

アメリカの社債金融と信託機関

——大不況期の社債デフォルトとの関連で——

青 山 和 司

目 次

- I. はじめに
- II. 1920年代における社債発行の状況
 - (1) 証券市場の活況と社債発行
 - (2) 信託証書に基づく社債発行と信託機関の機能
- III. 社債のデフォルトと信託機関
 - (1) 大不況下における社債デフォルトの増加
 - (2) 社債のデフォルトと社債発行受託者の機能不全
- IV. 法人信託業務と利益相反
 - (1) 法人受託者の兼営業務と利益相反
 - (2) 利益相反の排除と信託証書法の制定
- V. むすび

I. はじめに

本稿で対象とする大不況期は、経済回復のために開始されたニューディール政策によって、政治、経済、文化等の各分野に渡って、アメリカがその相貌を大きく変えた時代である。1933年3月、銀行恐慌のさなかに大統領に就任したルーズベルトは、緊急銀行法を成立させて銀行恐慌を終息させたのを皮切りに、大不況の克服を目指して一連の法律を制定してニューディール政策を発足させた。ニューディール経済政策の基本的支柱をなしたのは、全国産業復興法と農業調整法であったが、アメリカでは「経済活動に対する連邦政府の規制権

は、憲法により厳格に制限されていたので、生産と価格を規制する全国産業復興法と農業調整法は、アメリカにおける経済政策の伝統からみてかなり積極的な国家統制⁽¹⁾であった。

そのため後に、この二つの法律は、連邦政府の権限を逸脱するものとして最高裁判所により違憲の判決を受けたのであるが、こうした紆余曲折を経ながらも、「ニューディールの政策基調は戦後こんにちまで引きつがれて、恒久的な社会制度として定着し、現代アメリカ社会の制度的骨格をなすにいたって」⁽²⁾いる。周知の通り、金融・証券制度に関してもニューディール経済政策の一環として抜本的な制度改革が行なわれており、この時代は現代に至る金融・証券制度の大枠が決定されたという意味で、きわめて興味深い研究対象となっている。

確かに、ニューディール政策開始から半世紀以上たった1980年代のアメリカにおいて、金融改革、金融自由化、規制緩和が急速に進展し、1930年代に形成された規制的な金融・証券制度の枠組みが大きく変わったし、また現在も変わりつつあるのは事実である。しかし、証券政策について言えば、1930年代当時の制度改革で論議的となった、投資家保護、情報開示（ディスクロージャー）、利益相反の排除、公正な取引、といった基本的な概念は、現在においてもその有効性を失っていないと思われる。

そこで本稿では、まず第一に、こうした1930年代の証券制度改革論議の中でも、社債保有者の保護に密接に関わる社債発行の受託制度に焦点を当て、その制度の概要を解説することから始める。そして第二に、この制度が大不況に伴う社債の債務不履行の発生時に、実際に社債保有者の保護という目的に照らして有効に機能したかどうか、受託者の利益相反関係を中心にして検討する。最後に、この利益相反の排除を始めとして、それまでの社債発行の受託制度に含まれていた諸問題に対する立法措置として制定された、1939年信託証券法（Trust Indenture Act of 1939）について検討する。

(1) アメリカ経済研究会編『ニューディールの経済政策』慶應通信, 1965年, 14ページ。

(2) 同書, 3ページ。

II. 1920年代における社債発行の状況

(1) 証券市場の活況と社債発行

1920年代のアメリカ企業金融の特徴は、大企業の調達資金の内、留保利潤と減価償却資金に基づく内部金融の占める比率が非常に高くなったことである。いわゆる自己金融化という現象であり、大企業における外部資金への依存低下を意味する。例えば、1920年代の後半には内部金融はほとんど100%近くを占め、外部金融は取るに足らないものであった⁽³⁾。

しかし、これは全体として1920年代に、株式・社債といった会社証券の発行を減少させるものではなかった。というのは、1920年代の好景気と証券市

表1 会社証券の発行額

(単位：100万ドル)

年	会社証券の 発行合計額	社 債 ・ ノ ー ト	株 式	
			優先株	普通株
1921	2,270	1,994	75	200
1922	2,949	2,329	333	288
1923	3,165	2,430	407	329
1924	3,521	2,655	346	519
1925	4,223	2,975	637	610
1926	4,574	3,354	543	677
1927	6,507	4,769	1,054	684
1928	6,930	3,439	1,397	2,094
1929	9,376	2,620	1,695	5,062
1930	4,957	3,431	421	1,105
1931	2,372	2,028	148	195
1932	644	620	10	13
1933	380	227	15	137
1934	490	456	3	31

(出典) U. S. Department of Commerce, *Historical Statistics of the United States : Colonial Times to 1970*, Part 2, Series X 510-515, p.1006.

(3) D. Creamer, S. P. Dobrovolsky, and I. Borenstein, *Capital in Manufacturing and Mining*, 1960, pp.142-143, Table 44, 参照。

場ブームの中で、企業の資本蓄積は旺盛であり、企業は内部金融比率を高めながら同時に証券発行による資金調達を増やしたからである。

表1によれば、1920年代の会社証券発行額は、1921年から証券恐慌の発生した1929年までの9年間に、23億ドルから94億ドルへと4倍以上にも増加した。社債の発行額は、1928年に株式が社債の発行額を追い越すまで、ほぼ毎年、株式の発行額を17億ドル程度上回っていた。社債発行額は、1921年に20億ドルであったものが1927年には48億ドルに達しており、1928-29年の株式投機隆盛の時期を除けば、社債金融は1920年代における企業の外部資金調達において重要な位置を占めていたとすることができる。

そこで次に、こうした企業の長期資金の調達方法として重要な役割を果たした社債制度に焦点を当て、アメリカにおける社債制度の特徴を検討することにしたい。

(2) 信託証書に基づく社債発行と信託機関の機能

事業会社が外部から資金調達を行なう方法には、株式の発行による自己資金の調達と借入金による他人資本の調達という二つの方法があり、後者の他人資本の調達には、銀行借入れと社債の発行という方法がある。こうした他人資本の調達においては、会社は銀行もしくは社債保有者に対して債務を負うことになるのであるが、銀行借入れと社債発行とは同じ債権債務関係の形成であっても、その内容には大きな相違がある。資金を貸す側から見れば、銀行は貸付先の会社と相対で取り引きするため、担保の設定などにより債権の管理を比較的容易に行なうことができるのに対し、社債保有者は一般に多数の投資家から成っているため、こうした多数の社債保有者がその意思を統一して彼らの債権を有効に管理することは極めて困難である。例えば、社債のデフォルトが発生した場合には、社債保有者は個々別々に自分が投資した資金と利息を回収することは困難であり、社債権者集会などによって社債保有者全体の意思統一が行なわれない限り、その債権は十分に保全されず、場合によっては社債は全くの紙切れと化す恐れがある。このように社債保有者が、債権の管理という点で不安定な立場に置かれたままであれば、一般の投資家が積極的に社債の発行に応募することは考えられず、事業会社は社債発行による大量の資金調達を行なう

ことが不可能となる。

そこでこうした事態に対処するために、この当時のアメリカでは、担保付社債の発行会社が社債の担保権を社債保有者のために信託機関に委託し、デフォルトが発生した時には信託機関が担保権を行使して、社債保有者の債権を保護することを目的とした、社債担保権の受託制度が一般に普及していた。また、無担保社債(debenture)の場合には、担保付社債のように担保権を行使して社債債権を回収することはできないが、信託機関が社債保有者の代表者として債権保全のために行動することが通例であった。こうした信託機関の機能は、社債の発行に際して取り交わされる契約書である信託証書(trust indenture または単に indenture と呼ばれる)によって規定されていた。後で述べるように、このような信託証書に関する諸規定は、1933年証券法(Securities Act of 1933)を修正して1939年に制定された、信託証書法によって整備されることになった。

改めて言うまでもないが、1939年信託証書法の制定以前であっても、社債発行による資金調達を企図する事業会社は、個々の社債保有者の受託者として行動する信託機関との間で信託契約書を取り交わし、それに基づいて社債の発行を行なうという方法はかなり普及していたようである。したがって、社債の担保の有無にかかわらず、公募による社債発行の場合には、信託証書に基づいて社債が発行されるので、一般の投資家はこうした信託証書による投資家保護措置を信頼して、安心して社債に投資することができたというわけである。

こうした社債発行に関わって信託機関が提供する信託業務を、一般に法人信託(corporate trust)と呼ぶ。この業務では上述したように、社債の債務不履行が発生した場合の受託者の機能に重点が置かれているが、それ以外に債券の認証および交付等の諸手続きに携わることも受託者の果たす大きな役割として挙げておく必要がある。この債券の認証および交付について、受託者は以下に指摘されているように債務不履行時に次ぐ重要な責任を負っている。

