

社債管理の在り方に関する会社法上の論点の  
調査研究業務 報告書

平成26年2月

公益社団法人 商事法務研究会

社債管理の在り方に関する会社法上の論点についての研究調査報告書  
—英米法上のトラスティ制度—

大阪大学大学院法学研究科准教授 久保田安彦

目 次

I	はじめに	1
II	米国法上のトラスティ制度	1
1	総説	1
2	1939年法の目的と規制手法	3
2-1	1939年法の目的と規制の必要性	3
2-2	1939年法上の規制の概要と基本的な立場	7
3	トラスティの設置強制と利益相反の防止	10
3-1	トラスティの設置強制と資格要件 (eligibility)	10
3-2	トラスティの利益相反の防止	12
3-2-1	全体像	12
3-2-2	デフォルトの状態にあることという前提条件	13
3-2-3	利益相反関係があるとみなされる場合	14
3-2-4	トラスティが社債発行会社の債権者である場合	19
4	トラスティの職務・権限と義務・責任	21
4-1	全体像	21
4-2	デフォルト発生前について	22
4-3	デフォルトの発生時および発生後について	25
III	英国法上のトラスティ制度	28
1	総説	28
2	トラスティの設置と利益相反問題	28
2-1	トラスティ設置に関する実務	28
2-2	トラスティの利益相反問題	30
3	トラスティの職務・権限と義務・責任	31
3-1	全体像	31
3-2	デフォルト発生前	32
3-3	デフォルト発生時および発生後	33
3-4	トラスティの免責条項	34
IV	日本法への示唆	35
1	トラスティの設置強制	35
2	トラスティの利益相反規制	36
3	トラスティの職務と義務・責任	37

## I はじめに

本報告書の目的は、社債管理者の在り方をめぐる問題点について、米国法および英国法の状況を調査することにある。以下では、まず「II」で米国法、続く「III」で英国法に関する調査結果を順次報告する。そのうえで、「IV」では、米国法と英国法の特徴をそれぞれ整理するとともに、日本法への示唆を述べることにしたい。

## II 米国法上のトラスティ制度

### 1 総説

(一) 米国において、社債権者の利益のために社債の管理を行う者は、トラスティ (trustee) と呼ばれる<sup>1</sup>。このトラスティは、もともと担保付社債について、担保権の管理・実行を委ねるために利用されたものであった。初期の担保付社債のなかには、トラスティを設置せず、担保権が直接社債権者に帰属するとしたものもみられた。しかし、裁判所は、担保権を実行するには、すべての社債権者が実行の申立てに参加しなければならないと判示したため、トラスティを設置して、全社債権者のために担保権を保有させ、その管理・実行を担わせるという実務が進んだといわれる<sup>2</sup>。

後述するように、米国では、トラスティが私益信託の受託者と同様の立場に立ち、同様の義務を負うとは、必ずしも考えられてこなかった<sup>3</sup>。ただ、トラスティが本来は社債権者に帰属すべき担保権を保有し、社債権者のために行為するという点に関するかぎり、トラスティと社債権者の間には、信託の受託者と受益者と同様の関係が認められる。そこで、トラスティという名称が用いられるとともに、社債が信託証書 (trust indenture) に基づいて発行され、その信託証書でトラスティの職務内容や権限も定めるとする実務が普及したものと理解される。現在、こうした実務は、担保付社債の場合にとどまらず、無担保社債の場合にも及んでいる。

(二) 当初、トラスティには個人が就任するのが通例であった。また、社債発行会社の役員がトラスティになる例も少なくなかったが、その背景には、實際上トラスティは担保権の保管人 (stakeholder) にすぎないため、利益相反関係は問題にならず、社債権者が害されることもないと考えられていたという事情があると指摘されている<sup>4</sup>。ところが、やがて社債発行例が増加し、社債発行による資金調達が普及するにつれ、社債発行会社の役員がトラスティになることへの批判が生じて、そうした実務は行われなくなった<sup>5</sup>。さらに、個人のトラスティでは、死亡や行為能力の喪失による不都合が生じることから、1839年以降、銀行などの法人がトラスティになる例もみられるよ

<sup>1</sup> 本報告書の米国法に関する記述については、江頭憲治郎「社債の管理に関する受託会社の義務と責任」同『会社法の基本問題』(有斐閣、2011年、初出1985年)369頁以下、および、岩原紳作「米英における社債管理の受託会社の制度」財団法人資本市場研究会編『大口取引に係る株式委託手数料の自由化について——証券取引審議会作業部会報告一』(資本市場研究会、1993年)121頁以下に負うところが大きい。

<sup>2</sup> ROBERT I. LANDAU & ROMANO I. PELUSO, CORPORATE TRUST ADMINISTRATION AND MANAGEMENT 61 (6th ed. 2008).

<sup>3</sup> 後掲II 2-2 (二) 参照。

<sup>4</sup> Posner, 46 Yale L. J. 737, 738; LANDAU & PELUSO, *supra* note 2, at 61.

<sup>5</sup> *Id.*

うになった。その後、会社の規模の成長とともに、社債発行の規模が大きくなり、社債権者数も増加した結果、ますます社債権者が自らデフォルト時に担保権実行のために行為することが困難となった。そこで、社債権者による訴訟提起が制限されるとともに、トラスティに訴権が集約されることになった<sup>6</sup>。

こうしてトラスティの権限が拡大すると、実務上、信託証書には、各種の免責条項が置かれるようになった。後ほど改めて取り上げるように、免責条項の有効性をめぐって裁判所の見解は分かれたが、多くの裁判所は、信託証書に広範な免責条項を置くことに寛容であった<sup>7</sup>。もっとも他方で、このような実務のゆえに、逆にトラスティの行動に注目が集まった結果、トラスティの役割を見直す動きも生まれることになった。信託証書上にコベナント条項や社債権者保護のための各種の条項を置いたうえで、トラスティにそれらの条項のエンフォースを委ねる実務が現れたのである。こうして 1920 年代後半には、担保付社債の場合か無担保社債の場合かを問わず、トラスティは重要な当事者であると一般に認識されるようになったといわれる<sup>8</sup>。

ただし、上記のような改善された実務が十分には普及したわけではなく、批判の対象になるような例も少なからず残っていた。そして、1929 年大恐慌後のデフォルト事例の激増にともない実施された SEC の調査によって、批判されるべき実務の存在が明らかにされ<sup>9</sup>、それが 1939 年における信託証書法 (Trust Indenture Act of 1939, 以下「1939 年法」という) の制定へとつながるのである<sup>10</sup>。

(三) ともあれ、古くからそうであったように、トラスティがどのような職務を行うのか、また、どのような権限を有するのかは、第一次的には信託証書で定められる。このことは、担保付社債の場合だけでなく、無担保社債の場合であっても異ならない。

このようにトラスティの職務・権限の内容は、信託証書の条項に委ねられるが、以下の点に留意する必要がある。第一に、1939 年法は、信託証書の条項の有無にかかわらず、トラスティに対し、利益相反関係が生じた場合における辞任、あるいは社債権者への定期的な報告など、一定の行為を行うよう要求している。第二に、トラスティは、信託証書および 1939 年法で定められた職務を遂行すれば足りるのか、それとも、それだけでは必ずしも十分ではなく、場合によってはトラスティの責任が認められるのか否かについては、議論がありうる。というのも、これはトラスティがどのような義務を負うのかと関連する問題であり、判例法による規律を受けるところ、裁判所の見解は完全には一致していないからである。

信託証書には、トラスティの責任の制限または免除のための条項も置かれる。ただし、この種の条項についても、やはり 1939 年法は規定を設け、信託証書に別段の定めがないかぎり、一定の条項が置かれるものとみなしたり、あるいは、一定の条項を置くよう強制している。

以下では、これらトラスティの職務・権限、責任の制限・免除に関する規制内容とそれらをめぐ

---

<sup>6</sup> *Id.*

<sup>7</sup> 後掲 II 2-1 (二) 参照。

<sup>8</sup> LANDAU & PELUSO, *supra* note 2, at 62-63.

<sup>9</sup> この SEC の調査結果は、1936 年公表の報告書に纏められている。See SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, REPORT ON THE STUDY AND INVESTIGATION OF THE WORK, ACTIVITIES, PERSONNEL, AND FUNCTIONS OF PROTECTIVE AND REORGANIZATION COMMITTEES PART VI-TRUSTEES UNDER INDENTURES (1936).

<sup>10</sup> 1939 年法制定の経緯については、一般的に藤井俊雄「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 27 号 (1958 年) 125 頁以下参照。

る学説上の議論を概観するが、それに先立ち、まずは 1939 年法の目的と規制の全体像を確認することから始めることにしよう。なお、本章で掲げる条文は、特に断りのないかぎり、すべて 1939 年法のものである。

## 2 1939 年法の目的と規制手法

### 2-1 1939 年法の目的と規制の必要性

(一) 発行総額の大きい社債が発行される場合には、往々にして公募発行の形がとられ、多数の投資者に分散的に社債が保有されることになる。そうした社債権者が多数で、それぞれ小口の権利を有しているにすぎない場合には、社債の管理のコストがそれによって得られる便益を上回るために、何もしないことが合理的であるという事態が生じやすい<sup>11</sup>。また、比較的最近では、アクティビスト・ファンドによる社債投資も行われるようになってきており、それが集合行為問題を緩和している例もみられるが、反面、そうしたファンドは、同一発行会社の他の社債も保有しているのが通例であるうえ、時には社債発行会社の買収を計画していることもあるため、往々にして他の社債権者と利益相反の関係にあるといわれる<sup>12</sup>。このように個々の社債権者がそれぞれ社債の管理を行うインセンティブを持たない場合、あるいは、利益相反関係にある社債権者による戦略的行動の危険がある場合は、まとめて誰か適当な者に管理を委ねさせるのが望ましく、ここにトラスティの設置が求められる理由がある<sup>13</sup>。

(二) もとより、トラスティは単に設置すればよいというものではない。社債権者の利益に適うよう、適切に社債の管理を行わせなければ、トラスティを設置することの意味は乏しくなるし、トラスティの行為を通じた投資リスクの低減を期待する投資者にとっては、むしろミスリーディングであるともいえる。

ところが、1939 年法制定前における米国の実務では、信託証書で、トラスティの責任を広く免除・軽減する旨の条項を置くのが一般的であった<sup>14</sup>。そのような実務は、19 世紀中葉以降におけるトラスティの権限拡大に対応したものであったが、それをさらに後押ししたのが、1858 年 *Sturges v. Knapp*<sup>15</sup> 事件判決である。同判決は、トラスティは私益信託の受託者と同一の立場に立つこと、そ

<sup>11</sup> 1939 年法の制定に際しても、こうした集合行為問題は、社債権者保護のための大きな障害であると認識されていた。See *Trust Indentures, Hearings Before a Subcomm. of the H. Comm. on Interstate and Foreign Commerce, House of Representatives on H.R. 2191 and H.R. 5220, 76th Cong. 224-25 (1939)* (statement of Edmund Burke, Jr., Assistant Director, Reorganization Division of the Securities and Exchange Commission); *Trust Indenture Act: Hearings Before a Subcomm. of the S. Comm. on Banking and Currency on S. 477, 76th Cong. 34-35 (1939)* [hereinafter *Senate 1939 TIA Hearings*] (statement of Edward C. Eicher, Comm'r, Securities and Exchange Commission). そうした認識は、1939 年法の目的規定(後掲 I 2-1 (二) 参照)にも反映されている。See also Steven L. Schwarcz, *Sovereign Debt Restructuring: A Bankruptcy Reorganization Approach*, 85 CORNELL L. REV. 956, 1004-05 (2000).

<sup>12</sup> Memorandum from Members of the ABA Business Law Section Comm. on Trust Indentures and Indenture Trs. to Doneene Damon, Comm. Chair 1-5 (July 26, 2007), cited in Steven L. Schwarcz and Gregory M. Sergi, *Bond Defaults and the Dilemma of the Indenture Trustee*, 59 ALA. L. REV. 1037, 1038 (2008).

<sup>13</sup> こうした社債管理者の存在意義については、わが国でも同様の認識が示されている(藤田友敬「社債の管理と法」公社債引受協会『公社債市場の新展開』(東洋経済新報社, 1996 年) 337-339 頁参照)。

<sup>14</sup> See *Dabney v. Chase Nat'l Bank*, 196 F.2d 668(2d Cir. 1953).

<sup>15</sup> *Sturges v. Knapp*, 31 Vt 1 (1858).

れゆえ、信託証書上の明文の条項に基づく義務に加えて、裁判所の解釈に基づく信託義務を負う旨を判示したため、実務上、信託証書に各種の免責条項が置かれることになった<sup>16</sup>。たとえば 1936 年 SEC 報告書によると、1900 年以前に発効したのものから 1931 年以降に発効したのものまで、422 件の信託証書を調査したところ、重大な過失または故意による不正行為 (gross negligence or willful misconduct) の場合を除いて、責任を負わないとする条項は、約 92% の信託証書 (388 件) に置かれていた<sup>17</sup>。また、一定割合の社債権者から公式な通知がない限り、トラスティは、たとえデフォルト事由の発生を知っていたとしても、知らないとみなされるとする条項 (いわゆる ostrich 条項) は、63% の信託証書 (266 件) に置かれていたとされる<sup>18</sup>。後述するように、デフォルト前におけるトラスティの職務はもっぱら事務的なものに限定されるのが通例であり<sup>19</sup>、デフォルト時またはデフォルト後の職務の重要性が大きいことに鑑みると、かかる ostrich 条項にはトラスティの責任を大きく軽減させる効果が期待できることになる<sup>20</sup>。

問題は、こうした免責条項の有効性である。この問題につき、前述した *Sturges v. Knapp*<sup>21</sup> 事件判決に照らすと、むしろ免責条項の有効性は制限されるべきようにみえる。というのも、仮に上記のような免責条項が有効であるとすると、トラスティに対し裁判所の解釈に基づく信託義務を負わせることは困難になるからである。換言すれば、同判決のように、トラスティに対し、信託証書の明文の規定による義務に加えて、裁判所の解釈に基づく信託義務を負わせることは、実質的にみて、裁判所が信託証書上の条項の内容 (当事者の契約内容) に介入するのと変わらない。そうであれば、裁判所は免責条項の内容にも介入すべきであり、裁判所の解釈に基づく信託義務の内容に抵触するような免責条項は無効とすべきことになりそうである。

しかし、実際には多くの裁判所が、社債権者とトラスティは信託の関係に立つといっても、契約内容にかかわらず受益者に対して高度の職務を果たし、厳格な義務を負う私益信託の場合とは大きく異なるとしたうえで、信託証書上の免責条項に寛容な立場をとったのである<sup>22</sup>。また裁判所のなかには、1936 年 *Hazzard v. Chase National Bank* 事件判決のように、トラスティは本質的に保管人 (stakeholder) にすぎず、その職務・義務の内容はすべて信託証書で定めるところによると判示するものさえみられた<sup>23</sup>。こうした考え方によれば、トラスティの免責条項はほぼ無制約に認められることになる。そこで、こうした実務を是正するため、1936 年 SEC 報告書による勧告をうけて制定されたのが 1939 年法である<sup>24</sup>。

(三) 1939 年法は、その第 302 条において、「一定の場合」には、公募されるノート (notes) ・担

<sup>16</sup> Posner, *The Trustee and the Trust Indenture: A Further Study*, 46 YALE L.J. 737, 739 (1937).

<sup>17</sup> SEC, *supra* note 9, at 125.

<sup>18</sup> SEC, *supra* note 9, at 37. 定められる社債権者の割合 (金額ベース) としては、10%以下が 114 件で最も多いが、21%-30%も 102 件みられる。Id. at 37 n. 106.

<sup>19</sup> 後掲 II 2-2 (三) 参照。

<sup>20</sup> See Posner, *supra* note 16, at 763.

<sup>21</sup> *Sturges*, 31 Vt at 1.

<sup>22</sup> 後掲 II 2-2 (二) 参照。

<sup>23</sup> *Hazzard v. Chase Nat'l Bank*, 287 N.Y.S.2d 541 (N.Y. Sup. Ct. 1936), *aff'd*, 257 App. Div. 950, 14 N.Y.S.2d 147 (1939), *aff'd*, 282 N.Y. 652, 26 N.E.2d 801, *cert. denied*, 311 U.S. 708 (1940). 同判決の詳細については、江頭・前掲 (注 1) 394 頁注 43 参照。

<sup>24</sup> *Hazzard* 事件判決において、Rosenman 判事も、トラスティの責任を限定する判示をする一方で、立法の必要性を訴えていた。Hazzard, 287 N.Y.S.2d at 571.

