

# 不実開示等に係る投資者の対会社損害賠償請求債権の倒産法上の処遇

——米国連邦倒産法五一〇条(b)項の立法史と解釈——

藤 林 大 地

## 第一章 緒論

### 第二章 連邦倒産法五一〇条(b)項の制定

#### 第一節 一九七八年連邦倒産法五一〇条(b)項の制定に至る経緯

##### 第一款 序

##### 第二款 五一〇条(b)項制定以前の法状況

##### 第三款 Stain & Kripke の議論

#### 第四款 一九七三年倒産法委員会報告書とSECの批判、ALIの連邦証券法典

#### 第二節 連邦倒産法五一〇条(b)項の制定

##### 第一款 一九七七年下院司法委員会報告

##### 第二款 一九七八年連邦倒産法五一〇条(b)項の制定

不実開示等に係る投資者の対会社損害賠償請求債権の倒産法上の処遇

同志社法学

六三卷七号

一二五 (三二二九)

第三款 一九八四年連邦倒産法改正法による改正

第三節 時代背景から見た連邦倒産法五一〇条 (b) 項

第三章 連邦倒産法五一〇条 (b) 項の解釈

第一節 証券訴訟における連邦倒産法五一〇条 (b) 項

第二節 連邦倒産法五一〇条 (b) 項の解釈——「証券取引から生じた」債権の意義

第一款 序

第二款 初期の判例——制限的解釈

第三款 「証券取引から生じた」要件の拡張的解釈

第四款 劣後化を否定した判例

第三節 一般債権を表章する証券に係る債権の劣後化

第四章 結びに代えて

## 第一章 緒論

### 1、序

不実開示に関して発行会社に民事責任が課される場合、投資者の損害填補および不実開示の抑止という効果を期待できる。一方で、発行会社が責任を負う場合には、株主間における利益移転が生じることになる。<sup>(1)</sup>さらに、発行会社が債務超過状態に陥っている場合においては、株主間のみならず、一般債権者と株主の間における相克が生じ得る。

すなわち、株主の損害賠償請求債権<sup>(2)</sup>を一般債権とした場合、一般債権者にかかる債権の分だけ倒産手続きにおける分

配について希釈化されることになる。一方で、株主の損害賠償請求債権を一般債権よりも劣後するものとした場合には、一般債権者の利益は害されない。

かかる問題は、証券取引法の昭和四六年改正時に理論的問題として議論されたが、平成九年の山一證券事件において争われ、また近時倒産会社に係る訴訟としてアーバンコーポレーション事件やエフオーアイ事件が生じている。そして、アーバンコーポレーション事件判決では、株主の不実開示に係る損害が再生債権であることを前提として損害額の評価が行われている<sup>(5)</sup>。また、エフオーアイ事件においても、株主の損害賠償請求債権は破産債権として扱われている<sup>(6)</sup>。

さらに、本稿執筆時において、不実開示の疑いによって時価総額が大幅に下落した状態となっている会社に関して、株主による損害賠償請求が行われた場合に債務超過に陥る可能性が指摘されている<sup>(7)</sup>。

このように発行会社倒産時における株式投資者の債権の処遇は、現実の問題となる機運をみせており、また関係者の利害に大きな影響を与える性質を有する問題であるところ、ルールの設定の必要性が生じていると考えられる。

## 2、先行研究との関係——本稿の観点

かかる問題について米国は、一九七八年連邦倒産法改正において五一〇条(b)項を導入し、株式投資者の債権を劣後化させるという解決を行っている<sup>(10)</sup>。

そして、この米国連邦倒産法五一〇条(b)項の政策的基礎については、後藤准教授によって既に、立法根拠となったSlain & Kripkeの議論<sup>(11)</sup>および立法成立後のDavisの批判を踏まえた精緻な分析がなされている<sup>(13)</sup>。したがって、筆者が株式投資者の債権の処遇の問題について何らかの議論を付け加える余地が存在しているかは極めて疑わしい。

もっとも、次の点については、そのような余地が残されているかもしれない。すなわち、第一に、米国においてなぜ

一九七八年にそのような立法がなされたのかという背景を検討することによって、何らかの政策的基礎を見出すことができる可能性がある。第二に、株式投資者の債権が一般債権に劣後するとした場合には、具体的に如何なる順位になるのか<sup>(14)</sup>といった副次的な問題が生じることとなる。五二〇条(b)項の設計にあたってどのような検討がなされたのかを参照することには価値があると考えられる。<sup>(15)</sup>第三に、五二〇条(b)項は、不実開示がなされた上場会社の株主と一般債権者という典型的な場面にとどまらず、<sup>(16)</sup>広範な証券概念を基礎として、その取引から生じた債権に関する処遇を定めているところ、極めて射程範囲が広いものとなっている点においても興味深いものであり、その具体的適用についても参照する価値があると思われる。

本稿では、以上のような観点から、連邦倒産法五一〇条(b)項の立法史を検討するとともに(第二章)、五一〇条(b)項の証券訴訟において果たす役割や、具体的事案における解釈について考察する(第三章)<sup>(17)</sup>。

(1) 投資者間の利益移転の問題については、加藤貞仁「流通市場における不実開示と投資家の損害」新世代法政策学研究一三三〇三頁、三三二―三三七頁(二〇一一年)、拙稿「不実開示に対する発行会社等の民事責任の構造に関する一考察」同志社法学六三巻四号一三九頁、一八四―一九二頁、二二五―二八頁(二〇一一年)参照。See also James J. Park, Securities Class Actions and Bankrupt Companies 24-25 (Brooklyn Law School, Legal Studies Paper No. 241, 2011), available at <http://ssrn.com/abstract=1892229>.

(2) なお、信託と比較した場合に、株式会社について、株主総会決議等によって配当金支払請求権が確定した場合には、それによって具体的に発生した配当金支払請求権が一般債権となる可能性について、神田秀樹「株式の不思議」前田庸先生喜寿記念「企業法の変遷」二二五頁、一三〇―一三三頁(有斐閣、二〇〇九年)参照。

(3) 証券取引法研究会「証券取引法研究会(第五回) 議事録・開示制度の問題(二)ほか」八四―八六頁(昭和四五年七月四日、日本証券経済研究所)、「経済法学会証券取引法改正シンポジウム」商事法務五四二号三〇頁、三三一―三七頁、四〇頁(一九七〇年)、証券取引法研究会「証券取引法の改正について」[六]「インベストメント」二五巻一号一〇三頁、一一頁「龍田節発言」(一九七二年)参照。

- (4) 東京地判平成一三年二月二〇日金融・商事判例一四七号三四頁、四九頁。
- (5) 東京地判平成一三年一月二四日判例時報二一〇三号二四頁。
- (6) 黒沼悦郎＝永井智亮＝中村慎二＝石塚洋之「座談会 不適切開示をめぐる株価の下落と損害賠償責任（上）」商事法務一九〇六号六頁、一〇頁「中村発言」、一二頁「石塚発言」、中村発言」（二〇一〇年）参照。
- (7) 週刊ダイヤモンド二月二六日号二二頁（二〇一一年）。
- (8) 株式売却後の投資者が損害賠償請求を行う場合も含めて、本稿では、株式投資者という語を用いる。また、後述するように、処遇が問題となる債権の基礎となる権利は株式に限られるものではないが、通常問題となるのは株式であると考えられるところから、かかる語を用いる。
- (9) Bankruptcy Code § 510 (b); 11 U.S.C. § 510 (b).
- (10) 五一〇条（b）項において示された法原理は、一九七八年連邦倒産法の制定前には明確には存在していなかったものであり、議論のあった問題に對して判断が下されたものである。4 COLLIER ON BANKRUPTCY ¶510 LH(1) (Alan N. Resnick & Henry J. Sommer ed. 16th ed. 2009).
- (11) John J. Stain & Homer Kripke, The Interface between Securities Regulation and Bankruptcy — Allocating the Risk of Illegal Securities Issuance, 48 N. Y. U. L. Rev. 261 (1973).
- (12) Kenneth B. Davis, Jr., The Status of Defrauded Securityholders in Corporate Bankruptcy, 1983 Duke L.J. 1 (1983).
- (13) 後藤元「不実開示に関する会社の民事責任と倒産法（上・下）——投資家の会社に対する損害賠償請求権の倒産手続における劣後化の是非」ジュリスト一三五七号一〇八頁、一三五八号六三頁（二〇〇八年）、後藤元「不実開示に関する会社の民事責任と倒産法」新世代法政策学研究二号三二九頁（二〇〇九年）。
- (14) 例えば、不実開示等によって損害を被った株式投資者について、一般債権者には劣後するとしても、損害を被っていない株主には優先するのか、あるいはかかる株主と同順位となるのかといったことが問題となり得る。
- (15) Stain & Kripke の議論とは異なる政策的考慮要素を見出すことができる可能性があり、また右脚注のような副次的問題の解決は将来我が国において劣後化を肯定する立法がなされることとなった場合に参考となる。
- (16) 株主と一般債権者という場面に限ったとしても、非上場会社においても同様の問題が生じ得る。
- (17) 本稿は、「不実開示等に係る投資者の対会社損害賠償請求権の倒産法上の処遇」と題するものであるが、「倒産法上の処遇」という語は、会社が倒産状態に陥った場合における法律関係の処理という程度の意味であり、次のような Jackson の議論と衝突するものではない。

不実開示等に係る投資者の対会社損害賠償請求権の倒産法上の処遇

Jackson は、倒産法を債務者の財産価値の最大化を図るために集団的・強制的な債権回収制度を用意するものとして理解し、倒産法は、債権の相対的地位(順位)について規定すべきではないとする。すなわち、換価問題が倒産法の関心事であり、分配問題は非倒産法(州法)の関心事であるとする。そして、その理由として、倒産法が非倒産法を変更する場合には、かかる変更によって利益を受けるクラスの債権者は倒産手続きが債権者全体の利益にならない場合であっても当該手続きを利用しようとするため、倒産法による非倒産法の変更は、倒産手続きの適切な利用を妨げ、その結果として財産価値の最大化を阻害し、ひいては債権者全体の集団的利益に反することになると指摘する(以上の記述は、水元宏典『倒産法における一般実体法の規制原理』四一―六〇(有斐閣、二〇〇二年)〔初出：法学協会雑誌一一八巻五号七三四頁、七三六―七五五頁(二〇〇一年)〕に依った)。

五一〇条(b)項については、Stain & Kripke が倒産状態において一般債権者に対してリスクの再分配を行うべきではないとし、Davis が反論していることに関して、いずれの議論に優位性があるにせよ、かかる議論が倒産法の政策の問題を議論しているものと見ることは適當ではないとする。そして、当該問題は本質的に非倒産法についてのものであり、一度非倒産法において決定がなされた場合には、倒産状態において異なる結論を導くことは適當ではないと述べる。Thomas H. Jackson, Translating Assets and Liabilities to the Bankruptcy Forum, 14 J. Legal Stud. 73, 86-89 (1985), reprinted in THOMAS H. JACKSON, THE LOGIC AND LIMITS OF BANKRUPTCY LAW 62-64 (Beard Books 2001) (1986)。

以上のように、Jackson の議論は州法と連邦法とが二元性を前提とした上で、実質的な意義での倒産法を抽出しようとするものであり、債権の順位について形式的意義における倒産法(倒産法典)に規定が設けられることを直接に否定するものではないと解される。

一方で、劣後化規定が設けられる場合に、それが会社法もしくは倒産法または金融商品取引法の何れに置かれるかは、法形成主体という観点からは問題となり得えよう。実質的意義および形式的意義の法という概念および法形成主体の問題について、江頭憲治郎「会社法法の将来展望」同『会社法の基本問題』三頁(有斐閣、二〇一一年)〔初出：『企業法制的現状と課題』一一五頁(日本評論社、二〇〇九年)〕参照。

## 第二章 連邦倒産法五一〇条(b) 項の制定

第一節 一九七八年連邦倒産法五一〇条(b) 項の制定に至る経緯

### 第一款 序

連邦倒産法五一〇条(b) 項は、一八九八年連邦倒産法の全面的な改革を図る一九七八年倒産法改正法<sup>(2)</sup>によって制定されたものである。

かかる一九七八年改正は消費者破産の急増を一つの原動力として実現されたものである<sup>(3)</sup>が、企業の倒産手続きの不合理性も当時重要な問題となっていた。すなわち、一八九八年法はその後の改正を経て、再建手続きとして第一章の会社更生手続き(Corporate Reorganization)<sup>(4)</sup>と第一章の債務整理手続き(Arrangement)<sup>(5)</sup>を規定していたが、どのような場合に何れの手続きが採用されるべきかを明らかにしておらず、また手続き相互の融通性を欠いていたため、多大なコストを生じさせることとなっていた<sup>(7)</sup>。

一般論として、政治的背景が熟して大規模な改正が始動することになった場合には、蓄積されていた問題の洗い出しがなされることが多い<sup>(8)</sup>が、株式投資者の債権の処遇の問題も、再建手続きの統合および合理化<sup>(9)</sup>(一九七八年法第一章の更生手続き(Reorganization)としての再構築)の文脈において顕在化していた。

債務者会社の経営者は債務整理手続きに拠った場合にはDIP型の再建が可能であったため当該手続きを好んだわけである<sup>(10)</sup>が、債権者の側にも債務整理手続きを嗜好する理由が存在し、その一つが株式投資者の債権の処遇の問題だったのである。

すなわち、会社更生手続きは厳格であり、とりわけ更生計画の策定についてSECによる関与が規定されているとこ

る<sup>(11)</sup>、それは時間のかかるものであり、さらにSECは詐欺によって株式を取得した者の取り消しあるいは損害賠償に係る債権は一般債権と同位であるという見解を採用していたのであった<sup>(12)</sup>。債権者は、会社更生手続きの厳格性とSECの関与が、再建手続きの長期化を生じさせる一方で、それを補うような便益を生み出さないと考えるようになっていたわけである<sup>(14)</sup>。

証券訴訟においては通常巨額の請求が行われ、またそのような訴訟は度々発生するものであるところ、一九七八年法として結実する包括的な改正の中で、株式投資者の債権の処遇の問題が検討されたことは自然なことである<sup>(15)</sup>。もつとも、一九六八年に開始した倒産法改正作業<sup>(16)</sup>において、かかる問題は殆ど外部の関心を集めず、株式投資者の債権を劣後化するという提案について批判を行ったのは実質的にはSECだけであった<sup>(17)</sup>。

以下では、まず、一九七三年以前の法状況を確認し、かかる問題の背景を確認する。次に、株式投資者の債権の劣後化を主張するStain & Kripkeの議論と倒産法委員会の提案を紹介する。そして、倒産法の制定においては経営者および債権者の利益が反映される傾向があると考えられるところ、投資者の利益の代弁者としてのSECの批判を参照する。さらに、当時、ALI (American Law Institute) による連邦証券法典 (Federal Securities Code) の起草が行われていたところ、どのような態度が表明されていたかを付加的に参照する。

## 第二款 五一〇条 (b) 項制定以前の法状況

### 1. 米国の判例法理——American Ruleの形成——

株式投資者の債権の倒産法上の処遇については、一九七八年連邦倒産法制定以前はこれを直接に規律する制定法は存在せず、裁判所の判断に委ねられるところとなっていた。



そして、米国における最も初期の判例法は主として、会社倒産時に権利の分配に与かるためではなく、制定法上の倒産時における追加出資責任から逃れるために、株式の引き受けの取り消しを求めるといふ文脈において形成されていた。すなわち、株主が、発行会社側が詐欺を行ったために株式を引き受けたと主張してその取り消しを求めた場合におけるその有効性ないし帰結が問題となっていた。<sup>18)</sup>

このような事案において、裁判所は当初、英国において会社の倒産手続きが開始された場合には詐欺に基づく取り消しの権利は失われるという判断 (English Rule) が確立していたことを受けて、衡平の原理を根拠として同様の判断を下していた。<sup>19)</sup> もっとも、その後、一九三〇年代までには米国における支配的なルールは、会社が倒産手続きにあつても株式の引き受けを取り消すことができる (American Rule) というものとなっていた。<sup>20)</sup>

但し、①株式の引き受けにおいて投資者が注意を怠った<sup>21)</sup>、②詐欺が明らかとなった後に取消権を行使するまでに不合理な期間の経過があつた、③株主が経営者として会社の運営に積極的に関与していたという何れかの事情があつた場合において、さらに、株式の発行後に会社が実質的な債務を追加的に負うこととなつた場合には、債権者に対して衡平法上の優先的地位を与える、あるいは株式の引き受けの取り消しを禁反言や消滅時効の法理により否認するといった判断が下されていた。<sup>22)</sup>

このように株式の発行後に会社が債務を負つたという事情を重視することについては、一八九〇年頃より裁判所は、株主と債権者の基礎的な関係という観点から債権者の信頼に着目するようになっていたことが指摘されている。すなわち、債権者の期待が保護する価値を有するものである場合、詐欺を受けた株主の権利の実現は制限されるようになっていた。特定の投資者による株式引き受けが行われたことを信頼した債権者については、分配において株主に優先させるという判断が下されていたわけである。<sup>23)</sup>

そして、投資者の不注意や権利行使までの長期間の徒過、会社経営への関与の重視については、次の認識が反映されていたと考えられる。すなわち、会社が倒産した場合には、株主はその地位を捨てて債権者となろうとする強い動機を有するのであり、株式の引き受けの取り消しについては疑いの目を持つ必要があるということが明言されていた。<sup>(24)</sup>

このようにして多くの事案において、禁反言や消滅時効の法理によって権利行使が否定され、<sup>(25)</sup>あるいは株式投資者の債権が衡平法によって劣後化されることによって、結局のところ English Rule が適用された場合と同様の結論が導かれることとなり、<sup>(26)</sup> Oppenheimer 判決以前の事件では、株式投資者と一般債権者の競合について一貫して一般債権者を優先させる判断が下されていたとも評価されている。<sup>(27)</sup>

なお、会社財産によって一般債権者が満足を得たという稀な事案においては、一般株主よりも詐欺によって株式を引き受けた株主に対して優先的に支払いがなされていたことが興味深い。<sup>(28)</sup> 例えば、次述する Oppenheimer 事件において連邦第二巡回控訴裁判所は、幸運にも株主に対して分配する財産が残った場合には詐欺にあった株主に対して優先的に分配されるべきであると述べていたのであった。<sup>(29)</sup>

## 2. Oppenheimer 事件連邦最高裁判決

American Rule は二〇世紀前半には米国の多くの裁判所で採用されるところとなり、また経済の発展や株式市場の勃興が目覚ましく、さらに連邦証券諸法に基づく民事訴訟の件数が少なかったこともあり、その後五〇年ほど積極的に議論される機会を得なかった。<sup>(30)</sup>

もともと、株式の引き受けの取り消しに係る債権の処遇の問題を、連邦最高裁判所が検討した唯一の事件として、一九三七年の Oppenheimer 判決が存在する。<sup>(31)</sup>

Oppenheimer 判決は、連邦証券諸法制定以前の事案に基づくものであり、銀行の役員による不実表示を信頼して当該銀行の株式を取得した者が、国法銀行レシーバーシップ法の適用下にある銀行に対して損害の回復を求めたことについて下されたものである。

連邦第二巡回控訴裁判所は、株式の引き受けを取り消し得ることを認めしたが、一般債権者が満足を得た後の財産からのみ支払いを受けることができるものとした。<sup>(32)</sup>

これに対して、連邦最高裁は、①原告が株式の引受価額全額を銀行に支払っており、②通貨監督官の資産査定において、制定法上の国法銀行株主としての責任に係る支払いを行っており、③他の債権者と同様の地位を根拠として訴えを提起しているのであり、④原告の請求を別異に扱うことは制定法が定めるところではないとして、原告の債権について一般債権者と同等の順位にあるものとした。<sup>(34)</sup>

もっとも、Oppenheimer 判決については、固有の事情が存在したことが指摘されている。<sup>(35)</sup> すなわち、第一に、原告は株式の取得に際して被告銀行の口座から支払いを行っており、株式の取得が無ければ一般債権者のままであったという関係にあったこと、第二に、株式の取得および国法銀行株主としての責任双方について原告は額面額の支払いを行っており、銀行の債権者に対する責任を完全に果していることである。<sup>(36)</sup>

そして、これらの事情の存在や下級審裁判所の判断の傾向を根拠として、Oppenheimer 判決は American Rule を変更するものではないと一般に理解されている。<sup>(37)</sup>

### 3、絶対優先原則の生成および会社更生手続きにおける株式投資者の債権の処遇

前述のとおり、一九七〇年代後半まで株式投資者の債権の倒産法上の処遇の問題が裁判所において積極的に争われる

ことはなかったが、その後、下級審裁判所においては、会社更生手続きという文脈において当該問題が検討されるようになった。<sup>(38)</sup>

これについては、米国において一九〇〇年代前半に絶対優先原則 (Absolute Priority Rule) が確立していたことが注目される。

かかる原則は、経営権を握っていた内部者が担保権者と共謀して一般債権者に権利の分配を行わない形で倒産会社の再建を行うとする事態が生じたことに対処する過程で生成されたものである。<sup>(40)(41)</sup> すなわち、倒産会社の再建において、一般債権者が株主に対して絶対的に優先されるべきかは、一九一三年の *Boyd* 事件連邦最高裁判決を嚆矢として盛んな議論がなされ、一九三九年の *Los Angeles Lumber Co.* 事件連邦最高裁判決および一九四一年の *Consolidated Rock* 事件連邦最高裁判決<sup>(45)</sup>によって、当該原則の採用が明らかにされた。そして、絶対優先原則は、一九七八年現行倒産法においても維持されている。<sup>(46)</sup>

かかる原則は、「優先順位の異なる各権利者がある場合には、優先順位に従って、優先する権利者が劣後的権利者に先立って完全な補償を得るように、更生計画の中で権利を与えられなければならない<sup>(47)</sup>」ないなど定義されるものである。<sup>(48)</sup>したがって、更生手続きにおける株式投資者の債権の処遇を決定するためには、かかる債権の優先順位を明らかにしなければならぬことになる。別の言い方をすれば、絶対優先原則は、株式投資者の債権の処遇とは中立的である。

一方で、株式投資者の債権の倒産法上の処遇という文脈において、「絶対優先原則に則って、株式投資者の債権は一般債権者に劣後する」という議論がなされることが、*Stain & Kripke* の議論を代表として極めて多いこととなっている。例えば、*Stain & Kripke* は、「会社の倒産において、債権者が完全な満足を得た後でなければ、株主は自らの投資を回収することが出来ない<sup>(49)</sup>」ことを現すものとして、絶対優先原則を把握している。かかる把握の仕方における絶対優先原

則は、前述の定義におけるそれと異なつて、株式投資者の債権の倒産法上の処遇についての結論を内在するものとなっている（以下において、後者の意味での絶対優先原則に言及する場合、これに鍵括弧を付する）<sup>50)</sup>。

そして、一九六〇年代後半以降においては、前者の意味における絶対優先原則を表現したものである一八九八年連邦倒産法二二一条（2）項の更生計画の認可要件としての「公正・衡平」を舞台として、株式投資者の債権の処遇が争われた。そして、そこにおいては以前とは異なり、連邦証券諸法に基づく請求が議論の対象とされ、例えば、証券法二二条に基づく原状回復的請求や証券取引所法規則10b-5に基づく損害賠償請求に係る債権を会社更生手続きにおいてどのように処遇するかが問題となった。

かかる手続きにおいては、前述のとおり、更生計画の裁判所による承認に際してSECが関与することが規定されていた。すなわち、SECは、会社更生手続きにおいて、裁判官の要請があれば必ず事件に出頭しなければならず、また裁判官の承認があれば自らの申請によって出頭することができた。さらに、裁判官は、負債が三〇〇万ドルを超える場合には、検討に値すると認めた如何なる更生計画もSECに付託して助言的報告書を求めなければならず、また負債の額に関わらず付託することができた。<sup>51)</sup>

そして、SECはかかる権限の行使において、株式投資者の債権は一般債権と同順位であるという見解を採っており、かかる債権への権利の分配を否定する更生計画に反対するという行動を採っていた。<sup>52)</sup>一方で、更生管財人は、SECが反対することをおそらく考慮に入れて、株式の券面額を基礎としてその一部について権利の分配を行うという妥協を行っていた。会社の再建には迅速性が求められ、また株式投資者の債権の処遇には法的不明瞭性があるところ、結果として株式投資者は更生計画の作成において連邦証券諸法上の訴権を背景とした交渉力を有することとなり、<sup>53)</sup>倒産状態においても権利分配に与かつていたわけである。<sup>54)</sup>

そして、裁判所も、かかる問題について正面から検討することなく、株式投資者の債権を一般債権に対して完全に劣後させていない更生計画を、公正かつ衡平なものであるとして承認していた。<sup>(55)</sup>

