

米国信託証券法の下での「レポーティング・コベナンツ」の運用 —社債管理補助者設置債にかかるコベナンツ遵守のモニタリングのあり方—

森 まどか

一 はじめに

わが国の社債市場のさらなる活性化のためには、発行会社の信用力や業務内容等に応じた適切なコベナンツの付与が必要であることが認識されているが¹⁾、コベナンツの付与だけでなく、その適切な管理、つまり、①遵守状況のモニタリング、②違背があった場合の再交渉及び③エンフォースメントも重要であると考えられる²⁾。本稿は、社債管理補助者設置債にかかるコベナンツ管理のうち、その出発点といえる①に着目するものである。

社債管理補助者制度の下では、社債権者自身が「社債の管理」を行い、社債管理補助者はその「補助」をする（会社法 714 条の 2）。社債管理補助者の権限行使には裁量を伴わず、その法的な義務及び責任は限定的である。よって、「社債の管理」のうち、コベナンツ遵守状況のモニタリングについて、社債管理補助者が直接または能動的に行うことは想定されておらず、その代替手段として、後述する社債契約上の「レポーティング・コベナンツ」と、社債管理補助者の報告義務（会社法 714 条の 4 第 4 項）の組み合わせの活用が提唱されている³⁾。

社債管理補助者は、社債管理補助委託契約に従い、「社債の管理に関する事項」を社債権者に報告し、又は社債権者がこれを知ることができるようにする措置をとらなければならない（会社法 714 条の 4 第 4 項）。この報告義務は、法定の義務であるが、その範囲、対象又は報告の具体的な方法等は、社債管理補助委託契約に基づく任意のものである。それゆえ、報告義務の具体的内容は個々の契約により異なりうる⁴⁾。

その一方で、社債管理補助者の報告義務については、これ自体を契約で定めないインセンティブ

1) 日本証券業協会「コベナンツモデル（参考モデル）」（2012 年）、第 24 回金融審議会市場制度ワーキング・グループ（2023 年 9 月 15 日開催）議事録参照。

2) 日本証券業協会は、主にコベナンツ付与のあり方、コベナンツ抵触時等の対応、社債管理補助者の活用等についての報告書を 2024 年 7 月に公表している。日本証券業協会・社債市場の活性化に向けたインフラ整備に関するワーキング・グループ「『社債市場の活性化に向けたインフラ整備に関するワーキング・グループ』報告書（2024 年 7 月報告）」（2024 年 7 月 16 日）（以下では、「日証協 WG 報告書（2024 年）」とする。）。

3) 行岡陸彦「社債の管理に関する会社法改正の意義と課題」旬刊商事法務 2235 号（2020 年）16 頁、日本証券業協会・前掲注（1）「コベナンツモデル（参考モデル）」21 頁以下、日本証券業協会・社債市場の活性化に向けたインフラ整備に関するワーキング・グループ「社債権者補佐人制度に係る社債要項及び業務委託契約について」（2016 年 8 月 24 日）4 頁以下。

4) 神田秀樹「『会社法制（企業統治等関係）の見直しに関する要綱案』の解説」旬刊商事法務 2196 号（2019 年）10 頁。

が働く可能性が指摘されている⁵⁾。たしかに、社債管理補助者が報告義務を負う場合、その義務や義務違反による責任発生の余地も広がるため、社債管理補助者の設置コストを抑制するためには報告義務自体を定めないという方向性も考えられる。しかし、社債管理補助者に期待されているのは、社債権者自身が「社債の管理」を行うに際して必要な、社債発行会社と社債権者間あるいは社債権者相互間での情報伝達機能であり、その重要性ゆえにこの報告義務が法定されたことに照らすと、一定の権限が社債管理補助者に付与されている場合に「社債の管理に関する事項」にかかる報告義務自体を完全に排除することはできないと考える⁶⁾。

他方で、「レポーティング・コベナンツ」とは、社債発行会社が、一定の事項を、一定の時期に、一定の者に対して報告しなければならない旨（社債発行会社の報告義務）を定めるコベナンツをいう⁷⁾。これは例えば、定期報告〔コベナンツ充足についての代表取締役等による証明書の提出〕⁸⁾と随時報告〔特定の事象が発生した場合の社債権者への迅速な報告〕⁹⁾を定めるものとがある。定期報告については、社債発行会社が、財務報告書を提出するとともに、期限の利益喪失事由の発生に係る証明書（「発行会社証明書」）を用いることが想定される。随時報告は、期限の利益喪失事由の発生及び期限の利益喪失時に係る報告である。法は、このようなレポーティング・コベナンツについて、具体的な内容を定めたり開示を求めたりする等の規制は一切せず、その内容だけでなく、設定自体も当事者に委ねている。

このように社債管理補助者の報告義務が、社債管理補助者の約定権限の範囲に応じて定まるものとして法定されていることを前提とした場合、社債発行会社による社債管理補助者及び社債権者に対する報告義務を任意のものとするのは適切といえるのだろうか。社債管理補助者には、社債管理者に認められる法定の調査権（会社法 705 条 4 項）がなく（同法 714 条の 4 第 5 項による同法 705 条 4 項不準用）¹⁰⁾、社債管理補助者が能動的に社債発行会社の財務状況やコベナンツ遵守の状況にかかる情報を獲得することはできない。つまり、社債発行会社から社債管理補助者に対する報告がなければ、社債管理補助者の報告義務を履行することはできない。このように考えると、レポー

5) 野澤大和＝辰巳郁「社債の管理のあり方の見直しと実務対応」旬刊商事法務 2235 号（2020 年）30 頁。

6) 田中亘ほか編著『Before/After 会社法改正』（弘文堂、2021 年）143 頁〔森まどか〕。日本証券業協会・社債市場の活性化に向けたインフラ整備に関するワーキング・グループ「社債管理補助者に係る実務上の対応について（「社債管理補助者制度に関する実務検討部会」報告）（2021 年 6 月 16 日）（以下では、「日証協 WG 報告書（2021 年）」とする。）14 頁も同様の立場に立つ。ただし、報告義務の内容は社債管理補助者の権限に対応するから、約定権限自体を付与しないというインセンティブは働くと考えざるを得ない（藤田友敬＝澤口実編著『令和元年・平成 26 年改正の検討 新・改正会社法セミナー』（有斐閣、2023 年）518 頁〔松井智予〕）。

7) 橋本円『社債法〔第 2 版〕』（商事法務、2021 年）34 頁、日本証券業協会・前掲注（1）「コベナンツモデル（参考モデル）」別紙「社債コベナンツ参考事例集」21 頁（社債管理補助者設置債に限られない）。

8) 日本証券業協会・前掲注（1）「コベナンツモデル（参考モデル）」別紙「社債コベナンツ参考事例集」21 頁。なお、複雑な計算を要するコベナンツ等、一般的でない財務維持コベナンツが付されている場合は、有価証券報告書等に、当該コベナンツの概要とともに、各事業年度の末日等における関係財務指標の数値を記載することを義務付けるもの（有価証券報告書等による開示）として、〔コベナンツの対象となる財務指標の定期的な報告〕も提唱されている（23 頁）。

9) 日本証券業協会・前掲注（1）「コベナンツモデル（参考モデル）」別紙「社債コベナンツ参考事例集」22 頁。

10) 社債管理補助委託契約により約定権限として調査権を与えることは認められないと解されている。竹林俊憲ほか「令和元年改正会社法の解説〔VI〕」旬刊商事法務 2227 号（2020 年）6 頁～7 頁注 3。

ティング・コベナンツ（社債発行会社の報告義務）が任意のものとされ、社債管理補助者の報告義務のみが法により義務付けられている状況は、コベナンツ遵守のモニタリングのあり方として適切なものかという疑問が生じる¹¹⁾。つまり、社債管理補助委託契約に従い定められた「社債の管理に関する事項」に相応する形で、レポーティング・コベナンツを（法に限らず）なんらかの形で義務付ける必要はないのだろうか。

ここで、米国での状況に目を向けると¹²⁾、連邦法である信託証券法（Trust Indenture Act of 1939）（以下では、「TIA」とする。）¹³⁾が、発行会社による SEC 及び信託証券受託者に対する報告を定めるレポーティング・コベナンツを適格信託証券に挿入することを義務付けている（TIA314 条（a）項）。ただし、米国の信託証券受託者のデフォルト前の権限・義務・責任は、契約説的立場から規定されており（後述）、その裁量はかなり限定的である。このことを踏まえ、米国において、コベナンツ管理に際してレポーティング・コベナンツがどのように運用されているかを明らかにすることが有用であると考えられるところ、2000 年代に入り、レポーティング・コベナンツの運用について受託者の義務に関する判例が出された。そして、受託者や発行会社等実務関係者はこの判例の示す受託者の審査義務にかかる判断を深刻に受け止めているという¹⁴⁾。

本稿は上述の問題意識に基づき、まず米国におけるレポーティング・コベナンツの運用の実態を分析する。具体的には、レポーティング・コベナンツの信託証券への挿入を義務付ける TIA314 条（a）項の内容と意義を明らかにする（二 1）。さらに、発行会社の役員によるコベナンツ遵守の証明書（No-Default Certificate；Compliance Certificate）受領にかかる信託証券受託者の義務に関するリーディング・ケースを検討するとともに、信託証券受託者業務に携わる実務家へのインタビューを通じて実務慣行を把握する（二 23）。その上で、わが国における社債管理補助者設置債におけるレポーティング・コベナンツを通じたコベナンツ遵守のモニタリングのあり方への示唆を試みる（三）。なお、本稿は、公募債（振替社債）で社債管理補助者が設置されている社債を検討対象とする。

二 米国におけるレポーティング・コベナンツの運用

米国において TIA 適格社債を発行する際には、その信託証券において、TIA の定める規定を遵守しなければならない。特に、TIA310 条から 317 条の規定は、各信託証券にこれらの規定を遵守した条項が挿入されていない場合であっても、すべての適格信託証券に適用される（TIA318 条（c）

11) 日証協 WG 報告書（2024 年）は、発行会社が非上場化されたことを発動条件としてレポーティング・コベナンツを付与すべきとしており、本稿とは異なる文脈でその必要性を主張する。

12) 米国の状況を検討する理由は、わが国の社債の管理にかかる法制度（当時の社債管理会社）導入の際参考にされたという経緯、及び社債管理補助者の報告義務及びレポーティング・コベナンツが契約に定められる点が類似することにある。

13) 15 U.S.C. § § 77aaa-77bbb.

14) Harold L. Kaplan 氏（米国法曹協会（ABA）信託証券及び信託証券受託者委員会（Committee on Trust Indentures and Indenture Trustees）の前委員長であり、現在は米国銀行協会企業信託委員会の唯一の社外弁護士を務める）及び Jeffery J. Powell 氏（信託証券受託者業務を行う Corporate Trust Insights LLC 代表）へのインタビューによる。

項)¹⁵⁾。つまり、以下で述べる TIA314 条による債務者（発行会社）による報告（「レポーティング・コベナンツ」に関する条項）も、自動的に執行される（self-executing）¹⁶⁾。TIA314 条は、このような発行会社による報告に加えて、信託証券に定められた条項を発行会社が遵守していることを、証拠を挙げて報告する制度を、信託証券の必要的記載事項として定める（TIA314 条 (b) 項 (c) 項 (d) 項 (e) 項）¹⁷⁾。

これら以外の遵守の証拠を提出することを信託証券に定める必要はないが、同時に、当事者が合意すれば、信託証券の条項やコベナンツが遵守されていることについて、上記以外の証明を発行会社が受託者に提出する義務を負う旨を、信託証券に記載することは差し支えないとされる（TIA314 条 (f) 項）。

1 米国信託証券法 314 条 (a) 項に定める定期的報告

TIA314 条 (a) 項は、債務者（発行会社）が SEC 及び信託証券受託者に対する定期的報告等を行うことを定めるが、その内容は、社債発行会社の財務状況やコベナンツの遵守状況に関わるものである。同条同項の政策的な目的は、債務者が信託証券受託者及び社債権者に対して社債の満期までの間に、完全かつ公正な開示のために定期的な報告を行うべきことを法定することである¹⁸⁾。1939 年に信託証券法が制定される前は、発行会社が信託証券受託者に年次報告書を提出するよう要求する条項が含まれていた信託証券が少なく、社債権者に対する十分な情報開示がなされていなかったと指摘されていた¹⁹⁾。

TIA314 条 (a) 項は、発行会社による報告義務を定めるいわゆる「レポーティング・コベナンツ」に関する規定であるが、以下では、(1) 号から (3) 号の規定と、1990 年改正信託証券法により追加された (4) 号の規定とに分けて、検討する。

(1) TIA314 条 (a) 項 (1) 号～ (3) 号

TIA314 条 (a) 項 (1) 号は、1934 年証券取引所法第 13 条または第 15 条 (d) 項に基づき、発

15) 318 条 (c) 項は、1990 年証券法改正に伴う信託証券法改正の際に新設された規定である。

16) TIA が当初立案された際には、310 条から 317 条の規定を遵守する条項を信託証券に挿入することで適格とされることに債務者が同意しなかったが、その場合には SEC による各信託証券の審査が必要であった。しかし、債券市場の発展及び拡大に伴い、そのような業務は不可能となった。1988 年には全信託証券の 54.5% が SEC のスタッフによる審査を経ずに適格とされたという。そこで 1990 年改正信託証券法は、318 条 (c) 項を新規に追加した。ABA Section of Business Law, the Committee on Trust Indentures and Indenture Trustees, *Annotated Trust Indenture Act*, 67 Business Lawyer, at 1119 (2011).

17) (b) 項は担保付社債に関する弁護士の見解、(c) 項は先行条件 (condition precedent) の遵守、(d) 項は担保付社債につき担保財産の公正価額の専門家による証明等に関する条項の挿入、(e) 項は、各種の証明書または意見 (314 条 (a) 項 (4) 号の証明書を除く。) には、根拠として①信託証券に掲げた条項や特約を読んだこと、②どのような範囲でいかなる調査をしたかの概要、③信託証券の条項や特約が守られているかどうかの意見を表明するのに必要な調査を行ったこと、④結論として信託証券の条項や特約が遵守されていると認めるかどうかの意見の記述を加えることが要求される。詳細は、龍田節「アメリカ合衆国信託証券法第 313 条・第 314 条の研究－アメリカ合衆国信託証券法の研究 (6)－」公社債月報 62 年 11 月号 7 頁、岩原紳作『会社法論集』(商事法務、2016 年) 400 頁参照。

18) ABA Section of Business Law, *supra* note (16) at 1120.