保付社債 (bonds)・無担保社債 (debentures)・債務証書 (evidences of indebtedness) および上記のものに対する権利・参加を表示する証書に関する国家公共の利益, および投資者の利益が損なわれること (第 1 項), それゆえ, かかる「一定の場合」における慣行を排除する必要があること, そして, そうした方針に基づいて同法の全規定の解釈が行われるべきこと (第 2 項) を規定することで, 同法による規制の必要性を明らかにしている。

それでは, トラスティに関して, 同法が排除すべきとする「一定の場合」の慣行とは, どのようなものを指すのであろうか。それは, 以下のような場合である (302 条 1 項)。(1) 投資者の権利を保護し, 主張し, かつその利益を代表するトラスティを, 社債発行会社が任命しない場合。(2) 投資者の権利保護および主張に関連する事項に関し, トラスティが十分な権利・権限または十分な義務・責任を有しない場合。すなわち, 投資者が協調行動をとることに障害が存在し, かつ, トラスティが, 受諾した義務に基づいて, 投資者の権利の保護および実現のために行為するであろうと投資者が推測することが一般的かつ合理的であるにもかかわらず, 信託証書が, (A) トラスティは, デフォルトの場合においても, 相当部分の社債権者からデフォルトに関する通知, トラスティの行動開始要求および補償を受けないかぎり, いかなる行為をも行う義務がない旨を一般的に規定し, かつ, (B) トラスティに対し, その過失行為または行為の懈怠に対してさえ責任を一般的に免除している場合。(3) トラスティが, 自己の責任に相応した資力を有しない場合, または社債発行会社または社債発行会社のいずれかの証券の引受人と関係を有し, もしくは関連があり, もしくは利益分配を受けるなどの利害関係を有し, かつその関係・関連または利害関係の内容が投資者の利益と著しく相反している場合。(4) 社債発行会社が, その財政状態に関して, および信託証書に基づく債務の履行に関して, トラスティおよび投資者に対し, 常時十分な情報を提供すべきことを義務づけられていない場合。そして, (5) 信託証書が, 通常, 当該信託証書に基づいて発行される証券の公募に先立ち, 社債発行会社または引受人によって作成されるという事実により, 投資者がその作成に参加することが不可能であり, しかも, 情報の理解不足のために, このような投資者が上記の諸欠陥を是正することがいずれにせよ不可能であると考えられる場合, である。

(四) 既述のように, トラスティの職務内容や責任は, 第一次的には, 信託証書の規定に委ねられている。ただし, 上記のような 1939 年法の目的規定にも反映されているように, 信託証書で, 必ずしも社債権者の利益保護のために必要な内容が定められるとは限らないために, 規制が必要とされることになる。そこには, 以下のような背景事情を窺うことができる。

第一に, 上記 (5) にみられるように, 信託証書の作成は, 社債発行会社と引受人 (引受証券会社) によって行われるのが通例である。このことは, 社債権者の利益を代表する立場の者が信託証書の作成に関与しないことを意味するといわれる<sup>25</sup>。社債権者の利益を適切に代表できる者がいるとすれば, それはトラスティであろうが, 実務上は, 社債を発行する直前の段階において発行会社がトラスティを選任する。この段階では, 社債権者はまだ存在せず, トラスティは社債権者に義務を負っているとは感じていないし, 社債権者を代表しているという感覚も薄いとされる<sup>26</sup>。また,

<sup>25</sup> 江頭・前掲 (注1) 373 頁。

<sup>26</sup> Efrat Lev, *The Indenture Trustee: Does It Really Protect Bondholders?*, 8 U. MIAMI BUS. L. REV. 47, 75 (1999).

後述するように<sup>27</sup>、そもそもデフォルトの発生前の段階では、トラスティは、信託証書に特に明示された義務の履行を除いて、責めを負わないと理解されているが、信託証書において、当該信託証書の作成に関する義務が定められることは考え難い。その結果、たとえトラスティが信託証書の作成に何らの貢献をしなかったとしても、そのことがトラスティの責任に結びつくことはないから、その意味でも、トラスティには社債権者のために信託証書の内容を改善しようとするインセンティブはないといえる<sup>28</sup>。

第二に、市場の規律付けにもあまり期待できないという事情も窺える。本来的には、トラスティの広範な免責条項が置かれるなど、トラスティの職務内容・責任に関する信託証書の内容が社債権者にとって問題のあるものであれば、投資者は当該信託証書に基づく社債を購入しないという行動をとれば良いだけであるし、仮に購入するとしても、低い価格でしか購入しないという行動をとると考えられる。これを投資者の側からみると、トラスティの広範な免責条項が置かれているために、トラスティの適切な活動が期待できず、それゆえ投資リスクが比較的大きいとしても、その分、低い価格で購入できて、比較的大きなリターンを得られるのだから、直ちに害されることにはならないはずである。また、社債発行会社や引受証券会社も、そうした投資者の行動を予測すれば、信託証書の作成に際しても、一方的にトラスティの職務内容や義務・責任を限定することはしないであろう。したがって、このような市場の規律付けが働くのであれば、社債権者保護のために、法が信託証書の内容に介入する必要はないようにもみえる<sup>29</sup>。

しかし、それにもかかわらず、現実には法が介入していることは、こうした市場の規律付けが十分に働かないことを示唆する。考えられる最大の理由は、信託証書の内容が、社債の発行価格に完全には反映されないことであろう。トラスティの免責条項に関する実証研究は見当たらないため<sup>30</sup>、参考までに、コバナンツ条項に関する幾つかの実証研究を紹介すると、以下のとおりである。たとえば、第一に、Leland Crabbe は、1988年11月から1989年12月の間に発行された社債につき、会社が第三者に買収され、相当額の配当を支払うか、大規模な自己株式取得を行った後、社債の格付けが下がった場合において社債権者を保護するための条項 (super poison put covenant) の有無と、社債の発行価格との相関関係を分析した。それによると、かかる条項が定められている社債の場合には、定められていない社債と比べて、発行会社が支払う利率は平均で 0.24% 小さいとされる<sup>31</sup>。第二に、Brauer は、Sunshine Mining 社が発行した二つの社債に着目する研究を行った。これら二つの社債は、他の条件は同一でありながら、一方には配当制限条項が定められているのに、他方には定められていないという違いがあったからである。結果は、前者の市場価格は後者と比べて 2.3% 低いというものであった<sup>32</sup>。第三に、Roberts & Viscione は、償還の優先順位および担保権に関する

<sup>27</sup> 後掲II4-2 参照。

<sup>28</sup> ただし、実務上、トラスティが信託証書の作成に全く関与しないわけではなく、信託証書上の各条項が適切に機能するか、あるいは1939年法に適合しているかなどをレビューする役割を果たすのが通例であるといわれる。Richard B. Smith, Stephen H. Case & Francis J. Morison, *The Trust Indenture Act of 1939 Needs No Conflict of Interest Revision*, 35 Bus. Law. 161, 170 (1979).

<sup>29</sup> 藤田・前掲(注13) 340頁参照。

<sup>30</sup> これは、実務上、信託証書におけるトラスティの免責条項が定型化され、免責条項の内容に大差がないために、免責条項の内容が社債の発行価格に反映するかといった実証研究の対象になりにくいからであると推測される。

<sup>31</sup> Leland Crabbe, *Event Risk: An Analysis of Losses to Bondholders and "Super Poison Put" Bond Covenants*, 46 J. FIN. 689 (1991).

<sup>32</sup> Gregory A. Brauer, *Evidence of the Market Value of Me-First Rules*, FIN. MGMT., Spring 1983, at 11.



コベナントの有無と社債の市場価格の相関関係を分析した。その結果、かかるコベナントが定められている場合は、発行会社の業種によるが、定められていない場合と比べて、0.28%から0.45%投資リターンが低いことが明らかにされた<sup>33</sup>。

このように実証研究の結果をみると、コベナント条項の有無と社債の市場価格との間に相関関係が認められる。しかし、上記の研究結果は、いずれも信託証書の他の条項、とりわけトラスティの職務内容や義務・責任に関する条項の場合にまで一般化するのは妥当でないと考えられる。というのも、まず上記第一の研究は、敵対的買収ブームで、投資者が当該コベナントに特別な注意を払っていた時期に行われたものであるし、第二の研究は、たった二つの社債について一つのコベナントにだけ着目したものであって、対象が非常に狭いといえる。第三の研究にしても、一般に最も重要であると考えられているコベナント条項に着目したものであるため、やはり信託証書の他の条項については妥当しない可能性が小さくないからである<sup>34</sup>。

もし情報のなかに、証券の市場価格に反映しやすいものと反映しにくいものがあるとするれば、トラスティの職務内容・責任に関する信託証書の条項は、比較的反映しにくい情報であって、市場の規律付けが働きにくいと考えられる<sup>35</sup>。実際、社債の価格への反映は、格付けを通じて行われることが考えられるが、格付けの実務でも、担保付かどうか、他の負債に劣後するかどうかに関する条項は考慮されるのに対し、トラスティの職務内容・責任に関する条項を含む他の条項は、ほとんど考慮されていないようである<sup>36</sup>。さらに、信託証書の記載が非常に長く複雑であり、投資者が内容を把握しにくいことも問題であると指摘されている<sup>37</sup>。

1939年法がトラスティの職務や責任につき、私的自治に完全に委ねるのではなく、信託証書の内容に介入していることには、上記のような事情が影響していると考えられる。

## 2-2 1939年法上の規制の概要と基本的な立場

(一) 1939年法の適用対象は、もっぱら証券の種類および、発行総額または未償還元本総額によって画される。まず対象となる証券の種類は、ノート (notes) ・担保付社債 (bonds) ・無担保社債 (debentures) ・債務証書 (evidences of indebtedness) および上記のものに対する権利・参加を表示する証書 (304条 (a) (1)) である。ただし、合衆国財務省証券や地方債など、1933年証券法の適用除外証券 (1933年証券法3条 (a) (2) ~ (a) (8) ・ (a) (11) ・ (a) (13)) には、1939年法も適用されない (304条 (a) (4))。また、それら以外の証券であっても、信託証書によらない方法で発行される証券で、しかも1933年証券法の適用が除外される少額発行の場合 (1933年証券法3条 (b))、すなわち、連続する12ヶ月内において同一発行会社の発行する元本合計額が500万ドル<sup>38</sup> 以下の場合には、やはり1939年法は適用されない (304条 (a) (8))。さらに、信託証書に基づく

<sup>33</sup> Gordon S. Roberts & Jerry A. Viscione, *The Impact of Seniority and Security Covenants on Bond Yields: A Note*, 39 J. FIN. 1597 (1984).

<sup>34</sup> Marcel Kahan, *The Qualified Case Against Mandatory Terms in Bonds*, 89 Nw. U.L. REV. 565, 579-580 (1994).

<sup>35</sup> 藤田・前掲 (注13) 340頁参照。

<sup>36</sup> Kahan, *supra* note 34, at 592-593.

<sup>37</sup> See Lev, *supra* note 26, at 63-65.

<sup>38</sup> 17 CFR 260.4a-1.

証券であるが、合計元本額が常時 1000 万ドル以下になるよう信託証書で制限されており、かつ、連続する 36 ヶ月内において同一発行会社の発行する元本合計額が 1000 万ドル<sup>39</sup>以下の場合にも、1939 年法は適用されない (304 条 (a) (9))。

1939 年法が適用される場合には、法定の資格要件を満たすトラスティの設置が強制されるが、トラスティがどのような職務を行うのかは、第一次的には信託証書に定められるところによる。そのことを前提に、1939 年法は、トラスティの職務内容・権限に関する規定を置いているほか、義務・責任に関する規定も用意しているが、それらの規定の基礎には、トラスティの職務はデフォルトの前後で異なるとする考え方を窺うことができる。これには、以下のような議論が関係している。

(二) そもそもトラスティは、発行会社や社債権者とのような関係に立つのであろうか。私益信託における受託者と同様の立場に立つのか、それともモーゲッジの場合と同じなのか。あるいは、契約で定められたとおりの関係に立つにすぎないのか。これは、信託証書の法的性質は何かという問題でもある。

少なくとも 1939 年法制定以前、最も有力であったのは、1860 年 *Ashurst v. Montour Iron Co.* 事件判決<sup>40</sup>でペンシルヴァニア州最高裁が示したような考え方であるとされる<sup>41</sup>。すなわち、社債発行会社とトラスティは、モーゲッジ・ベースの関係に立ち、一方が担保権者で、他方が担保権設定者となる。ただし、社債権者も信託証書による契約の当事者であり、社債権者とトラスティの間では、信託証書は信託以外の何者でもないとする考え方である<sup>42</sup>。

こうした考え方を素直に当てはめれば、前述の *Sturges v. Knapp*<sup>43</sup> 事件判決が判示するように、トラスティは私益信託の受託者と同様の立場に立ち、それゆえ信託証書の明文の規定による義務に加えて、裁判所の解釈に基づく信託義務を負うことになりそうである。実際、1899 年 *Frishmuth v. Farmers' Loan & Trust Co.* 事件判決でも、トラスティは信託証書の条項とは無関係に、当事者間の信託関係から生ずる完全なる信託義務を負うと判示された<sup>44</sup>。同事件では、最終的には無価値であることが判明した、負債の担保として供された財産の価値につき、トラスティが検査を行わなかったことが問題とされた。信託証書では財産の検査義務は規定されておらず、広範な免責条項が設けられていたが、裁判所は、トラスティの義務は、信託証書で定められたものにとどまらないとして、トラスティの義務違反を認めたのである<sup>45</sup>。

しかし、1939 年法制定前の裁判例の大半は、社債権者とトラスティは信託の関係に立つといても、契約内容にかかわらず受益者に対して高度の職務を果たし、厳格な義務を負う私益信託の場合とは、大きく異なると解していた。そして、そのことを理由に、裁判例の多くは、信託証書にトラスティの広範な免責条項を置くことにも寛容であった<sup>46</sup>。さらに、裁判所のなかには、1936 年

---

<sup>39</sup> 17 CFR 260.4a-3.

<sup>40</sup> *Ashurst v. Montour Iron Co.*, 35 Pa. 30, 43 (1860).

<sup>41</sup> *Lev, supra* note 26, at 60.

<sup>42</sup> *Ashurst*, 35 Pa. at 43.

<sup>43</sup> *Sturges*, 31 Vt at 1.

<sup>44</sup> *Frishmuth v. Farmers' Loan & Trust Co.*, 95 F. 5, 8 (S.D.N.Y. 1899).

<sup>45</sup> *Id.*

<sup>46</sup> See Martin D. Sklar, *The Corporate Indenture Trustee: Genuine Fiduciary or Mere Stakeholder?*, 106 BANKING L.J. 42, 50 (1989).

Hazzard 事件判決のように、トラスティは本質的に保管人 (stakeholder) にすぎず、その職務・義務の内容はすべて信託証書で定めるところによると判示するものもあったのは既述のとおりである<sup>47</sup>。

このように裁判所の見解は分かれていたために、1939年法の制定に際しては、どのような立場を採用すべきかが問題になった。1936年に公表されたSECの報告書では、トラスティはもはや単なる保管人 (stakeholder) や書記であることは許されないため、デフォルト発生の前後を問わず、投資者の利益が害されないよう、能動的なトラスティに生まれ変わる必要があるとする考え方が示されている<sup>48</sup>。そのうえでSECは、トラスティに対し、私益信託の場合の受託者の地位に法律上課される程度の注意と勤勉さを尽くす義務を負わせることを勧告した<sup>49</sup>。

しかし、こうしたSECの勧告に対しては、主に経済界からの強い反対論が主張された。とくに反対の強かったのは、デフォルト前に厳格な義務を課す点であった。なぜなら、仮にデフォルト前においてまで厳格な義務が課されると、トラスティは社債発行会社の経営にまで関与することが求められて、責任も際限なく広がる可能性があるからである。仮にそうなれば、トラスティの成り手は少なくなるであろう。また、当時のトラスティの報酬は、私益信託の受託者の報酬に比べて著しく少額であったので、厳格な義務に見合わないし、見合うように報酬が高騰すると、かえって投資者のためにならないとも主張された。さらに、1939年法制定前に批判の対象になったのは、主にデフォルト発生後のトラスティの行動であったから、その意味でも、デフォルト発生前に厳格な義務を課する必要は小さいとする主張もみられた<sup>50</sup>。

(三) 結局、1939年法が採用したのは、デフォルト発生の前後で、トラスティ規制のための規定内容を変えるという立場であった<sup>51</sup>。すなわち、1939年法上、トラスティは、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、自己の故意による不正行為 (its own willful misconduct) については、責任を免れないのが原則である (315条 (d) 本文)。そのうえで同法は、デフォルト発生後における作為・不作為に関してのみ、その過失の有無の判断基準として、私益信託の場合と同様の厳格な基準 (prudent man rule) を定めている。また1939年法上、トラスティの行為がデフォルト発生前であるか発生後であるかを問わず、信託証書には、トラスティがその責任あるオフィサー (responsible officer)<sup>52</sup>によって誠実に (in good faith)

<sup>47</sup> Hazzard, 287 N.Y.S.2d at 541.

