

アメリカにおける受託会社の利益相反規制法（二・完）

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法経緯

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

（以上三六号）

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——受託者の不適格性 (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

（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

信託証書の受託者の行為規定を考察する前に、まず信託証書の受託者の機能を整理する。

第一に、担保付の社債の場合、受託者はその担保を保有および管理する機能を持っている。その担保が会社の不動産の一部や譲渡抵当である場合は、受託者は譲渡抵当権者である。このため、受託者は、担保の維持、保険の付保、

税金の納付、担保の解除および変更について関与しなければならない。そして、受託者に与えられた権限の範囲内で、かつ合意した方法により、担保が維持されているかを監視しなければならない。もし担保が設備のような動産であるなら、受託者は適用される州法に従って貸付証書を登録することによって、適切に担保権の對抗要件を取得する手続をとらなければならない。

第二に、受託者は、契約事務の管理者として、信託証書の約定や規定等によって合意された方法により債務が履行されているかを監督する機能をもっている。これは、発行者、独立した会計人、技術者およびその他の専門家による報告書や証明書を検査することによって、大部分が行われる。

最後に、社債の債務不履行時、受託者が契約の救済規定を執行する機能である。破産や債権者の権利に関する連邦法や州法の規定により与えられる機能である。

右のような機能を信託証書の受託者は有している。ところが、今日では一定の条件を満たす機関投資家に対して、募集を行い、その者に社債を発行する場合が増加している（いわゆる、私募債）。この場合、証券法（Securities Act of 1933）五条および信託証書法三〇五条、三〇六条の規定に基づく登録をせずに、社債を発行することができるのである。⁽¹⁾すなわち、複数の機関投資家に対して、信託証書や受託者を利用せず、社債を発行することができるのである。しかし、担保付で発行される場合、多くの機関投資家に対して発行された場合、複雑な減債基金もしくはそれに類する規定が設定されている場合、または契約条項が通常と異なり定期的な調査を要求する場合などには、受託者の利用が推奨されている。⁽²⁾これは、個々の社債権者が異なった判断または行動を取ることに伴う混乱を防止するため、受託者に、機関投資家自らが社債権者として行うべきことを代表して行わせることを推奨するものである。

一般的に、社債の条件は、投資銀行または主要な投資家との協議の後、決定される。そして、信託証書を含む社債

の発行書類は、発行者によって選任された専門の弁護士によって起草される。私募債の場合、発行者と機関投資家が直接交渉して、社債の条件や条項を作成することが可能であるというのが、最大の利点である。しかし、発行の都度、発行者と機関投資家とが協議して、信託証書を含む発行書類を作成することは煩わしいため、機関投資家の提示する発行書類で発行が行われるのが通例である。このため、個々の発行事例の必要性とは無関係に、無駄な条項を多数含んだ、柔軟性のない発行書類が作成されているのが現状である。その結果、現行の社債の発行書類は硬直化したものとなっており、発行者と投資家の双方にとって、かならずしも最善のものとなっていない。このように、公募、私募を問わず、発行者と投資銀行または主要な投資家が信託証書を含む発行書類を作成しており、社債の発行や管理の各種実務に精通した経験ある受託者は、専門家の一人として、重要な地位にあるにもかかわらず、信託証書の作成に関してほとんど関与していないというのが、現実である。

第二節 受託者の資格 (eligibility)

信託証書法三一〇条は、法人が信託証書の受託者としての業務を行うための資格要件を定めている。信託証書法は、一名以上の受託者を置くことを定め、そのうち少なくとも一名は、常にアメリカ合衆国、州、属領、またはコロンビア特別区の法律に基づいて設立かつ事業を営む株式会社、または証券取引委員会 (Securities and Exchange Commission) により受託者として行爲することを許可された株式会社もしくはその他の者でなければならない³⁾。そして、この受託者は、受託者権限 (corporate trust powers) を行使することをその法律によって承認され、かつ連邦、州、コロンビア特別地域当局による監督、検査に服することが要求される。当該法人は、常時、最低一五〇千ドルの自己資本 (combined capital and surplus) を持たなければならない⁴⁾。この法人が、信託の受託者として、信託の受益者である社債権

者のために社債の管理をなすこととなる。

外国の法人も一定の条件を充足するなら、受託者となることができる。⁽⁵⁾ 社債の発行者、または直接もしくは間接に当該発行者を支配し、当該発行者によって支配されもしくは当該発行者と共通の支配下にある者は、当該社債の受託者となることはできない。⁽⁶⁾

これらの要件は、最小限のものであり、ほとんど全ての銀行が受託者として行為する権限を与えられている。⁽⁷⁾ しかし、実際に発行されている社債の信託証書の多くは、この信託証書法の規定より厳格な要件を課している。たとえば、受託者に対して要求している一般的な最小自己資本額は、五百万ドルであり、またその本店は、ニューヨークのようなマネーセンターに置かれていることを要求している。⁽⁸⁾

しかし、右のように信託証書の受託者となる資格を有していても、その者が、発行者または社債権者と利益相反の地位にあるような場合、受託者となることが規制される。次に、この信託証書受託者の利益相反規制を検討することとする。

第三節 利益相反の禁止規定―受託者の不適格性 (disqualification)

信託証書法が制定された一九三九年当時、発行者は、自己の主取引銀行を受託者として選任していた。どのような状況においても、そのような受託者は自らがその発行者に対する劣後または無担保の債権を保全するため、社債に関する債務不履行通知を遅延させる動機を有していた。この通知を遅延させることによって、劣後する債権を有する受託者は、優先する社債権者に先んじて、発行者の資産を流用するか、または少なくとも支払不能が明らかになった後、受託者として更生委員会を組成したりして、更生手続を支配することが可能である。信託証書法の重要な目的の一つ

に、このような受託者の行為を抑止し、受託者である銀行の有する利益相反から社債権者の権利を守ることがある。

信託証書法の起草者は、受託者が劣後する社債を保有していたり、短期の商業貸付をしていたりする場合の利益相反に関心を持っていた。信託証書法が制定される際の一九三六年六月に、証券取引委員会は、連邦議会に対して受託者を規制すべきであるという旨の勧告を提出した。その勧告の内容は、銀行である受託者の利益相反行為の除去と受託者（fiduciary）としての忠実義務の賦課という二点に集約されていた。⁹ 具体的には、受託者と発行者との間の債権債務関係（creditor relationship）が生じること、すなわち受託者が発行者に対し貸付行為を行うことを全面的に禁止すべきであるという趣旨の勧告がなされた。

このような利益相反を排除するため、信託証書法が行った改革の一つが、一定の条件の金融機関を信託証書の受託者として不適格とすることであった。そして、信託証書法は、一定の利益相反関係を信託証書の受託者の不適格事由とし、受託者はその利益相反関係を確認した後九〇日以内にその利益相反関係を除去するか、または受託者を辞任しなければならいと定めた。¹⁰ ただし、多くの受託者が発行者の主取引銀行であったという当時の状況において、発行者に融資を行っている銀行を信託証書の受託者から排除することは、大手の商業銀行を信託証書の受託業務から排除することとなり、社債権者の利益とならないこと、および発行者の主取引銀行としての継続的關係から得られた情報を社債権者の保護のために活用することができなくなること、等の理由から、受託者が発行者の債権者を兼ねることは、その立法過程で、受託者の不適格事由としての利益相反関係から除外された。

しかし、社債に債務不履行が発生する前における受託者の義務は、社債権者名簿の管理、社債権者への利息の支払等、補助的なものがほとんどであり、たとえ受託者が信託証書法において利益相反関係として列挙されている関係を取得しても、社債権者と受託者の利益の対立が現実化しないため、受託者が自己や第三者の利益を図ろうとする動機

が起こりえない。他方、債務不履行発生後は、信託証書に定められた権限を積極的に行使するため、受託者の独立性を強調する必要があった。また、信託証書法制定の際に問題とされた受託者の義務懈怠や権限濫用は、いずれも債務不履行発生後に起こっており、債務不履行発生前の行動は問題とされていなかった。しかも、一九九〇年の改正前の信託証書法の下では、受託者の合法的な商業銀行としての他の事業活動が必要以上に制限されることが、問題となっていた。¹²⁾

そこで、一九九〇年の改正法 (Trust Indenture Reform Act of 1990) は、信託証書法三一〇条(b)項の利益相反関係の定義を、受託者が信託証書法の列举する特定の利害関係を有するという要件に、信託証書により発行された社債が債務不履行となるという要件を加えた。これにともない、利益相反関係を有することとなった受託者が九〇日以内に辞任しなくてもよい事由として、当該債務不履行が九〇日以内に治癒され、正当に放棄され、または除去された場合が、新たに付け加えられた。このため、発行者の債権者である受託者をこの利益相反関係から排除する理由がなくなり、この改正と同時に、受託者と発行者の債権者を兼ねることも、この信託証書法の定める利益相反関係に加えられた。¹³⁾

信託証書法において列举されている利益相反関係が、すべての利益相反の事例を網羅しているわけではないが、このいずれかに該当した場合は、受託者が潜在的に利益相反の状態にあるものとみなされる。以下において、その内容を見ていくこととする。

一 不適格事由

信託証書法は、受託者が利益相反関係を有するか、または有することとなる場合を、受託者の不適格事由としている。すなわち受託者が信託証書法に定義する利益相反関係⁽¹⁴⁾を有するか、または有することとなったならば、その利益相反関係を有することを確認してから九〇日以内に、当該利益相反に關係のある債務不履行を解決するか、または正式な権利放棄その他によって解消しない限り、当該利益相反関係を除去するか、または受託者を辞任しなければならぬ。受託者がこの手続を行わなければ、この期間満了後一〇日以内に、受託者は社債権者へこの手続を行わない旨を通知しなければならない。また、六か月以上社債を善意で保有している社債権者は、受託者の解任および承継受託者の指名を裁判所へ申立てることができる⁽¹⁵⁾。

信託証書法三一〇条(b)項(1)号から(10)号において、受託者が利益相反関係にある状況を詳細に規定している。順にそれを検討する。

(一) 複数の信託証書の受託者となること

受託者がある社債発行者の他の社債の受託者である場合、または同一シリーズの他の社債の受託者である場合、利益相反関係が存在するとして⁽¹⁶⁾いる。このように、受託者が複数の信託証書の受託者関係に入ること制限する理由は、次のとおりである。

まず、社債が債務不履行になる以前であれば、受託者は、発行者の社債管理の単なる事務代行者にすぎず、したがって、複数の信託証書の受託者であったとしても、それらの社債権者に対して不利益を与えることはない。しかし、社債に債務不履行が発生した後、受託者は、社債権者を代表して社債の回収等の救済に関する事務を行う義務が生じる。

社債の性質、たとえば担保の有無、社債の優先・劣後等によつては、複数の信託証書の異なる社債権者らの利益が相反し、社債権者の利益を保護するためには、受託者の行為を規制する必要がある。また、社債に債務不履行が発生したときに、利益相反のない承継受託者を新たに選任するということも考えられるが、それは現実的に困難である。実務上は、大企業が社債を発行するときは、前もつて、複数の受託者を選任することに対応している。この方法も、銀行の合併等により、受託業務を行える銀行が限られ、複数の受託者を選任することが困難になりつつあることもあげられる。ただし、利益相反関係が存在しないと考えられる次の二重受託は除外されている。

第一は、他の社債を担保とする社債の信託証書の受託者が、当該社債の唯一の担保である社債の信託証書の受託者である場合である。⁽¹⁷⁾この場合、社債の価値が担保である社債の価値に従属するうえ、二つの社債の社債権者が利害を一致するためである。

第二は、発行者である不動産会社が担保権未設定の資産を保有せず、かつ各々の信託証書が完全に分離された別々の区画の不動産によつて担保されている二つの信託証書の受託者である場合である。⁽¹⁸⁾この場合、各々の社債の発行すべてが等しく、かつ別々に担保されており、社債権者らによつて流用される可能性のある担保の設定されていない資産がないので、利益相反関係が存在しないとするものである。加えて、他の社債権者の担保を侵害することは、不動産の担保権を登録することによつて妨げられる。

第三は、当該信託証書と他の信託証書が完全に無担保、同順位であり、かつ他の信託証書が当該信託証書において特に記載されているか、または以後に適格であるとされたものであるならば、自動的に、この不適格規定の適用からこの信託証書は除外される。⁽¹⁹⁾しかし、証券取引委員会が、もしそのような二つの信託証書の間に重大なる利益相反関係が存在すると認定するならば、そのような複数の受託者関係を禁止することができるとされている。

第四は、この二重の受託者関係規定の免除が適用されなくても、証券取引委員会の定めた手続において、重大なる利益相反が存在しないことを発行者が証明するならば、複数の社債の信託証券の受託者となることは許される。⁽²⁰⁾

