

米国社債市場における社債権者保護の仕組み —社債権者の利益を代表するトラスティー—

吉川 浩史、磯部 昌吾

■ 要 約 ■

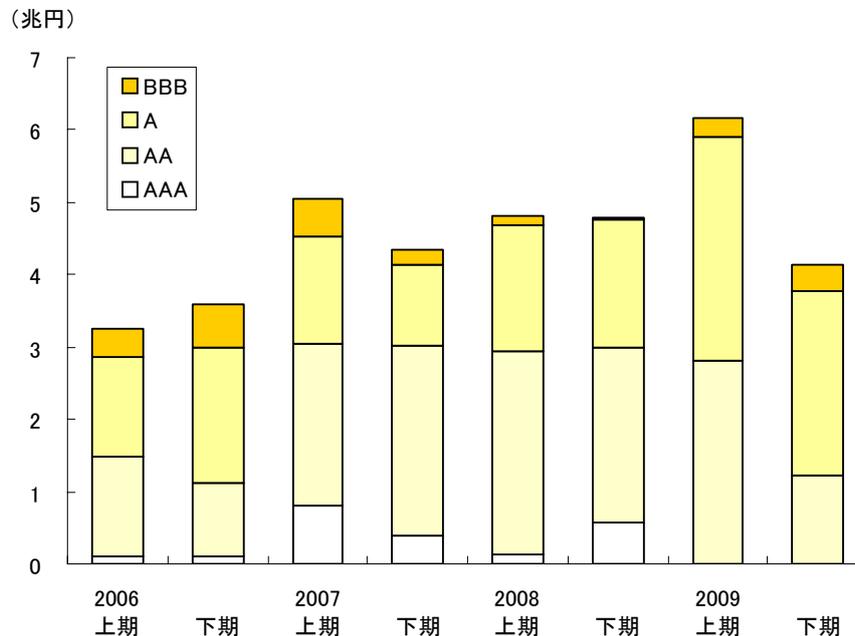
1. わが国社債市場は 2009 年度の発行額が 10.3 兆円と金融危機前を上回る水準に達したが、本格的な市場拡大には個人を含む多様な投資家から構成される社債権者を保護する仕組みの改善が重要な役割を担うのではないかと。
2. 米国社債市場には社債権者の利益を代表するトラスティーが存在し、信託証書法により社債のデフォルト時に社債権の保全のために裁量的に行動することが義務付けられている。社債のデフォルト時に、トラスティーは発行会社と交渉したり、裁判で争うこともある。
3. トラスティーが社債権者の利益のために裁量的に行動できるように、社債のデフォルト後のトラスティーと社債権者間の利益相反については厳しく定められており、該当する場合にトラスティーは利益相反の解消あるいは辞任を求められる。また、トラスティーが発行会社の債権者である場合、債権の優先回収は制約される。
4. 米国のトラスティー業界では、大手信託銀行のバンク・オブ・ニューヨーク・メロンや US バンコープが規模拡大を進める一方で、商業銀行のシティバンクは利益相反の影響もあるためか、シェアが低下している。
5. わが国でも公募社債発行時には原則として社債管理者が設置されるが、例外規定を利用し、財務代理人を置く発行の方が多く、この場合、デフォルト時に社債権者のために行動する主体がない。米国で見られるような、デフォルト前後の役割の変化が考慮され、利益相反の問題に適切な措置が求められるトラスティーのような社債権者の利益を守る仕組みも検討に値するのではないだろうか。

I. はじめに

わが国社債市場は、金融危機の影響もあって2008年度下期は発行額が4.8兆円であった。しかしその後、企業による市場からの資金調達が発達し、2009年度上期は6.2兆円と金融危機前を上回る水準に達し、2009年度では10.3兆円に達している（図表1）。今後、バーゼル委員会などによる銀行規制の強化の影響から銀行貸出の抑制や貸出金利の引き上げが行われる可能性もあり、市場からの資金調達として起債が一層活発化する可能性がある。しかし、わが国社債市場が本格的に拡大する上で重要と考えられるものの一つに、個人を含む多種多様な投資主体から構成される社債保有者（社債権者）を保護するための仕組みの改善があるのではないかと。