「受託者は、その義務のどんな局面においても債券の認証と交付以上の責任に直面することはない。その認証によって受託者は、おそらく何百万ドルにも達する債券が、一定の信託証書の条項に従って発行されたことを事実上、公に

宣言したことになる。この条項はおそらく非常に技術的で複雑で、解釈にややむずかしいものとなろう。注意深い訓練、長い経験、高度の熟練がこの特殊義務を満足に遂行する上に要求される。それゆえ、受託者は、債券の認証と交付を含む問題にいくら注意しても注意し過ぎることはない」⁽⁴⁾。

ところで、法人信託と個人向けの信託業務である個人信託(personal trust)とでは、その管理する信託財産に関して次のような大きな相違点がある。

「個人信託と法人信託との間の最大の相違点は、おそらく信託財産が処理される方法にあらう。個人信託においては、受託者は占有と管理についてのすべての属性を保有する。法人信託においては、受託者は財産の管理において、少なくとも債務不履行までは、何の発言権ももたない。そして財産が担保証券でなければ占有さえしない。しかしある種の財産に関する義務が法人信託証書に基づいて受託者に発生する」⁽⁵⁾。

以上、社債発行に関わる法人信託の経済的機能を概説したが、信託証書法に基づく法人信託の業務内容については、アメリカ銀行協会編『アメリカの信託業務』の第15章と16章で詳細に解説されているので参照されたい。

では次に、このような法人信託による投資家保護措置が、大不況期に増大した社債デフォルトに関連して、当初予定されていたような機能を果たしたか検討してみよう。そして、そこにおけるどのような問題が、1939年の信託証書法の制定に結びついたのか併せて検討したい。

Ⅲ. 社債のデフォルトと信託機関

(1) 大不況下における社債デフォルトの増加

前節で検討した20年代の証券ブームは、1929年10月の株式市場恐慌をもって終わりを告げた。株式市場の暴落は社債市場にも大きな影響をもたらし、社債の市場価格も低落した。社債価格の低落は、こうした社債を保有している商業

(4) アメリカ銀行協会編、三井信託銀行信託部訳『アメリカの信託業務』東洋経済新報社、1975年、345ページ。

(5) 同書、368-369ページ。

銀行の資産内容を悪化させ、その後の商業銀行の倒産を引き起こす原因となった。さらに実体経済における不況の深化とともに、経営が行き詰まり社債の債務不履行(デフォルト)に陥る企業が相次ぐようになった。このため、デフォルトに陥った社債の額面額の合計は、1930年から増加し始め、1933年に入るとその額は急激に増加し、1年間で19億ドルにも達した(表2および図1参照)。

この表2でデフォルト社債として集計されているのは、ヒックマン(W. Braddock Hickman)の定義によれば、①支払い期限において、契約された利息または元金の全額が支払い不能になった場合、あるいは、②社債の交換または契約変更において、新たに交付ないし発行された証券や社債が、額面以下の価値しかないような場合である⁽⁶⁾。①の場合は非常に明確な形態のデフォルトであり、通常デフォルトと言えばこの場合を指すのであるが、②の場合はデフォルトをやや広義に解釈した定義である。つまり②の場合には、①のような事態の発生に先立って行なわれた社債の債権者と債務者との間の合意に基づいて、当該社債が別の社債・証券と交換される事態や、金利・期限等を含む契約の変更により当該社債を廃棄し、新たな社債が発行される事態を想定しているのである。そして、このようにして交換されるか新たに発行された社債・証券の価格が、額面価格を下回るようであれば、こうした社債の交換や契約変更は、事実上のデフォルトであると見なすのである。ヒックマンはデフォルトの実態をより正確に把握するために、②の場合までデフォルトに入れたものと思われる。

表2で示されている社債のデフォルト額は、このような事実上のデフォルトである社債交換や契約変更をも含んだものである。ヒックマンの作成した表3によれば、1900-1943年にかけて発生したデフォルト合計額の中で最も多かったデフォルトの形態は、社債利子の支払い不能で全体の65.2%を占めている。その外に、契約外の証券交換というデフォルトが23.8%、社債元本の支払い不能が8.3%という状況であるが、契約外の証券交換がかなり高い比率を占めていることが注目される。

(6) W. Braddock Hickman, *The Volume of Corporate Bond Financing since 1900*, 1953, p.182.

さて次に、こうしたデフォルトに陥った社債について、これらの社債が担保付社債であったか、無担保社債であったかという点に着目して、デフォルトの状況を考察してみよう。

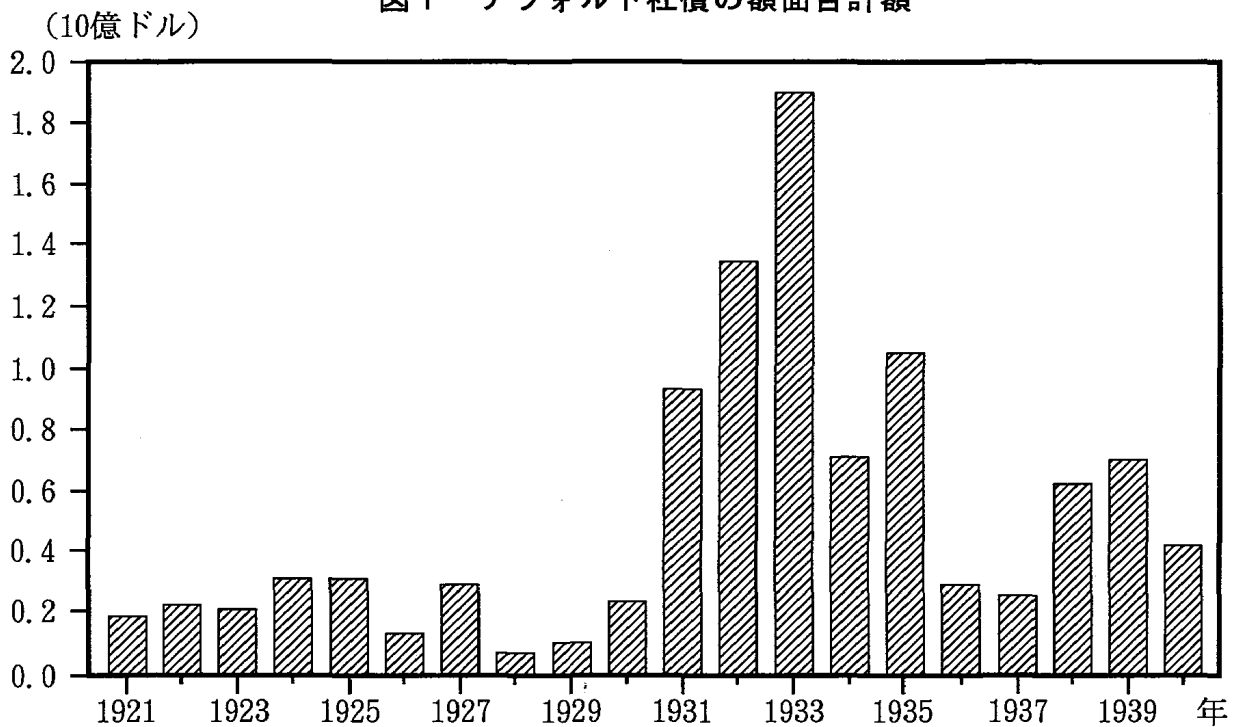
表2 デフォルト社債の額面合計額

(単位：100万ドル)

年	年間デフォルト額	年	年間デフォルト額
1921	179.5	1931	940.2
1922	213.5	1932	1,352.7
1923	197.1	1933	1,901.4
1924	303.4	1934	710.4
1925	292.3	1935	1,055.9
1926	125.4	1936	288.5
1927	284.0	1937	253.4
1928	57.1	1938	620.2
1929	96.8	1939	698.9
1930	228.1	1940	420.6

(出典) W.B. Hickman, *The Volume of Corporate Bond Financing since 1900*, pp.346-347.