<sup>48</sup> SEC, *supra* note 9, at 70.

<sup>49</sup> *Id.* at 100.

<sup>50</sup> See Talcott M. Banks, *Indenture Securities and the Barkley Bill*, 48 YALE L.J. 533, 588-89 (1939); Frederica R. Obrzut, *The Trust Indenture Act of 1939: The Corporate Trustee as Creditor*, 24 UCLA L. REV. 131, 131-32 (1976); John P. Campbell & Robert Zack, *Put a Bullet in the Poor Beast, His Legs Are Broken and His Use Is Past. Conflict of Interest in the Dual Role of Lender and Corporate Indenture Trustee: A Proposal To End It in the Public Interest*, 32 BUS. LAW. 1705 (1977); Henry F. Johnson, *The 'Forgotten' Securities Statute: Problems in the Trust Indenture Act*, 13 U. TOUL. L. REV. 92, 93-96 (1981).

<sup>51</sup> Posner もデフォルト発生前後でトラスティの義務を区別し、デフォルト発生前のトラスティはもっぱら受動的な行動をとるにすぎないが、デフォルト発生後は社債権者の権利の実現のために多様な行動をとることが必要であると主張していた。Posner, *Liability of the Corporate Trustee*, 42 HARV. L. REV. 198, 203-04 (1928).

<sup>52</sup> 1939年法上、「責任あるオフィサー」の定義規定は置かれていない。そこで実務上、信託証書にかかる定義規定が設けられており、たとえばトラスティの取締役会会長、社長、総務担当オフィサー、財務担当オフィサー、内部監査人など、相当広範囲の者が「責任あるオフィサー」に該当するとされている。See AMERICAN BAR FOUNDATION, COMMENTARIES ON MODEL DEBENTURE INDENTURE PROVISIONS 1965, MODEL DEBENTURE INDENTURE PROVISIONS ALL REGISTERED ISSUES 1967, AND CERTAIN NEGOTIABLE PROVISIONS WHICH MAY BE INCLUDED IN A PARTICULAR INCORPORATION INDENTURE § 1-1 (B) (1971).

なされた判断の誤りに基づく責任から免れる旨の条項を置くことは許されるが (315 条 (d) (2)), デフォルト発生前の行為については、信託証書により広範な免責条項を置くことが認められている (315 条 (d) (1))。

さらに 1939 年法は、トラスティが社債権者と利益相反関係に立つ場合には、利益相反関係を解消するか、さもなければトラスティを辞任するよう求めているが、その場合でも、デフォルト発生前であれば辞任をする必要はないとされている。その一つの論拠は、デフォルト発生前のトラスティの職務は事務的なものに限定されるため、社債権者との利益相反関係が問題になりにくいとする考え方である。実際、1939 年法は、一定の職務をトラスティに要求しているが、デフォルト発生前については、社債権者の名簿の管理 (312 条) や社債権者への定期的な報告 (313 条) など、もっぱら事務的な職務を規定するにとどまっている。

このように 1939 年法上、トラスティの職務・責任は、デフォルトの発生前と後で異なる。そのため、何がそこでいうデフォルトに該当するかが重要になるが、この点について、1939 年法はデフォルトの定義規定を置くことなく、各信託証書の定めに委ねている。そして、一般に、デフォルトとは期限の利益喪失事由を指すと解されていることから<sup>53</sup>、実務上は、そうした解釈を前提に、信託証書で期限の利益喪失事由を規定したうえで、そうした事由の発生をもってデフォルトの発生とみなすという取扱いがなされている<sup>54</sup>。

### 3 トラスティの設置強制と利益相反の防止

#### 3-1 トラスティの設置強制と資格要件 (eligibility)

(一) 1939 年法の適用がある社債が発行される場合には、一定の権限を有し、責任を負うトラスティが設置されなければならない。設置されるトラスティのうち、少なくとも 1 名は、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され、事業を営んでいる法人でなければならない (310 条 (1))。1939 年法上、こうした法人は、機関トラスティ (institutional trustee) と呼ばれる。

機関トラスティは、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き、社債等の受託権限を与えられ、当局の監督および検査に服するものでなければならない (310 条 (1) (A) (B))。また、機関トラスティは、常時、信託証書で指定される最低 15 万ドル以上の自己資本 (資本金と剰余金の合計) を有している必要がある。ただし、機関トラスティが、法律または監督・検査当局の要求に従って、少なくとも毎年営業報告書を公表する場合は、公表される最新の営業報告書中の自己資本をもって、上記の自己資本とみなす旨を、信託証書で規定することができる (310 条 (2))。

機関トラスティのほか、トラスティを設置する場合は、かかる共同トラスティのうちの 1 名に与えられた権利、権能、義務および責任は、機関トラスティまたは共同トラスティの全員に与えら

<sup>53</sup> *Id.* § 6-1.

<sup>54</sup> *See Id.*

れ、または課されるものとみなされる (310 条 (a) (3))。

権利または参加を表示する証書の場合には、トラスティ (以下、単に「トラスティ」というときは、機関トラスティおよび共同トラスティの両者を含む) は、当該証書により権利または参加が証明されている証券の保有者が有すべき権利、権能および特権の全てを行使することができる (310 条 (a) (4))。

(二) 社債発行会社は、自らが発行する社債に係るトラスティになることは許されない (310 条 (a) (5))。なぜなら、仮にそれを認めると、トラスティが社債権者の利益よりも自社 (社債発行会社) の利益を優先する危険が大きいからである。同様に、社債発行会社を直接的または間接的に支配する者 (親会社)、または、社債発行会社とともに共通の支配下にある者 (兄弟会社) も、当該発行会社が発行する社債に係るトラスティになることはできない (310 条 (a) (5))<sup>55</sup>。

(三) かつてトラスティに就任するのは、社債発行会社と取引がある商業銀行が大半であるといわれた。しかし、そうした状況には変化がみられる。たとえば投資適格債のトラスティについては、2000 年の時点で、発行額を基準としたシェアをみると、トップ 3 は JP モルガン (41.2%)、バンク・オブ・ニューヨーク (23.5%)、シティバンク (11.4%) であり、このうち商業銀行業務が中心なのはシティバンクだけである。また、2008 年の状況をみても、トップ 3 は、バンク・オブ・ニューヨーク (63.8%)、ドイツ銀行 (12.6%)、US バンコープ (11.6%) となっている。さらに、トラスティ業務を専業とする会社のシェアも少しずつ拡大してきている<sup>56</sup>。こうした状況の変化には、後述するように、1990 年改正後はトラスティが社債発行会社の債権者になる場合には利益相反関係があるものとみなされること、近年社債のデフォルトの事例が増えていることが影響しているといわれる<sup>57</sup>。

(四) なお、トラスティの設置強制については、異論がないわけではない。1990 年代半ばに連邦議会が 1939 年法の再改正を検討した際にも、1939 年法制定時と異なり、機関投資家による社債保有の割合が増加している状況では、もはや設置強制は不要であると主張する見解がみられた。その論拠は、社債の信用リスクが小さい場合など、トラスティ設置の費用が便益を下回る場合もあるから、一律的な設置強制はすべきでないし、他方、トラスティが必要であると考えられる場合には、機関投資家の要求によってトラスティが置かれることになるから、やはり設置強制は不要であるというものであった<sup>58</sup>。また、学説上も、トラスティの権限を強化し、現状よりも大きな役割を担わせるべきとしたうえで、そうなると設置コストが増加するため、トラスティを設置するかどうかは個々

<sup>55</sup> こうした資格要件は、もともとは「利益相反関係にあるとみなされる場合」として規定されていたが、1990 年改正の際に、資格要件として規定されることになった (後掲 II 3-2-2 (二) 参照)。

<sup>56</sup> 吉川浩史＝磯部昌吾「米国における社債権者保護の仕組みとわが国への示唆」資本市場クォーターリー 2010 年春号 58 頁。

<sup>57</sup> 吉川＝磯部・前掲 (注 56) 57-59 頁。

<sup>58</sup> See *Capital Markets Deregulation and Liberalization Act of 1995: Hearing on H.R. 2131 Before the Subcomm. on Telecommunications and Finance of the H. Comm. on Commerce, 104th Cong. 89* (statement of Morey W. McDaniel, an indenture practitioner; 1995).

の発行会社に委ねるべきとする見解も主張されている<sup>59</sup>。ただし、こうした主張は例外的であり、現在でも、トラスティの設置強制を維持すべきであるとする見解が大勢を占めているように見受けられる。

## 3-2 トラスティの利益相反の防止

### 3-2-1 全体像

(一) 上記の資格要件を満たす者がトラスティに就任した場合でも、就任後に、社債権者との間に利益相反関係が顕在化した場合には、トラスティとしての職務の遂行を十分に期待することができない。このことは、既述のように、1939年法制定前の経験からして明らかであった。

そこで、1939年法は、信託証書において、以下のことを定めるよう要求している(310条(b))。すなわち、トラスティは、社債権者との間で、「利益相反関係」を有するか、または有することになる場合には、そのことを確認した後90日以内に、その利益相反関係を解消するか、または辞任しなければならないことである。辞任する場合、社債発行会社は、信託証書で定められた方法により後継のトラスティを選任するための手続をとらなければならない(310条(b)(i))。問題は、どのような場合に「利益相反関係」を有するとされるかであるが、この点については、後述する。

(二) なお、トラスティの辞任は、後継のトラスティが選任され、かつその者が就任を受諾したときに効力を生じるものとされている(310条(b))。そのことは、利益相反関係のゆえに辞任が要求される場合だけでなく、トラスティが任意に辞任する場合も同様である<sup>60</sup>。このように辞任の効力発生時期が後継者の就任時とされているのは、さもないと、トラスティの辞任後、後任者の就任までの間、トラスティが不在の状況が生じる危険があるからである。

(三) もしトラスティが「利益相反関係」を有するにもかかわらず、利益相反関係の解消も辞任もしない場合には、当該トラスティは、上記90日の期間経過後10日以内に、313条(c)項所定の方法(郵便)で、同項所定の範囲の社債権者に対し、不履行の通知を送付しなければならない(310条(b)(ii))。そして、6ヶ月以上信託証書よって発行された証券を善意で所有している社債権者は、書面により、トラスティが上記の行動をとるよう要求し、トラスティが要求に従わないときは、315条e項に従い、自己または同様の立場にあるすべての社債権者のために、管轄裁判所に対してトラスティの解任および後継トラスティの選任の申立てをすることができる(310条(b)(iii))。

それでは、トラスティが「利益相反関係」を有するために辞任等の行動を求められる、その「利益相反関係」とはどのようなものか。1939年法は、利益相反関係の定義規定を設けていない。その代わりに、(1)当該信託証書よって発行された証券がデフォルトの状態にあることを前提に、(2)

<sup>59</sup> Yakov Amihud, Kenneth Garbade & Marcel Kahan, *A New Governance Structure for Corporate Bonds*, 51 STAN. L. REV. 447, 470-480 (1999)。この主張の詳細については、森まどか「財務上の特約と社債管理者の約定権限」同『社債権者保護の法理』(中央経済社、2009年、初出1999年)122頁以下参照。

<sup>60</sup> このことは、1990年改正で明文化された。1990年改正の内容については、全般的に、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1256号(1991年)16頁以下・1257号(1991年)25頁以下参照。

利益相反関係を有するとみなされる場合として、一定の場合を列挙している。以下、順次みていこう。

### 3-2-2 デフォルトの状態にあることという前提条件

(一) 後述するように、1939年法は、「利益相反関係を有するとみなされる」場合を列挙しているが、そうした場合でも、常にトラスティが利益相反関係があるとみなされ、辞任等が要求されるわけではない。というのも、1939年法上、利益相反関係を有するとみなされるのは、上記の場合に該当し、かつ、当該信託証書によって発行された証券がデフォルトの状態にある場合に限られるからである(310条(b)(i))。換言すれば、たとえ「利益相反関係を有するとみなされる」場合に該当するときでも、デフォルトが発生するまでの間は、トラスティは辞任等の行動を猶予されるといえる。何をもってデフォルトとするかは、信託証書に規定されるところによるが、脱法を防ぐため、信託証書中にデフォルトに係る猶予期間や通知所要期間に関する定めがあっても、それらの定めは上記のこととの関係では適用されないとされている(310条(b)(i))。

このように利益相反関係を有するとみなされる場合に該当し、しかも、当該信託証書によって発行された証券がデフォルトの状態に陥った場合に初めて、トラスティは90日以内に利益相反関係を排除するか、さもなくば辞任するよう求められる。ただし、その場合でも、いずれにせよトラスティは90日間は職にとどまることが許されるのだから、もし当該期間内にデフォルトが治癒されるか、または正式の権利放棄その他の事由によって解消される場合には、辞任等を求める必要はないといえる。そこで、1939年法は、かかる旨も明文で規定している(310条(b)(i))。

(二) それでは、このようにデフォルトの状態にある場合に限って、トラスティに辞任等が求められるのはなぜであろうか。実は、1990年改正前、1939年法は、デフォルトの状態にあるかどうかを問わず、「利益相反関係があるとみなされる」場合に該当すれば、トラスティに当該関係の解消または辞任を要求していた。ところが、デフォルトが発生する前の段階では、トラスティの職務内容は、社債権者名簿の管理や利息の支払い、社債権者への定期的な報告など、事務的なものに限られるのが通例である<sup>61</sup>。しかも、その段階では、社債権者間の利害対立は現実化していないと考えられるため<sup>62</sup>、たとえばトラスティが同一発行会社の別の信託証書に基づいて発行された別の社債のトラスティになっている場合でも、トラスティが一方の社債の社債権者の利益を他方の社債の社債権者の利益に優先させるための行動をとる危険は比較的小さいといえる。また、たとえばトラスティが同一発行会社の別の信託証書に基づいて発行された別の社債の引受人になっている場合のように、トラスティと社債権者との間に利益相反関係があるとされる場合でも、デフォルトの発生前は、その利益相反関係は潜在的なものにすぎず、現実化していないと考えれば、トラスティが社債権者の犠牲において自己の利益を図ろうとする危険も同じく小さいことになる。1939年法制定前に問題

<sup>61</sup> 後掲II 4-2 参照。

<sup>62</sup> See Michael V. Campbell, *Implications of the Trust Indenture Reform Act of 1990 Breathing New Life into the Trust Indenture Act of 1939*, 11 ANN. REV. BANKING L. 181, 205 (1992).