わが国では、会社法の規定によって公募社債発行時に社債権者のために社債を管理する社債管理者の設置が義務付けられている（第702条）。通常は銀行・信託銀行が社債管理者となり、発行会社の財務内容のモニタリングと、デフォルトの可能性が高まった際の社債権の保全を行うことが期待されている¹。ただし、社債の最低券面額が1億円以上の場合には例外規定により設置義務はなく、実際にはその例外規定を利用した起債の方が多く指摘されている²。社債管理者よりも手数料の低い財務代理人（FA、Fiscal Agent）が代わりに

図表1 わが国社債市場の発行額推移



(注) 年度ベース。

(出所) 証券業協会資料より、野村資本市場研究所作成

¹ 徳島勝幸（2008）『現代社債投資の実務 第3版』財経詳報社参照。

² 同上。

設置されるケースが多いが³、FA は発行会社の代理人として利払い等を行う存在のため、社債管理者とは異なり、社債のデフォルト時に社債権者を保護する義務はないとされている⁴。また、社債管理者が設置された場合でも、一般的にはメインバンクが就くことが多く、その場合には社債のデフォルト時に貸付債権者である銀行と社債権者の間において利益相反が生じる可能性がある。

一方、社債市場が発達している米国では、信託証券法によって、元本が 1,000 万ドル超の公募社債の発行時に、社債権者の利益を保護するためにわが国の社債管理者に相当するトラスティー (Trustee) を設置することが義務付けられ、トラスティーの利益相反は厳しく禁止されている。わが国と比べると、社債権者保護の仕組みがより一層整えられているといえる。そこで、本稿では、米国社債市場においてトラスティーの担う役割を概観し、わが国における社債権者保護のあり方について考察する。

Ⅱ. 社債権者を保護するトラスティーの役割

1. トラスティーとは

米国の社債のトラスティーとは、社債権者の利益を代表して社債の管理を行う受託者のことである。その役割や義務については、社債の発行時に発行会社とトラスティーの間で締結される信託証券 (trust indenture) に基づく。米国法に基づいて設立され、純資産 15 万ドル以上で、事業を営む法人であればトラスティーに就くことができる。ただし、発行会社自身とその関連会社は利益相反となる可能性が高いことから、トラスティーに就くことができない。トラスティーの社債権者に対して負う役割、義務、権利については、信託証券で規定することが信託証券法で定められている。

2. トラスティー設置義務の導入

米国では 1860 年代から社債発行時に信託会社がトラスティーを務めていたが、当時は担保付社債が中心であったため、その業務は主に担保管理などの管理業務が中心であった⁵。1920 年代から 30 年代にかけて無担保社債が増加し、その社債発行額全体に占める比率は 1920~23 年の 26.9% から 1928~31 年には 44.3% まで高まった。その結果、トラスティーには社債のデフォルト時に社債権者保全のために行動することが期待されるようになった。

しかし、1930 年代前半に大恐慌の影響から社債のデフォルトが増加したが、社債権者の保護という役割を果たしていないトラスティーが少なくなかった⁶。その背景には、信託証券においてトラスティーの義務や責任に関する広範な免責条項が規定され、利益相反に対

³ ニッキン 2009 年 9 月 4 日付記事参照。

⁴ 脚注 1 参照。

⁵ 青山和司 (1998) 『アメリカの信託と商業銀行』日本経済評論社参照。

⁶ 同上。

する規定が欠如していたという問題があった。そのため、発行会社に対して利害関係を有するトラスティが自らの利益を優先し、社債権者に対して社債のデフォルト通知を行わなかったり、デフォルト後に発行会社に対する訴訟を怠るなど、トラスティは社債権者の利益を保護する機能を十分に果たしていなかった。1936年のSECの報告書（Trustees under Indentures）では、1930年代前半に生じた社債デフォルトにおいて、トラスティの27%は何の活動もしなかったということが指摘されている。

