

# アメリカにおける受託会社の利益相反規制法（一）

佐藤 勤

第一章 はじめに

第二章 信託証書の沿革

第一節 信託証書の発生と確立

第二節 信託証書制度の発展の沿革

第三節 信託証書の複雑化とその簡素化および標準化

第四節 模範信託証書の完成

第三章 受託者の義務と責任の概念の発展

第一節 信託証書法制定前における受託者の義務と責任

第二節 受託者の義務と責任を定めた信託証書法の立方経緯

第三節 受託者の義務と責任の概念の近代化——一九九〇年信託証書改正法

(以上本号)

第四章 一九九〇年信託証書法における受託者の行為規制

第一節 信託証書の受託者の機能

第二節 受託者の資格 (eligibility)

第三節 利益相反の禁止規定——受託者の不適各性 (disqualification)

第四節 受託者の行為基準

第五節 受託者による発行者への融資規制

第六節 投資家への開示・報告義務

第五章 おわりに——日本法への示唆

第一章 はじめに

アメリカにおいて、企業等が投資家から社債にて資金を調達する際、発行者が個々の投資家とその調達に関する契約を締結することは困難であることから、信託会社や銀行等の機関が社債権者となる投資家を代表して、発行者と社債に関する契約、いわゆる信託証書を締結するという方法を採用している。この信託証書には、その社債の発行期間中の発行者に関する各種制限、その制限に発行者が違反した場合の救済方法、ならびに発行者、社債権者および受

託者の権利、義務が規定されている。今日、この信託証書は、信託証書法によって規制されている。<sup>(1)</sup>

本論文においては、このようなアメリカの社債制度において社債権者の利益保護を目的として設置されている受託者に関する法規制について、その沿革と社債の管理に関する諸規制を概観し、その社債の管理において生じる利益相反の状況をどのように回避、あるいは対処しているかを明らかにする。まず、第二章は、信託証書の沿革をその発生から現在の信託証書の基本形となっている模範信託証書の完成までを概観する。第三章は、信託証書の受託者の義務と責任の変遷を信託証書法の立法経緯とともに概観する。第四章は、信託証書法における受託者の義務と責任と、本論文の主題である利益相反規制について概観する。<sup>(2)</sup>

最後に、第五章において、アメリカ法から得られるわが国の社債管理会社制度へ示唆する事項について考察する。

## 第二章 信託証書の沿革

### 第一節 信託証書の発生と確立

信託証書は、株式会社が多額の投資家から多額の資金を調達する手段である社債を発行する際に、その発行会社と投資家の代表者が締結する契約書である。その信託証書には、発行期間中に発行会社が遵守すべき条件、発行会社の行動を制限する規定、信託証書の条項に違反したり、元利金の支払を怠った場合に社債権者に与えられる救済規定ならびに発行会社、社債権者および受託者の権利と義務に関する規定が、定められている。そして、その社債が担保付であれば、その社債に付されている担保に関する事項も定められている。

現在のように株式会社への借入債務である社債に関して、信託証書の原型が使用されたのは、一八三〇年ころである。

初期には、それは、企業譲渡抵当 (corporate mortgage) と呼ばれていた。しかし、一九世紀の後半までこのような信託証書による資金調達はあまり利用されなかった。これは、初期の企業金融が社債ではなく株式によって行われていたこと、初期の会社は特別の目的のために設立されたものが多く、社債を発行する権限や自己の財産を担保にする権限は厳格に制限されていたことが原因である。

その後、多くの州において、会社を設立するための一般法が整備されたため、会社形態が一般化し、一九世紀の後半には、アメリカ国内の経済発展にともない、規模の増大および資本の充実が図られていった。このような会社の発展は、株式の発行や銀行からの借入によるものであった。しかし、徐々に大規模な資金調達を一つの銀行やその銀行グループのみで賄うことが困難となり、多数の小口の資金を投資家から集める手段として、譲渡担保により担保された債券 (担保附社債) による資金調達が生み出された。担保附社債は、最初、鉄道会社によってほとんど独占的に利用されたが、今日では、あらゆる企業によって利用されている。

現在では、無担保あるいは多様な形態の担保と、多様な形態の債権が組み合わされ、多様な種類の社債が発行されているが、これらは信託証書の本質、ならびにその社債の関係者の基本的な権利および義務関係に影響を与えるものではない。一般的な社債契約は、二つの部分から成り、一つは一定の利息を支払、満期に一定金額を支払う旨の社債券上に記載する発行会社と社債権者間の契約条項であり、もう一つは、社債権者の担保を表示し、社債権者の一般的な権利を記載した信託証書上の契約である。前者は後者を引用することによって後者の条項に服するとされている。<sup>3)</sup>

以上のように、信託証書を利用した資金調達は、今日のアメリカ経済において、必要不可欠かつ重要なものとなっている。次に、今日のような信託証書に発展した沿革を考察し、信託証書受託者の義務および権限の推移を明らかにする。

## 第二節 信託証書制度の発展の沿革

### 一 第一段階（一八三〇年代から）：信託証書の発生

初期の信託証書の受託者は、担保の管理を行うことが主な権限・義務であった。

アメリカにおける最初の信託証書は、一八三〇年に、モリス・カナル・バンキング会社 (Morris Canal & Banking Company) が、総額七五万ドルの社債の支払の担保として、受託者である何人かのアムステルダムの商人に資産を譲渡したのが、その始まりであるといわれている。<sup>(一五)</sup> この信託証書は、現在の信託証書と異なり、信託会社が受託者となるのではなく、個人が受託者となっていた。その後約五〇年間は、一人あるいは数人の個人が信託証書の受託者となり、債務不履行が生じたときその担保不動産を処分したり、その不動産から生じる利益を得たりする権利等、主として、担保の管理に関する権限を有していた。<sup>(一六)</sup> そして、その形態も、担保のための信託証書 (Deed of Trust)<sup>(一七)</sup> が利用されてきた。

このように信託証書の創設期には、社債権者と利益の相反する譲渡抵当権設定者の役員等の個人が、社債の支払確保のための財産権の移転先として受託者となるのが一般的であった。受託者は、権限を保有する目的のための担保物管理者あるいは代理人の意味しかなかった。多数で、広く分散し、また譲渡が行われ絶えず人替る社債権者に、社債の担保として財産権を移転することは事実上不可能であることから、受託者が社債権者に代わって担保となる財産権の移転を受ける仕組みが、担保付の社債に適していた。<sup>(一八)</sup> したがって、この時期の財産権の譲受人は、受託者と呼ばれてはいたけれども、一般の信託の高い献身的姿勢いわゆる受託者義務を有する受託者とは考えられていなかった。そして、その受託者の権限も義務も、担保の管理に限られていた。

現在の信託証書の原型は、一八三三年にフィラデルフィア・ジャーマンタウン・ノリスタウン鉄道 (Philadelphia, Germantown and Norristown Rail Road Company) が、六人の個人を受託者とする信託証書を用いて、資金を調達したものとされている。この信託証書の内容は、発行者の債務不履行時に、信託契約締結後に獲得した財産を含む (事後獲得財産条項) すべての財産の譲渡を行うという条項 (担保設定後取得財産条項, after acquired property clause) およびその引渡請求等から構成され、事実上、通常の不動産担保の形態をとるものであった。また、一八四九年のカタヴィサ・ウイリアムズポート・エリー鉄道 (Cawissa Williamsport and Erie Rail Road Company) の信託証書には、通常の不動産抵当の条項以外に、発行者の債務不履行時に受託者が行うことのできる救済方法は社債権者の請求を必要とすること、受託者は故意の信託違反を除いて自己の行為または不作為について責任を負わないことが、規定されていた。このように初期の信託証書は、非常に簡素で受託者の権限が限定されていたこと、担保に関する条項および受託者の免責条項が挿入されていたことが、特徴であった。<sup>(10)</sup>

その後、社債の担保としての財産権の移転先以上の機能、すなわち社債権の保全を目的とした財産権の管理機能が、受託者に求められるようになり、誠実かつ信用力を有するという評価を受けている、利害関係人以外の第三者である個人を受託者として指名するようになった。しかし、依然として、担保権の管理者としての義務以上の義務を課されることはなかった。

以上のように、当初の信託証書の機能は、担保設定のみで非常に簡素であったが、その後の資金調達手法の複雑化、あるいは銀行、引受人<sup>(11)</sup>および証券業者等の関係者の増加により、事前に取り決めておく事項が増加したため、信託証書は複雑化かつ長文化していった。この複雑化あるいは長文化の原因の一つに、受託者の権限の拡大、あるいはその義務の増加があった。また、この受託者の義務の増加にともない、信託証書に免責条項が設けられ、ますます信託証