(二) 受託者と発行者・引受人間の関係

受託者と発行者または引受人⁽²¹⁾との間に、直接もしくは間接的な支配関係がある場合、または直接的な利益相反がある場合を、利益相反関係が存在するとしている。

第一に、信託証券法は、受託者またはその取締役もしくは経営責任者 (executive officer) が発行者の引受人であることを利益相反関係と定義している。⁽²²⁾ この引受人は、当該引受人に決定する前一年以内に、当該決定時において発行済となっている発行者の一切の証券の引受人であつたすべての者を指す。⁽²³⁾ また、受託者が、直接または間接に、発行者の引受人を支配し、支配され、または引受人とともに共通の支配に服することを、利益相反関係と定義している。⁽²⁴⁾ 支配されているかは、それぞれの事例の状況によって、判断される。

社債の引受人は、一般的に発行者の経営者に近く、発行者の意を受けて発行条件や信託証券の草案を作成する。また、引受人は、発行者の発行する株式や社債のマーケットメーカーであることが多く、発行者が支払不能状態であることを公衆へ開示する前に、引受人は自ら保有している株式や債券を売却することによって、その損失を減少させる弊害の生じる可能性がある。この弊害を排除する必要性から、引受人を兼ねることを禁止している。同じように、商業銀行が引受業務を行うと、その引受業務により社債を発行させ、自らの貸出債権を回収するという弊害の生じる可能性があることから、銀行法 (Banking Act of 1933) は、商業銀行が有価証券の引受や自己勘定での売買等の投資銀行業務を行うことを禁止している。⁽²⁵⁾

第二は、受託者またはその取締役もしくは経営責任者のいずれか一人以上が、発行者またはその引受人（受託者自身を除く）の取締役、役員、パートナー、従業員、被指名人（⁽²⁶⁾appointed）または代理人であることを、利益相反関係と定義している。⁽²⁷⁾ただし、一人の個人が、受託者と発行者双方の経営責任者を同時に兼ねるものでなければ、一人の個人が、当該受託者の取締役または経営責任者および発行者の取締役または経営責任者を兼ねることはできる。⁽²⁸⁾受託者に九人以上の取締役がいる場合、さらに一人の兼務は許される。また、受託者は、信託証券法三一〇条（b）項（1）号に違反しないならば、名義書換代理人、登録機関、保管人、支払代理人、財務代理人、第三者預託代理人（*escrow agent*）もしくは受寄者（*depository*）と類似した資格において、または信託証券に基づくかどうかにかかわらず受託者として行為することはできる。⁽³⁰⁾

債務者（発行者）と債権者（社債権者、その代表者である受託者）の利害は、当然相反するものとなる。たとえば債権者の代表者である受託者の取締役に、発行者の代表（取締役や経営責任者）が出席するだけでも、発行者が受託者を支配することになり、社債権者の利益が害される可能性があり、また発行者の代表が受託者の取締役会の少数者であっても、この可能性は生じると考えられている。このため、この利益相反を禁止する必要があるから、信託証券法は取締役や経営責任者の兼務を禁止しているのである。⁽³¹⁾

最後は、受託者が、発行者の債権者である場合、または債権者となることを利益相反関係と定義している。⁽³²⁾この利益相反関係は、受託者が債権者である場合、発行者の破綻のとき受託者の地位を辞任するという実務慣行を一九九〇年の信託証券法改正時に成文化したものである。いくつかの銀行では、当該銀行が債権者である発行者の法人受託者に就任することをクレジットポリシーにおいて禁止しており、近年、その数は増加している。

これは、引受人との関係を利益相反関係と定義しているのと同様に、発行者の債権者である受託者が、発行者が支

払不能状態であることを社債権者に通知する前に、自らの債権を回収することによつて、その損失を減少させるといふ弊害の生じる可能性があることから、受託者が発行者の債権者とを兼ねる関係を、利益相反関係と定義している。

(三) 証券の保有

事実上の支配関係または利益相反関係の存在を前提とせず、一定比率の証券保有関係がある場合を支配関係または利益相反関係が存在するものとみなし、そのような関係を不適格事由としている⁽³³⁾。これは、発行者が、社債権者の代表者である受託者を支配し、支配されうる状況にあり、(二)で述べたような弊害の生じる可能性があることから、利益相反関係があるものとして、不適格事由としているものである。

第一に、発行者、またはその取締役、パートナーもしくは経営責任者の一名が、受託者の議決権付証券の一〇%以上を実質的に所有すること、またはそれらの者の二人以上が当該証券の二〇%以上を実質的に所有することを、利益相反関係として定義している。また、発行者の引受人、もしくはその取締役、パートナー、経営責任者、またはそれらの者の複数が受託者の議決権付証券の一〇%以上を一括して保有することも、利益相反関係として定義している⁽³⁴⁾。

第二に、受託者が次の証券を実質的に所有するか、または債務不履行の状態(元本の支払不履行が三〇日以上継続している状態)⁽³⁵⁾にある債権の担保として保有していることを、利益相反関係として定義している。(a)発行者の議決権付証券の五%以上、または当該受託者が受託者となっている証券を除いた当該発行者の他のクラスの証券の一〇%以上⁽³⁶⁾。(b)発行者の引受人の証券のあるクラスの一〇%以上⁽³⁷⁾。(c)発行者の議決権付証券の一〇%以上を所有する者、発行者を直接もしくは間接的に支配する者、または直接もしくは間接的にその発行者と共通の支配関係に服する者、のいずれかの者で、そのことを受託者が認識している者の議決権付証券の五%以上⁽³⁸⁾。(d)発行者の議決権付証券

の五〇%以上を保有している者で、そのことを受託者が認識している者のある証券を一〇%以上⁽³⁹⁾

第三に、信託証券の受託者が、当該信託証券が定義する債務不履行となった日に、遺言執行人、遺産管理人、遺言信託もしくは生存信託の受託者、後見人、心神喪失者保佐人、財産管理者の資格で、またはその他の類似の資格（以下「受託者資格」という）で、第二に掲げられている議決権付証券を合計二五%以上保有していることを、利益相反関係と定義している⁽⁴⁰⁾。受託者は、社債に債務不履行（元本または利子の支払不履行が三〇日以上継続している状態⁽⁴¹⁾）が生じた後、すみやかに、受託者資格での証券保有額を調査することが義務付けられている。この義務は、債務不履行が継続している限り、続く。しかし、二五%以上保有されている証券が、遺言執行人、遺産管理人、遺言信託の受託者として取得され、かつ遺産財団に含まれる証券がその制限である二五%を越えない場合、この利益相反禁止規定は、禁止されている証券の取得後二年間は適用されない。

第二と第三の利益相反関係の適用にあたっては、①債務不履行の状態（元本の支払不履行が三〇日以上継続している状態⁽⁴²⁾）にない債権の担保として、受託者の受託者資格によって保有される証券、②債務不履行（元本の支払不履行が三〇日以上継続している状態⁽⁴³⁾）と無関係に、社債の担保物件として保有されている証券、③取立てのための代理人、保管人、条件付捺印証券代理人もしくは受寄者として、またはこれらに類するその他の代理業務において保有する証券は、除外される⁽⁴⁴⁾。

二 不適格事由の発生時における受託者の義務

信託証券の受託者に、不適格事由となる利益相反関係⁽⁴⁵⁾が生じたならば、当該受託者は、社債の債務不履行の発生後九〇日以内に当該利益相反関係にある債務不履行を解消するか、または権利放棄その他によって解消しない限

り、その利益相反関係を排除するか、または受託者を辞任しなければならない。⁽⁴⁶⁾

信託証書法は、受託者としての業務を遂行する資格や適格性の⁽⁴⁷⁾変化、および三一〇条(b)項(1)号から(10)号に規定された不適格事由である利益相反関係のいずれかの発生や重要な⁽⁴⁸⁾変化を、毎年社債権者に報告することを受託者に義務付けている。⁽⁴⁹⁾重要な変化とは、仮に社債に債務不履行が発生した場合、辞任の原因となる変化や、反対に、受託者として留まることができる変化をいう。⁽⁵⁰⁾なお、受託者は、この報告義務を履行するため、四半期毎に、利益相反関係が生じていないかを確認する体制を作ることが望まれる。いくつかの大銀行では、標準産業コードや自行内の各部門の情報を使用して、自動的に、利益相反関係を検証するシステムを構築している。⁽⁵¹⁾

これらの報告義務については、第六節で詳細に考察する。

第四節 受託者の行為基準

信託証書は、当初、社債の担保権の設定を簡便化するための仕組みとして考案された。このため、受託者が履行しなければならぬ義務はほとんどなかった。

その後の経済活動の発展や企業規模の巨大化により、企業が発行する社債の額も増大し、社債の形態も複雑化していった。そのため、これらの社債に債務不履行が発生した後、社債権者が個人的または共同で社債権を回収・保全することが難しくなってきたため、社債権者の権利の保護を目的として、個々の社債権者から、多くの権限を受託者に集中化させるよう、信託証書の内容も変化してきた。しかし、当時の指導的経済理論が自由放任主義であったこともあり、受託者の義務および責任に対して、国家が規制または関与することはなかった。

右のように受託者へ権限が集中した結果、受託者の法的責任に関する訴訟の増加と、その訴訟に対する信託証書の

免責条項の拡大がもたらされた。そのため、信託証書の受託者を規制する必要性が生じ、一九三九年に、信託証書の受託者が遵守すべき行為規準として、主要な金融機関等が行っていた重要な実務を集大成したものととして、信託証書法が制定された。

受託者の法的責任を考える際の基礎となる、信託証書の受託者と投資家間の法的関係⁽³²⁾については、信託の受託者的関係であるという考え方と単なる契約関係であるとする考え方が対峙しているが、現在では、信託証書は発行者と受託者との間の契約であり、受託者は契約上の責任を負うものと考えられている⁽³³⁾。しかし、信託証書の受託者は信託の受託者と同様の性格を有するため、受託者の権限および義務は、この信託証書に明確に規定されたものばかりではなく、その権限および義務を履行するために必要と思われる黙示の権限も与えられていると考える学説・判例もある⁽³⁴⁾。以下において、信託証書法の制定のきっかけの一つにもなった信託証書の免責条項、および信託証書法制定以前においては曖昧であった受託者の行為基準に関する現行信託証書法での規制内容を考察する。

一 免責条項に関する規制

信託証書法制定以前に、多くの論争があったのは、信託証書に規定されていた免責条項の問題である。これらの免責条項の法的効果は、故意の違法行為、および重大な過失に達しない行為や行為を怠ったことに対する責任を免責するというものであった。このように、信託証書法制定前の多くの信託証書には、忠実義務や注意義務から受託者を免責する広範囲な免責条項が置かれていた。信託証書法制定の目的の一つは、このような免責規定を禁止することであり、同法は、⁽³⁵⁾信託証書の受託者を真の受託者たらしめるため、信託証書中に規定することができる免責条項を次のように限定している。⁽³⁶⁾

第一に、受託者は、自己の「過失」による作為 (its own negligent action)・自己の「過失」による不作為 (its own negligent failure to act) または自己の故意による非行 (its own willful misconduct) については責任を免れないというのが大原則である。⁽⁵⁷⁾

この大原則の解釈上の問題は、「過失」の有無の判断基準であるが、この点につき、現行の信託証書法は、発行者に債務不履行が生じた後について、解釈規定を置いている。すなわち、債務不履行が生じかつ継続している間は、受託者は、「慎重人がその状況において自己の業務を遂行する際に行使、または使用するものと同程度の注意と技能を使つて」(to use the degree of care and skill in their exercise, as a prudent man would exercise or use under the circumstances in the conduct of his own affairs) 与えられた権利・権能を行使することが要求される。⁽⁵⁸⁾そして、それを怠ることが「過失」としている。ところが、社債に債務不履行が生ずる前については、規制が緩やかである。すなわち、この時点については、(イ)過失の基準を定めるこのような規定が欠けているばかりではなく、(ロ)信託証書中に、受託者は信託証書に特に定められている義務の履行についてしか責任を負わない旨、および受託者は信託証書の条項を発行者が遵守している証拠である当該発行者から提出された各報告書の⁽⁵⁹⁾真実性および正確性を確定的に信頼することができ、独自の調査義務を負わない旨の免責条項を置くことが認められているのである。⁽⁶⁰⁾

第二に、判断それ自体に誤りがあつたとしても、それが受託者の責任ある役員 (responsible officer) によつて誠実 (good faith) になされた判断の誤りであつて、受託者が過失 (negligent) なく関連する事実を認識していたことを自ら立証した場合には、受託者は免責される。⁽⁶¹⁾