社債権者の保護に対する関心とトラスティへの批判が高まった結果、社債のトラスティに社債権者の利益を代表することを義務付けた信託証書法が1939年に成立した⁷。同法では、社債権者保護のためにトラスティが取るべき行動について定められ、問題とされた免責条項の禁止や利益相反の排除についても盛り込まれた。

その後、1982年の一括登録（shelf registration）制度の緩和⁸や、1980年代のハイ・イールド債も含む社債の発行増加など、社債市場を取り巻く環境が大きく変化したため、市場参加者の要望を受けて1990年に信託証書法が改正された⁹。従来はデフォルト前・デフォルト後に関係なく利益相反に関しては同じ制限が課されていたが、改正により、デフォルト前の段階ではトラスティの利益相反を厳しく制限しない一方で、利益相反が顕在化しやすいデフォルト後については利益相反を制限する規定が追加された。後述の通り、トラスティはデフォルト前後でその役割が大きく変わる点が考慮されたものと考えられる。

トラスティ自身が発行会社の債権者である場合、自らの債権回収を社債権者の回収に優先させる可能性がある。しかし、改正前はトラスティが発行会社の債権者であることを制限するような規定はなかった。そのため改正後は、発行会社の債権者であることが、デフォルト後のトラスティの欠格事由に加えられた¹⁰。

3. 社債権者を保護するトラスティの役割

トラスティに要求される役割は、社債権者の利益を代表して社債の管理を行うことである。社債のデフォルト前とデフォルト後で、具体的に求められる役割が大きく異なっている点にトラスティの特徴がある。

1) デフォルト前のトラスティ

まず、デフォルト前のトラスティは受動的な存在で、発行会社からの開示書類の受領など信託証書に定められた業務内容についてのみ責務を負っている。加えて、社債権者の名簿の管理、元利払いを行うこともあり、裁量のない、事務的な業務を行う役割である（信

⁷ Trust Indenture Act of 1939 (<http://www.sec.gov/about/laws/tia39.pdf>)。

⁸ 社債の登録届出書を事前に提出し、有効期間内であれば任意に社債を発行できる制度。一括登録した社債について、トラスティの指名が登録時点から発行後の一定期間内へと改められ、社債発行前にトラスティを設置する必要がなくなった。

⁹ 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』No.1256、No.1257（1991年7月15日号、同7月25日号）参照。

¹⁰ 脚注9参照。

託証券法第 315 条(a)。

2) デフォルト時及びその後のトラスティー

一方、社債のデフォルト時とその後の時点では、トラスティーは社債権者の利益のために裁量的に行動することが義務付けられる（信託証券法第 315 条(c)）。トラスティーが、裁量的に行動する例としてデフォルト時の対応がある。社債のデフォルト時には、原則、トラスティーは 90 日以内に社債権者にデフォルトの通知を行うこととされているが、社債のデフォルトには、元利等の支払い遅延によるデフォルト（ファンダメンタル・デフォルト）と、コベナンツに抵触したことによるデフォルト（テクニカル・デフォルト）がある¹¹。前者の場合、トラスティーは社債権者に通知しなくてはならないが、後者の場合、トラスティーが社債権者の利益になると判断すると、コベナンツに抵触しても機械的にデフォルトと見なさなくてもよいとされている（信託証券法第 315 条(b)）。

コベナンツに抵触した場合、トラスティーと発行会社との間でコベナンツの条件変更等の交渉が行われ、未償還元本総額の過半数に達する社債権者の同意が得られれば、追補信託証券（Supplemental indenture）の発行を通じて条件変更が可能である（信託証券法第 316 条）。通常は、未償還元本の三分の二以上の支持を社債権者から得ることを条件にしている信託証券が多いという¹²。

また、デフォルト後のトラスティーは信託証券により権利と権限が与えられ、慎重さ（prudent man）を以って社債権者の利益のために行動することが義務付けられており（忠実義務）、トラスティーには社債権者のために条件変更に加え、一部債権放棄などの交渉、債権回収に関する訴訟を行うことが認められている（信託証券法第 315 条(c)）。