書が複雑かつ長文なものとなつていった。このような免責条項の増加の中、信託証書の性質に変化をもたらす裁判が起つた。この裁判は、鉄道会社の発行した社債に關し、信託証書によつて設定された当事者の關係が受認者關係であるかが争われた事件で、裁判所は、一八五八年、社債権者と受託者の關係は一般の信託の意味における受認者關係であり、それゆゑ、受認者義務は多くの明文化された条項と同様、契約の一部であることが司法上推定されることを、明らかにした。<sup>12)</sup>このため、これ以降は信託証書に受託者を免責させるあらゆる条項が書き込まれることとなり、信託証書はますます複雑化することとなつていった。

また、個人ではなく、銀行のような機関が初めて信託証書の受託者に指名されたのは、一八三九年が最初であり、それが一般的になつたのは、一九世紀後半であつた。初期の受託者は、最初の社債の認証<sup>13)</sup>以降、履行すべき義務や重荷となる責任がほとんど無かつたが、受託者の権限あるいは義務が拡大していくうちに、個人受託者の死亡や能力の喪失によつて、その権限の行使あるいは義務の履行をなし得なくなるといふ問題が生じたため、このような変化が生じた。<sup>14)</sup>

このように信託証書の創設期の受託者は、単に担保の管理を行う権限・義務のみをもつた便宜的な機関であつたが、その後の經濟の發展による資金調達方法の多様化、あるいは発行者の支払不能時における紛争から、その信託証書の性質も変化し複雑化していった。そして、一八六〇年代には、現在のような信託証書の原型が作られることとなつた。

## 二 第二段階（一八六〇年代から）：現代的信託証書の原型

この時代、鉄道や他の公共交通機関は、經濟活動の發展から、より大きな投資を行う必要が生じてきた。しかし、これらの産業は、既に多額の資金調達を行つてゐることから、もはや資金調達を機関投資家のみに頼ることができな

くなつていた。このため、より広く一般の投資家から担保付で資金を調達する必要が生じてきた。担保は、当時一般的であつた債務者の財産を譲渡抵当 (mortgage) とする方法をとつていた。しかし、地理的にも拡散している多数の投資家が担保権を取得し、その後も、発行者を監視し、その担保権の実行を判断することは、実務上困難であつた。このため、受託者は担保をただ管理するだけではなく、投資家のために「信託財産」として管理することが求められるようになった。すなわち、発行者の債務不履行前には、債券保有者の権利の保護者として、また、債務不履行発生後は、もし担保権の実行が必要であれば、投資家の代理人として担保権を実行する、という二つの機能が求められるようになった。

この段階には、信託証書により資金を調達した発行者の破綻する事例が多数発生したため、発行者が支払不能に陥つた場合に関する規定が、銀行、弁護士等の努力により発展した。また、減債基金、受託者による担保の解除、債券の登録、株式発行の制限、優先的先取特権の設定、および受託者の辞任、解任、交替に関する条項も存在するようになり、受託者が社債権者の代表者としての地位を確立し、現在の信託証書の原型が形成された。また、この時期には、受託者を設置することが一般化し、裁判所も、受託者の規定がない担保附社債を違法なものとしていた。<sup>15)</sup>

たとえば、一八六二年のシカゴ・アルトン鉄道 (Chicago and Alton Railroad Company) の担保附社債では、総額四、二〇〇千ドルの三本の社債が、鉄道財産の購入代金の一部を調達するために発行された。この社債の信託証書には、現在の信託証書に見られるいくつかの条項が新たに規定された。すなわち、初期の社債に規定されていた支払約束に加えて、償還の通知に関する条項、利払いが六か月遅延した場合の期限の利益喪失条項、株主総会での議決権に関する条項、債務の繰延べ・支払停止・買取の権利放棄に関する条項、現物債の譲渡の書類あるいは記名債に関する登録および移転に関する条項、そして受託者によって認証された債券が有効であるための必要条件に関する条項等が規定



されていた。この信託証書は、五七ページからなっており、うち二三ページが本文であつた。<sup>16)</sup>

その後も、新たな社債の発行にともない、いくつかの条項が、新しい経済環境、過去の経験および発行会社の経営者の新しいアイデアあるいはニーズにより、導入された。そして、一般的な信託証書は、比較的簡便で短いものが多かつた。たとえば、一八八五年にウエスト・シユア鉄道 (West Shore Railroad Company) が発行した五〇百万ドルの社債の信託証書は、四五ページからなっており、そのうち一六ページが本文であつた。これは、先のシカゴ・アルトン鉄道の信託証書より短いものであつた。

### 三 第三段階 (一八九〇年代から) : 現代的信託証書の完成

一八九〇年に生じた鉄道恐慌とその後の景気後退のために、信託証書はさらに変貌を遂げた。この時代の信託証書は、想定可能なすべての事態に対応するため、多くのことを詳細に規定するようになり、長い信託証書が作成されるようになった。

たとえば、一八九八年のバルティモア・オハイオ・ファースト・モーゲッジ (Baltimore & Ohio First Mortgage) は、全体一二二ページ中五九ページが本文であつた。一九一五年のバルティモア・オハイオ・リファンディング・ジェネラル・モーゲッジ (Baltimore & Ohio Refunding and General Mortgage) では、先の信託証書より本文が二八ページ増補され八七ページまで拡大し、全体としては一三三ページとなつていた。このモーゲッジは、二五年前の典型的なバルティモア・オハイオが発行したモーゲッジの八倍、五〇年前の典型的なモーゲッジの三〇倍の長さであつた。

## 四 第四段階（一九三〇年代から）：一九三〇年代の恐慌の影響

一九三〇年代の恐慌になると、第三段階によって形成された長く複雑な信託証書が、破綻した会社を再建することの障害となった。この経験から、実務家あるいは弁護士は、信託証書を短くかつ簡素なものとする必要性を感じるようになった。他方、多くの社債が支払不能となったことから、その支払不能から社債権者を保護するため、信託証書の条項の充実の必要性を感じる弁護士も多くなった。また、この時期、たびたび、発行者が、信託証書の受託者の指名を怠ったり、あるいは指名した信託証書の受託者に適切な権限の付与することを怠っていた。<sup>(17)</sup> これらの問題を解決し、社債権者を保護するため、一九三九年、議会は信託証書法を制定し、信託証書に記載しなければならぬ条項を明らかにした。

一方、信託証書が長くかつ複雑であるという問題は解決されず、その後も、ますます、長く複雑な信託証書が作成され、一九一五年には八七ページが本文であったバルティモア・オハイオ・モーゲッジ (Baltimore & Ohio Mortgage) の信託証書は、一九四六年には本文が一九三ページとなり、一九一五年の信託証書に対して二・二二倍の分量となっていた。また、一九六二年のウアブッシュ・セキュリティーズ・モーゲッジ (Wabush Securities Corporation Mortgage) は、二九八ページの本文から構成されていた。

## 第三節 信託証書の複雑化とその簡素化および標準化

一九世紀から二〇世紀にかけての信託証書の発展において複雑な信託証書が作成されるようになった最大の要因は、増加する判例や適用される法に対応するため、信託証書の当事者に関する規制や当事者の合意事項に関する条項を信託証書に詳細に記述することが必要となったからである。また、実務上新たな信託証書を作成する際には、過去

に作成された信託証書を必要な部分だけ修正して使用することが一般的であったため、どのような形態の社債にも対応可能な信託証書が作成されたことも、複雑化の一つの要因として挙げられる。

社債の発行時に当事者が協議する事項の多くは、発行者の財務制限条項<sup>18)</sup>に関する事項であり、当事者間の協議により作成される信託証書の条項は、信託証書全体の四分の一未満である。このように協議して作成される条項以外の条項は、たとえば、証券の発行、認証、移転および交換等の手続に関する条項、社債権者の団体としての行為を定める条項、そして受託者の義務を定める条項等、社債に関する各種手続や管理に関する条項は、さまざまな信託証書において異なった形式で記載されているが、その意味するものにはほとんど差異はない。したがって、共通する条項については、社債の発行毎に多大な時間と費用を費やして当事者が協議することなく標準化すれば、信託証書の作成の時間と費用を大幅に削減することが可能である。また、このような標準化された条項を使用することは、当事者の時間と費用の削減ができるばかりではなく、信託証書を理解しなければならぬ社債の投資家等の第三者にとっても、時間と費用が削減できる。このため、次のような信託証書の簡素化と標準化の努力が開始された。<sup>19)</sup>

