

「第11回 社債市場の活性化に関する懇談会 第3部会」議事要旨

日 時 平成23年11月18日(木) 午前8時～10時10分

場 所 世界銀行 東京ラーニングセンター

出席者 神作部会長ほか各委員

(外部有識者)

The Bank of New York Mellon

Mr. Lincoln Finkenberg / Assistant General Counsel & Managing Director

Ms. Christine Johnson / Senior Product Manager & Vice President

議事概要

I. 米国のトラスティの業務等について

The Bank of New York Mellon から、米国のトラスティの業務等について、各テーマごとに、配付資料等に基づき、次のとおり報告・説明があった後、意見交換が行われた。

1. The Trust Indenture Act of 1939

【 報告・説明 】

(1) 制定の背景

- ・ The Trust Indenture Act of 1939 (T I A : 1939 年信託証券法) は、1929 年の大恐慌の後に制定された6つの重要な法律の1つで、1939 年に制定された。T I A が制定された背景・歴史を振り返りたい。例えば、鉄道といった大きな公益事業のためには、多くの資金を集める必要があるが、かつてはトラスティの役割を個人が務めていたため、投資家は、大恐慌の際に、全く保護を受けることができなかった。これにより、政府、国民、議会において、投資家に対して十分な安全弁が働いていないことが認識され、6つの法律が制定された。その1つが1939 年のT I A であり、その他にも1933 年証券法 (Securities Act of 1933)、1934 年証券取引所法 (Securities Exchange Act of 1934) があった。さらに、1940 年に投資会社法 (Investment Company Act of 1940)、投資顧問業法 (Investment Advisers Act of 1940) が制定され、投資家に対する保護が行われるようになった。1933 年証券法は証券の募集に関する規制を定め、1934 年証券取引所法の公開会社に対する規制により、発行体による公正で完全な開示が制定された。1940 年投資会社法は証券投資及び証券取引を主たる業務とする公開会社に対する規制、1940 年投資顧問業法は投資顧問業者に関する規制であり、より良い管理を行うことに重

点を置いている。

- ・ T I Aは、非常に基本的、根幹的な最低限のスタンダードを設定することに焦点を当てている。例えば、トラスティになるための資格、必要な資本、必要な資格といった点である。さらに、独立性、すなわち、発行体の管理下にないという点をトラスティの要件としている。
- ・ ところで、エンロン事件を踏まえ、2002 年に企業改革法（S O X法）が制定されたが、基本的には企業側の責任、ディスクロージャー（開示）について定められており、現在はその内容が改正されている段階である。

(2) 目的

- ・ T I Aの目的は、T I Aが成立した議会において、「国家の利益を守ること」であると説明された。T I Aは国益のために作られており、社債が発行された際に、投資家に対して、当該社債発行へ信任をもたせる必要があり、当然社債の信託証書(Trust Indenture)についても、信頼を持たせなくてはならないという背景のもとに制定されている。T I Aは、トラスティのもと、社債権者の権利を確保することを可能ならしめるための法律ということになる。T I Aは、米国における全ての信託証書の基本となっているが、T I Aに準拠しなくてはならないのは、公募の社債であり、基本的には、債券の中の小さなセグメントということになるが、他の証券法と比べてT I Aは、業界全体の中で最低限の内容を決定する内容になっている。つまり、どのような債券であっても、例えば仕組債であっても関わってくる内容となっている。T I Aの内容は「義務化」されており、最低限果たさなければならないことを規定しているものといえる。

(3) 基本的なトラスティの義務

- ・ 基本的なトラスティの義務は、2つのセグメントに分けて考えることができる。1つは、デフォルト事由（Event of Default: E O D）の発生前であり、もう1つは、デフォルト事由の発生後である。このデフォルト事由発生前では、必ず期日に利払いが行われ、かつ、社債権者もそれを予定通り、期待通りに受け取ることができる、また、コベナントの抵触がない状況であることが前提となっている。すなわち、投資家から見れば、今すぐに権利を行使しなくてはならないような状況ではないということを示している。トラスティは、デフォルト事由発生前においては、デフォルト事由発生時と比較すると、かなり業務・行動範囲が狭い。つまり、デフォルト事由発生前のトラスティは、元利金の支払いに関するアドミニストレーターであり、事務の役目を果たすのみということになる。この部分に関する過失の判断基準としては、信託