図1 デフォルト社債の額面合計額



(出典) 表2 より作成。

表3 社債デフォルトの形態分布 (1900-1943年)

	デフォルト 合 計	利子のデフォルト					元金のデフォルト				契 約 外 の 証 券 交 換		不明	デフォルト 総 額 (100万ドル)
		利子の デフォルト 合 計	利 払 い の 回 復	社債の消却		1944年 までに 未清算	元金の デフォルト 合 計	社債の消却		1944年 までに 未清算	満 期 以 前	満 期 当 日		
				現 金 支 払	証 券 交 換			現 金 支 払	証 券 交 換					
全 産 業	100.0%	65.2%	5.8%	4.7%	36.7%	18.0%	8.3%	0.6%	5.9%	1.8%	15.7%	8.1%	2.7%	14,915.3
鉄 道	100.0	69.9	5.6	1.7	27.5	35.1	8.1	0.5	5.8	1.8	12.1	8.8	1.1	6,708.0
公益事業	100.0	56.8	7.6	5.7	39.2	4.3	12.3	1.2	8.3	2.8	17.1	9.5	4.3	4,765.1
工 業	100.0	67.7	4.0	9.0	50.9	3.8	3.1	0.1	2.7	0.3	20.8	4.9	3.5	3,422.2

(出典) W. B. Hickman, *The Volume of Corporate Bond Financing since 1900*, p.183.

そこでまず、新規に発行された社債の内、担保付と無担保の比率を見てみることにする。表4は、担保の有無とリーエンの優先順位⁽⁷⁾ (lien position)の分類に基づいて発行社債の比率を示したものであるが、この表によれば、1900-1943年の間に発行された社債総額に占める両者の比率は、担保付社債が72.6%、無担保社債が26.9%であった。両者の比率は年によって変動があるものの、1920年代から30年代の初頭にかけては社債の無担保化がかなり急速に進展し、1928-1931年には無担保社債の比率は44.3%にまで高まった。こうした傾向は、1932-1935年の大不況期に一時的に逆転したものの、それ以降は着実に社債の無担保化が進展し、周知のように現在のアメリカではほとんどの社債が無担保で発行されている。

さて、それではこうした担保付社債と無担保社債とでは、デフォルトの発生率にどのような相違があったのであろうか。表5は、1900-1943年に発行された社債総額の内、表4と同様に担保付社債と無担保社債のそれぞれについて

(7) 社債に関するリーエンの優先順位(リーエン・ポジション)とは、①当該社債が発行会社の財産に対するリーエンによって担保されているか否か、②債務者の負債構成に占めている、当該社債の発行会社の財産に対する請求権の順位付け、に基づいた分類基準である(W. Braddock Hickman, *Corporate Bond Quality and Investor Experience*, 1958, p.431, p.433, 参照)。

なお、リーエンは主に「特定または不特定の債務を、優先的に弁済すべき、債務者または第三者所有の動産または不動産の負担」(鴻常夫, 北沢正啓『英米商事法辞典』商事法務研究会, 1986年, 463ページ)を指す用語であるが、詳しくは『英米商事法辞典』のlienの項目を参照されたい。

て、デフォルトが発生した社債額面の比率を示したものである。これによると、500万ドル以上の発行社債については、担保付社債のデフォルト率は18.8%，無担保社債のそれは13.6%であった。また、500万ドル未満の発行社債については、前者は28%，後者は13.1%であった。すなわち、無担保社債のデフォ

表4 担保の有無とリーエンの優先順位の分類による発行社債の比率（1900-1943年）

発行年	担保付社債				無担保社債			不明	発行額面 合計額 (100万ドル)
	担保付 合計	リーエンの優先順位			無担保 合計	リーエンの優先順位			
		上位	中位	下位		上位	下位		
1900-1903	95.7%	46.6%	14.2%	34.9%	3.9%	0.2%	3.7%	0.4%	4,111.4
1904-1907	77.8	37.1	7.4	33.3	21.6	4.4	17.2	0.6	4,499.3
1908-1911	82.0	38.9	14.7	28.4	16.7	3.6	13.1	1.3	4,808.8
1912-1915	77.6	32.2	16.4	29.0	21.8	7.9	13.9	0.6	4,942.7
1916-1919	81.6	35.6	20.2	25.8	17.9	5.6	12.3	0.5	4,552.7
1920-1923	72.7	30.8	12.6	29.3	26.9	15.0	11.9	0.4	7,911.0
1924-1927	71.6	35.0	11.2	25.4	28.3	15.3	13.0	0.1	11,011.0
1928-1931	55.4	27.8	10.9	16.7	44.3	17.1	27.2	0.3	9,963.1
1932-1935	80.4	51.0	8.9	20.5	18.4	13.2	5.2	1.2	4,214.2
1936-1939	67.5	47.0	6.7	13.8	32.0	24.3	7.7	0.5	9,400.9
1940-1943	67.4	48.3	7.7	11.4	32.1	29.3	2.8	0.5	6,128.8
合計	72.6	38.1	11.4	23.1	26.9	14.3	12.6	0.5	71,543.9

(出典) W. B. Hickman, *Corporate Bond Quality and Investor Experience*, 1958, p.437.

表5 担保の有無とリーエンの優先順位の分類によるデフォルト社債の比率（1900-1943年）

		社 債 全 体	担 保 付 社 債				無 担 保 社 債			不 明
			担保付 合 計	リーエンの優先順位			無担保 合 計	リーエンの優先順位		
				上 位	中 位	下 位		上 位	下 位	
発 行 額 500万ド ル以上 の 社 債	全 産 業	17.3%	18.8%	16.0%	29.5%	16.0%	13.6%	9.4%	18.2%	0.0%
	鉄 道	28.1	29.2	22.8	40.8	23.6	20.6	29.2	20.6	0.0
	公益事業	10.6	9.6	10.9	9.1	7.8	13.5	11.6	14.7	
	工 業	14.8	19.0	21.2	3.7	19.2	11.4	8.4	23.0	
発 行 額 500万ド ル未満 の 社 債	全 産 業	24.9	28.0	30.1	20.0	24.0	13.1	10.6	15.6	0.0
	鉄 道	20.6	21.0	22.0	13.7	21.9	16.9	59.1	4.1	
	公益事業	20.9	23.0	25.8	21.4	17.4	10.0	0.0	12.0	
	工 業	33.7	44.3	42.2	90.9	56.4	14.8	10.0	32.0	0.0

(注) 1900-1943年に発行された社債の内、1944年以前にデフォルトになった社債の比率を示す。

(出典) W. B. Hickman, *Corporate Bond Quality and Investor Experience*, 1958, p.5, p.448, より作成。

ルト率の方が担保付社債よりも明らかに低く、こうした傾向は、社債の発行規模が小さいグループにおいて特に顕著であった。

もともと社債担保の意義は、社債のデフォルトが発生した場合に、担保資産を換価処分して社債保有者の債権を回収することにある。そのため担保付社債は、比較的安全な投資対象として考えられており、担保付社債の方が無担保社債よりもデフォルト率が高かったのは多少意外な感じがしないわけではないが、デフォルトの可能性は担保の有無とは直接関係するわけではないので、ある意味でむしろ正常な姿であるのかも知れない。つまり、担保付社債は発行会社の支払い能力に問題があって、担保を付けなければ発行できないという不安定な信用状態を反映したものと考えることができるのに対し、無担保社債は、将来の支払い能力が十分にある健全な信用状態を反映したものと考えることができる。このように考えると、担保付社債よりも無担保社債の方がデフォルト率が低いことは十分理解できることである。

この点、わが国では1930年代の社債デフォルト頻発時に、担保付社債よりも無担保債のデフォルト率の方が高かったのとは対照的である。そのため、アメリカではこれを契機に社債の無担保化と社債の格付け制度がより一層発展したのに対し、わが国では逆に「社債浄化運動」によって、社債の有担保原則が定着することになったのは周知の事実である⁽⁸⁾。

ただし社債の発行会社が、適当な担保資産を保有していないために、やむを得ず無担保社債を発行する場合があることに注意する必要がある。例えば、1920年代に発展した公益事業持株会社による無担保社債の発行はそうした事例の一つである。公益事業持株会社は、株式所有を通じてその傘下にいくつもの公益事業会社を保有し、そこから収益を得ているのであるが、持株会社自体は会社の性格上、社債の担保に供する適格な物的資産を保有していない場合が多い。そこで、公益事業持株会社は、1920年代後半に無担保社債を大量に発行

(8) わが国で、社債浄化運動を経て社債の有担保原則が確立した経緯については、松尾順介「日本における社債受託制度確立の背景」『証研レポート』（証券経済研究所）No.1471, 1991年2月、および松尾「日本における社債受託制度の確立」『証研レポート』No.1472, 1991年3月、を参照されたい。

したのであるが、こうした無担保社債の多くは、1930年代における傘下の公益事業会社の収益悪化に伴いデフォルトに陥った⁽⁹⁾。

ところで社債の担保は当初、鉄道会社の社債に典型的に見られるように、不動産等の物的資産を担保とするものであり、事業会社はこの物的担保に対する投資家の信頼を拠り所として社債を発行して資本を調達し、事業を拡張することができたのである。もちろん、不動産担保と言っても、将来鉄道が敷設されるような大草原を担保として、鉄道会社が社債を発行するような場合には、その担保としての価値にはかなり疑問が残るだろう。それでもこのような担保を信頼して投資する人々は、そこに大いなる幻想を抱いているのか、そのことを承知して投資しているのかいずれかであろう。