となったトラスティの行動をみても、その多くはデフォルト発生後に行われたものであった<sup>63</sup>。そこで、1990年改正が行われ、利益相反関係を有するとみなされる場合に該当し、しかも、当該信託証書によって発行された証券がデフォルトの状態に陥った場合に初めて、トラスティは90日以内に利益相反関係の排除または辞任が強制されることに改められたのである。

なお、1990年改正前は、トラスティが利益相反関係を有するものとみなされる場合として、下記に掲げる場合のほか、社債発行会社またはその親会社・関連会社が当該社債に係るトラスティになる場合を挙げていた。ところが、そのような場合は、利益相反の危険が著しいために、社債がデフォルトの状態にあるかどうかを問わず、常に規制対象にすべきであると考えられる。そこで、1990年改正にともない、そうした場合については、利益相反関係があるとみなされる場合に該当するという規定方式ではなく、そもそもトラスティになること自体が許されない場合として、つまりトラスティの資格要件として規定されることになった(310条(a)(5))<sup>64</sup>。

(三) ただし、以上のような1939年法の立場には、学説上の批判も少なくない。改めて同法の立場の根拠を確認しよう。同法がデフォルト発生をもって利益相反関係の作動点とするのは、トラスティのデフォルト前の役割が事務的なものであること、および、デフォルト発生前には社債権者の利益が害されないことを根拠としていた。しかし、1939年法に批判的な学説は、そうした二つの前提のいずれにも問題があるとする。つまり、デフォルト発生前でも社債権者の利益は害されうるとしたうえで、それゆえ、デフォルト発生前におけるトラスティの役割も重視すべきであって、そのような観点からは、1939年法の立場は妥当でないと批判するのである<sup>65</sup>。

そして、学説がデフォルト発生前でも社債権者の利益は害されうるとするのは、以下の理由によるものである。すなわち、社債権者の保護は、社債発行会社に支払能力がなくなったとき、すなわちデフォルト発生時に問題となるだけでなく、その前段階の社債発行会社に支払能力がある状況下でも問題になりうるとする。後者は、社債権者と株主とは有する請求権の性質が異なるうえに、株主有限責任の原則があるため、両者の間に企業経営のあり方をめぐる潜在的な利害対立があり、社債権者から株主への利益移転が行われる危険があることに起因するものである。そして、信託証書でコベナント条項が置かれる主要な目的の一つも、そうした利益移転を防止することにあるといわれる<sup>66</sup>。

### 3-2-3 利益相反関係があるとみなされる場合

#### (1) 同一社債発行会社の別の社債に係るトラスティを兼任する場合

社債(社債A)のトラスティが、同一の発行会社が別の信託証書に基づいて発行する別の社債(社

<sup>63</sup> SEC, *supra* note 9, at 81-109. ただし、1936年SEC報告書でも、Hoe社の発行社債につき、トラスティである Guaranty Trust社が利益相反関係を有していたケースでは、デフォルト前の行為が問題とされている (*Id.* at 83-88)。

<sup>64</sup> 前掲II3-1(二)参照。

<sup>65</sup> See, e.g., Friedman, *supra* note 24, at 356; Amihud, et al., *supra* note 59, at 473; Lev, *supra* note 26, at 100-101.

<sup>66</sup> こうした利益移転の危険については、特に、森まどか「社債の『イベント・リスク』に関する法的研究」同・前掲書(注59)5頁以下(初出1998年・1999年)、高橋真弓「社債権者の保護範囲に関する一考察」一橋論叢120巻1号118頁以下(1998年)参照。



債 B) のトラスティでもある場合には、利益相反関係があるとみなされる (310 条 (b) (1))。なぜなら、トラスティが、一方の社債の社債権者の利益を他方の社債の社債権者の利益に優先する危険があるからである。

ただし、そうした場合でも、以下のいずれかに該当する場合には、利益相反関係があるとはみなされない。すなわち、①当該社債 (社債 A) が、別の信託証書に基づいて発行された別の社債 (社債 B) を唯一の担保とする証券担保信託ノート (collateral trust notes) である場合 (310 条 (b) (1) (A)), ②それとは逆に、別の社債 (社債 B) の信託証書が、当該社債 (社債 A) を唯一の担保とする信託担保証券付証券の信託証書である場合 (310 条 (b) (1) (B)), ③社債発行会社が、抵当権未設定の実質的な資産を所有せず、かつ、不動産の所有、または所有・開発もしくは運用を主たる業務としており、かつ、当該社債 (社債 A) の信託証書と別の社債 (社債 B) の信託証書とが、それぞれ不動産の完全に分離された別々の部分によって担保される場合である (310 条 (b) (1) (C))。まず上記①②の場合には、二つの社債の社債権者が同一の利益を有しているため、トラスティが一方の利益を他方の利益に優先させる危険はないと考えられる。また上記③の場合にも、各信託証書の社債がそれぞれ別個の不動産によって担保されており、トラスティが一方の社債の社債権者の利益を優先し、当該社債権者のために担保を取得することができないから、その意味で利益相反の危険は小さいといえる<sup>67</sup>。

## (2) トラスティが社債発行会社の引受人である場合

トラスティまたはその取締役・オフィサーのいずれかが、社債発行会社が発行した証券 (利益相反の有無の判断時点で流通している証券に限る) の引受人 (引受証券会社) である場合にも、当該トラスティは利益相反関係にあるものとみなされる (310 条 (b) (2))。なぜなら、伝統的に、引受人 (引受証券会社) は発行会社の経営者と緊密な関係にあったうえに、引受人になっていると、発行会社がデフォルトになったことが露見する前に、自らの保有証券を売り払うなど、自らの利益を社債権者に優先する行動をとる可能性もあるからである。発行会社の株式のマーケット・メーカーとして引受人になっている場合は、特にその可能性が大きいといわれる<sup>68</sup>。

1990 年改正前、上記でいう引受人とは、利益相反関係の有無の判断が行われる時点から遡って 3 年間において、社債発行会社が発行した証券の引受人 (引受証券会社) であった者をいうとされていた。しかし、グラス・スティーガル法により、商業銀行活動と投資銀行活動の分離が要求されたことから、トラスティが同時に引受人 (引受証券会社) になることは少ないうえに、その後の商業銀行と投資銀行の競争激化にともない、引受人 (引受証券会社) と証券発行会社との継続的で緊密な関係は失われることになった<sup>69</sup>。そのような状況の下、いったん証券を引き受けると、たとえ当該証券の募集が海外のみで行われ、1993 年法に基づく登録が要求されなかった場合でも、3 年間にわたりトラスティになることが制限されるのは、正当な事業活動を必要以上に制限するものである

<sup>67</sup> See SEC, *supra* note 9, at 82-83; Friedman, *supra* note 24, at 334.

<sup>68</sup> SEC, *supra* note 9, at 103-107; Friedman, *supra* note 24, at 334. 1936 年 SEC 報告書では、典型的な利益相反事例とされる Hoe 社のケースでも、トラスティである Guaranty Trust 社が Hoe 社の債権者であったうえに、Guaranty Trust 社の関係会社が引受人であったことが問題視されている。SEC, *supra* note 9, at 83-88.

<sup>69</sup> Friedman, *supra* note 24, at 334-35.

とする批判がみられた。そこで、これらの点に鑑み、1990年改正によって、上記の3年間は1年間に短縮されることになった(310条(b))<sup>70</sup>。

### (3) トラスティが社債発行会社の引受人の親会社等である場合

トラスティが、直接的または間接的に、社債発行会社が発行した証券の引受人を支配している場合、当該引受人に支配されている場合、または当該引受人とともに共通の支配に服する場合にも、当該トラスティは利益相反関係にあるものとみなされる(310条(b)(3))。これも、上記(2)と同様の理由によるものである<sup>71</sup>。また、そこでいう引受人に該当するかどうかの判断基準も、上記(2)の場合と異ならない。

### (4) トラスティの取締役等が社債発行会社または引受人の取締役等を兼任する場合

トラスティまたはその取締役・オフィサーのいずれかが、①社債発行会社の取締役・オフィサー・従業員・被指定人または代理人を兼任している場合、または、②常時引受業務に従事している者で当該社債発行会社のための引受人(引受証券会社)であるものの取締役・オフィサー・従業員・被指定人または代理人を兼任している場合にも、当該トラスティは利益相反関係にあるものとみなされる(310条(b)(4))。

このうち①の場合に利益相反関係があるとみなされるのは、トラスティが社債権者の利益よりも社債発行会社の利益を優先する危険があるからである。また、②の場合にも、上記(4)の場合と同様の理由から、やはり利益相反関係があるとみなされる<sup>72</sup>。②でいう引受人(引受証券会社)とは、利益相反関係の有無の判断が行われる時点から遡って1年間において、社債発行会社が発行した証券の引受人であった者をいうのも(310条(b))、上記(4)の場合と同様である。

ただし、上記のような兼任者が存在するというだけで、常に利益相反関係があるとみなすことは、必ずしも妥当とはいえないであろう。なぜなら、たしかに利益相反関係が生じる危険はあるものの、取締役等の全体に占める兼任者の人数の割合が小さい場合は、その危険は比較的小さいといえる。また、トラスティの取締役等が社債発行会社の取締役等を兼任することには、社債権者保護にとって必要な情報を確実に入手できることのほか、社債発行会社の不用意または詐欺的な行為から社債権者を保護しやすくなるという効用も認められるからである<sup>73</sup>。そこで、上記①②の場合でも、(A) 1名の個人だけが、トラスティの取締役または(and/or)オフィサーと、社債発行会社の取締役または(and/or)オフィサーとを兼任しているにすぎない場合は、当該1名の個人がトラスティと社債発行会社の双方のオフィサーを兼任している場合でないかぎり、利益相反関係があるとはみなされない(310条(b)(4)(A))。また、(B) トラスティの在職中の取締役が9名を超える場合には、さらに1名がトラスティの取締役または(and/or)オフィサーと社債発行会社の取締役を兼ねていても、利益相反関係があるとはみなされない(310条(b)(4)(B))。さらに、(C) 社債発行会社

<sup>70</sup> 明田川(上)・前掲(注60)24頁注24。

<sup>71</sup> See Friedman, *supra* note 24, at 335.

<sup>72</sup> SEC, *supra* note 9, at 99-100.

<sup>73</sup> *Id.* at 100-101.

またはその証券の引受人が、トラスティを名義書換代理人 (transfer agent), 登録機関 (registrar), 証券保管機関 (custodian), 支払代理人 (paying agent), 財務代理人 (fiscal agent), 預託機関 (depository) その他事務的な代理人に任命する場合も、利益相反関係があるとはみなされない (310 条 (b) (4) (C))。

#### **(5) 社債発行会社・引受人がトラスティの議決権付証券を所有する場合**

トラスティの議決権付証券の 10%以上が、社債発行会社もしくはその取締役・パートナー・オフィサーのうち 1 名によって実質的に所有されている場合、または、トラスティの議決権付証券の 20%以上が、それらの者のうち 2 名以上によって、一括して実質的に所有されている場合には、当該トラスティは利益相反関係にあるものとみなされる (310 条 (b) (5))。こうした場合には、トラスティが社債権者の利益よりも社債発行会社の利益を優先する危険があると考えられるからである。

また、トラスティの議決権付証券の 10%以上が、社債発行会社のための引受人 (引受証券会社) もしくはその取締役・パートナー・オフィサーのうち 1 名以上によって実質的に所有されている場合、または、それらの者のうち 2 名以上によって、一括して実質的に所有されている場合にも、同様である (310 条 (b) (5))。この場合にも、上記 (4) の場合と同じく、引受人 (引受証券会社) と発行会社との緊密な関係等から、利益相反関係が疑われる。なお、ここでいう引受人とは、利益相反関係の有無の判断が行われる時点から遡って 1 年間に於いて、社債発行会社が発行した証券の引受人であった者をいうのも (310 条 (b)), 上記 (4) の場合と同様である。

#### **(6) トラスティが社債発行会社・引受人の議決権付証券を所有する場合**

上記 (5) とは逆に、トラスティが、社債発行会社や社債発行会社のための引受人 (引受証券会社) の議決権付証券の一定割合を有している場合にも、当該トラスティは利益相反関係にあるものとみなされる。すなわち、社債発行会社の議決権付証券の 5%以上、または他の種類の証券の 10%以上 (ただし、信託証券付証券、および当該トラスティが同時にトラスティになっている別の信託証券に基づき発行された別の証券は除く) を保有している場合、および、社債発行会社のための引受人 (引受証券会社) のいずれかの種類の証券の 10%以上を保有している場合である (310 条 (b) (6))。

これらの場合に利益相反関係があるとみなされる理由は、上記 (4) と異なる<sup>74</sup>。また、引受人とは、利益相反関係の有無の判断が行われる時点から遡って 1 年間に於いて、社債発行会社が発行した証券の引受人であった者をいう点も同様である (310 条 (b))。

#### **(7) トラスティが社債発行会社の親会社等の議決権付証券を所有する場合**

トラスティが、社債発行会社の関連会社・親会社の議決権付証券の一定割合を有している場合も、

---

<sup>74</sup> *Id.* at 100.

当該トラスティは利益相反関係にあるものとみなされる。すなわち、社債発行会社の議決権付証券の10%以上を所有する者、社債発行会社を直接的もしくは間接的に支配する者、または、直接的もしくは間接的に社債発行会社と共通の支配関係に服する者が発行する証券であることを知りながら、当該者のいずれかが発行する議決権付証券の5%以上を、実質的に所有する場合である(310条(b)(7))。こうした場合、当然には、トラスティが社債権者との間で利益相反関係にあるとはいえないようにもみえる。しかし、そのような場合には、トラスティが関連会社・親会社と緊密な関係にあり、場合によっては社債発行会社がデフォルトになったことが露見する前に、自らの保有証券を売り払うなど、自らの利益を社債権者に優先する行動をとる可能性もある。

トラスティがそうした議決権付証券の5%以上を、デフォルトの状態にある債務の担保証券として保有する場合も、まもなく実質的に所有することになる可能性が高いため、同じく利益相反関係にあるものとみなされる(310条(b)(7))。そこでいうデフォルトの状態にあるかどうかは、信託証書におけるデフォルトの定義規定に従って判断されるが、その判断の際には、たとえ信託証書中にデフォルトに係る猶予期間や通知要件に関する規定があっても、それらの規定は適用されない(310条(b)(9)参照)。これは脱法行為を防ぐためである。

#### **(8) トラスティが社債発行会社の親会社の証券を所有する場合**

上記(7)は、トラスティが関連会社・親会社の議決権付証券を所有する場合のことであるが、議決権証券ではない証券でも、親会社の発行証券を相当割合所有している場合には、社債発行会社の利益を優先することが、親会社ひいては自己の利益に適うことから、社債権者の利益を犠牲にした行動に出る可能性が小さくないと考えられる。そこで、トラスティが、社債発行会社の議決権付証券の50%以上を所有する者が発行する証券であることを知りながら、当該者が発行するいずれかの種類の証券の10%以上を、実質的に所有する場合にも、当該トラスティは利益相反関係にあるものとみなされる(310条(b)(8))。

ここでは、当該者(親会社)が社債発行会社を実質的に支配しているかどうかではなく、50%以上の議決権証券を所有しているかどうかという形式的な基準が用いられているうえに、トラスティが当該者(親会社)の議決権付証券以外の証券を所有する場合も規制対象とされている。それらのことからすると、本項は、仮にトラスティが社債発行会社の利益を図ると、その株式価値の維持・上昇という形で当該者の利益につながり、それがトラスティの利益にもなるという関係に着目しているものと理解される<sup>75</sup>。なお、トラスティがかかる社債発行会社の親会社が発行する証券の10%以上を、デフォルトの状態にある債務の担保証券として保有する場合も、利益相反関係にあるものとみなされること、および、デフォルトの状態にあるかどうかの判断基準については、上記(7)の場合と同様である。

#### **(9) トラスティが信託的に社債発行会社等の証券を所有する場合**

トラスティが、遺言執行者(executor)、遺産管理人(administrator)、遺言書または生前信託の

<sup>75</sup> See LANDAU & PELUSO, *supra* note 2, at 73.

