益相反関係が生じた場合には、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米国における立法例等も踏まえたさらなる検討が必要であろう¹⁹³。

ロ．利益相反と社債管理者の手数料

わが国の社債管理者の手数料については、諸外国に比べ高いとの指摘があるが¹⁹⁴、その原因のひとつとして考えられるのは、利益相反の存在である¹⁹⁵。すなわち、例えば発行会社が倒産間近になると、会社法710条によって社債管理者自身の債権回収が困難となり得るといふコストによって社債管理業務の手数料が高くなっているのであれば、それは現行法制度に内在する構造的な問題であり、手数料が高止まりする可能性がある。

米国では、1939年信託証券法（Trust Indenture Act of 1939）により公募債について設置が強制されている受託者（trustee）は、利益相反が生じた場合であってそれを一定の期間内に除去できないときは、受託者を辞任しなければならないとされているため（同法310条b項）、上記のような社債管理者の固有の債権回収に支障が生じるリスクが手数料に転嫁される問題は生じないと考えられる。

これに対し、わが国の社債管理者に関する現行法制度は、既に述べたように利益相反があるとしてもメインバンクがなった方がよいという政策的判断のもとで、社債管理者の辞任が事実上困難な設計となっており、わが国の社債管理者の手数料の水準に、こうした制度設計が大きく影響している可能性がある。

191 北村 [2002] 12 頁参照。

192 藤田 [1996] 347 頁。

193 また、上記のようなメリットを重視し、利益相反状況に身を置くことを容認するのであれば、社債管理者の不正行為を容易に発見し、責任を追及できる監視・摘発のシステムに実効性を持たせる制度が必要であるとする見解がある。この見解は、社債管理者は、信頼性を確保するために、いずれも業法規制に服するとともに主務官庁の監督を受けることから、社債管理者の発行会社に対する債権の存否や回収の状況について、監督官庁は明確なガイドラインを設定し、チェックを行うとともに、ディスクロージャーを中心に透明性を高める工夫を行うべきとする。神作 [1995] 209～210 頁参照。

こうした社債管理者の主務官庁による介入の現実性および社会的正当性に疑問を呈する見解として、藤田 [1996] 356 頁注 48 参照。

194 例えば、野村 [2004] 95 頁参照。

195 このほかの理由として、例えば、シンジケート・ローンのエージェントが負う義務に比べて、社債管理者の義務および裁量が広範かつ不明確であることが挙げられよう。仮にこのことが手数料の決定要因となっているのであれば、社債管理者の義務の範囲を狭めれば手数料が安くなる可能性があると考えられる。

なお、会社法上、社債管理者は、義務は社債権者に対して負うにもかかわらず（同法704条）、手数料は発行会社から受け取っている。義務を負う相手と職務の対価を受領する相手が異なる場合、社債管理者のインセンティブに歪みが生じる結果として、利益相反等の場面において社債権者の保護が十分に図られない可能性も考えられることから、社債の管理をめぐる制度設計自体についても検討の余地があるといえよう¹⁹⁶。

ハ. シンジケート・ローンにおけるエージェントとの比較¹⁹⁷

(イ) 社債管理者とエージェントとの異同

従来は、相当数の投資家から資金調達を行う場合には、公募ないしは私募形式での社債発行のかたちをとることが多かった。しかし、最近では、かなりの数の投資家との間でも、社債の形態によることなく、シンジケート・ローンの形態をとったうえで、複数の階層（トランシェ）の設定、資金充当の優先順位の定め（ウォーター・フォール）の整備等によって複雑なアレンジを行う案件が増加している。シンジケート・ローンは、複数の主体が資金を同一条件のもとで融資（拠出）するという点において社債に類似する。

また、シンジケート・ローンの特徴として、融資契約の締結過程および締結後の各段階において、アレンジャー、エージェントと呼ばれる取纏め役となる金融機関が置かれることが挙げられており¹⁹⁸、特にエージェントは、融資実行後に債権の管理・回収のために一定の役割を果たすことが期待されている点で、社債における社債管理者と類似するようと思われる。

もっとも、両者に対する規律は大きく異なる。すなわち、社債管理者は、一般投資家である社債権者の保護を目的として、権限、義務および責任について会社法によって規律が設けられているのに対し、エージェントは、参加金融機関との間で締

196 経済的な利益を享受する者（プリンシパル）がそれ以外の者（エージェント）を使って経済活動を行うケースに共通して生じ得る問題として、エージェンシー問題が挙げられる。社債管理者についてもこのエージェンシー問題の発生が指摘されており、社債管理者は、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に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とされる（藤田 [1996] 339 頁参照）。社債管理者の場合は、社債管理の対価を発行会社から受領するという構造上、社債管理者に対して社債権者のために効率的な社債管理を行うインセンティブ付けがなされているのかには疑問がある。

197 シンジケート・ローンにおけるエージェント業務と社債管理業務とを比較する検討として利益相反研究会 [2009b] 23～58 頁参照。

198 融資契約の締結過程における取纏め役（アレンジャー）の役割は、まず借入人との間でシンジケート・ローンの主要な条件を協議し、借入人からの委任を得て、かかる条件に沿ってシンジケート・ローンに参加する金融機関を勧誘し、最終的な契約書の作成の中心的な役割を果たすこと等である。こうしたプロセスを一般的にシンジケート・ローンの組成といい、また、融資条件が締結された後は、融資の実行から回収に至るまでのさまざまな事柄について参加金融機関の代理人としての「エージェント」が取纏め役としての役割を果たす。森下 [2007b] 7、9 頁参照。

結する契約に基づき¹⁹⁹、参加金融機関に対して善管注意義務²⁰⁰や社債管理者が負う公平誠実義務に類する按分義務を負うに過ぎない²⁰¹。

また、両者は、与えられた権限についても大きく異なる。社債管理者は、例えばデフォルトの決定や担保権の実行といった実質的な判断まで行うが、エージェントは、参加金融機関と借入人との間での情報の伝達や一定の事由の発生に伴う多数決手続の取纏めといった事務的な役割しか持たない²⁰²。こうした役割は、不設置債の財務代理人と似ているが、財務代理人は発行会社のために行っており、シンジケート・ローンのエージェントは他の貸付人からの委任を受けて行っているという相違がある。

(ロ) エージェントをめぐる利益相反の問題

シンジケート・ローンのエージェントは参加金融機関の代理人であるとされる一方、借入人との間で他の銀行取引を行っていることがあり得る。メインバンクがエージェントとなることの多いわが国におけるシンジケート・ローンにおいては、むしろ、その方が一般的であるといつてよい。英米法における一般論としては、エージェントはプリンシパル（シンジケート・ローンでは参加金融機関に相当）のフィデューシャリーに該当し、エージェントの参加金融機関に対する信託義務との関係で利益相反が問題となるが、日本においても代理人は本人に対して忠実義務を負うとの考え方もあり、同様の問題が生じる²⁰³。

このようなシンジケート・ローンにおける利益相反の問題を考えるうえでは、シンジケート・ローン契約書において、エージェントが借入人との間で貸付、預金取引その他の一切の銀行取引を行うことができる旨が定められていることが重要である²⁰⁴。これによって、少なくとも通常行われている銀行取引の範囲であれば、事前の包括的な承諾がなされていると考えてよいと思われる。

また、シンジケート・ローンは、参加金融機関もそれを代理するエージェントとしての金融機関もいわばプロであり、エージェントである金融機関と借入人との間で生じ得る取引内容について、参加金融機関はある程度予測可能であると評価できよう²⁰⁵。例えば、参加金融機関が小規模な信用金庫であり、他方、エージェントである金融機関がメガバンクであるような場合には、同じプロとはいえ、ある程度の相違があることは否定し難いが、ここでの相違は、社債において一般投資家である

199 日本ローン債権市場協会（JSLA）が公表する契約書雛型によれば、エージェントは参加金融機関の代理人と規定され、参加金融機関との契約関係は一般的には委任契約（または準委任契約）と理解されている。

200 JSLA タームローン雛型契約書 21 条 3 項参照。

201 JSLA タームローン雛型契約書 14 条 5 項参照。大垣 [2009] 147 頁参照。

202 こうした役割の相違が、社債管理者とエージェントとの裁量権の違いに由来するのか、それぞれの背後にいる社債権者と参加金融機関との違いに由来するのか、その両方なのかは明確ではない。

203 森下 [2007b] 68～69 頁参照。

204 JSLA タームローン雛型契約書 21 条 6 項参照。なお、英米ではエージェントがフィデューシャリーに該当するとした判決があるため（森下 [2007b] 24～43 頁参照）、一般的に契約においてエージェントはフィデューシャリーではないと明記されているようである。

205 森下 [2007b] 69～70 頁参照。

社債権者と金融機関である社債管理者との間に生じる相違に比べれば、相対的な違いに過ぎないといえよう。

さらに、シンジケート・ローンにおけるエージェントの役割は、既にみたように事務的な事項に限定されており、エージェントが利益相反行為を行う危険は大きくない²⁰⁶。また、実務的にも、参加金融機関はエージェントに支払う手数料を低く抑えること以外には関心がなく、担保の実行も含めて債権管理は自ら行いたいという意向が強いように思われる。

以上を踏まえると、シンジケート・ローンにおけるエージェントをめぐる利益相反の問題については、エージェントと参加金融機関というプロの当事者同士の交渉を通じて手数料により調整を図ることが期待でき、社債における会社法 710 条 2 項のような責任をエージェントに課す必要はないと考えられる²⁰⁷。

(4) 社債管理者の原則的設置強制の是非

イ. 社債管理者設置の意義

既にみたように、会社法では、社債権者の保護を趣旨として²⁰⁸、社債管理者の設置が原則として強制されている（同法 702 条、976 条 33 号）²⁰⁹。例外的に社債権者保護の必要性が相対的に小さい場合には、社債管理者の設置が不要とされる（同法 702 条但書）。すなわち、①各社債の金額が 1 億円以上の場合、②社債の発行口数が 50 未満の場合であり²¹⁰、実際は、①を満たすことで社債管理者を設置しない例が多い²¹¹。

社債管理者の設置強制は、端的には社債権者の保護を趣旨とするものであるが、設

206 森下 [2007b] 70~71 頁参照。

207 もっとも、「エージェントによるあらゆる利益相反行為が許されるわけではない。悪意をもってシンジケート・ローンの参加金融機関の利益を害するような行為、たとえば、繰上返済の強要や抜け駆け的な追加担保の徴求などは、当初承諾が与えられた通常の銀行取引の範囲を越えるものであり、許されないといふべきである。また、エージェントが事務的な役割以上の役割を引き受けている場合には、エージェントが利益相反行為を行うことによる弊害が増す」との指摘がある。森下 [2007b] 72~73 頁。

208 神作 [1995] 189~191 頁では、「株式と比較すると、投資家保護という目的において共通し、しかも株式と社債の接近が指摘されるなか」、社債の管理についてのみ社債管理者制度が法定されねばならない理由として、「株主に対しては株主平等の原則による保護が与えられているのに対し、社債権者にはそのような保護がない点」が挙げられている。

また、社債権者を保護するためにとられる社債管理者の対応として、①利払いの確保等といった社債の期中管理、②デフォルトの回避（モニタリングおよび是正措置）、③デフォルト後の債権回収が挙げられる。野村 [2004] 96 頁。

209 また、会社法上、社債管理者の資格は銀行、信託会社等に限られている（同法 703 条）。

210 会社法 702 条但書では、「各社債の金額が 1 億円以上である場合その他社債管理者を置かなくても社債権者の保護に欠けるおそれがないものとして法務省令で定める場合」と規定されている。これを受けて、同法施行規則 169 条では、社債権者の数が 50 人以上とならないことが社債管理者の不設置が認められる要件として定められている。

211 その他、社債管理者の不設置を認める理由として、①については、社債権者の判断による経済的な効果が十分大きいと、各社債権者自ら社債を管理するインセンティブがあること、また、②については、社債権者の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る。藤田 [1996] 342 頁参照。

置強制が制度化された1993（平成5）年の商法改正における議論を振り返れば、それは社債発行限度制度を廃止することとあわせて導入されたものであり²¹²、さらに、その背景には社債発行の有担保原則から無担保社債への実務慣行の転換という状況が存在していたと理解できる²¹³。すなわち、発行会社における社債発行額の増加および無担保での社債発行の一般化に伴い、社債のデフォルトによって社債権者が損失を被る危険性が大きくなり、社債権者を保護する要請が高まったために導入された制度といえる。

経済学的な観点からは、社債管理者に社債の管理を委ねる合理性は以下のように説明し得る。すなわち、個々の社債権者が一般投資家である場合には、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のみならず、多くの投資家が、会社に対する細分化された権利を有するとき、大口債権者であれば生じないであろう問題が生じ得る。具体的には、会社に対する細分化された債権を有するに過ぎない多く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ために必要な措置をとるインセンティブがなくなるといって「合理的無関心」の問題や、十分に情報・判断能力を有する社債権者であっても、他の社債権者の行動が予測できないため社債権者全体の利益にとって望ましくない結果をもたらす行動をとる可能性があるという「戦略的行動」の問題があり、社債管理者の設置はこれらの問題への対策として位置付け得る²¹⁴。

ロ. 不設置債との比較

近年、社債管理者を置かない不設置債が増加しており²¹⁵、不設置債の場合には財務代理人が置かれるのが実務慣行となっている。財務代理人の職務内容や義務については、法律上の規定があるわけではなく、発行会社との契約によって決められる。財務代理人は、社債管理者と異なり、社債権者の保護のために行動するわけではなく、あくまで発行会社のためにサービスを提供する者と位置付けられている。したがって、財務代理人は社債権者に対して特段の義務を負っておらず、発行会社の財務状態が悪化したときに自己の貸付債権の回収を行ったとしても、何ら社債権者に