公益事業持株会社や鉄道持株会社が担保付社債を発行する場合には、物的担保の代わりに傘下の子会社の株式や社債を担保とする、有価証券担保の社債を発行することが多かった。こうした有価証券の担保価値は、いわゆる擬制資本としての価値であり、別の見方をすれば、担保が物的資産から離れて次第に架空化しつつある状況を示していると解することができる。そこでさらに、企業を永続的企業、ゴーイング・コンサーン (going concern) として理解する立場に立てば、社債の元本と利払いを保障するのは毎年の会社収益であり、物的資産はこうした収益を生み出す資本として機能する限りにおいて、社債の担保としての価値を持ち得るということになる。これに関して次の指摘が参考となる。

「恐慌時には製造業のデフォルトについては工場設備の買い手は無く、事業を休止すると担保は無価値となるケースが多発した。したがって、投資家は物的資産による担保を徴求するよりも、企業に対して財務制限条項を付して経営状況を常にウォッチするほうが得策であるとの考え方を取るようになり、特に製造業の社債無担保化が進展することとなった」⁽¹⁰⁾。

そして後に述べるように社債のデフォルト発生後、会社更生手続きによる会

(9) Hickman, *Corporate Bond Quality and Investor Experience*, p.449, 参照。

(10) 黒沢義孝『債券格付けの実際』東洋経済新報社、1985年、132-133ページ。

社再建が認められる場合には、社債保有者の担保権の行使には大きな制約が課されることになる。そうであるならば、もはや社債の担保は実質的な意味を持たなくなるわけである。そこで収益力 (earning power) を評価基準として、それが高く評価される会社にあつては、デフォルトの可能性は少ないと判定され、無担保で社債を発行することが可能となるのである⁽¹¹⁾。そのため、無担保社債では社債権者保護のための措置として、社債の格付け制度や発行会社の配当制限、担保制限等を規定した財務制限条項が、普及して行くことになったのである。

さて上述したように、社債担保の有無はデフォルト発生率に直接関係を持つものではないことが知られたわけであるが、次の問題は社債のデフォルトが発生した場合、信託機関が信託証書に基づいて社債保有者の債権を保護する機能を十全に果たしたかどうかということである。

(2) 社債のデフォルトと社債発行受託者の機能不全

一般的には、債務不履行とは、契約に従って行動しないことであると言われるが、法人信託証書では債務不履行の状態を明確に区別する必要があるので、そのような債務不履行の場合を明示する一覧表が作成され、それに基づいて債務不履行の有無が判定される⁽¹²⁾。ここでは、こうした債務不履行の個々の事例を詳細に取り上げて検討することが目的ではないので、債務不履行の定義としては、支払い期限において、契約された利息または元金の全額が支払い不能になった場合、という基本的な線で理解しておけば十分であろう。

さて、信託証書に基づく社債発行において、社債のデフォルトが発生した場合の信託機関の機能は、前述したように社債保有者の債権を保全し、社債保有者の利益を保護することであった。そこで、このような社債発行に伴う信託機

(11) 社債の担保概念の変化については、佐合紘一『企業財務と証券市場』同文館、1986年、40-42ページ、を参照されたい。また、社債と同様に銀行貸付における担保概念も変化し、収益力の評価に基づく無担保の銀行貸付も行なわれるようになった。この点については、川波洋一「信用供与の技術革新と商業銀行(下)」『経済学研究』(九州大学経済学会)第55巻6号、1990年7月、153-161ページ、および Arthur S. Dewing, *The Financial Policy of Corporation*, 5th ed., 1953, pp.708-710, を参照されたい。

(12) 前掲『アメリカの信託業務』, 361-362ページ。

関の重要な役割ゆえに、社債の発行者と投資家は受託者として活動する信託機関を高名な金融機関に要請することになる。社債発行の受託者として社会的に信用度の高い金融機関が指名されれば、それだけその社債の信用度も高いと投資家は判断することになる。つまり、一般投資家は証券の購入に当たって、受託者の規模、名声、金融力の影響を受けるのであり、いわば受託者を信頼して証券投資を行なうと言ってもよい¹³⁾。

しかし、こうした一般投資家の信頼にもかかわらず、実際には受託者は社債保有者を保護するために何の権限をも行使していなかったというのが、1930年代当時の実情であったようである。このことは前述した1930年代の大不況期における大量の社債デフォルトの発生に際して、受託者である信託機関が、社債保有者の保護のためにどのように行動したかということを見れば明らかである。

この当時、会社の債務不履行が発生した場合には次のような手続きがとられるのが一般的であった。まず、会社の債務不履行が切迫した状態になれば、社債保有者はこれらの証券の発行に関与した引受業者とともに、その利益を代表するための保護委員会 (protective committee) を組織する^{14) 15)}。そして、デフォルトが発生した場合には、信託証書に通例記載されている条項——社債発行残高の一定比率以上 (例えば25%程度) の社債保有者からの請求により、受託者に対して一定の行動をとることを規定した条項——に基づき、受託者は社債保有者に対して、デフォルトに関する情報を知らせる義務を負う¹⁶⁾。その後の受託者の義務は、社債の担保を構成している財産を速やかに整理し、極力保全に努めることである。これらの財産は、信託証書の条項に基づいて管理されるか、あるいは裁判所から指名された財産管理人によって管理されること

(13) The 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, pp. 3-4.

(14) American Institute of Banking, *Trust Business*, 1934, p. 410.

(15) 保護委員会の詳細については、R. G. Page and Payson G. Gates, *The Work of Corporate Trust Departments*, 1926, pp. 190-193, を参照されたい。

(16) Ben W. Utter, "Problems of Trustees under Defaulted Bond Issues," *Trust Companies*, Vol. 56, No. 6, June 1933, p. 653.

になる⁽¹⁷⁾。

保護委員会は、当該証券の受託者たる信託機関との間で社債の保管契約を締結し、社債保有者が同委員会に寄託した社債は、信託機関によって保管されることになる。このような社債の保管人としての信託機関は、それ自体として保護委員会の活動に何らかの影響力を行使できる権限を持つわけではない⁽¹⁸⁾。ただし、この場合に注意すべき点は、信託機関が当該社債の保有者全体のための受託者であると同時に、保護委員会のための社債保管人という二重の立場に立つことである。

さて通例、保護委員会は、債務不履行会社の再組織を目指して会社更生手続きを行なうのであるが、1934年以前において会社を再組織するために用いられた主要な方法は、連邦裁判所によって衡平法上発展させられてきた収益管理人の制度(federal equity receivership)であった⁽¹⁹⁾。このレシーバーシップの下では、担保権者の別除的満足の余地が認められているので⁽²⁰⁾、社債担保の受託者は社債保有者の利益のために担保権を行使して、担保物件の換価処分(foreclosure sale)を行なうことは可能であった。しかし、実際には受託者は担保権を行使するよりも保護委員会と協力して、会社更正に参加するのが普通であった。このような協力関係は、後に検討するような利益相反の可能性を含むものである。

(17) A. L. Grutze, "The Trustee's Duties and Liabilities under Corporate Bond Issues after the Bonds Have Been Certified and Delivered," *Trust Companies*, Vol.41, No.2, 1925, p.185.

(18) Utter, *op.cit.*, p.656.