受託者 (testamentary or inter vivos trustee), 後見人 (guardian), 心神喪失者保佐人 (committee), 財産管理人 (conservator) その他類似の資格において, ある者の議決権付証券またはいずれかの種類の証券につき合計で 25%以上所有し, しかも, そのことが上記 (6) または (7) に基づく利益相反関係を構成しているとみられる場合には, 当該トラスティは利益相反関係にあるものとみなされる (310 条 (b) (9))。

このことの趣旨は以下のとおりである。すなわち, トラスティが信託的に証券を所有する場合にも, 上記 (6) または (7) に該当する場合はありうるところ, そのように信託的に証券を所有する場合には, 自己の計算で証券に所有する場合と比べて, 利益相反の程度は弱いと考えられる。そこで, 上記 (6) または (7) の場合に該当する場合を狭めるため, 上記のことが定められているのである<sup>76</sup>。この結果, たとえばトラスティが社債発行会社の議決権付証券を所有する場合, 通常は, 議決権付証券の 5%以上を所有していれば, 上記 (7) の場合に該当し, 利益相反関係があるものとみなされるのに対し, トラスティが当該議決権付証券を信託的に所有する場合は, 25%以上所有する場合に限って, 利益相反関係があるものとみなされることになる。

#### 3-2-4 トラスティが社債発行会社の債権者である場合

(一) 1939 年法の制定当初は, トラスティが社債発行会社の債権者である場合であっても, 当該トラスティが利益相反関係にあるものとみなされなかった。これは, 以下のような理由によるものである。すなわち, 仮にそうした場合に利益相反関係があるものとみなされると, トラスティは社債発行会社に対する貸付けを事実上禁止されることになる。そうなると, 実務上, 社債発行会社と預金・貸付等を通じて緊密な関係を有する取引商業銀行がトラスティになることが多いのに<sup>77</sup>, 大手の商業銀行はトラスティ業務から撤退してしまうであろう。社債発行会社に貸付けを行っていない中小の商業銀行はトラスティ業務にとどまるかもしれないが, こうした事態はかえって社債権者の利益にならないと考えられた。というのも, 商業銀行が社債発行会社に貸付けを行いながら, 同時にトラスティ業務も行う場合には, 継続的な貸付業務から得られた情報をトラスティ業務のためにも活用できるのに対し, 貸付けを行うことなく, トラスティ業務を行う場合には, そうしたことが不可能になる。それでも情報を入手しようとするれば, 相応の調査費用がかかるだけであろう。また, それだけでなく, 社債発行会社の財務内容が悪化したときの救済融資も難しくなると予想されるからである<sup>78</sup>。

もっとも, トラスティが社債発行会社の債権者である場合に, 当該トラスティが利益相反関係にあるとみなさず, したがって辞任を要求しないとする立場には, 1939 年法の制定時から批判が強いところであった。そうした場合, トラスティが社債権者の利益を犠牲にして, 自己の貸付金の回収やその担保取得を行おうとする危険があるからである。また, 発行会社が期限が到来した貸付金の

<sup>76</sup> Friedman, *supra* note 24, at 337.

<sup>77</sup> 1936 年 SEC 報告書でも, 調査対象の 308 件の社債発行のうち, トラスティが発行会社の債権者でもあったケースは 240 件 (78%) に上るとされていた。SEC, *supra* note 9, at 99.

<sup>78</sup> Posner, *supra* note 16, at 792-93; Smith, Case & Francis, *supra* note 28, at 167-170; Johnson, *supra* note 50, at 107.

借換えを望んでいるのに、商業銀行であるトラスティが、トラスティとしての業務上知りえた情報に基づいて借換えに応じないなど、情報が不正利用される危険も認められる。1939年法の制定に際し、SECは、トラスティが社債発行会社に貸付けを行うことを禁止すべきであると勧告していたが、それもこうした危険を考慮したものであったし<sup>79</sup>、1939年法の制定後も、同様の理由に基づく批判が加えられてきた<sup>80</sup>。実際にも、トラスティであると同時に社債発行会社の債権者であった者が、社債のデフォルトの発生後、社債権者のためには当該発行会社に清算を求めるべきであったのに、自己の債権の回収を確保するため、自己は参加するが社債権者は参加しない事業再構成を行わせた結果、社債権者の利益が損なわれるといった事例もみられたのである<sup>81</sup>。

1939年法も、これらの問題に何らの対処もしなかったわけではない。トラスティが発行会社から優先的に弁済を受けることを制限していたからである(311条)。これは、商業銀行がトラスティになることを許容しながら、トラスティによる社債発行会社への貸付けに起因する弊害を予防しようとするものであった<sup>82</sup>。より具体的に、同法は、社債の元本または利息の支払遅滞というデフォルト事由が発生する前4ヶ月以内、または当該デフォルト発生後に、債権者の地位にあるトラスティが発行会社から債権の弁済または担保の提供を受けた場合には、トラスティは原則として、受領した金額および担保財産を分別し、特別勘定として保有したうえで、トラスティと社債権者との間でそれぞれの債権額に案分比例して配分するよう要求していた。しかし、こうした規制には、多くの適用除外が設けられていたうえに、優先弁済等の制限はデフォルトの4ヶ月前以降にすぎず、しかも、そこでいうデフォルトは元利金支払遅滞によるものに限られることから、弊害の予防には十分でないとする批判が向けられていた<sup>83</sup>。

(二) このような状況で、1990年改正法は、トラスティが利益相反関係にあるものとみなされる場合として、新たにトラスティが社債発行会社の債権者である場合、または債権者となる場合を追加した(310条(b)(10))。商業銀行の強い反対にもかかわらず、こうした改正が可能になったのは、既述のように、同改正にともない、トラスティの辞任または利益相反関係の解消が必要になるのは、当該トラスティが利益相反関係を有するとみなされる場合に該当し、しかも当該信託証書によって発行された証券がデフォルトの状態に陥った場合に限られることになったからである。

この点は、社債発行会社の債権者である場合について、もはや利益相反関係があるものとみなされることは不可避であると考えた商業銀行が、強力なロビー活動によって、改正を促したものであったといわれる<sup>84</sup>。商業銀行としては、たとえトラスティが社債発行会社の債権者になった場合でも、当該トラスティに係る社債がデフォルトの状態に陥るまでは、当該トラスティは辞任等をする必要はない。それゆえ、社債発行会社の取引商業銀行がトラスティに就任することは許されるし、就任後も当該銀行が当該発行会社に金銭貸付けを行うことは禁止されない。たしかに、いったん社

<sup>79</sup> See SEC, *supra* note 9, at 81-109.

<sup>80</sup> See e.g. Campbell & Zack, *supra* note 50; Friedman, *supra* note 24, at 354-56.

<sup>81</sup> York v. Guaranty Trust Co., 143 F.2d 503 (2d Cir. 1944).

<sup>82</sup> 1939年法311条の立法過程について、森まどか「社債管理者の義務と責任」同・前掲書(注59)227頁以下(初出2009年)参照。

<sup>83</sup> Campbell & Zack, *supra* note 50, at 1711-12; Friedman, *supra* note 24, at 342-44; Johnson, *supra* note 50, at 103.

<sup>84</sup> See Joseph F. Kelley, *The Indenture Trustee and Conflict of Interest Concerns*, 378 PLI/Real 197, 199(1992).

債がデフォルトになると、取引商業銀行であるトラスティはその職を辞することが必要になるが、1990年改正前の実務でも、デフォルトが発生した後は、トラスティを辞任することも多かったとされるので<sup>85</sup>、この点も問題にならないと考えられたのであろう。

なお、311条(b)(3)～(6)所定の事情があるときは、そうした事情によりトラスティが社債発行会社の債権者である場合または債権者になる場合でも、実質的な利益相反関係が生じることは考えにくいので、当該トラスティは利益相反関係にあるものとはみなされない(310条(b)(10))。

(三) こうして1990年改正の結果、デフォルトの発生前には、トラスティが社債発行会社の債権者の地位を兼ねることは許される一方、デフォルト発生後はそれが許されないことになった。しかし、トラスティが発行会社の債権者である場合に限らず、デフォルトの発生をもって一般に利益相反関係の作動点とすることについて、学説上の批判が少なくないのは、既に述べたとおりである。

また、トラスティが発行会社の債権者である場合に限定してみても、以下のような問題を指摘できる。すなわち、デフォルト発生前にトラスティが社債発行会社の債権者の地位を兼ねることを許容すべきとする一つの大きな理由は、それによって、商業銀行が発行会社への継続的な貸付業務から得られた情報をトラスティ業務のためにも活用できるとする点にあった。もっとも、この点は情報の不正流用の危険と裏腹の関係にあるうえに、実務上は、不正流用の危険が重視され、銀行の貸付部門とトラスティ部門との間に情報障壁(Chinese wall)が設けられている<sup>86</sup>。社債発行会社に財務上の問題が生じたときなど、必要に応じて、適切な措置を講じたうえで、貸付部門とトラスティ部門との間での意見交換を実施することも可能であるといわれるが<sup>87</sup>、いずれにせよ、トラスティ業務のための情報利用は限定的にならざるを得ないであろう。このことは、デフォルト発生前にトラスティが発行会社の債権者となることを許容する現行規制の効用が、必ずしも大きくないことを意味する。

## 4 トラスティの職務・権限と義務・責任

### 4-1 全体像

(一) 1939年法上、トラスティは、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(違法行為、its own willful misconduct)については、責任を免れないのが原則である(315条(d)項本文)。そのうえで同法は、デフォルト発生後における作為・不作為につき、その過失の有無の判断基準として、厳格な基準(prudent man rule)を定めている。

さらに1939年法上、①デフォルト発生前については、信託証書に広範な免責条項を置くことが認められている(315条(d)項(1))。また、②デフォルト発生の前後を問わず、信託証書には、トラスティがその責任あるオフィサー(a responsible officer)によって誠実に(in good faith)なさ

<sup>85</sup> 明田川(上)・前掲(注60)20頁。See also Campbell & Zack, *supra* note 50, at 1710.

<sup>86</sup> LANDAU & PELUSO, *supra* note 2, at 77-78.

<sup>87</sup> *Id.* at 78.

れた判断の誤りに基づく責任から免れる旨の条項を置くことは許される。ただし、上記②の免責条項が置かれている場合にも、関連する事実の確認につき、トラスティに過失があることが立証されたときには免責されない（315条（d）項（2））。

（二）実務上、各信託証書には、上記のような1939年法の規定にしたがった責任発生要件・免責要件を定める条項が置かれる。ただし、その場合でも、それらの条項でいう「過失」「慎重な人」「誠実」などの意義についての解釈問題は残されている。1939年法の制定の際、この問題は、各州裁判所で各州法に従って解決されるべきものと考えられていたようである<sup>88</sup>。

しかし、1972年の *Caplin v. Marine Midland Grace Trust* 事件判決<sup>89</sup>において、連邦最高裁は、判決文の脚注においてであるが、1939年法315条違反は社債権者のトラスティに対する訴因になるとしたうえで、かかる訴訟について、同法は連邦裁判所に排他的な管轄権を与えているように思われると述べた。さらにその後、1975年の *Morris v. Cantor* 事件判決<sup>90</sup>において、ニューヨーク州南地区連邦地方裁判所は、トラスティの民事責任を追及する訴訟において、1939年法に従った信託証書の条項の解釈が問題となる場合、それは連邦問題（*federal question case*）と解すべきであると判示した。これは、投資家により大きな保護を与えるという目的のために信託証書を作り直す（*refashion*）観点から、トラスティに関する最低限の行為基準を明らかにする必要があるとする考え方のもと、1939年法はトラスティに対し「全国的に統一され、明確に定義された義務」を課したとする見方を採用するものであった<sup>91</sup>。上記のように *Caplin* 事件最高裁判決の脚注で同様の考え方が示されていたこともあり、その後の判決も *Morris* 事件判決に従った判断を下している<sup>92</sup>。

## 4-2 デフォルト発生前について

（一）1939年法上、デフォルト発生前のトラスティの義務・責任については、まず315条（a）（1）で、以下のように規定されている。すなわち、信託証書に別段の明示の規定がないかぎり、信託証書上、デフォルトの発生前において、①トラスティは、信託証書に特に明示された義務の履行を除き、責めを負わず、かつ、②トラスティは、悪意がないかぎり、信託証書の条項を発行会社が遵守していることの証拠として、社債発行会社から提出された証明書または意見書につき、その記載の真実性および意見の正当性が決定的なものであるとして、依拠してよいとする旨の条項が置かれているものとみなされる。

ただし、1939年法は、上記②の免責条項が置かれる場合にも、関連する事実の確認につき、トラスティに過失があることが立証されたときには免責されない旨を規定している（315条（d）（2））。また、1939年法は、信託証書を遵守していることの証拠として社債発行会社から提出された証明書

<sup>88</sup> Charles E. Dropkin, *Implied Civil Liability Under the Trust Indenture Act: Trends and Prospects*, 52 TUL. L. REV. 299, 323 (1978). 1939年法制定時の上院・聴聞会において、SEC委員の Douglas は、そうした認識を示していた。Hearings on H.R. 10292 Before the Subcomm. on Interstate & Foreign Commerce of the House Comm. on Commerce, 75th Cong., 3d Sess. 22 (1938).

<sup>89</sup> *Caplin v. Marine Midland Grace Trust*, 439 F.2d 118 (2d Cir. 1971).

<sup>90</sup> *Morris*, 390 F.Supp. at 817.

<sup>91</sup> *Id.* at 822-23.

<sup>92</sup> Dropkin, *supra* note 88, at 329-332.



または意見書につき、トラスティはそれが信託証書を遵守していることを示しているかどうかを判定するため、審査する義務を負う旨の条項を信託証書に置くことも求めている(315条(a))。それゆえ、仮にこうした事実の確認ないし証明書等の審査について厳格な義務が課されるとすれば、トラスティが免責される余地は限定されることになる。しかし、後述する理由から、一般に、信託証書でデフォルト事由としてコベナント違反が定められている場合でも、コベナント違反の有無につき、トラスティが積極的にモニタリングすることは求められていないと解されている<sup>93</sup>。このことからすると、トラスティはデフォルトの発生を認識していないかぎり、トラスティは社債発行会社の財務状況にまで踏み込んで、積極的に審査することまでは必要ない、つまり事務的な確認ないし審査をすれば足りるとする理解が一般的であろうと思われる。

実務上、信託証書で、1939年法で定められた以上の義務を負わせることは、めったにないから、トラスティの義務は広くはなく、通常は、1939年法で定められるものに限定される<sup>94</sup>。つまり、1939年法違反を示す証拠がないことの確認(315条(a))、および、社債権者への定期的な報告書の提出である(313条)。それゆえ、1939年法上、トラスティは、自己の過失による不作為についても、責任を免れないのが原則のはずであるが(315条(d)本文)、実際には、トラスティが自己の過失による不作為について責任を負わされることはないといえる<sup>95</sup>。

(二) 以上に対し、判例のなかには、デフォルト前において、トラスティが信託証書で定められた義務を超える義務を負う旨を判示するものもみられる。たとえば、1953年 *Dabney v. Chase National Bank of City of New York* 事件判決<sup>96</sup>では、トラスティが社債発行会社の財務状況が著しく悪化していたことを知りながら、社債権者のために何らの行動をとらない一方で、自己の当該発行会社に対する貸付債権を回収したことにつき、信託義務違反が認められた。その際、裁判所は、トラスティは信託上の受託者の地位にあるとしたうえで、トラスティの義務は信託証書に定められたものに限られず、受益者のために忠実に職務を果たす義務を負う旨を判示している。この *Dabney* 事件判決は、1939年法制定前の事案に関するものであるが、同法制定後の事案につき、1975年 *Van Gemert v. Boeing Co.* 事件判決<sup>97</sup>は、発行会社による上場転換社債の償還に際して、トラスティが信託証書の条項には反していないが、ニューヨーク取引所の規則に違反した通知を社債権者に対して行ったことにつき、信託義務違反を認めた。*Van Gemert* 事件判決もまた、*Dabney* 事件判決と同様、トラスティの義務は信託証書に定められたものに限られない旨を述べている。

(三) もっとも、これらの判決の事案は、利益相反関係あるいは取引所規則違反が存在するため、比較的トラスティの義務違反が認められやすい事案であるうえに、その後の判決は一般に、1939年法 315条(a)(1)の文言そのままに、デフォルト前にはトラスティは信託証書に定められた義務を履行してさえいれば、責任を負わないとする立場に立っている。

<sup>93</sup> 後掲II 4-3 (二) 参照。See also Friedman, *supra* note 24, at 356; Campbell & Zack, *supra* note 50, at 1712-13.

<sup>94</sup> Lev, *supra* note 26, at 76.

<sup>95</sup> *Id.* at 78.

<sup>96</sup> *Dabney*, 346 U.S. at 863.

<sup>97</sup> *Van Gemert v. Boeing Co.*, 520 F.2d 1373, cert. denied, 423 U.S. 947 (1975).