212 前田 [1993] 14~22 頁参照。

213 戦後の慣行として、日本の事業会社では担保付きで社債を発行するという有担保原則がとられており、担保付社債信託法に基づく社債発行が一般的であったといえる。社債管理者に当たる同法における「信託会社」には発行会社のメインバンクが就任し、その際には、固有の貸付債権に付していた第1順位の抵当権を社債権に付け替え、抵当権の順位を上げることが一般的であった。また、仮に担保付社債の発行会社が倒産した場合、同法における信託会社が社債を額面で買い取り、社債権者を1人にしたうえで円滑に会社更生手続を進めるという実務慣行が確立されていた。

214 藤田 [1996] 337~339 頁参照。

215 不設置債の問題点として、社債権者の保護が不十分となるおそれや投資家への対応を直接行わなければならないことによる発行会社におけるコストの増加等が指摘されている。田頭 [1996] 8 頁参照。

こうした問題点にもかかわらず、実務が社債管理者の活用を回避している理由としては、社債管理者の利用がもたらすメリットに比べて手数料が割高であることが挙げられる。特に、デフォルトの可能性が極めて低い社債を発行する場合は、社債管理者に対する手数料の割高感是否めないと指摘されている。野村 [2004] 95 頁参照。

に対する義務違反が生じることにはならない²¹⁶。

もっとも、不設置債において、社債権者の利益を保護する主体がないことが、直ちに社債権者に不利益を及ぼすとは言い切れないと思われる。社債の金額が1億円以上であることにより不設置債となっている公募債がデフォルトした場合、無記名で発行される社債において個々の社債権者を特定することは困難であることから、再生計画や更生計画の認可を得るために、管財人や再生債務者に多大な事務負担がかかることとなり、管財人や再生債務者が社債管理者の役割を代替するような状況となっている。しかし、デフォルトしたときには、社債管理者の有無にかかわらず、同じ弁済率で債権回収が行われることとなるため、その点では、社債権者は設置債の場合に比べて不利益を被るわけではないといえよう。

また、不設置債では社債権者が社債管理者を通じて発行会社と交渉することはできないが、このことは、かえって利点になる場合もあるとも考えられる。すなわち、発行会社の経営状況が悪化し、倒産を避けるためには社債債務のディスカウントを考えなければならないような状況になった場合には、設置債であれば社債管理者を通じて発行会社と社債権者との間の交渉が可能のためディスカウントを要請されることになるが、個々の社債権者を特定し難い不設置債では交渉することが不可能であるため、そうした要請が行われ難い不設置債は、ある意味では、設置債よりも有利な社債と考えることもできる²¹⁷。

ハ. 設置強制の是非

既に述べたように、社債管理者を設置する合理性については経済学的な観点から一定の説明が可能だが、そのことから直ちに社債管理者の設置を法が強制することが必要であるとまではいえないであろう。社債管理者の有無をはじめ、発行会社の経営方針、自己資本比率、流動性比率および財務情報等、社債の発行条件のうち市場による評価やコントロールが可能な部分については、市場のコントロールに任せると同時に、それ以外の部分を法が規制することで両者のバランスを見出すという制度設計もとり得る選択肢のひとつだと思われる²¹⁸。

また、現状において不設置債が多いことからすれば、社債管理者をめぐる法制度についてはさらなる検討が期待されるといえよう。設置強制が導入される以前は、無担保社債について社債管理者と同様の機能を担っていた受託会社の設置が強制され

216 利益相反研究会〔2009b〕35頁〔神作裕之発言〕参照。

217 藤田〔1995〕245頁注51参照。

218 藤田〔1996〕339～341頁は、従来の学説では、社債管理についての強行法的な規律を設ける理由として、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立場を代弁し得るということが強調されてきたが、投資家は社債契約を評価する立場にあるため、投資家が作成段階に関与しないことが直ちに投資家の不利益を意味しないと、個々の投資家が社債契約の内容を逐一検討し判断しないと、そのこと自体が問題なのではなく、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」とする。仮に社債契約の条項についても、市場による評価がなされているとみることができるとすれば、例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、問題はないことになる。

ていなかったことや、現在では社債発行限度の撤廃も特段支障なく定着していることからすれば、社債管理者の設置を法が強制することが必要不可欠であるとまではいえず、設置の有無を市場原理に服させることも検討に値するであろう^{219、220}。

7. アクティビスト・シェアホルダーに関する問題²²¹

(1) 問題の所在

昨今、株主の自己利益の最大化を目的とした積極的行動（アクティビズム）が展開されてきたことを背景に、米国では、そうした行動をとるいわゆるアクティビスト・シェアホルダーに信認義務を課すことを提唱する議論が一部にみられる。また、米国においては、少数株主に対する支配株主の信認義務を認める裁判例や議論がある。

会社に対して積極的行動をとるアクティビスト・シェアホルダーの多くが、ヘッジ・ファンドであり、一般的にヘッジ・ファンドは、「少数の投資家から私募形式で投資を受け入れるファンドであって、一般の投資ファンドに対して課される規制²²²を受けないファンド」と定義される²²³。

米国でこれまでにみられたヘッジ・ファンドによる積極的な株主行動のうち、コーポレート・ガバナンス（企業統治）に関するものとしては、例えば、CEOの退任要求、少数派取締役の選任、増配要求、事業のリストラおよび資産の売却要求等が挙げられる²²⁴。また、コーポレート・コントロール（企業支配）に関する積極的行動としては、まず、買収阻止が挙げられ、具体的には、買収者の株主たるヘッジ・ファンドが、買収価格が高すぎることを理由に株主総会決議において反対することがある。また、被買収者の株主たるヘッジ・ファンドが、買収者に対して買収条件の改善を要求することがある²²⁵。さらには、アクティビスト・シェアホルダーが自ら会

219 同旨の見解として前田〔2004〕11頁参照。

220 なお、社債権者を保護する法制度としては、社債管理者の制度のほかに、社債権者集会の活用が考えられる。わが国においては、両者の制度が重疊的に整備されているが、効率的に機能するどちらかの制度のみで足りると考えることも可能であろう。もともと、わが国で発行される社債は無記名債であって、社債原簿に社債権者の氏名（名称）および住所等の記載が義務付けられていないため（会社法 681 条 4 号）、特に公募債の場合は、その所在を特定することが事実上困難であり、社債権者集会を開催することが実務的に不可能となっている。このため、社債管理者の設置強制の是非を検討する際には、社債権者集会の実効性についてもあわせて検討する必要がある。

221 この問題についての以下の検討は、本研究会における田中亘准教授の報告とそれに基づく討議の内容によっている。

222 例えば、米国のミューチュアル・ファンドであれば 1940 年投資会社法（Investment Company Act of 1940）の規制を受け、わが国では「投資信託及び投資法人に関する法律」の規制を受ける。

223 ヘッジ・ファンドの特徴については、神作〔2008〕11頁参照。

224 Kahan and Rock〔2007〕。

225 例えば、Novartis という会社が Chiron という会社を買収を仕掛けたところ、Chiron 社の株主であった ValueAct Capital というヘッジ・ファンドが買収に反対し、買収条件を改善することに成功したという事例がある（Kahan and Rock〔2007〕p. 1037）。また、Emerging Communications という会社の取締役が

社の買収を行うこともある²²⁶。

他方、わが国においては、アクティビスト・シェアホルダーや支配株主に対して信認義務を課す議論はみられないものの、米国と同様に、ヘッジ・ファンドによる積極的な株主行動が注目を集める事例が散見される²²⁷。例えば、コーポレート・ガバナンスに関するものとしては、会社に対して増配要求を中心としたさまざまな株主提案を行うことや、株主総会決議において取締役の再任を阻止して、少数派取締役を送り込むこと等が行われている²²⁸。次に、コーポレート・コントロールに関する積極的行動としては、ヘッジ・ファンドが上場会社に公開買付けを仕掛け、結果的にホワイトナイトに買収されたという事例がある²²⁹。また、ヘッジ・ファンドが株式取得と委任状勧誘を実施し、最終的にはヘッジ・ファンドが株式買取請求権を行使して市場価格と比べて高い価格で買取りを受けた事例もある²³⁰。

このようなヘッジ・ファンドによる積極的行動の背景には、資金の増加に伴うヘッジ・ファンドの成長に加えて²³¹、以下に挙げるヘッジ・ファンドの特徴が存在すると考えられる。まず、年金基金や投資信託等のいわゆる伝統的な機関投資家が分散投資を義務付けられているのに対し²³²、ヘッジ・ファンドは特に規制を受けていないため、特定の会社の株式を集中的に保有できることが挙げられる。機関投資家は、特定の会社の業績の向上というよりは、むしろ上場会社全般のガバナンス構造の改善に関心を持っている場合があり、そうした関心に基づき、例えば、取締役の報酬の開示要求や取締役会の構成に対する改善要求をするのが通常である。他方、ヘッジ・ファンドは1社の株式を集中的に保有することが可能であるため、例えば特定

MBOを行ったことから、同社の株主であり、ヘッジ・ファンドである Greenlight が多額の損害賠償請求と株式買取請求をしたところ、Emerging Communications 社の提示した価格よりも高い買取価格が裁判所により認められている (*In re Emerging Communs., Inc. Shareholders Litigation.*, 2004 Del. Ch. LEXIS 70 (Del. Ch. May 3, 2004)). なお、同社の取締役については、信認義務違反が認められている。

226 Steel Partners は GenCorp という会社に対していくつかの経営改善要求を受け入れさせることに成功しており、Elliott Associates というヘッジ・ファンドは ShopKo という会社の買収に成功する等、アクティビスト・シェアホルダーの要求が成功している事例も少数だがある (Kahan and Rock [2007] p. 1040)。

227 このほか、近年、注目を集める問題としては、例えば MSCB (Moving Striking-price Convertible Bonds. 転換価額修正条項付転換社債型新株予約権付社債) の発行により既存の株主の利益が害されるという問題があり、アクティビスト・シェアホルダーに関する問題に限らないさまざまな場面について、さらなる検討が求められよう。

228 スティール・パートナーズがアデランスに対して行ったように、取締役の再任を阻止して、少数派取締役を送り込むことに成功した事例もある。

229 明星食品の事例では、ヘッジ・ファンドであるスティール・パートナーズが明星食品を含むいくつかの上場会社に公開買付けを仕掛け、結果的にホワイトナイトに買収されている。

230 ザ・チルドレンズ・インベストメント・ファンド (以下「TCI」という) による電源開発に対する株式取得と委任状勧誘の事例では、最終的には TCI が株式買取請求権を行使して市場価格と比べて高い価格で買取りを受けている。

231 また、米国では、1992年と1999年に委任状勧誘規制の緩和が行われ、機関投資家相互のコミュニケーションがより容易になったことが、ヘッジ・ファンドの成長の背景として挙げられる。

232 例えば、米国では企業年金について1974年従業員退職所得保障法 (Employee Retirement Income Security Act of 1974 (ERISA)) 404条(a)項(1)(c)、投資会社について1940年投資会社法 (Investment Company Act of 1940) 5条b項。わが国では、例えば、投資信託及び投資法人に関する法律194条、同法施行規則221条。

の資産の売却のように、その会社に固有かつ具体的な提案を行うことができる。

以下では、アクティビスト・シェアホルダーに関する問題について、とりわけ株主が、株式の発行会社に対してとる積極的行動に起因して生ずるアクティビスト・シェアホルダーとその他の株主との間の利益相反について検討する。検討の順序としては、まず、どのような利益相反が株主のアクティビズムによって生じるかについて、海外の事例の紹介を交えつつ検討する。次に、そうした利益相反への対応のあり方についてアクティビスト・シェアホルダーに信認義務を課すことの必要性を含め検討することとする²³³。

(2) アクティビズムに伴う利益相反

アクティビスト・シェアホルダーとその他の株主との間に生じる利益相反には、アクティビスト・シェアホルダーのとる具体的な行動に応じてさまざまな態様があり得るが、主なものとしては以下の4類型が挙げられる。

イ. グリーンメール

グリーンメールとは、大株主の地位を利用して、株式の発行会社に対して無理な要求をすること等によって経営を攪乱させ、その結果として、当該会社自身またはその関係者に株式を高値で買い取らせる行為をいう。この行為は、当該会社の企業価値を向上させるものではなく、単に他の株主の犠牲のもとでアクティビスト・シェアホルダーのみが利益を享受するものであるため、アクティビスト・シェアホルダーとその他の株主との間に利益相反があると考えられる。

もっとも、米国では、2000年以降、グリーンメールが明るみに出た事例はみられないとされる²³⁴。その理由としては、株式の発行会社の経営陣は、グリーンメールに応じれば株式市場から批判を受けるだけでなく、株主から責任を追及されるおそれもあることが挙げられる。また、ヘッジ・ファンドは、大株主の地位にあるといっても少数株主である場合が多く、その場合、自らの要求を実現するためには他の株主の支持を必要とするため、他の株主との間で利益相反を生じるあからさまな行為をすることは自身の利益にもならないことも挙げられる。

ロ. 相反する投資ポジションから生じる問題

次に、アクティビスト・シェアホルダーが会社の株式だけではなく、ほかに何らかの相反する投資ポジションを持つことに起因して生じる利益相反が挙げられる。具体的には、アクティビスト・シェアホルダーが保有するある会社の株式とは別に保有する投資ポジションの利益を最大化させるため、当該会社の他の株主の利益を害す