証書の内容に準拠しているのかどうか、例えば、期日に利子が支払われているか、また、猶予期間を過ぎていないかといった点が確認される。

- ・ 一方、デフォルト事由発生後はプルーデントマン・ルール（善管注意義務）により、トラスティは、受託者責任を果たすことができたかどうか問題となるため、自ら所有しているものと同じように預かったものを管理しなくてはならない。そのため、最低限のセーフガードを果たさなくてはならないことを示しているともいえる。なお、トラスティは、常に社債権者の最善の利益のために行動しなければならないことになるが、この場合においても、自らの資金を使って社債権者を保護する必要はない。

(4) デフォルト事由発生前と発生後の業務

- ・ デフォルト事由発生前と、デフォルト事由発生時・デフォルト事由発生後で、切り分けて考えることが重要である。デフォルト事由発生前のトラスティは、信託証書に規定されていることを肅々とこなすだけでよく、単純なものである。デフォルト事由発生前は、モニタリングをすることもない。また、法律上の規定であるので、発行体は、こうしたトラスティの役割を変えることはできない。デフォルト事由発生前に信託証書の修正をしたい場合も、それが社債権者の利益にならない限り認められない。償還日、利金、元本の支払いといった、非常に重要な事項については、100 パーセントの社債権者の同意・承認が必要になる。また、このような場合には、ファイナンシャル・アドバイザー等の証明も必要になる。
- ・ デフォルト事由発生時・デフォルト事由発生後には、プルーデントマン・ルールによる善管注意義務が発生する。しかしながら、トラスティは、デフォルト前よりもアクティブに行動するといっても、自己の資産がリスクにさらされるようなところまで踏み込むわけではない。社債権者団（コンソーシアム）からの具体的な指示があった場合にのみ行動をとる。仮に信託証書において、自動的に清算と規定されていれば、トラスティはそれを履行するが、明確に規定されていなければ、その都度、社債権者の指示に従う。また、資産の清算の際にトラスティがオークションを行うことも、利益相反の観点から禁止されている。例えば、非常に有名な投資銀行が発行体の資産売却を行うとする。トラスティとしては、その入札のプロセスにかかる書類や、誰が応札しているのかについての情報を投資銀行に求めることがあるが、これは、入札のプロセスが適切に行われているかを確認するためであり、実際の売却については、投資銀行の裁量に任せており、フェアバリューが確保できているかの確認は範疇外である。
- ・ 仮に発行体がデフォルトに陥ったとしても、トラスティがそれ以上のリスクを取ることはない。トラスティは、非常にハイレベルなフィデューシャリー・デューティ（受託者責任）を負

っており、ニューヨークの法律では、トラスティのフィデューシャリー・デューティを第三者に委譲することはできない。ただし、デフォルト事由発生時・デフォルト事由発生後には、トラスティの受託者責任が高まるが、デフォルト前からというわけではない。

- ・ トラスティのデフォルト事由発生前の責任は、単なる事務管理である。そのため、トラスティは、ディスクロージャーや情報開示にかかわったりするわけではない。また、起債やアンダーライティング業務もトラスティの仕事ではない。米国では、担保付債券にもトラスティが付いており、社債の償還までには、様々なイベントが起こり得るため、場合によっては担保資産の没収という事態もありうる。しかし、トラスティが、担保の没収や差し押さえの役割を負っているわけではない。他には、例えば証券化の対象となっている建物が建築基準に違反しているとしても、それはトラスティの責任ではない。その場合には、差し押さえや売却といった対応が可能となるが、トラスティはそれについて責任を持たないことになる。むしろ、そういった業務をトラスティとして受託するのは、責任のある行為ではないだろう。トラスティは、例えば1年間で10万ドルから20万ドルといった決して高くない報酬で業務を受託しており、そこまでのことを行う合理性がない。
- ・ 米国以外の国、例えば新興国では少々違った考え方をする場合もある。例えばトラスティは、資産に対して何らかの形の義務を持つというような考え方であり、その場合には、資産を安全に管理することに加えて、その他の責任を負うことになる。しかしながら、米国では、そういった考え方はなく、瑕疵担保について、トラスティは全く責任を有していないという考え方である。