そのような判断の代表例として、連邦第十巡回区控訴裁判所による一九七三年の Four Seasons 判決がある。<sup>(56)</sup> 債務者会社と不実開示によって株式を取得した投資者の間で、更生計画の内容としてかかる投資者にも分配を行うという合意がなされたところ、一部の株式投資者にのみ分配を行うのは不公正であるという主張がなされたことに対して、控訴裁判所は、かかる投資者は一般債権者と同位に扱われる資格があり更生計画は公正かつ衡平であるとした。<sup>(57)</sup>

また、第九巡回区控訴裁判所による一九七五年の Equity Funding Corp 判決においても、同様に株式投資者への分配を行う更生計画が公正かつ衡平なものとして承認された。<sup>(58)</sup>

これら二つの控訴裁判所による判断は、株式投資者の債権の処遇を正面から検討しておらず、また Oppenheimer 判決について言及していない。これに対して、Oppenheimer 判決が固有の事案を基礎とした判例として一応存在することを指摘し、総合考慮の結果として消極的ながらも一般債権者と同順位での分配を認めた地区裁判所の判断も現れることとなった。<sup>(59)</sup>

#### 4、小括——Stirling Homeex Corp 判決

以上のように米国においては、一九六〇年代後半以降、会社更生手続きにおいて部分的にせよ株式投資者が分配を受けることが認められるようになっていた。これは、前述のとおり、主としてSECが更生計画の承認や訴訟事件に積極的に関与して株式投資者の債権を一般債権と同位に扱うべきことを主張していたこと、さらに、会社更生手続きという多数の利害関係人が関与しかつ迅速性が求められる局面において、株式投資者の債権の処遇は相対的に重要性の低い間

題であったことが理由であったと思われる。

もともと、このような会社更生手続きにおける株式投資者への権利の分配は、一九七八年の連邦第二巡回控訴裁判所の *String Homex Corp* 判決がそれを否定して以降、一九七八年連邦倒産法の適用を受けない事件においても否定されることとなる<sup>(61)</sup>。そして、そのような流れを生み出した *String Homex Corp* 判決が主として依拠したのが、*Slain & Kripke* の議論および連邦議会によって可決されようとしていた一九七八年連邦倒産法案の五一〇条 (b) 項である。

### 第三款 *Slain & Kripke* の議論

#### 1、序論

第二款においてみたような判例の出現に対して、明確に異議を唱えたのが *Slain & Kripke* であり、その論稿は一九七三年に *New York Law Review* に掲載されるとともに、ドラフトが倒産法委員会に送付された<sup>(62)</sup>。

*Slain & Kripke* は、まず状況認識として、SEC および一部の下級審裁判所は一般債権者に対する影響を考慮することなく「絶対優先原則」の例外を設けており、*Oppenheimer* 事件は相対的に少額の債権が問題となったものであって、連邦最高裁は倒産会社の資産の相当な割合に達するような債権が問題となることを予期していなかったと考えられるのであり、むしろ *Four Seasons* 事件のようにそのような懸念は現実のものとなっているとする<sup>(63)</sup>。

そして、登録義務や不実開示を規律する連邦法や州証券法、*モン・ロー* のいずれを債権の根拠とするかに関わらず、清算手続きあるいは会社更生手続きにおけるその処遇が問題になるとして、検討対象を広範に設定する<sup>(64)</sup>。

その上で、一般的に問題となるのは不実開示によって権利を引き受けた者の取り消しであるとともに、概念上かかる権利には投資契約などが含まれるが、証券法違反を主張することで最も劇的に利益を得る典型的な権利として、



劣後債と株式が主に問題となる旨を述べる。<sup>(67)(68)</sup>

そして、議論の直接的な対象として株式を取り上げるが、以下における議論は変更すべきところを変更すれば、その他の劣後的な証券にも妥当するとしている。<sup>(69)</sup>

2、株主と一般債権者との間におけるリスク分配に基づく議論<sup>(70)(71)(72)</sup>

Stain & Kripke は、会社倒産時に株主と一般債権者との間における分配が問題となるリスクとして、事業の倒産リスクと違法な株式発行が行われるリスクを挙げて、次のように分析を行っている。

(1) 事業上の倒産リスク

Stain & Kripke は、まず、株主と一般債権者は共に事業が失敗するリスクを引き受けていることを確認した上で、次のように述べている。<sup>(73)</sup>

「法は、倒産時において株式投資者の債権よりも一般債権者の債権に優先性を付与している。株主が負担する相対的に大きなリスクは、レバレッジにおけるダウンサイドに過ぎない。無担保の取引業者や倒産法による優先性の付与の範囲額外となる賃金債権者は、通常の事案において一般債権者の大部分を占めるものである。これら二種の債権者は、エクイティ性を有しない貸し手であり、その金銭は、会社の事業が成功した場合に利益がより小さな基礎の上に分配されるように、エクイティの代わりに用いられる。当然の帰結として、それらの貸し手は、エクイティ持分を所有することによって被る損失を共有しない。」

「理論上、一般債権者は、固定的な利益を享受する一方で可変的な利益を株主に譲るものであり、これに対して



株主は、かかる可変的な利益を享受すると共に債権者の固定的な利益のためにエクイティのクッションを提供することとなっている。

絶対優先原則は、各々の当事者が引き受ける会社の倒産リスクについての相違的地位を反映するものであり、会社の倒産リスクを再分配すべき明確な理由は存在しない。<sup>(74)</sup>

そして、以上の議論に加えて、Stain & Kripke は、かかる事業上の倒産リスクの分配について、株式の償還に係る支払いが繰り延べられたことによって金銭債権者となった旧株主の倒産法上の処遇に関する主導的な判例である、連邦第五巡回区控訴裁判所のRobinson v. Wangemann 判決<sup>(75)</sup>を挙げて、反語的な説明を行っている。

かかるRobinson 判決では、旧株主の債権は、株式の償還請求以前および以後に一般債権者となった者に劣後するものと判示された。<sup>(76)</sup>これに対して、Stain & Kripke は二つの観点から批判を行っている。すなわち、第一に、旧株主は、償還によって株式を会社に引き渡した後はレバレッジ（可変的利益に与かる権利）を有していないのであり、したがって、会社の事業の成功に与かる存在ではないにもかかわらず劣後化を認めたことは、不当であるとする。<sup>(77)</sup>

また、第二に、Robinson 事件では、株式の引き渡しから会社の倒産まで一〇年経過していたという事情があり、会社倒産時に、株式の償還請求以前からの継続的な外部債権者が存在するかについて疑わしい状況にあったことを指摘する。すなわち、財務報告において株式の償還に係る債務について劣後的処遇がなされるという表示がなされている場合でない限り、債権者の当該旧株主に係るエクイティ・クッションに対する信頼は存在しないとし、むしろ債権者に対してwindfallを発生させることを問題視する。<sup>(78)</sup>

そして、分析の最後に、株式投資者の債権を一般債権に優先するものとしてあるいは同位として処遇した場合には、一般債権者は、供与した信用だけでなく、取り消しを行う株主の投資に関しても事業の倒産のリスクとして負担しなけ

ればならなくなると指摘している。<sup>(84)</sup>

(2) 違法な株式発行が行われるリスク

第二のリスクである会社が違法な株式発行を行うことについて、Slain & Kripkeは、引き受けの取り消しに係る債権が清算手続きあるいは会社更生手続きにおいて一般債権に優先するものとしてあるいは同位として処遇されるとすれば、実質的に、違法な株式発行のリスクを一般債権者に負担させることになる点を指摘する。<sup>(85)</sup>そして、株式は、債権者ではなく株主に対して発行されたのであるから、一部であつても違法発行のリスクを株主から移転させる理由は見出しがたいとする。<sup>(86)</sup>

(3) 小括——若干の整理

Slain & Kripkeは、以上のように株主と一般債権者との間におけるリスク分配の予定の存在を根拠として、株式投資者の債権を一般債権に劣後させるべきことを主張している。

すなわち、株式投資者の債権を劣後的に処遇しなければ、株主が負担することが予定されている事業上の倒産リスクと違法な株式発行のリスクが一般債権者にも分配されることになることを懸念している。<sup>(87)</sup>そして、とりわけ証券法違反の存在を投資継続中に認識している株主については、事業の成功に与かるか、倒産した場合に引き受けを取り消すかのオプション権を有することになる点を指摘している。<sup>(88)</sup>

かかるSlain & Kripkeの議論は構造が明確でないところがあるが、<sup>(89)</sup>①具体的存在としてのエクイティ・クッションに対する信頼、②利益の分配の順番を規定するものとしてのエクイティ・クッションに対する信頼、③違法な株式発行の

リスクの株主への固着という三つの要素に分解できるものと思われる。

①個別の会社におけるエクイティ・クッションは、株主の具体的な出資によって具体的な存在として形成されるものである。そして、Stain & Kripkeはこのような具体的なエクイティ・クッションに対する債権者の具体的な信頼が存在することを例証し、積極的に主張している。<sup>(86)(74)</sup>

かかる意味におけるエクイティ・クッションの存在あるいはそれに対する信頼の存在は、個々の事実ごとに判断される必要があるものとなる。すなわち、債権者の信頼は、Stain & Kripkeの後述の提案のように、具体的なものであることが要求される。

②これに対して、Stain & Kripkeは明確には述べていないものの、エクイティ・クッションという概念を、会社から利益の分配が行われる場合には、まず債権者、そして株主という順番で行われるべきことを意味するものとしても把握しているように思われる。<sup>(86)</sup>

すなわち、クッションは最下位に位置するものであることを強調すれば、クッションの拠出者は残余の利益が存在しない限り分配を受けることが出来ないという議論を導くことができる。そして、これは、Stain & Kripkeが「会社の倒産において、債権者が完全な満足を得た後でなければ、株主は自らの投資を回収することが出来ない」<sup>(90)</sup>こととして定義した「絶対優先原則」そのものであると言えよう。

このような意味におけるエクイティ・クッションは、上位者としての債権者、下位者としての株主という抽象的な順序を規定するものであり、債権者の信頼も、会社倒産時に自らは株主に対して優先されるといっておおよそ誰もが有している抽象的なもので足り、一律に株主は債権者に劣後することになる。

そして、具体的な事実で問題となるのは、問題となっている債権を有している者が株主であるか否かである。すなわ

ち、Stain & Kripke の Robinson 判決に対する第一の批判にみられるように、その者が可変的利益を享受する地位を有しているかが基準となる。<sup>(91)</sup>

③違法な株式発行<sup>(92)</sup>のリスクの株主への固着は、利益の分配の順番を規定するものとしてのエクイティ・クッションと同じように、一律的な解決を導くものである。すなわち、株式投資者が債権を実現しようとする場合に、上位の権利者の利益が害されるのであれば、それは許されないことになる。<sup>(93)</sup>

かかる論拠が興味深いのは、株主と債権者のように順位の異なる者の間だけでなく、同順位者間においても意義を有し得ることである。すなわち、同順位の権利を有している者が複数存在する状況において、ある者がその権利の取得に係る違法行為の存在などを主張することによって債権額が増加することとなる場合、同順位の他の者には権利の希釈化が生じることになる。<sup>(94)</sup>

このような場合について、違法行為による損失のリスクの固着を強調すれば、そのような主張は認められず、したがって債権の相対的価値に関する同順位の権利者の信頼が保護されることになる。<sup>(95)</sup>

#### (4) 他の法政策との関係についての評価

Stain & Kripke は、証券法との関係については、株式投資者を一般債権者と同位に扱うことは、連邦および州証券法が実現しようとする政策が他の法理や公正性の観念に卓越している場合にのみ正当化出来るものであるとし、その様な理由を見出せないとしている。<sup>(97)</sup>

また、倒産会社に対する消費者の債権について倒産手続きにおいて優先的地位を認めるべきであるという議論<sup>(98)</sup>について、消費者は自発的に債権者となったわけではないことを重要な根拠とするものと理解したうえで、議論の当否は別と

して、証券投資者は定義上、自発的にリスクを引き受けた者であるため議論が妥当しないとされている。<sup>(99)</sup>

### 3、具体的提案

以上のように、Stain & Kripke の議論は、株主の出資に対する債権者の信頼の存在を主たる基礎とするものである。したがって、具体的事案において、株主による出資について信頼を有する債権者が保護されるように、<sup>(10)</sup> 次のような提案を行っている。<sup>(100)</sup>

- ① 倒産企業の各債権者は、各々の投資についてエクイティあるいは下位債権に関して信頼を有していると推定される。したがって、取り消しに係る債権を有する株主は、投資後に債権者となった者の信頼の不存在を証明しない限り、劣後化される。
- ② 株式発行前に債権者となった者については、かかる債権者が事後的に出現した株主の出資について信頼したことを証明できなければ、取り消しに係る債権を有する株主と同順位となる。
- ③ 株主が取り消し事由を認識してから合理的な期間内にその権利を行使しない場合には、発行前および発行後の債権者との関係において、消滅時効の法理により権利行使が否定される。

## 第四款 一九七三年倒産法委員会報告書とSECの批判、ALIの連邦証券法典

### 1、一九七三年倒産法委員会報告書

連邦議会における倒産法改正作業は、一九七〇年の合衆国倒産法委員会 (Commission on the Bankruptcy Laws of the United States) の創設によって開始され、一九七三年に改正草案および理由書を含む報告書が議会に提出された。<sup>(101)</sup>

不実開示等に係る投資者の対会社損害賠償請求債権の倒産法上の処遇

同志社法学 六三巻七号 一四五 (三一四九)

報告書においては株式投資者の債権の処遇の問題について、次のような立法的解決が提案されている。<sup>(10)</sup>

四一四〇六条 債権の劣後化 (a) 劣後化される債権の種類

分配において、次に掲げる債権は、その他のあらゆる劣後化されない認容された債権に劣後するものとする。

(1) 債務者会社によって発行された証券の購入の取り消し、または当該証券の購入もしくは売却によって生じた損害に係る債権

そして、この提案については次のような簡潔な注釈が付されている。<sup>(11)</sup>

「(a) 項 (1) 号は、連邦および州証券法、それに基づく規則ならびに類似の法令に基づく債務者会社の証券保有者の債権を劣後化させるものである。劣後化は、債権者ではなく債権に関連するものである。したがって、証券保有者が有する貸金債権などのその他の債権に影響を与えるものではない。」

このように倒産法委員会の報告書からは、四一四〇六条 (a) 項 (1) 号を提案した背景や根拠は明らかではないが、倒産法委員会の委員長であった Marsh (Harold Marsh, Jr.)<sup>(12)</sup> は、委員会での議論において次のような認識を表明していた。すなわち、Marsh は、証券取引所法規則 10 b - 5 に基づく訴訟に拠る株式投資者の債権が一般債権と同位に扱われる可能性があることを指摘するとともに、SEC v. Insurance Investors Trust Co. 判決においてそのような同位的な処遇がなされたことに言及し、制定法に基づいて損害賠償請求を行う投資者のクラスについて、取引債権者と大規模に競合することは不合理であると述べていた。<sup>(13)</sup>

Marsh の基本的な認識は、Slain & Kripke と同様のものであったと考えられるが、具体的な解決策は Slain & Kripke の提案を超えたものとなっている。<sup>(14)</sup> すなわち、四一四〇六条 (a) 項 (1) 号は、債権者の具体的信頼などを要件とせず、証券という概念を軸として、それに係る債権を一律に強制的に劣後化させるものであり、一般債権者の利益を強く

保護するものとなっている。<sup>(10)</sup> また、Stain & Kripke の提案は、株式の発行の局面を念頭に置いたものであったが、四〇六条(a)項(1)号は包括的な規定として、流通市場における証券取引にも妥当するものとなっている。

## 2、SECの批判

銀行や保険会社といった金融機関は債権の実現に重大な関心を有しており、また経営者や従業員も会社の更生を期待するとともに、会社が証券法上の責任を負うことを厭う存在である。そして、これらは、倒産法立法に強いに利害関係を有する声の大きな存在となる。<sup>(11)</sup> 一方で、投資者は、倒産という問題に直面することが相対的に少なく、また分散しているため、その声は小さなものとなる。<sup>(12)</sup>

したがって、投資者の利益の代弁者として、SECは倒産法の立法活動において重要な役割を期待されるのであり、現に株式投資者の債権の処遇についても明確な見解を表明している。

すなわち、倒産法委員会の株式投資者の債権の処遇に係る提案をそのまま採用した下院の倒産法案H.R. 31およびH.R. 33の四一四〇六条(a)項(1)号について、SECは次のような批判を行っている。<sup>(13)</sup>

「改正提案の影響を受けることとなる下位の証券の典型例は、劣後債や優先・普通株式である。典型的な劣後条項においては、劣後債保有者は、支払いにおいて他の貸付者の下位に位置することになる。その便益は、独占的ではないものの主として無担保の銀行ローンに帰属する。」

「証券詐欺に係る債権を劣後化させようとする改正提案は、倒産手続きが開始されていない場合には行使することが可能な重要な訴権を代替的な救済を提供することなく投資者から剥奪するものである。債務者の詐欺によって価値のない証券を取得した投資者が、製品を出荷したサプライヤーや貸し出しを行った銀行、債務者の自動車



よって被害を受けた歩行者と同様に、紛れもなく損害を被ったことは疑いのないことである。

後者三者については支払いがなされるものとし、投資者を実質的に忘れ去ってしまうことには、少なくとも極めて強固な衡平法上の根拠が必要となる。

証券保有者の請求の劣後化を支持する一般的な根拠は、エクイティ証券の保有者は、一般債権者が負担するリスクとは異なるリスクを意識的に引き受けているということである。……エクイティ証券保有者に対して一般債権者を優先させることは、当事者の自覚的な期待を倒産手続きと一致させるにすぎないと、劣後化を支持する議論は結論付ける。

かかる議論は、その投資に係る正確な情報を受領した後に企業のリスクを引き受けた証券保有者と一般債権者の利益対立の文脈においては相当程度有意義なものであるが、詐欺にあつた株主と一般債権者の事案においては限定的な妥当性しか有しない。<sup>(15)</sup>

「かかる状況においては、取消しを行う株主は、当該会社がまもなく倒産するというリスクを自覚的に負担していたとは考えることができない。なぜなら、かかる投資者は、実質的には詐欺によって、予期していた会社とは全く異なる会社に投資しているからである。また、取り消しを行う株主も一定のリスクを引き受けたと言いうるが、当然ながら詐欺にあおうとして取引を行ったわけではない。

証券諸法は、そのような取引を無効とすることを認めることによって、この問題に対処している。結局のところ、取消しを行う株主は、善意の一般債権者と同じ衡平な地位にあるのであり、ゆえに倒産裁判所において一般債権者として同様に取り扱われるべきである。」

「改正提案のもう一方の問題点は、証券諸法に基づく民事訴訟一般に対する影響である。改正提案は、原告が巨



額の損害賠償請求について十分な根拠を有する場合、被告会社が倒産裁判所での *quicker tip* によって責任から逃れるという極めて明確な脅威を生じさせるものである。これは稀にしか使われることのない取引材料であるが、和解に向けた交渉において十分な影響力を有するものである。」

SECは以上のように述べて、立法によって株式投資者の債権を排除してしまうことは過酷な解決策であると批判した。<sup>⑬</sup>

また、SECは、後に一九七八年連邦倒産法として成立する上院法案 S. 2266 および下院法案 H.R. 8200 についても、次のような批判を行っている。

「上位証券の保有者は、株主などの下位持分権者の資本貢献を信頼しているということが指摘されてきた。特定の事案においては、かかる信頼が存在することがある。しかし、五一〇条(a)項(2)号は、あらゆる事案における劣後化を規定するものであり、上位の権利者が出現した遥か後に下位の証券が発行された場合にすら劣後化させるものである。かかる状況においては、信頼の対象たる外観が存在しない。<sup>⑭</sup>」

「我々は、改正案を削除し、「裁判所は、事案の公平性に照らして、債権または株式についてその一部または全部を否認あるいは劣後化させることができる。」と法案の同所に規定することを提案する。これはより柔軟性のある規定であり、また、あらゆる債権や株式へと拡張されるものである。<sup>⑮</sup>」

### 3、ALIの連邦証券法典

連邦倒産法の改正作業の開始時期とほぼ同じ時期である一九六九年に、ALIは、連邦証券諸法の改革および統一法典化を企図して、連邦証券法典の起草に着手している。<sup>⑯</sup>そして、連邦証券法典においては、株式投資者の債権の処遇の

問題に関するALIIの態度が表明されている。

すなわち、一九七四年に公表された暫定案では、一六〇二条(d)項が、「本法典は……本法典に基づく請求権について、一つまたは複数の種類の他の債権者または証券保有者との関係におけるその処遇に係る裁判所の権限に影響を与えるものではない。」と規定していた<sup>(12)</sup>。そして、注釈においては、当該規定が倒産法委員会の提案した四一四〇六条(a)項(1)号を反映したものであることが述べられるとともに、Stain & Kripkeの論文が挙げられている。そして、かかる態度は、一九七八年に採択された公式最終案においても維持されており、一九〇三条(d)項(2)号において同様の規定および注釈が示されている<sup>(13)</sup>。

ALIIは、利害関係者から独立した存在ではなく、また法典を制定法とするために政治的に議論を呼ぶ問題について(とりわけ倒産法委員会の提案が公表された後)妥協することが考えられるが、法典の起草に際してKripkeが顧問として参加したことも大きな影響を与えたものと思われる。

なお、興味深いことは、Kripkeが民事責任規定の起草に際して、連邦証券法典における証券法一一一条に相当する規定(一七〇四条)について、責任主体から発行会社を除外しようと試みていたことである<sup>(14)</sup>。厳格責任を定める一九三三年証券法一一一条は、一九二九年英国会社法を参考に導入されたものであるが、英国法では、責任主体として役員や引受人等といった個人を挙げており、一一一条と違って発行会社を除外していた<sup>(15)</sup>。これについてKripkeは、会社が倒産状態に陥った場合には、会社という仕組みは透明なベールとなつて、債権者と株主が顕となるのであり、英国のアプローチが明らかに優れていると述べている。

そして、発行会社を責任主体とする場合には、有責性のない証券投資者が違法行為による費用を負担することになるところ、Kripkeは、五一〇条(b)項の制定は英国法のアプローチの優位性を議会が認識したものであると評価して

いる。<sup>(124)</sup> かかる Kripke の見解は、発行会社が責任を負うことについて、会社の継続時における株主間の利益移転と倒産時における株式投資者の債権の処遇を連続的に捉えている点で、興味深いものである。<sup>(125)</sup>

## 第二節 連邦倒産法五一〇条 (b) 項の制定

### 第一款 一九七七年下院司法委員会報告

1、一九七八年倒産法案 (H.R. 8200 および S. 2266) の決議に至る経緯<sup>(126)</sup>

倒産法委員会の報告書における四一四〇六条 (a) 項 (1) 号は、倒産法委員会のメンバーによって一九七三年に提案された H.R. 10792 および S. 2565 に盛り込まれた。<sup>(127)</sup> さらに、同法案は一九七五年からの第九四回連邦議会でも H.R. 31 および S. 2362 として再提出された。<sup>(128)</sup>

また、合衆国倒産裁判官会議 (National Conference of Bankruptcy Judges) の提案 (H.R. 329 および S. 235)<sup>(129)</sup> や、倒産裁判官、大学教授や弁護士によって構成された合衆国倒産協議会 (National Bankruptcy Conference) の提案<sup>(130)</sup> においても、倒産法委員会の提案が盛り込まれていた。<sup>(131)</sup>

一方で、第九四回連邦議会において多数の公聴会が行われている中で、下院司法委員会分科委員会が起草した法案 (最終的に一九七七年一月に H.R. 6 として議会に提出) では、証券投資者の債権や会社内部者の債権<sup>(132)</sup>、制裁金等についての強制的劣後化規定は削除され、「(b) 裁判所は告知と聴聞の後、衡平性に照らして、(1) 他の債権または持分の全てまたは一部に対して、認容された債権または持分の全部または一部を、支払いにおいて劣後化させることができ」と規定されていた。<sup>(133)</sup>

この提案は、強制的な劣後を定める四一四〇六条 (a) 項 (1) 号を批判し、裁判所に広範な裁量を与えて事案ごと

の解決を図るべきとしていたSECの見解を採用したものと解される。<sup>(134)</sup>

しかしながら、一九七七年春からのH.R.6に対する最終的な検討において、証券投資者の債権は告知と聴聞の後に強制的に劣後化されるものとされ、連邦倒産法委員会が告知と聴聞要件を付加された形で導入された。<sup>(135)</sup>そして、かかる法案は分科委員会における検討を経てH.R.7330となり、<sup>(136)</sup>さらに修正が行われてH.R.8200となって、一九七七年九月に司法委員会によって下院に提出された。<sup>(137)</sup>