19) *Id.* S. Rep.No.76-248, at 5 (1939). この上院報告書は、社債権者が自己の投資の現況について知ることができる定期的な報告がなされないため、社債権者は、利息の不払いや自己の利益を保護するための委員会の組成が公示されることで初めて最悪な事態を把握すると指摘していた。

行会社が SEC に提出しなければならない年次報告書等の写しを、信託証書受託者に提出しなければならないと定める。より具体的には、10-K（年次報告書）、10-Q（四半期報告書）、8-K（重要事実に関する報告書）等、債務者の財務報告書を指す²⁰⁾。また、上記各条により上記書類の継続開示義務がない債務者についても、SEC の定める規則に従って、補足的かつ定期的な情報を信託証書受託者及び SEC の双方に提出することが定められているが、SEC はいまだこの規則を定めていない。

(2) 号は、SEC の定める規則に従って、(1) 号以外の追加的な情報、文書及び報告書を、信託証書受託者及び SEC の双方に提出しなければならないと定める。とりわけ年次報告書については、若干の事項を除き、独立の会計士による監査証明または監査意見が付されていることが必要である²¹⁾。なお、SEC の規則は未制定である。

(3) 号は、上記 (1) 号及び (2) 号により提出しなければならない報告書の要旨を、SEC の規則の定めるところに従い、債務者が社債権者に送付する義務を負うと定める²²⁾。(3) 号についても SEC の規則は未制定である。

TIA314 条 (a) 項により、社債権者は、債務者の事業の状況や財務状況を定期的に知ることができるほか、適切な財務・会計記録の保管、および債務者の財務状況に関連する定期的な報告書の信託証書受託者への提出に関するコベナントが定められていれば²³⁾、その遵守状況の把握に資する²⁴⁾。

(2) TIA314 条 (a) 項の意義－SEC ファイリングとの関係－

TIA314 条 (a) 項 (1) 号から (3) 号について SEC はいまだ規則を制定していないため、314 条 (a) 項 (1) 号から (3) 号の規定は機能していないと指摘されることもあった²⁵⁾。その後、TIA314 条 (a) 項の意義について詳細に分析する最初の判決（後掲 BearingPoint 判決）が 2006 年に出され、2009 年にかけて相次いで判決が出されている。

(a) Bank of New York v. BearingPoint, Inc.²⁶⁾

発行会社である BearingPoint 社（被告）の信託証書には、5・02 条として「発行会社は、会社が証券取引所法 13 条又は 15 条 (d) 項に従い SEC に提出しなければならない年次報告書及び情報、書類、その他の報告書の写し（SEC が規定するかもしれない規則および規制として、上記のいずれかの部分の写し）を、それらの年次及び四半期報告書、情報、書類その他の報告書を SEC に提

20) JEFFERY J. POWELL, CORPORATE TRUST A PARTNER IN FINANCE UPDATE, HudsonRiverPublishing.com 2008 at 75.

21) 龍田・前掲注 (17) 6 頁。

22) ABA Section of Business Law, *supra* note (16) at 1116.

23) 真正の帳簿と会計を保持するコベナント、受託者に対し貸借対照表、損益計算書及び剰余金計算書その他関連財務諸表を提出するコベナント、314 条 (a) 項 (2) 号の内容を定めるコベナント、要求があれば、受託者の代理人が債務者の帳簿や財産を検査することを、いつでも合理的な時期に許可するコベナント、受託者が合理的に要求する、債務者の業務に関するその他のデータおよび情報を提供する旨のコベナントを指す。ROBERT I. LANDAU & ROMANO I. PELUSO, CORPORATE TRUST ADMINISTRATION AND MANAGEMENT, (7th ed.2015) at 192.

24) *Id.* at 192.

25) 龍田・前掲注 (17) 6 頁、岩原・前掲注 (17) 400 頁。

26) 2006 WL 1729977.

出後 15 日以内に、受託者に提出しなければならない。発行会社は TIA314 条 (a) 項のその他の規定を遵守しなければならない。」との定めがなされていた。また、7・01 条は「Event of Default」(下記 2 (1) を参照) を、発行会社が当該信託証券中の条件、合意又はコベナントを遵守せず、その不遵守が、デフォルト通知 (Notice of Default) を会社が受領してから 60 日間継続する場合、と定義し、7・02 条は「期限の利益喪失 (acceleration)」として、証券についての「Event of Default」が発生し、継続している場合 (治癒されるか放棄されていないデフォルト)、受託者は、会社による通知又は証券の発行総額の少なくとも 25% の所持人による通知によって、期限の利益喪失を宣言すると定めていた。

このような状況の下、BearingPoint が SEC に年次報告書等を提出せず²⁷⁾、受託者にその写しを提出しなかったことが、信託証券 5・02 条違反であるとして、「Event of Default」が 60 日間続いたとするデフォルト通知が発せられた。信託証券受託者が発行会社である BearingPoint に対し、略式判決を求めて提訴した。

信託証券受託者 (原告) は、5・02 条は BearingPoint が、SEC 提出書類を信託証券受託者に提供することを要求するが、BearingPoint はこれに違反したため、信託証券違反であると主張した。これに対して、BearingPoint は、信託証券受託者に年次及び四半期報告書を提供する義務は、SEC への報告書提出次第であるとし、今回は SEC に報告書を出しなかったのであるから、信託証券受託者にその写しを提供する義務を負わなかったと反論した。つまり、信託証券の下では発行会社は SEC ファイリングをなす独立の義務を負っていなかったとして、信託証券受託者にタイムリーな SEC 提出書類を提供しなかったことは信託証券違反ではないと主張した。

裁判所は、信託証券 5・02 条の解釈として、被告の上記の解釈 - 信託証券受託者への情報提供義務は、SEC ファイリングを選択するか否かによること - を否定し、5・02 条は、BearingPoint に、必要な SEC ファイリングをなすこと及び受託者にその写しを提供することを明確に義務付けている、とした。かかる解釈は、SEC ファイリングが信託証券条項の下では選択的である (optional) と読むよう捻じ曲げるものであり、投資家はその投資を保護することができるよう投資家に情報提供するという信託証券の明確な目的を損なうものであるとしたのである。

そして、信託証券法の制定理由を述べる TIA302 条 (a) 項 (4) 号を引用して、5・02 条の後段 (「発行会社は TIA314 条 (a) 項のその他の規定を遵守しなければならない。」) が、年次及び四半期報告書をタイムリーに受託者に提供する BearingPoint の義務を明確に定めるものであるとする。すなわち、TIA302 条 (a) 項 (4) 号は、「債務者が、その財務状態に関して、及び信託証券に係る債務の履行に関して、当該信託証券に基づき選任された受託者及び投資家に対し、適切かつ新しい情報を提供すべきことを義務付けられていないとき」には、国家公共の利益及び証券投資家…の利益は害される。」と定めるが²⁸⁾、TIA314 条 (a) 項は 302 条を実現するために定期的報告を明文の

27) 判決は明示していないが、発行会社である BearingPoint が証券取引所法第 13 条または第 15 条 (d) 項に基づく継続開示義務を負わない会社であったことが推測される。

28) 江頭憲治郎「アメリカ信託証券法の概説 (その 1)」公社債月報昭 62 年 6 月号 19 頁の翻訳による。

規定により強制するものと捉える。

その上で裁判所は、BearingPoint は、社債権者が信託証券の下でデフォルト通知を発する前に、年次及び四半期報告書を SEC 及び受託者に提出しなかったとして、これが TIA314 条 (a) 項及び信託証券違反になると判断した²⁹⁾。

BearingPoint 判決の後、SEC は非公式な Q&A において、継続開示義務を負わない発行会社は、314 条 (a) 項 (1) 号から (3) 号に基づいて受託者、SEC または社債権者に対して報告書を提出することは強制されない、と回答した³⁰⁾。しかしながら、以降の判決ではこの非公式な解釈が引用されることはない一方で³¹⁾、裁判所は BearingPoint 判決と区別して判断を下したり、否定的に解したりする。

(b) *Cyberonics, Inc. v. Wells Fargo Bank*³²⁾

この事件では、発行会社がストック・オプション付与の実務にかかる内部調査が継続したため、証券取引所法の定める書類の SEC ファイリングが遅延したが、SEC ファイリング後 15 日以内に受託者に遅延して提出を行った。BearingPoint 事件と同様に、信託証券中のレポーティング・コベナンツは受託者への報告書の交付の期日を、SEC ファイリング後 15 日以内と定め、後段は、「発行会社は TIA314 条 (a) 項のその他の規定を遵守しなければならない。」と定めていた。

裁判所は、信託証券条項で引用される TIA314 条 (a) 項の規定は、「Cyberonics (発行会社) が Wells Fargo (受託者) に SEC に提出した情報の写しを提供する期日を明示していないので、実際は当事者間の合意ほど厳格ではない。」と判断した。さらに、当事者が TIA314 条 (a) 項 (1) 号を、(契約違反の請求が基づく) その合意の目的のため、独自の要求に置き換えようとしたようであるとも判断した³³⁾。

裁判所は、本件は、発行会社である Cyberonics は Form 8-K (臨時報告書) 提出を通じて情報提供を継続する努力をしており、6 ヶ月後とはいえ、SEC に Form 10-K を提出してから 15 日以内に受託者 Wells Fargo にその写しを提出した点が BearingPoint 事件とは異なるとし、信託証券中のレポーティング・コベナンツの趣旨は、発行会社に証券取引所法に従って提出することを義務付けることではなく、受託者に会社の変化の情報を把握させることであると判断した。そして、Cyberonics は、Form 8-K 提出を通じてこの要件を満たしたといえ、より重要なのは、SEC に報告書を提出してから 15 日以内に年次報告書の写しを提供することで、契約上明示された義務を満た

29) その後、被告は代理人を代えて再審理の申立てをしたが、その前に和解により終結したという。

30) Trust Indenture Act of 1939, Questions and Answers of General Applicability, Question 107.01, U.S. Sec. & Exch. Comm'n (Last Updated April 24, 2015) [<https://www.sec.gov/divisions/corpfin/guidance/tiainterp.htm>]

31) ABA Section of Business Law, *supra* note (16) at 1125.

32) 2007 WL 1729977.

33) この判断は、TIA314 条 (a) 項 (1) 号を契約により排除できることを示唆するものであり、TIA310 条から 317 条の規定については、各信託証券にこれらの規定を遵守した条項が挿入されていない場合であっても、すべての適格信託証券に適用されるとする 318 条 (c) 項に反するのではないかと指摘もある (なお、ABA Section Business Law, *supra* note (16) at 1126 は、318 条 (b) 項に反すると述べるが、文脈から判断すると正しくは (c) 項であろう)。しかしながら、本件信託証券は適格信託証券でなかったとの指摘もみられ (*Affiliated Computer Services, Inc. v. Wilmington Trust Co.*, 2008 WL 373162 (N.D. Tex. Feb. 12, 2008) at 6)、詳細は不明である。

したことであったと判断した。

その後、*Affiliated Computer Services, Inc. v. Wilmington Trust Co.*³⁴⁾, *Finisar Corporation v. U.S. Bank Trust National Association*³⁵⁾, *UnitedHealth Group, Inc. v. Wilmington Trust Co.*³⁶⁾ は³⁷⁾、いずれも *BearingPoint* 判決を否定し、*Cyberonics* 判決と同様に、信託証券中のレポーティング・コベナンツは、SEC へのタイムリーな報告書の提出という独立の義務を課すものでないという見解を採った。その上で、いずれの事件においても、遅延した SEC ファイリングとはいえ、その後 15 日以内に信託証券受託者に当該提出書類を提出したため、信託証券に違反しないとした。

(c) 小括

TIA314 条 (a) 項 (1) 号の規定は、信託証券の条項として挿入され、SEC ファイリング後、15 日以内に信託証券受託者に当該書面が提出される、という形で定められている。たしかに、SEC の規則がいまだ定められていないために SEC による直接の規制が及ばないという点では機能しているとはいえないが³⁸⁾、上述した通り、当事者間の契約（信託証券）でレポーティング・コベナンツとして定められ、受託者に対する報告義務違反によるサンクション（典型的には期限の利益喪失）が発動される限りにおいては機能しているとみることはできよう。

こうして信託証券にレポーティング・コベナンツが定められることにより、タイムリーな SEC ファイリングの義務が生じるかが上記の判決において争われてきた。この争点自体は本稿の問題意識に直接関連するものではないが、これを肯定した *BearingPoint* 判決は、他の判決が指摘するように、SEC ファイリングと、受託者への提出とを峻別しないで結論を下した点に問題があるように思われる。とはいえ、*BearingPoint* 判決のいう、発行会社の財務状態に関して、及び信託証券に係る債務の履行に関して、当該信託証券に基づき選任された受託者及び投資家に対し、適切かつ新しい情報を提供することの必要性に鑑み（TIA302 条 (a) 項 (4) 号）、それを実現するために TIA314 条 (a) 項が定期的な報告を定めていると解すべきことには異論はみられない³⁹⁾。

なお一部の判決においては、現在は SEC に提出された報告書は、インターネットにより SEC の EDGAR システムを通じて容易に閲覧することができることを理由に、TIA314 条 (a) 項 (1) 号に基づく信託証券受託者に対する書類提出は無意味であり、だからこそレポーティング・コベナンツはタイムリーな SEC ファイリングを義務付けるものである、との主張もみられたが⁴⁰⁾、裁判所は、

34) 2008 WL 373162, Fed. Sec. L. Rep. P94,577, *aff'd*, 565 F.3d 924, Fed. Sec. L. Rep. P 95,209.

35) 2008 WL 3916050.

36) 548 F.3s 1124, Fed. Sec. L. Rep. P95,009 (2008).

37) この3つの事件いずれにおいても、ストック・オプションの内部調査のため、SEC ファイリングが遅延した。しかし、SEC ファイリング後 15 日以内に受託者に書面を交付している。

38) もっとも、SEC が信託証券の適格性を認定した後、社債に監督的な規制を及ぼすことができないという意味において 314 条 (a) 項 (1) 号～(3) 号の規定が働いていないという文脈であろうから（龍田・前掲注 (17) 6 頁）、本稿の立場とは矛盾しない。

39) *Affiliated Computer Services*, 2008 WL 373162, Fed. Sec. L. Rep. P94,577 at 5 も、同じく TIA302 条の政策的な目的は、SEC ファイリングの後 15 日以内に信託証券受託者に書類を提出することで達せられると述べる。

40) *Affiliated Computer Services*, 2008 WL 373162, Fed. Sec. L. Rep. P94,577 at 6; *UnitedHealth Group Inc.*, 548 F.3s 1124, Fed. Sec. L. Rep. P95,009 at 1129.