(5) 利益相反

- ・ トラスティについて考えるに当たっては、デフォルト事由発生前と発生後で分けて考える必要があるほか、利益相反があるかどうかも重要である。例えばデフォルトが起こった際に、トラスティを務める一方で貸し手にもなっていると、利益相反の状態になる。自らが債権者でありながらトラスティとして業務を行うことはできない。この場合には、2つの役割のうちのどちらかの役割について辞任をしなければならないため、基本的には、トラスティを辞任しなくてはならないことになる。また、例えば、同じ発行体が2種類の社債を発行しており、一方が担保付きで、もう一方が無担保である場合には、両方に同じトラスティを付けることはできない。

2. 米国のトラスティの業務

【 報告・説明 】

2-1 トラスティによるモニタリング

- ・ T I Aにおいて、発行体は、トラスティに対して年次報告書を提出しなければならないと定められており、具体的には、まず財務報告書のコピーを提出しなければならない。このプロセスは、1934 年証券取引法にも定められており、単なる情報提供という位置付けのようである。つまり、社債権者がアクセスできるようにするだけであり、年次報告書・財務報告書を受け取ったトラスティ自身がその内容について審査する、あるいはコベナンツ違反がないかどうかを確認するといった分析は、トラスティの業務・責任ではない。
- ・ 発行体は、トラスティに対して、信託証書が一般的な契約の場合には、まず財務報告書を提出する必要がある（提出自体はコピーでも差し支えない）、社債権者に対して情報を提供することになる。そのほか、四半期ごとの財務報告や、日本の臨時報告書に相当するフォーム 8-K の提出が必要となる。具体的には、その企業について、重要な問題が発生した場合、例えば M&A や、非常に大きな訴訟が起こっているといった場合には、企業は必ず 8-K を提出しなければならない。また、アーニングス・リリースについても、必ず 8-K の中で記載しなければならない。
- ・ 発行体は、毎年、トラスティに対して、ノー・デフォルト・サティフィケート（コンプライアンス・サティフィケート）と言われる信託証書を遵守していることを示す証明書を提出する義務がある。これは、発行体が自ら知る限りでは、デフォルトはしていない、コベナンツ違反はないということを証明するものであり、どんな行動をしているのかについて、信託証書に対して宣誓するような形式のものを提出することになっている。担保付社債の場合には、社債権者が知り得るよう、発行体は、担保に供している資産が損なわれていないこと、資産の状況をトラスティに報告する。仮に資産を切り離すなり、売却する場合には、様々な専門家による証明書が必要になる。こういったものを見ることにより、社債権者は、資産価値の変化を知ることができる。
- ・ 場合によってはトラスティに提出しなければならない書類もある。例えば、物件が入ってくる、外に出ていくという場合には、やはり評価が必要となってくるため、建物・設備診断書や鑑定評価書の提出が必要になる。
- ・ これらに加えてセーフガードがあり、T I A にも、トラスティの業務内容について、社債権者から何か行動をとることを指示された際の対応や、こういった場合には行動を起こすべきではないといった様々なことが規定されている。T I A には、トラスティが具体的にどのように

行動するかが規定されており、その条件に違反しないことが、トラスティの行動規範となる。発行体は、信託証書に基づき、条件違反のないよう行動することが大原則となる。

- ・ トラスティは、法務カウンセルに「意見書」を求めることができる。具体的には、法律事務所等がレビューを行い、トラスティに求められている行動がT I Aで認められる範囲に収まっているかどうかをトラスティに助言する。また、トラスティには、行動を求められた際、信託証書において明確に規定されていない部分について、発行体の要求がそもそも妥当なものかどうか、専門家に相談する権利があり、ある程度の柔軟性が与えられているといえる。トラスティは、ある行動をとらなくてもよいと規定されている一方で、信託証書、報告書の内容に依拠できる権利を与えられている。
- ・ トラスティは、基本的には、例えば発行体の財務状況や金利の支払能力といった点を確認するといったモニタリングを行わないし、モニタリングの義務を引き受けていない。こうした確認は負担となるうえに、トラスティに責任が加わることになる。また、うまく機能しない場合には、社債の額面を補償しなければならない可能性が出てくる。大きなバランスシートをもっている金融機関でなければ、慎重に考えざるを得ないだろう。むしろ、安易にモニタリングを行うこととする方が無責任だと考える。モニタリングは、バランスシートに影響を及ぼす可能性があるため、理論的には株主、取締役会の同意がなくては引き受けることができないし、おそらくどの金融機関も引き受けないだろう。