H.R.8200は、一九七八年二月に下院において可決されたが、H.R.7330と比較すると、実質的に二つの点において証券投資者の債権の劣後化の具体的内容が変更されている。

第一に、衡平法的劣後化を定める規定(H.R.8200§510(b)／一九七八年法五一〇条(c)項)が、投資者の債権の劣後化規定(H.R.8200§510(a)(2)／一九七八年法五一〇条(b)項)とは別個に適用され、衡平法的劣後化に係る債権が最劣後し得ることが明らかにされている。<sup>(138)(139)</sup>

第二に、証券投資者の債権が如何なる債権に対して劣後するかについて、H.R.7330では問題となっていた権利に優先する権利に劣後するものとされていたが、H.R.8200では優先する権利および同順位の権利に劣後するものとされている。そして、この第二の変更は、分科委員会ではなく、司法委員会においてなされたものであった。<sup>(140)</sup>

これに対して上院司法委員会も、H.R.8200を基として起草され、証券投資者の債権の劣後化について全く同様に定めていたS.2266<sup>(141)</sup>について議論を開始した。<sup>(142)</sup>そして、上院は一九七八年九月に、H.R.8200に実質的な修正を加えたS.2266を決議した。<sup>(143)</sup>また、法案の成立に向けた上院と下院の法案の相違点および技術的問題点の解決において、告知と聴聞の要件は削除された。<sup>(144)</sup>

2、H.R. 8200に関する下院司法委員会報告

一九七七年九月時点の H.R. 8200 では、株式投資者の債権の劣後化について、五一〇条 (a) 項 (2) 号が次のように規定していた。<sup>(14)</sup>

裁判所は、告知と聴聞の後に、「分配において、債務者もしくはその関係者の証券の購入もしくは売却の取り消しに係る債権、または当該証券の購入もしくは売却によって生じた損害に係る債権を、当該証券によって表章されている債権もしくは持分に優先するまたはそれと同順位にある全ての債権もしくは持分に劣後させるものとする。」

そして、下院司法委員会報告においては「証券の取得の取り消しに係る債権の劣後化」と題して、かかる五一〇条 (a) 項 (2) 号について、次のような言明がなされている。<sup>(15)</sup>

「企業の倒産に関して解決すべき困難な政策問題は、証券の取得の取り消しまたは証券の取得に係る損害について賠償を求める証券保有者の相対的な地位である。かかる者は、不法行為法上の債権者であるという観点から一般の無担保債権者として扱われるべきであろうか、あるいはその債権は劣後化されるべきであろうか。この問題は、何らかの方法で解決されるべきものである。」

「長年に渡って証券保有者は、取り消しに係る債権は一般債権者と同順位であるという主張を認められてこなかった。」

「証券保有者の取消権に関する法理は、一九三七年の *Oppenheimer* 事件における連邦最高裁判決によって劇的な変化を遂げた。右判決は、連邦証券諸法の制定前の事案に基づくものであるが、取得の取り消しを行う証券保有者に関して、破産財団について一般債権者と同順位で与かることを認めた。

連邦最高裁は、一九三七年から当該判断を変更してはいるが、*Protective Committee v. Anderson* 判決 [390

U.S. 414, 453 (1968) において、会社更生手続きに關しては未解決の問題であると明言した。」

「取得の取り消しを行う証券保有者が一般債権者に劣後、同位、あるいは優先するものとすべきかについては、原状回復的救済の法理の検討が必要となる。米国法は、取り消し得る取引において、債務者に対して資産を譲渡した者と一般債権者が競合する場合、後者を一般的に冷遇する。

Stain および Kripke 両教授は、かかる一般的なルールについて、取り消しを行う譲渡人によって譲渡された資産を債務者が所有していることを一般債権者は与信の判断に際して当てにしていけない、という想定を前提とするものであると述べる。彼らは、本問題について、無担保債権者は与信の判断に際してエクイティ証券という明確なクッションをまさに信頼していることを指摘した。

彼らは、倒産状態における資産の分配はゼロサム状況にあり、倒産における分配のルールはリスクの分配を基礎に置くべきであると結論付けた。考慮されるべき二つのリスクは、債務者の倒産リスクおよび違法に証券の発行がなされるリスクである。証券保有者と一般債権者は共に倒産リスクを引き受けるものである。Stain および Kripke 両教授は、証券発行における違法行為のリスクは、一般債権者ではなく当該証券へ投資する者によって負担されるべきであると結論付ける。

株式の引き受けを取り消す者を一般債権者と同順位とする場合、違法な株式発行のリスクは一般債権者に移転されることになる。一般債権者は、会社の収益という証券の保有に因る潜在的な利益に与かる者ではなく、かかる潜在的な利益に与かる者である株主について損害を一般債権者に移転させることを認めるのは衡平ではない。

かかる結論は、Stain および Kripke 両教授が「反・両建てルール」と位置付ける、衡平法の原則である消滅時効と合致するものである。衡平法上の消滅時効は、証券保有者が既知の権利の行使を怠り、それが他方当事者に

有害な信頼を生じさせた場合に、取消権を排除するために適用される。多くの事案において、倒産した会社の証券保有者は、取消権が存在することを倒産が生じるよりも前に認識している。」

「残念ながら、SECの要望するように当該問題を裁判所に委ねることは、その主張のように明快なことではない。Kripke教授は、事案に応じた解決を図るために当該問題を裁判所に委ねた場合、衡平法的劣後の法理は善意の第三者間では適用できないものであるため、取り消しによる請求は実際には劣後化されないことを明らかにした。」

「本法案は、StainおよびKripke両教授の見解を、運用上より機能する形においてはあがるが、一般的に採用するものである。」

本法案は、分配の優先順位において、取り消しに係る債権を、取り消しに係る債権の基礎をなす債権または持分に優先する全ての権利に劣後化させるものである。したがって、劣後債の取得の結果として生じる取り消しに係る債権は、資産の売得金の割り当てにおいて、エクイティ証券保有者に優先するが、一般無担保債権者に劣後する。

本法案はまた、一定の事案ごとの解決を規定している。裁判所は、衡平の原理に基づいて債権を劣後化させる包括的な権限を与えられている。」

そして、逐条解説においては、五一〇条(b)項について次のような説明がなされている。<sup>(4)</sup>

五一〇条(b)項は、「裁判所に対して、分配において、債務者もしくはその関係者の証券の購入もしくは売却の取り消しに係るあらゆる債権、または当該証券の購入もしくは売却による損害に係るあらゆる債権を、当該証券によって表章されている債権もしくは持分に優先する全ての債権もしくは持分に劣後化させることを求めるも



のである。したがって、この劣後化は、問題となる債権または持分に從つて変更されるものである。

当該証券が債務証券である場合、損害または取り消しに係る債権は一般無担保債権の地位を与えられる。当該証券がエクイティ証券である場合、損害または取り消しに係る債権は、全ての債権者に劣後し、当該エクイティ証券自体と同順位に扱われる。」

### 3、S. 2206に関する上院司法委員会報告

一九七八年七月時点のS. 2206に関する上院司法委員会報告においては、五一〇条(b)項について下院司法委員会報告のような言明はなされておらず、また逐条解説においては下院司法委員会報告と全く同じ説明がなされている。<sup>(48)</sup>

## 第二款 一九七八年連邦倒産法五一〇条(b)項の制定

### 1、一九七八年法五一〇条(b)項の制定

一九七八年一月六日に成立した連邦倒産法においては、SECの批判が入れられることなく、証券投資者の債権を強制的に劣後するものとして五一〇条(b)項が制定された。五一〇条(b)項は、一九八四年に一度だけ改正が行われているが、一九七八年制定当時は次のような規定であった。<sup>(49)</sup>

「分配において、債務者もしくはその関係者の証券の購入もしくは売却の取り消しに係る債権、または当該証券の購入もしくは売却から生じた損害に係る債権は、当該証券によつて表章されている債権もしくは持分に優先するまたはそれと同順位にある全ての債権もしくは持分に劣後するものとする。<sup>(50)</sup>」

この五一〇条(b)項を構成する文言について、一九七八年連邦倒産法に定義が設けられているものは、「証券」、「関



「係者」、「債権」、「債務」、「債務者」である。そして、五一〇条 (b) 項の適用範囲を画する主たる法概念である「証券」については、一〇一条 (四九) 項 (A) 号が次のものを含むものとして規定している。<sup>(5)</sup>

「(i) ノート、(ii) 株式、(iii) 自己株式、(iv) 担保付債券、(v) 無担保債券、(vi) 証券担保信託証券、(vii) 会社設立前の証券または引受権、(viii) 譲渡可能持分、(ix) 議決権信託証券、(x) 預金証券、(xi) 証券預託証券、(xii) 投資契約、または利益分配契約もしくは石油、ガス、鉱物掘削権、借地権における持分もしくは参加権を表す証券であつて、一九三三年証券法の規定により証券取引委員会に登録されているか、あるいは同法三条 (b) 項により登録が要求されていないもの、(xiii) 有限責任組合における有限責任組合持分、(xiv) 「証券」として一般に認知されているその他の債権または持分、(xv) 証券における持分もしくは参加権を表示する証券、証券についての一時もしくは仮の証券、証券の受取証券、または証券の引受け、購入、もしくは売却についての権利証券もしくは権利。」

そして、この「証券」の定義については、下院・上院司法委員会報告において同様に次のように説明されている。<sup>(6)</sup>

「当該定義は新たなものであり、A L I が提案する証券法典に範をとりつつも一定の除外を行ったものである。有限責任組合における有限責任組合持分は、エクイティ証券として定義されるあらゆる権利もまた「証券」であることを明らかにするために規定されたものである。

当該定義は、……用語の明確な指定が可能なものではないため、オープンエンドなものとなっている。したがって、裁判所は、当該定義に規定されている特性を用いて、新たな種類の証券を柔軟に取り扱うことが出来ることとなっている。」

2、五一〇条 (b) 項と Slain & Kripke ' SEC ' 立法史

(1) 五一〇条 (b) 項と Slain & Kripke の議論

一九七八年連邦倒産法五一〇条 (b) 項は、倒産法委員会の一九七三年報告書における四一四〇六条 (a) 項 (1) 号をベースとするものであるが、下院司法委員会報告に明らかのように、具体的な立法根拠については Slain & Kripke の議論に依拠している。

もともと、Slain & Kripke が、株主による出資に対する債権者の具体的な信頼を重視していたのに対して、五一〇条 (b) 項は、そのような信頼を問わない一般的な規定となっている<sup>(15)</sup>。これは、下院司法委員会報告が抽象的に述べているように、Slain & Kripke の提案を実際に機能するように導入するためには、一律的処理が欠かせなかったためであると解される。すなわち、個々の債権者の具体的な信頼の存在を要件とする場合には、それを巡って紛争が生じ、倒産手続きの円滑な遂行が害される可能性が非常に高いと考えられる<sup>(16)</sup>。

そして、五一〇条 (b) 項と Slain & Kripke の議論の関係については、近時の Enron 事件においてニューヨーク西部地区倒産裁判所の Gonzalez 判事によって、次のような整理もなされている。

すなわち、Slain & Kripke の二つの論拠についてどちらが上位に位置するかは明らかでなく、その具体的提案において株主が債権者の信頼の不存在を証明すれば劣後化を回避できるとされていたことからすれば、<sup>(17)</sup> エクイティ・クッション<sup>(18)</sup> が劣後化の主たる根拠だとも考えられるが、議会が、絶対優先原則<sup>(19)</sup> よりもエクイティ・クッションを上位の根拠としていたのならば、五一〇条 (b) 項においてそのような要件が規定されていたはずである、と指摘されている。

(2) SECの批判と下院司法委員会報告

SECの主たる批判は、詐欺によって株式を取得した者はリスクを引き受ける前提を欠いているのであって、まもなく倒産するというリスクを引き受けたとは言えず、また違法な証券発行のリスクはまさに証券諸法の対処するものであるというものであった。

これについては、下院司法委員会は、まず、証券発行が違法になされたことを投資者が認識している場合が多いという評価を示している。また、株主が可変的な利益を得る存在であることを根拠として、違法な証券発行のリスクを一般債権者に移転させるのは衡平ではないとしている点も、SECの批判への応答になり得ると思われる。

もっとも、まず、証券発行の違法性について悪意である投資者が多いという認識が一九七〇年代後半において妥当なものであったかについては、疑問が生じ得るように思われる。そして、株式投資者の債権の処遇が問題となるのは、当然のことながら、一定期間の後に倒産状態に陥る会社であるところ、株式に係る可変的利益の存在を実質的に観念することは難しいように思われる。<sup>(10)</sup>

(3) 五一〇条(b)項の特徴

次に、五一〇条(b)項自体に目を向ければ、まず、「証券」について連邦証券諸法とほぼ同様の列挙を行うことによって、エクイティ証券だけでなくデット証券一般についても、連邦倒産法上の「証券」としている点が注目される。<sup>(11)</sup>さらに、債務者の「関係者」<sup>(12)</sup>の証券の取引に係る債権も債務者との関係で劣後化の対象とされており、適用対象権利という観点から、五一〇条(b)項の射程は極めて広範なものとなっている。

そして、債権の発生原因などについて限定を設けておらず、端的に証券取引から生じた債権を劣後化すると規定して

いることから、証券の定義と相まって、五一〇条(b)項の潜在的な適用範囲は極めて広く設計されている。

なお、判例においては、詐欺にあつた株式投資者について、一般債権者には劣後するが一般株主には優先するとされていたが、そのような考慮を行わないことが明らかにされている点も興味深い。これは、一般債権者とも株主とも異なるクラスが追加的に出現する場合に、更生手続きが複雑なものとなることが危惧されたもの、あるいは一般株主に優先する場合には債権者の満足後の財産に専ら与えられることとなるところ、それを狙った訴訟が提起されることを抑止しようとしたものとも解されるが、参照し得た立法資料からは明らかではない。

#### (4) 五一〇条(b)項と立法史

五一〇条(b)項を下院司法委員会報告と対比させた場合には、次の点が興味深い。すなわち、証券投資者の債権が如何なる債権に対して劣後するのか(具体的に如何なる順位になるのか)について、H.R.7330では問題となつている債権が基礎とする権利に優先する権利に劣後するものとされていたが、H.R.8200では優先する権利および同順位の権利に劣後するものとされている。

しかしながら、かかるH.R.8200に関してなされた下院司法委員会報告では、「本法案は、分配の優先順位において、取り消しに係る債権を、取り消しに係る債権の基礎をなす債権または持分に優先する全ての権利に劣後化させるもの」とされており、また下院・上院両司法委員会報告の逐条解説においても同様の説明がなされている。

したがって、下院司法委員会報告は、実質的にはH.R.7330の説明となつており、同順位の権利にも劣後する理由は立法史からは明らかではない。かかる変更は、分科委員会ではなく司法委員会において行われたものであり相当な理由があつたものと解されるが、次のような結果を招来するものである。

すなわち、五一〇条（b）項を文言通り適用すれば、例えば、一般債権を表章する証券を取得した者が取り消しまたは損害賠償の請求を行った場合、その者の債権は一般債権よりも劣後する可能性が生じることになる。<sup>(10)</sup>これについては、次の二つの疑問が生じる。

第一に、下院・上院両司法委員会報告の逐条解説において、五一〇条（b）項に関して「当該証券が債務証券である場合、損害または取り消しに係る債権は一般無担保債権の地位を与えられる。当該証券がエクイティ証券である場合、損害または取り消しに係る債権は全ての債権者に劣後し、当該エクイティ証券自体と同順位に扱われる。」と説明されていたこととの矛盾である。<sup>(10)</sup>もつとも、後段に関する問題は、一九八四年改正によって解消されることになる。

第二は、自らの権利を主張した者について、なぜ本来同順位であった者に対しても劣後するというような、一種のペナルティーが課され得ることになっているのかということである。この問題については、第三章・第三節において検討する。

### 第三款 一九八四年連邦倒産法改正法による改正

#### 1、一九八四年連邦倒産法改正法成立までの経緯

一九七九年から一九八〇年の第九六回議会においては、多くの技術的改正の必要性が早速明らかとなり、その一環として五一〇条（b）項の文言および実質に関する部分的な改正が提案された。<sup>(11)</sup>これについて上院の改正法案（S. 658）に関する司法委員会報告では、逐条解説において、印刷上の誤りを訂正するとともに、株式の引き受けの取り消しに係る債権は普通株式の地位よりも劣後するものではないことを明らかにするためのものであると説明されている。<sup>(11)</sup>

一方で、改正法案自体は、債権については証券によって表章されている優先するまたは同順位の権利に劣後するが、

持分については優先する権利に対してのみ劣後することを規定していた。もつとも、主として倒産裁判官の退職に関して合意が成立しなかったため、種々の技術的改正を含む倒産法改正法は成立しなかった。<sup>(17)</sup>

倒産法改正は、第九七回議会においても議論され、一九八一年に、上院の改正法案 (S. 883) においては、五一〇条 (b) 項に関する改正を含む改正法案 (S. 883) が決議された。<sup>(17)</sup> かかる改正法案においては、五一〇条 (b) 項を改正するものとして八六条が規定されていたが、興味深いことに、債権および持分の双方について、優先する債権または持分についてのみ劣後するものとされていた。<sup>(18)</sup>

## 2、一九八四年連邦倒産法改正法の成立

連邦倒産法改正法は一九八四年に成立し、これによって五一〇条 (b) 項は次のような現行規定となっている。

「本章における分配に関して、債務者もしくは債務者の関係者の証券の購入もしくは売却の取り消しから生じた債権、かかる証券の購入もしくは売却から生じた損害賠償請求債権、または当該債権を理由とする五〇二条が認容する補償もしくは求償債権は、かかる証券により表章されている債権もしくは持分に優先する債権もしくは持分、またはかかる証券により表章されている債権もしくは持分と同順位の債権もしくは持分に劣後するものとする。ただし、かかる証券が普通株式である場合は、当該債権は普通株式と同順位とする。」<sup>(19)</sup>

一九八四年改正法による五一〇条 (b) 項の改正に関する立法資料は乏しいが、上院司法委員会報告においては次のような言明がなされている。<sup>(20)</sup>

「本改正は、印刷上の過誤を訂正するとともに、先の改正を明確なものとするものである。株式の引き受けの取り消しに係る債権の劣後化は、普通株式の地位よりも劣後することを意味するわけではないことを明らかにする

ものである。」

### 3、一九八四年改正の意義

右言明のうちの印刷上の過誤とは、rescissionの綴りが一九八四年改正前はrecissionとなっていたことを指すものである。これに対して、一九七八年改正の趣旨の明確化と解されるものとしては、次の二点を指摘できる。

#### (1) 劣後化される債権の順位の明確化

前述のように、一九七七年の下院司法委員会報告では、「当該証券が債務証券である場合、損害または取り消しに係る債権は一般無担保債権の地位を与えられる。当該証券がエクイティ証券である場合、損害または取り消しに係る債権は全ての債権者に劣後し、当該エクイティ証券自体と同順位に扱われる。」という言葉がなされていた。

したがって、一九八四年改正が普通株式の取引によって生じた債権の順位について普通株式と同位としたことは、一九七八年改正の明確化という範囲に収まるかは別として、司法委員会報告の後段に適合的である。<sup>(8)</sup>

一方で、下院司法委員会報告の前段は、本改正では反映されていない。改正の過程で提出された法案では、持分のみあるいは持分と債権の双方について、その取引によって生じた債権を基礎となつた権利と同位とすることが提案されていたにもかかわらず、普通株式についてのみ同位とする規定が導入されたことからすれば、デット証券および普通株式以外のエクイティ証券について同様の規定を置かなかつたのは意図的なことだと解される。

もっとも、その政策的な根拠は一九八四年改正においても明らかにされていない。<sup>(9)</sup>そして、これに関しては、債権者側の利益者団体が抵抗しそれが影響を与えた可能性も指摘されている。<sup>(10)</sup>



いずれにせよ、五一〇条(b)項によつて、とりわけ劣後債保有者や優先株主などは、取得の取り消しまたは損害賠償請求を行った場合には、債権を劣後化されるリスクを負うこととなっている。<sup>(8)</sup>

## (2) 補償債権・求償債権の劣後化

連邦法または州法に基づいてなされる証券詐欺に関する発行会社の役員や取締役、監査人、アンダーライターなどに対する訴訟において、投資者に有利な判断が下された場合または和解が成立した場合、それらの者は、契約や附属定款、コモン・ローに基づく権利として、発行会社に対して補償や求償を求めることが考えられる。

このような場合に、投資者の債権は劣後化される一方で、投資者の損害を賠償する立場にある者の債権が劣後化されないのは不合理であり、また責任の賦課による抑止効果の減少を招く可能性がある。<sup>(9)</sup>しかしながら、一九八四年改正前においては、以上のような債権の劣後化を実現できるかについて疑義があった。<sup>(10)</sup>かかる問題について、一九八四年改正法の立法資料は直接的な言及を行っていないが、次の評価がそれに代わるものであると思われる。<sup>(11)</sup>

「五一〇条(b)項の立法根拠が、株式投資者が一般債権者と同等の地位を得ようとすることを防ぐことに限られないことは明らかであり、議会はやはりリスクの分配を基礎として劣後化を定めたのである。したがって、議会在が五一〇条(b)項を改正して補償・求償についての債権を追加したことは、株式投資者の処遇についての規定からの抜本的な離脱ではなく、……取り消しまたは損害に係る債権を生じさせる証券取引に関係する新たなクラスの個人または法人の劣後的処遇を、単に追加したものである。

議会は、証券法債権の保有者の劣後化を意図していたのであり、証券法債権を生じさせる証券取引において役割を果たす役員や取締役、引受人といった他の当事者の債権を劣後化させない理由はないのであって、五一〇条



(b) 項に対する一九八四年改正は、当初の規定の立法根拠の一つを論理的に拡張するものである。

議会は一九八四年に、汚染された証券法上の取引から生じた債権は一般債権者の債権と同順位となるものではない、という立法的判断を行ったのである。」

### 第三節 時代背景から見た連邦倒産法五一〇条 (b) 項

五一〇条 (b) 項が Stain & Kripke の議論に理論的基礎を得たものであるとして、それが具体的にどのような意義を有するものであるかを把握するためには、一九七〇年代の米国という文脈を理解する必要がある。かかる観点から、以下では一九七〇年代における証券訴訟の状況を概観したうえで、同時代における評価を紹介する。

#### 1、証券訴訟の興隆

Stain & Kripke の論文が公表され、また倒産法委員会が報告書を提出した一九七三年は、連邦証券諸法に基づく民事訴訟が興隆の兆しを見せていた時代であった。<sup>(18)</sup>

その背景には、一九六六年の連邦民事訴訟規則改正によって集団訴訟の遂行が容易となったことがあり、<sup>(19)</sup> 実際に証券集団訴訟の数は増加傾向を見せていたのであった。

また、民事責任追及の根拠規定についても、連邦証券諸法、とりわけ規則 10 b-5 の適用範囲および要件について緩やかな解釈を採用する下級審裁判所が現れていた。一九七三年の Revolution in Securities Regulation と題した Business Lawyer の特集号において、Bronberg の Are There Limits to Rule 10b-5? という論文が掲載されたことはその好例である。<sup>(20)</sup>

そして、Rehnquist 判事が、規則 10 b-5 に基づく民事訴訟について、立法府による団票から司法府によって櫛の木が生み出されたと評価する一方で、通常の訴訟における濫訴とは異なるレベルの危険性の存在を指摘した Blue Chip 判決は、一九七五年に下されたものであった。さらに、連邦最高裁は一九七六年に Hoehfaldler 判決<sup>(18)</sup>、一九七七年に Santa Fe 判決<sup>(19)</sup>を下し、また一九七九年には黙示の私的訴権の存在について制限的な解釈を示している。

このような連邦証券諸法に基づく民事責任追及の興隆は、Starr & Kripke のみならず、立案関係者にも影響を与えており、まさに Marsh は一九七三年に、「株主の権利を定める実体法は継続的にその権利を拡張しており、また委員会のメンバーはそれらに係る全ての債権について立証資格ある債権であると判断しており、会社の倒産における株主の請求は非常に増加するであろう」と述べていたのであった。<sup>(20)</sup>

そして、企業の倒産件数は持続的に増加するとともに、一九七二年から一九七四年に行われた五五件の会社更生手続きの四〇%にあたる二二件において、SEC による連邦証券諸法に基づく先行または並行する訴訟が提起されていたのであった。<sup>(20)</sup>

## 2、同時代における五一〇条(b)項に対する評価

以上のように一九七〇年代において証券訴訟が勃興の兆しを見せており、また倒産会社においては証券法違反が存在する可能性が高く、これに対する訴訟提起の増加の可能性が認識されていたのであった。<sup>(20)</sup>