社債のデフォルトがテクニカル・デフォルトの場合、原則としてトラスティーは自身の裁量で行動できる。その上で、トラスティーの裁量により、元利相当額の回収やコベナンツの発動、社債払戻しの要求等を求める訴訟、といった行動をいつどのように取るのかを決定する。加えて、トラスティーは発行会社に破産宣告をする場合、債権者集会への参加や、再建案の拒否についての判断も下す。ただし、社債の元本総額や満期の変更については、すべての社債権者の同意が必要とされている（信託証券法第 316 条）。また、通常はテクニカル・デフォルトの場合でも、社債権者の同意を得た上で行動するようである。一方、ファンダメンタル・デフォルトの場合は、社債権者の同意の下、同様の行動を取る必要がある。

¹¹ Steven Schwarcz and Gregory Sergi, “Bond Defaults and the Dilemma of the Indenture Trustee”, June 2007, *Duke Law School Legal Studies Research Paper Series* 参照。

¹² 森まどか（2009）『社債権者保護の法理』中央経済社参照。

3) テクニカル・デフォルトにおける社債権者の保護

テクニカル・デフォルトにおいてはコバナンツの抵触そのものの判断が分かれるケースがあり、この場合、トラスティーは社債権者の権利を守るべく、訴訟という手段を取ることもある。例えば、2007年6月、タイコ・インターナショナルが、子会社を通じて発行していた社債の保有者の承認を得ずに、エレクトロニクス部門とヘルスケア部門をスピノフした際のトラスティーの行動がある。総資産の60%以上がスピノフにより社外へと流出するため、トラスティーは「全資産あるいは重要な資産の売却・譲渡を禁止」するコバナンツに抵触したと見なした。抵触した場合、発行会社によるトラスティー及び社債権者への通知と、社債の額面での買戻しが定められていたが、タイコ・インターナショナルは抵触したと認識しなかったため、いずれの行動も取らなかった。

優良事業のスピノフは、実質的にすべての債権者の資産が移転することと見なすことができるのでコバナンツに抵触したと考えられたが、発行会社から通知も買戻し提案もなされなかったため、トラスティーのバンク・オブ・ニューヨーク・メロンがデフォルト事由に相当するとして訴訟を起こした。訴訟に至った背景には、社債権者の意向もあったようである。

なお、タイコ・インターナショナルとしては、コバナンツの解釈をめぐる裁判で争うことも可能であったが、投資家の印象を悪化させて社債市場から資金調達ができなくなる事態を恐れた。そのため、社債保有者に総額2.5億ドル支払うことと、2028年償還の社債を2019年償還の社債に、2029年償還の社債を2021年償還の社債に交換することで和解した。

Ⅲ. トラスティーと社債権者間の利益相反を防ぐ仕組み

1. 信託証書法上の規定

社債のデフォルト後、トラスティーには社債権者の利益のために裁量的に行動することが義務付けられている。そのため、トラスティー自身の利益と社債権者の利益が対立し得る利益相反の状況を回避することが極めて重要になる。信託証書法では、利益相反を防ぐ仕組みが具体的に規定されている。

2. 利益相反事由による辞任

社債のデフォルト前における利益相反の制限に関しては、信託証書法上は発行会社とその関係会社によるトラスティー就任を禁止している程度であるが、デフォルト後では利益相反に関して厳しい制限を課している。デフォルト後に、トラスティーが信託証書法に規定されている10項目の利益相反のいずれかに該当する場合、90日以内に辞任するか、または利益相反の状況を解消しなければならない（信託証書法第310条）。

信託証書法において、トラスティーの利益相反の状況として挙げられている10項目は大きく4点にまとめられ、(1)トラスティーと発行会社・引受会社の間における役職員の兼任、