233 ここではファンドの内部関係（ファンドマネジャーと投資家の関係）は扱わない。

234 Kahan and Rock [2007] p. 1071.

るような議決権行使を行うケースが考えられ、海外ではそうした実例がある。このケースにおいては、株主の積極的行動によってその他の株主との利益相反が尖锐化し得るため、利益相反が生じるケースのなかでも特に問題となる²³⁵。以下では、ある会社の株式を保有するアクティビスト・シェアホルダーが、①当該会社に対して株式とは別に何らかのポジションを持っている場合または②当該会社以外の会社に対して何らかのポジションを持っている場合に分け、具体的な事例の紹介も交えつつ整理する。

(イ) 株式の発行会社に対し投資ポジションを有する場合

香港において 2006 年に Henderson Land によって計画された Henderson Investment (Henderson Land が 75% を出資する上場子会社) の買収 (株式の全部買取りによる非公開化) の事例では、より明確な利益相反があったといえる。すなわち、Henderson Land による買取価格には相当なプレミアムがついていたため、少数株主の大多数は買取りに賛成しており、Henderson Investment の株価は上昇したが、結局、Henderson Investment の株主総会において株式の買取りは否決され、買収は失敗に終わった。その背景として、まず、香港の法律では、株式の全部買取りには、少数株主の 90% 以上の賛成を必要とするルールがあるため²³⁶、少数株主の 10% 以上の議決権を持てば (本件では総株式の 2.5%)、これを阻止することができた。そこで、当該ルールを奇貨として、単独または複数のヘッジ・ファンドが、株主総会の基準日の直前に、Henderson Investment の株式の借株をしたうえで (株主名簿も借主の名義に書き換えるので、議決権は借主が持つ。株主総会での議決権を取得することを目的として株主総会の基準日に合わせて行われる借株は、米国において “Record Date Capture” と呼ばれている²³⁷) 空売りをしておき、株主総会で株式の全部買取りに反対することで買収を阻止し株価を下落させて、利益を得たとされている²³⁸。

この間、わが国においては、潜在的に Record Date Capture がなされやすい環境があるといえる。なぜならば、定時株主総会で議決権を行使できる株主の基準日と配当を受領する権利を有する株主の基準日は、法律上の要請ではないものの、決算日に合わせるという慣行があるので、現状においては基準日から総会日までの間隔が 3 ヶ月程度も空くこととなっている。したがって、株主総会での議案が確定しておらず、株主提案権も行使できる状況下において、基準日が確定してしまうこととなっており、極端な例を挙げれば、基準日の直前に大量に借株をして基準日株主になり、会社財産から分配可能額規制の上限ぎりぎりまで配当するという提案をして株主総

235 もっとも、相反する投資ポジションから生じる問題は、アクティビスト・シェアホルダーに固有の問題というわけではなく、ある投資家が特定の対象 (会社等) について複数の利益を持つさまざまな場合において生じ得る問題である。例えば、銀行が、ある会社の株式を保有している場合、債権者としてのポジションを株主としてのポジションに優先させることを通じ、銀行が当該会社の企業価値の最大化に反する行動をとる可能性は以前から存在する。

236 Hu and Black [2006] p. 834 and text accompanying note 57.

237 Hu and Black [2006] p. 832.

238 Hu and Black [2006] pp. 834–835.

会で可決させるということが理論上は可能な状況にある。さらに、株価の下落が予想される場合、前もってショート・ポジションを持っておけば、さらに利益を得ることができてしまう。

(ロ) 株式の発行会社以外の会社に対し投資ポジションを有する場合

米国における 2004 年の AXA による MONY の買収合併の事例では²³⁹、AXA が買収資金の調達のために転換社債を発行しており、この転換社債は、合併が成立した場合には市場価格よりも割安な転換価格で株式への転換が認められる一方で、期限までに合併が成立しないときには社債権者に不利な条件で強制償還されるように設計されていた。Highfield というヘッジ・ファンドは、MONY の株式のほかに当該転換社債のショート・ポジションを保有しており、転換社債のショート・ポジションにより合併が不成立となることに利益を有する状態にあったため、一般の株主との間で利益相反があったといわれている²⁴⁰。

米国における Mylan Laboratories と King Pharmaceutical の合併の事例（2004 年）では²⁴¹、合併計画が公表されると、Mylan の株価は下落したほか、Mylan の大株主である Carl Icahn²⁴²は合併に反対しており、合併は不成立に終わる見込みが高いとみられていた。

一方で、King の株式を大量に保有していた Perry というヘッジ・ファンドは、合併の成立により多額の利益を得ることが見込まれていたため、合併を成立させたい立場にあった。そこで、Perry は Mylan の株式を 9.9% 取得した後で、エクイティ・スワップを使って Mylan の株式の経済的利益を証券会社に移転し²⁴³、Mylan の株式について議決権だけを保持する状態とした（株式に関する経済的利益を証券会社等に移転し、議決権だけを保持することは“empty voting”と呼ばれている²⁴⁴）。この事例において、King の大株主である Perry は、King の株主としての地位に基づく利益追求を目的として、Mylan の株主総会において合併に賛成の議決権行使を企図していたとされている。すなわち、Perry の議決権行使によって合併が成立すれば、Mylan およびその株主は不利益を被る可能性がある状態²⁴⁵になっており、アクティビスト・シェアホルダーである Perry とその他の Mylan の株主との間で利益相反が生じていた。

239 Hu and Black [2006] p. 829, Kahan and Rock [2007] pp. 1073–1074. また、事例の解説として武井・中山・星 [2008] 415～418 頁参照。

240 なお、結果的には、合併は僅差で可決された。

241 Kahan and Rock [2007] pp. 1075–1076, Hu and Black [2006] pp. 828–829, Cohen [2008] pp. 237–238. また、事例の解説として武井・中山・星 [2008] 421～423 頁参照。

242 Carl Icahn は、1980 年代から敵対的買収で名を馳せたアクティビストとして知られている。

243 証券会社との間で、Perry は Mylan の株式とその議決権を保有しながら、株式から生じるリターンのもろを証券会社に移転するというタイプのデリバティブ契約を結んでいた。

244 Empty voting についての整理として太田 [2008a] 25 頁参照。

245 このような、ある会社が不利益を受けることによって利益を得る状況を有する当該会社の株主が、自らの利益追求のために、当該会社の株価に不利益を及ぼすことを企図して行う議決権行使は“negative interest voting”と呼ばれる。

このような状況下で、Mylanの大株主である Carl Icahn は、大量保有報告規制に基づく報告義務²⁴⁶違反を理由に、Perry に対して訴訟を提起したが、その後、合併計画が解消されたことで、当該訴訟も却下された。仮に Perry の議決権行使によって合併が成立し、当該訴訟も継続されていた場合、empty voting について規制が存在しない米国法のもとでどのような判断が下されていたかは興味深い問題であるといわれている²⁴⁷。

ハ. 株主および投資家保護のための規制（特に大量保有報告規制）の回避

現在、わが国や欧米諸国では、大量保有報告規制が設けられており、同制度の背景には、上場会社の株式を一定程度保有するに至った株主がいるという情報は、他の株主にも知らされなくてはならない、または他の株主はそれを知ることには利益があるという政策的判断が存在する²⁴⁸。

もともと、アクティビスト・シェアホルダーからすれば、アクティビスト・シェアホルダーによる株式保有が判明すると、その会社の株価が上昇し、それによって株式の買増しに追加的なコストがかかることから、自分の株式保有についての情報を知られないことに利益を有している。

したがって、大量保有報告規制の存在を前提とすると、同制度によって守られる株主の利益と同制度の適用を回避したいアクティビスト・シェアホルダーの利益との間で利益相反が生じ得る。このような状況下において、大量保有報告規制の適用を回避するためにアクティビスト・シェアホルダーがエクイティ・デリバティブを用いる方策は、“hidden ownership”や「ステルス・テークオーバー」といわれており、海外では現実に問題になった事例がいくつかある²⁴⁹。

まず、ニュージーランドにおける 2001 年の事例では²⁵⁰、以下の手法を用いて、ヘッジ・ファンドである Perry が、Rubicon Ltd. という会社の株主総会の直前に突如として株式の 16% を所有することになった。Perry は、複数の証券会社との間で Rubicon Ltd. の株式にかかる現金決済型のエクイティ・スワップ（いわゆるトータル・リターン・スワップ²⁵¹）契約を結び、株式は持たないが、あたかも Rubicon Ltd. の株主に

246 1934 年証券取引法 (Securities Exchange Act of 1934) 13 条(d)項。

247 Kahan and Rock [2007] pp. 1076–1077, Hu and Black [2006] pp. 861–863.

248 なお、大量保有報告規制については、2つの問題があると考えられる。第1に、違反があった場合の会社法上の効果が自明ではないという問題がある。具体的には、大量保有報告規制に違反したことを理由に、会社は議決権行使を認めないことができるのか、という問題である。第2に、形式的には大量保有報告規制が遵守されているものの、複数の株主の持分を合計すれば同規制の対象となる場合において、これら複数の株主が共同して議決権を行使したときに、会社は、会社の利益またはその他の株主の利益を保護するためになおとり得る方策があるのか、という問題である。

249 こうした事例を紹介するものとして、太田 [2008a] 参照。

250 Hu and Black [2006] pp. 836–838.

251 トータル・リターン・スワップとは、エクイティ・デリバティブの一種であり、「ショート」(売り持ち)ポジションを有する者は「ロング」(買い持ち)ポジションを有する者に対して、特定された原資産のパフォーマンスを基礎としたキャッシュ・フローを支払い、これに対してロング・ポジションを有する者は、合意された想定資本について一定のレートによる利子を支払うアレンジをいう。太田 [2008a] 24 頁参照。

なっているかのような関係（ロング・ポジション）に立った。この契約では、契約期間中に Rubicon Ltd. の株価が上がれば Perry は証券会社から現金を受け取り、下がれば Perry は証券会社に現金を支払うことになっていた。現金決済型エクイティ・スワップ契約において、契約期間の満了に伴う決済は一般に現金で行われるが、スワップのショート・ポジションを持つ証券会社は、取引のリスクをヘッジするために、通常、株式の現物を持っている。証券会社にとっては、現金決済と現物決済のいずれであってもその経済的利益に影響を及ぼさないため、顧客から現金の代わりに株式の現物の引渡しによる決済を求められれば、これに応じることが一般的とみられる。Perry は、この現金決済型エクイティ・スワップ契約を予め複数の証券会社との間で結んで、株主総会の議決権の基準日の直前に全部のスワップ契約を決済して株式を取得することで、短期間で株式の大量保有が可能となった²⁵²。本件において、ニュージーランドの最高裁判所は、英国法では、スワップ取引において契約に現物決済の権利が明記されていない場合には、大量保有報告規制の対象にはならないと判断したため²⁵³、規制の欠缺が指摘されるようになった²⁵⁴。

また、スイスにおける 2007 年の事例では²⁵⁵、ロシアの投資家がコール・オプションを利用して、Perry の事例と同様の方法で、スイスの上場会社の株式を相次いで大量取得し、一部は敵対的買収に実際に成功するに至った^{256, 257}。

米国における 2008 年の事例では²⁵⁸、現金決済型のエクイティ・スワップ（トータル・リターン・スワップ）が問題となった。この事例において連邦地裁は、連邦証券取引法上、当該スワップは大量保有報告規制に基づく開示対象になると判示し、CSX という会社の株式に関するスワップ取引を行ったヘッジ・ファンドである TCI に対して大量保有報告書を提出するよう判決を下した。CSX 側は、大量保有報告規制違反を理由に、TCI の議決権行使についての差止請求をしていたが、差止請求に必要な“irreparable harm”（回復不能の損害）²⁵⁹が立証されていないため、差止請求は棄却された。

252 太田 [2008a] 26 頁参照。

253 ニュージーランド法は英国法とほぼ同様とされる。

254 トータル・リターン・スワップ等のエクイティ・デリバティブについては、開示規制の対象にするというのが各国の規制当局における最近の潮流になっており、こうしたなか、英国では FSA (Financial Services Authority) が、大量保有報告規制を改正し、2009 年 6 月より現金決済型のエクイティ・スワップ（英国では“Contract for Difference”と呼ばれる）について一定の範囲で同規制の対象としている。英国における大量保有報告規制の展開について、太田 [2008a] 26～27 頁参照。

255 Hu and Black [2008] pp. 655–656.

256 この事例において、ディーラーであった銀行は投資家の行動を把握しながら投資家に手を貸したために、スキャンダルに発展し、頭取が辞任する事態となった。

257 スイスではこの事例を契機に、2007 年 7 月、他国に先駆けて大量保有報告規制が改正されており、現在では現金決済型エクイティ・スワップについても大量保有報告規制上の開示対象とされている。太田 [2008a] 27 頁参照。

258 CSX Corp. v. Children’s Inv. Fund Mgmt. (UK) LLP, 562 F. Supp. 2d 511, (S.D.N.Y. 2008), *affirmed without opinion* by CSX Corp. v. Children’s Inv. Fund Mgmt. (UK) LLP, 292 Fed. Appx. 133 (2d Cir. N.Y. 2008). この事例については太田 [2008a] 23～25 頁参照。

259 わが国でいう「保全の必要性」（民事保全法 13 条 2 項）に該当する。

これらの事例は、いかなる場合に情報開示義務を課すべきかという問題を提起するものであるが、以上に挙げた事例のほか、単独の持分では大量保有報告規制の対象とならないアクティビスト・シェアホルダーが共同で議決権を行使する場合をどのように考えるべきかについてもあわせて問題となる。