(19) 三ヶ月章『会社更正法研究』有斐閣, 1970年, 3ページ。

ちなみに、レシーバーシップの下での会社更正手続きは、「破産申立を防止し、会社財産を旧債務から自由にしてこれを債権者に売却し、債権者はその財産を新会社に現物出資し、それに代えて、債権者は証券を受領するということを骨子とする」(同書, 3-4ページ)ものであった。その際の保護委員会の役割は、次の通りである。

「更正会社の債権者は、その有する証券を委員会に寄託する。会社財産が競売において売却されると、委員会がそれを競落とし、自己に寄託を受けた証券を以て支払にあてるのである。従って、寄託をしない債権者の分を払い又優先債権を弁済するだけの現金さえ準備すれば、委員会は会社財産を取得しうるのである」(同書, 7ページ)。

なお、こうした保護委員会の活動に関連した受託者の機能については、Page and Gates, *op.cit.*, pp.145-148, を参照されたい。

(20) 三ヶ月, 前掲書, 15ページ。

以上が、社債のデフォルトが発生した場合にとられると考えられていた、手続きの概要とそこにおける受託者の機能であるが、1930年代の社債デフォルトに際して受託者が行なった活動は、必ずしもこのようなものではなかった。証券取引委員会 (Securities and Exchange Commission=SEC) は、こうした問題に注目してこの当時の信託証書に基づく法人受託者の活動実態について調査し、報告書 (*Trustees under Indentures*) を公表している。そこで次に、債務不履行時の受託者の活動について、この報告で指摘されているいくつかの問題点を紹介し、受託者が社債保有者の利益保護のために、その機能を十分に発揮したかどうか検討することにしたい。

(A) 債務不履行通知の懈怠

まず、第一の問題点は、受託者が社債保有者に対する社債の債務不履行発生の通知を怠ったことである。前述したように債務不履行が発生した場合には、受託者は速やかに社債保有者に対してその旨を通知するものと考えられていたのであるが、実際にはそうではなかったということである。ではなぜこのようなことが起こったかという点について、同報告書は Baldwin 社と Hoe 社の事例を挙げ、二つの事由を明らかにしている。

【Baldwin 社の事例⁽²¹⁾】

一つは、Baldwin 社の事例に見られるような、信託証書の規定に基づくものである。Baldwin 社の社債発行に伴う信託証書の条項には、発行残高の25%以上の債券保有者が受託者に債務不履行を書面で通知しなければ、その会社は債務不履行とはみなされない、という規定があり、これに基づいて受託者は債務不履行の通知を行なわなかったということである。これは特別な事例ではなく、発行済債券の一定割合の債券保有者が、債務不履行の発生を受託者に通知しないならば、受託者は債務不履行の発生に目を閉ざすことを信託証書に規定しているのが当時の標準的な慣行であったようである。SEC の調査によれば、調査した信託証書の63%にそのような規定が存在していたということである。

(21) SEC, *op.cit.*, pp.37-38, 参照。

確かにこのような受託者の行動は、信託証書の規定に基づいているという点では適法的なものであろうが、前述した社債保有者の利益保護という受託者のそもそもの機能から見れば、問題があると言わざるを得ない。

【Hoe 社の事例⁽²²⁾】

もう一つの事由は、受託者が社債発行会社との間の利害関係を優先して、社債保有者に債務不履行の通知を遅らせることに起因するものである。これは、Hoe 社の事例に見られるのであるが、それによると Hoe 社の債券の受託者であるギャランティ信託会社は、Hoe 社の債務不履行が差し迫っていることを数週間前から知っていたにもかかわらず、社債保有者に債務不履行について助言しなかった、ということである。実際、Hoe 社の取締役会は、1932年3月17日に正式に利払い不能であることを受託者に通告していたのである。

ギャランティ信託会社がこのような行動をとった理由として、同社が社債の受託者として以外に Hoe 社と次のような深い利害関係を有していたことが挙げられる。その利害関係とは、①ギャランティ信託会社が Hoe 社の債権者であったこと、②同じく当該債券に劣後する証券を保有していたこと、③同社の系列証券会社が、Hoe 社発行証券のアンダーライターであったことである。このため、ギャランティ信託会社は、Hoe 社の再建を企図して、保護委員会の設立にとりかかっており、その関係で主導権を把握する態勢が整うまで、債務不履行の通知が抑えられることとなったのである。

いずれの理由にせよ、受託者が社債保有者に対して債務不履行の通知を遅らせることは、社債保有者の利益保護という社債受託制度の本来の趣旨に反し、制度自体を形骸化するものである。そのため SEC は、債務不履行の通知に関する受託者の義務を免除することは望ましくなく、むしろ積極的に証券保有者に対して債務不履行に関する助言を行なうよう義務づけるべき、との提言を行っている。

(B) 受動的な受託者の活動

(22) *Ibid.*, pp.39-42, 参照。

次に、社債保有者の利益保護をめぐる第二の問題点は、受託者が信託証書で広範な権限を付与されているにもかかわらず、その権限をほとんど行使しなかったことである⁽²³⁾。こうした権限とは主に、受託者の名前で訴訟を起こすこと、抵当物の受戻権を喪失させること (foreclosure)、担保財産に対する信託証書上の権利を行使すること等であるが、受託者は社債保有者によって強制されないならば、そのような活動することはまれであった。というのは、発行残高の一定割合を持つ社債保有者の要請がなければ、受託者がこうした活動をする義務はなかったからである。SEC の調査によれば、調査対象となった信託証書の内、93%の信託証書がこうした規定を含んでいた。

したがって、受託者を行動させるためには社債の発行残高の一定割合を集めることが必要であるが、そのためには社債保有者保護委員会の結成が必要となるのである。ところが、保護委員会結成のために必要な社債保有者のリストは、その社債のアンダーライターか社債発行会社が独占しており、これらのグループは社債保有者と利害が対立するため、保護委員会の結成に当たってこれらのグループの協力を期待することはできないのである。こうした事情は、受託者が社債保有者のために活動することを妨げる大きな要因となっていたのである。

そこで、この問題に関して報告書で紹介されている次の2社の倒産事例に基づき、受託者の実際の活動状況を検討してみよう。この2社とは、Cuban Cane Products 社と公益事業持株会社 Union Power Corporation である。

【Cuban Cane Products 社の事例⁽²⁴⁾】

まず、Cuban Cane Products 社の事例は、倒産した同社の再建をめぐり、社債保有者の利益が侵害される恐れが生じた際に、社債保有者保護委員会からの要請があったにもかかわらず、受託者がその権限を行使して社債保有者の利益擁護のために適切な活動を行なわなかったことである。それによると1934年1月17日、銀行による第一順位抵当権の行使による同社財産の売却が差し迫っていたため、保護委員会は、受託者のマニュファクチャラー信託会社に銀

(23) *Ibid.*, pp.42-43, 参照。

(24) *Ibid.*, pp.45-47, 参照。

行による売却を遅らせるためにしかるべき行動をとるよう要請した。ところが、売却前日の1月29日に同信託会社は、諸手続きを始める前に必要な資金を24時間以内に提供するよう、社債保有者に要求するという回答を行なったのである。しかし、24時間以内にこの要求を実行することは不可能であり、これは事実上の拒否回答に等しいものであった。

確かに受託者が社債保有者の利益保護のために訴訟を起こそうとしても、信託手数料だけでその訴訟費用を支弁することは不可能であろう。この点でマニュファクチャラー信託会社が、必要な資金の提供を求めたことは正当な要求として理解できるが、24時間以内という条件を付けたことは、受託者の誠実義務に照らして大いに疑問の余地があるところである。

【公益事業持株会社 Union Power Corporation (UPC) の事例⁽²⁵⁾】

次に、公益事業持株会社 Union Power Corporation(UPC)の倒産に関わる法人受託者の活動の問題点について検討しよう。UPCは、その傘下の子会社として公益事業会社の Federal Public Service Corporation(FPSC)を擁しており、子会社 FPSC の株式は親会社 UPC の主要な資産を構成していた。UPC は1928年に150万ドルの担保付転換社債を発行したが、その社債の担保には、子会社 FPSC の株式が充当された。なお、社債発行に当たって受託者には Harris Trust & Savings Bank of Chicago が指名され、債券の分売は、H. M. Byllesby & Co. が中心となった銀行グループによって行なわれた。

そしてそれから5年後の1932年5月に子会社の FPSC は倒産したのである。ところが、その倒産以前に H. M. Byllesby & Co. は、FPSC の親会社 UPC を支配できる議決権株を取得して、それを同社の系列投資信託である Utilities Industrial Corporation に売却していたのである。そこで、H. M. Byllesby & Co. の代表が、FPSC の再建計画策定のため社債保有者委員会の結成を先導することになった。1933年11月15日、再建計画は破産裁判所によって認められたが、UPC の社債の担保となっている FPSC の普通株の取扱い

(25) *Ibid.*, pp.48-61, 参照。

については何も規定されていなかった。

その後、1934年1月31日には親会社の UPC も自主的に破産申請を行ない、同年2月6日に同社の破産が宣告された。しかし、この間に同社の社債保有者を代表する委員会は設置されず、UPC の破産管財人は、子会社 FPSC の普通株以外の名目資産額を報告しただけであった。社債の信託証書の受託者もまた、社債保有者のために活動することはなかった。FPSC の破産に伴う UPC の社債保有者からの問い合わせに対して、受託者が行なったことは H. M. Byllesby & Co. と接触するように勧めることと、受託者には情報を与える権限がないと回答することであった。受託者のこうした対応は、債券保有者が信託証書の規定に基づいて受託者に要請しないならば、受託者は FPSC の再建状況について助言する義務すらない、という弁護士の指導に従ったものであった。事実、UPC の破産申請後、債券保有者からの問い合わせにもかかわらず、受託者は何の行動もとらなかったのである。