受託者は、右のような信託証書法の禁止規定に違反しなければ、受託者の黙示の義務や約定を排除するため、免責規定を記載することができる。しかし、そのような免責規定が受託者の意図したように機能することを、受託者が確

信できないようないくつかの判決がなされた。これらの判決の争点は、二つのカテゴリーに分類できる。一つは、受託者の義務の範囲を信託証書の条項から拡張することができるかである。⁽⁶²⁾ もう一つは、発行者、顧問弁護士によって与えられた情報や助言を受託者が信頼したことに対する受託者の保護に関する問題である。⁽⁶³⁾

これらの判例にもかかわらず、現在、受託者は、信託証書に明示された義務がない限り、またはその明示された義務の範囲内でのみ、受託者は義務を負うものであることを確信して、以下の免責条項を含む信託証書を作成している。⁽⁶⁴⁾

一、受託者は、信託証書を登録する義務がないこと。⁽⁶⁵⁾

二、受託者は、信託証書の説明部分の正確性または真実性に関して責任を持たないこと。⁽⁶⁶⁾

三、受託者は、社債発行の申込み、および信託証書の規定に従って解除されたり払い出されたりした財産や資金の利用や申込みについての責任を持たないこと。⁽⁶⁷⁾

四、受託者は、弁護士と協議することができ、そして弁護士の意見に従い、かつ善意で行ったことに対して不利益を受けることはないこと。⁽⁶⁸⁾

五、受託者は、法律に従って発行された信託証書や社債の有効性、および社債保有の価値や発行者に対する権利について責任を負わないこと。⁽⁶⁹⁾

六、悪意がなければ、受託者は、与えられた、または偽りのない、そして適切な当事者によって署名された証明書、意見、書類、その他の文書を信頼することができる。しかし、受託者は、発行者が信託証書を遵守していることを確認するため、信託証書に従ってこれらの証拠文書を検証する義務をもつこと。⁽⁷⁰⁾

七、受託者は、社債の元本残高の多数の額面保有者の要求、またはそれらの者の裁量に従った善意ある行為について法的責任はないこと。⁽⁷¹⁾

二 受託者の行為基準の基本構造

現在の信託証書法のもとの受託者の権限、義務およびそれらに関する行為基準は、社債に債務不履行が⁽⁷²⁾発生する前と発生した後で、大きく異なっている。

まず、現在の通説・判例によると、社債に債務不履行が発生する前に、信託証書法によって受託者に与えられる権限および義務に関する原則は、次のとおりである。⁽⁷³⁾

- ① 受託者は、信託証書に特に記述された義務の履行のみについて責任を負う。
- ② 受託者の義務の範囲は、信託証書に明確に記述された規定によってのみ決定される。
- ③ 受託者の黙示の義務や約定は、信託証書から見出すべきでない。

具体的には、社債に債務不履行が発生する前は、受託者は悪意のない限り、信託証書の要求に従って発行者から提出された証明書または意見書の記載が真実であり、それらに表明されている意見が正当なものとして、信託すること⁽⁷⁴⁾ができ、独自に調査する義務を負わない。受託者は、自己の過失の行為、または受託者自身の故意ある違法行為⁽⁷⁵⁾に関する免責条項を信託証書に規定することはできないものの、信託証書に規定された義務の履行以外は責任を負わないという規定を設けることはできる。⁽⁷⁶⁾ また、受託者は、発行者の提出する説明書または意見書の記載が、事実かつ正当であると信託することができ⁽⁷⁷⁾ため、発行者が信託証書や約定等を遵守しているかどうかを監視する受託者の義務は、単に発行者の提出する報告書の確認に終わっている。

右のように、債務不履行発生前の受託者の義務は、受動的または事務的であり、信託証書に記載されている義務のみを負うことから、契約的である。⁽⁷⁸⁾ かつては、多くの裁判所が、受託者の義務を受託者責任の問題として捉え、一定の義務を黙示の義務として認定していた。また、多くの信託証書が、発行者が約定を履行していることを調査する義

務や、その証拠を要求する義務を記載していたが、現在では、受託者はこれらの義務を引受けていないことを明らかにした条文を挿入している。⁽⁷⁹⁾しかし、社債の債務不履行以前においても、信託証書の受託者が受託者の性質を有することを理由に、いくつかの裁判所は、信託財産を保護するために必要である行為を行う黙示の義務があり、この義務を合意によって奪うことはできないとしているが、⁽⁸⁰⁾現在の多くの判例は、受託者の義務は信託証書の条項のみによって定義または決定されるとしている。⁽⁸¹⁾

次に、信託証書法は、受託者が債務不履行の事実を知った場合、その事実を社債権者へ通知することに關する受託者の義務を次のように定めている。

信託証書法は、いわゆるオストリッチ条項 (Ostrich clause)、すなわち社債権者が債務不履行の存在について受託者に対し通知をしないかぎり受託者として責めを負わない趣旨の条項の排除を目的として、受託者が社債の債務不履行事由の発生を認識した場合、その発生から九〇日以内に、郵送にて、社債権者に通知をしなければならないと定めた。⁽⁸²⁾社債権者の利益が害されるような状況においては、社債権者は即座に債務不履行の通知を受け、保全策を講じる権利を有するが、社債権者の真の目的は、企業が存続し、元金および利息が返済されることであり、債務不履行の状況を解消することである。軽微な債務不履行まで即座に公表したならば、受託者がそのような状況を除去する時間もなく、また取り返しのつかない損害が生じることとなる。したがって、信託証書法は、社債に債務不履行が発生した場合、受託者に対し債務不履行の治癒の可能性の検討期間として九〇日間の待機期間を与えらるるとともに、軽微な債務不履行の場合、通知を控えることの裁量権を受託者に与えている。すなわち、わずかな債務不履行事由の発生においても早急に通知をしなければならないとすると、かえって発行者の信用状況にも悪影響を及ぼし、社債権者に不利益を及ぼすことも想定されるので、このような場合、受託者の取締役会、執行委員会または取締役もしくは責任ある役

員による信託管理委員会が、当該通知の発送を差し控えることが社債権者の利益になると善意で判断した場合に限り、当該通知を行わないという条項が、信託証書に含まれるとみなされる、と信託証書法は定めている。⁽⁸³⁾

右のように、受託者には、債務不履行の通知を差し控えることについての広範な裁量権が与えられており、その裁量権の行使に関して法的保護が与えられている。ただし、受託者は、この債務不履行の通知に関する裁量権を、社債権者が自らの権利を行使する時期を逸することのないよう、行使しなければならない。それゆえ、結果として損害が生じた場合、責任を問われることになる。この点に関して、信託証書法は、受託者が関連事実を確認することにおいて過失のあったことが立証されない限り、責任ある役員が善意でなした判断の誤りについては責任を負わないことを定め、判断の誤りについては免責している。⁽⁸⁴⁾ 実務上は、これらの判断については、弁護士の助言を受けて行い、疑わしい場合は、通知を行うことが奨励されているようである。⁽⁸⁵⁾

最後に、社債に債務不履行が発生した場合に、信託証書法によって受託者に与えられる権限および義務に関する原則は、次のとおりである。⁽⁸⁶⁾

たとえば、社債に何らかの債務不履行が生じた場合に、その債務不履行の具体的内容が元利金の支払遅滞であれ、特約条項に対する違反であれ、一定の猶予期間内にその履行もなされず、また社債権者集会決議による責任免除・和解もなされなければ、発行者は社債総額につき期限の利益を喪失し、受託者が担保権を実行し、弁済を確保するための措置を取る運びとなる。信託証書法では、このような場合、受託者は、「慎重人がその状況において自己の業務を遂行する際に行使、または使用するものと同程度の注意と技能を使って」(to use the degree of care and skill in their exercise, as a prudent man would exercise or use under the circumstances in the conduct of his own affairs)、⁽⁸⁷⁾ 信託証書で自己に付与された権利ないし権能を行使しなければならないとしている。⁽⁸⁸⁾ すなわち、コモン・ロー上の受託者義務 (fidu-

clear duties)と同様の義務が、受託者に課されている。このため、社債に債務不履行が生じているにもかかわらず、受託者が担保権の実行その他の救済方法を選滞なく実行しないことは、今日では、自己のリスクにおいてなす危険なことと理解されている。

しかし、発行者が期限の利益を喪失した後、受託者が峻厳に権利を実行して発行者を倒産に追いこむことは、社債権者にとって利益ではないことから、権利の実行を差し控えることが、社債権者の利益となる場合もある。このような場合に、受託者の権利の実行に裁量権をどの程度もたせ、またはどのような受託者の行為を免責すべきであるかが、問題となる。また、発行者が会社更生法の適用となった場合に、受託者が「慎重人」⁽⁸⁸⁾としてどのような裁量権を行使すべきか具体的な規定がないという指摘もある⁽⁸⁹⁾。

社債に債務不履行が生じた場合にその債務不履行に関して裁判外の和解・責任免除 (no consent to the waiver of any past default and its consequences) をすることは、受託者のみの判断でできることではなく、社債権者集会の開催は要しないものの⁽⁹⁰⁾、社債総額の過半数を有する社債権者の同意を要する⁽⁹¹⁾。受託者は、社債権者の同意を得る際、発行者の現状および当該和解案で和解が成立したと仮定した場合の将来の見通し等についての情報を社債権者に提供する義務があり、この情報提供について信託証書法三一五条(c)項の「慎重人 (prudent man)」を基準とする注意義務の違反があれば、受託者は責任を免れないと考えられている⁽⁹²⁾。

他方、受託者は、社債権者の同意をまったく得ることなく、社債権者のため更生債権・更生担保権の届出をなすことができる⁽⁹³⁾。そして、更生手続中のいかなる争点についても問題を提起し出頭して意見を述べること、および更生計画案を裁判所に提出することも、社債権者の同意を待たず当然にできる。しかし、更生計画案決議のための関係人集会において、社債権者すべてを代表して議決権を行使する権限を受託者に与えることは、社債権者の多数決をもって

してもできない。⁽⁹³⁾

アメリカにおいては、更生計画案作成等の過程において、受託者が計画案を提出する等の行為は、裁判所の監督下で進められる手続であるため、責任を問われるおそれはないが、更生計画案決議のための関係人集会における議決権行使の権限を受託者に委ねることは、議決権行使という投資判断を白紙委任することと等しいと考えられ、受託者の責任を問われるおそれが高いため、このような立法となっているものと考えられる。

第五節 受託者による発行者への融資規制

信託証書法が制定された一九三九年当時には、既に信託証書の受託業務競争は激しさを増してはいたが、実態としては、信託証書の受託者の多くは発行者の主取引銀行（いわゆるメインバンク）から選ばれていた。このような状況の中で制定された信託証書法は、多くの利益相反関係を受託者の不適格事由として禁止することとしたが、規制機関と金融業界等の意見の一致をみることはできなかったため、発行者へ融資を行うという利益相反関係は、禁止されることはなかった。

以下において、受託者が発行者に対して融資を行うことに関する規制について考察する。

一 受託者による発行者への融資規制の変遷

信託証書法が制定される際の一九三六年六月に、証券取引委員会は、連邦議会に対して受託者を規制すべきであるという旨の勧告を提出していた。⁽⁹⁴⁾ その勧告の内容は、銀行である受託者の利益相反行為の除去と受託者 (Fiduciary) としての忠実義務の賦課という二点に集約されていた。具体的には、受託者と発行者との間の債権債務関係 (creditor

relationship)が生じること、すなわち、受託者が発行者に対し貸付行為を行うことを全面的に禁止すべきであるという趣旨の勧告がなされた。

しかし、商業銀行である受託者が貸付をしてはならないことになると、発行者の監視能力を有する発行者の主取引銀行が受託者から排除されることとなり、結果として、受託者としてふさわしい銀行が受託者となれなくなることや、貸付等の継続的關係から得た情報を社債権者保護のために活用することができなくなること、特に債務者が苦境に陥った時に救済融資ができなくなること、等の弊害が指摘された⁽⁹⁶⁾。そのため、信託証書法は、発行者への貸付を一〇〇%禁止すべきであるとする証券取引委員会の勧告を採用せずに、両者の要請をある程度採り入れたような形で制定された。

商業銀行である受託者が発行者へ貸付を行うという利益相反関係は、通常、受託者である銀行から貸付を受けている発行者が支払不能の状態になり、かつその受託者である銀行が発行者の資産に対して社債権者の請求権を含んだ債権者としてその請求権を保有しているときのみ、重大になる。このことから、その後の一九九〇年信託証書改正法において、発行者の債権者である銀行が発行者の財務状況の悪化や発行者の支払不能状態に直面したとき、この銀行の立場が社債権者の受託者としての立場と相反することとなるので、社債が債務不履行となるまで利益相反関係が停止されているという論理をとり⁽⁹⁷⁾、利益相反関係に関する規定の発動は債務不履行発生まで猶予されることとなった。このため、信託証書の受託者が信託証書の発行者に対する債権を取得することを利益相反関係の一事由として新たに付け加えても、受託者としてふさわしい銀行が排除されるような問題が生じることはなくなったため、潜在的な利益相反関係として、信託証書の受託者が当該信託証書の発行者に対する債権を取得することを利益相反関係の一事由として付け加えた⁽⁹⁸⁾。したがって、発行者に対し債権を有している受託者は、受託している社債に債務不履行が⁽⁹⁹⁾発生した場合