もっとも、このような議決権の共同行使の問題が注目されているのは、アクティビスト・シェアホルダーによる議決権行使が、経営陣に反対するものが多いためであり、私的な利益を図るために、株主全体の利益に反するような議決権の共同行使をする可能性は、従来から存在する²⁶⁰。

二. 短期的な株主利益と長期的な株主利益の相反

以上のほか、短期的な株主利益と長期的な株主利益との間の利益相反の問題も存在する。具体的には、アクティビスト・シェアホルダーが、株式の売却による短期的な利益を得るために、一時的な株価の上昇を企図して資産の売却や増配を提案することが、いわば企業価値とも言い換えられる長期的な株主利益を毀損する可能性がある。

わが国の裁判例には、敵対的買収者である株主がこのような短期的な利益を追求することを「濫用的」と判断しているように読めるものもある。すなわち、ニッポン放送事件の高裁決定では、「会社経営を一時的に支配して当該会社の事業に当面関係していない不動産、有価証券など高額資産等を売却等処分させ、その処分利益をもって一時的な高配当をさせるかあるいは一時的な高配当による株価の急上昇の機会を狙って株式の高価売り抜けをする目的で株式買収を行っている場合など、当該会社を食い物にしようとしている場合には、濫用目的をもって株式を取得した当該敵対的買収者は株主として保護するに値しない」と判示されている²⁶¹。

(3) 利益相反問題への対応のあり方

イ. アクティビスト・シェアホルダーに対し信認義務を課すことの必要性

以上のように、アクティビスト・シェアホルダーと呼ばれる一部の株主の積極的な行動が、その他の株主との間で利益相反を引き起こす事態が生じているが、伝統的に、わが国においては、株主によるアクティビズムの問題は、利益相反の問題としてではなく、株主の権利行使に関する制約の有無という問題として捉えられ、共益権である議決権の行使は、その結果が他の株主にも及ぶことから一定の制約に服すると考えられてきた²⁶²。具体的には、事前の措置としては議決権行使の差止め、事後の措置としては株主総会決議の取消し（会社法 831 条 1 項 3 号）といった規律

260 こうした議決権の共同行使に関する合意をどのように認定するかについては十分な議論がなされていない。太田 [2008a] 27 頁参照。

261 東京高決平成 17 年 3 月 23 日判タ 1173 号 125 頁。

262 議決権の行使をめぐる議論の概要については、江頭 [2009] 125 頁注 3 参照。

が課されているが、それを超えて自益権に基づく経済的な利益の享受にまで制約を及ぼすという規制は過剰であると考えられてきた。このように、わが国においては、株主の権利行使に関する制約の有無という問題がこれまでの議論の中心であり、株主に義務を課すことの必要性については、議論の主な対象とはされてこなかったといえる。

米国では、近年、株主の積極的行動によって生じる利益相反の問題に対処するため、アクティビスト・シェアホルダーに信認義務を課すべきであるという見解が注目を集めている²⁶³。すなわち、従来、米国では、信認義務を課される対象は、取締役その他の役員以外では、原則的には支配株主に限られていたが²⁶⁴、少数株主たるアクティビスト・シェアホルダーが利益相反状況に立った場合には、会社およびその他の株主に対して信認義務を負うという一般的な法理を確立すべきであるという主張がみられている。こうした主張は、信認義務違反の訴訟および株主代表訴訟の対象として、アクティビスト・シェアホルダーに対するクラスアクションの提起を可能とすることを目的にしていると考えられる。また、米国においては、フィデューシャリーとしての地位が認められた場合、取引の公正性についての証明責任が課されることから、アクティビスト・シェアホルダーに証明責任を課するという実益を志向しているともみられる。

しかし、アクティビズムには、経営に対する規律効果、すなわち、経営陣に対し、株主の積極的な行動の対象となることを避けるために株主の利益を重視する経営を行うインセンティブを与えることがある²⁶⁵という、プラスの側面も存在する。また、アクティビスト・シェアホルダーは、通常、大口の株主であるとはいっても少数株主に過ぎない²⁶⁶。こうしたことから、アクティビスト・シェアホルダーに信認義務を課するという考え方は、今のところ米国でも少数であると思われる。

わが国において、例えば、アクティビスト・シェアホルダーが、議決権を濫用的に行行使する場合、裁判所は、その他の株主からの訴えに基づき、そうした濫用的な権利行使を差し止めることができるにとどまる。他方、アクティビスト・シェアホルダーに対して何らかの法的義務が認められれば、その他の株主は、当該義務に基づく責任を追及するという手段をとることができる。したがって、義務の存否は、法律がとる手段の選択という意味では重要な問題であると考えられる。しかし、現時点においては、支配株主の信認義務ですら認められるかどうかが明確ではなく、アクティビスト・シェアホルダーに信認義務を課するという考え方については、さらなる検討を要するといえよう。

263 Anabtawi and Stout [2008].

264 ミルハウプト [2009] 89～90 頁参照。日本において支配株主に義務を課す必要性について言及するものとして、例えば江頭 [2009] 403 頁注 4、玉井 [2009] 参照。

265 武井 [2008a] 79 頁参照。

266 比較法的には、フランスにおいて少数株主の信認義務を認める議論が最も盛んである。

ロ. 利益相反への対応

アクティビスト・シェアホルダーに信認義務を課すという議論は、その議論の発端となった米国においてもなお少数意見であること、また、アクティビスト・シェアホルダーの行動には経営への規律付けという正の効果もあることに鑑みれば、実的な対応としては、アクティビスト・シェアホルダーに信認義務を課すか否かという議論ではなく、生じた問題ごとに法的対応が必要か否か、必要な場合にはどのような対応をとるべきかを検討するのが妥当であろう。とり得る対応としては、開示規制と、特定の行為そのものを禁止するという実質的な規制があり得る。

なお、規制の導入を検討する際には、株主の積極的行動に伴い利益相反状況が生じることを規制するベネフィットと、規制を課すこと自体のコストに、規制によって価値のある取引も禁じられてしまうコストを加えた全体的なコストとの比較衡量を行う必要がある²⁶⁷。こうした観点からは、すべての empty voting を規制の対象とすると、そのコストは膨大なものになり得ることに留意を要する。

以上を踏まえ、以下では、上記 7. (2) で挙げた 4 種類の利益相反について個別の対応を検討する。

(イ) グリーンメール

わが国において、会社が株主からのあからさまなグリーンメールに応じることは、違法とされる可能性が高く、グリーンメールに対する一定の対応が既に整備されているともいえる。すなわち、取締役会決議限りで自己株式を取得することについては依然として厳しい制約が課されており（会社法 163、165 条、459 条 1 項 1 号）、上場会社であっても市場価格を超える値段で買い取ることは難しい。また、株主の権利行使に関する利益供与となり、刑事罰が科される可能性もある（同法 120、970 条）。

しかしながら、TCI と電源開発の事例²⁶⁸において、電源開発の株式を保有していた TCI は、株式買取請求権を行使する際の価格を理論上操作することを通じて、市場価格よりも有利な価格で電源開発に株式を買い取らせた結果、グリーンメールに対する規制のいわば「裏口」から、実質的にはグリーンメールによって利益供与を受けるのと同様の経済的な利益を上げたと評価することもできなくはない。

もっとも、株式買取請求の場合についても、その適切な運用を確保するための一定の手立ては存在する。すなわち、株式買取請求に応じる会社は、公正な価格で株式を買い取らなくてはならないため、取締役会としては、買取価格が公正であることについて注意を払わなければならないが、不公正に高い値段で株式を買い取った場合には、取締役の善管注意義務違反による責任が生じる²⁶⁹。

267 また、規制については、問題が発生していることが明らかな事象を捉えてそれを規制すると、規制の対象となっていない分野で新たな問題が発生するということが一般的には考えられるため、アクティビスト・シェアホルダーに対する法的な規制の導入の是非を考える場合にもこのことを念頭に置く必要がある。一例としては、買取防衛策を厳格に規制すると、株式の持合いが頻発するということが考えられる。

268 前掲注 230 参照。

269 これに関連する問題として、ブルドックスソース事件（最決平成 19 年 8 月 7 日民集 61 卷 5 号 2215 頁）によって提起された敵対的買取者への金銭補償の要否に関する問題がある。この問題は、補償はなくて

(ロ) 相反する投資ポジションから生じる問題

会社法が1株1議決権の原則を採用する理由については、共益権としての議決権と自益権としての会社から経済的な利益を受ける権利とが一体である場合、株主のインセンティブが歪みにくいという説明が可能である。株主が保有する株式と相反する投資ポジションを持つことから生ずる利益相反の問題は、近年の金融手法の発展に伴い、議決権と経済的な利益に対する権利を実質的に分離するという、会社法において従来想定されていなかった状況において生じる株主のインセンティブの歪みに対してどのように対応するかという問題として捉えることもできる²⁷⁰。

具体的に、保有する株式と相反する投資ポジションを持つ株主が、会社の企業価値やその他の株主の利益に反するかたちで議決権を行使した場合を想定すると、この場合にとり得る対応としては、会社法に基づく株主総会決議の取消しの訴え（同法831条1項3号）と、解釈論または立法論上の対応としての議決権制限が考えられる。

第1に、わが国の会社法では、利益相反のある株主を特別な利害関係を持っている株主と考え、その株主の議決権行使により著しく不当な株主総会決議が成立した場合、その総会決議の取消しの訴えが認められると考えられる。

しかし、株主総会において決議が否決されることによって利益を得られるような何らかのポジションをアクティビスト・シェアホルダーが有する場合においても利益相反の問題は生じる可能性があるにもかかわらず、否決された決議の取消しについて訴えの利益は認められないと考えられる。仮に、訴えの利益が認められたとしても²⁷¹、救済の実効性には疑問も残るため、株主総会決議の取消しだけでは利益相反の解消に向けた十分な手立てとはならない。

第2に、株主の積極的な行動に基づく利益相反への対応として、株主の議決権を制限することが考えられる²⁷²。例えば、Henderson Investmentの事例のように、株主によって濫用的に議決権が行使されている場合、解釈論上、権利の濫用を理由に、その差止めの仮処分を申し立てることが、議決権を制限するひとつの方策として考えられるが、裁判所において実際に当該申立てが認められるかについては明らかではない²⁷³。そこで、立法論として、一定の要件のもとで株主の議決権を制限する旨の規制を導入することが考えられる。

も相当な範囲で防衛策をとる余地があることを明確化しないと解決しない。企業価値研究会は、金銭補償がなくても相当の範囲では防衛策（特にライツプラン型買収防衛策）をとり得ると述べている（企業価値研究会〔2008〕10、14頁参照。企業価値研究会の報告書の解説として武井〔2008b〕参照）。このような整理については、金銭補償はライツプラン型買収防衛策の機能に根本的に反する行為といえるため、正当な整理として評価できる。武井・石崎〔2009〕13頁参照。

270 同様の指摘として、武井〔2008a〕77頁、酒井〔2009〕178頁参照。

271 下級審裁判例には、否決された株主総会決議の取消しの訴えについて、訴えの利益を認めたものがある（山形地判平成元年4月18日判タ701号231頁）。

272 例えば、大量保有報告規制への違反等の一定の要件のもとで、株主名簿上の株主の議決権の停止を可能とする制度の創設について、今後の検討課題として指摘する見解がある。太田〔2008a〕28頁参照。

273 同様の指摘として太田〔2008a〕28頁参照。このほか武井〔2008a〕79頁参照。

米国における議論では、議決権の制限を認めるとしても、立法ではなく、まず定款自治による解決を図ること、すなわち、定款を変更して株主の議決権を経済的な利益を有する株主に限定して付与することで、**empty voting** は認めないという対応を可能とすべきとの主張がある²⁷⁴。そのなかでは、**empty voting** の範囲は広く捉えられており、株主名簿上の名義株主ではあるが株主総会の時点で株式を持っていない場合だけでなく、株式は形式的に保有しているがトータル・リターン・スワップ等のデリバティブによって経済的利益は移転しているという場合も含めて、定款に議決権の行使を認めないと定めを設けることによる対応が提案されている²⁷⁵。また、例えば会社の株価が下落すれば自らは利益を得るという **negative economic interest** を持つ株主については、定款で定めるまでもなく、法律によって議決権の行使を禁止すべきとされている²⁷⁶。

わが国の判例²⁷⁷では、株主が株式を保有しているが名義を書き換えていない場合、会社の判断で、実質株主に権利行使を認めてよいと判示されているが、基準日を定めるときにはその判例の適用はなく、基準日の株主に権利行使をさせなくてはならないというのが、現在の判例上のルールと思われる。例外的に、基準日以後に新株発行したときは、基準日株主ではないにもかかわらず、新株発行によって株主となった者にも権利行使を認めることができるが、基準日株主の権利を制限することはできない（会社法 124 条 4 項）。このように、現在の会社法および判例によれば、株主総会時点での株主に議決権を認めることは、基準日株主の権利を害することとなることを理由に認められないと考えられる。また、株式は形式的に保有しつつもトータル・リターン・スワップ等のデリバティブによって経済的利益を移転すること、およびそうした状況下で議決権を行使することは、会社法上禁止されているわけではない²⁷⁸。

したがって、現在のわが国では、**empty voting** を法解釈上認めざるを得ない状況となっており、何らかの制度改革の余地があると考えられる。例えば、株主が、デリバティブ等の手段を利用して経済的利益は持たずに議決権だけを持つという状態を作出したうで、**negative interest voting** の場合のように議決権行使を通じて会社の企業価値や他の株主の利益を害するという状況においては、議決権を制約する旨の規制を導入することで、会社および株主の利益保護が図られるばかりでなく、社会全体の利益²⁷⁹の減少も防止されるという意義も見出すことができるだろう。もっとも、議決権行使に制約を設けることに要する現実的なコストは大きく、その採否

274 Hu and Black [2008] p. 697.

275 このような定款による対応を認める条件として、議決権行使の制限を決定する際に会社の裁量による恣意的な判断を認めないことが挙げられている。Hu and Black [2008] p. 698.