このような中で、五一〇条(b)項がどのような実質的な意義を有するものであったかについては、まず、五一〇条(b)項の制定前に会社更生手続きにおいて初めて明確に株式投資者の債権の劣後化を行った Stirling Homex Corp 判決が参考となる。

すなわち、第二巡回区控訴裁判所はリスクの引き受けに対する債権者の信頼の保護という観点から劣後化を行ったが、その原審においてはニューヨーク州西部地区裁判所の *Birke* 判事が次のように指摘している。<sup>(38)</sup>

「株式投資者の主張する損害賠償請求債権が一般債権に劣後しない場合、事業会社の財務構造における全く新たな構成要素が出現することになる。そして、かかる場合には、銀行やサプライヤー、下請業者といった債権者は、それらの者が従来予期しそれを基に与信を行っていた証券投資者あるいは投機家に対する優先権を、担保を取得することがなければ、もはや失ってしまつことになる。」

事業会社の金融構造におけるそのような基礎的な変更は、長い伝統を有する「絶対優先原則」を覆すことを意図した立法がなされない限り是認されない。」

かかる判示も、リスクの引き受けに対する債権者の信頼の存在を指摘しているが、当該信頼を保護すべき理由として、「事業会社の財務構造における全く新たな構成要素」あるいは「事業会社の金融構造における基礎的な変更」といったように、株式投資者の債権の存在が与える現実的影響を重視しているように見受けられる。

そして、第二巡回区控訴裁判所自体の判断については、同じくニューヨーク州西部地区裁判所の倒産裁判官であった *Costa* 判事によつて、次のような評価がなされている。

すなわち、*Costa* 判事は、資金需要およびリスクは持続的に増加しているところ、第二巡回区の判断は、貸付者の地位を鼓舞することを試みたものとして最もよく理解することができると評価する。そして、短期の貸付者に対して第二巡回区の判断のような保護が与えられない場合、それらの者が今日増加している損失のリスクの引き受けを躊躇うであろうことは明らかであり、資金の流れは固く引き締められることになるであろうと指摘している。<sup>(39)</sup>

このような企業金融への影響については、さらに、更生事件において一般債権者側の代理を行っていた法律事務所に

所屬していたHufが、次のように述べている。

すなわち、Hufはまず、事業を継続するために会社は運転資金を調達する必要があるが、詐欺にあった投資者は当該会社への再投資を渋るものであり、故に、最も有望な追加的資金の拠出者は無担保債権者である銀行であると指摘する<sup>(20)</sup>。そして、かかる銀行の利益は株主が再建計画に参加することによって害されるのであり、したがって、株主が大規模に参加する場合には会社再建の機会も害されることになる<sup>(20)</sup>と評価している。

同様に、合衆国倒産協議会のメンバーであったTrust<sup>(20)</sup>も、倒産法委員会が提案した四一四〇六条について、債務者あるいは更生管財人に対して授与された、再建プロセスを容易にする新たな権限の一つである、として積極的に評価している<sup>(20)</sup>。

このように、株式投資者の債権の処遇は、投資者と一般債権者の何れが損失を負担するかというリスク分配に関する問題であるところ、リスクを債権者にも分配することとした場合には、事業継続時および倒産時の企業金融に相当程度の負の影響を与える可能性が認識されていたわけである。

そして、このような認識は、債権者側であったと解されるHufのみならず、Burke判事やCosta判事によっても示されていることからすれば、一般的なものであったと考えられる。

したがって、連邦倒産法五一〇条(b)項において株式投資者の債権の劣後化が定められた政策的背景としては、リスクの分配の決定に際しての、現実の企業金融に対する影響(平時の信用収縮/倒産時の与信者の減少)への考慮があったと推測される。

(一) Bankruptcy Act of 1898, Ch. 541, 30 Stat. 544 (1898).

- (2) Bankruptcy Reform Act of 1978, Pub. L. No. 95-598, 92 Stat. 2519 (1978).  
一九七八年法の全体像については、高木新一郎「米国新倒産法概説」(商事法務研究会、昭和五九年) 参照。
  - (3) DAVID T. STANLEY & MARJORIE GIRTH WITH VERN COUNTRMANN, BANKRUPTCY: PROBLEM, PROCESS, REFORM 25 (Brookings Institution 1971); 霜島甲一「アメリカ合衆国連邦破産法改正の背景と草案について」判例タイムズ二五巻七号四三頁、四三頁(一九七四年)。
  - (4) 青山善充「会社更生の性格と構造」(一)・(三)・(四)・(完)「法学協会雑誌」八三巻四号四八三頁、四九三―五二八頁(一九六六年)、八四巻五号五九七頁、六〇〇―六一八頁(一九六七年)、八六巻四号四一五頁、四一五―四三七頁(一九六九年) 参照。
  - (5) 青山善充「会社更生の性格と構造」(一)「法学協会雑誌」八三巻二号一三五頁、一六二―一七二頁(一九六六年) 参照。
  - (6) 米国における再建制度の沿革および一九八八年法の改正史については、青山・前掲注(5) 一四七―一六〇頁、会社更生制度と和議制度の関係については、同一八〇―一八四頁参照。 See also Eugene V. Rostow & Lloyd N. Cutler, Competing Systems of Corporate Reorganization Chapters X and XI of the Bankruptcy Act, 48 Yale L.J. 1334 (1939)。
  - (7) 高木・前掲注(2) 二六頁、加藤哲夫「アメリカにおける会社更生手続と債務整理手続の機能分担——その序説として——」早稲田法学会誌二五号一頁(一九七五年)、「同」アメリカにおける会社更生手続と債務整理手続の機能分担(続)——ニース・テストを中心として——」早稲田法学会誌二六巻三二五頁(一九七六年) 参照。
  - (8) 霜島・前掲注(3) 四七頁。
  - (9) Eric A. Posner, The Political Economy of the Bankruptcy Reform Act of 1978, 96 Mich. L. Rev. 47, 108 (1997)。
  - (10) 小林秀之「再建型倒産手続の再編成——わが国の会社更生法への貴重な示唆」(上)「判例タイムズ」三四巻二九号三四頁、三六頁(一九八三年)、Posner, *supra* note 9, at 110。
  - (11) 会社更生手続きにおけるSECの関与の内容については、沢井種雄「米国会社更生事件における裁判官の補助機関——主としてSEC(証券取引委員会)について——」法曹時報二〇巻二号一頁、四一―六頁、九頁(一九六八年) 参照。  
会社更生手続きは、SECによって立案・起草されたものであり、独立的機関の関与によって大衆投資家の利益保護を実現することが企図された。
- See DAVID A. SKEEL, JR., DEBTS DOMINION: A HISTORY OF BANKRUPTCY LAW IN AMERICA: Chapter 4 (Princeton University Press 2001).
- (12) 青山・前掲注(4) 八四巻五号六〇三頁、高木・前掲注(2) 一三三頁、一七六頁参照。
  - (13) Posner, *supra* note 9, at 109.

不実開示等に係る投資者の対会社損害賠償請求債権の倒産法上の処遇

同志社法学 六三巻七号 一六九 (三二七三)

- (14) *Id.*
- (15) Kenneth B. Davis, Jr., The Status of Defrauded Securityholders in Corporate Bankruptcy, 1983 Duke L.J. 1, 2 (1983).
- (16) 一九七八年連邦倒産法の立法史の全体像については、Kenneth N. Klee, Legislative History of the New Bankruptcy Law, 54 Am. Bankr. L.J. 275 (1980); Richard I. Aaron, The Bankruptcy Reform Act of 1978: The Full Employment for Lawyers Bill-Part I: Overview and Legislative History, 1979 Utah L. Rev. 1 (1979) 参照。
- (17) Davis, *supra* note 15, at 3 n.6.
- (18) *Id.* at 4.
- (19) *Id.* at 5.
- (20) *Id.* at 6.
- (21) *Id.* at 34-35.
- (22) Newton Nat'l Bank v. Newbegin, 74 F. 135, 140 (8th Cir. 1896).
- (23) Davis, *supra* note 15, at 5. 株主の債権の存在を認めたとすべからず劣後化による解決を行った判例については、Harry S. Gleick, Subordination of Claims in Bankruptcy under the Equitable Power of the Bankruptcy Court, 16 Bus. Law 611, 623 (1961) 参照。
- (24) Newton Nat'l Bank v. Newbegin, 74 F. at 140. See also Daniel C. Cohn, Subordinated Claims: Their Classification and Voting under Chapter 11 of the Bankruptcy Code, 56 Am. Bankr. L.J. 293, 299 (1982).
- (25) 禁反言の法理が適用された代表的判例としては、*In re Racine Auto Tire Co.*, 290 F. 939 (7th Cir. 1923) を挙げるのが一般的である。事案は、一九二一年にウィスコンシン州証券法に違反して優先株式が発行され、一九三二年に発行会社に対して破産宣告がなされた後に、優先株主がその引受けの取り消しを求めて、対価の回復に係る債権の届出を行なったというものである。
- 第七巡回区控訴裁判所は、原告株主が取得対価について回復する権利を有するとした場合に、一般債権者との対立が生じることを指摘した上で次のように判断した。
- すなわち、投資者が、配当を継続的に受領することによって利益を得たり、株主総会に出席するなどしており、また会社が倒産するまで二年以上も引受けの取り消しを求めることをしなかったことを指摘するとともに、取り消しを認めることは一般債権者との関係で不衡平となるなどとして、禁反言の法理により取り消しを否定した。*In re Racine Auto Tire Co.*, 290 F. at 941-42.

同様の事案で同様の結論が示されたものとして、*In re Recording Devices Co.*, 1 F.2d 474, 477 (S.D. Ohio 1924) 参照。

一方で、株式の発行が違法なものであったことにより投資者が善意であったことを一つの要素として、禁反言の法理の適用を認めなかった判例も存在する。

すなわち、*Regan v. Albin*, 219 Cal. 357 (1933) では、被告株主は配当を受領し三年間取消しを求めなかったが、不公正な行為の存在および株主の株式発行の違法性の認識なくして原告は立証しておらず、一方で、原告である債権者は自らが善意であることおよび株主の行為や表示を信頼したことを立証して、そのことを指摘して、禁反言の法理の適用要件を満たさなかった。See also 3 LOUIS LOSS, SECURITIES REGULATION 1680 n.243 (Little Brown & Co. 2nd ed. 1961); *Davis, supra* note 15, at 21 n.89.

(26) *Davis, supra* note 15, at 6-7. See also M. A. L., *Insolvency of Corporation as Barring Stockholder's Right to Rescind Subscription on Ground of Fraud*, 41 A.L.R. 674 (1926), supplemented, 46 A. L. R. 484 (1927) (in Westlaw).

(27) John J. Stain & Homer Kripke, "The Interface between Securities Regulation and Bankruptcy — Allocating the Risk of Illegal Securities Issuance, 48 N.Y.U.L. Rev. 261, 281 (1973).

なお、擬制信託等の法律構成を採用する場合には、投資者の債権が一般債権に優先する可能性に比べて、*Id.* at 272-81; Nicholas L. Georgakopoulos, *Strange Subordinations: Correcting Bankruptcy's 510(b)*, 16 *Bankr. Dev. J.* 91, 94 n.6 (1999); Emily L. Sherwin, *Constructive Trusts in Bankruptcy*, 1989 U. Ill. L. Rev. 297, 355 n.234 (1989).

(28) *Davis, supra* note 15, at 7 n.24.

(29) *Oppenheimer v. Harriman Nat'l Bank & Trust Co.*, 85 F.2d 582, 585 (2d Cir. 1936). See also *MacNamee v. Bankers' Union for Foreign Commerce & Finance*, 25 F.2d 614 (2d Cir. 1928); *William B. Joyce & Co. v. Eifert*, 56 Ind.App. 190 (Ind.App. 1914).

(30) *Davis, supra* note 15, at 7; Georgakopoulos, *supra* note 27, at 95.

(31) *Stain & Kripke, supra* note 27, at 268-69 n. 27.

(32) *Oppenheimer v. Harriman Nat'l Bank & Trust Co.*, 85 F.2d 582, 585 (2d Cir. 1936).

(33) *Davis, supra* note 15, at 7 & n. 28. 当時、国法銀行の株主は、銀行の債務についてその所有する株式の額面に相当する個人的責任を負うことが定められていた。

(34) *Oppenheimer v. Harriman Nat'l Bank & Trust Co.*, 301 U.S. 206, 215 (1937).



不実開示等に係る投資者の対会社損害賠償請求債権の倒産法上の処遇 同志社法学 六三巻七号 一七二(三二七六)

- (35) Davis, *supra* note 15, at 8.
- (36) See *McCarthy v. Gault*, 24 F. Supp. 977, 980 (D. Or. 1938).
- (37) Davis, *supra* note 15, at 8; Slain & Kripke, *supra* note 27, at 283-84. See also Marilyn Huff, The Defrauded Investor in Chapter X Reorganizations: Absolute Priority v. Rule 10b-5, 50 Am. Bankr. L.J. 197, 211-12 (1976); Robert J. Stark, Reexamining the Subordination of Investor Fraud Claims in Bankruptcy: A Critical Study of *In re Granite Partners, L.P.*, 72 Am. Bankr. L.J. 497, 503 (1998).
- また、後の判例による区別について、第二章・第一節・第一款・四・脚注(60)参照。
- (38) Davis, *supra* note 15, at 9.
- (39) Cf. LOSS, *supra* note 25, at 1724 n.130.
- (40) 米国における絶対優先原則の形成過程については、田村諱之輔「公正・衡平と遂行可能性」会社の基礎的変更の法理 一四一頁、一四九-一六〇頁(有斐閣、一九九三年)「初出：菊井先生献呈」裁判と法 下 七四一頁(有斐閣、一九六七年)、「青山・前掲注(4) 八六巻四号四二-一四三三頁、山本慶子「再建型倒産手続における利害関係人の間の「公正・衡平」な権利分配のあり方」金融研究二七巻法律特集号一一二頁、一一五-一一九頁(二〇〇八年)参照。
- (41) 絶対優先原則は、倒産会社の経営権を握っていた内部者が担保権者と通じて会社更生手続から不当な利益を得ることを防ぐことによって、債権者である大衆投資家の保護を旨としたものであり、SECがその確立や実現に寄与したが、倒産法の改正が議論されていた当時においては、機関投資家が上位債権者となり、大衆投資家は下位債権者あるいは普通株主となっていたため、かかる意味における大衆投資家の保護に資するものとはなっていない。小林秀之「再建型倒産手続の再編成——わが国の会社更生法への貴重な示唆(下)」判例タイムズ三四巻二九号一八頁、一九頁、二二頁(一九八三年)。See Slain & Kripke, *supra* note 27, at 262-63; Douglas G. Baird, Present at the Creation: The SEC and the Origins of the Absolute Priority Rule, 18 Am. Bankr. Inst. L. Rev. 591 (2010); David A. Skeel, Jr., The Rise and Fall of the SEC in Bankruptcy (Univ. of Pa. Law Sch. Inst. for Law and Econ., Working Paper No. 267, 1999), available at <http://ssrn.com/abstract=172030>.
- (42) Northern Pacific Railway v. Boyd, 228 U.S. 482 (1913).
- (43) Boyd 判決は「一般債権者が株主に優先する」ことを当然認識するものであったが、その優先性が絶対的なのものであるか、相対的なのであるかについては判断を示さなかった。Boyd, 228 U.S. at 504.
- 絶対優先原則からの逸脱が齎す影響については、山本・前掲注(40) 二二三頁・脚注(24)参照。See also Walter J. Blum & Stanley A. Kaplan,

The Absolute Priority Doctrine in Corporate Reorganizations, 41 U. Chi. L. Rev. 651 (1974); Anthony J. Casey, The Creditors' Bargain and Option Preservation Priority in Chapter 11, 78 U. Chi. L. Rev. 759 (2011).

(44) Case v. Los Angeles Lumber Co., 308 U.S. 106 (1939).

(45) Consolidated Rock Products Co. v. Dubois, 312 U.S. 510 (1941).

(46) 11 U.S.C. § 1129(b). See DOUGLAS G. BAIRD, THE ELEMENTS OF BANKRUPTCY 72-77 (5th ed. Foundation Press 2010).

絶対優先原則の問題点と一九七八年法および判例による対応については、松下淳「再生計画・更生計画による債権者と株主との利害調整について」青山善充ほか編『新堂幸司先生古稀祝賀 民事訴訟法理論の新たな構築 下』七四九頁、七五三―七六四頁（有斐閣、二〇〇一年）、山本・前掲注(40) 一一一―一二九頁参照。

(47) 田村・前掲注(40) 一五一頁。

(48) 松下・前掲注(46) 七五三頁は、「更生計画においては、優先する権利者が完全な満足を得た後でなければ劣後する権利者はいかなる満足も受け得ない」と定義し、また山本・前掲注(40) 一一九頁は、「平時実体法上の権利すなわち手続前における権利の優先順位（プライオリティー秩序）を尊重し、上位の権利者について全額の弁済を行うことなしに、下位の権利者への弁済を行うことはできないとするもの」と定義する。

(49) Slain & Kripke, *supra* note 27, at 261.

(50) See Davis, *supra* note 15, at 24 n.95. See also MARK J. ROE, CORPORATE REORGANIZATION AND BANKRUPTCY: LEGAL AND FINANCIAL MATERIALS 301 n.20 (2nd ed. Foundation Press 2007). 同様の指摘として、後藤元「不実開示に関する会社の民事責任と倒産法」新世代法政策学研究 二号三三九頁、三四七頁・脚注(22)（二〇〇九年）参照。

(51) 沢井・前掲注(11) 九頁 Davis, *supra* note 15, at 9.

(52) *Id.*, at 9-10 & n.40.

(53) Huff, *supra* note 37, at 215.

(54) Davis, *supra* note 15, at 10 n.41.

(55) Slain & Kripke, *supra* note 27, at 269-70.

(56) Four Seasons 判決以前の判断ごしは、例えば *In re Los Angeles Land & Investments, Limited*, 282 F.Supp. 448, 454 (D.C. Hawaii 1968) があつた。土地に係る権利を州および連邦証券法に違反して販売した事案において、投資者の取消権を認めたとことで、更生計画における処遇について一般債権

不実開示等に係る投資者の対会社損害賠償請求債権の倒産法上の処遇

同志社法学 六三巻七号 一七三（三一七）

とすべきを認めた。See also *In re Associated Gas & Elec. Co.*, 149 F.2d 996, 1009 (2d Cir. 1945), cert. denied, 326 U.S. 736 (1945).

(15) *In re Four Seasons Nursing Centers of America, Inc.*, 472 F.2d 747, 749-50 (10th Cir. 1973). See also Huff, *supra* note 37, at 212-13.

(16) *In re Equity Funding Corporation of America*, 416 F.Supp. 132 (C.D.Cal.1975), *aff'd*, 519 F.2d 1274 (9th Cir. 1975).

(17) *S.E.C. v. Insurance Investors Trust Co.*, Fed. Sec. L. Rep. p. 93,259, 1971 WL 953 (W. D. Ky. 1971).

(18) *In re Stirling Homex Corp.*, 579 F.2d 206 (2d Cir. 1978), cert. denied, 439 U.S. 1074 (1979). See Clifford John Meyer, The Swindled Investor v.

Creditor (A Bankruptcy Courtroom Drama), 53 L.A. B.J. 321 (1977); Peter Nils Baylor, After Bankruptcy Lets The Curtain Fall: Are Claims in Reorganization Proceedings For Post-Petition Interest at Higher "Default Rates" Consigned to Universal Darkness?, 86 Com. L.J. 221, 227 (1981).

不実開示によって株式を取得したとする投資者が会社および役員に対して連邦証券法違反に基づいて損害賠償を求め、かかる債権について分配を行う更生計画が公正かつ衡平であるかが問題となった事案において、第二巡回控訴裁判所は、先例および Huff, Slan & Kripke の議論を引用して地区裁判所の結論を支持するとともに、連邦議会の倒産法立法法において株式投資者の債権の劣後化が提案されていることに言及し、さらに、株式投資者の債権を劣後化させないという判断を下すことは、素朴な公正性の理念に反するものであるだけでなく、利害関係者間における公正かつ衡平な分配という倒産法の会社更生手続の目的の犠牲のもとに連邦証券法の目的を過度に促進しようとするものであるとした。*In re Stirling Homex Corp.*, 579 F.2d at 213-15. (役員が有する債権の劣後化に関しては、五一〇条 (b) 項の一九八四年改正 (第三章・第二節・第三款) 参照)。本判決における批判として、Michael D. White, Bankruptcy: Claims — Corporate Reorganization — Equity — In Chapter X Reorganization Proceedings the Claims of Conventional Unsecured Creditors Take Priority over Stockholders' Claims Based on Fraud in the Issuance of Their Shares, 48 U. Chi. L. Rev. 195 (1979) 参照。

なお、Oppenheimer 判決については、かかる判決が会社更生手続法において重要な意義を有するかについては検討しなした上で、一八九八年連邦倒産法に基づいて下されたものではなく、分配について「公正かつ衡平」ではなく「比例的」になすべきものと規定していた国法銀行レシーバーシップ法の全く異なる仕組みに基づいて下されたものであると指摘しようである。*In re Stirling Homex Corp.*, 579 F.2d at 211-12 & n.8. See also *In re* U.S. Financial, 648 F.2d at 523-24.

(19) *E.g.*, *In re U.S. Financial, Inc.*, 648 F.2d 515, 519-25 (9th Cir.1980), cert. denied, 451 U.S. 970 (1981); *In re THG Financial Corp.*, 679 F.2d 784, 785 (9th Cir.1982). See also *In re Weis Securities, Inc.*, 605 F.2d 590 (2d Cir. 1978), cert. denied, 439 U.S. 1128 (1979). See also Georgakopoulos, *supra* note 27, at 94-95 & n.9.

446<sup>1</sup> U.S. Financial 判決を THC Financial Corp 判決は、株式投資者の債権を一般債権と同位とすることを否定したが、詐欺に基づく株式投資者の債権についてあるようなものであっても劣後化されると判断した訳ではない。すなわち、当該事案における債権の処遇として劣後化させなければ「絶対優先原則」に違反するものではないという限定的な判断を行っている。 *In re* U.S. Financial, 648 F.2d at 523-24; *In re* THC Financial Corp., 679 F.2d at 786 n.3.

(32) Staln & Kripke, *supra* note 27, at 299-300. See also HOMER KRIPKE, THE SEC AND CORPORATE DISCLOSURE: REGULATION IN SEARCH OF A PURPOSE 45-46 (Law & Business, Inc. 1979).

(33) ユーニバーシティに対しては厳しき言葉で批判を行っている。 Staln & Kripke, *supra* note 27, at 286.

(34) *Id.* at 271.

(35) *Id.* at 267.

(36) *Id.* at 265. Staln & Kripke は株式の引き受けの取消しを念頭に置いて論じているが、損害賠償請求も同様に問題となることを当然認識している。 *But see* Stark, *supra* note 37, at 506-07.

(37) Staln & Kripke, *supra* note 27, at 267.

(38) それに関して、Staln & Kripke は、①会社との契約によって一般債権者と同順位あるいは一般債権者に優先する地位を得ているため、証券法上の権利を行使する権利に及んで利益を得ることができない証券保有者が存在する限り、②また例えば銀行の貸出債権を表彰する Note は証券として救済を受けることが出来るが、銀行はすでに債権者であり、証券法上の救済は通常、銀行の一般債権者に対する地位を向上させるものではなく、さらに担保や期限の喪失条項などが設定されていることを指摘する。 *Id.* at 267-68.

(39) *Id.* at 268.

(40) Staln & Kripke の議論を一九七八年法制定以前に支持したものとして、Haft, *supra* note 37, at 204-10 参照。なお、Haft は、立法による解決が実現する場合、Equity Funding Corp 事件型の妥協的な解決が、事業を継続させるために会社の資産を保全するという観点から望ましいとしてきた。 *Id.* at 217-18.