合、受託者の職を辞任しなければならない。ただし、信託証書法三二一条(b)項(1)号(3)号(6)号で定められている債権の取得は、利益相反の状態を引き起こさない偶発的な債権取得として適用を除外されている。⁽¹⁰⁰⁾

また、一九九〇年改正前の信託証書法三二一条は、社債が債務不履行となる四か月前以内に、受託者が社債権者に対して自己の債権者としての地位を改善することはできないという、社債の発行者に対する受託者の債権の優先的取立てに関する問題を扱った規定であった。この場合、受託者が当該四か月の期間の開始後に辞任または解任された場合でも、当該四か月期間開始後で、かつ辞任もしくは解任後四か月以内に財産を受領した場合、または債権額を減少させた場合には、同条の適用を受けることとなる。⁽¹⁰¹⁾したがって、受託者は、この規定の適用を避けるために、少なくとも八か月以前に辞任しなければならない。なお、この規定は、一九七八年に制定された破産改革法(Bankruptcy Reform Act of 1978)との調和をはかるため、一九九〇年信託証書改正法によって、この期間を「四か月」から「三か月」に短縮する改正が行われ、現在に至っている。

右のように、発行者と受託者との債権債務関係は、必ずしも利益相反関係にはならないという立場をとり、受託者が発行者の債権者になるという利益相反関係を事前に禁止することなく、その利益相反関係から生じる弊害から社債権者を事後的に救済するという規制方法の考え方は、一九九〇年信託証書改正法によっても踏襲された。

以下では、改正後の信託証書法の規定から、信託証書受託者への融資規制に関する規定を考察する。

二 信託証書受託者の弁済受領の制限

一九九〇年改正後の信託証書法は、信託証書の発行者に対して貸付を行っている当該信託証書の受託者は、受託している社債に債務不履行が発生した場合、利益相反関係をもっているとみなされると規定した。⁽¹⁰²⁾また、信託証書法三

一一條は、受託者が信託証書の元本または利息の支払に関する債務不履行^(四)の発生前三か月以内、またはこのような債務不履行発生後、直接または間接に、信託証書の発行者の債権者の地位にある場合または債権者となる場合には、一定の条件のものを除いて、その受託者は当該発行者に対する自己の請求権を優先的に行使することができないと定めている。^(四)すなわち、受託者である銀行は、三か月の期間開始後、債権者として有する債権の元利金にかかる一切の請求権に関して、支払を受けた金銭および財産ならびに債権の担保として提供を受けた財産を、当該債務不履行が治癒されないかぎり、自己と社債権者の利益のため特別勘定におかなければならない。そして、その特別勘定は、受託者と社債権者との間で、それぞれの債権額に比例して分配されなければならない。^(四)

右の原則に対して、信託証書法は種々の例外規定を設けている。この例外規定は、銀行である受託者が同時に社債の発行者の債権者となっており、それゆえ、形式的には利益相反関係の規制の対象となるが、実質的に不公正の生ずる蓋然性が極めて小さい場合である。

まず、受託者である銀行は、①代物弁済、債権の減少を伴う担保の提供、および債務不履行^(四)の発生日に、社債の発行者に対してまたは発行者によって破産の申立てがなされた場合、受託者が行使することのできる相殺の権利を行使すること、^(四)②債務者である発行者以外の者によりなされた弁済金を受領すること、^(四)③発行者に対する債権を善意で第三者に売却した売却代金を取得すること、^(四)④破産等の手続中における分配金を受領すること、^(四)⑤三か月の期間が開始となる以前に受託者自身の債権の担保として保有していた財産を現金化し、その債権の弁済に充当すること、^(四)⑥受託者である銀行が、三か月の期間の開始後債権者となり、かつ発行者の債務不履行の発生が三か月の期間以内に発生することを信ずべき合理的な理由がない場合に、当該債権の取得と同時に担保として受取った財産を現金化し、当該債権の弁済に充当すること、^(四)⑦公正な価額の範囲内で、⑤と⑥のいずれかに規定する債権の担保として保有する財産の

解除と引き換えになされた弁済金を受取ること⁽¹⁵⁾の権限が与えられる。なお、⑤⑥⑦については、三か月の期間の開始後に担保差換えの時に担保として保持されていた財産と差換えられた財産は、担保から解除された財産の公正な価額を限度として、同じ地位を与えられる。また、この期間の開始後更新された債権は更新前の債権と同一の地位が与えられる⁽¹⁶⁾。

次に、長期債務、裁判所等で認められた貸付、僅少な職務執行費用および通常の営業活動の結果として生じた一定の債権など、利益相反関係を引き起こさない偶発的な債権の取得が、例外として規定されている⁽¹⁷⁾。これらは、①信託証書に基づいて発行された証券または受託者が取得した際一年以上の期限を有していた証券に対する弁済⁽¹⁸⁾、②信託証書の規定どおりの通知が事前になされることを条件とした信託財産の保全、税金の支払、優先的先取特権への支払を目的とした立替金、または信託証書もしくは裁判所によって認められた立替金⁽¹⁹⁾、③信託証書にもとづく受託者、名義書換代理人、登録機関、保管人、支払代理人、財務代理人、受寄者およびこれらに類する資格における営業の通常の過程で生ずる支払金⁽²⁰⁾、④役務の提供を受け、もしくは不動産の賃貸を行った結果生ずる金銭債務⁽²¹⁾、⑤直接または間接に、発行者の債権者である改正連邦準備法二五条^(a)の規定にもとづき設立された法人の株式またはその他の証券の所有⁽²²⁾、⑥信託証書に定義される自己決済証書の分類に属する一切の支払指図書、為替手形、引受済手形または債務証書の取得、所有、引受または裏書譲渡⁽²³⁾である。

第六節 投資家への開示・報告義務

信託証券の主な目的は、信託証券にもとづいて発行された社債の社債権者を保護することである。信託証券の受託者がこの目的を果たすため、その社債権者の権利の保護およびその権利の執行に関する十分な権利および権限を有することが必要である⁽¹²⁾。また、受託者がこれらの権利および権限を行使するためには、発行者からその行使に必要となる情報を入手できなければならない。他方、社債権者には、これら受託者に与えられた権利および権限が適切に行使されているかを知るための情報が与えられる必要がある。このため、信託証券法は、発行者および受託者の報告義務を定めている。

以下では、これらの報告・開示制度について、信託証券法を中心に考察する。

一 発行者の開示義務

証券の開示制度には、証券の発行時に行われる発行開示と証券の流通時に行われる継続開示の二種類がある。アメリカの開示制度は、証券法に規定された発行開示から出発した。その後証券取引所法 (Securities Exchange Act of 1934) に規定された継続開示が証券流通市場の発展とともに重視される制度へと、変貌を遂げている。そして、一九八〇年以降は継続開示を基礎に、発行開示は証券情報を追加するだけで済ませるように、開示の統合が進められた。

発行開示に関しては、連邦証券諸法において、投資家は募集される証券の完全なる情報を得る権限が与えられている。証券法は、一般投資家に対して証券を新たに発行する場合、それに関する情報の開示を発行者に義務付けている⁽¹³⁾。この証券法の開示に関する規制は、信託証券法によってさらに発展した。

すなわち、信託証券法は、新しい証券の登録届出書に、受託者の適格性・不適格性の審査に必要な事項を記載する

ことを要求した⁽¹³⁾。また、登録届出書には、信託証券の重要事項を記載することを要求している⁽¹⁴⁾。この重要事項には、(1) 信託証券上の債務不履行の定義⁽¹⁵⁾、および社債権者に対して債務不履行を通知することが留保されうること、⁽¹⁶⁾ (2) 信託証券付証券の認証、引渡しおよびその発行収入金の使途、(3) 信託証券の先取特権の対象となっている一切の財産の解除、または解除および差換、(4) 信託証券の履行および解除、(5) 信託証券に規定する条件および約定に関して、発行者が受託者に対して提出することが要求されている証拠⁽¹⁷⁾がある。これらの信託証券の重要事項は、発行者の適格な財務諸表とともに、当該証券の販売のために準備される目論見書に記載される⁽¹⁸⁾。

次に継続開示に関し、証券取引所法の定める発行者は、証券取引委員会に対して、財務諸表その他報告書を提出しなければならない⁽¹⁹⁾。そして、これらの報告書類すべては公衆に開示される。具体的には、フォーム10-Kによる年次報告書 (annual report)、フォーム10-Qによる四半期報告書 (quarterly report)、およびフォーム8-Kによる臨時報告書 (current report) の三種類を定めている⁽²⁰⁾。

年次報告書は、事業年度経過後九〇日以内に提出されなければならない。年次報告書には、証券発行時のフォームS-1による登録届出書中の発行者に関する情報とはほぼ同じ情報が記載される。主な情報としては、発行者の事業、財産、法的 (裁判) 手続の状況、公認会計士による監査証明の付された財務諸表、経営者の議論と分析 (MD & A: Management's Discussion and Analysis) がある。四半期報告書は、四半期毎にその経過後四五日以内に提出される発行者の状況を示す報告書であり、財務諸表、経営者の議論と分析、法的 (裁判) 手続の状況、優先社債の債務不履行の状況等の情報が記載される。臨時報告書は、支配権の異動、重要な財産の移転、倒産手続の開始、公認会計士の変更等、企業内容に関し重要な事実が生じるたびに提出される。

これらの証券取引所法が定める継続開示に加え、信託証券法は、発行者の受託者への報告義務を定めている⁽²¹⁾。

第一に、発行者の定期的報告義務を定めている。⁽¹⁹⁾これは、証券取引所法一三条または一五条(d)項に基づき発行者が証券取引委員会に提出しなければならない年次報告書等の報告書、信託証書に定められた条件および約定に対する発行者の遵守に関するもので、証券取引委員会の規則により要求されている報告書を、受託者に提出しなければならぬとするものである。なお、この遵守に関して要求されるものは、独立の公認会計士の証明書または意見書を添付しなければならない。⁽²⁰⁾そして、受託者は、これら報告された事項の要約を、社債権者へ報告しなければならない。⁽²¹⁾

第二に、担保附社債の場合、その発行者は、次のような弁護士の見解を受託者へ提出する義務を負う。⁽²²⁾その一つは、信託証書が信託証書法に基づき適格に登録されたこと、およびそれについてとった措置の詳細、またはそのような措置をとる必要がある場合にはその旨の見解である。これは、信託証書の作成交付後すみやかに受託者に提出されなければならない。もう一つは、その担保の効力を維持するのに必要な登録その他の法的措置をとったことおよびその措置の詳細、またはそのような措置をとる必要がある場合にはその旨の見解である。これは信託証書の作成交付後少なくとも年一回、受託者に交付されなければならない。

第三に、信託証書に、受託者が信託証書上の行為を行う際に必要となる先行条件 (condition precedent) ⁽²³⁾が規定されているときは、発行者は、その先行条件を遵守した証拠を受託者に提出しなければならない。⁽²⁴⁾具体的にはこの証拠は次の三つからなる。①信託証書に明記された発行者の役員により作成され、当該先行条件が遵守された旨を記載する証明書または意見書、②当該先行条件が遵守された旨を自己の見解として記載する弁護士の意見書、③当該先行条件の遵守につき会計士の検証を要する先行条件については、会計士の証明書または意見書。ただし、この場合、未償還社債元本総額の一〇%以上にあたる社債券の認証や交付に関する条件の場合は、受託者が合理的な注意を払って選任または承認した独立の会計士でなければならない。他方、減価償却や修繕の妥当性その他一定の事項については、信

託証書に記載される発行者の役員または従業員の見証で足りるものとされている。

第四に、担保附社債の信託証書の場合、担保の公正な評価額の証明書または意見書を受託者に提出しなければならない。⁽¹⁸⁾これには、①担保が解除される財産または証券、②社債券の認証や交付、担保である現金の引出しまたは担保の解除のために、発行者が受託者に預託する証券および担保、①の場合、解除される財産の公正な評価額が未償還社債元本の一〇%以上にあたる場合等は、独立の専門家による証明書または意見書が必要であるが、それ以外の場合は、信託証書に記載しておけば、発行者の役員または従業員の証明で足りる。