2-2 社債権者への通知、社債権者団（コンソーシアム）の結成及び指示

- ・ T I Aやどの信託証書でも、トラスティには、条件変更の権限が与えられていない。何か別の条件が設けられてそこに合致した場合はともかく、基本的な考え方としては、社債の販売・募集において、社債の発行条件は、その時点で公平でオープンな情報に基づく何らかの合意・約束の結果であったと考えられ、投資家は基本的に社債を購入した時点では、デフォルトを想定していないと考えられる。T I A及び信託証書において、例えば、利金の支払いができなくなった場合や、年次報告書、資産状況が開示できなくなった場合に、社債権者は、追加的な是正措置を取る権利を行使できるようになる。また、これらはデフォルト発生事由となりうる。その際には、トラスティから社債権者に通知を行い、通知を受けた社債権者は、是正のための権利を行使することにより、適切な行動をとることができる。
- ・ トラスティは、自らの資産をリスクにさらすことは引き受けていなく、社債権者に代ってそういうリスクをとることは考えられない。そのような対応を取っても、後日返済される保証がないからである。そうはいつても、仮にデフォルト等が発生し、トラスティが何らかの行動

をとることが社債権者にとって適切であると考えられる場合には、その旨を社債権者に通知する。そして、一定数、最低 10 パーセント以上で、場合によっては3分の2以上ということもあるが、通常、25～50 パーセント以上の社債権者団（コンソーシアム）が、トラスティに対して指示を出す。その指示内容が、トラスティにとってリスクがある場合には、指示を出した社債権者に対して補償を求め、それが得られる場合に初めて、トラスティは、社債権者団から指示された行動をとる。

- ・ この考え方は、言わば「融資」と同じ考え方である。発行体に融資しているのはレンダーであり、仲介業者ではない。発行体が、資本市場において社債を発行した場合、マーケットには様々なプレイヤーが存在しているが、必ずしも意思伝達系統が整理されているわけではないため、仲介・まとめ役になるのがトラスティである。社債権者が最終的な責任を負うのであり、対応を指示するのも社債権者の責任である。トラスティは社債権者の親でも子でもないため、モニタリングも行っていない。例えばデフォルトがあった場合、普通は債権を有している銀行等がローンの返済条項を行使する権利をもっており、社債権者もこれと同様に債務者（発行体）に対して支払いをさせる。
- ・ どのようにして社債権者団が結成されるかであるが、一定数の社債権者がコンソーシアムを作る典型的な例は、デフォルトの場合である。この場合、トラスティは、社債権者に対して、例えばクリアリングシステム宛て、又は決済機関であるDTCC（The Depository Trust and Clearing Company）を通じて通知を出す。ブローカー・ディーラー、投資銀行等の参加者は、通知を受け取った後、それぞれの顧客、つまり社債権者に同じ内容を通知する。通知において、どのようなイベント事由なのか、どの社債がデフォルトになっているか等を知らせ、さらに、通常、どういった権利が社債権者に発生するかを説明する。その後、どう進めるか一定数の社債権者から指示がない場合、トラスティは基本的には何もしない。
- ・ 通知を受けた社債権者からブローカー・ディーラー等を通じて検討結果の返事がある。その際には、簡単な証明のプロセスを踏み、この中で、社債権者は、法律の専門家から「必要を満たした社債権者団」であるという証明を出してくる。
- ・ 例えば信託証書に、デフォルト事由発生の際には必ず 25 パーセント以上の社債権者団から指示を得て行動すると規定されている場合には、必要数を満たした社債権者団からの指示が出た段階では行動を起こすが、発生するコストは社債権者が負担するという十分な補償がなくては行動できない。また、その際にどの程度の情報が渡されるのかも非常に重要である。指示があることと、明確な形で補償が提供されることの2点を前提として、トラスティは行動を起こすことになる。

- ・ 何パーセントの社債権者が必要な問題かでも変わってくるが、少数の社債権者について問題が発生することがある。様々な問題が発生した際のコストは、原則として必要数を満たした側、つまり要求を出した側の社債権者団が負担する。それに対して、得られた利益は、全ての社債権者が享受することになるので、ここで問題が発生する。
- ・ トラストティが実際に行動を起こす際には、信託証書に則って行うことになるが、必ず、信託証書に則った形で、社債権者からの指示に従って行っているということが必要である。つまり、トラスティが行動を取っていくに当たっては、信託証書の条件に則っているという意見書を得る必要がある。また、場合によっては、リライアンス・ドキュメントと呼ばれる投資銀行からの書類も必要になる。同書には財務分析、つまり経済的なインパクトや発行体に対する請求がどんな影響を与えるのかについて書かれている。弁護士からは法的な部分しか評価されないが、こういった様々な証明書が提出されることにより、コンプライアンスのレベルが確認される。加えて、社債権者に対してどんな影響があるのかも見ることができる。実際に企業に聞いても、こうした点については答えを出すことができないが、トラスティとしては、このような形で独立の意見を求めることにより、安心して作業を進めることができる。つまり、信託証書を修正する場合においても、社債権者に影響がないことを確認した上で進めることができる。