そのため、1934年初頭には社債保有者の有志による独立の社債保有者委員会の設立が呼び掛けられることとなり、それに基づいて社債保有者集会が開催されて委員会の代表が選出されることとなった。同委員会は、1934年4月に Harris Trust & Savings Bank of Chicago に対して、UPC の破産申請に関連して社債保有者の権利保護のために迅速な活動を行なわないならば、受託者を辞任するよう要求した。しかし、受託者は委員会に協力して、委員会の望む方向で行動しようとはしなかった。このような状況の下で、UPC の破産管財人はほとんど拘束されることなく請求権の整理を進めることができたが、最終的行動がとられる前によく H. M. Byllesby & Co. と UPC の社債保有者を代表する利害関係者との間で和解が成立した。この和解に当たって、法人受託者が何の役割も果たさなかったことは言うまでもない。和解は、破産管財人と社債保有者委員会代表の努力の賜物であった。

ところで、UPC の社債発行に伴う受託者の行動の問題点については、もう一点指摘すべき点がある。それは UPC の社債の担保とされた、FPSC の普通株の担保価値の維持に関わる問題である。というのは、UPC の社債発行に当たって

募集案内書(offering circular)には、信託証書の規定により、①FPSCの普通株全部が社債の担保に入れられること、②追加証券の発行は制限されている、という記載がなされていたが、UPCと受託者はその制限をUPCのみに対する制限と解釈し、UPCの社債発行後に、子会社のFPSCが追加証券を発行したからである。具体的には、次のような追加証券の発行が行なわれた。UPCが社債を発行した時点でのFPSCの普通株を除く証券発行残高は、第一順位抵当付社債440万ドル、累積的優先株15,000株であった。その後、大量の追加証券が発行され、FPSCが破産した時点の証券発行残高は、第一順位抵当付社債1,050万ドル、累積的優先株35,455株、ノート700万ドル、という状況であった。

これらの証券の弁済順位は、UPCの社債の担保となっている普通株の弁済順位よりも上位にあり、したがってFPSCの普通株の担保能力は、UPCの社債発行時点よりも低下していると言うことができる。換言すれば、社債保有者の利益が侵害されたのであり、社債保有者の利益を擁護すべき受託者がこうした追加証券の発行を認めたことは、受託者として怠慢であるという批判がなされるわけである。

以上、Cuban Cane Products社と公益事業持株会社Union Power Corporationの事例に見られるように、倒産時における受託者の行動は、社債保有者の利益のために行動するという受託者の規範とは大きく相違し、実際にはほとんどその機能を果たさなかったと言うことができる。424の法人受託者を対象としたSECの調査(表6参照)によれば、社債の債務不履行が発生した時に、何の活動もしなかったと回答した法人受託者は、4分の1を越える116社にのぼっている。この外に債務不履行の発生を通知しただけと回答した法人受託者が、71社も存在しているが、これも社債保有者の利益保護のために積極的に活動したというわけではなく、非活動的な部類の受託者に分類することができる。この両者を非活動的な受託者とすれば、その数は187社となり、全体の44%を占めている。したがって、こうした非活動的な受託者は、上述の二つの会社にのみ見られた特殊な事例というわけではなく、この時期にかなり広範に存在していたものと考えることができる。

そこで、こうした受託者の機能不全または非活動的状态を改善すべく、報告書は次のような提言を行なっている。第一点は、法人受託者は彼らに課されている

責任に見合う報酬を受け取ることにより、活動的な受託者に転換されるべきであるということ、第二点は、社債保有者の保護のため、受託者は発行者のレシーバーシップや倒産手続きに速やかに関与すべきであるということである⁽²⁶⁾。もう少し一般化して言えば、受託者を律する指針として、受託者には少なくとも自分自身の投資を守るくらいの熱心さと完全さを伴った行動が要求されることになる⁽²⁷⁾。

表 6 社債デフォルト時の受託者の行動類型

() 内は%表示

(1) 何の活動もしなかった……………	116 (27. 4)
(2) デフォルト発生の通知のみ行なった……	71 (16. 7)
(3) 償還期限の繰上げ措置のみ……………	2 (0. 4)
(4) 提出された請求権の証明のみ……………	11 (2. 7)
(5) 担保物換価処分手続き……………	46 (10. 8)
(6) 償還期限の繰上げと担保物換価処分……	9 (2. 1)
(7) 資産の取得……………	21 (5. 0)
(8) 資産の取得と担保物換価処分……………	22 (5. 2)
(9) 財産管理手続きへの関与……………	9 (2. 1)
(10) 資産からの収益の受取り またはそのための諸措置……………	9 (2. 1)
(11) 保護委員会の設置等を 要望する証券保有者との交渉……………	6 (1. 4)
(12) 上記措置の各組合せ……………	69 (16. 3)
(13) 上記以外の様々な行動（証券発行者 の帳簿検査、抵当財産の検査、等）…	24 (5. 7)
(14) 回答なし……………	9 (2. 1)
合 計……………	424 (100. 0)

(出典) SEC, *op.cit.*, p.128

IV. 法人信託業務と利益相反

前節では、社債のデフォルトに際して法人受託者が、社債保有者の利益保護のために積極的な行動とらなかったという問題点を指摘し、その対応措置として、活動的な受託者に転換されるべきである、という SEC の提言を紹介した。

(26) *Ibid.*, p.47, 参照。(27) *Ibid.*, p.47, 参照。

しかし、その対応策も法人受託者の利益相反という問題を考慮に入れない限り、不十分と言わざるを得ない。例えば、受託者が自分自身の利益と社債保有者の利益とが対立する状況に置かれた時、自分の利益を守るために積極的に活動する事態がないとは言えない。こうした受託者ならばむしろ受動的であった方が、社債保有者の利益のためにはよいということもあり得るからである。そこで本節では、法人受託者の利益相反問題について検討することにしたい。

(1) 法人受託者の兼營業務と利益相反

一般に企業が、複数の業務を兼営している場合には、それぞれの業務毎に異なった利害関係が形成され、時にはこれらの利害が相互に衝突することが起こり得る。このような状態を指して利益相反と呼ぶが、こうした利益相反の状態に置かれた主体が、複数の利益を公正に代表することは極めて困難である。このような利益相反の問題は、受託者の誠実義務が重視されるべき信託業務においてとりわけ深刻である。1930年代当時の法人受託者の実体は、現在でもそうであるように、商業銀行や信託会社の信託部門であり、これらは複数の業務を兼営していた。そのため法人受託者は、利益相反的な利害関係に陥り易い状態に置かれていた。利益相反の内容は、個人信託や法人信託等の信託業務の種類により相違しているが、本拙稿では社債発行に関わる法人信託業務に伴う利益相反について検討したい⁽²⁸⁾。

法人信託業務における利益相反の存在は、社債保有者の利益を保護するために誠実に行動すべき受託者の行動に大きな影響を与える。前節で検討した社債デフォルト時における受託者の不誠実な行動も、こうした利益相反の存在に起因するものと考えられる。それでは、その場合にどのような利益相反が存在していたのか、具体例に即して見て行くことにしよう。

【受託者が保護委員会に参加する場合の利益相反】

前述したように、会社の債務不履行が発生した場合には、その会社に債権を有している証券保有者により保護委員会が設立される。しかしながら、証券は多数の投

(28) 個人信託に関する利益相反の問題は、拙稿「アメリカにおける銀行の証券分離と信託併営」『信託』(信託協会) 163号、1990年8月、を参照されたい。

資家によって広く分散して保有されているのが通常であるから、こうした保護委員会に全ての証券保有者の参加を期待することはできない。そのため、保護委員会は、自ずと大口の証券保有者を中心として形成され、その利益を代表して活動することになる。したがって、委員会に参加していない証券保有者の利益は、保護委員会によっては代表されないということ、つまり保護委員会は当該証券の保有者全体の利益を必ずしも代表するものではないことに留意する必要がある。

それでは、このような保護委員会に受託者が参加する場合に、どのような問題が引き起こされるのであろうか。受託者が、大口の証券保有者とともに保護委員会の構成メンバーになることは、両者の協力によりその後の諸手続きを、委員会主導の下で円滑に進めることを可能にするものである。しかし他方では、受託者は当該証券の保有者全体の利益を擁護することをその使命としているのであるから、当該証券について別の保護委員会が結成されるような事態が発生した場合、または保護委員会の弁護士に受託者の弁護士と同一人が指名されるような場合には、注意深い受託者は、利益相反を避けるために委員会から離脱することが必要であると言われていた⁽²⁹⁾⁽³⁰⁾。