最後に、右の証明書または意見書には、その根拠として、当該証明書または意見書の作成者が信託証書に記載された事項や特約を読んだこと、証明書または意見書の基礎となっている審査または調査の性質および範囲、当該証明書または意見書の作成者が信託証書の条項や特約が守られているかどうかの意見を表明するのに必要な調査を行ったこと、信託証書の条項や特約が遵守されているかの結論、を記述しなければならない。⁽¹⁹⁾

二 受託者の開示義務

信託証書法は、社債権者に対して定期的（最低年一回）に年次報告書を送付することを受託者に義務付けている。そして、その報告書には、前回の報告日以降に発生した次の事実を記載することとなっている（報告する事項が発生していなければ報告する必要はない）。⁽²⁰⁾①受託者の資格および適格性⁽²¹⁾の変化、②三一〇条^(b)項（1）号から（10）号に定義された関係（利益相反関係）の発生またはその重要な変化、⁽²²⁾③当該報告の日において、信託証書の受託者として行う立替金が残存する社債の元本額の二分の一パーセントを超え、かつ信託財産または受託者によって保有もしくは取立てられた財産および資金に対して、社債権者に対し優先する担保権等がある場合、その立替金の性質および金額、

④当該報告の日において、発行者が受託者個人に対して負っている金銭債務の金額、利率および満期日ならびにこれらの担保として受託者が保有している財産、⑤当該報告の日において、信託証書の受託者が物理的に占有する財産および資金の変化、⑥信託証書による先取特権が設定されている財産の解除、または解除および差換えで未報告のもの、⑦社債の追加発行で未報告のもの、⑧信託証書にもとづく義務を履行するために行った行為で、未報告であり、かつ社債または信託財産に重大な影響を与えると当該受託者によって判断されるもの（ただし、三一五条（b）項によって認められた信託証書の規定に従って、債務不履行の通知が当該受託者によって差し控えることとなっている債務不履行に関するものを除く）。

このような年次報告に加えて、受託者は、報告事項の発生後九〇日以内に、次の事実について記載された臨時報告書を社債権者に提出しなければならない。⁽⁵¹⁾ ①信託証書により担保が設定された財産の解除または解除および差換えされた場合、その解除または解除および差換えされた財産の価額がその時に残存する社債の元本残高の一〇％以上である場合、その解除または解除および差換えの内容、そしてもしその対価があるならばその対価、⁽⁵²⁾ ②受託者による立替金が残存する社債の元本残高の一〇％超である場合、社債権者に対し優先する担保権等がある場合、その立替金の性格およびその金額。⁽⁵³⁾

また、信託証書の受託者は、その知るすべての債務不履行発生の通知を、その発生後九〇日以内に、社債権者に行わなければならない義務を負っている。ただし、元利金の支払、または一切の減債基金もしくは買入償却基金への割賦支払に関する債務不履行の発生の場合を除いて、受託者の取締役会、執行委員会、または取締役もしくは責任ある役員により構成された信託管理委員会が、当該通知の発送を控えることが社債権者の利益である旨、善意をもって決定した場合に限り、受託者は当該通知の発送を行わないことができるとされている。⁽⁵⁴⁾

第五章 おわりに―日本法への示唆

アメリカの信託証書制度は、担保の設定を効率的に行うという発行者の便宜を図るため生み出され、発展してきた。すなわち、多数に分散しかつ変動する社債権者のため、社債権の担保である財産権を管理する仕組みとして、信託を利用したものが信託証書であった。この信託証書の受託者は、本来の「信託」の受託者と異なり、単にその担保物の管理者に過ぎなかった。そのため、この信託証書が利用され始めた当初は、発行者の役員等が受託者に就任していた。その後、経済の発展にともない、社債制度が多数の一般投資家から資金を集める手段として発達したため、社債の担保である財産権の移転先としての機能以上のもの、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、信託証書の受託者に求められるようになった。その結果、信託証書の受託者は、一般的な信託の受託者と同じものであるという考え方が広まった。

その後、一九二九年の大恐慌における証券価格の暴落と一九三〇年代の金融恐慌により、多数の社債が債務不履行となり、多くの投資家が損失を被ったため、証券市場の投資家保護を目的とした法律が議会によって制定された。その一つが、信託証書を規制する信託証書法であった。⁽¹³⁾

信託証書法の立法過程において、証券取引委員会は、信託証書に六つの問題があると指摘していた。⁽¹³⁾ その指摘は、①発行者の監視に関する受託者の権限が不備であったこと、⁽¹⁴⁾ ②受託者への定期報告が発行者に義務付けられていなかったこと、⁽¹⁵⁾ ③社債権者の登録が発行者に義務付けられていなかったこと、⁽¹⁶⁾ ④社債権者へ債務不履行の発生のお知らせが行うことが受託者に義務付けられていなかったこと、⁽¹⁷⁾ ⑤多数の社債権者からの要求、または補償がない限り、受託者は債務不履行の発生のお知らせが免責されていたこと、⁽¹⁸⁾ ⑥利益相反が禁止されていなかったこと、⁽¹⁹⁾ である。当時のア

アメリカでは、日本と同様に発行者の主取引銀行が信託証書の受託者に就任しており、社債権者の利益との相反が生じる可能性があった。また、いわゆるオストリッチ条項 (ostrich clause)⁽¹⁸⁾ によって、受託者は、社債権者による通知、書面による請求、または相当な補償の供託がない限り、救済措置を講ずる義務を免れ、他方、社債権者は社債の債務不履行を容易に認識し得ず、たとえ認識し得ても社債原簿を利用できないため団結しえない等、受託者の権限あるいは義務が不明確であった。このようなことから、社債権者の保護の仕組みとしては不十分であるとして、それを規制する目的として、信託証書法が制定された。

右のような経緯により制定された信託証書法には、わが国の社債管理を規制する商法や担保附社債信託法と比較し、次の特徴がある。

まず、信託証書法は、利益相反規制を中心とした受託者の基本的な行動規範を明記するに留まり、具体的な受託者の権限あるいは義務の範囲の詳細は信託証書 (契約) に委ねている。そして、この権限の行使および義務の履行の際の注意義務の基準も、社債の債務不履行発生の前後で大きく異なっている。これは、債務不履行発生の前後において、受託者の裁量権限に違いがあることから生ずるものと考えられる。⁽¹⁹⁾ 一方わが国の商法は、社債管理会社の権限または義務の範囲、ならびにその権限の行使および義務の履行の際の注意義務の基準を規定している。⁽²⁰⁾

次に、発行者および受託者の報告義務が規定されていることである。これは、発行者の債務の履行状況や受託者の利益相反状況等、受託者が信託証書に定められた権限の行使に必要な情報や社債権者が自らの権利の保全等に必要な情報を入手できるよう、発行者や受託者に報告の義務を課したものである。すなわち、受託者の利益相反行為から社債権者を保護する方法として、証券法や証券取引所法による投資家への開示規制に加え、信託証書法が、社債権者や受託者への開示を、受託者や発行者に対し義務付けている。

信託証書法が定める受託者や発行者の開示義務には、次のようなものがある。

発行者の開示義務に関するものには、証券取引所法一三条または一五条(d)項に基づき証券取引委員会へ提出が義務付けられている年次報告書その他の情報や、信託証書の約定等の遵守状況を、定期的に受託者に報告するというものがある。⁽¹⁰⁾ また、先行条件が信託証書に規定されているときは、発行者がその先行条件を遵守している証拠や、担保附社債の信託証書の場合、その担保に関する公正な評価額を受託者へ開示することも、⁽¹¹⁾ 発行者に義務付けられている。

受託者の開示義務に関するものには、報告書の作成基準日の前一二か月間に発生した受託者の利益相反関係等、社債権者に影響を与えそうな事実を記載した年次報告書や臨時報告書を、社債権者に送付するというものがある。⁽¹²⁾ これらの発行者や受託者の義務の目的は、社債権者が自らの権限を的確に行使し、保全できるよう、必要な情報が入手できる仕組みを創出することにある。

信託証書法が、受託者や社債権者の権利行使に利することを目的とした報告義務を定めているのに対して、わが国の商法は、社債管理会社社が社債権者のために弁済を受け、もしくは社債権を保全するために必要な一切の裁判上もしくは裁判外の行為をし、または社債権者集会の決議に基づき、総社債権者のために社債権の回収を図るための行為をするには、発行者の業務や財産状況を把握する必要があることから、受託者の調査権限を定めている。⁽¹³⁾ この調査権限の行使は、社債権の保全、または支払の猶予・責任免除・和解、訴訟行為、破産手続・再生手続・更生手続・整理もしくは特別清算に関する手続等を行う場合にのみ許されている。

このような相違点は、アメリカと日本の社債権者の保護のあり方、信託証書受託者と社債管理会社の機能の相違から生じているものと考えられる。

わが国の社債管理会社制度においては、さまざまな議論⁽¹⁴⁾の結果、債権管理の専門家である社債管理会社に社債の管

理の権限を委ねて、社債権者の保護を図ろうとしたことから、社債管理会社の設置が強制⁽¹⁷⁾されることとなった。この設置強制の趣旨は、一言でいえば、社債権者の保護である。⁽¹⁸⁾ 具体的には次のような理由が挙げられる。⁽¹⁹⁾ 第一に、発行者が社債の元利金の支払を怠り、または支払を停止した場合に、社債権者が自ら適切な手段を講ずることは事実上困難であること。第二に、請求による期限の利益喪失条項が定められている場合に、期限の利益を喪失させるかどうかといったデリケートな判断を社債権者集会の決議に委ねるのは適切でないこと。第三に、発行者の業務および財産の状況を調査する必要がある場合に、個々の社債権者にそれを行わせるのは適切でないと考えられること。⁽²⁰⁾ 第四に、あまりにもリスクの高い社債については、社債の管理を引き受ける社債管理会社が現れないことによって、事前にその発行が阻止できること。⁽²¹⁾

ところが、信託証書法は、わが国の商法が社債管理会社へ権限を集中させ、社債権者の代理人として、その権限を行使することにより、社債権者の権利を保護しようとしているのと異なり、社債の債務不履行の前後にわけ、債務不履行発生前については、受託者の権限を限定することにより、社債権者の利益が侵害される可能性を制限している。このため、発行者に関する情報の開示に加え、信託証書の受託者に対しても、発行者との利益相反関係や受託者の社債管理事務に関する情報の開示を義務づけることにより、社債権者の利益の保護を行っている。これらの規制は、わが国の社債管理会社の利益相反規制への比較的容易に導入可能な規制であろう。

債務不履行発生後については、わが国の商法と同様に、個々の社債権者が個別に社債権の回収を行う等、適切な措置を講ずることは困難であると考えられるため、受託者に次のような権限を与えている。まず、受託者は、社債に債務不履行が生じた場合に裁判外の和解・責任免除 (to consent to the waiver of any past default and its consequences) を行う場合、社債権者集会の開催は要しないものの、社債総額の過半数を有する社債権者の同意を得て行わなければならない

らない。⁽¹⁸⁾この場合、受託者は、社債権者の同意を得る際に発行者の現状および当該和解案で和解が成立したと仮定した場合の将来の見通し等についての情報を社債権者に提供する義務がある。この情報提供について、受託者は慎重人の注意義務が課せられ、⁽¹⁹⁾その注意義務の違反があれば受託者は責任を免れられないと考えられている。⁽²⁰⁾ただし、更生手続中のいかなる争点についても問題を提起し、または出頭して意見を述べることは、および更生計画案を裁判所に提出することは、社債権者の同意を待たず行うことができる。しかし、更生計画案決議のための関係人集会において社債権者すべてを代表して議決権を行使する権限を受託者に与えることは、社債権者の多数決をもってしてもできない。⁽²¹⁾

アメリカにおいては、更生計画案作成等の過程において、受託者が計画案を提出する等の行為は、裁判所の監督下で進められる手続であるため、責任を問われるおそれがないが、更生計画案決議のための関係人集会における議決権行使の権限を受託者に委ねることは、議決権行使という投資判断を白紙委任することと等しいと考えられ、受託者の責任を問われるおそれが高いため、このような立法となっているものと考えられる。

右のように社債に債務不履行が発生した後、受託者の役割、機能は、単なる社債の事務管理から、社債権者が債権回収を容易にするための助言者（情報提供者）へと変貌し、利益相反行為により社債権者の利益が害される可能性が高まることから、受託者が利益相反関係を有することを禁止するという、規制を行っている。

このように信託証書法は、社債権者が自己の財産である社債権を保全するため、的確な判断や行動をとれるよう、必要な情報をいかに入手できるか、ということに重点を置いて、規制を行っている。

これに対し、わが国の商法は、財務制限条項や期限の利益喪失条項が適切に設置され、社債権の行使が適切に行われれば、発行者の倒産から生ずる損害を回避しうるが、個々の社債権者が、これらの約定の遵守状況を適切に監視し、