図表2 社債デフォルト後のトラスティの利益相反事由

トラスティと引受会社・発行会社間に役職員の兼任がある	
①	トラスティやその取締役・執行役員が引受を行っている
②	トラスティやその取締役・執行役員が、発行会社または引受会社の取締役や従業員、代理人等である
トラスティと引受会社・発行会社間に証券の保有がある	
③	トラスティと引受会社との間に直接・間接の支配関係がある、あるいは共通の支配に服している
④	発行会社やその取締役・執行役員等が、トラスティの議決権付証券を単独で議決権の10%以上、あるいは合計20%以上保有、あるいは引受会社やその取締役・執行役員等が同様に合計20%以上保有している
⑤	トラスティが、発行会社の議決権付証券の5%以上または証券の10%以上保有している、あるいは引受会社の証券を10%以上保有している
⑥	トラスティが、発行会社の議決権付証券の10%以上を保有している、あるいは発行会社を直接・間接支配するか、発行会社と共通の支配に服する者の議決権付証券を5%以上保有している
⑦	トラスティが、発行会社の議決権付証券の50%以上を保有している者の証券を10%以上保有している
⑧	トラスティが⑤～⑦に該当する証券を、信託により合計で25%以上保有している。ただし、発行会社により元利払いが30日以上遅延した場合は⑥～⑧のより厳しい証券保有規制が適用される
複数の立場の債権者の利益を代表する	
⑨	同一発行会社の複数の信託証書と受託関係がある
トラスティ自身が発行会社の債権者となっている	
⑩	トラスティが発行会社に対する債権を保有している

(出所) 信託証書法より、野村資本市場研究所作成

あるいは(2)発行会社・引受会社とトラスティの間における証券の保有、(3)同一発行会社の複数の種類の社債権者の利益を代表していること、(4)トラスティ自身が発行会社の債権者となっていること、である(図表2)。(1)、(2)、(4)は、社債のデフォルト時にトラスティが自らの利益を社債権者の利益に優先させる可能性がある状況である。(3)の同一発行会社の複数の社債権者の利益を代表していることについては、デフォルト時に異なる種類の社債権者のために行動することになるので、それぞれの利害が対立する可能性があることから禁止されている。

社債のデフォルトによりトラスティが交代するケースは、今般の金融危機にも見られた。例えばトラスティとしても大手であるシティバンクは融資先であるゼネラルモーターズ(以下、GM)が発行する社債のトラスティに就任していた。2009年6月にGMが破綻すると、GMに対して債権を保有していたシティバンクは信託証書法上の利益相反の規定に該当するためにトラスティを辞任し、ウィルミントン・トラストが後任に就いた。なお、トラスティが辞任する場合は後任のトラスティを発行会社が探し、就任の承諾を得てからとなる。

3. 貸付債権の優先回収への制約による社債返済原資の確保

社債のトラスティが発行会社の債権者でもあることによって利益相反が顕在化するケースとして、社債のデフォルト前にトラスティ自身の債権を回収してしまうということが考えられる。それを防ぐために信託証書法では、社債のデフォルト時に最大で6ヶ月遡り、トラスティの回収した債権を取り戻して、特別勘定で管理することを規定している。

具体的には、まず発行会社の債権者でもあるトラスティが社債のデフォルト後まで辞任しなかった場合、社債のデフォルト前3ヶ月以内とデフォルト後は、発行会社から債務の弁済や担保の提供を受けた際、原則として特別勘定において管理し、社債権者と債権額に応じて按分しなくてはならないとされている（分別管理義務、信託証書法第311条）。

また、トラスティがデフォルト前3ヶ月以内に辞任した場合は、辞任しなかった場合と同様に第311条の適用を受ける。さらに、デフォルトから遡ること3ヶ月よりも前に辞任した場合でも、デフォルト前3ヶ月以内に債権額の減少などがあり、それが辞任後3ヶ月以内である場合は、同様の扱いとなる。

この規定により、発行会社の経営状態悪化時にトラスティによる債権の早期回収のインセンティブは大きく減ることとなる。

IV. トラスティ業界の動き

前述のように、社債のデフォルト前と後において、トラスティに求められる役割は大きく異なっている。デフォルト前のトラスティは裁量のない受動的な存在なので、トラスティと社債権者の間で利益相反の問題は生じにくい。そのため、発行会社と取引関係のある銀行がトラスティに就任した方が、むしろ財務状態を把握しているので望ましいという見方もある¹³。しかし、社債がデフォルトすると、トラスティと社債権者の利益相反が厳しく禁止されるため、発行会社に対してローンを保有する銀行等は辞任しなければならない。このような背景が、トラスティ業界の寡占化にも影響していると見られる。