EDGAR に報告書が掲載されたときに発行会社が受託者にその旨を報告すれば、受託者は掲載された時点を知ることができるとともに、発行会社は報告書を印刷する時間と費用を節約できると述べ⁴¹⁾、TIA314 条 (a) 項 (1) 号に基づく受託者に対する書類提出義務には、なお意義があるとする。実務上も、TIA314 条 (a) 項 (1) 号の信託証券受託者への書類提出は、SEC ファイリング、すなわち EDGAR に掲載した事実を報告することに代えられている⁴²⁾。

(3) TIA314 条 (a) 項 (4) 号-「遵守証明書 (No-Default Certificate ; Compliance Certificate)」- TIA314 条 (a) 項 (4) 号は、1990 年改正信託証券法により新設されたものである⁴³⁾。具体的には、信託証券中のすべての条件及びコベナントの債務者による遵守について、主要な執行役員 (principal executive officer)、主要な財務役員 (principal financial officer)、及び主要な会計役員 (principal accounting officer) の知るところに関する証明書を、少なくとも年 1 回以上、信託証券受託者に提供すべきことを定める。この証明書は、実務上「年次遵守証明書 (Annual No-Default Certificate ; Compliance Certificate)」と呼ばれる⁴⁴⁾。この証明書は、同条同項 (1) 号及び (2) 号の提出書類とは異なり、SEC ファイリングは要求されないため、EDGAR 開示はなされない。

1990 年改正信託証券法が (4) 号を追加した理由は、社債権者の唯一の情報源である発行会社の財務報告書 ((1) 号及び (2) 号) には、コベナントの違背が反映されないため、この条項がコベナント遵守の監督に必要不可欠であると考えられたためであるという⁴⁵⁾。改正前信託証券法下でも、信託証券中に遵守証明書の提出を義務付ける条項が定められるのが普通であったともいわれるが⁴⁶⁾、改正信託証券法がこの条項を信託証券中に定めることを義務付けたことにより、信託証券受託者が依拠することのできる適切な証拠を受託者に与えるだけでなく (後述)⁴⁷⁾、全ての適格信託証券に対して (4) 号の定める遵守証明書提供の遅延、不提供又は不実の証明について、刑事罰を科したり民事訴訟を提起したりすることが可能になったとされる⁴⁸⁾。しかし厳密には、遵守証明書の提出遅延や不実記載については、TIA323 条の定める民事責任及び 325 条の定める罰則規定は適用されないと考えられる。なぜなら、TIA323 条及び 325 条は SEC に対して提出される書面について適用されるところ、遵守証明書は SEC には提出されないためである。たしかに、連邦法たる信託証券法により、遵守証明書の受託者への提出が義務付けられたことにより、その提出遅延や不実記載に基づく民事責任を追及する訴訟が提起される潜在的可能性は相対的に高まったとはいえようが、実際にかかる訴訟が提起された事例は見当たらない⁴⁹⁾。つまり、発行会社及び役員に対してサ

41) *Affiliated Computer Services*, 2008 WL 373162, Fed.Sec.L.Rep.P94,577 at 6.

42) POWELL, *supra* note (20) at 75. 信託証券受託者は、受領の証拠として表紙のみを印刷するとのことである。

43) TIRA413 条 (6)。

44) *Id.* at 75, LANDAU & PELUSO, *supra* note 23 at 122.

45) 鈴木竹雄ほか監修『アメリカ模範信託証券条項注釈 (アメリカ法曹財団, 1971)』(野村証券, 1976 年) 325 頁, 龍田・前掲注 (17) 9 頁。

46) 明田川昌幸「米国連邦信託証券法の改正について (下)」旬刊商事法務 1257 号 (1991) 29 頁, 龍田・前掲注 (17) 9 頁, 鈴木ほか・前掲注 (45) 325 頁 [第 1006 条]。

47) TIA 315 条 (a) 項 (2) 号参照。

48) LANDAU & PELUSO, *supra* note 23 at 193-194.

49) Powell 氏も同様に述べられており, LANDAU & PELUSO の記述はやや大げさな感があるとのことである。

ンクションを課すことによる遵守証明書の実効性を担保するというよりむしろ、受託者がコベナンツ遵守の監督を行うに際して、遵守証明書が与える情報が必要不可欠であると考えられたために法定されたと捉えるべきであろう。

2 遵守証明書にかかる信託証券受託者の役割

上述した通り、遵守証明書は信託証券受託者にのみ提出され、SEC には提出されず EDGAR 開示はなされず、社債権者にも送付されない。そこで、米国では判例法上、信託証券受託者が遵守証明書受領にあたりいかなる義務を負うかが問題とされた。ここで、受託者の義務及び責任を定める TIA315 条をまずは概観し、次に遵守証明書受領にかかる受託者の義務について検討する。

(1) TIA315 条

TIA315 条は、受託者の義務と責任を、社債発行会社の「デフォルト」前と後に分けて規定している。

TIA315 条 (a) 項は、「デフォルト前の義務」について、次のように定める。

「適格申請信託証券は、(別段の明示の規定がない限り) 以下の事項を規定するものと自動的にみなされる。「デフォルト (Default)」(この用語については、当該信託証券中に定義すること。) の発生前においては、

(1) 号 信託証券受託者は、当該信託証券中に明示的に定められた義務の履行を除いて、責任を負わないものとし、かつ、

(2) 号 信託証券受託者は、当該受託者側に悪意がない限り、信託証券の要求するところに合致した証明書または意見書を、その記載が真実なこと及び当該説明において表明された意見が正当なことに付き、決定的なものとしてこれに依拠して差し支えない。ただし、信託証券受託者は第 314 条に従い当該受託者に提出された証拠が、信託証券の要求するところに合致するものであるか否かを決定するために、当該証拠を審査 (examine) しなければならない。」

(b) 項は、「デフォルト通知 (Notice of Defaults)」について次のように定める。

「信託証券受託者は、第 313 条 (c) 項に定める方法または限度において、受託者が知るところのすべてのデフォルト (defaults) の通知を⁵⁰⁾、その発生後 90 日以内に信託証券証券所持人に発しなければならない。ただし、当該信託証券は (明示的にそのような条項が排除されない限り)、信託証券証券の元本又は利息の支払いまたは減債基金もしくは買入消却基金への分割払に関するデフォルトの場合を除き、受託者の取締役会、執行役員委員会、又は取締役及び/もしくは (and/or) 責任ある役員の信託委員会 (trust committee) が、そのような通知を差し控えることが信託証券証券所持人の利益になると誠実に判断した場合、又はその限りにおいて、受託者はそのような通知を差し控えることについて保護されなければならないと規定したものと自動的にみなされる。」

(c) 項は、「デフォルト発生時の受託者の義務」として、次のように定める。

「信託証券受託者は、デフォルト (default) (この用語については、当該信託証券中に定義する

50) (b) 項の「デフォルト」は、(a) 項及び (c) 項と異なり、「(この用語については、当該信託証券中に定義すること。) 」と規定されていない。

こと。) 発生時においては、当該信託証券により付与された権利及び権限を、慎重な人 (a prudent man) が自己の業務を遂行する状況下で行使し又は用いるのと同じの注意及びスキルを用いて行使しなければならない。」

(d) 項は、「受託者の責任」として、次のように定める。

「適格申請信託証券は、以下の場合を除いて、信託証券受託者自身の過失による作為 (negligent action)、過失による不作為 (negligent failure to act)、又は故意による違法行為 (willful misconduct) による責任から信託証券受託者を免除するいかなる条項も含んではない。

(1) 号 当該信託証券は (そのような条項が排除されることを明示的に定めない限り)、第 315 条 (a) 項 (1) 号及び (2) 号により認められた条項を含むものと自動的にみなされる。

(2) 号 当該信託証券は (そのような条項が排除されると明示的に定めない限り)、当該受託者が関連する事実を確かめる際に過失がなかったと証明されない限り、当該受託者の責任ある役員が誠実になした判断の誤り (error in judgment) から信託証券受託者を保護する条項を含むものと自動的にみなされる。

(3) 号 当該信託証券は (そのような条項が排除されると明示的に定めない限り)、当該信託証券の下で当該信託証券受託者が利用可能ないかなる救済策に関する手続きを遂行し、又は当該信託証券の下で当該受託者に付与された信託又は権限を行使する時機、方法、及び場所に関して、その時に未償還 (outstanding) (316 条 (a) 項に規定されるように決定される。) の信託証券証券の元本総額の少なくとも過半数の所持人の指示に従って誠実に信託証券受託者がなした作為又は不作為に関して、信託証券受託者を保護する条項を含むものと自動的にみなされる。

(e) 項〔費用負担 (undertaking for costs)〕は省略。

各信託証券中に定義される「デフォルト (Default)」, つまり、信託証券受託者の義務の性質を切り替えるものは、実務上は「Event of Default」とされ、「technical default」とは区別される。すなわち以下に述べるように、「technical default」発生後の「治癒期間 (cure period)」中に当該デフォルトが治癒されない場合に、「Event of Default」になる^{51) 52)}。業種によって異なるが、実務上、一般的な治癒期間は 60 日から 90 日程度であるという⁵³⁾。

両者の区別は、上記 TIA315 条 (b) 項ただし書に読み取ることができる。すなわち、典型的には、発行会社が所定の期日に財務報告書を受託者に提出しなかった等、コベナンツの違背が発生した場

51) POWELL, *supra* note20 at 119.

52) 例えば、後述する Semi-Tech 事件における信託証券 501 条 (6) 号は、「Event of Default」を、Semi-Tech 社 (発行会社) が、Semi-Tech 社及び [子会社] が追加的債務、特定資産の処分及び関係会社との取引をする能力を制限する本信託証券中の一定の条項に、通知後 30 日間遵守しないこととして定め、さらに 501 条 (10) 号は、包括条項として、501 条に定められた状況以外において、「本信託証券におけるすべてのコベナンツ又は保証の履行のデフォルトまたは違反があり、そのデフォルト又は違反が、BT (受託者) 又は一定割合のノート所持人からデフォルト通知を受け取ってから 60 日間継続した場合」として定めていた。In re Bankers Trust Co., 450 F. 3d 121 (2nd Cir.2006), at 124.

53) Powell 氏へのインタビューによる。

合に、同ただし書に基づく対応がなされうる⁵⁴⁾。これは明らかに契約上のデフォルトではあるが、財務報告が遅れたという理由だけでは、発行会社に対する不当な懸念や資金調達に支障を来す可能性があり、受託者が証券所持人にデフォルト通知をただちに送付することは賢明とはいえない⁵⁵⁾。そのため、信託証券に広く組み込まれている TIA の文言は、信託委員会または取締役会の審査により、「technical default」を取り巻く状況を慎重に審査した後、証券所持人にデフォルト通知を送付しないという受託者の裁量を認める（TIA315 条 (b) 項ただし書）。業界慣行では、「technical default」については社債権者に通知を行わず、受託者と発行会社との間で調整・解決が行われるのが通例である⁵⁶⁾。

「technical default」が「Event of Default」に至るには、受託者が「technical default」を発行会社に宣言し、治癒期間が正式に開始する公式の書面による通知が必要であると信託証券で定める必要がある⁵⁷⁾。この書面による通知には、受託者による注意深い考慮に加えて、審査委員会（review committee）による承認が必要である⁵⁸⁾。このような治癒期間開始の決定、すなわち、「Event of Default」に向けての「デフォルト時計の刻み開始」は、TIA315 条 (b) 項ただし書の「デフォルト通知を差し控える決定」につき、受託者が保護される旨を規定する条項を含むものと自動的にみなされるという規定に裏打ちされている。

いったん治癒期間が開始すると、それは遵守によってのみ停止され、治癒期間が終了すると受託者は TIA315 条 (c) 項の定める「慎重な人」基準に服し、正式な「Event of Default」を宣言するかどうか（TIA315 条 (b) 項本文）という、さらに重大な判断を迫られる⁵⁹⁾。

つまり、デフォルト前の受託者は、「ステイクホルダー」に過ぎず、その裁量は非常に限定的であると一般に解されてきたが、「technical default」について、証券所持人にデフォルト通知を送るべきかどうかについて注意深く決定するという裁量が、実際には信託証券上認められているといえる⁶⁰⁾。その際の行為基準は、「慎重な人」基準ではなく、各信託証券が定めるところによる「代理人基準（Agent Standard）」であると説明されている⁶¹⁾。

（２）遵守証明書にかかる信託証券受託者の審査義務

上述したように、遵守証明書は SEC には提出されず、信託証券受託者のみに提出される。社債権者にも送付されない。遵守証明書を受領した信託証券受託者は、かりに、コベナントにかかる「technical default」があったとしても、これを社債権者には通知しないのが業界の慣行であり、通

54) POWELL, *supra* note 20 at 118.

55) 特に、昨今の COVID-19 によるパンデミック状況下において、会計事務所がタイムリーに財務情報を処理できない際に、このようなデフォルト通知を送付することはむしろ証券所持人の利益にはならないであろう。

56) Powell 氏へのインタビューによる。

57) POWELL, *supra* note 20 at 119 は、この行為を “starting the default clock ticking” と称する。

58) POWELL, *supra* note 20 at 119. なお、Powell 氏によれば、一般的な実務慣行では、社債権者が元利金の支払を受けている以上、社債権者は発行会社を倒産に追い込むであろう「Event of Default」を宣言することを受託者に求めないとのことである。

59) POWELL, *supra* note 20 at 119. なおかつ、「Event of Default」に至る例は稀であるという。

60) Powell 氏へのインタビューによる。

61) POWELL, *supra* note 20 at 123.