276 Hu and Black [2008] p. 701.

277 最判昭和 30 年 10 月 20 日民集 9 卷 11 号 1657 頁。

278 わが国の会社法においては、例えば、議決権と会社から経済的な利益を受ける権利とを形式的に分離して、議決権は A に、他方を B に帰属させるという行為は認められない。両方が形式的に A に帰属していれば、エクイティ・スワップ等の契約を B と締結することが禁止されているわけではないが、米国とは異なり、会社法上、法的有効性に疑義が生じる場合もあり得よう。

279 前掲注 31 参照。

は慎重に検討すべき課題といえよう。

(ハ) 株主および投資家保護のための規制（特に大量保有報告規制）の回避

株主が、保有する株式と相反する投資ポジションを持つことから生ずる利益相反の問題に対して、株主総会決議の取消しや議決権の制限という対応を講ずるうえで、委任状勧誘規制や大量保有報告規制を通じて、利益相反状況そのものを的確に把握することが前提となる。

まず、委任状勧誘規制についてみると、現在の同規制では、勧誘者自身について名前と住所等の最低限の情報しか開示しておらず、勧誘者が株式の発行会社の議決権のほかに何らかの相反する投資ポジションを有することについては開示の対象にならない。このため、例えば、保有する株式と相反する投資ポジションを持つ株主が、当該投資ポジションに基づく利益追求という真意を隠したまま、その他の株主に対して、会社の企業価値や株主利益の向上を名目に委任状勧誘を行う場合、委任状勧誘に基づく議決権の代理行使について、差止めの要否を判断することができないと思われる²⁸⁰。

また、委任状勧誘規制の適用範囲の問題として、同規制は委任状を勧誘したときにだけ適用されるために、単に株主総会での議案に対して賛否を呼びかけるだけでは規制対象にならないということがある²⁸¹。

以上を踏まえると、株主の積極的な行動に伴う利益相反への対処方法のひとつとして、わが国の委任状勧誘規制に関する開示制度にはなお改善の余地があると思われる。

次に、わが国の大量保有報告規制は、「株券等」を、発行済総数の5%以上保有する者は開示規制の対象になるというルールを採用しているが、規制対象の範囲が十分でない場合には、資本市場の公正性および透明性を高めることを通じて、株主および投資家の保護を図るという同規制の目的を達し得ない。

株式と相反する投資ポジションを持つために用いられるデリバティブが開示規制の対象に含まれるか否かに関して、欧米では、開示事項を拡大し、大量保有報告者の貸株や借株の状況のほか、トータル・リターン・スワップ等のデリバティブのポジションまで開示させることで、株主間の利益相反状況を明らかにするという方向での議論がみられる²⁸²。この点、わが国において、株券等の大量保有の状況の開示に関する内閣府令第1号様式記載上の注意(14)では、「保有株券等に関する貸借契約、担保契約、売戻し契約、売り予約その他の重要な契約又は取決め」が開示事項になっている。ここでの「保有株券等に関する」という規定を厳密に解釈すれば、現金決済型のエクイティ・デリバティブは開示の対象にならないという問題があると思わ

280 委任状勧誘を行った株主が、それに応じた株主の代理人として行った議決権行使の差止めに関する議論として、田中 [2008] 10 頁参照。

281 田中 [2008] 参照。

282 欧米における対応については太田 [2008a] 23~27 頁参照。また、米国における議論として Hu and Black [2006, 2008] がある。

れるため、これを大量保有報告規制の対象に含めることの要否についてさらなる検討が望まれよう²⁸³。

(二) 短期的な株主利益と長期的な株主利益の相反

アクティビスト・シェアホルダーによる短期的な株主利益の追求が長期的な株主利益を毀損する可能性は否定できない。しかしながら、例えば会社に遊休資産がある場合、これを売却して株主への分配を増やすことは一部のアクティビスト・シェアホルダーだけではなく、すべての株主の利益になるため、そうした行為自体を濫用的と評価することは適切ではないだろう。また、一部の株主による積極的行動がすべての株主の利益になるという認識のもとで株価が上がっているとすれば、株価が上昇した時点でアクティビスト・シェアホルダーが株式を売却し、短期的な利益を実現したとしても問題はないと思われる。

このような株主の行動が、その他の株主の長期的な利益との間で利益相反に該当する状況があるとすれば、それは次のような前提を置く必要があると考えられる。第1の前提は、ある時点において有効に活用していない資産または現金があるとしても、それは将来的には会社の事業・投資のために必要なものであること。第2の前提は、第1の前提が株式市場において認識されておらず、資産を処分してその対価を株主に分配すると株価が一時的に上がるが、客観的には資産の処分およびその分配は、会社の将来の事業に支障を来し、長期的な株主利益に反するため、長期的には株価が下がること。そして第3の前提は、アクティビストが第2の前提たる事実気づいていること（長期的に株主の利益になるとすれば、アクティビスト・シェアホルダーには、株価の一時的な上昇を捉えて株式を売り抜ける動機が必ずしもあるわけではない）。

もっとも、これらの前提が全部満たされているかどうかを確認することは容易ではない²⁸⁴。短期的な株主利益と長期的な株主利益の相反については、裁判所や規制当局がそれを判断し、抑止することは現実には困難を伴うと考えられるため、現状において、法律上の対応にはおのずから限界があると思われる。

283 この問題について、規制当局は、現金決済を行うことを前提としてコール・オプションを取得する場合でも、大量保有報告規制上、株券等の現物の交付を請求する権利さえ付与されているのであれば、現物決済を前提として取得する場合と同様に「対象有価証券カバードワラント」に該当し、「規制の対象となると考えているようである」とする見方がある。太田 [2008a] 27～28 頁。

284 株主によるアクティビズムの実証研究として、米国において Brav らが行った研究によれば、アクティビスト・シェアホルダーの株式保有の公表によって株価は上昇することが示されているものの (Brav, Jiang, Partnoy, and Thomas [2008], 井上・加藤 [2007] 参照)、より長期間で株価の推移を観察することや異なる時点で同様の実証研究を行えば、違う結果が導かれる可能性がある。

8. 格付機関に関する問題

(1) 問題の所在

金融・資本市場において格付機関は、いわゆるゲートキーパー²⁸⁵として格付情報の提供を通じて社債等の債券や証券化商品の発行会社と投資家との間に存在する情報の非対称性を緩和する、換言すれば、発行体による情報の生産や投資家による情報の入手に伴う取引費用を低減するという重要な役割を担っている。しかしながら、先般の米国のいわゆるサブプライム問題において、格付機関は、サブプライムローンに裏付け資産とする証券化商品についてその実態に比べて高い格付けを付与していたのではないかと批判され、格付機関に対する規制導入・強化の動きが国際的に進展した²⁸⁶。こうしたなか、わが国においても、2009（平成21）年に、金商法の改正によって格付機関に対する規制が導入されるに至っている²⁸⁷。

このように公法的な対応が進展する一方で、私法の観点からは、以下のような格付機関の投資家に対する民事責任に関する問題と格付けをめぐる利益相反の問題が指摘されている。

まず、投資家に対する格付機関の民事責任の問題である。格付けに関する契約は、発行体と格付機関で締結されるものであり²⁸⁸、格付機関は投資家に対して契約上の責任を負うことはなく、格付機関が投資家に対してどのような民事責任を負うのか、または負わないのかは明らかではない²⁸⁹。また、金商法によって格付機関に対する

285 ゲートキーパーについては前掲注4参照。格付機関のほか、証券アナリストおよび会計監査人は、いずれもゲートキーパーとして位置付けられているが、以下の点で格付機関とは異なる特徴を有する。

証券アナリストが提供する情報は、信用分析を行う格付機関の意見以上に主観的かつ不確実性の高いものと理解されており、むしろ多様性があることに意義があるといえる。また、証券アナリスト個人が多額の賠償を負担することの現実性、訴訟リスクに伴う証券アナリストのサービスの萎縮、およびそれが市場に与える影響をあわせて考えれば、証券アナリスト個人に対して民事責任を課すことは、格付機関に比べて難しいと考えられる。

会計監査人が提供する財務諸表の監査証明については、高い確度が要求され、格付けに比べ客観的な情報としての性格を有する。会計監査人は任務懈怠に基づく損害賠償責任を会社に対して負うほか（会社法423条1項）、虚偽記載等に基づく損害賠償責任を第三者に対しても負うため（同法429条2項4号）、義務や責任の内容が明らかではない格付機関に比べて、その義務および責任が明確となっている。

286 例えば、2008年11月15日に開催された「金融・世界経済に関する首脳会合」（G20）では、「合意され強化された国際的行動規範に整合的に、信用格付会社に対する強力な監督を実施していく」こと等について合意が交わされた。格付機関に対する規制の導入に関する国際的な動向については、野崎〔2009〕60～62頁参照。

287 金商法改正により、格付機関について、①登録制、②登録を受けた者（信用格付業者）の誠実義務・業務管理体制の整備義務・禁止行為、③監督体制（報告徴求、立入検査等）等が明記された。

288 格付けには、発行体からの依頼に基づき、発行体と格付機関が契約を締結したうえで格付機関が付与する依頼格付と、発行会社からの依頼がないにもかかわらず格付機関が格付けを付与するいわゆる「勝手格付（非依頼格付）」が存在するが、本報告書においては、特に明示しない限り、依頼格付を想定した検討を行うこととする。なお、勝手格付の場合には、依頼格付の場合に比べ低い格付けが付与される傾向が指摘されている。下田・河合〔2007〕7頁参照。

289 格付機関の投資家に対する民事責任についての検討として、江頭〔1991〕36頁、高橋〔2001〕68～71頁、森下〔2009〕1頁等参照。

規制が導入され、登録を行った格付機関には誠実義務（同法 66 条の 32）が課されることとなったからといって、そのことから直ちに格付機関が投資家に対して民事法上の責任を負うこととはならない。しかし、格付けが投資家の投資判断に及ぼす影響の大きさに鑑みれば、格付機関に対してどのような民事責任を課することが格付機関の機能向上に向けたインセンティブ付けにつながるかという問題は、規制の導入とは別に検討に値する問題だといえる²⁹⁰。

次に、利益相反については、格付機関は、発行体に対して契約上の義務を負う一方で²⁹¹、投資家の格付けに対する信頼は法的保護に値するものだと考えれば、発行体の利益と投資家の利益との間で利益相反が生じ得るため、これに対してどのような対応をとるべきかが問題となる。

そこで、以下では、格付機関に関するこれらの問題を検討するとともに、企業金融に対する格付けとストラクチャード・ファイナンス²⁹²に対する格付けとでは格付けを付与する対象やそのプロセス等が異なるため、ストラクチャード・ファイナンスにおける格付けの問題についても検討する。

(2) 格付機関の投資家に対する民事責任と利益相反問題への対応

Ⅰ. 格付機関の投資家に対する民事責任

(イ) 民事責任の必要性

金商法において「格付」は、金融商品または法人の信用状態に関する評価の結果について、記号または数字を用いて表示した等級と定義される²⁹³。

世の中で評価結果を表示する等級が付与される例は、当然のことながら金融商品または法人の信用状態に限られない。例えば、レストランガイドにおいても等級が付与されるが、最高級のランクを与えられている店で提供された料理に満足できな

290 米国においては、これまで、格付機関の付与する格付けが不正確であったことを理由とする訴訟が提起されることはあったが、格付けは憲法で保障された表現の自由に基づく意見の表明であることを理由に、格付機関が免責されてきた。しかし、2009 年 9 月には、私募形式で発行された証券に対する格付けについて、格付けが流布する範囲が制限されていることを理由に、憲法によって保障されるものではないとの判断がニューヨーク連邦地裁において下された（Abu Dhabi Commer. Bank v. Morgan Stanley & Co., Inc., 651 F. Supp. 2d 155 (S.D.N.Y. 2009)）。

291 投資家と異なり、発行体は格付機関に対して契約責任を追及できるため、格付機関の発行体に対する責任は特に議論を要しないようにも思われる。しかしながら、発行体にとって格付けは、債券や各種証券の発行・流通市場においては格付けの取得がほぼ不可欠の条件となっていることから、金融・資本市場にアクセスするためのいわばパスポートとしての重要な役割を果たしているといえるだけでなく、格付機関間の競争が寡占による不完全競争とみられる場合には、発行体が契約を通じて格付機関に適切な責任を課することが困難となり、格付機関による優越的地位の濫用がないか等の議論が必要となろう。

292 ストラクチャード・ファイナンスについては、確立した定義があるわけではないが、国際決済銀行による定義では、①担保資産を集約し、②当該資産が担保する債務を階層（トランシェ）に分け、③独立した特別目的事業体を利用して、担保資産の集合体の信用リスクをオリジネーター（原資産保有者）の信用リスクから切り離すことを特徴とするものとされている。高橋 [2009] 270 頁参照。

293 金商法 2 条 34 項。

かった客がレストランガイドの発行者に対して損害賠償請求を行ったとしても、そのような請求が認められることは想定し難い。

これに対し、格付機関については、以下の点において、投資家の信頼を保護する必要性が高いといえるように思われる。

第1に、格付けは、投資判断を行う際の重要な参考情報として利用されており、信用リスク等に関する専門機関としての格付機関が有する能力や情報量の多さを理由に、一般的には、投資家は格付けの内容に対し高い信頼を寄せていると思われる。投資家が例えば機関投資家である場合、格付けを信頼した機関投資家の判断の影響は、機関投資家の背後に存在する顧客、すなわち実質的な資金の拠出者にまで波及する可能性があることからすれば、格付機関による格付けが金融・資本市場に及ぼす影響は大きいと評価できる。