しかし、こうした規範は実際にはなかなか守られず、受託者と保護委員会との結び付きはかなり多く見られたようである。SECの調査では、723の保護委員会の内、265(36%)の保護委員会で受託者がその構成メンバーとなっており、さらに887の事例の内、143(16%)では保護委員会と受託者双方の弁護士が同一であった、と報告されている⁽³¹⁾。

前節で紹介した Hoe 社の債務不履行における、社債保有者保護委員会と法人受託者ギャランティ信託会社との関係は、こうした利益相反の顕著な事例を示している。そこにはまた、利益相反の立場に置かれた法人受託者が、本来擁護すべき社債保有者全体の利益よりも受託者自身の利益を優先して行動する姿

(29) Page and Gates, *op.cit.*, pp.190-192, 参照。

(30) 保護委員会が、同委員会に証券を寄託しなかった投資家の利益に反して活動する事態は、少なからず発生したようである。この点については、三ヵ月、前掲書、5-7ページを参照されたい。

(31) SEC, *op.cit.*, p.80, 参照。

が、見事に示されている。

ギャランティ信託会社は、系列証券会社のギャランティ社を通じて、社債保有者保護委員会に代表を送っており、これによって Hoe 社は、同信託会社のコントロール下に置かれていたのである。しかも、受託者自身が、保護委員会の活動を主導すると同時に、Hoe 社に対する貸付債権や証券を有している、というような利害関係の錯綜状況の下では、ギャランティ信託会社が社債保有者全体の受託者として、保護委員会や Hoe 社の経営陣に対するチェック機能を果たすよう期待することはほとんど不可能であったし、実際にもそうであった。

【法人受託者の多面的利害関係に基づく利益相反】

法人受託者が、信託業務以外の業務を直接に併営している場合、あるいは系列会社を通じて間接に他業務を併営している場合には、業務の併営に伴い複数の利害関係が形成される。このような関係がかなり広範に見られる現象であることは、法人受託者が証券発行会社との間でどのような結び付きを持っているか示した表 7 から窺い知ることができる。しかし、こうした利害関係の形成は、受託者としての公正な活動に大きな影響を及ぼすものである。そこでこの点について、先に紹介したギャランティ信託会社と Hoe 社の事例を再度取り上げて検討してみたい。

この両者の間で形成された利害関係は、主に次のようなものである³²⁾。

- ① 系列証券会社のギャランティ社は、Hoe 社の取締役会に役員を派遣するとともに、株式の取得により同社を支配していた。また、ギャランティ社の二人の役員は、Hoe 社の議決権信託の受託者であった。
- ② 1924年の Hoe 社の社債発行では、ギャランティ社が97%の引受を行ない、ギャランティ信託会社がその受託者となるとともに、社債利息の支払代理人となった。
- ③ ギャランティ信託会社は、Hoe 社に融資を行なうと同時に、Hoe 社の資金の預金先であった。

(32) *Ibid.*, p.83, 参照。

表7 証券発行会社と法人受託者との間の結合関係

(1) 受託者が発行会社の支払代理人である場合……………	210
(2) 受託者が発行会社の共同支払代理人 “ ……………	39
(3) 受託者が発行会社の預金先 “ ……………	49
(4) 両者間の役員兼任関係がある場合……………	34
(5) 受託者が発行者へ銀行貸付を行なっている場合……	19
(6) 両者が株式を持ち合っている場合……………	1
(7) 発行会社の取締役が受託者の従業員である場合……	1
(8) 受託会社の取締役が発行会社の株式議決権信託 の受託者である場合……………	1
(9) 発行会社の主要株主が 受託会社の取締役である場合……………	1
合 計 ……………	355
重 複……………	61
重複分を除いた結合関係……………	294
結合関係なし……………	14
発行件数の総計……………	308

(出典) SEC, *op.cit.*, p.123

このように同信託会社が、Hoe 社との間に多面的な利害関係を有している下では、同信託会社は、受託者として社債保有者の利益のために行動するというよりも、むしろ自分自身の利益を優先しようとする誘因の方が、はるかに強く働くということは容易に想像できる。例えば Hoe 社の債務不履行に際して、ギャランティ信託会社がとった次のような行動は、その最たるものである³³⁾。

まず Hoe 社は、1926年に貸付額とほぼ同額の担保を差し入れる契約により、同信託会社から170万ドルを借り入れた。そして、1928年に担保を貸付額の120%にするよう契約が修正され、Hoe 社には120%を越える額の担保を引き出す権利が付与された。その後、1932年1月に Hoe 社の経営困難が表面化したのを契機に、同信託会社は貸付残高を減少させたが、同年1月30日の時点では、貸付額の120%を基準にしてなお 28万5,300ドル相当の超過担保が存在していた。しかし、貸付契約が再び

(33) *Ibid.*, pp.84-88, 参照。

修正され、Hoe 社はこの担保を引き出す権利を剥奪されることになった。Hoe 社の取締役会は、系列証券会社のギャランティ社によって支配されていたので、3月17日の取締役会は、Hoe 社にとって不利な契約変更を受け入れたのである。そして、同じその日に取締役会は、4月1日に利払いの期限が到来する、ギャランティ信託会社が受託者となっている、社債のデフォルトを宣言したのである。

見られるように、ギャランティ信託会社は、信用供与者としての立場から貸付債権の担保を増額して保全することに努力を傾注したが、受託者としての立場から社債保有者に対してデフォルトについて助言しようとはしなかったのである。こうした同信託会社による Hoe 社担保の過剰確保は、本来ならば社債保有者の請求権の支払いに充当し得たかも知れない Hoe 社の資産を減少させることになり、明らかに社債保有者の利益を侵害するものであった。

しかしながら、債務不履行に伴って Hoe 社のレシーバーが指名され、このレシーバーは、同信託会社に過剰な担保を与える上記の貸付契約の修正に異議を唱えた。その結果、1932年6月に同信託会社は過剰な担保を Hoe 社の財産に返却した。

同信託会社の不当な行為はこれにとどまらない。Hoe 社の貸付債権の確保のために、同信託会社は Hoe 社の当座勘定や Hoe 社の社債利子の支払い代理人の資格で保有している資金をも充当したのである。同信託会社が社債発行の受託者であるということを考えれば、こうした行為は受託者義務に反する言語道断の不正行為である。こうした手段により、同信託会社は1933年8月までに貸付債権の全額を回収したのに対し、同信託会社が支配したレシーバーシップによる会社更正の過程で、社債保有者は大幅な請求権の減額を受け入れざるを得なかったのである。債権を全額回収した後、1932年8月、同信託会社は受託者を辞任した。理由は利害の対立する立場に置かれたからというものであった。

SEC の報告書では、ギャランティ信託会社に関係した利益相反事例として、上記の Hoe 社以外にキューバ砂糖会社 (Cuba Cane Sugar Corporation) の事例も取り上げているが、これも Hoe 社の場合とほとんど同様な利害関係に基づく利益相反事例であった³⁴⁾。

(34) 詳細については、*Ibid.*, pp.88-99, を参照されたい。

このように同信託会社の行動において、自己利益の追求は強力な決定動機となっており、たとえ社債発行の受託者として社債保有者に誠実であろうとしても、自己利益の追求という誘惑に打ち勝つことは至難の技である。ただし、実態に即して言えば、同信託会社の自己利益にはそれ自身の利益と預金者や株主の利害関係も絡んでくるので、この点を考えると利益相反関係はより錯綜した関係となる。

このような利益相反を引き起こす要因となる信託業務と銀行業務との併営は、ギャランティ信託会社の外にもかなり広範に見られた現象であり、しかも、同一の会社について社債発行の受託者と短期債権者の両方の地位を占めている銀行は珍しくなかった。SECの調査では、回答があった78%（308の内240）の法人受託者は商業銀行業務を行っており、この内約8%（240のうち19）は、社債のデフォルトが発生する前1年以内に、当該発行会社に短期債権を持っていたということである⁽³⁵⁾。

(2) 利益相反の排除と信託証書法の制定

これまでの検討により受託者が利益相反関係に置かれた場合、社債保有者の利益は十分に保護されないことが知られた。したがって、社債保有者の利益保護のためには、受託者が利益相反関係を持たないよう一定の規制措置を導入し、制度改革を行なう必要がある。SECの報告書は、こうした制度改革について以下の3点にわたる改革を提言している⁽³⁶⁾。

- ① 法人信託制度は商業銀行から分離し、信託業務に特化した信託機関の専一的機能とするか、会社証券の受託者として行動する商業銀行は、受託者の責務に反するような会社経営陣との関係・株式所有・債権者としての立場に立つことを禁止されるべき。
- ② 証券の引受業者と受託者との完全な分離が、証券保有者の保護のために重要である。
- ③ 受託者は自らが受託者となっている証券を保有すべきでない、また証券の発行会社は受託者の経営陣に代表を持つべきでない。