(41) Staln & Kripke の議論に賛成することにも、証券法の目的という観点から、公正かつ完全な開示の実現と投資者の損害填補という二つの目的について前者が主たるものであるという理解の下、発行会社の倒産においてリスクの再分配を行ってまで損害填補を実現する必要は乏しいとするものあり。 Note, Securities Claims in Bankruptcy: Provability and Priority, 53 N.Y.U. L. Rev. 1056, 1092-93 (1978) 参照。

不実開示等に係る投資者の対会社損害賠償請求債権の倒産法上の処遇

同志社法学 六三巻七号 一七五 (三一七九)

- (72) BARRY E. ADLER, DOUGLAS G. BAIRD & THOMAS H. JACKSON, *CASES, PROBLEMS AND MATERIALS ON BANKRUPTCY* 525 (4th ed. Foundation Press 2007) は、五一〇条 (d) 項の根拠として、エクイティ証券の取引によって損害を被った者は、証券法違反によって、取引が適法になされた場合と比して地位が向上してはならず、債務者が証券法上の責任の存在に係らず支払不能であることを証明した場合、誠実な取引が法令違反の被害者を利することはなくとする。もっとも、かかる劣後化の正当化根拠が成立するかは、なぜ発行者ひいては投資者が発行者の名前において会社経営者によって遂行された詐欺について責任を負うべきなのかに依存するとする。
- (73) Slain & Kripke, *supra* note 27, at 286-87.
- (74) 続いて、Slain & Kripke は、衡平法的劣後の法理は、事情の倒産のリスタの再分配の根拠を提供するものではなくてを次のように述べている。  
衡平法的劣後の法理が確立された Deep Rock 判決 (Taylor v. Standard Gas Co. 306 U.S. 307 (1939)) や Pepper v. Linton 判決 (308 U.S. 295 (1939)) は、絶対優先原則の例外として、上位の権利者の行為が下位の権利者の損失の原因であったことに基いて、上位の権利者の債権を下位の権利者に劣後化させたものである。一方で、同じく問題となっている状況は債権者が株主の損失を生じさせたというのではなく、むしろかかる法理は、株主の行為がエクイティ・クッションの存在に対する信頼を惹起したと主張することによって、債権者が株主に対して用いることが出来るものである。Slain & Kripke, *supra* note 27, at 287.
- (75) Robinson v. Wangemann, 75 F.2d 756 (5th Cir. 1935). *See also* Ferdinand S. Thino, *Stockholder Converting or Selling Stock to Corporation as Creditor in Bankruptcy*, 4 A.L.R. Fed. 654 (1970) (in Westlaw).
- (76) Robinson, 75 F.2d at 757.
- (77) Slain & Kripke, *supra* note 27, at 287.
- (78) *Id.* at 287; David R. Herzitz, *Comment, Installment Repurchase of Stock: Surplus Limitations*, 79 Harv. L. Rev. 303, 309-10 (1965).
- (79) 第一章・第一節・第二款・一・脚注 (27) 参照。
- (80) Slain & Kripke, *supra* note 27, at 288.
- (81) *Id.*
- (82) *Id.*
- (83) *Id.* at 298.
- (84) *Id.*

- (85) 後藤元「不実開示に関する会社の民事責任と倒産法（上）——投資家の会社に対する損害賠償請求権の倒産手続における劣後化の是非」ジュリス ト一二五七号一〇八頁、一一二頁、脚注（31）（二〇〇八年）参照。
- (86) 第二章・第一節・第三款・脚注（100）における Slain & Kripke の債権者の信頼の諸相についての議論を参照。また、Slain & Kripke, *supra* note 27, at 286 には、「一般債権者は、ほぼ全ての事案において資金、労働力、信用を、エクイティあるいは劣後債によるクッションが存在するという信頼の下で供与していると述べている」。
- (87) Robinson 判決に対する Slain & Kripke の第二の批判も参照。
- (88) 後藤・前掲注（85）一一二頁・脚注（31）参照。
- (89) *Id.* at 265.
- (90) *Id.* at 261.
- (91) 五二〇条（b）項の適用の判断において、裁判所がかかる基準を採用していることについて、第三章・第二節参照。
- (92) Slain & Kripke は、「株式発行の局面を念頭に置いて議論を行っているため、「違法な株式発行のリスク」としているが、これは「会社側によって違法な行為が行われて、それによって株主としての地位において損失を被るリスク」と再把握することができるであろう。流通市場における不実開示によって、株式投資者が被る損失がその典型である。
- (93) 株主と債権者の間では、株主が自らの損害を一般債権として主張できないということになる。
- (94) 会社に十分な財産がある場合にはかかる状況は生じないが、会社が倒産状態にある場合には一般債権者において典型的に生じるであろう。
- (95) かかる議論について、第三章・第二節参照。
- (96) *Id.* at 286.
- (97) *Id.* at 299.
- (98) See Philip G. Schrag & Bruce C. Ratner, Caveat Emptor — Empty Colfer: The Bankruptcy Law has Nothing to Offer, 72 *Column. L. Rev.* 1147 (1972).
- (99) Slain & Kripke, *supra* note 27, at 298-99.
- (100) 株主の出資に対する信頼について、Slain & Kripke は現実の債権者像について次のような見解を示している。  
まず、株主の出資に対する明確な信頼は、株主が出資を行いそれが資本として貸借対照表に反映された後に債権者となった者に認められるとする。そして、株式による出資を行う者は、会社の貸借対照表に出資した金額が反映され、債権者が信用供与の判断を行う場合にそれを参照することを認

識しているのであるから、債権者が貸借対照表を会社から直接入手したか、間接的に信用情報機関などから情報を取得したかは問題ではないとする。  
*Id.* at 288.

もつとも、このような場合について債権者が信頼の存在を立証することは、株式による出資が会社の財務状況を大きく改善し、信用格付けを変更するような場合でなければ難しい。これについて、*Stain & Kripke* は、貸借対照表を直接確認した債権者は、株主による取り消しの不履行が誤導的な外観を作出したと主張することができるとする。

また、例えば、貸借対照表を確認しておらず株式発行も認識していないサプライヤーであっても、債権者について信用調査を行う者は情報交換を行うものであり、また、債権者が信用情報機関の報告書を通じて会社の財務状況を確認している場合、派生的に信頼が生じることになるのであって、実際に派生的に株式発行を信頼しているといえる」と評価する。したがって、株主が取り消しを怠ったことは、代位的に誤導的な表示の重要な一部を構成することになると指摘する。

そして、かかる表示に対するこの種の信頼は、立証の難しいものであるが現実には存在するものであり、株主が信頼の不存在について立証責任を負うべきであるとする。

一方で、株式発行がなされる前に債権者となった者については、例えば、株式の発行によって事後的に会社の財務状況に対する信頼を高め、担保権を解除したというような場合も考えられるが、一般論として、株式発行前の債権者については派生的な信頼すら到底立証できないと評価する。

そして、以上の議論から、株式発行後の債権者は信頼の存在を推定されるべきであるが、発行前の債権者は信頼の存在について立証責任を負うべきであるとす。*Id.* at 289.

もつとも *Stain & Kripke* は、事前と事後の債権者の区別は、実務上はおそらく重要ではないと述べている。すなわち、長期の無担保債権は米国の実務において相対的に珍しいものであり、他方一般債権の大半は倒産の申し立て前一日間に生じたものであって、倒産する日の近日に株式発行が行われたのであれば、通常はそれ以前に一般債権者の債権は生じているとする。*Id.* at 290.

*See also In re Credit Industrial Corp.*, 366 F.2d 402, 411-12 (2d Cir. 1966); *Stain & Kripke, supra* note 27, at 290-91.

(10) *Id.* at 294. *See also* Note, Status of Rescinding Security Holders in Bankruptcy — The Proposed Bankruptcy Act of 1973 and Alternatives, 1975 Wash. U. L. Q. 1233, 1245-46 (1975). かかる提案の下における分配の具体例については、*Id.* at 295-96 参照。 *See also* Note, *supra* note 71, at 1095.

(11) なお、*Stain & Kripke* は、他のあらゆる権利に劣後することが規定されており、互いに比例的な関係にある劣後債が二度発行され、当初の発行に



ついでのみ証券法違反が存在する場合について次のような議論を行っている。

すなわち、かかる事案においては、当初に発行された債権が二番目に発行されたものに優先するとした場合、二番目の債権投資者が負うリスクは、一番目の債権投資者に分配が行われる分だけ増加することになる。一方で、一番目の投資者と同一の権利を取得したという第二番目の投資者の信頼を完全に保護した場合には、第一の投資者は、証券法上の権利の存否に関わらず同様の分配を受けることになる。*Id.* at 297.

- Slam & Kripke は、この後者の見解について、証券法上の権利を事実上の効果として否定するものであり、証券法(二二条と相反するのみならず、同一七条あるいは証券取引所法規則10 b-5における黙示の私的訴権の背景にある政策とも一致しないと評価する。そして、一番目の投資者は、本来的には同順位でもあった債権者に優先すると理解すべきであると述べている。*Id.* at 297-98. See also ROE, *supra* note 50, at 308 ¶ 813.
- (103) Klee, *supra* note 16, at 277-78.

一九七三年倒産法委員会報告書の概要(1973) Report of the Commission on the Bankruptcy Laws of the United States, 29 Bus. Law. 75 (1973) [hereinafter Report of the Commission] 参照。

- (104) Report of the Commission on the Bankruptcy Laws of the United States: Part II, H.R. Doc. No. 93-137, 93d Cong., 1st Sess. 115 (1973) *in* BANKRUPTCY REFORM ACT OF 1978: A LEGISLATIVE HISTORY Vol. 2 Document No. 22 (Alan N. Resnick & Eugene M. Wypyski ed., William S. Hein & Co. 1979) [hereinafter LEGISLATIVE HISTORY 1978].

(105) *Id.* at 116.

(106) Report of the Commission, *supra*, note 103, at 75.

(107) Davis, *supra* note 15, at 11 n.44 (*citing* Minutes of the Bankruptcy Commission, Feb. 22-24, 1973, at 12).

(108) Homer Kripke, *Wrap-up*, 29 Bus. Law. 185, 186 (1974).

(109) 信頼という要件を設けることは、その存否を巡って多数の訴訟が提起されることが予想され、不明確性を生じさせる一方で、問題を解決しやすと批判された。Huff, *supra* note 37, at 216.

(110) Davis, *supra* note 15, at 12.

(111) ROE, *supra* note 50, at 305 ¶ 3c.

(112) *Id.*

(113) 下院の倒産法案 H.R. 3133 の H.R. 321 は、四一四〇六条 (a) 項 (1) 号として倒産法委員会の提案と同じ文言の規定が盛り込まれていた。

不実開示等に係る投資者の対会社損害賠償請求債権の倒産法上の処遇

同志社法学 六三巻七号

一七九 (三一八三)

Bankruptcy Act Revision, Hearings before the Subcommittee on Civil and Constitutional Rights of the Committee on the Judiciary, House of Representatives, 94th Congress, 1st Session, on H.R. 31 and H.R. 32, Supplemental Appendix Part I, 142 (1976) *in* LEGISLATIVE HISTORY 1978, *supra* note 104, Vol. 8, Document No. 32.

(11) Bankruptcy Act Revision, Hearings before the Subcommittee on Civil and Constitutional Rights of the Committee on the Judiciary, House of Representatives, 94th Congress, 1st Session, on H.R. 31 and H.R. 32, Part VI, 2184-86 (1976) [hereinafter SEC Report on Bankruptcy Revision 1976] *in* LEGISLATIVE HISTORY 1978, *supra* note 104, Vol. 6, Document No. 30.

SEC Report on Bankruptcy Revision 1976<sup>47</sup> 上巻の倒産法案<sup>48</sup>をS. 235<sup>49</sup>とS. 236<sup>50</sup>として提出された一九七五年の報告書 (Report of Securities and Exchange Commission on S. 235 and S. 236) の内容<sup>51</sup>を参照せよ。See Bankruptcy Act Revision, Hearings before the Subcommittee on Improvements in Judiciary Machinery of the Committee on Judiciary, Senate, 94th Congress, 1st Session, on S. 235 and S. 236, Part II 759-60 (1975) [hereinafter SEC Report on Bankruptcy Revision 1975] *in* LEGISLATIVE HISTORY 1978, *supra* note 104, Vol. 10, Document No. 36.

(11) 一九七八年法の成立直後に同様の批判を行つたものの「Richard I. Aaron, The Bankruptcy Reform Act of 1978: The Full-Employment-for-Lawyers Bill Part III: Business Bankruptcy, 1979 Utah L. Rev. 405, 463 (1979)参照」

(11) SEC Report on Bankruptcy Revision 1975, *supra* note 114, at 2213 (Testimony of Philip A. Loomis, Jr., Chairman of Sec. & Exch. Comm'n).

(17) Bankruptcy Reform Act of 1978, Hearings before the Subcommittee on Improvements in Judiciary Machinery of the Committee on Judiciary, Senate, 95th Congress, 1st Session, on S. 2266 and H.R. 8200, Part 2, 628 (Statement of the Securities and Exchange Commission) (1977) *in* LEGISLATIVE HISTORY 1978, *supra* note 104, Vol. 15, Document No. 47B.

(11) *Id.* at 637.

(11) ALIの連邦証券法典の目的や起草の経緯については、日本証券経済研究所「アメリカ連邦証券法典 序説」証券資料六七号一頁、一三頁(一九八〇年)、河本一郎「アメリカ連邦証券法典案の概要について」証券経済時報一九卷八号一頁(一九七九年)参照。

(20) American Law Institute, Federal Securities Code § 1602 (d) & Comment 1, at 132 (Tent. Draft No. 3, 1974).

(21) American Law Institute, Federal Securities Code § 1903 (d) (2) & Comment, at 958 (Proposed Official Draft, 1980).

(22) Homer Kripke, Securities Law Reform and the ALI Federal Securities Code, 33 U. Miami L. Rev. 1453, 1460 (1979). Loss<sup>52</sup> 英国のアントロチの

- 優位性を理解したが、SECおよび議会が賛成しないと考え、Kripkeの提案は連邦証券法典に採用されなかったとされる。Id. at 1460.
- (123) 一九三三年証券法の立法当時も発行会社に民事責任を課すことに批判が見られた(「リポート」Davis, *supra* note 15, at 8 n.34参照)。
- (124) Kripke, *supra* note 122, at 1459-60. See also Ray, J. Grzeblewski, Should the Supreme Court Recognize General Reliance in Private Actions under Rule 10b-5?, 36 Baylor L. Rev. 335, 368-69 & n.175 (1984).
- (125) 会社の継続時における株主間の利益移転と倒産時における株式投資者の債権の処遇の連続性については、投資者の損害の評価に関する加藤貴仁「流通市場における不実開示と投資家の損害」新世代法政策学研究会一〇二〇三頁、三二七頁・脚注(59)(二〇一一年)が極めて示唆的である。
- (126) 一九七八年の成立過程については、司法組織法を中心とした研究であるが、霜島甲一「アメリカ合衆国一九七八年連邦破産法の成立」中野貞一郎ほか編『三ヶ月章十石稀祝賀 民事手続法学の革新』下四〇一頁(有斐閣、一九九一年)参照。
- (127) H.R. 10792, 93d Cong., 1st Sess. (1973); S. 2565, 93d Cong., 1st Sess. (1973). See Davis, *supra* note 15, at 12 n.50; Ted J. Fiftis, Liability for Misleading Statements under Section 11, 21 Prac. Law. 35, 38 (1975); J. Ronald Trost & Lawrence P. King, Congress and Bankruptcy Reform Circa 1977, 33 Bus. Law. 489, 522-23 (1978).
- (128) H.R. 31, 94th Cong., 1st Sess. (1975); S. 236, 94th Cong., 1st Sess. (1975). See Davis, *supra* note 15, at 12 n.50.
- (129) H.R. 32, 94th Cong., 1st Sess. (1975); S. 235, 94th Cong., 1st Sess. (1975); H.R. 16643, 93d Cong., 2d Sess. (1974); S. 4046, 93d Cong., 2d Sess. (1974). See Davis, *supra* note 15, at 12-13 & n.50.
- (130) See Bankruptcy Act Revision, Hearings before the Subcommittee on Civil and Constitutional Rights of the Committee on the Judiciary, House of Representatives, 94th Congress, 1st Session, on H.R. 31 and H.R. 32, Supplemental Appendix II, 335 (1976) [hereinafter Bankruptcy Act Revision, 1976 House Hearings] in LEGISLATIVE HISTORY 1978, *supra* note 104, Vol. 9, Document No. 33.
- 合衆国倒産協議会は「一九七四年の年次総会において、倒産法委員会の提案および合衆国倒産裁判官会議の提案を検討した。そして、四一四〇六条(a)項(一)号において、『理念的な問題として、協議会は、負債証券およびエンターテインメント証券保有者の債権の劣後化に賛成する』とどう結論がなされた。」 See Davis, *supra* note 15, at 13 n.52 (citing Summary of Proceedings, National Bankruptcy Conference, 1974 Annual Meeting 3-4 (1974)).
- See also Bankruptcy Act Revision, Hearings before the Subcommittee on Civil and Constitutional Rights of the Committee on the Judiciary, House of Representatives, 94th Congress, 1st Session, on H.R. 31 and H.R. 32, Part III, 1890 (Statement of Harvey R. Miller et al. on behalf of the National Bankruptcy Conference) (1976) in LEGISLATIVE HISTORY 1978, *supra* note 104, Vol. 5, Document No. 29.

不実開示等に係る投資者の対会社損害賠償請求債権の倒産法上の処遇

不実開示等に係る投資者の対会社損害賠償請求債権の倒産法上の処遇 同志社法学 六三巻七号 一八二(二一八六)

(11) H.R. 31<sup>34</sup>とH.R. 31は同様に、次のように規定していた。

Sec. 4406. Subordination of Claims —

(a) Subordinated Classes of Claims — The following claims are subordinated in payment to all other non-subordinated but allowable claims:

(1) Any claims for rescission of the purchase of securities issued by debtor corporation or for damages resulting from the purchase or sale of such securities.

また、H.R. 31においては、(a)項(2)号が主要役員や取締役、債務者の関係者、それらの者の近親者の債権を劣後化される債権として規定しつづいた。そして、H.R. 31(2)項(3)号およびH.R. 32(2)(a)項(2)号は、罰金や制裁金等についての劣後を定めつづいた。

Bankruptcy Act Revision, Hearings before the Subcommittee on Civil and Constitutional Rights of the Committee on the Judiciary, House of Representatives, 94th Congress, 1st Session, on H.R. 31 and H.R. 32, Appendix 142, 355 (1976) *in* LEGISLATIVE HISTORY 1978, *supra* note 104, Vol. 7, Document No. 31.

(12) 倒産法委員会報告書において会社内部者の債権を劣後化させる規定の導入も提案されたことについて、江頭憲治郎『会社法人格否認の法理——小規模会社と親子会社に関する基礎理論——』三三八頁・脚注(49)(東京大学出版会、一九八〇年)参照。

(13) A Bill to Establish a Uniform Law on the Subject of Bankruptcies, H.R. 6, 95th Congress, 1st Session, 67 (1977) *in* LEGISLATIVE HISTORY 1978, *supra* note 104, Vol. 11, Document No. 38.

(14) Davis, *supra* note 15, at 13.

(15) *Id.* at 14. 劣後化は強制的なものであるから、告知と聴聞の要件は意味をなさないものであった。*Id.*

なお、分科委員会では、事案ごとに劣後化の当否を判断する権限を裁判所に授与する場合には、伝統的な衡平法上の劣後化の概念と衡平の見地に基づく劣後化という概念を区別する必要があることが認識されていた。また、分科委員会における議論においては、倒産法委員会の報告書およびSlain & Kripkeの論文が大きな影響を与えつづいた。*Id.* at 14 n.60.

(16) Davis, *supra* note 15, at 13.

(17) H.R. 8200, 95th Cong., 1st Sess. (1977) *in* LEGISLATIVE HISTORY 1978, *supra* note 104, Vol. 16, Document No. 51.

(18) Davis, *supra* note 15, at 14-15 n.61.

(19) 五二〇条(b)項による劣後化と五二〇条(c)項による衡平法的劣後化の関係については、4 COLLIER ON BANKRUPTCY ¶510.04 [7] (Alan N.

Resnick & Henry J. Sommer ed. 16th ed. 2009); Stain & Kripke, *supra* note 27, at 296; ROE, *supra* note 50, at 310 ¶ 815; Aaron, *supra* note 115, at 462-63; 江頭・前掲注(32) 三三〇頁・脚注(9) 参照。

(140) Davis, *supra* note 15, at 15 n.61.

(141) *Id.* at 15.

(142) S. 2266, 95th Cong., 1st Sess. (1977) *in* LEGISLATIVE HISTORY 1978, *supra* note 104, Vol. 17, Document No. 53.

(143) Davis, *supra* note 15, at 15 & n.64.

(144) A Bill to Establish a Uniform Law on the Subject of Bankruptcies, H.R. 8200, 95th Congress, 1st Session, reported with an amendment, 393 (1977) *in* LEGISLATIVE HISTORY 1978, *supra* note 104, Vol. 12, Document No. 41.

(145) Bankruptcy Law Revision, Report of the Committee on the Judiciary together with a separate additional views. House of Representatives, 95th Congress, 1st Session. Report No. 95-595 (to accompany H.R. 8200), 194-96 (1977) [hereinafter House Report on H.R. 8200] *in* LEGISLATIVE HISTORY 1978, *supra* note 104, Vol. 13, Document No. 42.

(146) なお、下院司法委員会報告においては、証券の取得の取り消しに係る債権の劣後化に関する言明に先立って、債権の優先順位 (Priorities) について次のような言明がなされている。

「倒産法の一般的な政策は全ての債権者間における衡平な分配であるが、現行法は、特別な状況あるいは特別の必要性という事情に基づいて一定の例外を設けている。かかる例外は、二つの形態を採るものである。第一は、形態として一般的なものである。一定の債権の優先化である。……第二は、一定の債権の劣後化であり、一般の無担保債権に対する支払いがなされた後に支払いが行われることになる。現行倒産法においては、五つの領域において優先順位が定められている。H.R. 8200は、現行法における優先順位の付与によって達成が企図されている政策から大きく逸脱する」となっており、それらの優先順位を修正するものではない。」*Id.* at 186.

(147) *Id.*, at 359.

(148) Bankruptcy Reform Act of 1978, Senate, 95th Congress, 2nd Session, Report No. 95-989 (to accompany S. 2266), 74 (1978) [hereinafter Senate Report on S. 2266] *in* LEGISLATIVE HISTORY 1978, *supra* note 104, Vol. 16, Document No. 52.

(149) 一九七八年制定当時の条文の原文は次のとおりである。

Section 510. (b) Any claim for rescission of a purchase or sale of a security of the debtor or of an affiliate or for damages arising from the

不実開示等に係る投資者の対会社損害賠償請求債権の倒産法上の処遇

同志社法学 六三巻七号 一八三 (二一八七)

不実開示等に係る投資者の対会社損害賠償請求債権の倒産法上の処遇 同志社法学 六三巻七号 一八四 (二一八八)

purchase or sale of such a security shall be subordinated for purposes of distribution to all claims and interests that are senior or equal to the claim or interest represented by such security.

(150) 一九七八年法制定当時の五一〇条 (b) 項の邦訳については、高木新一郎「采国新倒産法概説」二四七頁(商事法務研究会、昭和五九年)、霜島甲一「一九七八年のアメリカ合衆国破産法改正法(翻訳)」(二)法学志林七九巻三二頁、一三頁(一九八二年)も参照。

(151) 一九七八年法制定当時においては、「証券」の定義は〇一一条(35)項に設けられていたが、数次の改正を経て規定の位置が移動している。もともと、一九七八年法の制定以来、「証券」の定義の内容は変更されていない。

なお、一〇一一条(49)項(B)号が、「証券」から除外される権利を規定している。

(152) 訳語については、黒沼悦郎「アメリカ証券取引法(第二版)」二〇一―二二頁(弘文堂、平成一八年)を参照した。また、高木・前掲注(2)二〇二―一〇三頁、霜島甲一「一九七八年のアメリカ合衆国破産法改正法(翻訳)」(一)法学志林七九巻二二頁、八―九頁(一九八二年)も参照。

(153) House Report on H.R. 8200, *supra* note 145, at 313-14; Senate Report on S. 2266, *supra* note 148, at 26.