常、社債権者はそのことを知り得ない。

遵守証明書を受領する時点では、信託証書中の「デフォルト」の定義いかんによらず、少なくとも「デフォルト」前であるから、その際の受託者の義務は非常に形式的かつ限定的なものになりそうであるが、前述した通り、信託証書受託者の業務を行う実務家及び弁護士によれば、遵守証明書の提出・受領は、社債発行会社と信託証書受託者に非常に深刻に受け止められているという。そのきっかけとなったのが、以下に述べる Semi-Tech 事件判決である。以下では、遵守証明書の受領が受託者に深刻に受け止められている理由を分析する。

(a) Semi-Tech 事件 (Semi-Tech Litigation, LLC v. Bankers Trust Co., 353 F. Supp. 2d 460 (S.D.N.Y.2005), (In re Bankers Trust Co.), 450 F.3d 121 (2d Cir.2006))

この事件では、信託証書の受託者が、受領した遵守証明書が信託証書に定める条件に不適合であったにもかかわらず、それを審査せず、また、受託者がノート所持人に対してデフォルト通知を发しなかったことにつき、ノート所持人が受託者に対して、TIA 上の義務、契約上の義務違反等に基づいて損害賠償を求めたものである。

本件ノートは、1993 年 8 月に Semi-Tech により本件信託証書に基づいて発行され、それにより調達した 30 億ドルは Singer 社株式の 51% の取得に用いられた。Semi-Tech は Singer 社株式を 2003 年に満期を迎えるノートの支払の担保とした。本件信託証書の関連する条項の内容は以下の通りである。

本件信託証書 502 条は、「Event of Default」が生じ継続した場合、本件ノートの発行価額と生じた利息は、受託者である Bankers Trust (以下「BT」とする。)又は本件ノートの一定割合の所持人による Semi-Tech への通知により期限の利益を失うと定める。

本件信託証書 501 条は「Event of Default」となる多様な条件を定める。同条 (6) 号は、Semi-Tech 及び Singer の追加債務を負担する能力、特定の資産を処分する能力、関連会社との取引をする能力を制限する一定の信託証書中の条項について通知後 30 日間 Semi-Tech が遵守しないと「Event of Default」が発生すると定める。また、包括規定 (catch-all provision) である (10) 号は、本件信託証書 501 条に特に示された状況以外で、本信託証書におけるすべてのコベナンツ又は保証の履行のデフォルトまたは違反があり、そのデフォルト又は違反が、BT 又は一定割合のノート所持人からデフォルト通知を受け取ってから 60 日間継続した場合に「Event of Default」が生じると定める。その一方で、「Event of Default」とは区別されるその他の「default」については、特に信託証書中に定義する規定はなかった⁶²⁾。

本件信託証書 601 条は、受託者の義務及び責任について TIA の規定を組み込み⁶³⁾、同 602 条は、「受託者は、信託証書法で規定されている範囲で、本契約に基づくデフォルトについて証券所持人に通知するものとする。;ただし、同 501 条 (6) 号で定められる性質のデフォルト (コベナンツの違背) の場合は、その発生から少なくとも 30 日後まで、証券所持人へのそのような通知は行われないも

62) Semi-Tech Litigation, LLC v. Bankers Trust Co., 353 F. Supp. 2d 460 (S.D.N.Y.2005) at 463.

63) 本件信託証書 601 条は、「受託者の義務及び責任は、信託証書法に定めるところによる。」と定めていた。

のとする。本条の目的上、証券所持人への通知を要する「デフォルト」という文言は、「Event of Default」、または通知または時間の経過もしくはその両方により「Event of Default」となるあらゆる事象を意味する。」と定められていた。

本件信託証券 603 条は、「受託者の一定の権限」として、「以下のように行動する際に 601 条に従い⁶⁴⁾、… (a) 項:受託者は、偽りがないものであり、適切な当事者が署名し又は提示したと受託者が信じた決定、証明、説明、文書、意見、報告、通知、要求…その他の書面または書類に従った作為又は不作為において信頼し、又は保護されなければならない。… (f) 項:受託者は、決定、証明、説明、文書、意見、報告、通知、要求…その他の書面または書類に述べられた事実または問題点についていかなる調査をする義務を負わないが、受託者は、その裁量で、受託者が適切であると考えた事実または問題を審理又は調査することができる」と定めていた。

本件信託証券 1017 条 (a) 項は、発行会社である Semi-Tech の役員による「年次遵守証明書」の受託者への提出を求めている^{65) 66)}。

1997 年 8 月 19 日、受託者 BT は、Semi-Tech に対し、1996 年 11 月からの四半期の役員証明書等一定の書面が交付されていないので、状況を治癒するよう述べる文書を送付した。1998 年 9 月 18 日、BT は社長の Holmes に対し、TIA314 条 (a) 項 (4) 号が要求する遵守証明書を BT が受領していないことを通知し、その後遵守証明書を受領したが、当該証明書は、信託証券 102 条で定める文言⁶⁷⁾を欠いており、適切な当事者による署名がない点において信託証券の要件に従っていなかった。

1999 年の Singer 及び Semi-Tech の倒産により、本件ノートはその条件に従った支払いがなされなかった。そこで、原告である本件証券所持人が、信託証券受託者であった BT を被告として、証券所持人を保護するための義務違反に基づく責任を追及した。なお、原告は、1995 年から 1999 年にかけて Semi-Tech は、信託証券の下での約束に違反し、最終的に破産と証券所持人の損失をもたらした方法で、関連会社と取引をなし、特定の資産を処分し、債務を負担したと主張した。

64) 注 (63) を参照。

65) 「当社は、同社の各事業年度末後 140 日以内に、受託者に、署名者の知る限り、当社が、〔禁止された取引を扱うコベナンツ等、多くの特定のコベナンツの〕条件、条項及び諸条件の履行及び監視においてデフォルトにあるか否かを述べ、同社がデフォルトにあるのであれば、署名者が知るそのようなすべてのデフォルトと性質と状態を示す「役員証明書 (Officers' Certificate) 〔当社の取締役会議長、社長又は副社長、及び財務担当者、補助財務担当者、セクレタリまたは補助セクレタリにより署名され、受託者に交付される証明書として定義されている。〕」を交付する。」(本件信託証券 1017 条 (a) 項)。

66) なお、会計士による証明書についても同様に争われたが、本稿では触れない。

67) 本件信託証券 102 条は次のように定めていた。

「本信託証券において定められている条件又はコベナンツの遵守に関するすべての証明書又は意見は、以下のものを含むものとする。

- (1) 当該証明書又は意見に署名する各個人又は企業が、当該コベナンツ又は諸条件及びそのことに関連する定義を読了したこと説明、
- (2) 当該証明書または意見が基づいている説明又は意見に含まれる審理又は調査の性質及び射程に関する簡略な説明、
- (3) 各個人又は企業の意見において、当該コベナンツ又は条件が遵守されたことに関する情報に基づく意見を表明することができるようにするのに必要な検討又は調査をなしたとの説明、
- (4) 当該個人または企業の意見において、当該条件又はコベナンツが遵守されているかどうかに関する説明。」

原告の主張は以下の通りである。すなわち、まず(1)本件信託証券1017条(a)項及び(b)項の下提出された役員証明書は、TIA314条に従って提供された「証拠」であるが、BTが受領した証明書は本件信託証券102条の定める文言を書き、適切な当事者による署名がないため信託証券の要求するところに適合していなかったが、BTは適切に証拠を調査しなかったためにその瑕疵に気付かなかったと主張した。したがって、BTはTIA315条(a)項の下、同法314条に従って提出された証拠が、信託証券の要求するところに従っているか否か決定するために審査しなければならないというデフォルト前の義務に違反した、と主張した〔審査義務違反〕。

次に(2)不適合の証明書の提出は、制定法(TIA)上の義務を履行していればBTが知っていたであろう「デフォルト」であり、BTはそれゆえ瑕疵(書面の不適合性)につき証券所持人に通知する義務を負っていたとし、BTは受託者が知るところとなったすべてのデフォルトを証券所持人に通知するというTIA315条(b)項の下での義務に違反したと主張した〔デフォルト通知を証券所持人に発する義務違反〕。

最後に、(3)Semi-Techが不適合の書面を提出したことにより、TIA315条(c)項の下でのBTには「慎重な人」としての義務が発生し、慎重な人であれば適合する書面を要求し、発行会社に対してデフォルト通知を行い、発行会社が信託証券に違反する取引をなしたかどうかを決定するために発行会社の財務報告書を審査したであろうと主張した〔慎重な人の義務違反〕。

(ア) 一審判決

ニューヨーク州南部地区連邦地方裁判所は、本件信託証券はTIAの規定を引用してTIAの規定する義務を契約に組み込んでいるため、受託者の契約上の義務はTIA上の義務と同一であるから、TIA上の義務についてのみ判断するとし⁶⁸⁾、以下のように述べて、原告の申立てを一部認容一部棄却した。

まず、(1)〔審査義務違反〕の有無については、当該証明書がTIA314条に従って提出された証拠であることを前提として、TIA315条(a)項ただし書は、信託証券受託者がその証拠に示された説明又は意見に依拠しようとするかどうかとは関係なく、提出された証拠が信託証券の要求に適合しているかを審査する独立した受託者の義務を定めたものであるとした⁶⁹⁾。その上で、BTがこの審査義務に違反したと判断した⁷⁰⁾。

(2)〔デフォルト通知を証券所持人に発する義務〕違反の有無については、次のように判断した。すなわち、本件信託証券501条(10)号の定める「Event of Default」を定義する包括規定によれば、発行会社が「書類の提出を規制するコベナントについての」デフォルト通知を受領し、治癒がなされないで60日が経過すると「Event of Default」になると定めていることを認定した上で、TIA315条(b)項の目的上、「デフォルト」という文言は、不適合の書類の提出を含む、とした。そして、それらの「デフォルト」を証券所持人に通知する義務にBTが違反したかどうかは別の問

68) 353 Fed. Supp., 2d at 472.

69) *Id.* at 475.

70) *Id.* at 478.

題であるとして、法は受託者が知るところとなったデフォルトにのみこれが適用されるとし、BTは正確にはTIA315条(a)項の義務(上記(1)の審査義務)に違反したため、本件信託証券102条及び1017条(d)項違反を知らなかったとして、BTは通知義務に違反しなかったと判断した。

(3)〔慎重な人の義務違反〕の有無については、慎重な人としての義務を生じさせる「デフォルト」(TIA315条(a)項及び(c)項において用いられ、本件信託証券に採用されているもの)は、信託証券における「Event of Default」の発生と継続を意味するとし⁷¹⁾、BTが受託者としての地位にある間は信託証券における「Event of Default」は生じなかったと認めた⁷²⁾。よって、BTは原告が主張するような、不適合の書面に示された事柄を調査し、かつ、問題の取引が信託証券に違反したことを発行会社及び証券所持人に通知を発するようなことを、慎重人の義務に従って行使する義務を負っていなかったと判断した。

こうして、裁判所は、BTの審査義務(上記(1))違反があったとしたが、原告はその被った損害との間の因果関係について十分な立証ができなかったとした。すなわち、BTが証明書を審査し、必要な文言の欠落に気付き、Semi-Techに注意したとしても、Semi-Techはデフォルトを治癒し適合する証明書を提供したであろうとして、BTに対し名目的損害賠償として1ドルの責任を認めた⁷³⁾。原告・被告双方が上訴。

(イ) 二審判決

第二巡回区控訴裁判所は、上記の連邦地裁判決の結論を支持した。理由付けについては、上記地裁判決の判示(1)、つまり、TIA314条に従ってSemi-Techから受領した役員〔及び会計士〕の証明書の、本信託証券との適合性を審査するというTIA315条(a)項による義務に、BTが違反したという点は支持した。しかしながら、BTがSemi-Techの不適合な文言について証券所持人に対し通知を発するというTIA315条(b)項の義務に違反しなかったとする結論(上記地裁の判示(2))については、次のように述べて支持しなかった。

TIA315条(b)項は、BTに対し、まずは治癒を求めるという選択肢(支払におけるデフォルトについては除く。)を付与して、受託者が知るところのすべてのデフォルトを証券所持人に通知することを要求する。地裁判決は、証明書の不適合は受託者の知るところではなかったから、証券所持人に対する通知義務に違反しなかったとした。つまり、地裁の分析によれば、BTの不適合性の認識がTIA315条(b)項の義務の前提条件である。これに対して、控訴裁判所は、TIA315条(a)項の下での審査義務の不履行は、その知るところのデフォルトに関して作為を求めるTIA315条(b)項の義務の不遵守から免除することはできないとした⁷⁴⁾。

もっとも、着目すべき点は、裁判所がTIA315条(b)項のデフォルト通知義務は、デフォルト通知を証券所持人にすることが常に求められるのではないとした点にある⁷⁵⁾。この義務を満たすた

71) *Id.* at 482.

72) BTは1999年5月11日付で受託者を辞任している。

73) 353 Fed.Supp., 2d at 487.

74) 450 F.3d 121 (2nd Cir.2006) at 127.

75) TIA315条(b)項ただし書参照。

めには、BT は、(1) 証券所持人に対し不適合について通知を与えるか、又は (2) Semi-Tech による適合する証明書を要求し、適合する証明書を受領することであるとした⁷⁶⁾。その上で、証拠が示す限り、BT が不適合な文言に気付いていたとすれば、Semi-Tech に適合する書面を要求し受領していたであろうし、BT は証券所持人にデフォルト通知を発するよう要求されなかったであろうとし、原告は BT の義務違反に証券所持人の損失との因果関係があることを立証できなかったとした⁷⁷⁾。

(b) Semi-Tech 事件判決以降の判例

Semi-Tech 事件判決以降、遵守証明書について、①受託者は TIA 上、信託証券の条件への適合性について審査する義務を負う、②①の義務を履行しなかった場合に、デフォルトの不知を理由に TIA 上の証券所持人に対するデフォルト通知義務は免除されないとの扱いがなされている⁷⁸⁾。

例えば、In re Medical Capital Securities Litigation, F. Supp.2d (2013), 2013 WL 1344969 では、債務者が受託者に送った通知の方式 (E-mail) が契約違反であったことを前提として、受託者が債権者に違反についての通知を送るべきであったとしたが、それ自体は重大な違反 (material breach) ではなかったとした。つまり、提出書類の遅延自体が常に重大な違反になるわけではないが、債務者が受託者からの通知の受領を拒否したり、長年にわたり書類を紛失したりしたような場合には、重大な違反となりうることを示した。Semi-Tech 事件では、遵守証明書の不適合だけでなく、Semi-Tech 社が実際にコベナンツを遵守していなかったという証拠を認定しなかったのに対して、本件の原告である証券所持人は、債務者が不適合な文書の修正要求に応じなかったという証拠を示すことができたという点で、Semi-Tech 事件とは区別されている。

3 随時報告と EDGAR 開示

(1) 随時報告

米国信託証券法は、コベナンツ違背によるデフォルトが生じたことに関する発行会社による随時報告を求めるレポーティング・コベナンツを法定しないが、信託証券で定めることにより、発行会社に受託者に対してその遵守状況を報告させることができる (TIA314 条 (f) 項)。筆者が調べ得た限り、デフォルトが生じた際に随時報告を定めるレポーティング・コベナンツを任意で定める信託証券の例はわずか数件にとどまる。

たとえば、WORLDSPAN, L.P. WS FINANCING CORP. 社を発行会社とする SENIOR SECOND LIEN SECURED FLOATING RATE NOTES DUE 2011 (2005 年 2 月 11 日付) の信託証券の section 4.04 (c) [遵守証明書 (Compliance Certificate)] は次のように定める⁷⁹⁾。すなわち、「債券が発行済みである限り、発行会社は、いずれかの役員が「Default」または「Event of Default」を認識した場合、直ちに (forthwith)、当該「Default」または「Event of Default」、および発行会社

76) 450 F.3d 121 (2nd Cir. 2006) at 129.

77) *Id.* at 130.