(35) *Ibid.*, p.99, 参照。

(36) *Ibid.*, p.107, 参照。

さらに、この外にも公益と投資家保護のために、次のような措置を講じるよう勧告を行なっている⁽³⁷⁾。

- ① 受託者が、受託者義務に反する利益相反関係を持つ場合には、受託者の資格を失うべき。
- ② 受託者は法律が想定しているような注意と勤勉さを行行使する能動的受託者に転換されるべき。
- ③ 資金の少ない無責任な受託者を防ぐために、受託者はその信託責任に相応した資産を有する州法または連邦法の下で設立された、銀行または信託会社であること。

その後、これら6点にわたる提言・勧告の大部分は、1939年に制定された信託証書法の諸規定として実現されている⁽³⁸⁾。この法律は、「法人信託契約に含まれねばならない条項と、含まれてもよい条項、さらに排除されねばならない条項を規定することによって、投資家を援助するように意図」⁽³⁹⁾したものであるが、利益相反については、信託証書の中に次のような趣旨の諸条項を入れることを要求している。

「もし、受託者が法に定められたような利害の相反を生じた場合、受託者は、速やかにその相反する点を除去するか、受託者を辞任しなければならない。利害の相反を構成するものは、証書の中に定義されている。そして、基本的な考えは、受託者としての信託機関の行動が私利によって影響されることがないか、発行会社またはその引受業者との共同利益によって影響されないか、株式の所有や重役の兼任によって影響を受けていないかということである」⁽⁴⁰⁾。

(37) *Ibid.*, pp.110-112, 参照。

(38) 信託証書法の逐条解説については、『公社債月報』（公社債引受協会）370-381号に11回に渡って掲載された、公社債引受法制研究会による「アメリカ合衆国信託証書法の研究」を参照されたい。

なお、同信託証書法は、1990年11月に大幅な改正がなされたが、本稿では信託証書法制定時の1930年代を考察対象としていることもあり、この改正信託証書法については論及しない。改正内容については、明田川昌幸「米国連邦信託証書法の改正について(上,下)」『商事法務』（商事法務研究会）No1256（1991年7月15日号）、No1257（1991年7月25日号）を参照されたい。

(39) 前掲『アメリカの信託業務』、334ページ。

(40) 同書、366ページ。

このように信託証書法は、受託者と社債保有者との利益相反関係の排除を強く規定し、この目的を達成するために同法第310条(b)項において、利益相反関係による受託者の欠格事由を規定している。欠格事由は全部で9号に渡って列挙されているが、これらは限定列挙であり、それ以外の事由は欠格事由とならないとされている⁽⁴¹⁾。

しかしながら、ここで注意する必要があるのは、「受託会社が、発行者に対して自己の計算において貸付をなすことを、受託会社の欠格事由としていない」⁽⁴²⁾ ことである。この点は先に検討した利益相反の事例と前述のSECの提言・勧告を考えると、不徹底な措置という印象を拭い得ない。これは信託証書法の立法過程で、受託者が発行会社に対して貸付債権を持つことを禁止するというSECの勧告に、銀行界が強く抵抗したことによるものである⁽⁴³⁾。

とはいえ、こうした貸付から生ずる利益相反は看過できないものであり、受託者による発行会社への貸付を禁止すべき、という意見もまた強く主張された。そこで、いわば両者の折衷案として、信託証書法第311条に優先的弁済受領 (preferential collection of claims against obligor) を禁止する規定を置き、貸付による利益相反を防止する措置を講じている⁽⁴⁴⁾。

ただし、「実際には米国においては、発行会社に対して融資関係を有するトラスティは、利益相反の状態が顕在化する段階またはそれ以前に、この問題を回避するため、後継のトラスティをみつけた上で辞任するのが慣例である」⁽⁴⁵⁾ と言われている。この点についてSECも、「信託証書法には、やめなければいけないという規定はない。ただし、やめないとトラスティは、現在の問題として、デフォルトの後で受託者の権限を行使する場合に、融資先でありかつト

(41) 詳細については、岩原紳作「アメリカ合衆国信託証書法第310条の研究」『公社債月報』372号、1987年8月、5-9ページ、を参照されたい。

(42) 江頭憲治郎「アメリカ合衆国信託証書法の概説」『公社債月報』370号、1987年6月、23ページ。

(43) 公社債引受協会『欧米社債制度調査団報告書』1986年12月、10ページ参照。

(44) 第311条の詳細については、木下毅「アメリカ合衆国信託証書法第311条の研究」『公社債月報』373号、1987年9月、1-12ページを参照されたい。

(45) 公社債引受協会『欧米社債制度調査団報告書』、11ページ。

ラストティであるという役目を二重に担うことになる。そこで、実際の慣行としては、融資関係にある場合に、トラスティは、デフォルトの可能性があるときには辞任をするのが通常である」⁽⁴⁶⁾ とその慣行を認めている。

さて、このように信託証書法の制定によって、受託者と社債保有者との利益相反関係はかなりの程度、排除することが保障されたと言える。さらに同法は、債務不履行発生後の受託者の義務と責任について、次の趣旨の文言を信託証書中に書き入れることを規定している。それは、いわゆる慎重人の原則(prudent man rule)と呼ばれ、受託者は債務不履行発生後、「信託証書によって付与された権利および権限(rights and powers)を行使すること、その行使に当っては思慮分別のある合理人(a prudent man)が、当該状況において自己自身の行為について行使する注意と技量(care and skill)を用いなければならない」⁽⁴⁷⁾ と規定されている。これによって、受託者が社債保有者の利益保護のために積極的に活動するよう求めているのである。

V. む す び

以上、社債発行に関わる法人信託制度とその制度下における受託者の活動実態を、社債保有者の保護機能を中心にして論じてきたが、そこで明らかになったことを簡潔に要約すれば、次のようになるだろう。

まず第一に、社債発行の受託制度は、社債保有者の保護を目的とした制度であり、その受託者として信託会社や商業銀行が重要な役割を果たしたことである。

第二に、大不況に伴って社債の債務不履行が頻発するようになると、実際にはこの制度が社債保有者の保護のために有効に機能せず、従来の信託証書による受託者の機能規定の不十分さが、明らかになったことである。

第三に、当初想定されていた社債保有者の保護という目的が、受託者によって十分に果たされなかった要因として、受託者と社債保有者との間に利益相反関係が存在したことを挙げることができる。

(46) 同書、146ページ。

(47) 木下毅「アメリカ合衆国信託証書法第315条の研究」『公社債月報』376号、1987年12月、6ページ。

第四に、SEC はこうした従来の信託証書に基づく社債発行の受託制度の不備を改革するため、利益相反の排除を中心課題とした勧告・提言を行ない、それが1939年信託証書法として実現されたことである。この法律は、受託者の自己勘定による発行会社への貸付を禁止しなかったという点で、利益相反の排除について若干の不徹底さを免れないものの、受託者の義務と責任を明確に規定したことにより、投資家保護のための法制度の整備充実に大きく寄与したとすることができる。

ところで、上述の問題に関連して1930年代における受託者の活動の変化について一言しておきたい。社債権者の利益を代表する受託者の活動は、社債発行会社が債務不履行に陥った場合に、倒産会社として会社財産を清算処分するか、会社更正手続きを経て会社の再組織を行なうか、によって大きな影響を受ける。大不況期には債務不履行に際して、景気対策や雇用政策の観点から会社倒産よりもむしろ会社更正の方が望ましいという考えに基づき、会社更正を円滑に行なうための法制度が整備されてきた⁽⁴⁸⁾。そのため債務不履行が起きても、受託者は担保権を行使するよりも保護委員会と協力して、会社更正に参加するのが普通であった。しかし、保護委員会は社債保有者全体の利益を代表しているわけではないから、そのことによって利益相反の恐れがあることはすでに述べたところである。とはいえ、こうした事態は、受託者が会社更正において重要な役割を果たすようになったことを示しており、この点でそれは、受託者の活動に一定の変化をもたらすものであったとすることができる。

会社更正は、いわば自由競争の中で敗退した資本の救済措置という性格を有しており、レッセ・フェールの資本主義の姿とは異なるものである。したがって、会社更正というのは、ニューディール経済政策の意図した国家による経済過程への介入の一形態であると見ることができる。また、それを通してニューディール経済政策は、受託者の活動に一定の影響を及ぼすことになったのである。

(48) 三ヶ月、前掲書、12ページ参照。