#### 一 信託証書の簡素化と標準化の動き

信託証書の簡素化と標準化の最初の動きは、一九三九年、ハーバード大学ビジネススクールの学部長の Wallace B. Donam、副学部長の Everett N. Case、ハーバード大学ロースクール教授の Nathan Isaacs、および信託証書の専門家である Williams D. Eaton と Churchill Rodgers が、ハーバード大学ビジネススクールの支援のもと、信託証書の簡素化と標準化のプロジェクトの検討を開始したことである。ニューヨークの主要な九つの法律事務所と主要な保険会社が、このプロジェクトに資金を提供し、参加していた。しかし、いずれの参加者も、信託証書の改善の必要性は認識して

いたが、いくつかの法律事務所が自らの業務上の秘密を守る意図から消極的であったため、プロジェクトの開始にはいたらなかった。その後も Ray Garrett, Sr.、Leonard D. Adkins らによって、何年もの間、信託証券の簡素化および標準化の努力が行われた。

それと同じ頃、一九三八年七月二五日に、アメリカ法曹協会 (American Bar Association) の「企業・銀行・ビジネス法部会」(Section of Corporation, Banking and Business Law) が、信託証券の改善を検討する目的で組成された。その後、一九五二年に、多くの専門スタッフを抱えたアメリカ法曹財団 (American Bar Foundation) が、信託証券の調査と標準化を目的としたプロジェクトを引受、管理するために設立された。

恐慌後、アメリカ経済の巨大な変革とともに、信託証券の簡素化と標準化の必要性がアメリカ国内に起こった。このころ、企業は、巨額な資本投資の必要性から、社債の発行により、一般投資家から多額の資金を調達するようになっていた。<sup>(20)</sup> 一方、発行会社の破綻等により多数の社債が支払不能となったことから、投資家保護に関する各種証券取引規制が整備された。このため、投資家が理解しやすい信託証券を作成するため、信託証券の簡素化および標準化がますます必要となった。また、このような信託証券の簡素化および標準化を目的としたプロジェクトを成功させるためには、社債の発行を多く手がけた有能な弁護士協力が明らかに必要のため、一九五五年の秋、Paul Carrington を委員長とする、発行者、引受人、受託者、投資家および規制機関を代表する五一名の有能で経験のある弁護士によって構成された「企業金融促進委員会」(Committee on Developments in Business Financing) が、企業・銀行・ビジネス法部会によって、組織化された。

一九五八年、Ray Garrett, Sr. が委員長の時、信託証券による企業金融の問題がこの委員会の課題の一つとなり、一九六〇年に Robert C. Barker, Jr.、Ray Garrett, Jr. の努力により、信託証券の簡素化および標準化という問題がこの

委員会のプロジェクトとして承認された。しかし、当時の各委員は無償で参加していたため、本格的な検討を開始するにあたっては、資金と専門スタッフが必要であった。そのため、委員会は、アメリカ法曹財団の支援を求め、そのプロジェクトの計画書を提出した。そして、同年八月二十六日、同財団がそのプロジェクトを支援することに同意した。

その後、一九六二年五月に、企業金融促進委員会の委員長である Robert C. Barker が、「債務証券による企業金融プロジェクト—無担保社債信託証券と担保附社債信託証券の注釈付ひな型の検討プロジェクト」(Corporate Debt Financing Project—A Project to Develop a Model Form of Corporate Debenture Indenture and Mortgage with Annotations and Comments) の採択を発表した。Leonard D. Adkins がこのプロジェクトの初代の責任者となり、その後、Lawrence Bennett がこのプロジェクトの共同責任者として、このプロジェクトに参画した。この委員会には、このプロジェクトの企画・推進を行う編集小委員会、このプロジェクトに助言を与える諮問委員会、協議の対象となる条項の評釈を行う注釈書委員会、実作業を行う運営委員会の四つの小委員会が設置され、プロジェクトが推進されていった。

## 二 信託証券の簡素化と標準化の手法

無担保社債の信託証券の方が担保に関する条項がない等、担保附社債の信託証券より仕組みが簡素なことから、このプロジェクトは、当初、無担保社債の信託証券の簡素化と標準化に取り組んでいた。その成果として、Leonard D. Adkins と John S. Dol が、無担保社債の典型的な信託証券のひな型を草案した。しかし、財務制限条項のように信託証券毎に個別に協議して決定される条項もあることから、多様な信託証券に共通して利用できる「模範」あるいは「標準」という完成された信託証券をひな型として作成することはできないということが、一九六二年九月にこのひな型に関して初めて開催された諮問委員会において、明らかになった。このため、諮問委員会は、信託証券の条項を当事

者の協議の対象となる条項と、協議の対象とならない条項とに分け、前者は、一定の幅を持たせた模範条項例を明示し、前者を後者の条項に付加する「模範」あるいは「標準」的な信託証書のひな型を提案した。すなわち、協議条項を参照し、それを模範的信託証書に組込むことにより、信託証書を標準化するというアプローチが提案された。

実務を行っている弁護士はこのアプローチに疑義をもっていたが、協議の対象とならない条項についての定型的条項 (boiler plate) を提示し、協議の対象となる条項について、注釈とともにその条項を例示するという手法は、古くから多くの法領域で採用されてきた<sup>21)</sup>。そして、運営委員会が最初の草案を作り上げるころには、このアプローチが信託証書の簡素化、標準化に最適であると考えられ始めた。もちろん、近年でもこのような手法を採用した事例はいくつかあるが、当時では、比較的新しい試みであった。

運営委員会は、このプロジェクトの検討当初から、模範条項を参照しながら信託証書を作成する方法を好む弁護士と、模範条項等を参照することなく、定型化された信託証書に、協議した結果必要となった条項を追加する方法を好む弁護士の両者が存在することを認識していた。このため、信託証書のひな型は、①提示された模範条項を参照し、それを定型化された信託証書に組込むものとして、あるいは②必要な協議が行われた条項を追加条項として加え全体を再印刷して使用できるものとして、起草された。

簡素化および標準化のメリットは、後者②においても失われることはない。すなわち、いずれの方法においても、信託証書の当事者は、協議する条項のみを参照するなり、追加することにより、時間と費用をかけずに信託証書を作成することができる。また、信託証書の当事者あるいは信託証書を理解する必要がある関係者は、模範条項と作成された信託証書の条項を比較することにより、これもまた、時間と費用をかけることなく、簡便に理解することができるものであった。

#### 第四節 模範信託証書の完成

プロジェクトの委員会における議論の結果、二つの内容を含んだ信託証書<sup>(23)</sup>が、一九六五年に採択された。一つは、模範条項 (Model Provision) と呼ばれるもので、多くの社債に共通する一般に「標準的 (boiler-plate)」と呼ばれる定型の文言をもつばら含むものである。もう一つは、信託証書ひな型 (Incorporating Indenture) と呼ばれるもので、模範条項、あるいは各資金調達<sup>(24)</sup>の当事者により合意された条項と一体となるものである。信託証書ひな型は、元本金額、金利、償還日、償還条件、約定、特別条項、その他当事者によつて協議されたすべての条項を含んでいる。

模範条項や信託証書ひな型は、発行者および投資家を代表する弁護士、投資銀行、信託証書の受託会社の役員グループ、証券取引委員会 (Securities and Exchange Commission)、ニューヨーク証券取引所 (New York Stock Exchange) およびアメリカ公認会計士協会の特別諮問委員会が参加した議論の末、決定された。当然、この最終成果物である模範条項や信託証書ひな型は、多くの妥協を含んでいた。しかし、信託証書を作成する際に協議の対象となる条項に関しては参考となる条項 (模範条項) を提案することにより、また協議の対象とならない条項に関しては標準的条項 (信託証書ひな型) を提案することにより、弁護士をはじめとした実務家に信託証書を作成する際の材料を提供したという点で重要な貢献をした。

一九六五年に採択された模範条項は、無記名社債券と記名社債券の両方を発行することができるものであった。しかし、この模範条項が公表された当時、多くの社債が記名式で発行されていたため、この模範条項はあまり利用されなかった。このような状況の変化に対応するため、一九六四年の後半、信託証書の受託会社の役員グループは全記名式社債模範信託証書条項を作成するプロジェクトを推し進めていた。この役員グループは、その模範条項に具体化すべき基本的な手続に関する一般的な合意内容を確立し、一九六六年にそれを勧告として公表した。そして、このよう

な活動の結果として、記名式社債に適合した参照方式の信託証書ひな型とその模範条項が公表された。<sup>(25)</sup> これらは、あらゆる記名式社債の信託証書に合わせられていたが、基本的部分は一九六五年版と同じであった。