759 n.45; SEC Report on Bankruptcy Revision 1976, *supra* note 114, at 2185 n.45参照。  
証券の定義の広範性と劣後化規定におけるそれを採用する上での問題については、SEC Report on Bankruptcy Revision 1975, *supra* note 114, at

(154) Slain & Kripke の具体的提案は五一〇条 (c) 項の相違に「*is*」ではなく「*are*」であること、Melanie J. Schmidt, Note, A Congressional Montage of Two Systems of Law — Mandatory Subordination Under the Code, 13 Am. Bankr. Inst. L. Rev. 361, 373 (2005)参照。

なお、議論自体が株式の引き受けの取り消しを対象としたものであるため、Slain & Kripke の具体的提案も、会社による株式発行に応じた投資者が念頭に置かれており、流通市場において株式を取得した投資者については検討されていない。この点において、五一〇条 (b) 項は、発行市場・流通市場に関わりなく幅広く適用されるものとなっていると言える。

(155) Colm, *supra* note 24, at 300は、債務者会社の資本構造に対する債権者の信頼の保護という政策を採用するのであれば、非常に幅広い規定ではあるが、唯一の実行可能なアプローチであるとする。なお、劣後化を免れるために債権者の信頼の不存在が主張された事件として、*In re Flight Transp. Corp. Sec. Litig.*, 730 F.2d 1128, 1137 (8th Cir. 1984), *cert. denied*, 469 U.S. 1207 (1985)参照。

(156) Christopher W. Frost, Subordination of Securities Claims in Bankruptcy: What is the Scope of Section 510(b) ?, 27 No. 2 Bankruptcy Law Letter 1 (2007)も、五一〇条 (b) 項において信頼を要件としなかった趣旨は、制度が複雑なものとなってしまうことを避けたことにあり、また管財人に対して債権者の信頼について立証の負担を課さなかった倒産法の他の規定(五四四条 (a) 項、五四八条 (a) 項 (1) 号 (B) 等)と一致すると

する。

(157) 筆者の整理におけるところの「具体的存在としてのエクイティ・クッション」に相当する概念と解される。

(158) 筆者の整理におけるところの「利益の分配の順番を規定するものとしてのエクイティ・クッション」に相当する概念と解される。

(159) 株式を取得した者が違法行為について善意である場合、*Stain & Kripke* が問題としていた株主の機会主義的行動は生じる余地がないと言えよう。

(160) また、裁判所に対して事実上の解決を図る権限を授与すべきというSECの主張について、下院司法委員会報告は衡平法的劣後の法理の適用根拠を欠くことを指摘するが、分科委員会では、事実上劣後化の当否を判断する権限を裁判所に授与する場合には、伝統的な衡平法上の劣後化の概念と衡平の見地に基づく劣後化という概念を区別する必要があることが(恐らく困難なものとして)認識されていた。Davis, *supra* note 15, at 14 n.60.

さらに、*Stain & Kripke* の個々の債権者の信頼を問題とする提案が、紛争の続発を招くものとして批判されていたように、裁判所が包括的な裁量を有する場合もまた同様の点が問題となろう。

(161) もともと、general partnership や limited liability company の持分が「証券」に該当しない可能性が指摘されている。Alec P. Ostrow, Don't Let Me Down: Limiting the Uses of Section 510 (B) Subordination, 2010 Ann. Surv. of Bankr. Law 10, n.65-67 (2010).

(162) 「関係者」については、101条(2)項が次のように定義している(以下の邦訳は、高木新二郎『アメリカ連邦倒産法』四八一頁(商事法研究会、一九九六年)を若干変更したものである)。

101条(2)項 関係者は、次の者を意味する。

(A) 債権者の議決権のある発行済み証券の20%以上を、直接もしくは間接に所有もしくは支配し、またはかかる議決権を保有している者であって、次に掲げる場合に当たらない場合。

(i) 受託者もしくは代理人としての資格において当該証券を有しており、単独の裁量によって議決権を行使できない場合、または、(ii) 債権の担保のために当該証券を有しており、現実議決権を行使したことがない場合。

(B) 債権者が議決権のある発行済み証券の20%以上を直接もしくは間接に所有もしくは支配し、またはかかる議決権を保有している会社、あるいは債権者の議決権のある発行済み証券の20%以上を直接もしくは間接に所有もしくは支配し、またはかかる議決権を保有している者が、当該議決権のある発行済み証券の20%以上を直接もしくは間接に所有もしくは支配し、またはかかる議決権を保有している会社であって、次に掲げる場合に当たらない場合。(後者は、債務者の緩やかな形での兄弟会社である)

不実開示等に係る投資者の対会社損害賠償請求債権の倒産法上の処遇

同志社法学 六三巻七号 一八五 (三二八九)



- (i) 受託者もしくは代理人としての資格において当該証券を有しており、単独の裁量によって議決権を行使できない場合、または、
  - (ii) 債権の担保のために当該証券を有しており、現実には議決権を行使したことがない場合。
- (C) 賃貸借もしくは経営委任契約に基づいて債務者によって事業が遂行されている者、または経営委任契約に基づいて債務者によってその財産の実質的に全てが運用されている者。
- (D) 賃貸借または経営委任契約に基づいて債務者の事業または債務者の財産の実質的に全てを運営している者。
- なお、かかる「関係者」の定義については、下院・上院双方の司法委員会報告の逐条解説において、「関係者」とは、債務者と密接な関係を有する者である。「関係者」の定義は主として、内部者の定義および第一章の更生の場面で用いられるものである」と説明されている。House Report on H.R. 8200, *supra* note 145, at 308-09; Senate Report on S. 2266, *supra* note 148, at 21.
- (163) 故に、五一〇条 (b) 項の適用範囲は、証券の取引「から生じた」(arising from) 債権の意義を主戰場として争われることになる。この点については、第三章・第二節参照。
- (164) 第二章・第一節・第一款・脚注 (28) に対応する本文参照。
- (165) クラスの数が増えることは、それだけで手続量の増加を生じさせ、また株式投資者は損害に係る債権者のクラスと株主としてのクラスという二つの地位を有することになって、利益状況が複雑なものとなる可能性があるように思われる。
- (166) 筆者は、一九七八年法五一〇条 (b) 項の立法史の調査において、LEGISLATIVE HISTORY 1978, *supra* note 104から Davis, *supra* note 15や主として参照したが、五一〇条 (b) 項の H.R. 7330 から H.R. 8200 における変更の理由の説明を見出すことは出来なかった。もともと LEGISLATIVE HISTORY 1978 は大部の資料であり、見落さしている可能性は否定できない。
- (167) Jessica Ansell Hauser, Nonconsensual Repeal of Third-Party Beneficiary Contract Rights: Senior Creditors under Subordination Agreements, 8 Cardozo L. Rev. 1227, 1244 (1987). 一九八四年改正法の施行前に、五一〇条 (b) 項の文言が明確である点を理由に、普通株式投資者の債権を普通株式に劣後化させた判例 *イン・レ・バルドウィン・ユナイテッド・コープ* In re Baldwin-United Corp., 52 B.R. 539, 540 (Bankr. S.D. Ohio 1985) 参照。
- (168) See Georgakopoulos, *supra* note 27, at 97-98.
- (169) Hauser, *supra* note 167, at 1244.
- (170) Davis, *supra* note 15, at 15 n.66.
- (171) Technical Amendments to Bankruptcy Reform Act of 1978, Senate, 96th Congress, 1st Session, Report No. 96-305 (to Accompany S. 658), 8

(1979) (in HeinOnline).

S. 658は、五二〇条 (a) 項を改正するものとして二八条が規定された。Senate Consideration & Passage of S. 658, 125 Cong. Rec. S12172, S12174 (1979) (in HeinOnline).

この指し通りに読み替えるべきではない。

Section 510. (b) Any claim for rescission of a purchase or sale of a security of the debtor or of an affiliate or for damages arising from the purchase or sale of such a security shall be subordinated for purposes of distribution to all claims senior or equal to the claim or to all interests that are senior to the interest represented by such security.

ただし、上院におおしいの同様の法案が提出された。Davis, *supra* note 15, at 15 n.66.

(172) Davis, *supra* note 15, at 15 n.66; Cohn, *supra* note 24, at 299 n.33.

(173) Senate Consideration and Passage of S. 863, 127 Cong. Rec. S7893, S7897 (July 17, 1981) (in HeinOnline).

(174) Sec. 86, Section 510(b) of title 11 of the United States Code is amended to read as follows: (b) For the purpose of distribution under this title, a claim arising from rescission of a purchase or sale of a security of the debtor or of an affiliate of the debtor or for damages arising from the purchase or sale of such a security shall be subordinated to all claims or interests that are senior to the claim or interest represented by such security.

(175) ちいさく、S. 863が可決された7日前の日付の司法委員会報告は、「This amendment corrects a typographical error」としか説明された。Bankruptcy Amendments Act of 1981, Senate, 97th Congress, 1st Session, Report No. 97-150 (to Accompany S. 863) 14 (July 10, 1981) (in HeinOnline).

一方で、下院司法委員会の一九八一年の改正法案 (H.R. 3705) においては、五二〇条 (a) 項において実質的な改正は規定されていない。

Davis, *supra* note 15, at 15 n.66.

(176) Bankruptcy Amendments and Federal Judgeship Act of 1984, Pub. L. No. 98-353, 98 Stat. 375 (1984).

(177) 一九八四年改正後の現行規定の原文は次のとおりである。

Section 510. (b) For the purpose of distribution under this title, a claim arising from rescission of a purchase or sale of a security of the debtor or of an affiliate of the debtor, for damages arising from the purchase or sale of such a security, or for reimbursement or contribution allowed

under section 502 on account of such a claim, shall be subordinated to all claims or interests that are senior to or equal the claim or interest represented by such security, except that if such security is common stock, such claim has the same priority as common stock.

(178) 一九八四年改正後の五二〇条 (b) 項の邦訳については、高木・前掲注(162) 五六頁および後藤・前掲注(58) 一一一頁を参考にした。

(179) *In re* Mid-American Waste Systems, Inc., 228 B.R. 816, 824 (Bankr. D.Del. 1999) & *In re* De Laurentis Entertainment Group, Inc., 124 B.R. 305, 309 (C.D. Cal. 1991) ㉔、五二〇条 (c) 項の一九八四年改正の問題やその立法経緯も存在しないことである。

(180) Omnibus Bankruptcy Improvements Act of 1983, Report of the Senate Committee on the Judiciary, together with additional views, to accompany S. 445, S.R. 98-65, S. Rep. 65, 95th Cong. 1st Sess. 79 (1983) *in* BERNARD D. REAMS, JR. & EUGENE M. WYPYSKI, BANKRUPTCY REFORM AMENDMENTS: A LEGISLATIVE HISTORY OF THE BANKRUPTCY AMENDMENTS AND FEDERAL JUDGESHIP ACT OF 1984. Vol. 1. Document No. 15 (William S. Hein & Co. 1992).

(181) *In re* Computer Devices, Inc., 51 B.R. 471, 479 (Bankr. D.Mass. 1985); Cohn, *supra* note 24, at 299 n.33.

(182) 政策的根拠については、第三章・第二節参照。

(183) Georgakopoulos, *supra* note 27, at 93 n.5, 98.

(184) Hauser, *supra* note 167, at 1244.

(185) RICHARD F. BROUDE, REORGANIZATIONS UNDER CHAPTER 11 OF THE BANKRUPTCY CODE § 6A.07[2] (Law Journal Press, 2005).

(186) See Georgakopoulos, *supra* note 27, at 99.

(187) *In re* Flight Transp. Corp. Sec. Litig., 730 F.2d 1128, 1137 (8th Cir. 1984), *cert. denied*, 469 U.S. 1207 (1985).

(188) *In re* Mid-American Waste Systems, Inc., 228 B.R. 816, 825-26 (Bankr. D. Del. 1999).

(189) Davis, *supra* note 15, at 46.

(191) Paul G. Mahoney, The Development of Securities Law in the United States, 47 Journal of Accounting Research 325, 335 (2009), 轉載し補遺参照。題三三の添付資料一九七〇年以前の証券集団訴訟の状況については、*Id.* at 332-35参照。See also John E. Kennedy, Securities Class and Derivative Actions in the United States District Court for the Northern District of Texas: An Empirical Study, 14 Hous. L. Rev. 769, 789-96 (1977).

(192) J. Vernon Patrick, Jr., The Securities Class Action for Damages Comes of Age (1966-1974), 29 Bus. Law. 159 (1974).

(193) Alan R. Bromberg, Are There Limits to Rule 10b-5?, 29 Bus. Law. 167 (1974).

- (193) Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores, 421 U.S. 723, 737 (1975).
- (194) Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U.S. 185 (1976).
- (195) Santa Fe Indus., Inc. v. Green, 430 U.S. 462 (1977).
- (196) Transamerica Mortgage Advisors, Inc. v. Lewis, 444 U.S. 11 (1979); Touche Ross & Co. v. Redington, 442 U.S. 560 (1979).
- (197) Slain & Kripke, *supra* note 27, at 271.
- (198) 一八九八年連邦倒産法に独自の概念とある立証資格ある債権 (probable claim) の意義については、鴻常夫＝北沢正啓監修『英米商事法辞典〔新版〕』七五八頁【餐場元彦】(商事法務研究会、平成一〇年) 参照。
- (199) Davis, *supra* note 15, at 50 n.169 (citing Minutes of the Bankruptcy Commission, Feb. 22-24, 1973, at 37); Georgakopoulos, *supra* note 27, at 95.
- (200) SEC Report on Bankruptcy Revision 1975, *supra* note 114, at 760 n.48; SEC Report on Bankruptcy Revision 1976, *supra* note 114, at 2185 n.48.
- (201) See *Id.*
- (202) *In re Shing Honex Corp.*, 579 F.2d 206, 210 (2d Cir. 1978).
- (203) Joseph V. Costa, Bankruptcy: Commentary, 45 Brook. L. Rev. 827, 841 (1979).
- (204) Huff, *supra* note 37, at 218.
- (205) *Id.* at 219.
- (206) Frost の属性については、合衆国倒産協議会のウェブサイトに於ける紹介を参照。 <http://www.nationalbankruptcyconference.org/frost.cfm>.
- (207) J. Ronald Frost, Corporate Reorganizations under Chapter VII of the Bankruptcy Act of 1973: Another View, 48 Am. Bankr. L.J. 111, 131 (1974).

もしも、別の観点からみれば、「原告が巨額の損害賠償請求をこつて十分な根拠を有する場合、被告会社が倒産裁判所の quick trip をこつて責任から逃れるという極めて明確な脅威を生じさせるもの」として、EOC が懸念していた問題を生じさせるものでもある。

また、そのような作用を背景として生じる交渉力は、経営者に対する規律付けを弱める効果を伴うものである。得津晶「判批〔東京地判平成一九年九月二六日判例時報二〇〇一〇号二一九頁〕シユリスト一三九七号一〇三頁、一〇六頁(二〇一〇年) 参照。

### 第三章 連邦倒産法五一〇条(b)項の解釈

序

本章では、まず、五一〇条(b)項の具体的適用を見る前に、かかる規定の存在が、証券訴訟、とりわけ証券集団訴訟に対してどのような間接的影響を与えているかを確認する。その上で、連邦倒産法五一〇条(b)項について、如何なる局面でその適用が争われ、またどのような解釈が行われているかを検討する。

さらに、一般債権を表章する証券に係る債権の劣後化について、実際にどのような判断がなされているか、また何らかの政策的根拠を見出すことができるかについて検討する。

#### 第一節 証券訴訟における連邦倒産法五一〇条(b)項

会社が倒産した場合、損害の回復(あるいは実質的な訴訟の遂行者である原告側弁護士の経済合理的な利益の獲得)を図るための十分な財産が残されていない可能性が高く、したがって、会社を被告とする証券訴訟を提起するインセンティブは減少することとなる。<sup>(1)</sup>

このような実際的な理由に加えて、倒産法上の、①自動停止(Automatic Stay)、②株式投資者債権の劣後化の絶対優先原則下における実行、③集団訴訟の部分的不承認によっても、会社を被告とする訴訟の提起は抑止されることとなっている。<sup>(2)</sup>そして、このうち①と②が五一〇条(b)項の機能する場面となっている。<sup>(3)</sup>

第一の自動停止とは、更生手続き開始の申し立てを行うことにより、自動的に財産の保全を行うために種々の行為が禁止されるものであり、<sup>(4)</sup>これによって会社に対する訴訟も停止されることになる。<sup>(5)</sup>これに対して、原告はしばしば正当

な理由があることを根拠としてその解除を倒産裁判所に求めるが、その証明は困難なものとなっている。<sup>(7)</sup> すなわち、倒産裁判所は、株式投資者の債権は五一〇条（b）項によって劣後化されるため原告の損失の回復は実現されないことや、<sup>(8)</sup> 大規模なデイスカバリー手続きは倒産会社の再出発を阻害するといったことを根拠として、停止の解除を否定している。<sup>(9)</sup>

第二の点は、次のようなものである。すなわち、五一〇条（b）項によって株式投資者の債権は劣後化されるとともに、更生手続きにおいては絶対優先原則が適用され、<sup>(10)</sup> また清算手続きにおいても順位に従った分配がなされるため、原告が勝訴あるいは金銭の支出を内容とする和解を得た場合であっても損害の回復の実現は期待できず、<sup>(11)</sup> したがって、訴訟提起のインセンティブが失われることになる。<sup>(14)</sup>

このように五一〇条（b）項が存在することによって、通常、倒産した会社は証券訴訟の被告とならないことになる。また、一九九六年から二〇〇四年に提起された証券集団訴訟一四六六件のうち、約一六％にあたる二三四件において係属中に発行会社が倒産したとされるが、<sup>(15)</sup> そのような場合についても、裁判所が倒産手続き開始の申し立てが行われたことを認識し次第、訴えが却下されることになる。<sup>(16)</sup>

なお、倒産手続きにおいては、絶対優先原則から離脱して株主に権利の分配がなされることもあるが、<sup>(17)</sup> そのような場合に株主が受領する利益は大きなものとはなっていない。<sup>(18)</sup> そして、更生計画においては、倒産会社について証券集団訴訟によって生じた債務が免除されることが通常であり、また倒産会社が証券集団訴訟の和解において支出を行うということは珍しいこととなっている。<sup>(19)</sup>

一方で、D&O保険によって付保されている役員や取締役、自動停止の対象とならない第三者であるアンダーライターや監査法人などに対する証券訴訟は、発行会社が倒産手続きの開始申し立てを行った場合であっても、続行すること

になる。<sup>20)</sup> 五一〇条 (b) 項は、発行会社以外の者からの損害の回復を妨げるものではないからである。<sup>21)</sup>

## 第二節 連邦倒産法五一〇条 (b) 項の解釈——「証券取引から生じた」債権の意義

### 第一款 序

前節において見たように、五一〇条 (b) 項によって倒産した会社に対する訴訟は通常は抑止されることとなっている。もつとも、投資者には、自らの債権が五一〇条 (b) 項の適用を受けるものではないと主張する道が残されている。しかしながら、このような主張は、少なくとも五一〇条 (b) 項の文言上は容易なことではない。すなわち、五一〇条 (b) 項は簡潔に言えば、*claims arising from securities transaction* を劣後化するという規定であり、潜在的に極めて広い適用範囲を有している。

したがって、投資者は、自らが債権を有していることを主張するとともに、発行会社側による劣後化の請求に対して、当該債権が「証券取引から生じたものではない」として争うことになる。

そして、実際に、五一〇条 (b) 項の「証券取引から生じた」債権を劣後化するというその包括性ゆえに、かかる要件を主戦場として投資者の債権の地位が争われることとなっており、<sup>22)</sup> 判例も同様に形成されている。

そこで、本節では、「証券取引から生じた」債権という要件について、裁判所がどのような解釈を展開しているのかを検討する。

なお、五一〇条 (b) 項は、具体的には次の三つの債権の劣後化を定めるものである。すなわち、①債務者が発行した証券の購入もしくは売却の取り消しから生じた債権、または購入もしくは売却から生じた債権、②債務者の関係者が発行した証券の購入もしくは売却の取り消しから生じた債権、または購入もしくは売却から生じた債権、③かかる債権



を理由とする五〇二条が認容する補償または求償債権である。

本稿では、このうちの①の債権にかかる「証券取引から生じた」債権という要件の解釈を示した判例を検討する。<sup>(23)</sup>なお、①の債権に該当するかが争われる事案として最も多いのは、証券取引の後になされた会社による詐欺などの違法行為や、会社との証券取引に関連して締結された契約の事後の不履行である。<sup>(24)</sup>また、自らが発行した証券の取得に係る契約の不履行に関する事案も多いものとなっている。<sup>(25)</sup>

## 第二款 初期の判例——制限的解釈

初期の事件においては、「証券取引から生じた」債権という要件について、これを狭く解釈するものが見られた。<sup>(27)</sup>

その代表的な判例が一九八七年の *Amarex* 判決である。その事案は、有限責任パートナーシップ持分を取得した投資者が、倒産した無限責任社員に対して、証券発行後の信認義務違反やコモン・ロー上の詐欺に基づく損害賠償請求債権の届出を行ったことについて、一般債権者が劣後化を主張したというものである。

これについて、オクラホマ州西部地区裁判所は、立法資料と文言を検討した後に、五一〇条(b)項は、証券の現実の発行または売却における違法行為のリスクは投資者が負担するという議会の意図を現したものであって、それに尽きる<sup>(30)</sup>のであり、故にその適用は証券の現実の発行または売却にかかる債権に限定されるのであって、発行後になされた違法行為に係る債権には適用されないとし、当該債権の劣後化を否定した。<sup>(31)</sup>

また、一九九五年の *Angels Corp* 事件では、同様に有限責任パートナーシップ持分を取得した投資者が、パートナーシップの管理者について、当該証券の取得後に生じた詐欺や信認義務違反に基づく損害賠償請求債権を届出たところ劣後化が主張されたことについて、次のような判断が示されている。

すなわち、カリフォルニア州中部地区倒産裁判所は、Amarrex 判決に依拠し、証券の取得後になされた違法行為に係る債権は、「証券の取引から生じた」ものではなく、劣化は否定されたとした<sup>33</sup>。さらに、同裁判所は、エクイティ投資者は利益の分配において債権者に劣後することを予期しているものであるが、エクイティ投資者という理由だけで独立の不法行為の被害者となることを合理的に予期するものではないと指摘した<sup>34</sup>。

このような制限的な解釈は、五一〇条 (b) 項の適用対象を、証券の発行に際してなされた詐欺やその他の違法行為に係る債権に限定するものであり、したがって、発行後になされた詐欺やその他の違法行為 (post-investment action) に係る債権の劣後化を否定するものである。この場合、典型的には不実開示によって証券の売却機会を喪失したと主張する投資者の債権<sup>36</sup>が劣後化を免れることになる。

一方で、とりわけ Amarrex 判決については、五一〇条 (b) 項の適用対象を、証券の現実の発行または売却に際して行われた詐欺に係る債権に制限することの文言上の根拠が明らかでなく、また流通市場において証券を取得した者の債権が適用対象外となり得るといふ問題が存在する<sup>37</sup>。

### 第三款 「証券取引から生じた」要件の拡張的解釈

1. *In re Granite Partners, L.P.* (Bankr. S.D.N.Y. 1997) による転換

以上のような制限的な解釈に異を唱え、拡張的な解釈の先鞭をつけたのが、一九九七年のニューヨーク州南部地区倒産裁判所による Granite Partners 判決である。

事案は次のようなものである。Granite Partners L.P. は、ヘッジファンドであり、投資者の出資金を抵当派生証券に投資していたが、更生手続き開始の申し立てを行った。ファンドに有限責任社員として投資していた原告らは、投資後

に実行された詐欺によって投資を継続することとなったと主張し、地区裁判所は損害の存在を認めた。<sup>(38)</sup> これに対して更生管財人らは、投資者の債権を五一〇条 (b) 項によって劣後化させることを求めた。

倒産裁判所は、次のように指摘して投資者の債権を劣後化した。

まず、裁判所は、五一〇条 (b) 項について考察するにあたっては、Slain & Kripke の議論の検討から始めるべきであるとし、その議論において、株主は債権者よりも事業上の倒産リスクを負担すべき存在であり、また違法な証券発行のリスクは株主のみが負担すべきであると指摘されていたことを確認した。そして、この議論は証券発行に際しての詐欺を対象となされており、故にその妥当範囲もかかる局面に限定されるものと解釈することも可能であるが、それは危険なことであるとした。すなわち、Slain & Kripke は、その議論をかかる局面に限定しておらず、むしろ倒産状態において株主が投資の損失を回復しようとする一般を懸念していたと指摘した。<sup>(39)</sup>

次に、裁判所は、五一〇条 (b) 項について、*arising from the purchase or sale* という文言が、詐欺によって投資を継続したことに係る債権に関して不明瞭であるとした。すなわち、かかる文言が、債権が証券取引そのものから生じたものであるべきことを指すものとも、また証券取引が存在しなければ債権が生じることは無いという因果関係を指すものとも理解できることを指摘した。<sup>(40)</sup>

これについて裁判所は、議会も Slain & Kripke も、議論を引き受けの取り消しかかる債権のみに限定していたわけではなく、むしろ五一〇条 (b) 項は、証券取引から生じた損害に係る賠償請求債権も劣後化されることを明確に規定していること、さらに Slain & Kripke は、不満を抱く株主の投資の引き揚げというより広範な問題を懸念していたことを指摘した。<sup>(41)</sup> その上で、同様の文言を用いている他の制定法を検討し、抜け穴を防ぐための救済的な規定として議会の意図を達成するために、五一〇条 (b) 項を広範に適用すべきであるという理解を導いた。<sup>(42)</sup>