トラスティ業界大手の動向を見ると、2000年から2008年にかけてバンク・オブ・ニューヨーク・メロンやUSバンコプがシェアを大きく伸ばした（図表3）。この期間、米国のトラスティ業界では再編が進み、順位や顔ぶれが変化している。両社とも地域金融機関等が保有するトラスティ事業を獲得し、規模の拡大を図っている（図表4）。

特に、2006年にバンク・オブ・ニューヨークがリテール・中小企業向け銀行業務を、JPモルガンの法人向けトラスティ事業と交換した案件は、トラスティ事業の集中・拡大という方針を明確に表している。その結果、2000年に業界第2位でシェアが23.5%であったバンク・オブ・ニューヨーク・メロンは、当時業界最大手であったJPモルガンから事業を取り込むことで、2008年にはシェア63.8%と業界内で最大手の地位を固めた。業績も、トラスティ事業が含まれるIssuer Services部門の2008年の税引前利益率が45%と、企業

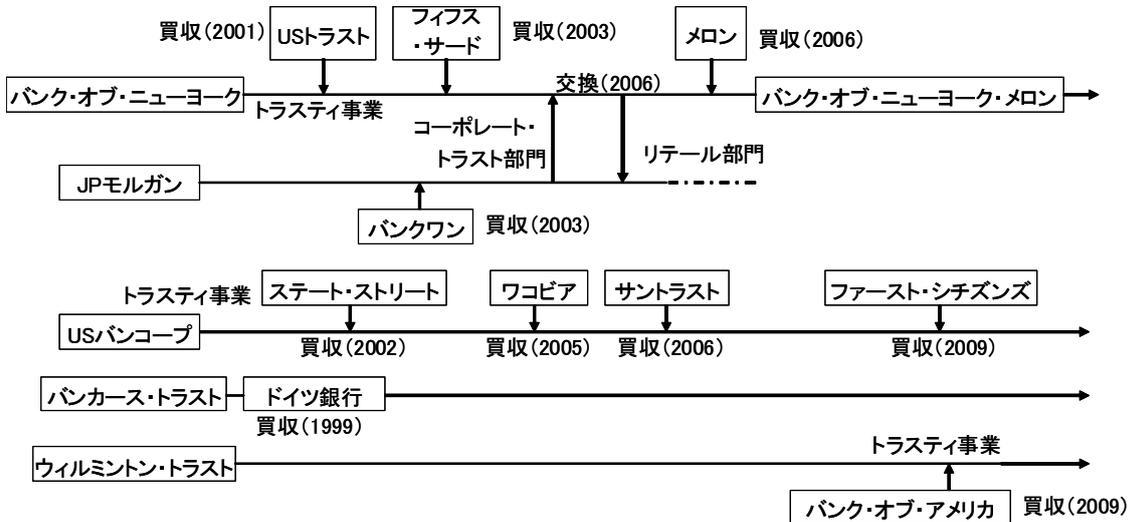
¹³ 脚注9参照。

図表3 トラスティの受託金額ランキング

投資適格				ハイ・イールド					
2000年				2008年					
順位	会社名	シェア (%)	発行額 (億ドル)	件数 (件)	順位	会社名	シェア (%)	発行額 (億ドル)	件数 (件)
1	JPモルガン	41.2	1,419	548	1	バンク・オブ・ニューヨーク・メロン	63.8	2,893	289
2	バンク・オブ・ニューヨーク	23.5	809	307	2	ドイツ銀行	12.6	570	120
3	シティバンク	11.4	392	87	3	USバンコプ	11.6	526	62
4	バンクワン	9.3	321	132	4	ウェルズファーゴ	3.6	164	30
5	USバンコプ	6.0	208	120	5	ロー・ディペンチャー・トラスト	2.8	129	5
6	バンカース・トラスト	2.9	101	26	6	HSBC	2.2	98	3
7	ステート・ストリート	2.9	100	42	7	シティバンク	1.7	75	5
8	ワコビア	1.0	33	14	8	ウィルミントン・トラスト	0.7	31	4
9	BMOネズビット・パーズ	0.6	21	4	9	トラスト・カンパニー・オブ・ジョージア	0.4	20	1
10	ウィルミントン・トラスト	0.3	10	2	10	スコティアバンク	0.3	12	1