その後、一九六五年に公表された「模範社債信託証書条項」(Model Debenture Indenture Provision) と、一九六七年に公表された「模範社債信託証書条項—全記名式債券」(Model Debenture Indenture Provision-All Registered Issues) のほか、協議の対象となる若干の条項を加え、それらに適度に詳しい解説を加えた注釈書が、一九七一年に刊行された。この注釈書<sup>(26)</sup>の出版は、プロジェクトの目的を達成するため、次のような三つの大きな手順を踏んでいた。まず、模範条項およびそれらがどのように使われるべきかを略述したことである。各々の様式がなぜ採用され、そして伝統的に使用されてきた条項がなぜ削除されたかを説明することにより、模範条項の理解を促した。次に、信託証書の協議の対象となる条項の根拠を説明したことである。最後に、各々の必要条件に適合した選択可能な模範条項を提示したことである。そして、一九八一年、「模範担保附社債信託証書ひな型」(Model Mortgage Bond Indenture Form) が公表され、<sup>(27)</sup>一九九年前に設立されたこのプロジェクトの目的は達成された。<sup>(28)</sup>

模範担保附社債信託証書ひな型は、初期の模範信託証書において使用されてきた二つの部分（模範条項とひな型）を統合した模範担保附信託証書として構成された。それは、協議の対象とならない標準的な模範条項と、協議の対象となる条項を含んでいた。そして、債券の評釈を行い、代替の文言の例示を与える多くの脚注を含んでいた。

信託証書を現代的にする次の流れは、「模範簡易信託証書」(Model Simplified Indenture) の公表である。<sup>(29)</sup> 企業金融促進委員会によって発展された模範簡易信託証書は、短く（三一ページ）、そして平易な英語で書かれていた。

このひな型の新しい試みは、社債権者の選択により、証書のある債券、または証書のない債券のいずれかの形態により社債を発行することを規定した模範信託証書を作成したことである。<sup>(30)</sup> 著名な証券関係の弁護士グループにより構



成されたアメリカ法曹協会のビジネス法部会 (Business Law Section) の後援のもと、何人かの法人信託の専門家からの助言を受け、議論を重ねた結果提案された信託証書は、一九七七年のアメリカ統一商法典第八章 (Uniform Commercial Code Article 8) の改正<sup>31)</sup>、および証券取引の決済のため、一九九五年までに物理的な証書の使用を削減することが望ましいとするG三〇の勧告<sup>32)</sup>を考慮した、純粹に証書なき形態の社債の発行を規定することを試みたものであった。

一九三〇年代にはじまったこれらの信託証書の簡素化と標準化の努力の結果、信託証書の起草に関し色々な成果物が生み出されてきた。また、現在においても、金融環境の変化や金融に関する技術の進歩にあわせて、これらの成果物の見直しは行われている。

### 第三章 受託者の義務と責任の概念の発展

#### 第一節 信託証書法制定前における受託者の義務と責任

信託証書の受託者の義務と責任の概念は、信託証書とともに発展してきた。初期の担保附社債には受託者という者の存在がなく、発行会社が社債権者に対して、直接、義務を負っていた。このような担保附社債が支払不能となった場合、社債権者は社債権を回収するためすべての社債権者と共同して担保権の実行の申立てをしなければならぬと、裁判所が判決したため、社債権者が社債権を回収する仕組みとして、すべての社債権者の利益を代表する受託者を設置することが、考え出された。

信託証書の発展段階の初期には、一般的に、受託者は発行会社の経営責任者が就任していた。これは、明らかに、社債権者の利益に反するものであったが、当時の受託者は担保権設定者の利便を目的とするもので、受託者が履行し

なければならぬ義務はほとんどなく、実務上問題とならなかつた。その後、社債による資金調達が増加し、またその方法も複雑になつてきたので、発行会社の経営責任者が就任する受託者制度は、機能しなくなつてきた。このため、次第に、発行会社と利害関係のない個人が受託者に就任するようになった。

銀行のような法人が、受託者として指名されるのが一般的になつたのは、一九世紀の後半であつた。<sup>(34)</sup>このように受託者の指名が個人から法人へと変化した理由は、次のとおりである。まず、個人受託者は、死亡等により資格を失うことが避けられないからである。信託証書が登場した初期においては、受託者による信託証書の認証後には、受託者が行わなければならない権限あるいは義務はほとんどなかつた。しかし、信託証書の発展と利用の拡大にともない、債券の支払不能が多発し、受託者の役割が重要になると、信託証書の認証後も、受託者の権限あるいは義務が多くなり、受託者が永続する必要性が増大した。また、企業規模が大きくなり、その企業が発行する債券の額も増加し、かつ複雑化してきたので、社債管理を専門とする法人が受託者となる必要が生じてきた。

その後、債券の支払不能に関する多くの問題が顕在化したため、受託者に対して、ますます多くの権限が与えられるようになった。すなわち、企業規模が大きくなり、一度に多額の債券が発行されるようになったこと、および債券の形態が複雑化したことから、その債券が支払不能となつた後、社債権者が個人的、あるいは共同で債券を回収したりあるいは保全したりすることが難しくなつてきた。そのため、社債権者による訴訟に制限を加え、<sup>(35)</sup>多くの権限を受託者に集約した。これは、実状に即した救済手段を個々の社債権者に与えるのではなく、社債権者保護の新たな枠組みを創設するものであつた。

しかし、当初は、次のような要因により、受託者の義務と責任の発展が阻害されていた。まず、多くの銀行は、信託証書の受託業務をエスクロー<sup>(36)</sup>と同じようなものとしてみていたため、自己の顧客に対するサービスの一環として、

無報酬で受託業務を引受けていた。また、自由放任主義が当時の指導的経済理論であり、そのため、受託者の義務あるいは責任に対し、国家が規制あるいは関与することはなかった。その結果、受託者の義務に関する理論は、余り発展しなかった。

その後の受託者義務の発展は、受託者の法的責任に関する多くの判決と、それに対する信託証書の免責条項の拡大によってもたらされた。銀行は、当初、多くの時間と費用のかかる法的手続を銀行自ら引受けることに對して難色を示していたため、信託証書の受託業務に関して報酬を收受することに抵抗していた。一方、この時期、信託証書の法的性質、担保の保存、および権限の執行に関する受託者の法的責任に関する裁判所の考え方は混乱し、多数の判決が出されるようになり、これに対し、信託証書を作成する者は、発行者や受託者を保護するために、新しい条項を工夫するようになっていた。この結果、受託者に適切な義務と責任を負わせることにより、社債権者を合理的に保護するという解決策を提示しないまま、複雑なものとなってしまった。

その後、多くの銀行は、社債市場の拡大とともに、多数の社債が支払不能となっていること、また支払不能後においても社債権者に付する救済手段が不十分なことから、多くの社債権者が多額の損失を被っていることを認識し、その業務を独立とした業務とするようになった。そして、銀行は、受託者の責任についても意識し、受託業務の各局面のすべてにおいて注意を払うようになり、新しく作成する信託証書には社債権者に対するあらたな救済規定を設ける等、社債権者の権利保護規定を充実させていった。また、担保附社債に関する基本的な規定以外の規定を含まない古い信託証書でさえ担保責任拡張条項 (further assurance clauses) <sup>(37)</sup> を利用して、担保の状況やその発行者の事業の状況に関する情報を洗替えていた。このように、受託者の責任に関する新しい考え方が急速に広がり、一九二〇年代までに、銀行が受託者となることが、会社の資金調達において、重要な意味をもっていることが認識されるようになって

いった。

しかし、銀行により確立された受託者の責任に関する考え方は、統一されたわけではなく、多くの事件によって積み重ねられた実務は、それに対する裁判所による判例によって批判され続けた。その後、一九二九年の大恐慌には多くの債券が支払不能となり、その結果、すべての証券業務に批判の目が注がれ、多くの研究者が、信託証書やその受託者の遵守すべき最小限の基準を確立すべきであると、意見を述べていた。<sup>38</sup>そして、これらの意見を受け、議会は、それまでに発展してきた重要な実務や主要な金融機関が行っていた重要な実務を集大成した信託証書法を制定した。

この法の主要な規定は、すべての信託証書の受託者が遵守すべき規準である。以下において、アメリカにおいて受託者の義務と責任を集大成した信託証書法の成立の経緯を概観する。

## 第二節 受託者の義務と責任を定めた信託証書法の立法経緯

一九二〇年まで、証券取引に関する規制は、ほとんど存在していなかった。証券の販売における詐欺的策略に焦点をあてた、各州によって制定された青空法 (blue-sky laws)<sup>39</sup>が、証券取引を規制する唯一の法律であった。一九二九年の大恐慌における証券価格の暴落とその後一九三〇年代の金融恐慌における各種債券の支払不能によって、一般大衆の目が証券市場に向けられるようになり、その結果、投資家保護を目的とする一連の証券諸法が、議会によって制定された。