第2に、わが国においては、2009（平成21）年の金商法の改正以前から、一定の格付機関が付与する格付けを公的に利用する目的で、金融庁により指定格付機関および適格格付機関が指定・選定されていた²⁹⁴。また、同年の金商法の改正によって、格付機関に対する登録制が導入されるとともに、登録を受けた格付機関は「信用格付業者」として金商法に位置付けられることとなり、従来の指定格付機関制度については、これを廃止して「信用格付業者」に統合する一方、適格格付機関制度については、制度そのものは維持したうえで「信用格付業者」であることを適格格付機関の選定要件とすることで両者の整合性を図るとの整理がなされている²⁹⁵。このように、格付機関が付与する格付けの公的な利用によって、格付けの正確性に対して、いわば「お墨付き」が与えられているような認識を投資家に持たせるという意図せざる効果が生じる可能性は否定できない²⁹⁶。

なお、格付機関の民事責任を導く必要性が投資家の格付けに対する信頼から見出されるとしても、格付機関は、格付けの対象となる発行体から格付けの対価を受領するため、下記8.(2)ロ.において述べるように、発行体に有利な評価をする可能性があることからすれば、投資家がどのような理由で格付機関が付与する格付けを信頼するかが問題となる。これに対するひとつの答えとしては、格付機関が格付けを付与するプロセス、評価方法およびその際の行動規範等を対外的に公表しており、公表された内容およびそれを遵守していることへの信頼が格付けに対する信頼の形成

294 指定格付機関は、企業内容等の開示に関する内閣府令1条13号の2に基づいて金融庁長官から指定を受けた格付機関で、格付実績、人的構成、組織、格付けの方法、資本構成その他発行者からの中立性に関する事項等を勘案して指定されたうえで、一定の目的のために金融行政上利用された。

適格格付機関は、銀行の自己資本比率の計算上、利用可能として金融庁長官から選定を受けた格付機関で、選定に当たっては、格付機関および格付評価の客観性、独立性、透明性、組織構成および信頼性等に関する基準に照らして適格性が判断される。

295 金融審議会金融分科会第一部会 [2008] 8~9 頁参照。

296 例えば、かつての指定格付機関制度について、高橋 [2001] 82~83 頁では、「格付機関指定制度を用い、その上で当該機関の格付を特に注記なく証券取引法の規制の中に組み込むという態様は、あたかも高度な責任に裏付けられた正確性の保証が存する機関の評価のように解されかねない形になっていると思われる」と指摘されている。また、野田 [2008] 96 頁注 145 では、格付機関が不適切な評価をすることに対する民事責任の実効性が、指定格付機関制度等の公的制度の妥当性にもかかわり得ると指摘されている。

につながっているとも考えられる²⁹⁷。このほか、格付機関は、長年にわたり格付けを付与することを通じて、投資家からの評判を獲得しており、そうした評判が格付機関の営業活動を支える資本（reputational capital）となっている。そのため、発行体に有利な評価をすることから得られる期待利益よりもそれにより評判を毀損する期待損失が大きく、格付機関にとっては正確な格付けを付与することが合理的な行動と考えられることが、投資家が格付けを信頼する理由とされている²⁹⁸。

（ロ）民事責任の法律構成

格付機関に投資家に対する民事責任を課することが妥当であるとしても、格付機関と投資家との間に契約関係が存在しないなかで、そうした責任を導く法律構成としては、次の2つが考えられる。

第1は、格付機関と発行体との格付契約を投資家のためにする契約、すなわち第三者のためにする契約（民法537条）と捉えることも検討に値する。この場合、受益者である投資家に対して諾約者である格付機関は債務を負うこととなるため²⁹⁹、格付機関の付与する格付けが債務の内容に違反する場合には、格付機関は投資家に契約上の責任を負うこととなる³⁰⁰。米国において、例えば自動車のメーカーが購入者に対して交付する保証書では、事故が起きた場合、購入者だけでなく同乗者や借用者に対してもメーカーが保証責任を負うこととなっている。この例にみられるように、契約責任が契約関係を超えて及ぶこと、言い換えれば契約責任を拡張することは、格付契約を第三者のためにする契約と捉えることによって認められよう。

第2は、不実表示（misrepresentation）を理由とする不法行為責任である³⁰¹。裁判例には、社債のデフォルトにより損失を被った投資家が、格付けの判定等が不適切であったことを理由に格付機関に対して不法行為に基づく損害賠償請求を行った事例において、格付機関が恣意的ないし不公正な格付けを行った場合³⁰²、格付けの前

297 例えば電子署名においても、電子署名を必要とする当事者が、認証機関に対して対価を支払うことで自らの書面について真正性を証明してもらい、それを信頼するのは第三者であるという関係がみられる。ここでも第三者の電子署名に対する信頼は、認証機関が認証業務規程に基づく審査方法と審査結果を公表していることによって形成されると考えられよう。このような仕組みの説明として、森田（宏樹）[2005] 54～59頁参照。

298 Coffee [2006] p. 4.

299 ここで想定される債務は、いわゆる「手段債務」、すなわち、債務者の帰責事由を認定するためには、結果の不実現のみならず債務者に行為義務違反があったことを必要とする債務と考えられ、格付けの正確性に問題があったという結果をもって直ちに格付機関の債務不履行が認められる性質のものではないと考えられる。手段債務については、森田（宏樹）[2002] 47頁参照。

300 第三者のためにする契約においては、受益者から諾約者に対して受益の意思表示を行うことを条件に、受益者の権利が発生するとされている（民法537条2項）。しかしながら、立法論としては、受益者に負担のない債権を帰属させる場合であれば、受益の意思表示を待つまでもなく効果を生じさせても不都合は生じないと考えられよう。例えば、民法（債権法）改正検討委員会 [2009] 411頁参照。

301 格付けには情報の正確性は保証しない旨の注意書きが付されており、これを理由に格付機関の「投資家に対する法的責任は容易には認められないのではないだろうか」とする見解があるが（森下 [2009] 1頁）、このような注意書きによって常に格付機関が免責されるとは限らないと考えられる。

302 経済的な損失を被った投資家に対する不法行為法による救済を検討する能見 [2009] 320頁では、「有価証券報告書の偽造があった場合には、同報告書は、投資家が判断のよりどころとするものであるから、か

提となる事実と重大な誤認があった場合または判断の過程に明らかな矛盾や不合理があった場合には、投資家に対して損害賠償義務を負う余地があるとしたものがある³⁰³。もっとも、格付けの内容を信頼したために投資家が損失を被った場合に、格付機関の投資家に対する損害賠償責任を認めることは、格付機関の経済活動に対し委縮効果を及ぼし得ることから、不法行為責任を認める範囲については慎重な検討が必要であろう³⁰⁴。

(ハ) 責任追及の実効性

以上のように、格付機関に対して民事責任を導く一定の必要性や法律構成は見出せるとしても、格付機関に対して実効性のある責任追及をどのように行っていくかは難しい問題である。その理由としては、まず、訴訟手続上、将来にわたる信用判断が客観的に間違っていることを証明することはおよそ困難であることが挙げられる。また、仮にそのような証明が可能だとしても、裁判所が、専門家たる格付機関が行った信用リスクの評価の正確性を判断することは容易ではない。さらには、事後的に裁判所がそうした判断をすることが、格付機関が行う評価について抑制的な効果を及ぼすこととなれば、金融・資本市場において格付機関に期待されている発行体と投資家との間に存在する情報の非対称性の解消に向けた役割の発揮に支障を来しかねない³⁰⁵。

かる虚偽の報告書を作成・公表した会社は、これを信頼して投資に関する決定をし、損失を被った投資家に対する関係で、その投資家を害しないように注意する義務があったとされる可能性がある」と指摘されている。格付けを投資家が信頼して損失を被った場合を考えると、格付けと有価証券報告書とを比較すると、格付けは有価証券報告書と同じレベルでの正確な情報提供までは要求されているとはいえ、投資家の信頼も有価証券報告書の場合と比較するとその度合は低いと考えられる。

303 名古屋高判平成 17 年 6 月 29 日（裁判所ホームページ掲載）では、格付機関の格付けが投資家に及ぼす影響を理由に、格付機関の投資家に対する責任を認める相当性について言及されている。具体的には、社債のデフォルトにより損失を被った投資家が、格付けの判定等が不適切であったことを理由に格付機関に対して損害賠償請求を行ったところ、格付機関の投資家に対する義務を認めつつも同請求については棄却した事例において、「格付機関の格付けは、信用リスク等に関する専門的な意見として、市場に対して実質的に大きな影響力を有するものであり、その意味で当該企業にとっても、また投資家にとっても重大な影響を与えるものであり、また特に一般投資家にとっては、自らの情報量や知識、判断力の欠如を補完する専門的知見としての意味を有するものとして、これを信頼することになるのであるから、格付機関は、信義則上、誠実公正に格付けを行うべき義務を有している。それ故、格付機関が、上記誠実公正に格付けを行う義務に反して恣意的ないし不公正な格付けを行った場合や、当該格付けの評価の前提となる事実と重大な誤認がある場合、判断の過程に一見明らかな矛盾や不合理が認められる場合等、およそ結果としての格付け（判断）が合理的な意味を有するものと認められないような場合には、格付機関は、これによって生じた損害を賠償すべき義務を負うと解するのが相当である」と判示されている。

304 物的・人的侵害を伴わないで、被害者に経済的な損失だけが生じる純粋経済損失が問題となる場合には、そこでの経済的利益が保護に値する利益かどうかを問うことによって不法行為の成否を議論することができるとする見解がある。この見解は、あらゆる純粋経済損失を理由に損害賠償が認められるとすれば、「どのような経済活動が他人に（それも遠く離れた他人に）損失を与えるか分からないから、怖くて経済活動はできない」ため、「われわれの社会・経済活動が不相当な負担・リスクにさらされること」のないよう不法行為の成否を考えていくべきと指摘する。能見 [2009] 342 頁。

305 このほか、格付機関に民事責任を課すことによる不都合として、①格付機関において継続的なモニタリングを強化するための費用が必要になり、格付けの手数料が上昇すること、②訴訟リスク（投資家が高い格付けを参考に投資を行ったにもかかわらず損失を被った場合に、格付けが適切に付与されていなかったことを理由に格付機関を提訴するリスク等）を回避するため格付けに保守的なバイアスがかかる（実態

したがって、責任追及の実効性という観点からは、格付機関が事前に公表していた手続通りの運用がなされていることを検証するための法的手当てを規制等で用意する程度のことしかできないとも考えられる。

ロ. 利益相反問題

格付機関は、発行体に対して契約上の義務を負い、正確な格付けを望む投資家の利益を法的保護に値する利益と捉えれば、発行体の利益と投資家の利益との間で利益相反が生じるように思われる。すなわち、格付機関は、その収入のほとんどを格付機関が評価する対象である発行体からの手数料に依拠しているため、投資判断の材料として正確な格付情報の取得を望む投資家の利益に反して、高い格付けの付与を望む発行体の利益（または格付機関の利益）を凶るという利益相反状況の存在が指摘されている^{306,307}。ここでの利益相反は、格付機関が、発行体からの手数料収入を得るために、正確な格付けを付与することよりも発行体の望む格付けを付与するという誘因を抱くという、いわばインセンティブに歪みが生じているという状況に起因するものと考えられる³⁰⁸。こうした状況は、上記6.(3)ロ.においてみたように、社債管理者が発行体からの手数料収入に依拠することで、社債権者に対して負う義務を適切に履行できなくなるおそれがある状況と類似するといえる。

格付機関は、発行体に対して負っている義務を適正かつ十分に履行しなければならないが、公正かつ適切なプロセスを通じて付与される格付けを上回る格付けを望む発行体の利益は法的保護に値するとはいえず、そうした不当に高い格付けの付与は格付機関が発行体に対して遂行すべき義務の内容とはなり得ないと考えられる。いずれにせよ、上記のインセンティブの歪みによって投資家の利益が害される可能性自体は存在するため、格付機関としてはプロセスの公表等によって格付けを付与するプロセスの公正性を担保する必要があるだろう。

よりも低めの格付けを付与する誘因が働き得る) こと、③格付機関が投資家に対して負う潜在的な損害賠償責任が、発行者から得る手数料に見合わなくなる結果、格付市場が崩壊する可能性があることが指摘されている。Coffee [2006] p. 303.