たとえば、1985年 Meckel v. Continental Resources Co.事件判決<sup>98</sup>では、上記の Van Gemert 事件判決と同じく、転換社債の償還に係る社債権者への通知につき、トラスティの信託義務違反の有無が争われたが、裁判所は義務違反を認めなかった。その事案は以下のようなものである。すなわち、Florida Gas 社は、1969年4月1日に、Citibank をトラスティ、証券会社の Seligman 社を引受人として、満期20年、随時償還条項付転換社債を発行した。Seligman 社は本件社債を顧客に売却したうえで、3名の顧客の社債については大部分を Seligman 社が代理人として保有していた。1979年6月、Florida Gas 社は、Continental Resources 社に吸収合併される旨の合意が成立したので、同月16日、Citibank に対し、本件社債のうち、同年8月20日までに株式に転換されないものについては償還する旨を社債権者に通知するよう指示した。当時の Florida Gas 社の株価に照らすと、本件社債の株式への転換価額は社債権者に有利なものであった。Citibank によれば、同年7月16日に、信託証書の規定にしたがい第1種郵便で社債権者に通知をした。ところが、Seligman 社によれば、その顧客である社債権者には Citibank からの通知が届いておらず、それゆえ、社債を株式に転換することができなかった。Seligman 社は、それによる当該顧客の損失を自主的に補填したうえで、Seligman 社のパートナーが訴えを提起して、Florida Gas 社を吸収合併した Continental Resources 社および Citibank に損害賠償を請求した。Citibank への請求は、トラスティである Citibank は、信託義務として、社債権者に適切な方法で通知をする義務を負っていたのに、それに違反したことを理由とするものであった。

ところが裁判所は、トラスティについて、判例法によって信託義務を負うとされる信託の受託者ではなく、むしろ義務と責任が契約によって定められる保管人 (stakeholder) に近いとした。そのうえで、信託証書の規定に基づいた通知を行なったとする Citibank の主張を認め、そのように信託証書の規定に従って行為している以上、トラスティとしての責務は尽くされていると判示した。

また、1988年 Elliott Associate v. J. Henry Schroder Bank & Trust Co.<sup>99</sup>事件判決でも、同様の立場が示されている。まず同事件の事案を紹介すると、原告の Elliott Associate (以下「Elliott」という) は、Centronics Data Computer 社が、同社とトラスティである J. Henry Schroder Bank and Trust Company (以下「Schroder 銀行」という) の間の信託証書に基づいて発行した、1990年6月1日を償還日とする転換社債の10%を保有していた。当該信託証書には、Centronics 社が随時、償還できるとする条項のほか、償還を行う場合には、Schroder 銀行がその旨を社債権者に知らせることができるよう、償還日の50日前に Centronics 社が Schroder 銀行に対し書面で通知しなければならないが、Schroder 銀行が同意すれば、その50日という期間を短縮できるとする条項、さらに、Centronics 社は社債権者に対し償還日の少なくとも15日前までに償還の通知をしなければならないとする条項が置かれていた。Centronics 社の取締役会は、1986年5月16日を償還日として償還を行う旨を承認したうえで、Schroder 銀行の同意を得て、償還日の42日前である4月4日に Schroder 銀行に償還を行う旨を通知した。Schroder 銀行が通知期間の短縮に同意したのは、本件償還の条件が比較的シンプルであり、償還日までにさほど長い期間を設けなくても、償還の手續に支障なく行われるであろうと判断したからであった。その後、SEC が償還計画を許可した5月1日に、社債権者に正

<sup>98</sup> Meckel v. Continental Resources Co., 758 F.2d 811 (2d Cir. 1985).

<sup>99</sup> Elliott Associate v. J. Henry Schroder Bank & Trust Co., 838 F.2d 66(2d Cir. 1988).

式な償還通知が送付された。ところが、このように Schroder 銀行が同意したために、社債権者への償還の通知が比較的遅い時期に行われた結果、社債権者である Elliott は、自己に有利な条件で償還する機会を失ったとして、Schroder 銀行の信託義務違反に基づく責任を追及する訴訟を提起した。

これに対し、裁判所はまず、Schroder 銀行は信託証書の条項に違反していないこと、および、Schroder 銀行が通知を遅らせたことで私的な利益を得ていないことを認定した。そのうえで、利益相反を回避する義務を除き、トラスティは信託証書に定められていない黙示の義務を負うことはないとはないと判示したのである。

このように判例の一般的な傾向として、デフォルト前について、トラスティに利益相反関係が認められる場合は格別、そうでない限りは信託証書に定められた義務を履行すれば、責任を負うことはないとする立場が採用されているといえる<sup>100</sup>。

#### 4-3 デフォルトの発生時および発生後について

(一) 1939 年法上、デフォルトが発生した場合、トラスティは、その発生後 90 日以内に、313 条 (c) 所定の方法 (郵便) で、同項所定の範囲の社債権者に対し、デフォルトの通知をしなければならない。ただし、信託証書に別段の定めがない限り、社債の元本・利子の支払いに関するデフォルト、または減債基金・買入償却基金への割賦払いに関するデフォルトの場合を除き、トラスティがその取締役会等 (取締役会、執行役員委員会、または取締役もしくは (and/or) 責任あるオフィサーで構成される信託管理委員会) で、デフォルトの通知を留保することが社債権者の利益になると誠実に (in good faith) 決定したときは、通知を留保しても責任を負わない旨の条項が信託証書に置かれるものとみなされる (1939 年法 315 条 (b))。

前述したように、1939 年法制定以前、信託証書には、一定割合の社債権者から公式な通知がない限り、トラスティは、たとえデフォルト事由の発生を知っていたとしても、知らないとはみなされ、いかなる行為をも行う義務ないとする条項 (いわゆる ostrich 条項) が置かれることが一般的であった。そして当時の判例には、こうした ostrich 条項の有効性を認めたものが少なくなかったため、トラスティの責任は大きく軽減されていた<sup>101</sup>。

そうした慣行は、1939 年法の上記の規定によって排除されたようにみえる。ただし、1939 年法上も、元本・利子の支払遅滞等の場合は、常に、トラスティが社債権者に通知することが強制されるのに対し、その他のコベナント違反の場合には、社債権者に通知をするかどうかについて、トラスティに裁量権が与えられている。そして、実務でも、信託証書において、元本・利子の支払遅滞等はそれ自体がデフォルト事由 (期限の利益喪失事由) として定められるが、その他のコベナント違反については、トラスティが社債発行会社に通知した後、あるいは、相当割合 (元本総額の 10%

<sup>100</sup> 前述した Dabney 事件判決も、トラスティが信託上の受託者であるかどうかという法的性質論 (理論的根拠) はともかく、実質的な判決内容はこうした一般的な傾向に沿うものであると理解される。また、Morris 事件判決でも、トラスティの義務について類似した判示がなされていることから、やはり Dabney 事件判決と同様の位置づけが与えられてよいように思われる。Morris 事件判決の詳細については、高橋周史「発行会社の財務危機時における社債管理者の裁量権行使」北大法政ジャーナル 20 号 (2013 年) 131-33 頁参照。

<sup>101</sup> 前掲 II2-1 (二) 参照。

など)の社債権者からの行動要求の通知があった後、一定期間当該違反が継続することをデフォルト事由と定めることが少なくない<sup>102</sup>。これはもともと、些細なコベナント違反の場合に、直ちにデフォルトにしてしまうと、かえって社債権者の利益に合わないとする考え方に基づくものである<sup>103</sup>。ただし、信託証書には、些細なコベナント違反の場合に限るとする旨は定められないのが通例であるから、元本・利子の支払遅滞等以外の場合は、デフォルトの状態に陥ったことを宣言(確定)するかどうかは、通常、トラスティの判断に委ねられていることになる<sup>104</sup>。

(二)この点に関連して、1939年法は、利益相反関係があるとみなされる場合でも、デフォルトが発生するまでの間は、トラスティの辞任等を猶予している。そして、何をもってそこでいうデフォルトとするかは、信託証書に規定されるところによるとしつつも、脱法を防ぐため、信託証書中にデフォルトに係る猶予期間や通知要件に関する定めがあっても、それらの定めは上記のこととの関係では適用されないと規定していた(310条(b)(i))。これに対し、トラスティの義務を引き上げる作動点としてのデフォルトについては、信託証書に規定されることに拠るとされるだけで、それ以上のことは規定されていない。したがって、コベナント違反が生じた場合でも、トラスティがデフォルト宣言をして初めてデフォルトが発生するとする実務を前提にすると、コベナント違反が生じた段階では、315条(d)が適用され、トラスティは信託証書で明示された義務以外を負うことはない<sup>105</sup>。そして、信託証書では、コベナント違反の有無の調査義務が定められることはないから、結局トラスティは、コベナント違反が生じたかどうかを調査する義務を負わないことになる<sup>106</sup>。

さらに、このことは、トラスティがコベナント違反が発生したことを知った後、社債発行会社にデフォルト通知(デフォルト宣言)をするかどうか、の判断にも影響を及ぼしうる。なぜなら、デフォルト宣言をして初めてデフォルトが発生するのであれば、デフォルト宣言をするかどうかの判断をする時点では、デフォルトに陥っていない以上、慎重な者を基準にした高度の義務(*prudent man rule*)が課されないことになる。この結果、トラスティは、コベナント違反の事実を知った場合でも、デフォルト宣言をしないとする判断に明白な故意・過失さえなければ、後は社債権者保護のために何らの行動もとる必要がないことになりかねない。

そこで学説上は、トラスティがデフォルト宣言をするかどうかの判断についても、*prudent man rule*を適用すべきとする解釈が主張されている<sup>107</sup>。また実務上、コベナント違反があるのにデフォルト宣言を留保すると、発行会社がコベナント違反の行為をするのを差し止める機会を失うといった危険があるため、場合によっては迅速に行動すべきであるとされる<sup>108</sup>。こうした実務的対応も、上記の学説の解釈を前提にするものと理解できそうである。

(三)他方、デフォルトの状態に陥ったことが確定した場合につき、トラスティは、社債権者の権

<sup>102</sup> See AMERICAN BAR FOUNDATION, *supra* note 52, § 5-1.

<sup>103</sup> SEC, *supra* note 9, at 42; Posner, *supra* note 16, at 764; AMERICAN BAR FOUNDATION, *supra* note 52, § 5-1.

<sup>104</sup> William A. Johnson, *Default Administration of Corporate Trust Indentures: The General Nature of the Trustee's Responsibility and Events of Default*, 15 ST. LOUIS U. L.J. 203, 224 (1971).

<sup>105</sup> 前掲4-2 (三) 参照。

<sup>106</sup> See Campbell & Zack, *supra* note 50, at 1713.

<sup>107</sup> Johnson, *supra* note 104, at 224.

<sup>108</sup> LANDAU & PELUSO, *supra* note 2, at 247-48.

利を実現するため、必要に応じて、信託証書または 1939 年法で定められた権限を行使することになる<sup>109</sup>。1939 年法上、そうした権限・権能の行使ないし不行使に際しては、「慎重な者 (prudent man) が自己の業務を遂行する場合と同一の注意と技量」を用いるよう求められることに異論がない (315 条 (c))。これは、トラスティに私益信託の場合の受託者と同様の厳格な義務を負わせる趣旨であると理解されている<sup>110</sup>。

ただし、1939 年法は同時に、信託証書に別段の定めがないかぎり、トラスティの行為がデフォルト発生前または発生後に行われたかどうかを問わず、一定の場合にトラスティの責任を免除する条項が置かれているものとみなす旨を規定している。その条項とは、関連する事実の確認に際して、トラスティに過失があることが立証される場合を除き、トラスティは、その責任あるオフィサーによって誠実になされた判断の誤りに基づく責任から免れるとする条項である (315 条 (d) (2))。これは、事実の確認に関する過失と確認した事実に基づく判断の誤りとを区別するものであり、その点で経営判断原則に類似するといわれる<sup>111</sup>。

もっとも、責任の有無の判断基準として、このように株式会社の取締役適用されるのに類似した基準を用いることには疑問がないわけではない。というのも、会社の取締役の場合は、株主利益の最大化を目的として行為すべきであり、そうした目的のために考えられる行為の選択肢が広範である。これに対し、一般に、社債のトラスティの場合は、もっぱらデフォルト後の資産保全が目的であるとされ、とるべき行為の選択肢が比較的小さいため、広い裁量権を与える必要性も比較的小さいといえるからである<sup>112</sup>。この点に関連して、学説のなかには、デフォルト前後を問わず、むしろ社債権者の利益の最大化のためにトラスティに積極的に行為させるべきとしたうえで、そうした行為を促すために、会社の取締役の場合と同一の経営判断原則を適用すべきであると主張する見解もみられる<sup>113</sup>。

このように一種の経営判断原則の適用があるとはいえ、デフォルト発生前であれば基本的に信託証書で明示された義務を履行していれば責任が生じないと比べると、デフォルト発生後の責任が厳格であることには変わらない。そこで実務上、トラスティは、社債権者の同意が不要な行為についても、往々にして当該社債の過半数の元本額を保有する社債権者からの指示を取り付けようとす

---

<sup>109</sup> かかる権限の内容については、落合誠一「アメリカ合衆国信託証書法第 317 条・第 318 条の研究」公社債月報昭和 63 年 2 月号 2 頁以下、岩原・前掲 (注 1) 138-140 頁参照。

<sup>110</sup> 1939 年法制定に係る上院の聴聞会において、SEC 委員であった Edward C. Eicher も、そのような認識を述べている。Senate 1939 TIA Hearings, supra note 11, at 28 and 32 (statement of Edward C. Eicher, Comm'r, Securities and Exchange Commission)。もっとも、同聴聞会では、このような厳格な義務をトラスティに課することにつき、批判的な意見も強かった。Id. at 169 (statement of G.S. Canright, Counsel for Corporate Trust Division, Continental Illinois National Bank & Trust)。こうした批判的な意見は主に、prudent man rule を強調すると、本当は行為しないことが社債権者の利益になるときでも、トラスティは信託証書上の救済規定に基づく行為を即座にとらざるを得ないことになることを強調していた。See id. at 119-20 (statement of John K. Starkweather, Chairman of the Federal Legislation Committee of the Investment Bankers' Association of America) (describing default situations where inaction by the indenture trustee is preferable to strict enforcement of the indenture)。

<sup>111</sup> 江頭・前掲 (注 1) 387 頁、岩原・前掲 (注 1) 142 頁参照。

<sup>112</sup> See Schwarcz & Sergi, supra note 12, at 1057-1061。また、藤田・前掲 (注 13) 356 頁注 49 は、会社経営一般と比べて、社債管理は目的が比較的限定されていることとの関係もあり、会社の取締役の場合とは異なり、社債のトラスティの場合は法的な義務と責任がほとんど唯一のコントロール手段であるため、トラスティに対し当然には、取締役の場合と同様の経営判断原則を適用すべきことにはならないとする。

<sup>113</sup> Amihud, et al, supra note 59, at 478; Schwarcz & Sergi, supra note 12, at 1061-1064。

るといわれる<sup>114</sup>。1939年法上、そのような社債権者の指示に従って誠実に行為するかぎり、トラスティは責任を免れるとされているからである（315条（d）（3））。

### Ⅲ 英国法上のトラスティ制度

#### 1 総説

英国でも、社債権者のために社債の管理を行う者はトラスティと呼ばれる。トラスティが、どのような職務を行うのか、また、どのような権限を有するのかが、信託証書（Trust Deed）の条項として定められる点も、米国法と同様である。むしろ英国では、トラスティに関する制定法の規定がほとんどないために、米国と比べても、信託証書の条項の重要性が大きいといえる。

公募社債に関しては、ほとんどの信託証書で、同様の条項が設けられるとされる。トラスティの免責条項が少なからず設けられる点は、米国と変わらない。こうした実務に対する批判があるのも米国と同様であり、それゆえ、トラスティに関する唯一の制定法の規定として、免責条項を制限する旨の規定が会社法に置かれている。また比較的最近にも、国会の法務委員会において、信託の受託者一般につき、実務上、免責条項が過度に普及しているため、規制する必要があるかどうかの検討が行われたところである。以下、順次概観することにしよう<sup>115</sup>。

#### 2 トラスティの設置と利益相反問題

##### 2-1 トラスティ設置に関する実務

英国でトラスティの利用が始まったのは19世紀後半のことであるが、米国と同じく、それはもともと、社債権者のための担保権の管理・実行を委ねるためであったといわれる。というのも、会社が担保付社債を発行するときに、担保権を多数の社債権者に帰属させるのは困難である。これに対し、トラスティを設置すれば、信託上の受益者である社債権者のため、トラスティに担保権を保有させることができるからである<sup>116</sup>。現在でも、トラスティは、担保権を含めた社債契約上の権利を信託的に保有するものと理解されており、そのことは担保付社債の場合だけでなく、無担保社債の場合にも同様である<sup>117</sup>。

トラスティには、当初は自然人が選任されていたが、自然人の場合は死亡や疾病等の問題がある。また、多数の社債権者が存在する場合には、トラスティ業務を自然人が行うのは困難であることから、次第に法人がトラスティに選任される例が増加した。現在でも、ごく稀に個人がトラスティである例もみられるが、通常は、保険会社やトラスティ業務を専業とする信託会社がトラスティに就

<sup>114</sup> See AMES E. SPIOTTO, DEFALTED SECURITIES: THE PRUDENT INDENTURE TRUSTEE'S GUIDE XI-5 (1990), cited in Schwarcz & Sergi, *supra* note 12, at 1046.