その最初の法律が、一九三三年証券法 (Securities Act of 1933) である。この法律は、一部の例外を除いて、証券を発行する際にはその証券発行に関する登録届出書の提出を、また、それらの証券を販売・分売する際には目論見書の使用を義務付け、そして、これらの書類に不実記載または誤解を受ける記載がある場合には厳格な罰則や民事責任

を課すものであった。

続く一九三四年証券取引所法 (Securities Exchange Act of 1934) が、<sup>(43)</sup> 国法証券取引所 (national securities exchange) へのこの取引所に上場される証券、およびこの取引所での取引を規制するために制定された。そして、この法律が証券取引委員会を設立し、この委員会が一九三三年証券法と一九三四年証券取引所法の規制の執行を行うとともに、これらの法律に基づく規則の制定、およびこれらに関連する事項に関する立法を議会に報告あるいは勧告するための研究および調査を行う権限が与えられていた。<sup>(44)</sup> そして、この研究の一つとして、<sup>(45)</sup> 信託証券の受託者の業務に関する報告があった。

その報告で証券取引委員会は、信託証券に次の六つの問題が存在することを指摘した。<sup>(46)</sup> 第一の問題は、信託証券の登録、資金の適切な保管、約定の誠実な履行等、発行者の欠くことのできない義務の履行を効果的に検証する道具が受託者に与えられていなかったことである。<sup>(47)</sup> 第二の問題は、有益な定期報告を受託者に対して行うことを発行者に義務付けていなかったことである。<sup>(48)</sup> 第三の問題は、<sup>(49)</sup> 社債権者の氏名、住所に関する情報を受託者に登録することを、発行者に義務付けていなかったことである。また、たとえ、社債権者からそのような情報の開示が要求されたとしても、<sup>(50)</sup> 信託証券は、受託者に対し、そのような情報を社債権者へ知らしめることまで要求していなかったことである。第四の問題は、債務不履行事由の発生を社債権者へ通知する義務を受託者に課さなかったことである。当時の信託証券には、ある一定比率の社債権者が債務不履行事由の発生を受託者へ通知するまで、受託者はその発生の事実を無視することが許される「現実逃避条項 (ostrich clause)」<sup>(51)</sup> を含んでいた。<sup>(52)</sup> 第五の問題は、<sup>(53)</sup> 受託者が消極的なものとなつていないことである。すなわち、多数の社債権者からの債務不履行の通知、<sup>(54)</sup> 信託証券に規定された権利義務を行使することの要求、あるいは補償が受託者に対しなされない限り、その受託者はそれらの権利義務を行使する義務から免責され、

あるいは受託者の過失に対する責任が免除されていたことである。<sup>(47)</sup>第六の問題は、社債権者の利益と実質的に相反する利益を受託者が有することを禁止する条項を含んでいなかったことである。

以上の六つの問題にさらに加えるならば、発行者、引受人、受託者には、信託証書に規定された一般投資家の権利を守るインセンティブがなかったことである。たとえば、発行者は、できるかぎり制限されることなく担保を引出したりあるいは交換することができると、債務不履行の発生を避けたりあるいは延期する多くの機会が与えられること等、柔軟な対応を望んでいる。<sup>(48)</sup>引受人は、発行者との取引関係を維持、拡大するため、これらの発行者の要望を満たすことに関心をもっていた。引受人が顧客である発行者の要望を満たすために努力をするかぎり、発行者は信託証書に規定されていないことに起因する損害の責任を引受人に負わせることはしないであろう。<sup>(49)</sup>同様に、受託者の顧客である発行者は、発行者自身の権利を保護する者として受託者をみており、このため、受託者は自己の役割とリスクを最小化するための仕組を構築するようになった。このように、信託証書の関係者は、各々の取引関係を維持することが自己の利益となるため、発行者と引受人の双方が便宜を図り、また、受託者も自己のリスクを最小化するため、社債の管理に関する各種の権限・義務を少なくしていった。<sup>(50)</sup>

この報告を契機として、Barkley 上院議員は、一九三七年の第七五連邦議会第一会期に信託証書に関する法案を<sup>(51)</sup>案し、同年六月に、上院の銀行・通貨委員会の証券取引小委員会において、この法案に関する詳細な審理が行われた。一九三八年四月一九日、この法案は、第七五連邦議会第三会期に報告され、<sup>(52)</sup>それと同時に、上院下院議員が、これと同様の法案を下院に提案した。同年四月二五日、下院の州際および外国通商委員会の小委員会において、この法案に<sup>(53)</sup>関し審理が行われたが、この会期で決議されることはなかった。

Barkley 上院議員は、第七六連邦議会において、州際および外国通商や郵便を通じた証券の売却と信託証書によっ

て発行された証券の信託証券の規制に関し、先の法案と同じ内容の法案を提案した。この法案は、前回の法案における連邦議会の委員会の審理や、信託証券の利害関係人である発行会社、投資銀行、相互貯蓄銀行、商業銀行、そして信託証券の受託会社の代表者が参加している非公式な会合の意見を反映させた、前回の法案を修正したものであった。前回の法案ともっとも異なる点は、受託者が、同時にその社債の発行者に対する債権者となることを禁止する条項を削除したことである。このような変更を加えた今回の法案は、信託証券の利害関係人の反対を受けることのないものであった。そして、一九三九年二月、この法案は、銀行・通貨委員会において、詳細な審理が行われた。また、この Barkley 法案に対となる法案が、Lea 議員によつて、下院に提案された。その後、一九三九年三月二十二日、Barkley 議員は、この法案に代わる法案 (S.2065) を上院に提案し (Barkley 法案)、同年四月四日、第七六連邦議会第一会期に上院に報告され、同年五月二日に修正されることなく可決された。

また、一九三九年四月に、Barkley 法案について委任された州際および外国通商委員会の信託証券小委員会は、Cole 議員によつて提案された法案 (Cole 法案、H.R.5220) を審理し、同年六月三〇日、Cole 法案の審理を反映させるため、一部を修正した Barkley 法案を、下院に報告した。<sup>(57)</sup> この新しい法案は、三回の議員修正を経て、一九三九年七月一日に、下院を通過した。上院は、一九三九年七月二一日に、下院の修正に同意し、信託証券法は、同年八月三日に大統領によつて承認された。<sup>(58)</sup>

このように、信託証券法は、信託証券を連邦政府が規制する最初の試みであった。証券取引委員会の報告においては、同委員会による継続的な監督を含んだ広範囲におよぶ厳格な規定を推奨していた。そして、最初の法案はこの報告によつて推奨された規定を具体化するものであったが、最終案は両院における集中的な公聴会の後に、同委員会とアメリカ銀行協会 (American Bankers Association) によつて案出されたものである。この信託証券法の最終案は、当

初の推奨案とは異なり、一部の規制が緩和されたものとなっていたが、当事者間の特別な契約であるという信託証券の基本的概念を変更することはなかった。

信託証券法は、三三年証券法の新しい章 (Title III) として追加され、この法律の制定前に存在した信託証券の欠点を是正するとともに、信託証券における社債権者の権利の保護を目的としていた。信託証券法のこの目的は、次の三つからなっている。第一に、発行者および受託者の行為および義務に関する最低限の基準を確立することである。第二に、信託証券における受託者の責任を明確にするとともに、信託証券法制定以前に確立した広範囲な免責規定を制限することである。第三に、受託者と発行者間、および受託者と社債の引受人間の利益相反関係を制限することである。<sup>(59)</sup>

信託証券法においては、一定の例外を除いて、すべての信託証券が、三三年証券法の登録届出書に加えて、信託証券法の適格性を確保するため、証券取引委員会に提出されなければならない。<sup>(60)</sup> 信託証券法による事実上の規制は、信託証券を適格とするため、同委員会へ信託証券を提出することのみであり、信託証券が適格とされると、一部の例外を除いて、同委員会は、当該信託証券の発行者、受託者、社債権者に対して、権限を行使することができない。<sup>(61)</sup> すなわち信託証券法の目的は、当事者間の契約である信託証券を信託証券法の規定する要件に合致させることにあった。

同委員会の委員長である William O. Douglas は、「信託証券が適格であるとされた後、証券取引委員会は、信託証券によって発行される証券の販売に対して介入したり、停止命令を出したりすることはできない。信託証券が適格であるとされた後、信託証券は契約となる。その後は、社債権者、受託者、そして発行者によってのみ、強制することができる。証券取引委員会は、それ以降、いずれの観点においても、約定を強制したり、そのもとでの権利を主張したりすることに対して、介入することはできない。」<sup>(62)</sup> と述べて、あらためて、信託証券の私的契約性を確認している。