【意見交換】

○ 社債権者団からの指示（社債権者間の利益相反）

- ・ トラスティは、社債権者間で利益相反が生じた場合には、どのように対応するのか。例えば30パーセントの社債権者団から一つの指示を受け、同時に、全く別の指示を、35パーセントの社債権者から受けるといった、異なる社債権者団から、それぞれ違った指示があった場合には、どのように対応するのか。
- ・ ご質問のようなケース、実際に二つの相反する指示に直面した際には、十分なガイダンスがないため、対応に非常に迷った経験がある。その際には、やはり、より大きい社債権者団の指示に従うべきであると考えられるが、お互いに話し合ってもらうのが現実的な対応ではないか。過去のケースでは、残念ながら意見を取りまとめることができなかったが、コミュニケーションによりコンセンサスにいたることを求めるのが適切だと考える。
- ・ 仕組債等の場合には、例えば優先債、メザニン債、劣後債といったように分かれており、それぞれの権利についても細かく分かれている。通常、それぞれの利害が対立するため、全者一致の賛成は難しいが、信託証書で考えた場合には、優先債権者に拒否権がある。そのため、こ

のような問題が起こることは、非常に稀であるが、実際に問題が起こった場合には、話合いをしていただくのが適切な方法だと考える。

- ・ 例えば、まず 20 パーセントの社債権者団から指示を受け、その 1 カ月後に、30 パーセントの社債権者団から別の指示を受けたが、既に最初の指示に従ってアクションをとってしまった場合は、どうなのか。
- ・ 基本的には同じ考え方だろう。まず、20 パーセントの社債権者団が最低限必要な数を満たしており、かつ、その指示に従うだけの十分な合理性があれば、その指示に従うのがトラスティの義務である。その後、もっと大きな 30 パーセントの社債権者団が、例えば 20 パーセントのグループの指示に従う必要はないと要求してきた場合には、トラスティは、数の多いほうに従うため、30 パーセントの側に改めて指示を仰ぐだろう。一方、20 パーセントの側については、先ほどの指示について、もっと大きな社債権者団が満足していないことを伝えたとえで、全体として同じ利益を持っているので、話合いによりコンセンサスを形成していただけるよう、相談するだろう。
- ・ トラスティは、社債権者団が正しい結論にたどり着けるよう、相反する二つの社債権者団がコンセンサスにたどり着くまで待つこともある。やや極端な例であるが、例えば発行体からの利金の支払い猶予の申出であれば、基本的に、社債権者から完全な是正措置のコンセンサスを得るための時間的な制約はないため、長い時間をかけることができる。
- ・ トラスティが、社債権者団の指示に従いアクションを起こす前には、これからこういうことを行うと（アクションの内容を）通知するのか。また、その対象は、全ての社債権者か。
- ・ 全ての社債権者に通知する。一定数の社債権者団が形成されており、コベナンツへの抵触が重大であると判断された場合には、何か指示があると考えられるためである。また、デフォルト事由が発生した際、社債権者には、例えば、社債の早期償還や清算といった追加的な権利が発生する。トラスティは、デフォルトの通知を受け取った場合や、デフォルト・イベントであると判断した場合には、まずは社債権者に説明を行う。また、コベナンツ違反・抵触があった場合には、トラスティは、発行体から通知を受け、社債権者に対して通知する。社債権者に通知を出すときには、発行体がデフォルトした、あるいはコベナンツに抵触したということが判明している旨を知らせる。ただし、社債権者からの指示がない限りは具体的な行動は何もしない。