(注) シェアは発行額ベース。
 (出所) トムソンロイター資料より、野村資本市場研究所作成

図表4 トラスティ業界の再編



(出所) 各社開示資料、報道等より、野村資本市場研究所作成

全体の14%を大きく上回り、収益性向上への貢献が大きい。さらに近年は、トラスティ事業を含め企業全体として海外展開も進めており、営業収益に占める海外比率は過去5年間で、22%から40%へと倍増しており、規模拡大と収益性向上を図っている。

USバンコプも同様に、ステート・ストリートやワコビアといった大手金融機関からトラスティ事業を買収し、業界内での地位を高めてきた。

その一方で、商業銀行としても大手であるシティバンクが、2000年から2008年にかけて

て件数を 87 件から 5 件へと大きく減らし、順位も 3 位から 7 位へと低下している。シティバンクは「保守的なトラスティー」としてデフォルトリスクの低い社債のトラスティーを務めていたため、発行会社に対して債権を保有していても問題はなかった¹⁴。多くのトラスティーには存在する企業再建のリストラチームがなかったとのことなので、受託した社債のデフォルトは稀であったと考えられる。しかし、2008 年以降の金融危機が深刻化した局面において、社債のデフォルトが増加し、発行会社に対して債権を保有することも多いシティバンクは利益相反の問題からトラスティーを辞任しなければならないケースが多く、新規のトラスティー就任も控えている可能性がある。

事業規模は大きくないが、利益相反の問題がないことを強みとするウィルミントン・トラストやロー・ディベンチャー・トラストは、商業銀行がデフォルト企業のトラスティーを辞任すると、その後任トラスティーとなっている。ウィルミントン・トラストは商業銀行でもあるが、融資先の年間売上高が 2.5 億ドル以下の企業に限定されており、米国において大企業向け融資を行っていないことから、トラスティーとして利益相反の問題が生じることがない。

また、今般の金融危機において、GM やワシントン・ミューチュアルなどデフォルトした大企業が発行した社債の後任のトラスティーを務めたウィルミントン・トラストは、2009 年にバンク・オブ・アメリカのトラスティー事業の買収によりノウハウや人材を獲得し、一層の事業拡大を図っている。社債発行時の受託者ランキングでは順位が低いですが、後任のトラスティーとして案件を増やしているのですこらのシェアは高いと思われる。

業界全体としては 2000 年以降、シェア拡大の推進、あるいはシェアが小さくとも大型案件を手掛けるトラスティーが事業を継続・拡大している様子がうかがえる。また、近年の状況として、社債のデフォルト増加により商業銀行がトラスティーを辞任することが増え、専業の信託会社がシェアを伸ばしている。

V. わが国の社債管理者と社債権者保護

1. わが国の社債権者保護の現状

前述のように、わが国では会社法の規定によって公募社債発行時に社債権者のために社債を管理する社債管理者の設置が義務付けられているが、最低券面額が 1 億円以上の場合には、例外規定により設置義務がないために、社債管理者よりも手数料の低い財務代理人 (FA) が多く設置されている¹⁵。

FA は、社債管理者が社債権者のために社債を管理する存在であるのとは異なり、発行会社の代理人として元利払いや利子の源泉徴収等の事務を行う存在である。そのため、社債

¹⁴ “Trustees: lessons from the credit crunch”, *Euroweek*, 2009/05/29.