78) 例えば、Oklahoma Police Pension & Retirement System v. U.S. Bank National Association, 291 F.R.D. 47 (2013), Fed. Sec. L. Rep. P97,513.

79) https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1260167/000104746905007976/a2152723zex-4_5.htm

が当該「Default」または「Event of Default」に関してどのような措置を講じているか、または講じることを提案しているかを明記した役員証明書を受託者に交付するものとする。』⁸⁰⁾。この報告を受けた受託者は、証券所持人に「Default」または「Event of Default」を通知することになろう（信託証券 Section7.05）⁸¹⁾。その他、STONERIDGE, INC., による 2012 年満期 11 1/2% シニア・ノート, シリーズ A, シリーズ B 信託証券(2002 年 5 月 1 日付)にも同様の条項が見られる (Section4.08(3))。⁸²⁾

このように、わずかな数の事例はみられたものの、Powell 氏によれば、実務慣行として、コベナンツの違背にかかる発行会社による受託者への随時の報告は信託証券で定められないとのことである。つまり、コベナンツの違背にかかる報告は、年次の遵守証明書によってのみなされるのが通例であるという。

(2) Form8-K の提出 (EDGAR 開示) にかかる実務慣行

「Default」または「Event of Default」が生じた場合の SEC への Form8-K の提出つまり EDGAR 開示はどのような運用になっているであろうか。

Form8-K の開示事項である Item2.04 は、「直接金融債務またはオフバランスシートの取決めに基づく債務につき期限の利益を喪失させ、または増加させる誘発事象 (Triggering Events That Accelerate or Increase a Direct Financial Obligation or an Obligation under an Off-Balance Sheet Arrangement)」として、当該誘発事象が発行会社にとって重要 (material) である場合、Item2.04 (a) (1) ~ (4) の事由を開示しなければならないとする⁸³⁾。一見すると、社債に付されたコベナンツの違背が、「Default」または「Event of Default」となり、その救済手段が期限の利益喪失であるときは、この開示が求められるようにも見える。

この点につき、Powell 氏に質問したところ、社債のコベナンツにつき「Default」または「Event of Default」が生じた場合、それが期限の利益喪失を誘発するものであっても、発行会社は Form8-K の提出を行わない、とのことであった⁸⁴⁾。社債のコベナンツの違背、すなわち、「Default」または「Event of Default」が生じた場合に、信託証券受託者が社債権者に対してデフォルト通知を行うことが信託証券上求められていることで十分であり、それ以上に規制当局である SEC に何かを提出する必要はないというのが実務慣行であるという⁸⁵⁾。

80) この信託証券では、「Default」を「Event of Default に該当する、または時間の経過もしくは通知の発出またはその両方により「Event of Default」となる事象」と定義づける (Section1.01)。「"Default" means any event that is, or with the passage of time or the giving of notice or both would be, an Event of Default.」(Section1.01)。

81) ただし、受託者は、その責任ある役員で構成される委員会が通知を保留することが証券所持人の利益に資すると誠実に判断する限り、通知を保留することができる (Section7.05 後段) (ただし、元利払いのデフォルトは除く)。

82) <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1043337/000102140802006281/dex41.txt>。認識後 10 日以内の通知を定める。

83) (1) ~ (4) の事由とは、(1) 発生事由の発生日、および直接金融債務が発生し、増加または期限の利益が喪失された契約または取引の簡単な説明；(2) 発生事由の簡単な説明；(3) 直接金融債務の金額、該当する場合は増額された金額、および適用される支払条件または期限の利益喪失条件；(4) 発動事由または直接金融債務の増加もしくは期限の利益喪失の結果、発生、増加、期限の利益喪失、または直接金融債務となる可能性のある登録者のその他の重要な債務、である。

84) Powell 氏によれば、業界の慣行として、このような場合における Form8-K Item2.04 の提出については、「裁量的なもの」として認識されているという。すなわち、SEC はこのような場合における Form8-K の提出を禁じてはいないため任意で提出することはできるが、逆にこのような提出をしなかった発行会社に対し SEC が訴追した例はないという。

85) Powell 氏によれば、そのような開示は「余計な開示」であるという。

この回答を受け、筆者がEDGAR 開示を検索したところ、過去 20 年間でそのような開示がなされた例はわずか数例に過ぎなかった⁸⁶⁾。なお、そのほとんどが財務報告書の SEC への提出(TIA314 条 (a) 項 (1) 号)の遅延事例であったが、その他のコベナンツの違背にかかる事例が 1 件みられた。それは、発行会社が資産処分制限条項に違反したとして、信託証券受託者からデフォルト通知を受け取った時点で Form8-K が提出されたというものであったが、発行会社としては同条項違反になるとは考えていない、とするものであり⁸⁷⁾、一般的なコベナンツ違反にかかる開示とはいえないケースであった。以上のことから、「Default」または「Event of Default」の発生を SEC に報告しないという上述の実務慣行は裏付けられよう。

Powell 氏によれば、コベナンツ違反につき、信託証券受託者からデフォルト通知を受領した社債権者の 25% 以上又は信託証券受託者自身が発行会社に対してデフォルト通知を行い、実際に期限の利益喪失がなされる事態に至った場合にも、同様に Form8-K の提出つまり EDGAR 開示は行われまいという。その理由は、すでに破産申請等が別途なされ、記録されている状況で、重ねて開示する必要がないと考えられているためであり、それが実務慣行となっているとのことである。少なくとも Powell 氏はそのような開示がなされた例を目にしたことはない、とのことであった。

4 発行会社による任意の定期報告

TIA314 条 (a) 項が、信託証券中にその設定を義務付けるレポーティング・コベナンツ (①財務報告に関するもの及び②年次遵守証明書) 以外に、信託証券で定めることにより、発行会社を受託者に対してその遵守状況を報告させることができる (TIA314 条 (f) 項) のはすでに述べた通りである。ただし、受託者は、受託者が信託証券で特にそのような証拠を受け取るよう指示されていない限り、発行会社が特定のコベナンツを遵守している証拠を受け取る責任はない。このことは、慣習及び慣行かつ、受託者は黙示の義務を負わない (no implied duties) という信託証券の法的要件により支持される⁸⁸⁾。

たとえば、不動産または設備が債券の担保となっている多くの債券に定められる「保険コベナンツ (insurance covenant)」があるが、これは通常、発行会社が、不動産／設備に保険をかけることを求めるものであり、財産喪失の際に社債権者を保護しようとするものである。しかし、信託証券やその他の信託文書に「受託者は保険の証拠を受け取る、または受け取らなければならない」という文言がない場合、証拠を受け取ったり、受け取ろうとしたりすることは受託者の義務ではない⁸⁹⁾。なお、この任意の報告は、契約で定められるところにより、法定の遵守証明書と同様に定期

86) SEC への財務書類提出遅延につき、発行会社がデフォルト通知を受け取ったことにより「Event of Default」が生じることから、これが所定の期間内には是正されない場合には所定の救済手段 (期限の利益喪失、追加利息の支払等) が講じられるというものであった。Hanger, Inc. により提出された Form8-K (reporting for 2015-11-30), Hights Cross Communications, Inc. により提出された Form8-K (reporting for 2007-5-29), Tower Group International, Ltd. により提出された Form8-K (reporting for 2013-11-19) 参照。

87) BankAtlantic Bancorp, Inc. により提出された Form8-K (reporting for 2011-11-23) による。

88) POWELL, *supra* note 20 at 91.

89) *Id.* at 91.

的に行われるものであり、違反があった場合に報告されるものではない⁹⁰⁾。

受託者は発行会社から受領した遵守事項に関する証拠について、Semi-Tech 事件判決でみられたのと同様の形式面における審査義務を負い、必要であれば、発行会社に訂正の上、再提出させなければならない。発行会社がコベナンツを受託者に証明された通りに履行しない場合、信託証券上の「technical default」となり、それに対して受託者が措置をとる⁹¹⁾。

5 米国におけるレポーティング・コベナンツの運用にかかる検討

すでに述べた通り、米国では連邦法である信託証券法により一定のレポーティング・コベナンツを適格信託証券に挿入することが義務付けられている。その内容は、定期報告として、①発行会社はSECに提出した年次報告書等(10-K, 10-Q, 8-K等)の財務書類等の写しを、信託証券受託者へ提出しなければならないが(TIA314条(a)項(1)号(2)号)、これらにはコベナンツにかかるデフォルトが反映されないため、コベナンツ遵守の監督を可能にするために、②発行会社の役員等による遵守証明書を、少なくとも年1回以上、信託証券受託者に提出しなければならない(TIA314条(a)項(4)号)というものである。上述の通り、遵守証明書はSECに提出されず、信託証券受託者のみがこれを受領し、社債権者にも送付されない。

信託証券受託者は、遵守証明書の形式面についての審査義務(TIA315条(a)項(2)号ただし書)を負う。もっとも、この審査義務はあくまでデフォルト前の義務であることから、信託証券受託者は、TIA315条(c)項の定める「慎重な人(Prudent Man/Person)」としての注意義務は負わず、実質的内容までは審査しない。具体的には、遵守項目を注意深く確認し、信託契約の文言と照合するというものである。もし齟齬があれば、発行会社の経営陣に報告し、信託契約で要求されている遵守項目に完全な文言を加えたものを再提出するよう発行会社側に要求しなければならない⁹²⁾。信託証券受託者がこの審査義務を果たさなかったことによりデフォルトを把握しなかったことは、信託証券所定の社債権者に対するデフォルト通知義務を果たさないことの正当な理由にはならない。換言すれば、この審査義務を果たせば、信託証券受託者は、社債発行会社から受領した遵守証明書の内容の真実性に依拠することができる。

もっともSemi-Tech事件の事案は、遵守証明書の受領が1年以上遅れており、信託証券に定められた条件との不適合が疑われる状況にあったといえる一方で、受託者が遵守証明書の形式面の審査すら適切に行っていなかったという極端な事例であった。つまり、受託者が形式的な審査義務を負うことが、實際上どれほど社債権者の保護に貢献しているかという疑念を生じさせるかもしれない⁹³⁾。しかしながら、この点については、①受託者による社債権者へのデフォルト通知義務が、受託者の遵守証明書の審査義務を前提とするものであること、かつ、②発行会社側による遵守証明書の不提出及び信託証券所定の条件との不適合が、信託証券上、期限の利益喪失を誘発するデフォル

90) Powell氏にその旨を確認した。

91) *Id.* at 91.

92) *Id.* at 76.

93) この点は、JSDA キャピタルマーケット・フォーラム(第5期)中間報告(第3回)(2023年12月26日)において、久保田安彦教授よりご指摘いただいた。

トとして定められていることの双方に着目する必要があると考える。

つまり米国では、遵守証明書の実質的な内容の担保は発行会社側にさせることが建前とされつつ⁹⁴⁾、遵守証明書に、「コベナンツ遵守」との記載があり、かつ、形式的に適合していれば、かりにそれが不実記載であったとしても、受託者は社債権者にデフォルト通知義務を負わない。逆に、「コベナンツ不遵守」の記載があれば、受託者は社債権者へのデフォルト通知義務（実際に通知するかどうかの判断も含む。）を負う。つまり、遵守証明書の確実な提出や形式的適合性については、受託者に一定の責任を負わせようとするのが米国判例法の立場であるといえる。このことは、遵守証明書が社債権者には送付されず、受託者が唯一の受領者として法定され、コベナンツの違背を社債権者が直接関知しないという建付けと整合的である。

もちろん、Semi-Tech 事件でみられるように、遵守証明書の不提出や形式的な不適合につき、受託者がその審査義務を果たさなかったことにより、デフォルトを関知しなかったことをもって社債権者に対するデフォルト通知義務を果たさなかったとしても、現実にはそれ以外のコベナンツ違反が認定されなければ、社債権者の損失と審査義務及びデフォルト通知義務違反との間に因果関係がないとして、信託証券受託者の損害賠償責任は実質的には生じない。しかしながら、発行会社によるレポーティング・コベナンツ以外のコベナンツ違反が実際に生じたか否か、という、受託者がコントロール又は把握できない事象によって、受託者の責任が左右されることが Semi-Tech 事件判決によって示されたと捉えれば、受託者には形式面での審査義務を果たすインセンティブが生じるのは自然である。Semi-Tech 事件判決で、信託証券受託者には名目的損害賠償として 1 ドルの支払が命じられたにすぎないにもかかわらず、この判決が実務家の間で重く受け止められているのは、このような理由によるのであろう。

なお、TIA315 条 (b) 項に基づき、信託証券受託者からデフォルト通知を受領した証券所持人については、米国法上のインサイダー取引規制は問題とならないし、そのような議論がなされたこともないとのことである⁹⁵⁾。つまり、そうしたデフォルトが公表されていない場合に、当該証券を売買した証券所持人が、インサイダー取引を行ったとして SEC に訴追されることはない⁹⁶⁾。証券所持人は、投資家として契約（信託証券）上及び TIA が要求するデフォルト通知を受ける権利があることを根拠として、インサイダー規制の対象にはならないとのことである⁹⁷⁾。もちろん、ここでいうデフォルト通知は、「Event of Default」につながるものを指し、「technical default」にかかる通知ではない。後者については、業界慣行上、社債権者は関知しないことになっているので、社債

94) もっとも、遵守証明書の不実記載や不提出について、民事責任や刑事責任を問うための直接の規定は信託証券法にはないため、その実効性に疑問が残ることについてはすでに述べた通りである。

95) Powell 氏へのインタビューによる。判例も見当たらない。

96) この点を詳細に分析することは筆者の能力を超え、また本稿の対象外であるので、これ以上は触れない。なお、米国判例法は、インサイダー取引を、あくまで開示義務違反として捉え、信任義務理論や不正流用理論を採用することにつき、黒沼悦郎『アメリカ証券取引法〔第2版〕』（弘文堂、2004年）166頁。

97) Powell 氏からは、“There would be no insider trading liability for US bond holders who receive a notice of default. The SEC would not bring such an action against US bond holders as they are entitled to such notice as the primary investors and are entitled to receive such notice as required by the indenture and the Trust Indenture Act.”との返答をいただいた。

権者についてインサイダー取引はそもそも問題とならないのである。

定期的な財務書類及び年次遵守証明書のほか、発行会社の受託者に対する随時の報告を求めるコベナンツもあるが（上記二三）、デフォルトが発生した場合の発行会社から受託者又は社債権者に対する適宜の報告を求めるレポーティング・コベナンツは法定されず、また、それを信託証書で定める例はほぼみられない。また、コベナンツにかかる「Default」または「Event of Default」が期限の利益喪失を誘発する事象である場合、あるいは、実際に期限の利益が喪失された場合に、発行会社がSECに対してForm8-Kを提出することもない。つまり、米国においては、特定の事実または禁止された行為や状況の存在は、債務者（発行会社）のみが知ることができ、また、信託証書受託者に提供された監査済の財務諸表やその他の情報では容易に開示されそうにない場合、コベナンツ遵守状況は、受託者が定期的に遵守証明書を得ることによって確かめられる⁹⁸⁾。他方、事業の状況が急激に変化する可能性があり運転資本を一定比率や最低限度維持することが重要であるような状況では、年次の遵守証明書や監査済の財務諸表で提供されるよりも頻繁に債務者の状態をチェックすることが「望ましいかもしれない」と認識はなされている⁹⁹⁾。

もし米国において「Default」または「Event of Default」が発生次第の随時の報告を法定するとすれば、遵守証明書と同様、受託者のみに提出することとなろう¹⁰⁰⁾。そのような随時報告を任意で定めるわずかな信託証書も、実際にそのように定める。すなわち、受託者は社債権者の代理人として、発行会社から随時報告を受け、それについて形式面において審査を行い、必要であると判断すれば、社債権者にデフォルト通知を行う義務が生じよう。米国での実務慣行上、発行会社から通知を受けた受託者が社債権者に対してデフォルト通知を行うことで十分であり、発行会社が規制当局（SEC）にファイルすることは「余計なこと」と考えられているため¹⁰¹⁾、受託者が随時報告を受ける唯一の立場に立つことになる。受託者はその責任を回避するインセンティブを有することにつながり、それに抗してまで発行会社が受託者に随時報告を行う条項を信託証書に定めることは行われていないのが現状であり、「Default」または「Event of Default」を受託者にせめて定期的に知らせよう、発行会社側に義務付けたのが米国連邦法の立場であると考えられる¹⁰²⁾。上述した任意の定期報告義務（上記二四）も年次遵守証明書と同様である。すなわち、特定のコベナンツ遵守にかかる証明書を発行会社が受託者に提出するよう任意で信託証書で定める場合も、受託者側から積極的に発行会社に提出を求めたり取得しようとしたりする義務は、信託証書に明示的に定められない限り生じない。発行会社側から証明書の提出がなされない場合には、「technical default」となり、受託者はその後の措置を講じることになる。

98) LANDAU & PELUSO, *supra* note 23 at 183.