306 例えば、黒沢 [2009] 21 頁参照。また、米国の判例 (Newby v. Enron Corp. (*In re Enron Corp. Sec., Derivative & "ERISA" Litig.*), 511 F. Supp. 2d 742 (S.D. Tex. 2005)) においても発行体から格付けの手数料を受け取ることによる利益相反の可能性の存在が指摘されている。パートノイ [2006] 102 頁参照。

307 なお、勝手格付においては、不当に厳しい格付けを付与することで、格付機関が発行体に対して格付契約の締結を促す可能性が指摘されており、この問題についても格付機関と発行体との「利益相反」として整理する見解がある。パートノイ [2006] 84 頁参照。他方、勝手格付は発行体から手数料を受け取ることによる利益相反がないため、客観性・中立性という面では依頼格付よりも優れているという見解がある。島 [2003] 71 頁参照。

308 もっとも、一定数の格付機関が、広範に精度の高い格付けを提供するために必要な財源を安定的に確保するためには、かかる財源を完全に否定することは難しいとされる。高橋 [2007] 250 頁参照。

(3) ストラクチャード・ファイナンスにおける格付けの問題

イ. 企業金融との峻別

これまでは、格付けする対象を特段区別することなく検討してきたが、格付けの対象が企業金融とストラクチャード・ファイナンスとでは、状況が大きく異なる。例えば、企業金融の手段として、ある上場企業が社債を発行する場合であれば、発行体である企業自体の信用評価に応じて格付けが付与されるため、発行体が付与される格付けのランクに関与する余地はない。他方、ストラクチャード・ファイナンスの場合は、投資家のリスク選考に合わせ、予め取得する格付けのランクに狙いを定め、その格付けを取得できるような仕組みを設計することが予定されており、仕組み次第でトリプル A の金融商品を組成することもダブル B の金融商品を組成することも可能となっている。

その過程では、狙った格付けを得るために必要となる金融商品の設計方法について発行体³⁰⁹と格付機関との間でコミュニケーションが必要となるが、金商法の改正によって、信用格付業者たる格付機関が助言を行った場合には、格付けの提供等はできないという規制が導入されている（同法 66 条の 35 第 2 号）。その趣旨は、発行体と格付機関との利益相反問題の解消にあるが、助言の禁止の名目で格付機関と発行体のアレンジャーとのコミュニケーションを遮断してしまうと、ストラクチャード・ファイナンスの格付け自体が非常に難しくなってしまうおそれがある。

このような規制の内容は、金商法改正に先立つ IOSCO（International Organization of Securities Commissions、証券監督者国際機構）³¹⁰の基本行動規範（Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies）³¹¹においても採用されている。すなわち、ストラクチャード・ファイナンスについての格付けの正確性や格付けを付与するプロセスに疑問が提起されたことを契機として、2008 年 5 月に改訂された上記の指針では、「格付機関は、格付機関が格付けを付与するストラクチャード・ファイナンス商品の設計に関して、所属するアナリストが提案・推薦を行うことを禁止すべきである」と規定されている（1.14-1）。

ストラクチャード・ファイナンスは、格付機関と投資銀行とが積極的にそれを推進したことが金融危機の一因となったことからすれば、規制の導入自体は妥当であるとしても、ストラクチャード・ファイナンスが持つ資金調達方法の多様化等のメリットに鑑みれば、その実行可能性を確保し得るようなかたちでの規制の運用が望まれよう。

309 実際に格付機関とコミュニケーションをとるのは、発行体からストラクチャード・ファイナンスの組成について依頼を受けた投資銀行であることが一般的である。

310 IOSCO は、世界 109 の国・地域（2008 年 11 月現在）の証券監督当局や証券取引所等から構成されている国際的な機関であり、公正・効率的・健全な市場を維持するために規制の促進・情報交換について協力すること等をその目的とする。

311 IOSCO のホームページ（<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD271.pdf>）参照。

また、上記 8. (2) イ. において述べた格付機関の民事責任についても、企業金融とストラクチャード・ファイナンスとを峻別する必要がある。すなわち、格付機関は、ストラクチャード・ファイナンスを組成する証券会社や投資銀行とのコミュニケーションを通じて、その組成に積極的に関与していることから、企業金融の場合と比べて、ストラクチャード・ファイナンスにおける格付機関の民事責任が肯定される可能性が高い場合があり得ると考えられる。

ロ. 格付機関の独立性

投資家が格付機関を信頼する理由には、格付機関がさまざまな情報や専門知識を有しているということだけでなく、発行体から独立して適切な評価を行うという期待があると考えられる。金商法の改正においても、信用格付業者の誠実義務に関する規定では、「独立した立場において」格付機関はその業務を遂行しなければならないとされている（同法 66 条の 32）。

しかしながら、ストラクチャード・ファイナンスでは、格付機関は、発行体とのコミュニケーションを通じて証券化商品の組成に主体的に関与しているため、「独立した立場において」という要件に抵触すると解釈されかねないようにも思われる。当該規定の運用に際しては、このようなストラクチャード・ファイナンスの特性に配慮する必要がある。

9. おわりに

金融・資本市場の発展のためには、さまざまな金融取引が活発に行われ、かつ、不断の進化を遂げていくことが不可欠である。そこでは、顧客や投資家からの信頼を受けて行動する金融サービスの提供者が重要な役割を果たす。金融サービスの提供者がそうした信頼に反する行動をとることを通じ、顧客や投資家の利益が侵害される場合に、これに適切に対処するための法的な手立てが用意されていなければ、金融取引の円滑が阻害され、市場の発展という目的は適わないであろう。

本報告書では、近年の金融取引の多様化、複雑化やこれに対応する法制度の変容を受けて現出した新たな事象をいくつか取り上げ、それぞれにおいて、顧客や投資家からの信頼を受けて行動する金融サービスの提供者が負う義務の内容について検討した。その際は、基本的にはおのおのの事案に適用されるわが国の実定法や契約上の概念を用いて義務内容の具体化を試みるというアプローチをとり、そうした作業は信認義務の名のもとに日本法に新たな義務を導入する必要性を探ることにもつながるのではないかと考えた。

個別の事例の検討を通じて明らかになったことは、金融取引の多様化、複雑化に伴い、投資家および顧客が金融サービスの提供者に対して寄せる信頼の内容も多様化、複雑化しており、その結果として、わが国において従来存在する法概念が、これまで想定しなかったようなかたちでの活用を迫られている面があるということ

ある。例えば、MBOにおいて、取締役の行動によって株主の利益が毀損されるという状況が発生した場合を想定すると、会社法では取締役は会社に対して義務を負うものとされ、株主に対する義務は規定されていないため、既存の概念を用いるとすれば、取締役の会社に対する忠実義務の解釈を通じて、広い意味での取締役の忠実義務の問題として対処せざるを得ないと考えられる。

今後も、金融技術の進歩等を背景として、新たなかたちをとって現れた信頼を保護する必要が生じ、これに既存の概念の柔軟な活用をもって対処しようとする場面は、増えこそすれ、減りはしないであろう。そうした問題解決の努力を続けていくことが重要であることはいうまでもなく、現時点ではそうした対処の仕方ですべて問題は生じていないともいい得る。ただ、今後の金融取引の展開次第では、市場インフラとしての法制度の透明性や運用の効率性の観点から、どこかで、従来とは異なる対処の方法を模索する必要が認められるかもしれない。例えば、上記のMBOの事例や、アクティビスト・シェアホルダーと他の株主との利益相反への対処の場面等、実定法にも契約にも直接裏付けられない事実関係に基づく信頼を保護する必要が生じたとき、信認義務を課すことを検討するアプローチをとることも一考に値するといえるのではないだろうか。

金融の進化のスピードは速く、かつ予測がつかない。そうしたなかにあって、顧客や投資家が金融サービスの提供者に寄せる信頼をめぐる問題を認定し、誰のどのような利益を保護するために、誰にどのような義務を課す必要があるのか、といったことに関する地道な検討を、個別具体的に繰り返す作業が今後も必要となろう。そしてそこでは、わが国の既存の法概念の活用と、新しい概念の導入の可能性といった、いわば道具立ての問題も念頭に置くこととなろう。本報告書が、そうした作業の一助となれば幸いである。

参考文献

- 相澤 哲・葉玉匡美、「社債」、『商事法務』第 1751 号、2005 年、13～23 頁
- 新井 誠、『信託法〔第 3 版〕』、有斐閣、2008 年
- 池尾和人、『銀行リスクと規制の経済学』、東洋経済新報社、1990 年
- 池永朝昭・小館浩樹・十市 崇、「MBO（マネージメント・バイアウト）における株主権」、『金融・商事判例』第 1282 号、2008 年、2～17 頁
- 石川博康、「信義誠実の原則」、内田 貴・大村敦志編『民法の争点』、有斐閣、2007 年、54～55 頁
- 石綿 学、『MBO に関する指針の意義と実務対応』、『商事法務』第 1813 号、2007 年、4～14 頁
- 伊藤靖史・大杉謙一・田中 亘・松井秀征、『会社法』、有斐閣、2009 年
- 井上光太郎・加藤英明、「アクティビストファンドの功罪」、『経済研究』第 58 巻第 3 号、2007 年、203～216 頁
- 井上 聡・福田政之・水野 大・長谷川紘之・若江 悠、『新しい信託 30 講』、弘文堂、2007 年
- 岩原紳作、「銀行取引における顧客の保護」、鈴木祿弥・竹内昭夫編『金融取引法大系 第 1 巻 金融取引総論』、有斐閣、1983 年、134～172 頁
- 、「金融機関取締役の注意義務——会社法と金融監督法の交錯——」、小塚莊一郎・高橋美加編『落合誠一先生還暦記念 商事法への提言』、商事法務、2004 年 a、173～224 頁
- 、「商法 311 条ノ 2 第 2 項の見直しについて」、金融法務研究会『社債管理会社の法的問題』、金融法務研究会事務局、2004 年 b、37～45 頁
- 、「銀行融資における取締役の注意義務〔上〕——カプトデコム事件高裁判決を中心として——」、『商事法務』第 1741 号、2005 年、4～14 頁
- 江頭憲治郎、「債券の格付制度」、『ジュリスト』第 986 号、1991 年、31～36 頁
- 、「社債法の改正」、『ジュリスト』第 1027 号、1993 年、34～39 頁
- 、『株式会社法 第 3 版』、有斐閣、2009 年
- ・神作裕之・藤田友敬・武井一浩編著、『改正会社法セミナー【株式編】』、有斐閣、2005 年
- 遠藤 浩・水本 浩・北川善太郎・伊藤滋夫監修、『民法注解 財産法 第 1 巻 民法総則』、青林書院、1989 年
- 大垣尚司、「市場型間接金融① シンジケートローン」、『法学教室』第 340 号、2009 年、137～150 頁
- 大川昌男、「米国資本市場の競争力に関する最近の議論について——SOX 法制定から 5 年を経て——」、『金融研究』第 26 巻法律特集号、日本銀行金融研究所、2007 年、69～167 頁
- 大来志郎、「『金融商品取引法等の一部を改正する法律』の概要」、『金融法務事情』第 1841 号、2008 年、26～34 頁

- 大杉謙一、「池永・小館・十市論文へのコメント① MBOにおける株主保護の実効性の確保」、『金融・商事判例』第1282号、2008年、18～19頁
- 太田 洋、「ヘッジファンド・アクティビズムの新潮流（下）——英米における対応とわが国上場企業法制への示唆——」、『商事法務』第1842号、2008年 a、23～30頁
- 、「レックス・ホールディングス事件東京高裁決定の検討」、『商事法務』第1848号、2008年 b、4～14頁
- 大村敦志、「現代における委任契約——「契約と制度」をめぐる断章——」、中田裕康・道垣内弘人編『金融取引と民法法理』、有斐閣、2000年、95～121頁
- 沖野眞巳、「救済——受託者の『利益の吐き出し』責任について」、『NBL』第791号、2004年、44～58頁
- 落合誠一、「会社法の目的」、『法学教室』第194号、1996年、6～9頁
- ・五味廣文・鬼頭季郎・武井一浩・川東佳代・中野 要、「銀行法制における行政と司法の交錯とあるべき制度論」、落合誠一・五味廣文・鬼頭季郎・武井一浩編著『金融危機の教訓——行政と司法の役割分担と処方箋』、2009年、1～110頁
- 小野 傑、「信託法を考える 信託法改正概説」、『LIBRA』第8巻第2号、2008年 a、2～7頁
- 、「企業法務・金融法務における信託法の活用」、『自由と正義』第59巻第4号、2008年 b、28～39頁
- 加藤貴仁、「レックス・ホールディングス事件最高裁決定の検討〔上〕——『公正な価格』の算定における裁判所の役割——」、『商事法務』第1875号、2009年 a、4～9頁
- 、「レックス・ホールディングス事件最高裁決定の検討〔中〕——『公正な価格』の算定における裁判所の役割——」、『商事法務』第1876号、2009年 b、4～19頁
- 、「レックス・ホールディングス事件最高裁決定の検討〔下〕——『公正な価格』の算定における裁判所の役割——」、『商事法務』第1877号、2009年 c、24～31頁
- 川口恭弘、「事業の公益性と取締役の責任」、『商事法務』第1740号、2005年、10～16頁
- 、「受託者の善管注意義務」、『金融・商事判例』第1261号、2007年、56～61頁
- 神吉正三、「銀行取締役の注意義務」、『筑波法政』第28号、2000年、97～132頁
- 神作裕之、「商法における競業禁止の法理（四）」、『法学協会雑誌』第108巻第1号、1991年、94～158頁
- 、「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』、商事法務研究会、1995年、183～216頁
- 、「ヘッジファンド等の規制上の論点」、資本市場研究会『ファンド法制——ファンドをめぐる現状と規制上の諸課題——』、資本市場研究会、2008年、1～47頁
- 神田秀樹、「合併と株主間の利害調整の基準——アメリカ法」、江頭憲治郎編『八十年代商事法の諸相』、有斐閣、1985年、331～359頁