<sup>115</sup> 英国法上のトラスティに関する邦語文献として、岩原・前掲（注1）159頁以下、および、奥平旋「社債管理者制度の再考—英国のボンド・トラスティとの比較を中心に—」早稲田法学会誌 61巻2号（2011年）109頁以下参照。

<sup>116</sup> PAUL L. DAVIS & SARAH WORTHINGTON, GOWER & DAVIS' PRINCIPLES OF MODERN COMPANY LAW 1191 (9th ed. 2012).

<sup>117</sup> 現在、上場会社が公募発行する社債につき、担保が付されることは稀であるといわれる。 *Id.* at 1191 n. 55.

任しているといわれる<sup>118</sup>。後述するように、かつては銀行がトラスティになることも一般的であったが、そうした例はみられなくなってきている。

社債発行時には、通常、トラスティまたはフィスカル・エージェント（財務代理人）が置かれる。これらの者の設置が法律で強制されているわけではない。担保付社債の場合は担保権の管理のために必ずトラスティが設置されるし、上場要件の関係でトラスティが設置されることもあるが、多くの場合には、各社債発行会社が発行会社自身や社債権者にとっての効用を考慮して、設置するかどうかを決定する。その際、トラスティに支払う手数料（fees）は重要な要素ではないといわれる。トラスティの費用は、社債発行費用全体からみると極めて小さいのが通例だからである<sup>119</sup>。なお、少なくとも 2003 年の時点では、上場社債については、FSA 上場規則によってトラスティの設置が強制されていた<sup>120</sup>。これに対し、理由は明らかでないが、現行の上場規則にはかかる規制は見当たらない。

それでは英国では、トラスティにどのような効用があると考えられているのであろうか。まず社債権者にとっての効用は、トラスティが全社債権者のために行為できる点に求められている<sup>121</sup>。多くの信託証書は、トラスティがとるべき行為をとっていない場合でない限り、個々の社債権者が発行会社に対して権利の実現のための行為をすることを禁じている。これは、個々の社債権者が、多数の社債権者が望むのとは反するような戦略的行動をすることを防止しようとするものである<sup>122</sup>。このようにトラスティは、全社債権者のために、すなわち、発行者・社債権者間で受託者（fiduciary）としての役割を果たすだけでなく、社債権者間でも受託者としての役割を果たすことが期待されている。もとより、トラスティには、米国におけると同じく、社債権者の集合行為問題を緩和するという効用もあると考えられている<sup>123</sup>。

他方、社債発行会社にとってのトラスティの主な効用としては、トラスティが設置されていなければ、社債権者との直接交渉ないし社債権者集会の開催が必要になる場合でも、トラスティが設置されていれば、それが不要になることが挙げられる。典型的には、信託証書上の細目的ないし技術的な事項の修正につき、トラスティに社債権者の同意なく、同意する権限を与えておけば、発行会社はトラスティと交渉するだけで足りることになる。英国でも、社債権者集会の定足数を確保するのは困難であるといわれるから、この面での効用は小さくない<sup>124</sup>。また、後述するように、信託証書上、デフォルト事由が発生したとしても、直ちにデフォルトになって、社債発行会社の期限の利益が喪失するわけではなく、トラスティが当該事由の発生が社債権者に重大な損失を及ぼすことを認定しないかぎり、デフォルトとならないとされるのが通例である。これは社債権者だけでなく、社債発行会社にとっても重要な保護策であるが、この種の保護策が可能になるのは、實際上トラスティを設置する場合に限られるといえる<sup>125</sup>。

<sup>118</sup> *Id.* at 1191 n. 53.

<sup>119</sup> FINANCIAL MARKETS LAW COMMITTEE, TRUSTEE EXEMPTION CLAUSES REPORT – ISSUE 62 : ANALYSIS OF THE ROLE OF THE TRUSTEE IN THE WHOLESALE FINANCIAL MARKETS AND OF THE PROPOSALS CONTAINED IN THE LAW COMMISSION'S CONSULTATION PAPER NO 117, "TRUSTEE EXEMPTION CLAUSES" 16 (May 2004).

<sup>120</sup> FSA 上場規則 13.12 (<http://www.fca.org.uk/static/fca/documents/listing-rules-august-2002.pdf>) 参照。

<sup>121</sup> FINANCIAL MARKETS LAW COMMITTEE, *supra* note 119, at 16.

<sup>122</sup> *See id.* at 27-28.

<sup>123</sup> *Id.* at 16.

<sup>124</sup> *Id.* at 17

<sup>125</sup> *Id.*

## 2-2 トラスティの利益相反問題

米国とは異なり、英国では、トラスティと社債権者間に利益相反関係が生じた場合に、トラスティに辞任を求めるといった法規制は存在しない。もっとも、信託の受託者一般につき、判例法上、信託義務 (fiduciary duty) が課されている。かかる信託義務は、①受託者は誠実に行為しなければならない<sup>126</sup>、②自己のトラストから授権されていない利益を得てはならない<sup>127</sup>、③受益者との利益相反関係が生じる状況に自己を置いてはならない<sup>128</sup>、④信託の受益者による情報を得たうえでの同意がない限り、自己または第三者の利益のために行為してはならない<sup>129</sup>、といった内容から構成されるところ、一般に、社債のトラスティも同様の信託義務を負うと理解されている<sup>130</sup>。

実際、1934年の *Dorman Long & Co* 事件判決では、トラスティが、社債発行会社に対する貸付債権を有していた事実を開示書類に記載しなかったことが問題にされたが<sup>131</sup>、これは、そうした事実が利益相反関係の存在を示しているとする見方を前提にするものであった。それゆえ、かつては銀行がトラスティになることも一般的であったが、同事件判決を契機に、銀行が会社債権者であると同時にトラスティである場合に生じる利益相反関係に注目が集まったことから、そもそも銀行がトラスティになることはなくなったとされる。こうして今日の英国では、トラスティの職務は、トラスティ業務を専業とする信託会社や保険会社が引き受けている。

既述のように、米国では、デフォルト前の段階では、たとえトラスティが同時に発行会社の債権者となる場合でも、利益相反関係は生じないとされているため、取引銀行がトラスティに就任したうえで、デフォルトになった場合にはトラスティを辞任するという実務がみられる。これに対し、英国では、そもそも銀行がトラスティに就任すること自体を避けている。しかし、後述するように、英国の実務でも、デフォルト前のトラスティはごく事務的な役割を果たすにとどまるから、デフォルト前の利益相反関係の存在が問題視されているとは考えにくい。むしろデフォルトになった場合にトラスティを辞任することになると、以後、別の者が代わりにトラスティになるところ、そのようにトラスティの交替が生じると、社債権者保護に支障を来す危険があることが問題視されているのではなかろうか。英国では、数行の銀行によって形成されるトラスティ会社がトラスティになる場合もあるが<sup>132</sup>、そうした例がみられるのも、複数の銀行が共同でトラスティになるかぎり、デフォルト時に辞任する銀行が現れても、他の銀行が引き続きトラスティとしての職務を果たしうる(トラスティの交替が生じない) ためではないかと考えられる。

なお、実務上、上記の場合以外において、具体的にどのようなときに利益相反関係が生じると考えられているかは、明らかではない。ただ、少なくとも同一の会社が、発行会社の第一順位と第二順位の浮動担保 (floating charge) 付社債のトラスティを兼ねることも、利益相反の可能性があるた

<sup>126</sup> *Re Second East Dulwich* (1899) 68 LJ Ch. 196.

<sup>127</sup> *Bray v. Ford* [1896] AC 44.

<sup>128</sup> *Keech v. Sandford* (1726) 2 Eq Cas Abr 741.

<sup>129</sup> *Boardman v. Phipps* [1967] 2 AC 46.

<sup>130</sup> See Philip Rawlings, *The Changing Role of the Trustee in International Bond Issues*, J. Bus. L., Jan 2007, at 50-51.

<sup>131</sup> *Re Dorman Long & Co.*, [1934] Ch. 635, 657. この判決は、Cohen 委員会報告書でも利益相反の事例として報告され、注目を集めたといわれる (岩原・前掲 (注1) 167 頁注3)。

<sup>132</sup> *DAVIS & SARAH WORTHINGTON*, supra note 116, at 1191.



め控えるべきとされているようである<sup>133</sup>。

### 3 トラスティの職務・権限と義務・責任

#### 3-1 全体像

トラスティの職務内容・権限について、制定法上の規定はなく、すべて信託証書で定められる。一般的な信託証書の条項によると、米国と同じく、デフォルト前の段階では、トラスティはもっぱら事務的な役割を果たすにすぎない。そのため、トラスティの中心的な役割は、デフォルトを宣言するかどうかの決定、および、デフォルト後における社債権者の権利の実現に求められる。

トラスティの義務についても、制定法の規定は置かれていない。このことに関連して、2000年受託者法（Trustee Act 2000）は、信託の受託者が注意義務を負うとしたうえで、その基準を明文で規定した（2000年法1条）。これによると、判例法上は義務違反の有無につき、ordinary prudent man（通常の慎重人）を基準に判断されてきたのに対し、「当該状況に照らして合理的な注意と技能」を用いたかどうかという基準で判断されることになる。また、同法では、業として、または専門家として受託者が行為する場合には、当該事業や専門家として行為する者に期待されるのが合理的な特別の知識または経験に照らして、義務違反の有無が判断されるとする。しかし、そうした基準が適用されるのは、同法で定められた場合に限られるところ（2000年法2条、付則1）、社債のトラスティの場合は基本的にそこに含まれていない。しかも、2000年法は、信託証書に明示の規定を置くことで、同法が定める注意義務を排除することを許している（付則1第7項）。そして実務上、社債のトラスティについては、信託証書にそうした規定を設けるのが通例である<sup>134</sup>。したがって、いずれにせよトラスティの義務は、判例法の規律に服することになる。

判例法上、トラスティは、トラスティとして要求される注意を尽くして職務を行う義務を負う<sup>135</sup>。そこでは、通常人ではなく、専門家としてのトラスティが基準とされているから、基本的には、2000年受託者法で規定されているのと同様の基準であるといえる<sup>136</sup>。もっとも、具体的にどのような場合に義務違反があるとされるかは、判例が少ないこともあって、明らかではない。信託の受託者の注意義務に関する判例は少なからずみられるものの<sup>137</sup>、そうした判例がそのまま社債のトラスティの場合に当てはまるのかもまた、必ずしも明らかではない。むしろ、1996年の Westdeutsche Landesbank Girozentrale v. Islington LBC 事件判決<sup>138</sup>では、衡平法上の原理を商事法の分野に全面的に適用することにつき、通常の事業行為に欠かせない確実さと迅速さを損なうとして、慎重な立場が示唆されている。それゆえ、こうした立場に従うと、社債のトラスティの場合には、さらに判例法の規律は不透明なものとなる。

おそらく、このような状況に対処する意味もあると思われるが、実務上は、大部分の信託証書に

<sup>133</sup> 公社債引受協会・欧米社債調査団報告書『社債制度とその運用の実態』（1986年）42頁参照。

<sup>134</sup> FINANCIAL MARKETS LAW COMMITTEE, *supra* note 119, at 32 para. 1.4.

<sup>135</sup> *Bartlett v Barclays Bank Trust Co. Ltd* (Nos 1 & 2) [1980] Ch 515.

<sup>136</sup> *See Rawlings, supra* note 130, at 51.

<sup>137</sup> *See* LAW COMMISSION, TRUSTEE EXEMPTION CLAUSES (LAW COM No. 301) 17-22 (2006).

<sup>138</sup> *Westdeutsche Landesbank Girozentrale v. Islington LBC* [1996] AC 669.

において、トラスティの職務内容を制限したり、責任を免除するための定型的な条項が設けられている。後ほど改めて取り上げるように、こうした義務軽減条項ないし免責条項については、会社法に一定の制限を加える規定が置かれている。ただし、実務は、かかる定型的な条項が会社法上の規律に服することは認めながらも、基本的には有効であるとする考え方を前提に動いている。また、近時、国会の法務委員会において、信託一般につき、受託者の免責条項を設ける実務が行き過ぎではないかという問題意識のもと、社債に関するトラスティの場合も含めて、免責条項を制限すべきかどうかの検討が行われた<sup>139</sup>。しかし結局、社債のトラスティに関しては、実務に特に問題はなく、現状の規制で足りるとする旨が勧告された<sup>140</sup>という事情もある。そこで以下では、一般的な実務を前提に、トラスティの職務内容および義務・責任について概観することにしよう。

### 3-2 デフォルト発生前

米国におけると同様、英国においても、通常、トラスティは信託証書の作成には関与しない。信託証書は、社債発行会社と社債発行をアレンジする投資銀行が作成し、デュー・デリジェンスも投資銀行とその法務アドバイザーが行うといわれる<sup>141</sup>。そのことを反映し、実務上、信託証書には、当該信託証書に記載されている事項の真実性や適法性につき、トラスティは調査する責任を負わない旨の条項が置かれている<sup>142</sup>。

社債発行後、デフォルト前の段階では、トラスティは、発行会社から社債の利息の支払いを受けたり、担保を管理したりといった事務的な職務を行う。トラスティは、デフォルトの発生がないかどうかのモニタリングも行うが、ほとんどの信託証書には、トラスティは、デフォルト発生の事実を認識していたり、それに関する明示の通知を受けていないかぎり、発行会社が信託証書で定められた事項を遵守しており、デフォルトは発生していないと想定することが許されるとする旨の条項が置かれている<sup>143</sup>。それゆえ、こうした条項に従うかぎり、トラスティによる通例的なモニタリングは、毎年、発行会社から、信託証書で定められた事項を遵守している旨の証明書を受領するとともに、発行会社の年次計算書類その他発行会社の株主や債権者に送付される書類を確認することとどまることになる。なお、そうした証明書および計算書類その他の書類については、信託証書において、発行会社がトラスティに提供する義務を負う旨が定められる。

それでは、トラスティは、発行会社から信託証書で定められた事項を遵守している旨の証明書を受領したときに、その証明書の真実性を調査する義務を負わないのであろうか。実務上は、この点についても、信託証書に条項が置かれるのが一般的である。その条項とは、発行会社の2名の取締役または (and/or) 署名権限を授与された者が署名した証明書に依拠して行為すれば、トラスティは免責されるとする条項である<sup>144</sup>。こうした条項に従うと、トラスティは証明書の真実性を調査する義務を負わないことになる。

<sup>139</sup> LAW COMMISSION, TRUSTEE EXEMPTION CLAUSES (Consultation Paper No 171) 72-65 (2003).

<sup>140</sup> LAW COMMISSION, *supra* note 137, at 75-76 & 108-111.

<sup>141</sup> FINANCIAL MARKETS LAW COMMITTEE, *supra* note 119, at 25.

<sup>142</sup> *Id.* at 24 para. 1.1.6.

<sup>143</sup> *Id.* at 25-26.

<sup>144</sup> *Id.* at 23 para. 1.1.2.