99) *Id.* at 192.

100) 上記二 三（一）参照。

101) 換言すれば、デフォルトが発生するたびにSECに報告書を提出するという発想がない。

102) LANDAU & PELUSO, *supra* note 23 at 193.

三 社債管理補助者設置債におけるコベナンツ遵守状況のモニタリングのあり方への示唆

以上のような米国信託証書法下におけるレポーティング・コベナンツの運用についての検討に基づき、現時点における社債管理補助者設置債におけるコベナンツの状況を踏まえて社債管理補助者設置債におけるコベナンツ遵守状況のモニタリングのあり方について検討する。

1. 社債管理補助者設置債におけるコベナンツの状況

2024年9月現在、社債管理補助者が設置された社債の起債例は、(1) 株式会社ジャパンインベストメントアドバイザー第1回無担保社債(社債間限定同順位特約付)(以下「JIA債」とする。)と、(2) 株式会社日本エスコン第1回期限前償還条項付無担保社債(社債間限定同順位特約付)のみである(以下「エスコン債」とする。)。JIA債は、わが国で初の社債管理補助者設置債であり、財務上の特約として、純資産額維持条項及び利益維持条項が付されている。これに対して、エスコン債にはそのような条項は付されていないが、いわゆる「チェンジオブコントロール」特約(以下「COC特約」とする。)が付され、これに抵触すると社債権者に期限前償還請求事由が与えられる。

以下で、社債管理補助者の報告義務と合わせて、社債発行会社の報告義務を定めるレポーティング・コベナンツの現状を示す。

(1) JIA債(振替債)の社債要項

JIA債には「財務上の特約」として、担保提供制限条項(社債間限定同順位)、純資産額維持条項及び利益維持条項が定められている。

「期限の利益喪失事由」として、

(ア) 元利金支払いの方法及び期限に違背したとき、

(イ) 担保提供制限条項に違背したとき、

(ウ) 純資産額維持条項または利益維持条項に違背し、当該違背が判明した日〔〔下記※〕の方法にて、社債管理補助者を通じ社債権者に通知した日〕から1か月以内に、本社債の社債権者から社債管理保持者を通じ期限の利益喪失を書面により当社に請求した本社債の社債権者が有する本社債の金額の合計が、社債の総額(償還済みの額を除く。また、当社が有する本社債の金額はこれに算入しない。)の二分の一を超えたとき、

(エ) 本社債以外の社債及び社債以外の借入金債務にかかる期限の利益喪失(ただし、当該債務の合計額が5億円超の場合に限る。)[筆者注：いわゆるクロス・デフォルト条項]、

(オ) 破産手続開始、民事再生手続開始もしくは会社更生手続開始の申立てをし、または取締役会において解散(合併の場合を除く。)の決議をしたとき、

(カ) 破産手続開始、民事再生手続開始もしくは会社更生手続開始の決定、または特別清算開始の命令を受けたとき、

が定められている。

本社債について期限の利益を喪失した場合には、「当社はただちにその旨を公告する。」ものとさ

れている（本社債要項（注）6（3））。

レポーティング・コベナント及び社債管理補助者による社債権者への報告として、「社債管理補助者に対する定期報告」が以下のように定められている。すなわち、「随時社債管理補助者にその事業の概況を報告し、また、毎事業年度の第2四半期決算及び本決算、剰余金の配当（会社法第454条第5項に定める中間配当を含む）については、書面をもって社債管理補助者及び当該社債管理補助者を通じ社債権者にこれを報告する」としつつ、「ただし書」として、当該報告については金融商品取引法第27条の30の3に基づく電子開示手続を行った場合には省略することができる、としている。

「社債管理補助者への通知」については、次のように定める。すなわち、「当社は、次の各場合には、速やかに社債管理補助者及び当該社債管理補助者を通じ本社債の社債権者に通知するとともに、②については公告をしなければならない。但し、次の各場合が、金融商品取引法第166条第2項に定める「重要事実」に該当する場合には、同条第4項に定める「公表」が行われた後に、通知しなければならない。

- ① 本（注）6に定める期限の利益喪失事由（社債権者の請求により期限の利益を喪失することとなる事由を含む）が発生したとき〔※〕。
- ② 資本金または準備金の減少、組織変更、合併、会社分割、株式交換または株式移転（いずれも会社法において定義され、または定められるものをいう）をしようとするとき。〕。

なお、発行会社による社債管理補助者に対する通知の不履行（レポーティング・コベナント違反）は、期限の利益喪失事由とされていない。

「社債管理補助者から社債権者への通知方法」については、（1）本社債発行時の各社債権者が社債管理補助者に社債権者への通知に必要な連絡先を届け出るものとし、（2）本社債を譲り受けた社債権者は、社債管理補助者に社債権者への通知に必要な連絡先を届け出なければならないとする。また、（3）前項の通知に代えて、証券保管振替機構が定める社債情報伝達サービスにて社債権者に通知ができるものとする。

JIA 債の財務上の特約である純資産額維持条項及び利益維持条項は、それぞれ、「各事業年度の第2四半期及び決算期の末日における連結貸借対照表に示される純資産の部の金額」、「各事業年度の第2四半期及び決算期の末日における連結損益計算書に示される営業損益の金額」を基準とするが、連結貸借対照表及び連結損益計算書上の各金額が明らかになるのは、第2四半期決算後45日以内、決算期後3カ月以内となる。つまり、本社債における財務上の特約違反は、年間を通じてではなく、一定の時期に判明する。

上記の連結計算書類は書面をもって社債管理補助者及び社債管理補助者を通じて社債権者に報告されるが（同社債要項（注）7（1）本文）、EDINETで開示される場合には省略することができ（同社債要項（注）7（1）ただし書）、この場合に社債管理補助者から社債権者に対して何らかの通知が行われることはない。連結計算書類が報告または開示された時点で、財務上の特約への「違背状態」の有無が明らかとなるが、違背状態がある場合でもただちに期限の利益喪失事由となるのでは

なく、まず、発行会社はこの違背が「重要な事実」（金商法第 166 条第 2 項）に該当する場合には同条第 4 項に定める「公表」を行う。その上で、社債管理補助者にその旨を通知し、社債管理補助者はそれを受けて社債権者に通知を行う（同社債要項（注）8，（注）13）。この日が起算日となり、1 か月以内に、社債権者から社債管理補助者を通じ期限の利益喪失を書面により発行会社に請求した本社債の社債権者が有する本社債の金額の合計が、社債の総額（償還済みの社債及び自己社債を除く。）の二分の一を超えたときに、期限の利益が喪失される（同社債要項（注）6）(1) ④)。つまり、一定割合の社債権者による請求喪失としていることで、社債権者集会決議を経ることなく、いわゆるウェイブを実現することが可能な規定ぶりとなっている¹⁰³⁾。

なお、「期限の利益喪失」及び「期限の利益喪失事由の発生」については、市場慣行により、社債要項において発行会社に契約上の公告義務が課せられているとされてきたが¹⁰⁴⁾、JIA 債の社債要項においては、「期限の利益喪失事由の発生」についてはそのような規定はなされていない¹⁰⁵⁾。

（2） エスコン債（振替債）の社債要項

エスコン債には、「財務上の特約」として、担保提供制限条項（社債間限定同順位）のみが定められている。

本社債の最大の特徴は、前述の COC 特約が付されている点にあり、「償還の方法及び期限」として次のように定められている。すなわち、「（2） 期限前償還条項」として、一定の日までにおいて、「当社が中部電力株式会社の連結子会社に該当しなくなる旨が中部電力株式会社より公表されたとき（以下「期限前償還請求事由」という。）は、本社債の社債権者（以下「本社債権者」という。）は、当社に対し、その保有する本社債の償還（以下「期限前償還」という。）を請求することができる。この場合当社は、期限前償還の請求のあった各本社債について、本欄第 1 項に定める償還金額〔筆者注：各社債の金額 100 円につき金 100 円〕で償還する。』。

「発行会社から社債管理補助者への通知」については、次のように定める。

「当社は、期限前償還請求事由が発生した場合には、速やかに社債管理補助者〔略〕に以下の事項を通知しなければならない、また、期限前償還請求事由の発生した日（同日を含む。）から 30 日以内に、以下の事項を、社債管理補助者を通じ別記（注）「13. 社債管理補助者から社債権者への通知方法」に定める方法により本社債権者に通知するとともに、別記（注）「12. 公告の方法」に定める方法により公告しなければならない。

(i) 本社債権者に期限前償還請求権が発生したこと及びその事由

(ii) 期限前償還日及び期限前償還請求期間並びにその他必要と判断する事項」

「財務上の特約」、すなわち担保提供制限条項（社債間限定同順位）に違反があった場合には、当該事項が金融商品取引法第 166 条第 2 項に定める「重要事実」に該当する場合には、同条第 4 項に

103) 日証協 WG 報告書（2024 年）16 頁参照。

104) 日証協 WG 報告書（2024 年）7 頁注 6，日証協 WG 報告書（2021 年）16 頁。

105) 期限の利益喪失事由の発生については、契約上の公告義務は課せられていないが、「資本金または準備金の額の減少，組織変更，合併，会社分割，株式交換又は株式移転をしようとするとき」には、公告義務が課せられている。JIA 社債要項（注）8②参照。

定める「公表」が行われた後に、発行会社は社債管理補助者に通知しなければならないとされているが（エスコン債社債要項注8）、期限前償還請求事由の発生の際の社債管理補助者への通知義務については、そのような「公表」を要しないとされている。「親会社の異動、支配株主（親会社を除く。）の異動又はその他の関係会社の異動」に該当するために、東証有価証券上場規程による適時開示¹⁰⁶⁾及び臨時報告書の提出¹⁰⁷⁾がなされるため、かかる「公表」の要件が充たされると考えられるためであろうか。

本社債要項は、期限前償還請求事由の発生の有無につき、社債管理補助者に確認義務を課し、当該発生があった場合には、速やかに発行会社にその旨を通知すると定めている¹⁰⁸⁾。社債管理補助者は、連結親会社〔中部電力株式会社〕より公表されたかを確認するという能動的な義務を負うとはいえ、社債管理補助者よりも前に発行会社がかかる事実を把握していないという事態は、ほぼ想定されないようにも思われる。

「期限の利益喪失事由」（当然喪失）として、

（ア）元利金の支払の方法に違背したとき、

（イ）担保提供制限条項に違背したとき、

（ウ）本社債以外の社債及び社債以外の借入金債務にかかる期限の利益喪失（ただし、当該債務の合計額が5億円超の場合に限る。）〔筆者注：いわゆるクロス・デフォルト条項〕、

（エ）破産手続開始、民事再生手続開始もしくは会社更生手続開始の申立てをし、または取締役会において解散（合併の場合を除く。）の決議を行ったとき、

（オ）破産手続開始、民事再生手続開始もしくは会社更生手続開始の決定、または特別清算開始の命令を受けたとき、

が定められている。

レポーティング・コベナント及び社債管理補助者による社債権者への報告については、「社債管理補助者に対する定期報告」として、前掲 JIA 債とほぼ同様に定められている。すなわち、（ア）「随時社債管理補助者にその事業の概況を報告し、また、毎事業年度の決算、剰余金の配当（会社法第454条第5項に定める中間配当を含む）については書面をもって社債管理補助者にこれを報告する」〔筆者注：JIA 債と異なり、「社債管理補助者を通じて社債権者へ報告する」という定めはされていない。〕としつつ、「ただし書」として、当該報告については金融商品取引法第27条の30の3に基づく電子開示手続を行った場合には省略することができるとしている¹⁰⁹⁾。

また、「社債管理補助者への通知」については、次のように定める。すなわち、「当社は、次の各場合には、速やかに社債管理補助者に通知するとともに、本注（12）に定める方法により公告しなければならない。ただし、次の各場合が、金融商品取引法第166条第2項に定める「重要事実」に

106) 上場規程第402条第2号g。

107) 開示府令第19条第2項第3号。

108) エスコン債社債要項「償還の方法」2（2）④。

109) エスコン債社債要項注7（1）（2）。

該当する場合には、同条第4項に定める「公表」が行われた後に、通知しなければならない。」として、(1) 本(注)6に定める期限の利益喪失事由が発生したとき、(2) 資本金または準備金の額の減少、組織変更、合併、会社分割、株式交換または株式移転(いずれも会社法において定義され、または定められるものをいう)をしようとするとき。」¹¹⁰⁾が定められている。