そして、具体的事案の解決に際して、次のように述べている。<sup>(43)</sup>

「第一に、債権者から見れば、投資者が詐欺によって証券を取得したのかあるいは保持したのかは問題ではなく、何れの場合であっても貸借対照表は同じであり、株主の投資によるエクイティ・クッションを信頼することになる。

第二に、詐欺によって投資を継続するというリスクは投資者のみが引き受けるものである。投資者の主張は、要約すれば、投資判断に欠かせない情報を不正に操作されたというものである。投資者らは、持分の売却を行うという判断に影響を与える虚偽の情報をファン드가提供することによって、投資から利益を得る機会または損失を最小化する機会を不正に奪われたと主張する。証券を売却または保持する機会が専ら投資者に属しているように、かかる機会を違法に奪われるリスクもまた専ら投資者に属するものである。かかる観点からは、証券取引に際しての詐欺のリスクと、証券の売却または保持についての判断に負の影響を与える投資後の詐欺のリスクの分配を区別すべき相当な理由は存在しない。双方とも投資者が引き受けた投資のリスクである。<sup>(44)</sup>」

このようにニューヨーク州南部地区倒産裁判所は、五一〇条 (b) 項が実現する政策について、*Stain & Kripke* の議論を参照した上で、倒産状態において株主が自らの投資を回収しようとすることを防がなければならないという点を強調し、*arising from* という文言を事実的因果関係 (*some nexus or casual link*) を意味するものと解釈している。

かかる拡張的な解釈によれば、違法行為が行われた時期に関わらず、株式投資者の債権は劣後化されることになる。

また、違法行為の性質も問われず、おおよそ株主としての地位において損失を被ることとなる違法行為に係る債権が劣後化されることになる。

2、連邦巡回区控訴裁判所による判断の登場

二〇〇〇年以前、五一〇条(b)項の適用に関する控訴裁判所の判断は、殆ど示されていなかった。<sup>(45)</sup>これに対して、二〇〇一年以降、第二巡回区、第三巡回区、第五巡回区、第九巡回区、第十巡回区と、その判断が示されることとなっている。

そして、そこにおいては、Granite Partners 判決と同様の五一〇条(b)項に関する拡張的な解釈<sup>(46)</sup>が示されている。以下では、控訴裁判所の判断を年代順に紹介する。

(1) *In re Betacom* (9th Cir. 2001).<sup>(47)</sup>

B社は、A社と買取契約を締結し、A社がその株式を対価にB社を買収することとされた。また、A社は、B社がB社株主に対して負っていた債務について債務引き受けを行い、将来の株式公開の収益で当該債務の履行を行うように最善の努力を行うものとされた。なお、買取契約では、当該債務の金額を決定するための監査の後に、A社株式がB社株主に交付されるものとされていた。しかし、監査は実行されず、そして買取契約も実行されなかった。A社は、更生手続<sup>(48)</sup>を開始の申し立てを行った。

B社株主は、買取契約の不履行に基づく損害賠償請求債権を届出たが、A社にかかる債権が五一〇条(b)項によって劣後化されるものと主張した。

倒産裁判所は劣後化を認めたが、地区裁判所は、五一〇条(b)項による劣後化においては現実の証券取引が必要であるところ、B社株主はA社株式を一切受領していないのであって取引が存在しないとして、契約不履行に係る債権の劣後化を否定した。

これに対して、第九巡回区控訴裁判所は、次のように判示して劣後化を肯定した。<sup>(19)</sup> すなわち、まず、五一〇条 (b) 項の立法根拠となった *Stain & Kripke* の議論は、証券「詐欺」に係る債権のみの劣後化が意図されていたことを示しておらず、むしろ株主と債権者は互いに異なるリスクを引き受けていることを指摘するものであったとして、「契約の不履行」に係る債権の除外を求める株主の主張を退けた。

続いて、株主は、後に受領を拒絶したため、B社株式を物理的には受領していないが、その取得を決定するにあたり、B社株主としてIPO後に大きな利益を得る機会だけでなく、B社株式の保有に伴うIPOの失敗およびB社の倒産リスクを同時に引き受けたのであり、かかるリスクを固定的な利益を得る存在である一般債権者に移転させるべき理由はないとした。さらに、五一〇条 (b) 項の根拠としては、リスク分配と債権者のエクイティ・クッションへの信頼の二つがあるところ、地区裁判所が後者に関して現実の株式の発行がなければ債権者の信頼の対象が存在し得ないと指摘したことについて、本件事案においてはA社債権者の信頼が実際に存在するとした。<sup>(20)</sup>

(20) *In re Telegroup* (3d Cir. 2002).

L社は、T社に対して金銭およびT社株式を対価として資産を売却した。かかる取引において、T社はその株式が期日として二〇日後までに登録されるように最善の努力を行う旨の合意がなされた。T社が倒産したところ、L社は、合意の不履行によって損害を被ったとして債権の提出を行った。すなわち、合意が履行されていれば株式は流動性を待て、価値の減少が生じる前に売却することが出来ていたと主張した。<sup>(21)</sup> T社が五一〇条 (b) 項によって劣後化されるべきことを主張したのに対して、L社は、証券取引の後になされた違法な不作為によって生じた独立の債権でありその適用外であると争った。

第三巡回区控訴裁判所は、まず、五一〇条 (b) 項の arising from という文言が不明瞭であることを指摘し、立法資料とその政策を検討する必要があるとした。そして、立法資料においては証券の発行における詐欺などの違法行為に焦点が当てられており、この点でL社の主張はもつともらしさを有するが、五一〇条 (b) 項の政策についての検討が必要であると指摘した。<sup>(53)</sup>

これについて裁判所は、Stain & Kipke の議論を参照し、五一〇条 (b) 項の目的は、倒産手続きにおいて、不満を抱く株主が詐欺や証券法に係る請求を行うことよって、その地位を一般債権者と同位に自力で引き上げて、投資の損失を回復しようとするを防ぐことにあると評価した。そして、L社はT社の事業が成功した場合に利益に与かる地位を保持しているのであるところ、契約の不履行を主張することよって一般債権者として投資の損失を回復しようとすることを、五一〇条 (b) 項は同様に防ぐものであるとした。<sup>(54)</sup>

また、L社は、T社株式を継続保有する意図はなく、むしろ早期に売却する予定であったことを主張したが、裁判所は、期日経過後にすぐに提訴しなかつたことなどを指摘して、デットではなくエクイティに投資すること、すなわち、事業の失敗によつて出資を失うリスクとともに事業成功の利益に与かる権利を保有することを選んだものと示唆されるとして、劣後化を命じた。<sup>(55)</sup>

(c) *In re Geneva Steel* (10th Cir. 2002).<sup>(56)</sup>

Geneva Steel 判決は、デット証券に係る債権の劣後化が肯定されたものであるところ、次節においてその事実を紹介するが、第十巡回区控訴裁判所は、五一〇条 (b) 項の適用範囲について次のように判断している。

すなわち、裁判所はまず、立法史を詳細に確認した上で、五一〇条 (b) 項が証券取引に際して生じた債権について



のみ適用されるものか否か、文言上は不明瞭であるとした。<sup>(57)</sup> 続けて、五一〇条 (b) 項の立法趣旨の検討が必要であるとし、*Granite Partners* 判決におけるその分析に大幅に依拠して、本事案では (エクイティ・クッションへの信頼ではなく) リスクの分配が重要な問題であると指摘した。<sup>(58)</sup> そして、*Betacom* 判決を積極的に評価するとともに、*Amarrex* 判決の制限的解釈を否定し、五一〇条 (b) 項は、証券取引に際してなされた違法行為に係る債権だけでなく、詐欺によって投資を継続した結果として生じた債権にも適用されるとした。<sup>(59)</sup>

(4) *In re Med Diversified* (2d Cir. 2006).<sup>(60)</sup>

M社は、DをCEOとして雇用したが関係を解消することになり、Dが保有する他の会社の株式をM社の普通株式と交換する旨の終任合意がなされた。また、かかる合意において、株式の交換の対価として、DはM社に対する報酬債権を放棄することとされた。Dは、合意の不履行について訴えを提起した。M社は、更生手続きの開始を申し立て、かかる債権について五一〇条 (b) 項による劣後化を主張した。

第二巡回控訴裁判所は、まず、*arising from* という文言が不明瞭であることを指摘し、立法過程の検討が必要であるとした。そして、*Slam & Kripke* の議論を検討し、劣後化の根拠として、株主と債権者の互いに異なるリスクとリタインの引き受けおよびエクイティ・クッションへの信頼を見出すとともに、本件では株式が現実には発行されていないため儀権者の信頼は存在しないが、エクイティ・クッションはリスクの分配に関する主要な判断の一部分に過ぎないとした。<sup>(61)</sup> そして、先例において五一〇条 (b) 項が拡張的に解釈されていることを指摘し、株主としてのリスク・リターンを選択した者は、株式を現実に受領していなくともその選択に拘束されるべきであるとした。<sup>(62)</sup>

そして、DのM社株式および報酬債権に係る債権は、その価値が固定されておらず、M社の株式価値と結び付いてい



ることを指摘した。<sup>(63)</sup> すなわち、終任合意によってDの債権はエクイティへと転化したとして、五一〇条(b)項による劣後化を命じた。<sup>(64)</sup>

(5) *In re SeaQuest* (5th Cir. 2009).<sup>(65)</sup>

S社は、四人の出資によって組成されたリミテッド・パートナーシップであった。主として出資を行ったのはJであり、分配について優先権を有するクラスAの有限責任持分を有していた。Jおよび三人はまた、クラスBの有限責任持分を有していた。Jと三人の間で紛争が生じ訴訟が提起されたが、Jの持分を買取る旨の和解が成立した。Jは和解の実行を求めて提訴し、二七〇〇万ドルの勝訴判決を得た。その六日後にS社は更生手続きの開始を申し立て、かかる債権の劣後化を主張した。

第五巡回区控訴裁判所は、まず、Jの債権について、和解合意の実現としての持分の取得の取り消しによって生じたものであるとした。

その上で、*Stain & Kripke*の議論および他の裁判所の判断を参照し、五一〇条(b)項の目的を、債権の厳密な性質に関わらず、不満を抱く株主がその投資を回収しようとすることを防ぐことにあるとした。<sup>(66)</sup> 続いて、他の巡回区がその目的を達成するために、五一〇条(b)項を拡張的に解釈していることを指摘し、*arising from* という文言を証券取引と債権の間の何らかの因果関係を要求するものと理解すべきとした。<sup>(67)</sup> すなわち、五一〇条(b)項は、証券発行後の行為を包含するものであり、また取り消しと損害賠償請求を同様に扱うべきとした。

そして、Jの債権について、*Stain & Kripke*の懸念が妥当するものであることを指摘し、劣後化を命じた。<sup>(68)</sup>

### 3、小括——リスクの再分配の禁止

#### (1) 控訴裁判所の判断の一貫性

以上のように、エクイティ・クッションへの債権者の具体的信頼に言及する判例もあるが、控訴裁判所は一貫して、債権者とは異なるリスク・リターンを引き受けている株主の当該リスクの内容を極めて広く理解し、倒産状態において当該リスクを債権者にも分配することによって自らの地位を改善することを防ぐ規定として五一〇条(b)項を適用している<sup>(71)</sup>。すなわち、株式への投資を選択した以上は、株主としての地位故に被る損失から逃れることはできないという判断がなされている。

したがって、その帰結として、損失がいかなる違法な行為によって生じたかは問題とならず、またそれがどのような時点で生じたかも問題とならないこととなる。

そして、判断基準となるのは、株式への投資を行うという選択を行ったかどうかであり、現実に株式を受領していないことも(Betacom判決、Med Diversified判決)、また株主という地位からの離脱を第三者に阻害されても(Telegroup判決、Geneva Steel判決、SeaQuest判決)、劣後化は肯定されることになる。すなわち、そのようなリスクは株式への投資ゆえに生じるものであり、したがって、株主になるといふ選択を行った者が負担すべきであるということである。このように、リスクの再分配を防ぐという政策を実現するものとして、五一〇条(b)項の arising from という文言は拡張的に解釈されている<sup>(72)</sup>。

#### (2) 近時の著名な事件における五一〇条(b)項の適用

このような拡張的な解釈は、二〇〇五年の WorldCom 判決<sup>(73)</sup>や二〇〇六年の Enron 判決<sup>(74)</sup>においても同様に採用され、

詐欺によって株式またはストック・オプションを取得し、あるいは継続保有することとなったという主張に係る債権が劣後化されている。

例えば、WorldCom 事件では、WorldCom が行った大惨事的な詐欺は、Stain & Kripke が議論の対象としたリスクを超えたものであり、劣後化は否定されるべきであるという主張がなされた。これに対してニューヨーク州南部地区倒産裁判所は、次のように述べて劣後化を命じている。すなわち、議会は、五一〇条 (b) 項について、具体的事案、あるいは株主が引き受けるべき合理的なリスクの性質や範囲、程度といった点について、法的な分析を行うものとして規定しておらず、また投資者がリスクを認識できていなかったとしても、株式を取得した場合は全ての損失を受容することに同意したことになる<sup>(76)</sup>と指摘した。

また、Enron 事件においても、従業員は金銭報酬の代わりとしてストック・オプションを受領していたのであって、会社に対するエクイティ投資者というよりも契約上の債権者であり、またストック・オプションは債権者が信頼するエクイティ・クッションを作り出すものではないという主張がなされたが、退けられている。すなわち、ニューヨーク州南部地区倒産裁判所は、Stain & Kripke の議論は債権者の信頼を根拠の一つとしており、その点で従業員の主張には理由があるが、ストック・オプションを如何なるものと認識していたとしても、その価値はエクイティとして会社と結びついていることを指摘した<sup>(76)</sup>。

#### 第四款 劣後化を否定した判例

これまで見てきたように五一〇条 (b) 項は、その政策を実現させるために拡張的に適用されているところ、外延の不明瞭性が生じ得るのであって、適用範囲が予見可能性をもって画され得るかが問題となる<sup>(77)</sup>。

これに関しては、例えば多くの倒産事件が処理されるデラウェア州地区（倒産）裁判所<sup>(85)</sup>においても劣後化の判断は事案に左右されるところが大きいとされ、*arising from* という文言の拡張的解釈の内容は完全には確立されたものとはなっていないという評価が存在する<sup>(86)</sup>。

一方で、劣後化を否定した判例の中には、その根拠の一つとして、債権者が実質的に株主の地位を有していないことを指摘するものがある。すなわち、デラウェア州地区倒産裁判所、そして二〇〇七年の第九巡回区控訴裁判所の判例は、かかる観点から劣後化を否定している。劣後化の外延が明確となっていないとしても、外延を画する要素の存在を確認しておくことには意義があるろう。

そこで以下では、倒産裁判所の判例における当該部分についての判示および控訴裁判所による American Wagering 判決を参照し、劣後化を肯定した控訴裁判所の判断との整合性を検討する。

## 1、倒産裁判所の判例

(1) *In re Wyeth Co.* (Bank. W.D. Mo. 1991).<sup>(87)</sup>

会社に対する株式の譲渡の対価としてノートが発行され、会社倒産時にノート保有者がそれに係る債権の届出を行ったことについて、五一〇条 (b) 項に基づく劣後化が主張された。裁判所は劣後化を否定し、その理由の一つとして、債権者がもはやエクイティ権者ではないことを指摘した<sup>(88)</sup>。

(2) *In re Mobile Tool Internatl* (Bankr. D. Del. 2004).<sup>(89)</sup>

会社とその役員の間で、役員の保有する株式を会社に譲渡し、その対価としてノートを交付する契約が締結され実行

された。会社は更生手続き開始の申し立てを行い、ノートに係る債権について五一〇条(b)項による劣後化を主張した。

裁判所は、株式に係る債権が問題となっている場合には証券取引との因果関係の存否が問題となるが、株式がノートへと転化した場合には、その者は株主ではなく債権者となると指摘し、劣後化を否定した<sup>(84)</sup>。

なお、以上のような事案においては、ノートについて「証券」としての劣後化が問題となるが、この点については次節で検討する。

## 2、第九巡回区控訴裁判所の判例——*In re American Wagering* (9th Cir 2007)。

L社は、IPOのための財務顧問としてRを雇用了。IPOの準備において、L社は、公開される会社としてA社を設立し、その子会社となった。L社とRは、IPOの完了に際して、L社株式の最終的評価の四・五%に相当する金銭および一五万ドルがRに支払われるという合意を行った。二年後、IPOは保留される一方で、L社とRの間で紛争が生じた。Rは訴訟を提起し、裁判所はRの訴えを認めるとともに、かかる報酬について二三〇万ドルと評価した。判決のすぐ後（訴訟提起の六年後）、L社とA社は更生手続き開始の申し立てを行い、かかる債権について五一〇条(b)項に基づく劣後化を主張した。

第九巡回区控訴裁判所は、次の点を検討して劣後化を否定した。まず、当初の合意に注目し、報酬が株式の形態をとっておらず、またRは株式自体を求めたのではなく一貫してその契約上の金銭的価値を求めていただけであると指摘し、かかる事実からRの債権の性質は投資者よりも債権者としてのものであるとした<sup>(86)</sup>。そして、五一〇条(b)項が拡張的に解釈されていることを確認しつつも、かかる債権の劣後化は、株主と債権者のリスクとリターンの相違およびエクイ

テイ・クッションに対する信頼というその背後にある政策に資さないとした。<sup>(87)</sup>

また、控訴裁判所は、自らの Betacom 判決について、株式が債権者に対して発行されるはずであったが債権者がその受領を拒絶したという事案におけるものであって、本件では、株式は報酬の算定に用いられただけであり、株主として大きな利益を享受する可能性を有しておらず、また R は株式自体を一切取得しようとしなかった点で事案が異なるとした。<sup>(88)</sup> すなわち、R はエクイティ投資者として詐欺などによる損害賠償を求めたのではなく、報酬を受け取っていない代理人として訴訟を提起していたことを指摘するとともに、二三〇万ドルという判決は R が有していた固定的な債権を表すものであるとした。<sup>(89)</sup>

### 3、検討——劣後化を肯定した判例との整合性

Wyeth 事件や Mobile Tool Internatl 事件では、債権者は、株式を会社に引き渡し、対価としてノートを受領することによって、株主という地位からの離脱を完了して<sup>(90)</sup>おり、リスクの再分配は生じえない状況となっている。したがって、控訴裁判所の一連の判例と整合的である。<sup>(91)</sup>

American Wagering 判決も、その者が株主・債権者のいずれのリスク・リターンを選択したかを基準とするという点では、一連の控訴裁判所の判例と整合的である。<sup>(92)</sup>

一方で、具体的事案についての判断としては、R は株式の価値に連動する報酬を得ることを選択したのであり、その債権はエクイティとしての性質を有するものである、と評価することも不可能ではなかったであろう。控訴裁判所は、R が株式そのものは一貫して求めていないことを重視しているが、そのような事実は、リスク・リターンの選択という基準の適用において、意味を有しないように思われる。<sup>(93)</sup>

もこと、American Wagering 判決が限界事例の一例を表しているとしても、如何なるリスク・リターンを引き受けることを選択したかが、五一〇条（b）項の適用範囲を画する基準となつてゐることは、劣後化が否定された判例においても確認することが出来る。<sup>94</sup>

### 第三節 一般債権を表章する証券に係る債権の劣後化

五一〇条（b）項は、株式に係る債権だけでなく、デット証券に係る債権も劣後化するものである。したがつて、例えば、債務証券によつて表章されているのが一般無担保債権である場合、その取得の取り消しに係る債権は、五一〇条（b）項によつて、一般無担保債権者が満足を得るまで劣後されることになる。<sup>95</sup><sup>96</sup>

本来同順位であつた者が、取り消しや損害賠償を請求することによつて劣後化されるということには、一般的な疑問が生じ得る。そして、五一〇条（b）項が拡張的に適用されているところ、かかる劣後化は、現実の問題となり得ることになる。<sup>97</sup>

もつとも、倒産裁判所はノート保有者の債権について、次のようにしてその劣後化を否定している。

すなわち、五一〇条（b）項の「損害」(damages) という文言について、証券取引に関連する何らかの瑕疵によつて生じた損失や支払いを行わなかつたことによる派生的な損失に係る債権の存在を意味するものであり、単なる証券に基づく支払いの請求は該当しないという解釈を示し、支払いに係る債権について劣後化を否定している。<sup>98</sup>そして、かかる解釈の根拠として、証書上の権利の実現を求めることは、他の債権者の負担において自らの地位を改善しようとするものではなく、五一〇条（b）項の政策と相反しないことを指摘している。<sup>99</sup>

このような解釈は、五一〇条（b）項が「証券」を包括的に定義していることから生じる問題を解消するものとして、

妥当なものであると考えられる。

そして、派生的な損失について劣後化が肯定されるべきことについては、Geneva Steel 判決およびそれに関する Winikka & Simpson の議論が参考となる。

1' *In re Geneva Steel* (10th Cir. 2002).

G社は更生手続きの開始を申し立て、負債の1内容としてBondの存在を記載した。更生計画においては、Bond保有者に対して普通株式を割り当て、Bondよりも下位のクラスの者には権利の分配が行われないこととされた。Bond保有者であるAは、G社の不実表示によって投資を継続することとなり、損失を被ったとして債権の届出を行った。G社は、Bondの受託者によって届出られた債権と重複すると指摘したが、Aは、当該債権は詐欺によって生じたものであり、Bondの保有分とは異なると争った。

倒産裁判所は、Aの債権のうち、Bond自体に基づくものは受託者が届出たものと重複し、詐欺に係る部分は他のBond保有者および取引債権者に劣後するものとし、控訴パネルもかかる判断を是認した。

そして、第九巡回区控訴裁判所も、五一〇条(b)項が投資後に実行された詐欺に係る債権にも適用されることを明らかにするとともに、次のように指摘して倒産裁判所の判断を是認した。

「Aは、反対の結果が生じる可能性を認識しつつも、証券の価値が増加すると考えて投資を行ったのであり、これに対してG社の純粋な債権者は取引の対価が支払われることのみを期待するものである。投資が失敗した場合に、その損失を同じ債権者に転嫁することは、五一〇条(b)項の目的に反するものである。」

また、「Aの主張する見解は、米国の倒産法の中心の特性である、絶対優先原則を弱体化させるものである。……」



投資者が他の債権者と同順位の処遇を求めることは、絶対優先原則の無視を意味する。<sup>(16)</sup>」

「Aは、一般債権者とは異なる高い倒産リスクを引き受けたのである。」<sup>(16)</sup>」

## 2、派生的な損失の劣後化の必要性

Geneva Steel 判決においては、Bond の内容について認定がなされておらず、これが一般債権に劣後する債権を表章するものであった可能性が存在する。<sup>(16)</sup> すなわち、控訴裁判所の判示は、Bond が劣後的な債権であった場合にまさしく妥当するものとなっている。

一方で、Bond が一般債権を表章するものであった場合、詐欺によって生じた損失に係る債権が劣後化されるという結論は、株主と債権者の間でのリスクの再分配を防ぐという五一〇条 (b) 項の一般的な趣旨とは直ちに合致するものではなく、疑問が生じることになる。

これについては、控訴裁判所は、Bond が流動性ある証券という投資の対象であるところ、表章されている権利が一般債権であっても、派生的な損失に係る債権は取引債権とは地位が異なる、という判断を行っているようにも解される。また、Winika & Simpson は、派生的な損失の劣後化の必要性について次のような指摘を行っている。

すなわち、かかる損失の劣後化が認められない場合、デット証券の保有者は倒産手続きにおいてより多くの権利の分配を受けようとして、A のような訴訟を提起することが考えられ、さらに権利の希釈化を避けることを企図した他のデット証券保有者による雪達磨式の訴訟提起が予想されるとする。そして、このような場合には、倒産手続きにおいてどれ程の債権が存在するのか予想がつかないこととなり、翻って会社の財務諸表に対する信頼が低下することによって、倒産債権市場 (distressed debts securities markets) の崩壊や取引債権者の与信の減少を招きかねないことを指摘して

いる。

このような議論は、デット証券に係る債権について、司法委員会報告と対照的に、優先する債権についてだけでなく同位の債権にも劣後するものとした一九七八年法およびそれを維持した一九八四年改正を合理的に説明するものである。すなわち、倒産手続きにおいて株主に対して権利の分配がなされることは稀であるから、普通株式に係る債権を同位としても訴訟提起のインセンティブは生じないのに対して、<sup>(10)</sup>一般債権を表彰する証券に係る債権については、通常は権利の分配に与えるため、訴訟提起のインセンティブが生じることになり、結果として、会社の負債の総額について倒産手続きにおいて不明瞭性を生じさせることになる。

- (一) John M. Wunderlich, *Bankruptcy's Protection for Non-Debtors from Securities Fraud Litigation*, 16 *Fordham J. Corp. & Fin. L.* 375, 386 (2011).
- (二) *Id.* at 386. See also David A. Skeel, Jr., *Rethinking the Line Between Corporate Law and Corporate Bankruptcy*, 72 *Tex. L. Rev.* 471, 500-01 & n.125, 128 (1994); Mark J. Roe, *The Voting Prohibition in Bond Workouts*, 97 *Yale L.J.* 232, 265 n.105 (1987); Jonathan C. Lipson, *Understanding Failure: Examiners and the Bankruptcy Reorganization of Large Public Companies*, 84 *Am. Bankr. L.J.* 1, 56-58 (2010).
- (三) 集団訴訟の部分的不承認とは、次のようなものである。すなわち、株式投資者を含むすべての債権者は、債務者である倒産会社に対する債権を維持するために、倒産手続きにおいて債権の届出を行わなければならない。そして、個々の投資者の債権は、多くの場合少額であるため届出は不経済的なものとなる。つまり、クラスを代表して届出を行うことが出来れば経済的である。しかしながら、多くの裁判所は倒産法規則三〇〇一を根拠としてこれを否定している。Wunderlich, *supra* note 1, at 387.
- (四) 11 U.S.C. § 362(a)(1). See, e.g., *Caprin v. Simon Transp. Servs., Inc.*, 99 F. App'x 150, 153 n.1 (10th Cir. 2004).
- (五) Wunderlich, *supra* note 1, at 386; James J. Park, *Securities Class Actions and Bankrupt Companies 5* (Brooklyn Law School, Legal Studies Paper No. 241, 2011), available at <http://ssrn.com/abstract=1892229>.
- (六) 11 U.S.C. § 362(d)(1).