### 3-3 デフォルト発生時および発生後

信託証書にはデフォルト事由が定められているところ、トラスティがそうしたデフォルト事由の発生を疑わせるような事実を認識した場合には、まずは社債発行会社に詳細な問い合わせをすることになる。ただし、実務上、たとえば自ら調査したり、調査のための会計士等を任命することまでは必要ないと理解されているようである。これは以下のような考え方に基づくものである。すなわち、仮にトラスティが調査等の行動に出る場合には、相応の費用がかかるところ、発行会社の財務内容が悪化している場合には、かかる費用について償還を受けられない可能性がある。そして、信託証書には、トラスティの損失を防止する観点から、社債権者が補償することを約束しないかぎり、トラスティは費用のかかる行為を行わなくてもよいとする条項が置かれるのが通例である。したがって、社債権者が補償を約束したうえで、トラスティに指示しないかぎり、上記のような調査等までは必要ないというわけである。

なお、社債発行会社の主要な子会社について一定の事由が発生した場合についても、信託証書でデフォルト事由として定められることが少なくない。この場合には、主要な子会社の範囲が問題になるところ、信託証書には、主要な子会社の範囲につき、定期的に会計監査役 (auditor) による証明書の発行を義務づけたうえで、かかる証明書は、明らかな誤りがないかぎり、決定的なものとして発行会社およびトラスティを拘束する旨の条項が置かれることもある<sup>145</sup>。

デフォルト事由として信託証書に定められた事由が発生したとしても、直ちにデフォルトになって、社債発行会社の期限の利益が喪失するわけではない。信託証書上、多くの事由については、当該事由の発生が社債権者に重大な損失を及ぼすことをトラスティが認定しないかぎり、デフォルトとならない旨が定められるからである。したがって、多くの場合、デフォルトの発生を宣言するかどうかは、トラスティの裁量に委ねられることになる。そして、上記の認定につき、信託証書には、誠実に (in good faith) 認定がなされれば、認定をしてデフォルト発生を宣言したこと、あるいは認定をせずにデフォルト発生を宣言しなかったことによる責任を負わない旨が定められるのが通例である<sup>146</sup>。また、トラスティは、上記の認定を行うに際し、それが誠実に行われたことを担保するため、弁護士、銀行家、その他の専門家のアドバイスに従って行為するといわれる<sup>147</sup>。

その後、デフォルトの状態に陥ると、トラスティは、社債契約の内容である償還日・利率等を変更したり、社債権者の権利を実現するために行う。この段階の行為についても、信託証書上、誠実に行為すれば免責される旨の条項が置かれること、誠実さを担保するため、トラスティは少なくとも専門家のアドバイスは得たうえで、それに従って行為することは、上記のようなデフォルトの認定の場合と同様である。さらに、信託証書には、トラスティが社債権者の決議または一定割合の社債権者の指示に従って行為した場合には免責されるとする条項が置かれるため<sup>148</sup>、重要な行為を行う場合は、社債権者の決議や一定割合の社債権者の指示を得たうえで、それに従って行為する

<sup>145</sup> *Id.* at 25 para. 1.1.3.

<sup>146</sup> *Id.* at 25 para. 1.1.7.

<sup>147</sup> *Id.* at 19-20.

<sup>148</sup> *Id.* at 24 para. 1.1.4. この条項には同時に、事後的に社債権者の決議に瑕疵があることが判明した場合でも、トラスティは免責される旨も定められる。

ことになる。なお、通常は、信託証書で、償還日・利率等の社債契約の内容を変更する場合には、社債権者の決議が必要である旨が定められる。また、社債の大部分は機関投資家によって保有されているところ、そうした社債契約の内容変更の際には、典型的には三大機関投資家の代表で構成される委員会が組織され、その委員会と発行会社が直接交渉するのが通例であって、トラスティが大きな役割を果たすことは少ないともいわれる<sup>149</sup>。

### 3-4 トラスティの免責条項

これまでみてきたように、実務上、信託証書には、各種の免責条項が置かれているが、こうした免責条項は有効なのであろうか。この点につき、信託一般の場合のリーディングケースとされる1998年の *Armitage v. Nurse* 事件判決は、詐欺 (fraud) に該当するときを除き、受託者の免責条項は有効であるとする基準を述べている<sup>150</sup>。こうした基準によると、免責条項が無効とされるのは例外的な場合に限られることになろう。

ところが、会社法は、とくにトラスティの免責条項を制限する規定を置くことで、上記の基準を修正している。すなわち、2006年会社法750条は、まず第1項で、信託証書の規定または社債権者との契約により、トラスティがその権限行使に関し、トラスティとして要求される注意義務を尽くしたことを証明できない場合について、当該トラスティの責任を免除し、または責任を補償する旨の条項を定めても、その条項は無効であるとする。そのうえで、第2項で、社債権者の75%以上（金額ベース）の賛成による社債権者集会の決議によって、トラスティを免責できるとする旨の条項を定めることを認めている。こうした会社法の規定は、1945年の *Cohen* 委員会の改正勧告<sup>151</sup>に基づいて設けられたものである。

既述のような信託証書上の免責条項が、この会社法750条の規律に服するのは疑いない<sup>152</sup>。問題は、同条に違反しないかどうかである。この点につき、デフォルト事由発生時の調査義務を負わないとする条項、一定割合の社債権者の指示に従った場合には免責されるとする条項などは、同条に抵触する可能性もありそうであるが、一般には、抵触しないと理解されているようである。こうした理解は、実質的にみると、それらの条項はすべて、トラスティの注意義務の内容を明確化するものであって、注意義務を軽減するものではないとする考え方に基づくものといえる。

このように各種の定型的な免責条項は会社法750条に違反しないと理解のもと、トラスティは、かかる免責条項に沿った行動をとっているとされるが、そうであるかぎり、英国のトラスティは、もっぱら受動的な役割を果たすにとどまっているように見える。しかし、この点については、だからといって、信託証書に免責条項を置くことを制限すると、トラスティが法的リスクにさらされる結果、さらに自らの判断で裁量権を行使することに消極的になる可能性があることが主張されている。この結果、トラスティが社債権者の決議を得て行為しようとするかもしれず、そうなる

<sup>149</sup> 岩原・前掲 (注1) 164頁。

<sup>150</sup> *Armitage v. Nurse* [1998] Ch 241.

<sup>151</sup> Cmnd 6659.

<sup>152</sup> 実務上、信託証書には、その旨を確認する条項も置かれている。すなわち、本信託証書における何ものも、トラスティを、権限・裁量権を与える信託証書の規定に関連して、トラスティとして要求される程度の注意と勤勉さを示さなかった場合に、信託違反の責任から免除し、またはその責任について補償するものではないとする旨の条項である。FINANCIAL MARKETS LAW COMMITTEE, *supra* note 119, at 32 para. 1.5.

費用や時間のロスが増えるだけでなく、集合行為問題のゆえに社債権者の決議が成立するかどうかとも不確実であるために、かえって社債権者の利益にならないともいわれる。他方で、トラスティが要求する報酬も増えるであろうし、トラスティ業務から撤退する信託会社さえ現れる危険があること<sup>153</sup>、トラスティが一部の社債権者による濫用的な訴訟にさらされる危険があることも指摘されている<sup>154</sup>。

#### IV 日本法への示唆

##### 1 トラスティの設置強制

米国 1939 年法は、発行価額の総額が一定額（500 万ドルまたは 1000 万ドル）以上などの一定の要件を満たした場合にトラスティの設置を強制している。そうした設置強制への異論は、ほとんどみられない。

トラスティの設置を強制すべきか、強制するとすればどの範囲で強制するかといった問題は、法がどの程度、トラスティの職務・義務に関する信託証書の内容に介入すべきかという問題と関係する。法が大きく介入して高度の職務・義務を課すと、その分、トラスティの設置にかかる費用も増加するから、設置強制への反対論も増える可能性がある。わが国ではそうした反対論も少なくないのに対し、米国で反対論が少ないことは、同国では法の介入の程度とのバランスが比較的うまく図られていることを示唆する。

ただし反面で、法の介入の程度が弱すぎると、設置強制の意味も薄れてしまうことには留意すべきである。もとより、もしトラスティの職務内容・義務に関する信託証書上の条項の内容が社債の市場価格に反映するのであれば、市場の規律付けが働くから、法が介入する必要は小さくなる。しかし、情報のなかに、証券の市場価格に反映しやすいものと反映しにくいものがあるとすれば、トラスティの職務内容・責任に関する信託証書の条項は、比較的反映しにくい情報であって、市場の規律付けが働きにくいと考えられる。現実に米国法が信託証書の内容に少なからず介入していることは、こうした市場の規律付けが十分に働かないことを示唆する。

なお、米国とは異なり、英国ではトラスティの設置は強制されておらず、社債発行会社が発行会社自身や社債権者にとっての効用を考慮して、設置するかどうかを決定するといわれる。それで問題が生じない理由は必ずしも明らかではないが、同国では機関投資家の発言力が非常に強く、必要な場合には機関投資家の要求によってトラスティが設置されるためではないか（このことは米国で設置強制への反対論として主張されることである）と推測される。また、トラスティの費用が社債発行費用全体から見ると極めて小さい、と考えられていることも影響しているであろう。

<sup>153</sup> *Id.* at 22-32.

<sup>154</sup> See LAW COMMISSION, *supra* note 137, at 109-110.

## 2 トラスティの利益相反規制

### (1) 事前規制の必要性

米国 1939 年法は、トラスティが利益相反関係を有し、かつ、デフォルトが発生している場合に、利益相反関係を解消するか、さもなければ辞任を要求している。ここでまず着目すべきは、米国法が事後的な責任追及だけに規制を委ねていないことである。利益相反関係があると考えられる場合でも、トラスティの責任の有無の判断はそう容易ではないため、事後規制だけに委ねると規制が過小になりやすいと考えられる<sup>155</sup>。そのことに鑑みると、わが国でも、米国法のように事前規制を設けることが積極的に検討されてよいであろう。

これに対し、英国法は、かかる事前規制を用意していない。ただし、トラスティが社債発行会社の債権者である場合には利益相反関係が認められるとする理解のもと、実務上、発行会社の取引商業銀行はそもそもトラスティに就任しないとされる。米国法上、取引銀行がトラスティに就任すること自体は禁止対象になっていないことと比べると、実務上の取扱いは、むしろ英国の方が厳格であるといえる。この点に関しては、改めて下記 2 (3) で取り上げる。

### (2) 事前規制の方式

米国 1939 年法は、「利益相反関係を有するとみなされる場合」を具体的に規定している。利益相反関係の定義規定は置かれていないが、問題とされているのは、トラスティが社債権者の利益よりも自己または第三者（社債発行会社または他の社債権者）の利益を優先する危険が大きいと考えられる場合であるといえる。

こうした米国法の規定方式は、予見可能性を高めつつ、規制の漏れをなくすために採用されたものと理解される。なお、1990 年改正では、トラスティが発行会社の債権者である場合も「利益相反関係があるとみなされる場合」に追加的に規定された。そのこともあり、実際上、具体的に規定されている場合以外の場合に、トラスティが利益相反関係を有するとされて辞任等が要求されることは考えにくい。

### (3) デフォルト発生前の適用除外

米国におけるトラスティ規制の最大の特徴は、デフォルト発生の前後で規制内容を変える点である。総じて、デフォルト発生前の規制は、発生後のそれに比べて緩いといえる。このことは利益相反規制の場合でも異なる。たとえ「利益相反関係を有するとみなされる場合」に該当しても、デフォルトが発生するまでは、トラスティは辞任等を猶予されるからである。

このようにデフォルト発生前について利益相反規制を適用除外するのは、①トラスティのデフォルト発生前の職務がもっぱら事務的なものに限定されること、②デフォルト発生前には社債権者が害されることはないこと、さらに③適用除外しないと、商業銀行がトラスティに就任できなくなることを理由とする。そして、③の点については、(a) 商業銀行がトラスティに就任できないとトラスティの成り手が足りなくなるだけでなく、(b) 取引銀行がトラスティになる場合は、継続的な貸付業務から得られた情

<sup>155</sup> たとえば、社債管理者が同一発行会社による複数回の社債の管理を引き受けている場合一つとっても、社債管理者がどのように公平義務を尽くすべきであり、どのような場合に義務違反が認められるのかは必ずしも明確ではない（江頭憲治郎編『会社法コンメンタール（16）』（有斐閣、2010 年）138-139 頁〔藤田友敬〕参照）。

報をトラスティ業務に利用できるもので、むしろ望ましいといわれる。

しかし、まず②は合理的な理由にはならないように思われる。また、③ (b) のことは、多少割り引いて評価する必要があるだろう。というのも、トラスティ業務から得られた情報が貸付業務のために不正に流用される危険と裏腹の関係にあるからである。仮にそれを避けるため、銀行の貸付部門とトラスティ部門の間に情報障壁 (Chinese wall) を設けると、今度はトラスティ業務のための情報利用も限定的にならざるを得ない。①についても、情報の不正流用の危険は否定できないうえに、そもそも消極的な理由にすぎない。したがって、米国法の立場の最大の根拠は、上記③ (a) に求めざるを得ないであろう。わが国への規制導入を検討する際も、その点をどの程度重視するかがポイントになると考えられる。

### 3 トラスティの職務と義務・責任

米国 1939 年法上の規制は、デフォルト発生の前後で大きく異なる。これは、トラスティのデフォルト前の職務はもっぱら事務的なものに限定されるという考え方に起因するものである。それゆえ 1939 年法上、トラスティは、信託証書に特に明示された義務の履行を除いて、責めを負わないとされる。実務上、信託証書で、1939 年法所定の義務以上のことを負わせることは稀であるから、トラスティの義務は通常、1939 年法所定のものに限定される。社債権者への定期的な報告書の提出と、同法違反を示す証拠がないことの確認である。しかも、後者の確認は事務的な確認で足りるとされ、コベナンツ違反の有無についても、トラスティは積極的にモニタリングする義務を負わない。

判例の一般的な傾向も、こうした 1939 年法の規定に沿ったものである。すなわち、デフォルト発生前は、トラスティに利益相反関係が認められる場合は格別、そうでない限りは信託証書に定められた義務を履行すれば、責任を負うことはないとする立場が採用されている。ただし、そうした比較的緩やかな立場に対しては、学説上の批判も少なくない。

他方、英国では、制定法上、トラスティの職務と義務・責任を定める規定は置かれていない。また判例法の内容もはっきりしない。実務上は、米国と同様の取扱いがなされており、そのことは特に問題視されていないようである。

英国はもとより、米国でも、学説上の批判にもかかわらず、現状を改めようとする動きはみられない。実際問題として、トラスティにコベナンツの遵守状況を積極的にモニタリングさせたり、信託証書の内容について再交渉させるなど、デフォルト発生前に積極的な行為を要求することには、能力面での困難があると考えられることが大きな理由であろう。また、当然、費用面の負担も大きくなる場所、そうすると米国ではトラスティの設置強制の当否に影響する可能性があるし、設置強制のない英国でも、不設置債が増える危険が指摘されている。

以上に対し、デフォルト発生後には、英米両国とも、トラスティには、慎重な者を基準とする厳格な義務が課される (prudent man rule)。ただし実際上、両国のトラスティは、デフォルト後もさほど積極的に裁量権を行使することはしておらず、基本的に社債権者の指示を取り付けたうえで、それに従って行為することが少なくないようである。その一因としては、厳格な義務が課されるため、トラスティがなるべく義務違反とされるリスクを回避しようとするのが挙げられている。な

お、米国ではデフォルト宣言をするかどうかの判断につき、**prudent man rule** が適用されるかどうかは必ずしも判然としない。ただ、学説上は **prudent man rule** が適用されるとする見解が主張されており、実務もそうした学説を前提にしているようにも見受けられる。

このように英米両国では、デフォルト発生の前後で大きく区別し、デフォルト発生前の規制は緩やかにすることが行われているのに対し、わが国では、そうした考え方は、あまり強調されてこなかったように思われる<sup>156</sup>。その背景事情としては、社債発行会社の主要取引銀行が社債管理者になる例が多いことを指摘できる。というのも、取引銀行の場合は、社債権者との利益相反の危険があるため、デフォルト発生前でも、当然には規制を緩やかにすべきとはいえないうえに、自ずと情報収集力に期待が集まる結果<sup>157</sup>、コベナント違反の有無を積極的にモニタリングさせるべきとする考えにも至りやすいと考えられるからである。ただし、そもそも社債管理者に主要取引銀行が就任する実務については、改めてその当否が検討されなければならないであろう。したがって、利益相反規制の導入と併せて、デフォルト発生前における社債管理者の職務および義務・責任の在り方を再検討することが必要であると思われる。

---

<sup>156</sup> 日本証券業協会・社債市場の活性化に関する懇談会「社債市場の活性化に向けた取組み」(2012年7月30日)は、米国トラスティ制度の考え方を参考に、社債のデフォルト後の債権の保全・回収機能に特化した「社債管理人(仮称)」の制度を提案している。こうした提案がなされるのも、従来のわが国では、デフォルト発生の前後で大きく区別する考え方が強調されてこなかったことを反映しているように思われる。

<sup>157</sup> 神作裕之「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』(商事法務研究会、1995年)215頁注94および黒沼悦郎「社債管理制度と社債発行会社の倒産」金融法研究・資料編15号(1999年)11-12頁は、わが国では、メインバンクたる社債管理者につき、発行会社の財務状況および将来の見通しにつき的確に判断しうる点が重視されているとしたうえで、そうであれば、貸付部門との間の **Chinese Wall** は設けるべきでないとする。