また、JIA債と同様に、発行会社による社債管理補助者に対する通知の不履行(レポーティング・コベナント違反)は、期限の利益喪失事由にはされていない。

社債管理補助者が、上記の通知を受け取った時には、「その内容を速やかに本注(13)に定める方法により本社債権者に通知する。ただし、当該通知内容が、金融商品取引法第166条第2項に定める「重要事実」に該当する場合には、同条第4項に定める「公表」が行われた後に、通知しなければならない。」とし¹¹¹⁾、「社債管理補助者から社債権者への通知方法」については、社債情報伝達サービスにより行うとされている¹¹²⁾。

(3) 小括

以上から、社債管理補助者設置債の起債例は少ないものの、その社債要項においては、(a) 発行会社から社債管理補助者への報告(レポーティング・コベナント)及び(b) 社債管理補助者から社債権者への報告が定められていた。(a)については、以下のように要約することができる。

すなわち、①レポーティング・コベナント違反自体は期限の利益喪失事由とされていないこと、②発行会社の財務指標に一定の事由が生じた場合に期限の利益を喪失する旨の特約が付されているとき、発行会社は社債管理補助者及び社債管理補助者を通じて社債権者に対して、その遵守状況ではなく、毎事業年度の決算等を定期的に報告するが、EDINETで開示されている場合にはその報告は省略されること、③コベナント違反があり期限の利益喪失事由が発生したときは、速やかに社債管理補助者及び当該社債管理補助者を通じて社債権者に通知をしなければならないが、そのことが金商法第166条第2項に定める「重要事実」に該当する場合には、同条第4項に定める「公表」が行われた後に通知する。

つまり、EDINET開示が行われている場合には、コベナントが遵守されている限り、社債管理補助者及び社債管理補助者を通じて社債権者に通知はなされない一方、違反があった場合に、当該違反が金商法第166条第2項の「重要事実」に該当するときには同条第4項に定める「公表」が行われた後にのみ社債管理補助者及び社債権者に通知がなされる。社債管理補助者には、「公表」がなされた後にのみ発行会社から通知がなされるため、社債管理補助者は「重要事実」に該当するかどうかを裁量的に判断する必要はない。

JIA債にみられたように、期限の利益喪失事由に、社債権者の請求により期限の利益を喪失することとなる事由が含まれるときで、かつ、社債権者による請求の起算日が、社債管理補助者を通じ社債権者に通知がなされた日であるとされた場合は、次のような時系列になる。すなわち、①「(事

110) エスコン債社債要項注8(1)(2)。

111) エスコン債社債要項注9(3)。

112) エスコン債社債要項注13。

実としての) 違背」→②「『重要事実』として『公表』」→③「社債管理補助者に通知」→④「社債管理補助者を通じて社債権者に通知」(この時点で「違背」)→⑤④から1か月以内に、社債管理補助者を通じ期限の利益喪失を書面により請求した本社債の社債権者が有する本社債の金額の合計が、社債の総額の二分の一を超えたときに期限の利益を喪失する。

なお、「企業内容等の開示に関する内閣府令及び特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令(令和五年内閣府令第81号)」(以下「改正府令」という。)では、「財務上の特約に定める事由の発生があった場合」、遅滞なく臨時報告書の提出が必要となるのが原則であるが(開示府令第19条第2項第12号の5)、例外的に「直ちに期限の利益を喪失しないような措置」に係る条項が明確に規定されていれば、当該措置が採られないことが決定され、期限の利益の喪失を回避できなかった場合に臨時報告書を提出する必要があるとされる¹¹³⁾。そうするとJIA債においては、改正府令が求める開示とは別に上記②「重要事実として公表」を行うことが求められ、改正府令が定める臨時報告書の提出については、⑤「1か月以内に請求喪失要件(社債総額の二分の一超の社債権者が社債管理補助者を通じ期限の利益喪失を請求したとき)を満たしたとき」に求められるということになるだろうか¹¹⁴⁾。

2. 検討

すでに述べた通り、米国では、社債発行会社から信託証券受託者及び社債権者に対するレポーティング・コベナンツが連邦法により次のように法定されている。すなわち、(i) SEC に対して提出した財務報告書の写しを信託証券受託者に提出するというものと、(ii) 発行会社の役員等による年次のコベナンツ遵守証明書を信託証券受託者に提出するというものである。また、(iii) コベナンツ違反が生じれば随時報告するレポーティング・コベナンツは法定されておらず、実務慣行により契約上定められていなかった。以下において、社債管理補助者設置債におけるコベナンツ遵守のモニタリングのあり方を検討する。

(1) 財務状況に関するレポーティング・コベナンツ

(i) については、コベナンツ遵守状況のモニタリングというよりは、むしろ、債務者たる発行会社の財務状態を社債権者に把握させるためのものといえよう。わが国では米国と異なり法定されていないものの、社債管理補助者設置債の社債要項において、同様のレポーティング・コベナンツが定められていた。そこでは、財務書類を社債管理補助者に報告すると社債要項において定める一方、電子開示手続(EDINET)で開示した場合にはその報告を省略できるとする。米国では

113) 金融庁企画市場局「企業内容等の開示に関する留意事項について(企業内容等開示ガイドライン)」(以下では、「開示ガイドライン」とする。)(令和6年4月)5-17-5、山田和彦「『重要な契約』の開示に関する実務上の留意点」旬刊商事法務2361号(2024年)26頁。もっとも、期限の利益喪失には、当然喪失だけでなく請求喪失も含まれる(上利悟史ほか「重要な契約の開示に関する『企業内容等の開示に関する内閣府令』等の改正の解説」旬刊商事法務2353号(2024年)11頁注(12))が、相手方が通常は単独である金銭消費貸借とは異なり、社債総額の一定割合以上の社債権者による請求喪失の場合には、実質的に「特定の財務指標があらかじめ定めた基準を維持することができなかった場合に直ちに期限の利益を喪失しないような措置(例えば、相手方との間で期限の利益を喪失させるか否かについての協議を行うこと)が予定されている場合」(開示ガイドライン5-17-5)に相当するのではないだろうか。

114) 社債についての扱いは「開示ガイドライン」に明示されていない。

TIA314 条 (a) 項 (1) 号により規定されているが、実務上の運用としては、発行会社は受託者に対して、EDGAR にて開示した事実を報告することになっていた¹¹⁵⁾。前掲 Affiliated Computer Services 事件の裁判所も、EDGAR 開示された際に発行会社が受託者にその旨を報告すれば、受託者はその開示された時点を知ることができ、発行会社も費用等を節約できると言及した。少なくとも、わが国においても、社債要項において、社債発行会社が電子開示手続で開示した場合には、社債管理補助者に対する報告を省略できる、とするのではなく、開示した旨を社債管理補助者に通知するよう定めるのがより適切であると考え¹¹⁶⁾。

(2) 年次遵守証明書の意義

(a) コベナンツ遵守のモニタリング

(ii) 遵守証明書の意義についてはどのように捉えるべきであろうか。わが国の社債発行市場における支配的なコベナンツは、担保提供制限条項（社債間限定同順位特約付）である¹¹⁷⁾。社債管理補助者設置債に関して、純資産額維持条項及び利益維持条項のような、一定の財務指標の維持を目的とするコベナンツが特約された場合、これらのコベナンツは、（連結）貸借対照表および（連結）損益計算書の会計数値がそのまま利用されるため¹¹⁸⁾、その違背は、(i) で開示される有価証券報告書等をみれば判定可能であり、またその数値が明らかになる毎年一定の時期にデフォルトが判明するといえる。こうした状況を所与とするのであれば、あえて遵守証明書の提出を義務付ける必要はないようにもみえる。

これに対して、米国の、特にハイ・イールド債市場におけるコベナンツは多種多様であり、会計数値をそのまま利用するのではなく、キャッシュ・フローを意識した指標等を利用するものや¹¹⁹⁾、COC 条項をはじめとするいわゆるインカランス・コベナンツがみられ¹²⁰⁾、その違背は①の財務書類から判定できない。そうすると、1990 年改正米国信託証券法が遵守証明書の受託者への提出を義務付けた理由が、開示される財務書類だけではコベナンツにかかるデフォルトが判断できないためであるというのは説得的である。

翻って、わが国でも市場関係者により発行会社の信用力や業務内容等に応じた適切なコベナンツの付与が推奨され¹²¹⁾、2024 年 7 月にわが国初の COC 条項（ただし、その救済手段は期限の利益喪失ではなく、社債権者に対する繰上償還請求権の付与である。）が付された社債が発行された（前述のエスコン債）。今後、社債管理補助者設置債において、社債権者自身が違背の有無を判断することが容易ではないコベナンツが登場する可能性を踏まえると、その判断のために発行会社側によ

115) POWELL, *supra* note20, at 75.

116) ただし、かかる内容のレポーティング・コベナンツを社債要項に定めることを義務付けるまでの必要はないように思われる。

117) 日証協 WG 報告書（2024 年）（別紙 1）8 頁。

118) 中村亮介＝河内山拓磨『財務制限条項の実態・影響・役割—債権契約における会計情報の活用—』（中央経済社、2018 年）78 頁。

119) 中村＝河内山・前掲注（118）78 頁，80 頁。

120) 日証協 WG 報告書（2024 年）5 頁。

121) 日証協 WG 報告書（2024 年）6～14 頁。

る遵守証明書の定期的な提出を義務付けることには一定の意義があるといえる¹²²⁾。

(b) 社債管理補助者の役割

ただし、社債管理補助者設置債について遵守証明書の提出先を社債管理補助者とするべきではないと考える。すでに見たように、米国では発行会社の役員は遵守証明書を社債権者に送付せず、規制当局（SEC）にも提出せず、信託証券受託者にのみ提出することが求められる。遵守証明書を受領した信託証券受託者は、その文言の信託証券契約に定める条件との適合性を形式面において審査する義務を負うが、この審査義務を果たすことを前提として、「technical default」を関知し、発行会社には是正を促すなどし、最終的に必要と判断すれば社債権者に対してデフォルト通知義務を負う。遵守証明書の不提出や形式面の不適合性について、米国では信託証券受託者に一定の責任を負わせる構造になっているのは上述した通りである（上記二二参照）。

これに対して、社債管理補助者の権限は裁量が限定的であるがゆえに、信託証券受託者が負う審査義務及びそれを前提とする社債権者に対するデフォルト通知義務を契約上負わせることは非現実的である¹²³⁾。もしかりに米国のように、遵守証明書を社債管理補助者のみが受領する建て付けにすると、提出の遅延や形式上の明らかな不適合があった場合だけでなく、コベナンツの違背が記載されていた場合に、そのような場合の対応にかかる約定権限が付与されていないために何も対応をしなかった社債管理補助者に善管注意義務違反の余地が一切ないとは言いきれない¹²⁴⁾¹²⁵⁾。このような責任発生にかかる要件の不明確さは、社債管理補助者を通じた社債の管理の補助が行われなくなる恐れにつながる。あるいは、遵守証明書を社債管理補助者のみが受領するとすれば、コベナンツの違背が記載されていた場合に、その事実が「重要事実」に相当するかどうかの判断を社債管理補助者にさせるべきではないし、かつ、社債権者がインサイダー取引規制対象となることも避けなければならない。

以上のことを考えると、遵守証明書をいったん社債管理補助者に受領させ、その後、社債管理補助者を通じて社債権者に遵守状況を報告させるのではなく、発行会社が金商法の重要事実にかかる「公表」にあたる方法で遵守証明書の内容を開示するという方法が選択肢の一つとして考えられる。かかる開示後、発行会社は、社債管理補助者に対して遵守証明書の開示を行った旨を報告し、これ

122) 有価証券報告書の記載内容等が金融商品取引法令に基づき適正であることを確認した旨を記載する金商法上の「確認書」（24条の4の2第1項）や、確認書が法制化される前に東京証券取引所などの上場規則で義務付けられていた「適時開示に係る宣誓書」及び「有価証券報告書等の適正性に関する確認書」（山下友信＝神田秀樹編『金融商品取引法概説〔第2版〕』（有斐閣、2017年）193頁参照）に類似するものを想定している。

123) 日証協 WG 報告書（2021年）33～34頁の提示する規定例においても、「社債管理補助者は、当社から受領した書類及び情報の内容の真偽を確認する義務を負わない。」とされている。

124) 藤田＝澤口編著・前掲注(6)524頁[松井]も、積極的な調査義務がないとしても、悪意・重過失の状態で情報を伏せること（不作為）により、社債権者に損失を負わせる場合には責任が生じることを示唆する。もっとも、この文献では、発行会社が社債管理補助者を委任契約違反で訴えることを想定しているが、むしろ、社債権者が社債管理補助者を訴える場合をも想定する必要がある。

125) 米国でも、信託証券受託者の責任に関し、「bad faith」については悪意以外にいかに関与すべきかについては裁判所に委ねられているとされる。例えば、In re Medical Capital Securities Litigation, F. Supp. 2d (2013), at 12.