当時、多くの学者は、<sup>63</sup>信託証書の当事者の関係を、一般の信託における受託者関係として捉える考え方が主流であり、契約として信託証書を見ることに対して批判的であった。また、多くの裁判所も、信託証書の受託者の義務は、信託証書の条項によつて定義されるもののみではないと考え、受託者の義務は、当事者の関係から生じるものであり、したがつて、信託証書に記載されていない義務も付加されるとしていた。<sup>64</sup>しかしながら、前述の委員長の議会発言等の立法過程からわかるように、議会は、信託証書は契約法によつて支配されることを前提として、信託証書法を制定した。

### 第三節 受託者の義務と責任の概念の近代化—一九九〇年信託証書改正法

信託証書法の初めての広範囲にわたる改正が、一九九〇年一月五日に施行された。その改正の主要な目的は、制定されて五〇年以上たった法を近代化することであり、一九八九年に改正法案と同時に報告された上院の委員会報告の中で次のように述べられている。<sup>65</sup>

「しかしながら、この期間、債券の一般市場は、重要な変化を遂げた。債券契約の形態の革新が、モーゲッジ担保債務証書 (collateralized mortgage obligations)<sup>66</sup> のような、一九三九年当時考えつかなかつた証券を生み出している。技術の発展と規制の変化が、発行登録制度、直接発行 (direct placements)<sup>67</sup>、ダッチ方式を含んだ新しい分売方法を生み出した。加えて、一般証券市場は、証券市場の国際化の進展によつて、大きく変化している。このように、現在の市場は、法の基礎となつている一九三九年に流行していたファイナンスの多くの慣習と相反している。… (中略) : 第四章の制定は、法の執行を容易にする一方、法と市場の現在の現実とを一致させ、そして、法を将来の発展に適合させるものである。」<sup>68</sup>

一九九〇年信託証書改正法における重要な改正内容は、次のとおりである。

まず、利益相反関係の定義に、「債券が当該信託証書において定義されている債務不履行となつてゐる (if the indenture securities are in default as such term is defined in such indenture, but exclusive of any period of grace or requirement of notice)」ことを条件とすることにより、利益相反関係による辞任が信託証書の債務不履行の発生まで延期された<sup>(76)</sup>。それにとりもなつて、利益相反の弊害の可能性の少ない一定の関係を除き、受託者が発行者の債権者となる関係が、利益相反関係に追加された<sup>(71)</sup>。ただし、発行者およびその関連会社が受託者となることは、常に、利益相反関係があるとき、禁止された<sup>(72)</sup>。また、治癒可能な人為的債務不履行 (テクニカルデフォルト) による辞任を回避するための規定が整備された。すなわち、債券の元利金の支払における債務不履行、またはその減債基金もしくは買入償却基金の賦払金支払の債務不履行を除き、利益相反関係をもつた受託者は、債務不履行がすみやかに治癒されること、あるいは受託者として継続することが社債権者の利益であることを立証したうえで、辞任の義務の履行を停止する申請を証券取引委員会へ行うことができる。そして、この申請を行うと、同委員会が新たな命令を出すまで、その辞任の義務は自動的に停止されることとなつた<sup>(73)</sup>。また、受託者の辞任は、承継受託者の指名およびその指名された当該後任者の受諾を待つてのみ発効することが明確化された<sup>(74)</sup>。これは、信託の受託者が不在となることを防ぐために規定されたものであり、従来から多くの信託証書に見られる規定で、発行者の債務不履行を見越した受託者の自発的辞任を含んだすべての場合に適用されることとなつた。

受託者ないしは発行者に義務を課する信託証書法三一〇条から三一七条の各条項の規定内容を、信託証書に強制的に記載させることをやめ、これらの規定が信託証書に記載されているかを問わず、法律上当然に適用されることを信託証書法に規定した (強行規定、法定義務)。他方、三一〇条から三一七条のうち選択的な規定<sup>(76)</sup>については、当該信

託証書に明記されていなければ、適用されないことを明らかにした（任意規定、約定義務）<sup>(77)</sup>。

改正前の信託証書法は、信託証書に受託者および発行者の報告義務を明記することを要求するともに、その報告内容を規定していたが、一九九〇年の改正法では、受託者および発行者の報告義務を法定の義務とした。まず受託者については、①三一〇条(a)項における受託者の資格および適格性に変化が生じた場合、②三一〇条(b)項(一)号から(二〇)号に明記されている関係が生じた場合あるいは重大なる変化が生じた場合、③受託者に対し発行者が負っている融資、あるいは受託者が占有している財産あるいは資金に変化が生じた場合、④三一三条(a)項(三)号(六)号(七)号(八)号に詳細に記載されている取引のいずれかに変化が生じた場合、受託者は年次報告を作成し、社債権者へ送付する義務が規定された<sup>(78)</sup>。これらは、いずれも受託者の利益相反状況の発生、変化に関する報告を社債権者に対して行うことを、受託者に義務付けるものである。次に発行者については、債務不履行の存在しないことの証明書を受託者に年次で交付する義務が、規定された。さらに、改正法は、信託証書に定められたすべての条件および約定に関する発行者の遵守状況について、主席経営責任者、主席財務担当役員または主席会計担当役員が、受託者に証明書を提出することを要求している<sup>(79)</sup>。

次に改正法は、社債権者の意思確認をする手続を整備した。すなわち、信託証書の変更に関する評決または同意の権限を与える社債権者を決定する基準日を、発行者が設定することができることを、法律上、明確にした<sup>(80)</sup>。

また、改正法は、受託者に対してなされた支払が社債権者とともに分配されなければならない、いわゆる取戻期間を短縮した。これは、一九七八年の破産法改正における取戻し期間が四か月前から三か月前に短縮されたことから、単に、要件を破産法における優先請求期間に一致させたものである<sup>(81)</sup>。

改正法以前の信託証書法における信託証書の適格の効力発生時期は、登録届出書の効力発生と同時にであった。これ

は、受託者の指名を含めたすべての信託証券の条項が、登録届出書の効力発生時に確定していることが前提条件となっており、信託証券法が制定された一九三九年当時の金融の慣行を前提としていた。しかし、一九八二年の証券法規則四一五<sup>(82)</sup>において一括登録制度が認められ、この前提は時代遅れとなったため、改正法は、登録届出書の効力発生後に、発行者が受託者の適格性の資格を決定するための申請<sup>(83)</sup>を許可し、信託証券は、その申請が効力を生じた後、指名された受託者とともに適格となるものとした。また、証券取引委員会が受託者の非適格性を認定しなければ、その申請は、申請後一〇日後に自動的に効力を生じることとされた<sup>(84)</sup>。

次章では、一九九〇年改正信託証券法における受託者の行為規制を考察する。

- (1) 原則として、すべての債務証券 (debt security) が、同法の適用を受けるが、次のものが除かれる。償還期限の短い証券、小額発行の証券、私募証券、信用度の特に高い証券 (国債、地方債、外国政府債等)、発行者が特別な行政機関の監督に服する証券 (銀行、保険会社等の発行証券、住宅抵当証券等)、非営利法人の発行証券 (学校債等) (Trust Indenture Act of 1939 § 304)。

- (2) アメリカの受託会社制度および信託証券法に関する論文には、藤井俊雄「アメリカ社債法における受託会社の地位」岡山大学法経学会雑誌二七号一二五頁(一九五八年)、江頭憲治郎「社債の管理に関する受託会社の義務と責任」鴻常夫先生還暦記念『八〇年代の商事法の諸相』一〇五頁(有斐閣、一九八五年)、江頭憲治郎ほか「アメリカ合衆国信託証券法の概説(その一)」(その二)「公社債月報六二年六月号から六三年四月号(一九八七年、一九八八年)、永野竜樹「米国におけるトラステイ制度(社債受託制度)の現状と課題」信託一六五号五二頁(一九九一年)、岩原紳作「米英における社債管理の受託会社の制度」『大口取引に係る株式委託手数料の自由化について』一二二頁(資本市場研究会、一九九三年)、田頭章一「会社更生手続における社債管理会社の地位」岡法四五卷九五頁(一九九六年)、金勝義「デフォル

ト発生前における社債管理会社の地位と義務 (一) (二)「早稲田大学法研論集八六号一二三頁、八七号一〇一頁(一九九八年)、青山和司『アメリカの信託と商業銀行』九六頁(日本経済評論社、一九九八年)、田澤元章「米国における社債受託会社の義務と責任」私法六二二号二三五頁(二〇〇〇年)、がある。

- (3) Robert I. Landau and John E. Krueger, *Corporate Trust Administration and Management* 31 (Columbia University Press, 5th ed., 1998) [hereinafter Landau & Krueger].