¹⁵ 脚注 3 参照。

図表 5 メガバンクの社債受託状況

2009年4～8月のFA・社債管理受託状況				
	銘柄数(件)		発行額(億円)	
	全体	うちFA	全体	うちFA
みずほコーポレート銀行	50	33(66%)	13,406	8,164(61%)
三井住友銀行	47	40(85%)	11,890	9,690(81%)
三菱東京UFJ銀行	35	34(97%)	9,200	9,150(99%)
合計	132	107(81%)	34,496	27,004(78%)

(出所) ニッキン 2009年9月4日付記事より、野村資本市場研究所作成

のデフォルト時において、社債権者の利益のために行動することが義務付けられていないとされている¹⁶。社債管理者よりもFAを設置する方が、発行会社はコストを抑えられるためか、本来は例外であるFAを設置する社債が中心となっており(図表5)、全体の80%以上に達したこともあった¹⁷。FAも、社債管理者同様にメインバンクにより受託されるケースが一般的といわれている¹⁸。

一方、社債管理者については、社債権者の利益のために善管注意義務の下で、訴訟や倒産手続に関する行為を社債権者集会の決議を経ず単独でなすことができるとされている¹⁹。しかし、「公平かつ誠実に」、「善良な管理者の注意をもって」社債の管理を行うことが義務付けられているのみで、例えばコバナンツの発動における社債管理者の役割については、発行会社と社債管理者の間で締結される社債管理委託契約に委ねられているとの見方もある²⁰。米国の信託証書法において、信託証書に記載しなければならない条項が規定されているのは大きく異なる。そのため、わが国では社債管理者の義務及び責任の内容が明確ではなく、その結果、社債管理委託契約において権限が定められなかったり排除される可能性が指摘されている²¹。

2. わが国における社債権者保護の改善の必要性

米国では、トラスティーに社債権者の利益を代表することが義務付けられている。社債のデフォルト前後でトラスティーの役割を大きく分け、社債のデフォルト後にはトラスティーに社債権者の利益を守るために裁量的に行動することを義務付けていることが特徴的である。また、トラスティーが社債権者の利益のために行動できるようにトラスティーの利益相反が問題となるデフォルト後においてのみ厳格に規定していることも特徴的である。

¹⁶ 脚注1参照。

¹⁷ 脚注3参照。

¹⁸ 脚注3参照。

¹⁹ 脚注1参照。

²⁰ 脚注12参照。コバナンツについて、詳しくは、吉川・磯部「米国のコバナンツの情報開示から見る、わが国への示唆」『資本市場クォーターリー』2010年春号(ウェブサイト版)参照。

²¹ 脚注12参照。

一方、わが国では米国のトラスティーのように社債権者の利益相反について具体的に禁止されていないため、米国では制限されているようなメインバンクが社債のデフォルト後も社債管理者を務めることがあり得ると考えられている²²。そのため、デフォルト後には社債管理者が保有する自らの貸付債権と社債権の間に利益相反が生じ得る。また、同一企業の発行する異なる種類の社債の社債管理者となることが会社法上禁止されていないため、異なる種類の社債権者間で利害対立が起きた際に問題が生じ得るという指摘もある²³。

そもそも、わが国においては FA を設置した社債の比率が非常に高いが、普通社債のデフォルト件数が少なかったために問題視されることが少なかったと思われる。しかし、わが国でも社債のデフォルトが増加する状況となれば、社債管理者を必要とする状況が増える可能性がある。実際、2009年1月に発行された社債の事例では社債管理者が設置されたが、複数の機関投資家が設置を要求したためという²⁴。今後は投資家が社債権者保護のため、社債管理者の設置を従来以上に要求する可能性もあろう²⁵。また、米国で見られるような、デフォルト前後の役割の変化が考慮され、利益相反の問題に適切な措置が求められるトラスティーのような社債権者の利益を守る仕組みも検討に値するのではないだろうか。

²² 脚注 1 参照。

²³ 脚注 12 参照。

²⁴ 2009年4月17日付日本経済新聞朝刊記事参照。

²⁵ 2010年3月6日付日本経済新聞朝刊記事参照。