を受けた社債管理補助者が社債権者に対して開示の事実を報告する¹²⁶⁾。個々の社債権者は、開示された遵守証明書の内容を確認し、コベナンツの違背があれば、必要な手段をとることを検討する段階に進む。

ただし、このような方策をとった場合であっても、発行会社による遵守証明書の開示に関し、社債管理補助者が一切の責任を免れるかは、なお検討の余地がある¹²⁷⁾。典型的には、所定の時期に発行会社が遵守証明書を開示しなかったために、社債管理補助者に対して報告がなされない場合に、社債管理補助者は、社債権者に対して負う善管注意義務の一環として、発行会社に対する何らかの作為義務を負うか、ということが問題となりうる。

所定の時期に社債管理補助者に対して開示の事実が発行会社から報告されない場合、①開示はしたが、社債管理補助者に対する報告を失念している場合と、②開示自体をしていない場合とがあり得るが、いずれの場合においても社債管理補助者は、善管注意義務の一環として、少なくとも発行会社に問い合わせる必要はあるように思われる。①の場合、開示された遵守証明書には社債管理補助者もアクセスできるはずであるから、開示された遵守証明書を確認の上、自身に対する報告義務が履行されていないことを発行会社に伝達し、開示の事実が改めて報告されれば、社債権者に対して報告をすべきことになる。②の場合、社債管理補助者が問い合わせをしても開示及び自身への開示の報告が行われないときには、不開示自体が「重要事実」となり得る可能性があることから、発行会社による「公表」がなされるまでは社債権者に対して不開示の事実を報告することはできないであろう。しかし、遵守証明書が年次毎に開示及び報告されるものとすれば、社債権者は所定の時期に開示されていないという事実を認識することはできるから、発行会社側に社債管理補助者を通じて、または直接働きかけることは可能であるといえる。

(c) 不提出及び虚偽記載に対するサンクション

遵守証明書の不提出や虚偽記載に対するサンクションについてはどうか。米国では遵守証明書はSECに提出されないため、TIA上の不提出や虚偽記載にかかるサンクションを定める規定(TIA323条・325条)は適用されないようである(上述)。その一方で、遵守証明書の不提出や不実記載自体が、信託証券上、期限の利益喪失事由として定められることを前提として、(発行会社ではなく)信託証券受託者を被告として、社債権者が訴訟を提起する事例がみられた。すでに論じたように、遵守証明書の確実な提出や、形式の適合性については、信託証券受託者の審査義務及びそれを踏まえたデフォルト通知義務により担保されるというのが、米国判例法の立場である。そしてこの責任の根拠は、レポーティング・コベナンツ(発行会社の報告義務)違反を期限の利益喪失事由とすることにある。すなわち、受託者が発行会社の報告を受領するにあたり、不提出や形式不備については、これが是正されなければ期限の利益喪失につき社債権者にデフォルト通知をなす義務を負うと

126) コベナンツ抵触時の対応として、社債権者集会を開催し、あるいは、不開催としてウェーブやアmendを行う場合には、開示したという事実以外にも報告すべき事項はあるが(日証協WG報告書(2024年)別紙2「コベナンツ抵触時の実務フロー」(仮称)(案)参照)、本稿の対象としていない。

127) この点については、Powell氏からご指摘いただいた。

ころ、これを果たさなかったことでいち早く期限の利益喪失がなされずそれにより社債権者が損失を受けたことが受託者の責任追及の根拠となる。

これに対してわが国では、繰り返し述べるように、遵守証明書の確実な提出や形式面の適合性について、社債管理補助者に相応の責任を負わせることはできない。よって、米国におけるように、遵守証明書の不提出・遅延や形式上の不備を期限の利益喪失事由として発行会社にサンクションを課すことは、遵守証明書の提出先を社債管理補助者とししない本稿の立場によれば特に意義があるとはいえない¹²⁸⁾。むしろ、レポーティング・コベナンツが確保しようとするコベナンツ遵守状況のモニタリングが、レポーティング・コベナンツ違反自体によって期限の利益喪失が誘発されることでかえって果たされない可能性が高い。たしかに、発行会社がコベナンツの違背を隠蔽あるいは発覚を遅らせるために意図的に遵守証明書を提出（開示）しないようなときには、不提出・形式不備を理由に期限の利益を喪失させることに意味があるようにも見える。しかし、不提出や形式不備の理由がそのような実質的なコベナンツの違背が背景にある場合と、そうでない事務的あるいは些細なミスによる場合とを事前に区別することが困難であることが、とりわけ社債権者自身が社債の管理を行うことが前提とされている社債管理補助者設置債では顕著となり、その実効性に疑念が生じる¹²⁹⁾。

以上から、わが国の社債管理補助者設置債については、遵守証明書の不提出（不開示）・遅延・形式不備を期限の利益喪失事由とするべき積極的な理由はない上、かえってその実効性に問題が生じることを踏まえると、遵守証明書の確実な提出（開示）及び形式面の適合性については、発行会社自体に担保させる方策が考えられる。つまり、遵守証明書の提出（開示）を法又は証券取引所の上場規程によって発行会社に義務付けることにより、その不提出や形式不備等を規制当局又は証券取引所の監督下に置くことが一案として考えられうる。かりに法により義務付けるのであれば、遵守証明書の不提出（不開示）については過料を科し¹³⁰⁾、形式の不備については訂正命令を出すことも考えられる¹³¹⁾。遵守証明書の不実記載にかかる罰則・民事責任について、特別な規定を置くべきかについてはなお慎重な検討を要する¹³²⁾。

（３）随時報告

（a）米国の状況との比較

コベナンツの抵触につき発行会社に随時報告させるレポーティング・コベナンツを義務付けるべきか。米国では、コベナンツの遵守状況について、発行会社による信託証券受託者への随時報告は法定されず、かつ、各信託証券でも定められていない上、コベナンツ違背により結果的に期限の利

128) なおすでに述べたように、事例は少ないものの、社債管理補助者設置債の社債要項では、発行会社による上記①財務書類にかかるレポーティング・コベナンツの違反自体は、期限の利益喪失事由にはされていない。

129) 米国で実質的な財務コベナンツの違背の有無や重要性について裁判所が事後的に判断した事例として、In re Medical Capital Securities Litigation, F.Supp.2d (2013), 2013 WL 1344969. 事後的な判断にはコストを要しよう。

130) 例えば、確認書の不提出について、金商法 208 条 2 号、209 条 3 号～5 号参照。

131) 例えば、訂正確認書の提出命令について、金商法 24 条の 4 の 3 第 1 項→9 条 1 項準用を参照。

132) 遵守証明書の提出（開示）を法により義務付ける場合、民事責任については会社法 429 条に基づく第三者責任により対処できる場合があるだろう。

益喪失が誘発される場合であっても、発行会社がSECに対して臨時報告書を提出することがないのが実務慣行である。よって、米国ではコベナンツの違背¹³³⁾を社債権者が把握する方法は、年次遵守証明書を受領した信託証券受託者によりなされるデフォルト通知によるほかない。また、米国でレポーティング・コベナンツ違反（不提出・形式不備）が期限の利益喪失事由とされていたのは、年次遵守証明書を受領した受託者が審査義務を果たすことと連動していた（上記2（2）（c）参照）。さらに、レポーティング・コベナンツを含むコベナンツの抵触（「technical default」）は、年次遵守証明書の自身への提出を通じて受託者のみが把握するが、その後すぐに社債権者にデフォルト通知がなされるわけではない。実務上、この段階で受託者と発行会社との間で調整が行われ、解決をみる場合がほとんどである。これに対して、受託者による正式な書面による発行会社への通知が行われた場合にはその後、治癒期間が満了したコベナンツ違反については、「Event of Default」となり、受託者はその時点で社債権者にデフォルト通知義務を負う。また、米国でコベナンツ違背にかかる随時報告が信託証券上定められない要因は、随時報告を受ける唯一の立場となるであろう受託者は、デフォルトを知ることによる責任を回避するインセンティブを有するために、発行会社側も信託証券にて自ら受託者に対して随時報告を定めるようなインセンティブをあえて持たないことにあった（上記二5参照）。

これに対して、わが国の社債管理補助者設置債については、社債管理補助者の限定的な役割から、米国において受託者を通じた調整や解決が期待される「technical default」に相当するデフォルトを観念すべきとはいえない¹³⁴⁾。さらに米国での状況と異なり、わが国ではコベナンツ違反が金商法上の「重要事実」に相当しうることからインサイダー取引規制の懸念を払拭する必要がある。そうすると、（レポーティング・コベナンツ以外の）実質的なコベナンツの違背については、発行会社側に随時報告（金商法上の「公表」に該当する開示）を義務付けることが適切であるように思われる¹³⁵⁾。より具体的には、発行会社は社債管理補助者に対して当該開示を行った旨を報告し、社債管理補助者はそれを受けて社債権者に報告を行うという建て付けが好ましいと考えられる¹³⁶⁾。発行会社は、社債管理補助者に上記の報告をするに際し、コベナンツ抵触時に社債権者がとるべき対応や事務手続をも報告する必要があるだろう¹³⁷⁾。

なお、改政府令によれば、社債総額の一定割合以上の社債権者が期限の利益喪失を請求するという定めが社債要項にある場合には、期限の利益喪失の請求が成立した時点で臨時報告書の提出が求められることになりそうである（上記三1（3）参照）。この点については、前提としてコベナン

133) 上述したように、この違背は、「technical default」ではなく、治癒されなかったために「Event of Default」に至ったものである。

134) このような観点からも、受託者と発行会社間で調整及び解決されうる「technical default」の典型といえるレポーティング・コベナンツ違反を期限の利益喪失事由とすべきではないと考える。

135) この開示を、「重要事実」としての公表と考えることが可能であれば、重ねて「公表」する必要はないだろう。

136) 日証協 WG 報告書（2024 年）37 頁以下は、インサイダー取引規制を回避するためという文脈で「重要事実」としての公表を発行会社が行った上で、社債管理補助者にコベナンツの違背を報告することを提唱する。同様の結論ではあるが、本稿はそれとともに、発行会社によるレポーティングの文脈で主張する。

137) 前掲・注（126）参照。

ツの違背にかかる社債権者に対する周知が必要であるため（上記三 1（3）における④の段階）、改正府令が義務付ける上記の臨時報告書の提出（上記三 1（3）における⑤の段階）とは別の局面で、コベナントの違背にかかる開示を義務付けるべきと考える¹³⁸⁾。

（b）契約上の公告義務との関係

コベナント違反が期限の利益喪失事由を誘発する場合は、社債要項により発行会社に契約上の公告義務が課せられているのが市場慣行であるといわれてきた。日証協 WG 報告書（2021 年）においても、社債管理補助者の社債権者に対する報告義務にかかる社債要項規定例のあり方については、この公告義務がある以上、かかる報告は不要であるとの議論もなされた¹³⁹⁾。しかし、上記のような改正府令の動向及び特に一定割合の社債権者による請求喪失を定める場合には、所定の期限までに社債権者に対して周知する必要性が高いことに鑑みると社債管理補助者を通じて社債権者に対する通知を行うことが適切であるから、重ねて公告義務を課す意義は小さくなるであろう。また、かかる契約上の公告は、重要事実にかかる「公表」には該当しないため、公告を要するとすれば二度手間となるから、少なくとも振替債である社債管理補助者設置債にかかる社債要項では定められない方向に向かうよう推測される¹⁴⁰⁾。

（c）コベナント外の事象にかかる情報格差の解消

上述の場合とは異なり、コベナントが特約されていなかったり、特約されていたとしてもその対象でない事象が生じたりした際、社債権者和其他の債権者との間に情報格差が生じることが問題視されている¹⁴¹⁾。すなわち、社債に付されていた担保提供制限条項が社債間限定同順位であり社債以外の債務への担保は制限されていなかったところ、社債は銀行借入金等への債務に実質的に劣後し、銀行の担保設定により社債の元利金返済のための資産が著しく減少したという事例につき、「投資家の投資判断に重要な影響を及ぼす『債務の発生』や『当該債務に付される担保やコベナント等』に関する正確な情報が、市場に適時適切に開示されなかった」ことを問題視する立場がある。これに対する解決策として、「社債権者にとって投資判断に重要な情報である『債務の発生（担保提供の内容を含む）』や『既存債務への担保提供』に関する情報についても、米国のように『重要な契約』として臨時報告書において、適時適切に開示されることが望ましい」との提言がなされている¹⁴²⁾。

たしかに、かかる提言に基づくタイムリーな開示がなされれば、他の債権者との間の情報格差を埋めることはできるであろうから、開示を進めることはその点において有意義であろう。しかしながら、上述の例のように特約された担保提供制限条項が社債間限定同順位契約である限り、社債権者に対する情報が提供されたとしても、それに対して社債権者が適切な方策をとることができるか

138) 振替債について、コベナントの違背が、東証上場規程 402 条 2 号 x「a から前 w までに掲げる事実のほか、当該上場会社の運営、業務若しくは財産又は当該上場株券等に関する重要な事実であって投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの」に該当するようにも見えるが、当該コベナントの違背が期限の利益喪失以外の救済手段を誘発する場合に常にこれに該当するといえるかはやや疑問であるため、別途適宜開示事項を定めることになろうか。

139) 日証協 WG 報告書（2021 年）15 頁。

140) 現に JIA 債では公告義務は定められていない。

141) 金融審議会市場制度ワーキング・グループ第 24 回（2023 年 9 月 15 日）資料 4-2 参照。

142) 金融審議会市場制度ワーキング・グループ第 24 回（2023 年 9 月 15 日）資料 4-2、4 頁参照。

には疑問が残る。結局、発行会社の信用力や業務内容等に応じた適切なコベナンツの付与が社債権者保護の前提として必要であるように思われる。

四 結びに代えて

本稿は、米国でのレポーティング・コベナンツの実際の運用状況に着目し、それを基にわが国の社債管理補助者設置債におけるコベナンツ遵守のモニタリングのあり方を模索した。具体的には、米国社債信託証券受託者が果たすことが期待されている役割とわが国の社債管理補助者の役割との比較を軸としつつ、わが国特有の事情として、コベナンツ違反が金商法上の重要事実に相当する可能性があること及び今後多様なコベナンツが付与されれば、社債権者はその遵守・不遵守を把握しづらい状況になるであろうことに着目した。

検討の結果、わが国の社債管理補助者設置債については、コベナンツ遵守状況に関する発行会社による報告を、信託証券受託者のみが受領するような米国式の枠組みを採用せず、その遵守状況については原則として発行会社による市場に対する開示を義務付けるのが望ましいとの結論に至った。発行会社は、社債管理補助者に少なくとも開示した事実を報告し、社債管理補助者は社債権者に対してその旨を報告するという枠組みである。これは本稿の検討対象である振替社債について義務付けようとするものであるから、証券取引所の上場規程にある適宜開示によるのが、さしあたりは望ましいように思われる。よって本稿の主張は、その限りにおいて、発行会社による社債管理補助者に対するレポーティング・コベナンツ及び社債管理補助者の社債権者に対する報告義務の内容・範囲に一定の規制を加えようというものとなる¹⁴³⁾。

※日本証券業協会 JSDA キャピタルマーケットフォーラムの参加者の方々から多くの貴重なコメントをいただきました。厚く御礼申し上げます。また、米国の実務については、Harold L. Kaplan 弁護士及び Jeffery J. Powell 氏にご助言をいただきました。両氏にもこの場を借りて厚く御礼申し上げます。特に、Powell 氏には、筆者からの度重なる質問に対して大変丁寧にご回答いただきました。Semi-Tech 事件にて宣誓証人を務められ、また、社債信託証券受託者業務のエキスパートである Powell 氏の助言なしでは、米国での実務慣行を知ることはできず、したがって本研究は成り立ちませんでした。日本ではコベナンツ違反についてのデフォルト通知を受けた社債権者が金商法上インサイダー取引規制の対象となり得ること、及び開示府令の改正で一部のコベナンツ違反が臨時報告書の提出理由とされたことに大変興味を持たれていたことが印象的でした。なお、本稿の内容についての責任はすべて筆者が負います。

143) したがって本稿の立場によれば、振替債に設置された社債管理補助者については、その報告義務の対象である「社債の管理に関する事項」（会社法 714 条の 4 第 4 項）は、「社債発行会社による財務報告書の EDINET 開示及びコベナンツ遵守にかかる各種証明書の適宜開示の事実等（不遵守の場合の対応方法も含む。）」となる。逆の見方をすれば、これは振替債の社債管理補助者の約定権限となる。同法 714 条 2 項 1 号～4 号以外の約定権限を委託契約で付与することは可能である（神田・前掲注（4）9 頁）。