その約定違反に対する権限をいつ、どのように行使するかといった判断を適切に行うことは困難であるとして、このような金融実務に長けた銀行等の金融機関を、社債管理会社として設置することを強制している⁽¹⁸⁾。しかし、もうひとつの公衆からの資金調達である株式の保護は、商法⁽¹⁹⁾や証券取引法⁽²⁰⁾による情報開示制度を中心として行われていることから考えると、必ずしも、社債管理会社に多くの権限を与え、発行者を監視する必要性があるとは考えられない⁽²¹⁾。

また、社債に債務不履行が発生した場合には、わが国の商法は、社債権の権利の執行、保全のため、社債管理会社に対して次の権限を与えているが、社債権者を保護するためには不十分である⁽²²⁾。

第一に、破産等の法的手続の申立てを行う権限である。社債管理会社がこの権限を行使する際、社債権者集会の決議が必要か否かについて、学説が分かれている⁽²³⁾。第二に、法的手続が開始された後、社債権者のために破産等の債権の届出をする権限である⁽²⁴⁾。第三に、発行者の破産手続、再生手続、または更生手続等の法的手続においても、社債権者集会の決議によって、社債権者のために権限を行使する権限である。また、会社更生のような再建型の法的手続における更生計画案作成の際、社債管理会社⁽²⁵⁾の自己の債権と社債権の免除、減免等の決定においては、社債権者集会の決議を得て、権限を行使することとなる⁽²⁶⁾。

破産、会社更生、民事再生等の各種の法的手続は、債権の届出および調査を経て、各債権が確定される。債権の調査は、破産債権または更生債権としての適格性、債権の存在、金額、優先権の有無、劣後部分の有無、および別除権者の届け出た予定不足額、更生担保権としての適格性、金額について、管財人および各債権者から異議・意見を述べさせ、債権を確定する手続である⁽²⁷⁾。この手続は、債権者集会における議決権、配当受領権等、その後の法的手続における権利を確定するものであり、債権の存在・額、発生原因、および担保権等の各種優先権の存在等で争いがある場合、社債権者と自己の債権を有する社債管理会社との間に、利益相反の関係が生じる。また、社債と社債管理会社の

債権とは、担保の有無・内容、償還期限、利率等、債権自体の内容が異なるため、会社更生手続の關係人集会における更生計画の決定の決議の際にも、社債権者と社債管理会社との間に、利益相反の關係が生じる。ところが、わが国の商法は、これらの社債権者と社債管理会社の利益相反關係により、社債権者の利益が害されないよう、社債の債務不履行前と同様に、ただ社債管理会社の権限を制限するのみである。このため、社債管理会社の機動的な権限の行使が阻害され、結果として、法的手続が遅延し、社債権者の利益が害される場合もある。このような問題を解決するため、「会社法制の現代化に関する要綱試案」^(註)では、社債管理会社が設置されている場合、社債管理会社が社債権者保護のため機動的な権限行使が行えるよう、社債権者集会の決議がなくとも、当該行為を行えることを提案している。

近年、社債の発行者が破綻する事例も珍しくなく、その都度、社債管理会社である銀行の利益相反行為が問題となる時代であり、投資家の自己責任の意識の高揚とともに、社債管理会社制度の見直しに着手すべき時期にきている。^(註)社債権者保護という観点での社債管理会社の機能は、①期中での元金支払事務の管理、②発行後から期中における発行者のモニタリング、③社債のデフォルト後の債権回収、という三つから構成されている。そのうち、①はきわめて事務的なものであり、社債管理会社の利益と相反する局面はきわめて例外的である。②は、発行者の他の資金調達手段である株式の株主保護における重要な役割をしている開示制度の充実により、社債権者を充分保護できるものと考ええる。③はきわめて技術的な側面が多く、個々の社債権者が自らの権限を行使して、その債権を回収することは困難であり、社債権の団体性からも集団で行う必要がある。社債権者が集団で行うためには、社債管理会社に大きな権限を付与する必要がある。しかし、このような大きな権限を有する社債管理会社は、社債権者と先鋭な利益相反を有する可能性がより高まることから、発行者に対して債権を有しない金融機関へその地位を委譲する、または事前にバックアップとなる社債管理会社を選任するなど、適切な対応策をすることを前提に、社債管理会社の資格を

制限する必要性があるもの^(一)と考える。

以上のように、わが国の社債管理会社についても、アメリカの信託証書受託者制度と同様に、社債のデフォルト以前では、株式等他の資金調達手段と同様に、証券取引法等の開示制度を中心とした社債権者の保護を図り、社債に債務不履行が発生した後は、社債権者の集団性から、社債権者へ権限を集中させ、社債権の執行・保全を図るよう、社債管理会社の機能を整理し、その権利・義務の基準を大きく見直すことによって、社債管理会社の利益相反行為から社債権者を保護することが、望ましいもの^(二)と考える。

- (1) Securities Act of 1933 § 4(2), Trust Indenture Act of 1939 § 304(b).
- (2) Robert I. Landau and John E. Krueger, Corporate Trust Administration and Management 44 (Columbia University Press, 5th ed., 1998) [hereinafter Landau & Krueger].
- (3) Trust Indenture Act of 1939 § 310(a).
- (4) アメリカにおいて信託業務を営むには、受託者権限 (fiduciary powers) を、州または連邦から得る必要がある。アメリカにおいては、他人の利益のために行動する銀行業務に関する権限を、受託者権限と称している。これには、信託 (trustee)、遺言執行 (executor)、遺産管理 (administrator)、株式や社債の登録 (registrar of stocks and bonds)、名義書換代理 (transfer agent)、後見 (guardian)、管財 (assignee)、保全 (receiver)、保管 (custodian)、等の業務がある。信託 (trust) は、これらの受託者業務の一つであり、所有権の移転を伴うものである。
- (5) Trust Indenture Act of 1939 § 310(a)(1).
- (6) *Id.* § 310(a)(5).
- (7) この権限は、受託者権限 (fiduciary powers) として、国法銀行の場合、12 USC § 92a によって与えられ、州法銀行の場合

合、同様の州法に従い認められる。信託業務を遂行する能力があると認められれば、認可される(12CER § 5.26(d))。なお、注(4)参照。

- (8) 多くの大型の起債の場合、二五百万ドルの自己資本が必要とされる(Landau & Krueger, *supra* note 2, at 46)。Revised Model Simplified Indenture (Published May 2000) § 8.7.10, 12.09, は、指定された基準に適合しない承継受託者は、基準に適合する金融機関等の保証を得なければならない、と定めている。なお、信託証書が署名され、かつ引き渡されたときには、すでに受託者は選任され、受託者として行っているから、信託証書法の資格要件規定の目的は、当初受託者が辞任またはその資格がなくなったとき、その承継受託者の選任に関して規制することにある。

- (9) SEC, Report on the Study and Investigation of the Work, Activities, Personnel and Functions of Protective and Reorganization Committees, part VI, at 107, 110(1936) [hereinafter Report].
- (10) 一九九〇年改正前 Trust Indenture Act of 1939 § 310(b).
- (11) Posner, The Trustee and the Trust Indenture: A Further Study, 46 Yale L. J. 737, 792 (1937).
- (12) 5 Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 42,356,056, S. Rep. No. 101-155, at 20-21 (1989).
- (13) Trust Indenture Act of 1939 § 310(b)(10).
- (14) *Id.* § 310(b)(1)-(10).
- (15) *Id.* § 310(b).
- (16) *Id.* § 310(b)(1).
- (17) *Id.* § 310(b)(1)(A)(B).
- (18) *Id.* § 310(b)(1)(C).
- (19) *Id.* § 310(b)(1) 但書(i).
- (20) *Id.* § 310(b)(1) 但書(ii).

次の条件を満たすならば、重大な利益相反が存在しないとして、7日以内に許可が与えられる(SEC Reg. §260.10b-2)。

① 信託証券にもとづき社債が発行される前に、その信託証券の受託会社が受託者である他の信託証券にもとづき発行されている社債がすべて償還される場合。

② 証券を償還する資金が信託され、第三者にその証券を償還する権限が取消不能により授与され、かつ証券を担保する先取特権が解除されているか、または満期日までに必要な手続がとられることとなっている場合。

(21) 分売を目的として証券を発行者から購入した者、分売に関連して発行者のために証券の売付を勧誘もしくは売付を行う者、またはこのような事業に参加もしくは直接もしくは間接に関与している者、またはこのような事業の直接もしくは間接の下請に参加もしくは関与している者をいう(Trust Indenture Act of 1939 § 303(4))。

(22) Trust Indenture Act of 1939 § 310(b)(2). なお「経営責任者」とは「社長」副社長(vice president)「信託部長(trust officer)」出納部長(cashier)「秘書役(secretary)」および財務部長(treasurer)ならびにそれらに類する職務に従事する個人をさす(Trust Indenture Act of 1939 § 303(6))。

(23) *Id.* § 310(b) definition.

(24) *Id.* § 310(b)(3).

(25) 12U.S.C. § 24, 335, 378. ただし、銀行は政府(連邦、州、地方公共団体、政府機関)の発行する、発行者の十分な信頼と信用によって保証された債券について、引受、売買等を行うことができる。

(26) 財産権(estate)を有する者がある者に付与した、その財産権についての権利の帰属者を指名する権限(Power of appointment)(権利取得者指名権)が行使された結果、指名を受けて利益を享受することとなった者(田中英夫ほか『英米法辞典』五九頁(東京大学出版会、一九九一年))。

(27) Trust Indenture Act of 1939 § 310(b)(4).

(28) *Id.* § 310(b)(4)(A).

- (29) *Id.* § 310(b)(4)(B).
- (30) *Id.* § 310(b)(4)(C). この適用除外は、文字通り解釈すると、三一〇条(b)項(4)号の欠格事由すべてをカバーすることになりかねないため、受託者は三一〇条(b)項(1)号の意味における利益相反がない事情のもとにおいてのみ、名義書換代理人等の行為を行うことができると解すべきとされている (Louis Loss, Joel Seligman, *Securities Regulation*, Vol.4, 1616 (Little, Brown, 3ed., 1990)).
- (31) Report, *supra* note 9, at 99-101.
- (32) *Id.* § 310(b)(10).
- (33) *Id.* § 310(b)(5)-(9).
- (34) *Id.* § 310(b)(5).
- (35) *Id.* § 310(b) definition.
- (36) *Id.* § 310(b)(6)(A).
- (37) *Id.* § 310(b)(6)(B).
- (38) *Id.* § 310(b)(7).
- (39) *Id.* § 310(b)(8).
- (40) *Id.* § 310(b)(9).
- (41) *Id.* § 310(b)definition (B).
- (42) *Id.*
- (43) *Id.*
- (44) *Id.* § 310(b)definition.
- (45) *Id.* § 310(b).

- (46) *Id.* § 310(b).
- (47) *Id.* § 313(a)(1).
- (48) *Id.* § 313(a)(2).
- (49) *Id.* § 313(a).
- (50) Landau & Krueger, *supra* note 2, at 51.
- (51) Landau & Krueger, *supra* note 2, at 52.
- (52) 受託会社と投資家の関係を説明する判例は、次の四つに分類できる (Cambell and Zack, Put a Bullet in the Poor Beast, His Leg is Broken and His Use is Past. Conflict of Interest in the Dual Role of Lender of and Corporate Indenture Trustee: A Proposal to End It in the Public Interest, 32 Bus. Law. 1705, 1723 (1977))。
 - 第一に、受託者関係と考えるもの (York v. Guaranty Trust Co. of New York, 143 F.2d 503 (2d Cir. 1944))。第二に、受託会社を投資家の代理人として捉え、代理人法から原則を導き出すもの (First Trust Company of Lincoln v. Carlsen 129 Neb. 118, 125, 261 N.W. 333 (1935))。第三に、受託会社と投資家の権利および義務は、信託証書に定義されるものであるもの (Hazzard v. Chase Nat. Bank of New York, 159 Misc. 57, 287 N.Y.S. 541 (Sup. Ct. 1936))。第四に、複数の性格を有するものであるもの。たとえば、保管者と通常の受託者として捉えるものがある (Dunn v. Reading Trust Co., 121 F.2d 854 (3d Cir. 1941))。
- (53) 信託証書における受託者と社債権者の関係が契約関係であると考える判例には、次のものがある。Hazzard v. Chase Nat. Bank of New York, 287 N.Y.S. 541 (1936); Meckel v. Continental Resources Co., 758 F.2d 811 (2d Cir. 1985); Elliott Assoc. v. J. Henry Schroder Bank & Tr. Co., 655 F.Supp. 1286 (2d Cir. 1988).
- (54) 信託証書の受託者に黙示の権限が与えられているとする判例には、次のようなものがある。Sturge v. Knapp, 31 Vt. 1, 52 (1858); Frishmuth v. Farmers Loan & Trust Co., 95 F.5 (S.D.N.Y. 1899); York v. Guaranty Trust Co. of New York, 143 F.2d 503 (2d Cir. 1944); Dabney v. Chase Nat. Bank of New York, 98 F.Supp. 807 (S.D.N.Y. 1951).