なお、社債券面に次のような記載がなされる。

“*Indenture*. The Company issued the Securities under an *Indenture* dated as of (“*Indenture*”) between the Company and the Trustee. The terms of the Securities include those stated in the *Indenture* and those made part of the *Indenture* by the Trust *Indenture Act* of 1939 (15 U.S. Code 77aaa-77bbb)(the “*Act*”). The Securities are subject to all such terms, and Securityholders are referred to the *Indenture* and the *Act* for a statement of such terms.” (Revised Model Simplified *Indenture* (Published May 2000)).

- (4) Churchill Rodgers, *The Corporate Trust Indenture Project*, 20 *Bus. Law.* 551, 552-555 (1965).

- (5) Smith, *A Forgotten Chapter in the Early History of the Corporate Trust Deed*, 61 *Am L. Rev.* 900, 904 (1927); Cecil M. Draper,

A *Historical Introduction to the Corporate Mortgage*, 2 *Rocky Mt. L. Rev.* 71, 76 (1930).

- (6) Cecil M. Draper, *A Historical Introduction to the Corporate Mortgage*, 2 *Rocky Mt. L. Rev.* 71, 77 (1930).

(7) 財産権が、債務の弁済を目的として受託者に移転し、債務不履行が生じると、受託者は裁判手続を経ることなく、その財産権を売却して弁済にあつてることがある。

- (8) Posner, *The Trustee and the Trust Indenture: A Further Study*, 46 *Yale L. J.* 737, 738 (1937).

(9) 初期の信託証書の受託者は、多くの場合、発行会社の役員または発行会社に関係する複数の個人であった。

- (10) Rodgers, *supra* note 4, at 552.

(11) 通常、会社が株式、社債等の security (証券) を発行する前に、その発行される証券の全部もしくは一部、または公衆に

よって引き受けられなかった残部を、主としてその証券を他に転売することを目的として引き受けることを約する者(田中英夫ほか『英米法辞典』二二五頁(東京大学出版会、一九九一年))。

- (12) *Sturges v. Knapp*, 31 *Vi.* 1 (1838). この裁判は、債券保有者の多数が、債務不履行後に抵当権を実行し、その後直ちに譲渡抵当されていた不動産権を賃貸した受託者に対し、エクイティ上の訴えを起こした事件である。その事件の判決において、レッドフィールド裁判長は、「譲渡抵当を実際に実行するまで、契約上、そして受託者に課せられている信託は、受認者関係であり、未履行である。最初に、即時払いをしている限り、その受託会社の役員はむしろ無言であり、債券と利息の譲渡可能性の意味において、受託者の義務は、その受託会社あるいはその役員によって、普通に履行され、あるいは履行されるべきが期待されている。」しかし、利息あるいは元本のいずれか、あるいは本件の場合のような両者の未払いによって損失が生じた後は、受託者の義務は積極的そして責任があるばかりでなく、重大で繊細なものである。それは、受動信託でないばかりか、もつとも積極的で重大な責任を負っている。」と、述べている。

- (13) 信託証書に記載されている証券の一つであることを確言するため、当該信託証書に基づき、受託者が債券の券面上に行う署名 (*Landau & Krueger*, *supra* note 3, at 90, 412)。

- (14) *Landau & Krueger*, *supra* note 3, at 41.

- (15) *George E. Palmer, Trusteeship Under the Trust Indenture*, *Column, L.Rev.* 193, 195 (1941); *Nashville & Decatur R.R.CO. v. Orr*, 85 *U.S.* 471 (1873).

- (16) 本文とは、書き出し部分、譲与条項、署名、そして承認条項以外の契約条項の部分をいう。

- (17) 発行者が受託者を任命しないこと、および受託者が十分な権利および権限をまたは十分な義務および責任を持たないことは、公共および投資家の利益に反することを、信託証書法は、規制が必要である理由として、明記している (*Trust Indenture Act of 1939 § 302(a)(1)(2)*)。

- (18) 社債の発行に際して、発行会社の財務内容が悪化するのを防ぐために、発行会社に課せられる財務上の特約制限条項。

- (19) *Rodgers, supra* note 4, at 557.
- (20) 一九三四年から一九四一年の間、公共部門と民間部門における債券による資金調達の間平均額は、二、一三〇百万ドルであったが、一九五五年から一九六二年は、八、五九三百万ドルとなり、四倍以上増加した(1963 SEC Ann. Rep. 171)。
- (21) たとえば、多くの州における計画的遺産処分 (estate planning) において確立された起草技術であった (Scott, *the Law of Trusts* 362-391 (2d ed., 1956), Casner, *Estate Planning* 209-211 (2d ed., 1956).)。
- (22) 国際復興開発銀行は、標準的実務として二つの部分に分かれた様式を使っている。一つはすべての取引のため適合する標準的文言規定を含む事前印刷の融資規則である。そして、それぞれの各々の取引においては、国際復興開発銀行は、協議される条件と規定を協議して、融資規則を具体化してから、ローン契約を締結する(1963-64 Int'l. Bank for Reconstruction and Development Ann. Rep. 60)。
- 連邦住宅貸付機関は、学生住宅プログラムにおいて二つの部分に分かれた信託証書を使用していた。各々のファイナンスにおいて、協議される条項は第一部に説明され、第二部は標準的条項で構成されていた(Letter from Richard L. Still, Chief Counsel, Housing and Home Finance Agency, May 20, 1964.)。
- (23) American Bar Foundation, *Sample Incorporating Indenture- Model Debenture Indenture Provisions*-1965.
- (24) 公募においては、一九五〇年の後半、全記名式社債は、新規発行の数%であったが、記名式社債を推進する目的をもって指名されたアメリカ銀行協会の特別委員会の活動により、一九六三年の後半に、良く知られた二つの会社が全記名式社債を発行した。その後、多くの社債がこの方式を採用することになり、一九六五年には、約五〇%がこの方式となった。
- (American Bankers Association, *Corporate Trust Activities Committee, Recommended Procedures for Registered Bond Issues* (1966); Joseph C. Kennedy and Robert I. Landau, *Recent Development In Debt Finance and Corporate Trust Administration*, 22 *Bus. Law*, 353, 357 (1967) [hereinafter Kennedy & Landau].)。
- (25) American Bar Foundation, *Model Debenture Indenture Provisions-All Registered Issues-1967*.

- (26) American Bar Foundation, Commentaries on Indentures, 1972. 日本語訳：アメリカ法曹財団〔編〕『アメリカ模範社債信託証券条項注釈』（商事法務研究会、一九七六年）。
- (27) 日本語訳：アメリカ法曹財団編『担保付社債信託証券フォーム：一九八一』（商事法務研究会、一九八三年）。
- (28) American Bar Foundation, Model Mortgage Bond Indenture, 1981. Brown, "Review of Mortgage Bond Indenture Forms", 36 Bus. Law, 1917(1981).
- (29) Model Simplified Indenture, 38 Bus. Law, 741 (1983). 現在「」の改定版 (Revised Model Simplified Indenture (Published May 2000)) が公表されている (Model Simplified Indenture, 55 Bus. Law, 1115 (2000)).
- (30) American Bar Association, Business Law Section, article 2, Ad Hoc Committee on Uncertificated Debt Securities, Bus. Law, (May 1991).
- (31) 券面のない証券に関する規定が、初めて導入された。これに関する文献には、次のものがある。James Gadsden and Austin D. Keys, Revised Article 8 of The Uniform Commercial Code: Investment Securities, 115 Banking L.J.346(1998)。木南敦「アメリカの統一セキユリティの譲渡と担保設定」金融研究二〇巻一三九頁（一九九一）、木南敦「アメリカの統一商法典における金融機関の管理する有価証券の譲渡と担保設定（上）（下）」金融法務事情一三二一五号四頁、一三二一六号二〇頁（一九九二年）、木南敦「証券決済制度における物権法的構成と債券法的構成」林良平先生献呈論文集『現代社会における物権法と債権法の交錯』一一九頁（有斐閣、一九九八年）。
- (32) G三〇は、一九八七年に設立された独立、中立の非営利団体である。その目的は、国際経済、金融問題の理解を深めること、公共、民間部門の決定事項に関する国際的な反響を深めること、および政策決定者が利用可能な選択肢を調査することにある。G三〇は、一九八九年三月に「世界の証券市場における決済システム」という証券市場の決済システムの国際的統一に関する報告を行った。同報告は、取引日の翌日（T+1）までに取引を照合し、T+3までにローリング方式で取引を決済し、一貫した方式で代価を交換し、証券保管機構やネット清算方式、標準化された符号システムなどを適宜