- 、「忠実義務の周辺」、岩原紳作・神田秀樹編『商事法の展望』、商事法務研究会、1998年、303～316頁
- 、「いわゆる受託者責任について：金融サービス法への構想」、『フィナンシャル・レビュー』第56号、財務省財務総合政策研究所、2001年、98～110頁
- 、「社債管理会社の公平誠実義務」、金融法務研究会『社債管理会社の法的問題』、金融法務研究会事務局、2004年、30～36頁
- 、『会社法入門』、岩波書店、2006年
- 、「わが国金融資本市場法制の展望」、上村達男・神田秀樹・犬飼重仁編『金融サービス市場法制のグランドデザイン』、東洋経済新報社、2007年、65～117頁
- 、「株式買取請求権制度の構造」、『商事法務』第1879号、2009年、4～15頁
- 、『会社法〔第12版〕』、弘文堂、2010年
- ・藤田友敬、「株式会社法の特質、多様性、変化」、三輪芳朗・神田秀樹・柳川範之編『会社法の経済学』、東京大学出版会、1998年、453～477頁
- 企業価値研究会、「近時の諸環境の変化を踏まえた買取防衛策の在り方」、経済産業省ホームページ、2008年
- 企業財務協議会・日本資本市場協議会、「社債・CP・融資法制の構造と改革への視点」、企業の資金調達の円滑化に関する協議会ホームページ、2004年
- 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』第1217号、2002年、10～17頁
- 清原 健・田中 亘、「対談 MBO・非公開化取引の法律問題〔後〕」、『ビジネス法務』第7巻第7号、2007年、64～76頁
- 金融審議会金融分科会第一部会、「金融審議会金融分科会第一部会報告～信頼と活力ある市場の構築に向けて～」、金融庁ホームページ、2008年
- 金融取引における信託の今日的意義に関する法律問題研究会、「金融取引における受託者の義務と投資家の権利」、『金融研究』第17巻第1号、日本銀行金融研究所、1998年、1～110頁
- 金融法務研究会、『金融機関のグループ化と守秘義務』、金融法務研究会事務局、2002年
- 黒沢義孝、「格付会社に対する規制のあり方」、『ファイナンシャルコンプライアンス』第39巻第4号、2009年、20～24頁
- 黒沼悦郎、「トラッキング・ストックと取締役の責任」、『商事法務』第1595号、2001年、66～69頁
- 小出 篤、「平成十九年度会社法関係重要判例の分析〔上〕」、『商事法務』第1839号、2008年、4～19頁
- 小谷雅貴・大野卓也、「利益相反問題と銀行・証券業務——業務分野規制を考える際の一つの観点」、『金融研究』第6巻第1号、日本銀行金融研究所、1987年、99～133頁
- 後藤 元、「平成二十年度会社法関係重要判例の分析〔上〕」、『商事法務』第1872号、2009年、4～16頁

- コフィー、ジョン C. ジュニア、「何が問題だったのか——2008 年金融危機に関する検証」、『NBL』第 896 号、2009 年、4~19 頁
- 酒井太郎、「議決権買収 (vote buying) について」、布井千博・野田 博・酒井太郎・川口幸美編『川村正幸先生退職記念論文集 会社法・金融法の新展開』、中央経済社、2009 年、171~203 頁
- 四宮和夫、『信託法〔新版〕』、有斐閣、1989 年
- 島 義夫、「格付けをめぐる諸問題」、資本市場研究会『現代社債市場—その現状と展望—』、財経詳報社、2003 年、53~75 頁
- 下田尚人・河合祐子、「格付格差の現状と背景：依頼格付と非依頼格付、レーティング・スプリット」、日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、2007 年
- 鈴木謙輔・矢原雅文、「ファイアーウォール規制の見直しおよび利益相反管理体制の構築にかかる政令・内閣府令等の概要」、『金融法務事情』第 1863 号、2009 年、13~23 頁
- 鈴木健太郎、「MBO に関するデラウェア裁判所の審査基準の概要」、『商事法務』第 1807 号、2007 年、79~86 頁
- 鈴木興太郎、『厚生経済学の基礎——合理的選択と社会的評価』、岩波書店、2009 年
- 全国銀行協会、「貸出債権市場における情報開示に関する研究会報告書」、全国銀行協会ホームページ、2004 年
- 、「法人顧客に係る銀証間の情報共有のあり方に関する研究会報告書」、全国銀行協会ホームページ、2008 年
- 田頭章一、「社債発行会社のデフォルトと投資家の権利保全・行使 (上)」、『金融法務事情』第 1464 号、1996 年、6~12 頁
- 高橋真弓、「格付けをめぐる法規制のあり方について」、『南山法学』第 25 巻第 1 号、2001 年、51~86 頁
- 、「信用格付機関をめぐる法的規制のあり方について」、『私法』第 69 号、2007 年、247~253 頁
- 、「ストラクチャード・ファイナンスによる信用リスクの移転の構造とその問題点」、布井千博・野田 博・酒井太郎・川口幸美編『川村正幸先生退職記念論文集 会社法・金融法の新展開』、中央経済社、2009 年、267~295 頁
- 武井一浩、『会社法を活かす経営』、日本経済新聞社、2006 年
- 、「ヘッジファンド・アクティビズムの新潮流 (上) ——ウルフバック戦術 (群狼戦術) と金融商品取引法——」、『商事法務』第 1840 号、2008 年 a、74~81 頁
- 、「企業価値研究会の新報告書と今後の買収防衛策実務への影響」、西村高等法務研究所編『金融商品取引法と企業戦略——資本市場との対話と実務対応』、2008 年 b、54~71 頁
- ・石崎泰哲、「株券電子化等に対応した買収防衛策の検討」、『商事法務』第 1860 号、2009 年、11~18 頁
- ・中山龍太郎・星 明男、「ヘッジ・ファンドと会社法—ヘッジ・ファンドの投資戦略と M&A における議決権行使を例に—」、資本市場研究会『ファンド法

- 制—ファンドをめぐる現状と規制上の諸課題—』、資本市場研究会、2008年、407～433頁
- 田中英夫編、『英米法辞典』、東京大学出版会、1991年
- 田中 亘、「取締役の社外活動に関する規制の構造（四）」、『法学協会雑誌』第117巻第12号、2000年、1745～1818頁
- 、「会社法の経済分析—忠実義務と代表訴訟を素材にして—」、『法学教室』第253号、2001年、81～86頁、
- 、「忠実義務に関する一考察——機能に応じた義務の設計方針」、小塚莊一郎・高橋美加編『落合誠一先生還暦記念 商事法への提言』、商事法務、2004年、225～268頁
- 、「組織再編と対価柔軟化」、『法学教室』第304号、2006年、75～83頁
- 、「委任状勧誘戦に関する法律問題」、『金融・商事判例』第1300号、2008年、2～13頁
- 、「株式の買取・取得価格決定の意義と課題」、『MARR』2009年8月号、2009年、10～11頁
- 玉井利幸、「少数株主に対する取締役と支配株主の義務と責任——少数株主の締出を中心に」、布井千博・野田 博・酒井太郎・川口幸美編『川村正幸先生退職記念論文集 会社法・金融法の新展開』、中央経済社、2009年、297～325頁
- 寺本昌広、『逐条解説 新しい信託法〔補訂版〕』、商事法務、2008年
- 十市 崇、「MBO（マネージメント・バイアウト）における利益相反性の回避又は軽減措置」、『判例タイムズ』第1259号、2008年、107～117頁
- 道垣内弘人、『信託法理と私法体系』、有斐閣、1996年
- 、「『フィデューシャリー』がやって来た」、『証券アナリストジャーナル』第38巻第1号、2000年、46～53頁
- 、「善管注意義務をめぐる」、『法学教室』第305号、2006年a、37～44頁
- 、「信託法改正と実務」、『ジュリスト』第1322号、2006年b、2～13頁
- ・井上 聡・沖野眞巳・吉元利行、「新しい信託法と実務」、『ジュリスト』第1322号、2006年、14～36頁
- 中田裕康、「新しい信託法の意義」、『NBL』第832号、2006年、1頁
- 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論文集刊行委員会『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、1995年、661～678頁
- 西村あさひ法律事務所編、『最新金融レギュレーション』、商事法務、2009年
- 能見善久、『現代信託法』、有斐閣、2004年
- 、「投資家の経済的損失と不法行為法による救済」、前田重行・神田秀樹・神作裕之編『前田庸先生喜寿記念 企業法の変遷』、有斐閣、2009年、309～343頁
- 野崎 彰、「格付会社に対する規制の導入」、『商事法務』第1873号、2009年、60～69頁

- 野田耕志、「米国における証券市場のゲートキーパーの有効性」、『上智法学論集』第52巻第1・2号、2008年、45～96頁
- 野村修也、「社債管理の現代化」、『ジュリスト』第1267号、2004年、94～102頁
- パートノイ、フランク、「格付け機関 異質なファイナンシャル・ゲートキーパー」、淵田康之・ロバート E. ライタン編『ファイナンシャル・ゲートキーパー』、東洋経済新報社、2006年、67～124頁
- 樋口範雄、『フィデュシャリー [信託] の時代』、有斐閣、1999年
- 、『アメリカ信託法ノート I』、弘文堂、2000年
- 、『アメリカ契約法 [第2版]』、弘文堂、2008年
- 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』、商事法務研究会、1995年、217～246頁
- 、「社債の管理と法」、公社債引受協会『公社債市場の新展開』、東洋経済新報社、1996年、336～362頁
- 、「内部者取引規制」、『ファイナンシャル・レビュー』第49号、1999年、63～90頁
- 、「忠実義務の機能」、『法学協会雑誌』第117巻第2号、2000年、283～307頁
- 、「契約・組織の経済学と法律学」、『北大法学論集』第52巻第5号、2002年、1884～1837頁
- 、「新会社法における株式買取請求権制度」、黒沼悦郎・藤田友敬編『江頭憲治郎先生還暦記念 企業法の理論 (上巻)』、商事法務、2007年、261～310頁
- 前田 庸、「平成五年商法等の改正要綱について [中]」、『商事法務』第1316号、1993年、13～25頁
- 、「平成5年社債法改正の審議の経緯」、金融法務研究会『社債管理会社の法的問題』、金融法務研究会事務局、2004年、10～18頁
- 、『会社法入門 [12版]』、有斐閣、2009年
- ミルハウプト、カーティス J. 編、『米国会社法』、有斐閣、2009年
- 民法 (債権法) 改正検討委員会編、『債権法改正の基本方針』、商事法務、2009年
- 森 まどか、『社債権者保護の法理』、中央経済社、2009年
- 森下哲朗、「M&A 取引における投資銀行の責任」、黒沼悦郎・藤田友敬編『江頭憲治郎先生還暦記念 企業法の理論 (下巻)』、商事法務、2007年 a、131～185頁
- 、「シンジケート・ローンにおけるアレンジャー、エージェントの責任」、『上智法学論集』第51巻第2号、2007年 b、1～76頁
- 、「ファイアーウォール規制緩和における顧客情報共有とコンプライアンス」、『ファイナンシャルコンプライアンス』第38巻第9号、2008年、84～88頁
- 、「格付との付き合い方」、『金融・商事判例』第1308号、2009年、1頁
- 森田 果、「わが国に経営判断原則は存在していたのか」、『商事法務』第1858号、2009年、4～13頁
- 森田宏樹、『契約責任の帰責構造』、有斐閣、2002年

- 、『『電子消費者契約』における消費者の意図しない意思表示について 情報化社会における法形成のあり方の観点から』、ダニエル フット・長谷部恭男編『融ける境超える法4 メディアと制度』、東京大学出版会、2005年、29～60頁
- 柳川範之、『契約と組織の経済学』、東洋経済新報社、2000年
- ・藤田友敬、「会社法の経済分析：基本的な視点と道具立て」、三輪芳朗・神田秀樹・柳川範之編『会社法の経済学』、東京大学出版会、1998年、1～33頁
- 山口勝之・土肥慎司・藤井宏樹、「MBOにおける取締役の善管注意義務」、『ビジネス法務』第7巻第6号、2007年、22～31頁
- 山田剛志、『金融自由化と顧客保護法制』、中央経済社、2008年
- 吉井敦子、「銀行取締役の融資判断にかかる善管注意義務」、『民商法雑誌』第139巻第1号、2008年、87～97頁
- 吉戒修一、「平成五年商法改正法の解説〔9〕」、『商事法務』第1333号、1993年、21～26頁
- 、『平成五年・六年改正商法』、商事法務研究会、1996年
- 好美清光、「信義則の機能について」、『一橋論叢』第47巻第2号、1962年、181～198頁
- 利益相反研究会編、『金融取引における利益相反〔総論編〕』、商事法務、2009年a
- 、『金融取引における利益相反〔各論編〕』、商事法務、2009年b
- Anabtawi, Iman, and Lynn Stout, “Fiduciary Duties for Activist Shareholders,” *Stanford Law Review*, 60 (5), 2008, pp. 1255–1308.
- Brav, Alon, Wei Jiang, Frank Partnoy, and Randall Thomas, “Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance,” *Journal of Finance*, 63 (4), 2008, pp. 1729–1775.
- Coffee, John C. Jr., *Gatekeepers; The Professions and Corporate Governance*, Oxford University Press, 2006.
- Cohen, Jonathan, “Negative Voting: Why It Destroys Shareholder Value and a Proposal to Prevent It,” *Harvard Journal on Legislation*, 45 (1), 2008, pp. 237–257.
- Eisenberg, Melvin Aron, “The Divergence of Standards of Conduct and Standards of Review in Corporate Law,” *Fordham Law Review*, 62 (3), 1993, pp. 437–468.
- Hu, Henry T. C., and Bernard Black, “The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership,” *Southern California Law Review*, 79 (4), 2006, pp. 811–908.
- , and ——, “Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II: Importance and Extensions,” *University of Pennsylvania Law Review*, 156 (3), 2008, pp. 625–739.
- Kahan, Marcel, and Edward B. Rock, “Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control,” *University of Pennsylvania Law Review*, 155 (5), 2007, pp. 1021–1093.