- (55) Trust Indenture Act of 1939 § 315(d). 田澤元章「社債管理会社の免責について」筑波一九号二三三頁(一九九六年)。
- (56) *Id.* § 315(d).
- (57) *Id.* § 313(d) 本文。
- (58) *Id.* § 313(c).
- (59) *Id.* § 314.
- (60) *Id.* § 315(a)(1)(2), (d)(1).
- (61) *Id.* § 315(d)(2).
- (62) Cronin v. Midwestern Oklahoma Development Authority, 619 F.2d 856 (10th Cir. 1980); Nelson v. Quimby Island Reclamation District Facilities Corporation, 491 F.Supp. 1364 (N.D. Cal. 1980).
- (63) Mathew's v. Fischer, 1979-80 Fed. Sec. L.Rptr. Para. 97,336 (S.D.Ohio 1978); Woods v. Holmes & Structures of Pittsburgh, Kansas, 489 F.Supp. 1270 (Kan.1980).
- (64) Landau & Krueger, *supra* note 2, at 57.
- (65) Revised Model Simplified Indenture (Published May 2000) § 7.04.
- (66) *Id.* § 7.04.
- (67) *Id.* § 7.04.
- (68) *Id.* § 7.02(b).
- (69) *Id.* § 7.04.
- (70) *Id.* § 7.01(b)(2). Trust Indenture Act of 1939 § 315(a)(2).
- (71) Revised Model Simplified Indenture (Published May 2000) § 7.01(c)(3). Trust Indenture Act of 1939 § 315(d)(3).
- (72) 債務不履行の定義は、信託証書に定義ゆれば。Trust Indenture Act of 1939 § 315(a).

- (73) Trust Indenture Act of 1939 § 315(a)(1).
- (74) *Id.* § 315(a)(2).
- (75) *Id.* § 315(d).
- (76) *Id.* § 315(d)(1), (a)(1), (a)(2).
- (77) *Id.* § 315(d)(1), (a)(2).
- (78) 債務不履行発生の前後で受託者の注意義務のレベルが大きく変化するのは、信託証書法が債務不履行発生の前は信託証書の受託者と社債権者の関係を契約的構成で捉え、債務不履行発生後はその関係を信託的構成で捉えているからである。
(Posner, *Supra* note 11, at 203; George E. Palmer, *Trusteeship Under the Trust Indenture*, Colum. L. Rev. 193, 207 (1941)).
- (79) 受託者は、適切な者が作成した文書に述べられている事項を調査する義務のなごりを明記している (Revised Model Simplified Indenture (Published May 2000) § 7.02(a)).
- (80) 80 Dabney v. Chase Nat. Bank of New York, 196 F.2d 668 (2d Cir. 1952), Appeal dismissed, 346 U.S. 863 (1953); Van Gemert v. Boeing Co., 520 F.2d 1373 (2d Cir. 1975), cert denied, 423 U.S. 947 (1975); Schreiber and Wood, *Caveat Indenture Trustees: Avoiding the Expanding Scope of Sutton's Law*, 121/1 Trust and Estate 48 (Jan. 1982).
- (81) Meckel v. Continental Resources Co., 758 F.2d 811 (2d Cir. 1985); Elliott Assoc. v. J. Henry Schroder Bank & Tr. Co., 838 F.2d 66 (2d Cir. 1988). In Lorenz v. CSX, 736 F.Supp. 650 (W.D.Pa. 1990), involving a non-TIA indenture, the court reached the same conclusion.
- (82) Trust Indenture Act of 1939 § 315(b). 一九三九年に信託証書法が制定されるまでは、オストリッチ条項がいたるところで用いられていたため、このような法規制が行われるようになった。Revised Model Simplified Indenture (Published May 2000) § 7.05では九〇日以内に通知することを定めているが、実務上は、一〇日以内に通知を行っている。
- (83) Trust Indenture Act of 1939 § 315(b). 元金もしくは利息の支払、または減債基金もしくは買入償却基金への割賦支払に関

する債務不履行を除く、信託証書の定める債務不履行の発生について、この通知義務の免責規定が適用される。

- (84) *Id.* § 315(d)(2).
- (85) Landau & Krueger, *supra* note 2, at 182.
- (86) Trust Indenture Act of 1939 § 315(b).
- (87) Trust Indenture Act of 1939 § 315(c).
- (88) Wolcott B. Dunham, Jr. and Peter L. Borowitz, The Role of the Indenture trustee in Reorganization Cases under the Bankruptcy Code, 102 *Banking L.J.* 436, 440 (1985).
- (89) アメリカには社債権者集会という制度がない。
- (90) Trust Indenture Act of 1939 § 316(a)(1)(B).
- (91) William A. Johnson, Default Administration of Corporate Trust Indenture: Alternative to Default Remedial Provisions and Arrangement and Reorganization, 15 *St. Louis U.L.J.* 509, 511-512 (1971).
- (92) Trust Indenture Act of 1939 § 317(a)(2), 11 *USC* § 8 1109(b), 1121(c).
なお、アメリカ連邦倒産法における信託証書受託者の地位・権限については、田頭章一「会社更生手続における杜債管理会社の地位」岡法四五卷三号一五三頁以下（一九九六年）を参照。
- (93) 連邦破産法一一二六条（11 *USC* § 8 1126）には、計画案の受諾または拒絶権者として、信託証書受託者は列挙されていない。
- (94) 旧信託証書法三二〇条は、受託者の不適格事由を定めていた。その一つとして、九つの利益相反を挙げていた。
- (95) Report, *supra* note 9.
- (96) Posner, *supra* note 11, at 792.
- (97) *Id.* § 310(b).

- (98) *Id.* § 310(b)(10).
- (99) 信託証書が定義する債務不履行。
- (100) Trust Indenture Act of 1939 § 311(b)(10).
- (101) 三十一条(a)項の「債務不履行」は、適格信託証書で、当該信託証書受託者が受託者であると同時に、「別の契約上で」、直接または間接に債権者となっている場合の債務者がその信託証書の債務者であるところのものにもとづき、元本または利息の支払期が到来したにもかかわらず、その支払が完全には履行されていないことをいう (Trust Indenture Act of 1939 § 311(a) definition.)。
- (102) *Id.* § 311(a).
- (103) 信託証書で定義される債務不履行。 (*Id.* § 310(b) definition.)。
- (104) *Id.* § 310(b)(10). 利益相反関係にあるとみなされると、すなわち信託証書受託者の不適格事由に該当する場合、九〇日以内にその利益相反事由を除去するか、または信託証書受託者を辞任しなければならない。
- (105) 発行者がその社債の元利金の支払期が到来したにもかかわらず、その方法が完全に履行されないこと (*Id.* § 311(a) definition.)。
- (106) *Id.* § 311(a).
- (107) *Id.* § 311(a).
- (108) *Id.* § 311(a) definition.
- (109) *Id.* § 311(a)(1) 但書.
- (110) *Id.* § 311(a)(A)(i).
- (111) *Id.* § 311(a)(A)(ii).
- (112) *Id.* § 311(a)(A)(iii).

- (113) *Id.* § 311(a)(B).
- (114) *Id.* § 311(a)(C).
- (115) *Id.* § 311(a)(D).
- (116) *Id.* § 311(a).
- (117) *Id.* § 311(b).
- (118) *Id.* § 311(b)(1). 発行者が証券の形態をとれば、受託者としてはこの規制を回避できるという点で、批判がある(木下毅「アメリカ合衆国信託証券法第三十一条の研究—アメリカ合衆国信託証券法の研究(4)—」公社債月報六二年九月号九頁(一九八七年)。Note, The Trust Indenture Act of 1939: Limitations on the Trustee's Privilege of Lending to the Obligor, 7 U. Chi. L. Rev. 523, 534 (1940).
- (119) *Id.* § 311(b)(2).
- (120) *Id.* § 311(b)(3).
- (121) 「現金取引」とは、売却された動産もしくは証券のための完全なる支払が、当該動産もしくは証券の受渡し後七日以内に、現金、または一覧払いの小切手その他の支払指図でなされることをいう(17 C.F.R. § 260.11b-4.)。
- (122) Trust Indenture Act of 1939 § 311(b)(4).
- (123) 国際銀行業務を行うことを目的として設立された法人。
- (124) Trust Indenture Act of 1939 § 311(b)(5).
- (125) 「自己決済証書」とは、購入、加工、製造、輸送、保管あるいは売却の資金を調達するため、債務者が振出、譲渡、もしくは責任を負担した支払指圖書、為替手形、引受済手形または債務証書であって、物品等または前から担保となっている物品等の売買から生じる売掛債権または手取金についての権限、占有または先取特権を証する文書によって担保されたものをいう。ただし、手形、為替手形、引受済手形または債務証書の振出または責任負担から生じる債務者との債権債務

関係の創設と同時に受託者が担保を受取る場合に限られる。(17 C.F.R. § 260.11b-6.)。

- (126) Trust Indenture Act of 1939 § 311(b)(6).
- (127) *Id.* § 302(a)(2).
- (128) Securities Act of 1933 § 5.6.
- (129) Trust Indenture Act of 1939 § 305(a)(1).
証券法が適用される社債については、その登録届出書に、当該社債の信託証書上の受託者として指定された者が、法の定める適格性 (Trust Indenture Act of 1939 § 310(a)) に基づき受託者として行為することの適否の決定を証券取引委員会に可能にさせるため、証券取引委員会が規則 (17 C.F.R. § 260.0-3, 17 C.F.R. § § 260.5a-1, 5a-2) により指示した情報の記載が要求されている。
- (130) *Id.* § 305(a)(2).
- (131) 信託証書中に定義することが義務付けられている (*Id.* § 315(a).)。
- (132) 債務不履行の通知が留保されることに関する規定の有無 (*Id.* § 315(b).)。
- (133) *Id.* § 314.
- (134) *Id.* § 305(c).
- (135) 継続開示義務は、当初上場会社に課されたが (Securities Exchange Act of 1934 § 12(a))、一九三六年改正で登録届出証券の発行者に拡大され (§ 15(d))、さらに一九六四年改正で株主五〇〇人以上・総資産一〇〇万ドル超のすべての会社 (§ 12(b))、ただし § 12 (b) の権限委譲に基づく Rule § 12g-1 により一九八二年には三〇〇万ドル超、また一九八六年には五〇〇万ドル超に修正) を含むこととなった。
- (136) Securities Exchange Act of 1934 § 13(a).
- (137) *Id.* § 13.

- (138) Trust Indenture Act of 1939 § 314.
- (139) *Id.* § 314(a).
- (140) 年次報告書 (Form 10-K)、四半期報告書 (Form 10-Q)、臨時報告書 (Form 8-K)。
- (141) この規則は、まだ定められていない。
- (142) Trust Indenture Act of 1939 § 314(e) の要件に従う。
- (143) *Id.* § 314(a)(3).
- (144) *Id.* § 314(b).
- (145) 信託証書付証券の認証および交付、信託証書の先取特権が設定された財産の解除もしくはその解除および差換え、信託証書の履行と免責、または当該発行者の要請もしくは申請により信託証書受託者が行うべき一切の他の行為に関係のある先行条件 (停止条件) を指す。

なお、先行条件とは、それが発生 (成就) することによって、契約上の権利の義務が発生する条件のことをいい、わが国の停止条件に相当するものである。

- (146) Trust Indenture Act of 1939 § 314(c).
- (147) 特定比率の維持、正味流動資産の金額、担保制限条項、およびその他類似の特別な条件 (such as condition with respect to the preservation of specified ratios, the amount of net quick assets, negative-pledge clauses, and other similar specific conditions.)。
- (148) Trust Indenture Act of 1939 § 314(d). 公正な評価額が、二五、〇〇〇ドル未満、または未償還社債元本の一%未満の場合、専門家の証明書または意見書は不要であり、信託証書に記載しておけば、発行者の役員または従業員の証明で足りる。

(149) *Id.* § 314(e).

(150) *Id.* § 313(a).