活用して効率化を図ること等、九つの勧告を提言している (U.S. Working Committee, Group of Thirty, Clearance and Settlement Project, Status Report and Request for Comment 8 (1990).)。

- (33) *Nashville & Decatur R. R. v. Orr*, 18 Wall. 471 (U.S. 1873).
- (34) 銀行がはじめて信託証券の受託者として指名されたのは、一八三九年といわれている。
- (35) いわゆるノー・アクション・クローズ (no action clause)。岩原・前掲注(2) 一三九頁。
- (36) 有効な契約を締結した当事者間の合意に基づいて、譲渡人 (grantor)、約束者 (promisor) または債務者 (obligor) が、捺印証券、証券、金銭、株券、その他の文書を中立の第三者 (escrow agent) に預託すること、またはこうして預託された証券等をいう (田中・前掲注(一一)三〇六頁 (東京大学出版会、一九九一年))。
- (37) 権原担保約款の一種。譲渡された不動産権を完全なものとするために必要な行為 (必要書類の作成・交付も含む) をすることを譲渡人に請求する権利を譲受人に与える約款。捺印証券に記載された不動産権と抵触するような権利を譲渡人に譲渡することも含まれる (田中・前掲注(一一)二一五頁)。
- (38) *Banks, Indenture Securities and the Barkley Bill*, 48 Yale L.J. 533, 571 (1939).
- (39) 最初の一般的な証券規制法は、一九一一年制定のカンザス州法であるといわれている。同法は証券を登録制とし、いかなる会社も州の銀行局長の許可がないと証券を発行できないようにした。証券の発行を許可制のもとに置くカンザス州法のやり方は急速に広まり、一九三三年までの間に四七州とハワイで、同様の規制法が制定された (黒沼悦郎『アメリカ証券取引法』二頁 (弘文堂、一九九九年))。青空さえ投機の対象としかねない詐欺的な行為から投資家を守ることから青空法 (blue sky laws) とよばれていた。
- (40) 国法証券取引所とは、ブローカーやディーラーが証券取引を執行する場として証券取引委員会に登録された取引所のことという (Securities Exchange Act of 1934 §6)。アメリカでは、証券取引所を登録制のもとに置いて、同委員会の管理下において、証券取引を規制している。

アメリカにおける受託会社の利益相反規制法 (佐藤)

- (41) 旧 Securities Exchange Act of 1934 § 211 (15 USC § 78JJ...「九八七年に廃止された」).
- (42) SEC, Report on the Study and Investigation of the Work, Activities, Personnel and Functions of Protective and Reorganization Committees, part VI(1936) [hereinafter Report].
- (43) Charles E. Dropkin, "Implied Civil Liability under the Trust Indenture Act: Trends and Prospects," 52 Tul. L. Rev. 299, 303 (1978).
- (44) Report, *supra* note 42, at 16-37, 127.
- (45) Report, *supra* note 42, at 125.
- (46) Report, *supra* note 42, at 31-42.
- (47) Report, *supra* note 42, at 43-44, 125.
- (48) Report, *supra* note 42, at 10.
- (49) Report, *supra* note 42, at 10.
- (50) Report, *supra* note 42, at 9.
- (51) S.2344, 75th Cong., 1st Sess. (1937).
- (52) S.Rep. No.1619, 75th Cong., 3d Sess. (1938).
- (53) H.R. 10292, 75th Cong., 3d Sess. (1938).
- (54) S.477, 76th Cong., 1th Sess. (1939).
- (55) H.R.2191, 76th Cong., 1st Sess. (1939).
- (56) S.Rep. No.248, 76th Cong., 1st Sess. (1939).
- (57) H.R. Rep. No.1016, 76th Cong., 1st Sess. (1939).
- (58) Pub. L. No.253, 53 Stat. 1149 (1939).

- (59) Landau & Krueger, *supra* note 3, at 277.
- 連邦議会の報告には、次の三つが一九三九年信託証書法の目的として述べられている。(1)発行時のみではなく、その証書が残存している間も、信託証書に含まれる基本的な条項の完全なる公正な開示を行うこと。(2)継続的な開示が行われ、社債権者が自己の利益を保護するために協調することができるような仕掛けを作ること。(3)より良心的な信託機関によって守られている高い行為基準に従っている公平無私な受託者のサービスを、社債権者に対して保証すること。(House Comm. on Interstate & Foreign Commerce. Report on Trust Indenture Bill of 1939, H.R. Rep. No.1016, 76th Cong., 1st Sess. 25(1939); Senate Comm. on Banking & Currency, Report on Trust Indenture Act of 1939, S. Rep. No.248, 76th Cong., 1st Sess. 1-2(1939).)
- (60) Trust Indenture Act of 1939 § 305.
- (61) *Id.* § 309.
- (62) Hearings on H.R. 10292 before the Subcomm. on Interstate & Foreign Commerce of the House Comm. on Commerce, 75th Cong., 3d Sess. 22-26 (1938). Dropkin, *supra* note 43, at 306.
- (63) Palmer, *supra* note 15, at 202.
- (64) Frishmuth v. Farmers Loan & Trust Co., 95 F.5, 8 (S.D.N.Y. 1899), *aff'd*, 107 F.169 (2d Cir. 1901). See also Dabney v. Chase Nat'l Bank, 201 F.2d 635 (2d Cir. 1952); York v. Guaranty Trust Co., 143 F.2d 503 (2d Cir. 1944), *rev'd on other grounds*, 326 U.S. 99 (1945); Miles v. Vivian, 79 F. 848 (2d Cir. 1897); First Nat'l Fire Ins. Co. v. Salisbury, 130 Mass. 303 (1881); Rhinelander v. Farmer's Loan & Trust Co., 172 N.Y. 519, 65 N.E. 499 (1902); Sprigg v. Commonwealth Title Ins. & Trust Co., 206 Pa. 548, 56 A.33 (1903).
- (65) Report, *supra* note 42, at 101-155; Senate Comm. on Banking, Housing & Urban Affairs (Oct.2, 1989) の改正法に関する論文には、明田川昌幸「米国連邦信託証書法の改正について(上)(下)」商事法務一二五六号、一二五七号(一九九一年)がある。

- (66) アメリカの貸付債権担保証券の一種。不動産抵当の貸付債権を持つアメリカの貯蓄貸付組合や商業銀行などが、同じ利率の貸付債権を一定額以上集めて証券化し、発行する。債務者の借換えや死亡による期限前返済による償還の不確実性を軽減した商品(金森久雄他『経済辞典(第三版)』一二九二頁(有斐閣、一九九八年))。
- (67) Securities (証券) を発行して資金を調達するときに、underwriter (発行引受業者) を介さず、全部を一括して特定の投資者に取得させること(田中・前掲注(一一)二五五頁)。
- (68) 国債の公募入札方式の一つ。入札により募入決定となったもののうち、最低の価格(すなわち最高の利回り)を统一的に募入決定分全体の価格とする方式。統一価格方式ともいう(金森・前掲注(六六)七七五頁)。
- (69) Report, *supra* note 42, at 101-155; Senate Comm. on Banking, Housing & Urban Affairs, at 29 (Oct.2, 1989).
- (70) Trust Indenture Act of 1939 § 310(b).
- (71) Id. § 310(b)(10), § 311(b)(1),(3),(4),(5),(6)の場合を除く。
- (72) Id. § 310(a)(5).
- (73) Id. § 310(b).
- (74) Id. § 310(b).
- (75) 1981 Model Simplified Indenture § 7.08(1981). Revised Model Simplified Indenture (Published May 2000) § 7.08(2000)にも引継がれてゐる。
- (76) Trust Indenture Act of 1939 § 311(b)(1), 311(b), 314(d), 315(a), (b), (d), (e), 316(a)(1).
- (77) Id. § 318(c).
- (78) Id. § 313(a)改正前は、これらの義務が規定された信託証券を適格なものとして、間接的に規制していた。
- (79) Id. § 314(a)(4). 改正前は、これらの義務が規定された信託証券を適格なものとして、間接的に規制していた。
- (80) Id. § 316(c).

- (81) *Id.* § 315.
- (82) Securities Act of 1933 Rule 415.
- (83) Trust Indenture Act of 1939 § 310(a).
- (84) *Id.* § 305(b)(2). Reg. § 260.5b-1.

(日本マスタートラスト信託銀行、筑波大学経営・政策科学研究科博士課程修了)