- (7) See, e.g., *In re Comdisco, Inc.*, 271 B.R. 273, 276 (Bankr. N.D. Ill. 2002).
- (8) *In re Chan*, 355 B.R. 494, 498 (Bankr. E.D. Pa. 2006).
- (9) Wunderlich, *supra* note 1, at 387.
- (10) 11 U.S.C. § 1129(b) (2) (B) (iii).  
再建手続における後化債権の取扱については、Daniel C. Cohn, Subordinated Claims: Their Classification and Voting under Chapter 11 of the Bankruptcy Code, 56 Am. Bankr. L.J. 293 (1982); MARK J. ROE, CORPORATE REORGANIZATION AND BANKRUPTCY: LEGAL AND FINANCIAL MATERIALS 306 ¶1810-7b (2nd ed. Foundation Press 2007)参照。
- (11) 11 U.S.C. § 726.
- (12) 和解に係る債権が五二〇条 (b) 項の適用を受け得る理由として、倒産手続を開始申し立て後の和解を否認した判決として、*In re Cincinnati Microwave Inc.*, 210 B.R. 130 (Bankr. S.D. Ohio 1997)参照。  
なお、倒産事件のごく一部は、非倒産事件よりも訴え却その申し立てが否定される傾向があり、また非倒産事件よりも巨額の和解および第三者が支出する和解が成立する傾向が多くなされる。Park, *supra* note 5, at 3.  
また、証券集団訴訟のごく一部は和解を行う会社は、流動性問題を抱えている傾向があり、また倒産手続の開始申し立てを行う傾向も強いとされる。  
Lynn Bai, James D. Cox, & Randall S. Thomas, Lying and Getting Caught: An Empirical Study of the Effect of Securities Class Action Settlements on Targeted Firms, 158 U. Penn. L. Rev. 1877, 1912 (2010).
- (13) Park, *supra* note 5, at 5. See, e.g., *In re Comdisco, Inc.*, 271 B.R. 273, 278 (Bankr. N.D. Ill. 2002).
- (14) Wunderlich, *supra* note 1, at 388-90. HOWARD J. STEINBERG, BANKRUPTCY LITIGATION § 10:83 (June 2011) (in Westlaw).
- (15) Park, *supra* note 5, at 2.
- (16) *Id.* at 6.
- (17) Kenneth M. Ayotte & Edward R. Morrison, Creditor Control and Conflict in Chapter 11, 1 J. Legal Analysis 511, 522 (2009)が、債権者が完全な権足を得ていない再建事件の九割におおむね株主に権利の分配がなされてくることを。See also Maria Carapeto, Explaining Deviations from Absolute Priority Rules in Bankruptcy, 3 J. Empr. Leg. Stud. 543 (2006).
- (18) Lynn M. Lopucki & William C. Whitford, Bargaining Over Equity's Share in the Bankruptcy Reorganization of Large, Publicly Held Companies, 不実開示等に係る投資者の対会社損害賠償請求債権の倒産法上の処遇 同志社法学 六三巻七号 二二一 (三二二-五)

- 139 U. Pa. L. Rev. 125, 143 (1990) § 調査によれば、四〇万ドルから六三〇万ドルの間であったとみられる。See also *id.* at 142 Table III.
- (19) Park, *supra* note 5, at 5-6 & n.13.
- (20) *Id.* at 7.
- (21) Richard E. Mendales, The New Junkyard of Corporate Finance: The Treatment of Junk Bonds in Bankruptcy, 69 Wash. U. L. Q. 1137, 1158 (1991).
- (22) N. Theodore Zink, Jr. & Christy Rivera, Are There Any Limits To Mandatory Subordination Under Section 510 (b) of the Bankruptcy Code?, *Pratt's Journal of Bankruptcy Law* 2007 03-2, 581, 582 (2007).
- (23) 本稿では、裁判所の判断に「判決」とし、またその先例的価値に関わらず一律に「判例」という語を用いる。
- (24) ②および③の債権については、付加的な考慮要素が加わるものであり、別の機会に検討することとしたい。
- (25) Zink & Rivera, *supra* note 22, at 582-83.
- (26) *Id.* See also Dennis F. Dunne, Stock Repurchase Agreements in Bankruptcy: A Tale of State Law Rights Discarded, 12 Bankr. Dev. J. 355, 385-86 (1996); Ralph Brubaker, Subordination of Stock Repurchase Claims: Nonbankruptcy State Law, "No Fault" Equitable Subordination, and Mandatory Subordination of Stock Purchase/Sale Damages, 25 No. 11 Bankruptcy Law Letter 1 (2005).
- (27) See Robert J. Stark, Reexamining the Subordination of Investor Fraud Claims in Bankruptcy: A Critical Study of *In re* Granite Partners, L.P., 72 Am. Bankr. L.J. 497, 499 n.10, 508 n.85 (1998). See also *In re* Stern-Slegman-Prins Co., 86 B.R. 994, 1000 (Bankr. W.D. Mo. 1988).
- (28) Amarex 事件の問題となっている証券は、パートナーシップにより発行されたものであり、無限責任社員に対する債権の劣後化を論じた点で、その者がパートナーシップの「関係者」でなければならぬ。しかしながら、同判決においてはその点は検討されていない。See *In re* Granite Partners, L.P., 208 B.R. 332, 343 n.15 (Bankr. S.D.N.Y. 1997).
- (29) 連邦法に関する立法資料と制定法解釈の関係については、加藤貴仁「株主間の議決権配分——株主議決権原則の機能と限界——」二〇三頁・脚注(107) (商事法務, 二〇〇七年) 参照。
- また、アントニン・スカリア／中川丈久訳「法律解釈における立法史の利用について——議会意図の擬制による司法の責務放棄——」ジュリスト 一一二九号七七頁 (一九九八年) 参照。
- (30) Stark & Slain & Kripke が詐欺による証券の保持 (fraud in the retention) において明示的には検討しておらず、また議会も五二〇条 (b) 項の起草においてそれに注目していなかったことを挙げて、後述する Granite Partners 判決を批判する。Stark, *supra* note 27, at 507-08, 522-23.

- (17) *In re Amarex, Inc.*, 78 B.R. 605, 609-10 (W.D. Okla. 1987), *rev'd*, 53 B.R. 888 (Bankr. W.D. Okla. 1985).
  - (18) *Angels Corp. 判決* および *Amarex 判決* と同様、管理者が五一〇条 (d) 項に言及「関係者」であるかは検討されべきである。 *See In re Granite Partners*, 208 B.R. at 344 n.17.
  - (19) *In re Angeles Corp.*, 177 B.R. 920, 926 (Bankr. C.D. Cal. 1995), *aff'd*, 199 B.R. 220 (B.A.P. 9th Cir. 1996).
  - (20) *Id.* at 928.
  - (21) 株式投資者の債権の劣後化という政策判断の是非に regard 意見を添えて (Stark, *supra* note 27, at 498 n.3)、「法律の文言の解釈方法」という観点から五一〇条 (d) 項の arising from という文言について制限的な解釈を支持する見解を述べ、 *Id.* at 511-13, 519-22 参照。 *See also* Melanie J. Schmidt, Note, A Congressional Montage of Two Systems of Law — Mandatory Subordination under the Code, 13 Am. Bankr. Inst. L. Rev. 361, 374 (2005).
  - (22) 証券取引所法規則 10b-5 に基づく民事訴訟においては、売主・買主要件が課されるべきが Blue Chip 判決 (421 U.S. 723 (1975)) によって明らかになられているため、このような請求を行うことはべきである。そして、州法上の不法行為として請求するものが可能であると指摘されている。 Stark, *supra* note 27, at 499 n.7.
- なお、拙稿「不実開示に対する発行会社等の民事責任の構造に関する一考察」同志社法学上三巻四号一三九頁、一三三頁脚注 (12) (二〇一二年) 参照。

(23) *See In re Granite Partners*, 208 B.R. at 344 n.18.

(24) ABF Capital Management v. Askin Capital Management, L.P., 957 F. Supp. 1308, 1334 (S.D.N.Y. 1997).

(25) *In re Granite Partners*, 208 B.R. at 336-37.

(26) *Id.* at 338-39.

(27) Slain & Kripke 博士論文の冒頭に「この論文は John J. Slain & Homer Kripke, The Interface between Securities Regulation and Bankruptcy — Allocating the Risk of Illegal Securities Issuance, 48 N. Y. U. L. Rev. 261, 261 (1973).

(28) *In re Granite Partners*, 208 B.R. at 389.

(29) *Id.* at 342.

(30) *Id.* at 342.

(31) *See* Amarex 判決と Angels Corp. 判決について、それらが間接損害に係る債権の劣後化を否定した点に関して、次のように批判している。

不実開示等に係る投資者の対会社損害賠償請求債権の倒産法上の処遇 同志社法学 六三巻七号 一一三 (三二二七)

すなわち、それらの事件では証券発行体を管理する地位にある者の信託義務違反等によって発行体の資産の減少が生じて間接的に投資者が損害を被ったと見なされ、倒産状態においてかかる損害について債権者と同位とする<sup>17)</sup>とは、絶対優先原則に反する<sup>18)</sup>と見なされる<sup>19)</sup>。 *Id.* at 344.

- (45) *Cf. In re Christian Life Center*, 821 F.2d 1370 (9th Cir. 1987); *In re Flight Transp. Corp. Sec. Litig.*, 730 F.2d 1128 (8th Cir. 1984), *cert. denied* 469 U.S. 1207 (1985).
- (46) some casual link test. 469 U.S. 45 but for test. 543-44. *Zink & Rivera, supra* note 22, at 583.
- (47) *In re Betacom of Phoenix, Inc.*, 225 B.R. 703 (D. Ariz. 1998), *rev'd*, 240 F.3d 823 (9th Cir. 2001).
- (48) *Id.* at 826-27.
- (49) *Id.* at 829-31.
- (50) *Id.* at 830-31.
- (51) *In re Telegroup, Inc.*, 281 F.3d 133 (3d Cir. 2002).
- See also John J. Rapisardi, Debate Continues on Priority of Securities Fraud Claims in Bankruptcy, 3/14/2002 N.Y.L.J. 3, (col. 1).
- (52) *In re Telegroup*, 281 F.3d at 136.
- (53) *Id.* at 138.
- (54) *Id.* at 139-42.  
議会社が問題としたリスクの分配はあくまで違法な証券発行に係るリスクであるという理解を前提として、Telegroup事件におけるリスクはそれとは異なるものであり(むしろ、会社が契約を履行しないというリスクは債権的リスクであり)、さらに、五一〇条(四)項の適用範囲を証券発行後の行為に係る債権の拡張する<sup>20)</sup>理由はなさないとする議論<sup>21)</sup> Schmidt, *supra* note 35, at 374参照。
- (55) *In re Telegroup*, 281 F.3d at 136.
- (56) *In re Geneva Steel Co.*, 281 F.3d 1173 (10th Cir. 2002).
- (57) *Id.* at 1178-79.
- (58) *Id.* at 1180-81.
- (59) *Id.* at 1181-82.
- (60) *In re Med Diversified, Inc.*, 461 F.3d 251 (2d Cir. 2006).

- (1) *Id.* at 256, 258-59.
- (2) *Id.* at 256-58.
- (3) *Id.* at 257-58.
- (4) *Id.* at 259.
- (5) *In re SeaQuest Diving LP*, 579 F.3d 411 (5th Cir. 2009).
- See also Laurence May, Claimants Fight Subordination: The Expansion of § 510(b) Continues, 9/28/2009 N.Y.L.J. 9, (col. 3); Iana Volkov & Felice Yudkin, Fifth Circuit Expands Section 510(b) Subordination in *In The Matter of Seaguest Diving LP*, 29-ALG Am. Bankr. Inst. J. 42 (2010).
- (6) *In re SeaQuest*, at 421.
- (7) *Id.*
- (8) *Id.* at 422.
- (9) *In re Enron Corp*, 341 B.R. 141, 166 n.21 (Bankr. S.D.N.Y. 2006) *が*, 多くの判例において、繰り返し言及されているのは株主と債権者との間でのリスタの分配であり、債権者の信頼やエンクイティ・クッションといった概念については簡単にしか触れられていないことを指摘する。
- (10) Zink & Rivera, *supra* note 22, at 589-93.
- (11) *Id.* at 585.
- (12) Schmidt, *supra* note 35, at 382.
- (13) *In re WorldCom, Inc.*, 329 B.R. 10 (Bankr. S.D.N.Y.2005).
- (14) *In re Enron Corp*, 341 B.R.141 (Bankr. S.D.N.Y. 2006).
- See James Gadsden, Enron and the Subordination of Stock Options and Other Claims Under § 510(B) of the Code, 26-FEB Am. Bankr. Inst. J. 54 (2007).
- (15) *In re WorldCom*, 329 B.R. at 13-14.
- (16) *In re Enron Corp*, 341 B.R. at 143. また、裁判所は、従業員の境遇について共感を示す一方で、規範的な懸念について調整を行うのは裁判所ではなく、五二〇条 (b) 項は衡平法的劣後を定めるものではないこと、そして倒産裁判所は衡平法裁判所ではないことを指摘している。*Id.* at 169.

- (7) See Schmidt, *supra* note 35, at 384; Daniel P. Winkler & Debra K. Simpson, The Broad Scope of Subordination of Claims Under Section 510(b) of the Bankruptcy Code, 2002 Ann. Surv. of Bankr. Law 65, § V (2002); Christopher W. Frost, Subordination of Securities Claims in Bankruptcy: What is the Scope of Section 510(b) ?, 27 No. 2 Bankruptcy Law Letter 1 (2007).
- (8) 企業倒産やその文脈に於ける債権者間の権利関係倒産裁判法) の標題に於ては Kenneth Ayotte & David A. Skeel Jr., Why Do Distressed Companies Choose Delaware? An Empirical Analysis of Venue Choice in Bankruptcy (U of Penn. Inst for Law & Econ Research Paper No.03-29, 2004), available at <http://ssrn.com/abstract=463001>; Stephen J. Lubben, Delaware's Irrelevance, 16 Am. Bankr. Inst. L. Rev. 267 (2008), Lynn M. Lopucki, Counting Failure: How Competition for Big Cases Is Corrupting the Bankruptcy Courts (Univ. Michigan Press, New ed. 2006) 参照。
- (9) David S. Forst, Mandatory Subordination of Claims Under Section 510(b): Three New Delaware Decisions, Pratt's Journal of Bankruptcy Law 2008.09-8, 566, 569-70 (2008). 447. In re U.S. Wireless Corp., 384 B.R. 713 (Bankr. D.Del. 2008) に於て John J. Rapsardi, Subordination of Claims Relating to Stock-Based Comp, 5/14/2008 N.Y.L.J. 3, (col. 1) 参照。
- (10) See e.g., In re DirectTV Latin Am., L.L.C., 2004 WL 302303 (D. Del. 2004); In re Pre-Press Graphics Co., Inc., 307 B.R. 65, 76 (N.D. Ill. 2004).
- (11) In re Wyeth Co., 134 B.R. 920 (Bank W.D. Mo. 1991).
- (12) Id. at 922.
- (13) In re Mobile Tool International, Inc., 306 B.R. 778 (Bankr. D.Del. 2004).  
447. In re Motels of America, Inc., 146 B.R. 542 (Bankr. D.Del. 1992) 参 債権の性質や 株主による債権者としての地位を以て後述を否定したか。固有の事業に基くべきものである。また法的価値は疑われない。 See In re Kaiser Group Intern., Inc., 260 B.R. 684, 687 (Bankr. D.Del. 2001); In re Int'l Wireless Communications Holdings, Inc., 257 B.R. 739, 747 (Bankr. D.Del. 2001).
- (14) In re Mobile Tool International, 306 B.R. at 780-82.
- (15) In re American Wagering Inc., 493 F.3d 1067 (9th Cir. 2007).  
See also Jordan A. Kroop, In a Subordination Fight, Bet on a Winner, 25-NOV Am. Bankr. Inst. J. 14 (2006); Marvin C. Ruth, An Update on Loan Recharacterization and Its Interplay With 11 U.S.C. § 510(B), 2007 No. 7 Norton Bankr. L. Adviser 2 (2007).
- また、買収の対価の一部が、買収会社の普通株式の三年後の価値を基準として算定されるものとされてきた事案において、株式の価値を参照する



ついでにやはり対価が算定される場合、その債権は証券取引から生じたものではないという同様の判断を示したものと<sup>97</sup>。 *In re NationsRent, Inc.*, 381 B.R. 83 (Bankr. D.Del. 2008)参照。

(97) *In re American Wagering*, 493 F.3d at 1071.

(98) *Id.* at 1072.

(99) *Id.* at 1072-73.

(100) *Id.* at 1073.

(90) 会社の倒産間近に脱法的にかかる転換を行った場合には、倒産法五四八条の適用が考えられること<sup>98</sup>。 Winikka & Simpson, *supra* note 77, at § V.A.

(91) *But see In re Belacom*, 225 B.R. at 831-32.

(92) Med Diversified 判決との比較<sup>99</sup>。 Alec P. Ostrow, Don't Let Me Down: Limiting the Uses of Section 510 (B) Subordination, 2010 Ann. Surv. of Bankr. Law 10 (2010)参照。

(93) *Id.*

(94) See Zink & Rivera, *supra* note 22, at 597.

(95) 4 COLLIER ON BANKRUPTCY ¶ 510.04[1] (Alan N. Resnick & Henry J. Sommer ed. 16th ed. 2009).

(96) なお、Kaushtansky は、上位の劣後債と下位の劣後債が発行されており、典型的な契約条項に準じて、それらは何れも一般債権に劣後し、また下位の劣後債は上位のそれに劣後すると規定されている場合に、会社倒産時に上位の劣後債権者が不実開示によって当該劣後債を取得した旨を主張して損害賠償を求める場合、かかる債権はどのような地位にあるのかという問題について次のような見解を示している。 Howard Kaushtansky, 11 U. S.C. Section 510(b) and Multiple Debentures: The Policy of Subordination, 93 Com. L.J. 279 (1988).

すなわち、①上位の劣後債権者と下位の劣後債権者の優先関係は、債権者間における相対的なものであり、管理上の便宜のために倒産手続きにおいて実現されるものであって、会社に対する関係においては同位であるという理解を前提として (*Id.* 281-84)。②典型的な契約条項においては、劣後債が如何なる権利に劣後するかが定義されており、かかる権利の定義において証券法違反の損害賠償請求権は通常は規定されていないのであるから、上位劣後債権者の証券法違反に係る権利には自らは劣後するものではないという下位劣後債権者の信頼を保護すべきであり (*Id.* at 288-90)。そして③五一〇条 (b) 項に基づく劣後化においては損失のリスクの分配が決定的な要素となるのであり、証券を引受けた投資者がリスクを分配さ

れたのであって、それを他の権利者に移転させることは許されないとする。

そして、③の根拠として、証券の引受けを行う者のみが発行の適法性を調査する機会とインセンティブを有しているのであり、一般債権者や説例における下位の劣後債権者は、調査を行うインセンティブや責務が存在しないとされる。そして、上位の劣後債権者の請求権を劣後化させない場合には、下位の劣後債権者に重大な不利益が生じるどころか、かかる不利益の発生は五一〇条(b)項が対処しようとするものであり、違法な証券発行にかかわる損失は一般債権者および下位の劣後債権者に劣後し、証券を引受けた上位の劣後債権者がそれを負担すべきであるとされる。 *Id.* at 290.

(75) Schmid, *supra* note 35, at 375 n.116.

(76) *In re* Blondheim Real Estate, Inc., 91 B.R. 639, 640 (Bankr. D.N.H. 1988); *In re* Wyeth Co., 134 B.R. 920, 922 (Bankr. W.D. Mo. 1991); *In re* Montgomery Ward Holding Corp., 272 B.R. 836, 843 (Bankr. D.Del. 2001); *In re* Merrimac Paper Co., 303 B.R. 710, 718 (Bankr. D.Mass. 2003); *In re* Mobile Tool International, Inc., 306 B.R. 778, 780 (Bankr. D.Del. 2004).

44号「soft notes」の実質がエンターテインメントであるとして劣後化を肯定されたが「モバイル」*In re* Courtyard Village, LLC, 2003 WL 22764541 (Bankr. N.D. Cal. 2003)参照。

(78) *See e.g.*, *In re* Bankest Capital Corp., 361 B.R. 263, 267-68 (Bankr. S.D.Fla. 2006).

(79) *In re* Geneva Steel Co., 281 F.3d 1173 (10th Cir. 2002).

(80) *Id.* at 1175.

(81) *Id.*

(82) *Id.* at 1180.

(83) *Id.* at 1180-81.

(84) *Id.* at 1182.

(85) Wrutka & Simpson, *supra* note 77, at § V. B. Wrutka & Simpson 44, 通部 Bond 44, senior debt についての劣後化を認めない(一般無担保債権)は劣後化(50)に抵触する。

(86) *See also* Nicholas L. Georgakopoulos, Strange Subordinations: Correcting Bankruptcy's 510(b), 16 Bankr. Dev. J. 91 (1999).

#### 第四章 結びに代えて

本稿では、株式投資者の債権が劣後化されるべきか、あるいは裁判所が具体的判断基準としているような一種の一律的な「絶対優先原則」が採用されるべきかについて、議論を行っていない。したがって、株式投資者の債権の処遇の問題について何らかの規範的主張を行っていない。

本稿が、かかる問題について何らかの観点を提示できたとするならば、それは、第一に、一九七〇年代、米国においては証券訴訟が勃興の兆しを見せており、そのような訴訟によって生まれる債権を一般債権として処遇した場合、企業金融に深刻な影響を与えかねないことが懸念されたことが、五一〇条(b)項の導入の背景となった可能性があるのではないかということである。

このような推測が正しい場合、不実開示の疑いがあり、故に証券(集団)訴訟によって大規模な負債が追加的に生じる可能性がある会社に対して、与信を行うことができるリスクテーカーが企業金融の発達によって出現した場合には、五一〇条(b)項はその背景の一部を失うことになるかもしれない。

もっとも、第二に、五一〇条(b)項の導入および判例における拡張的な適用は、倒産債権市場の成立<sup>(1)</sup>に間接的に貢献したと言えるであろう。すなわち、例えば、米国における集団訴訟の約半分を証券集団訴訟が占めており、またそのような訴訟において巨額の請求がなされているように、証券訴訟は会社の大きなリスクとなっている。これに対して、五一〇条(b)項は証券投資者の訴訟を抑止することによって、倒産会社に新たに投資する者のリスクを限定するものとなっている。

五一〇条(b)項には以上のような現実的機能があると考えられるが、我が国においても同様の規定が導入されるべ

きかについては、今後の検討課題としたい。

(一) 倒産債権への投資については、例えば、MARTIN J. WHITMAN & FERNANDO DIZ, DISTRESS INVESTING: PRINCIPLES AND TECHNIQUE (Wiley 2009)参照。

(二) John C. Coffee, Jr., Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its Implementation, 106 Column. L. Rev. 1534, 1540 (2006).