- (151) *Id.* § 313(a).
- (152) *Id.* § 313(b).
- (153) 一九九〇年の改正で追加された。
- (154) Trust Indenture Act of 1939 § 313(b).
- (155) この報告は、当該解除の行われた後、九〇日以内に証券保有者に対して送付されなければならない。
- (156) この報告は、当該事実が発生した後、九〇日以内に証券保有者に対して送付されなければならない。
- (157) Trust Indenture Act of 1939 § 315(b).
- (158) この時代に制定された信託証書法 (Trust Indenture Act of 1939) 以外の証券に関する法律には、一九三三年証券法 (Securities Act of 1933) 、一九三四年証券取引所法 (Securities Exchange Act of 1934) 、一九三五年公益事業持株会社法 (Public Utility Holding Company Act of 1935) 、一九四〇年投資会社法 (Investment Company Act of 1940) 、一九四〇年投資顧問法 (Investment Advisers Act of 1940) がある。
- (159) 六〇の問題については、本稿・筑波法政三六号八一頁参照。Report, *supra* note 9.
- (160) Trust Indenture Act of 1939 § 314を規定することにより、解決した。
- (161) *Id.* § 314を規定することにより、解決した。
- (162) 信託証書法三一二条は、発行者に対し、社債権者がだれであるかを把握するための社債権者名簿 (bondholder list) を作成し、その情報を信託証書受託者に提供することを義務付けた (受託者は社債権者の請求によるその情報を開示する義務を有する)。記名債の場合、受託者が登録機関を兼ねている場合はその登録簿がこれと同様の機能を果たす。兼ねていない場合は、発行者は登録機関等の登録簿からその情報を入力し、受託者に通知する義務を負う。また、無記名債の場合、利札の支払の際に提出される社債申告書 (memorandum certificate of ownership) をもって作成される (Interest and Dividend Tax Compliance Act of 1983, Pub. L. 98-67, 97 Stat. 369, secs. 104, 105, and 108)。信託証書法三一二条に従って作成される社

債権者名簿は、流通している社債の社債権者を把握しようとするものであり、社債の移転等の効力とは関係ない（社債の移転等に関しては、Uniform Commercial Code § 8 に詳細な定めがある。）。

(163) Trust Indenture Act of 1939 § 315(b) を規定することにより、解決した。

(164) *Id.* § 315(b) を規定することにより、解決した。

(165) *Id.* § 310(b) を規定することにより、解決した。

(166) 社債が債務不履行に陥っても、社債権者からの請求など一定の手続を経なければ、受託者は必要な救済方法を実行する義務を負わないとする条項である。注(82)参照。

(167) 社債制度は、二〇〇五年の通常国会に法案を提出することを目処として、二〇〇三年十月二十二日に公表された、「会社法制の現代化に関する要綱試案」第四部第六「社債・新株引受権関係」において、一〇の項目に関してその改正が提案されている。この改正案に関する論文には、野村修也「社債管理の現代化」ジュリ一二六七号九四頁(二〇〇四年)、山下友信「会社法制の現代化に関する要綱試案」の論点(三)——株式・持分・社債関係——商事一六八六号一八頁(二〇〇四年)。

なお、社債管理会社の権利・義務に関する近年の論文には、北村雅史「社債管理会社の義務と責任」ジュリ一二一七号一〇頁(二〇〇二年)、今井克典「社債管理会社の権限と責任」ジュリ一二四〇号六〇頁(二〇〇三年)がある。

(168) ポズナーの学説に従い、債務不履行発生前は契約的に処理し、債務不履行発生後は、信託的に処理すべきという二分説が採用された(木下毅「アメリカ合衆国信託証書法第三一五条の研究—アメリカ合衆国信託証書法の研究(7)」公社債月報昭和六二年十二月号四頁(一九八七年))。Louis S. Posner, *Liability of the Trustee under the Corporate Indenture*, 42 Harv. L. Rev. 198, 203 (1928).

(169) 一九九三年の商法改正時に、約定権限(商法三〇九条以下に定められた権限以外で、社債管理委託契約等で定められた権限)に関する明文の規定を設けるか議論があったが、結論としては、明文規定の制定は見送られた。約定権限に関する

議論については、上柳克郎ほか編『新版注釈会社法（第二補巻）』一九二頁〔江頭憲治郎〕（有斐閣、一九九六年）、前田庸「平成五年商法等の改正要綱について（中）」商事二二一六号一六頁（一九九三年）を参照。

(170) Trust Indenture Act of 1939 § 314(a).

(171) 注(145)参照。

(172) Trust Indenture Act of 1939 § 314(c).

(173) *Id.* § 314(b).

(174) 年次報告書については、*Id.* § 313(a)。この条項には起草ミスがあり、この報告書は、発生の都度報告させるのが趣旨であるといわれている。臨時報告書については、*Id.* § 313(b)。

(175) 商法三〇九条の三。吉戒修一「平成五年・六年改正商法」二九〇頁（商事法務研究会、一九九六年）。また、社債委託契約等には発行者の社債管理会社への報告義務が規定されている場合もある。

(176) 設置の強制に関する議論については、江頭憲治郎「日本私法学会商法部会シンポジウム資料・社債法の改正」商事一五五号一三頁（一九八八年）、前田・前掲注(169)一四頁、上柳ほか・前掲注(169)一六五頁「神田秀樹」を、参照。

(177) 商法二九七条。この社債管理会社の設置強制は、無担保社債についてだけの法規制であって、担保付社債を発行する場合については、この設置は強制されない。担保付社債の場合には、社債発行人社との信託会社（担保付社債の受託会社）が社債権者のために社債の管理をするものとされているからである（担保付社債信託法二条一項、六九条）。

(178) 大谷慎男「最近の社債法の改正作業について」金法二二九五号五九頁（一九九一年）、吉戒・前掲注(175)二六六頁。

(179) 神作浩之「社債管理会社の法的地位」鴻常夫先生古稀記念『現代企業立法の軌跡と展望』一八九頁（商事法務研究会、一九九五年）。

(180) 以上の三つの理由は、前田・前掲注(169)一四頁。

(181) 稲葉威雄「社債関連法規の改正に関する諸問題（下）」商事一〇五六号四頁（一九八五年）。

(182) アメリカには社債権者集会という制度がなく。Trust Indenture Act of 1939 § 316(a)(1)(B).

(183) *Id.* § 315(c).

(184) Johnson, *supra* note 91, at 511-512.

(185) 注(91)参照。

(186) 江頭・前掲注(176)一三頁。

(187) 商法の開示制度としては、計算書類等の交付・開示がある。商法特例法上の小会社以外の株式会社においては、計算書類および監査役(商法特例法上の大会社・みなし大会社の場合は監査役会。委員会等設置会社の場合は監査委員会)の監査報告書の謄本を、定時総会の招集の際に株主に対し交付しなければならない(商法二八三条二項)。商法特例法上の大会社・みなし大会社の場合には、会計監査人の監査報告書の謄本も交付される(商法特例法一五條)。商法特例法上の大会社・みなし大会社においては、連結計算書類の謄本も、株主に交付しなければならない(商法特例法一九條の二第五項、二一條の三二第五項、商法二八三条二項・三項)。なお、これらの謄本の交付は、電磁的記録に記録された情報を電磁的方法により提供してもよい(商法二八三条三項、商法特例法一五條)。

商法特例法上の小会社以外の株式会社においては、計算書類、その附属明細書および監査報告書を、定時総会の会日の二週間前から本店には五年間、支店にはその謄本を三年間備え置かねばならない(商法二八二條一項、商法特例法一五條)。商法特例法上の小会社である株式会社においては、これらの書類を、定時総会の会日の一週間前から本店に五年間備え置かねばならない(商法特例法二三条六項)。

また、商法特例法上の大会社・みなし大会社以外の株式会社においては、代表取締役は、計算書類を定時総会に提出して、営業報告書についてはその内容を報告し、貸借対照表・損益計算書・利益金処分案(損失処理案)についてはその承認を求めなければならない(商法二八三条一項、商法規則一三条一項三号・四号)。この承認を得たら、遅滞なく、貸借対照表またはその要旨を公告しなければならない(商法二八三条四項)。なお、取締役会に決議をもって、この公告に代

えて、貸借対照表に記載・記録された情報を電磁的方法で法務省令に定めるものにより、この承認を得た日後五年を経過する日まで不特定・多数の者がその提供を受けることができる状態に置く措置をとることができる（商法二八三条五項、商法規則一〇条）。

これらの企業情報の開示以外に、株式や社債の発行時に際して、所定の事項を記載した株式申込証または社債申込証を作成し、この申込証によって株式または社債の申込をさせるべきことを定めている（商法二八〇条の六、二八〇条の一四第一項、一七五条、三〇一条、担保附社債信託法二二条）。

(188) 証券取引法の開示制度は、発行市場における開示と流通市場における開示とに大別できる。発行市場における開示には、有価証券届出書の公衆縦覧（証券取引法四条一項、二五条）と目論見書の投資家への交付（証券取引法一三条）によって、行われる。流通市場における開示には、事業年度ごとの有価証券報告書、半年毎の半期報告書、一定の事実が生じた場合の臨時報告書がある（証券取引法二四条以下）。

(189) 神作・前掲注(179)一九〇頁。

(190) 会社更生手続における社債管理会社の地位に関する論文には、田頭・前掲注(92)一三七頁がある。各種民事手続法と社債管理会社の地位権限については、松下淳一「社債管理会社の地位・権限と民事手続法との関係について」学習院三一巻一号三五頁（一九九五年）、山本克己「社債管理会社および担保の受託会社の訴訟法上の地位について」京都大学法学部創立一〇〇周年記念論文集『第三巻民事法』五四七頁（有斐閣、一九九九年）がある。会社更生制度における社債管理会社の権限に関する論文には、江頭憲治郎「更生手続と社債権者」判タ臨増八六六号二八六頁（一九九五年）がある。会社更生手続における社債権の取扱いに関する文献には、会社更生と社債研究会「社債権の取扱いに関する会社更生法改正の提言」金法一六二八号六頁（二〇〇一年）、松下淳一ほか「座談会」会社更生手続と社債をめぐる諸論点(1)(2)(3・完)「金法一六三三五号六頁、一六三六号三三頁、一六三七号四四頁（二〇〇二年）がある。

(191) 社債権者集会の決議が必要であるという説には、吉戒・前掲注(175)二八三頁。河本一郎ほか「座談会」企業金融の変

遷と法規制の在り方」ジュリ一〇七二号二八頁「森本教授発言」（一九九五年）がある。社債権者集会の決議は必要でないという説を唱えるものには、松下・前掲注（190）三八頁、上柳ほか・前掲注（169）一八七頁「江頭憲治郎」、田頭・前掲注（92）一七三頁がある。

なお、「社債権の処分」という観点ではなく、「投資判断」に類する要素が含まれるかで、決定すべきという意見もある（藤田友敬「社債権者集会と多数決による社債の内容の変更」鴻常夫古稀記念論文集『現代企業立法の軌跡と展望』三四五頁（商事法務研究会、一九九五年））。

藤田説と同じような考え方で、投資的な判断を社債管理会社が行うことに疑問を呈する意見も多い（河本ほか・前掲注（191）二八頁「神田発言」）。

（192）更生債権の届出は、商法三〇九条一項に定める社債管理会社の権限の一つと解されている。

（193）会社更生手続、民事再生手続では、社債管理会社が社債権者の決議により議決権を行使する授權を受けた場合を除き、自ら債権届出をすることにより、議決権を行使できる（会社更生法一九〇条、「破産法の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律」平成一六年法律第七六号による改正民事再生法一六九条の二）。

（194）破産法二二一条、二二九条一項（平成十六年法律第七五号による改正破産法一一六条）、会社更生法一四五条、民事再生法一〇〇条。

（195）注（167）参照。

（196）社債管理会社と社債権者の利益相反が先鋭化するような事態に備え、「会社法制の現代化に関する要綱試案」（注（167）参照）において、以下の事項の改正が提案されている。

① 社債管理会社の辞任。現行法では、社債管理会社は社債権者の同意を得なければ辞任することができないため、発行者に対して債権を有する社債管理会社と社債権者との利益相反が先鋭化するような場合にも、時機に応じた辞任をすることができない。そこで、試案は、社債管理委託契約等の定める事由が生じた場合についても、辞任できることを提案し

ている。

- ② 支払の停止等の後の弁済の受領等。商法三二二条第二項は、発行者の財務状況が悪化したような場合には、発行者に対して債権を有する社債管理会社と社債権者との利益相反が先鋭化する場合があることから、発行者に支払の停止等があった時の前三か月間になされた社債管理会社の債権の受領等につき、社債管理会社の責任について特別の取扱いを定めている。しかし、発行者に支払の停止等があった後に行われる社債管理会社の債権への弁済の受領等については、より利益相反が先鋭化するにもかかわらず、文言上、同規定の対象とはなっていない。試案は、同規定の対象に、当該支払の停止後になされる弁済の受領等も含まれるものとしている。

(197)
松下ほか・前掲注(190)二〇頁「大杉発言」。

(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)