- ・ トラストティがデフォルトになってもすぐには行動するわけではなく、社債権者から指示を受けるまでは何も行わないことは理解した。ところで、トラストティには、デフォルト事由の発生後、プルードントマン・ルール（善管注意義務）が発生すると考えられるが、トラストティとして、社債権者から指示を受ける前に、適切なアクションをとる必要があった事例はあるか。
- ・ 例えば発行体が破綻した場合に、トラストティはどうするのかであるが、この場合でもトラストティは何もしない。日本の感覚では、理解しがたい対応だろう。プルードントマン・ルールでは、トラストティは、指示を受けていなければ何もしなくていいとしているわけではないが、トラストティは、一定数の社債権者団からの指示と補償が与えられない限りは、何もしない。
- ・ トラストティの取った行動が、後日、財務的な損害を及ぼす場合には、トラストティにとって負担となるだろう。トラストティは、資金を出しているわけではなく、社債権者のように、毎年利金を得ているわけでもない。トラストティの報酬は、社債権者が受け取る利金とは比較にならないほど安い、1パーセントにも満たないような報酬で仕事をしている。よって、経済的な利益の受益者である社債権者が責任をとる仕組みとなっている。
- ・ 例えば企業が破綻した場合、まずは債権の届出（Proof of claim：債権届）を行う。これには、それほど費用がかからないので、トラストティ自身の資金を使う。また、非常に基本的な部分における社債権者の破綻時における利益を守ることができるため、当該届け出を行う旨の意思決定はそれほど問題にならない。まずは、このような事務を行うが、これらは、行動の結果、トラストティ自らに損害を及ぼすことがないと考えられるためである。
- ・ 一方で、社債権者が意思決定を下すということであれば、それに従う。トラストティが勝手に意思決定を行った結果、社債権者の利益に適っていないと、社債権者から訴えられるおそれがある。トラストティが自ら行動するのは、間違いなく社債権者の利益を守るために最善であると明らかな場合のみということになる。社債権者団から指示を受け、それに則って動くことが大原則といえる。
- ・ 必要数を満たした社債権者団から受けた指示の内容について、他の社債権者と何らかの形で議論や交渉することはあるか。例えば、発行体が債務超過に陥った場合、どういう状況になるのか。
- ・ 例えば、必要数を満たした社債権者団から指示があれば、トラストティは、その指示に従って行動するが、その際には、必ずというわけではないが、自社のノウハウを用いる。トラストティは、投資家とパートナーシップを持っており、常にパッシブというわけではないが、社債権者

から指示が出たならば、積極的に動くことになる。社債権者には、非常に大きな機関投資家もいて、どういう状況であるのか、何をしなければならないのか、よく把握している。

- ・ トラストティは、どのぐらいの資金を使ってもかまわないのか、どんなことをしても良いのか、といった内容を含めて、社債権者団の指示に従っている。トラストティとして何か行動するのであれば、必ず社債権者に通知し、お互いに合意をした上で進めなくてはならないということになっている。必要数を満たした社債権者団がトラストティに指示する場合、社債権者団側もアドバイザーや弁護士を備えている。そのためトラストティは、全く別のアドバイザーとして、機能することができる。言ってみれば、トラストティは影のようになる。とは言っても、トラストティの名前で行う活動である以上、必ず社債権者とお互いに確認をとって進める必要がある。
- ・ 米国のトラストティ制度において、社債権者団は非常に重要な要素である印象である。大口のごく少数の社債権者が大半を占めている場合ならばともかく、小口の多数の社債権者が存在している場合には、対立した社債権者団の交渉が必要となる等、様々な場面が予想されるが、そういった際に、トラストティはどのような役割を果たすのか。
- ・ 社債権者団が必要な場合と、そうでない場合とがあるが、ひとまず、社債権者はトラストティに対して、他の社債権者団の名簿を請求することができ、その名簿を使って、社債権者同士でコンタクトすることができる。例えば、名簿を請求している社債権者が1人だけである等、ごく少数である場合には、トラストティとして、その請求にどう応えるか難しいところである。そういった場合、まずは社債権者が何を求めているのか、よく理解するよう努める。些細な内容であれば、他の社債権者に迷惑がかからないように進めるが、非常に重要な指摘をしているのであれば、他の社債権者にもその内容を伝えられるようにする。仮に、他の社債権者がその内容が重要であると判断すれば、連絡が広がっていき、やがて社債権者団ができてくるだろう。このようなメカニズムが考えられるとは言っても、投資家からすれば、どれほどの重要性があるのかに左右されるため、それほど簡単なわけではない。しかしながら実例を見る限りでは、重大なイベントであれば、自然と社債権者団はできていくようである。

2-3 コベナンツへの抵触

【 報告・説明 】

- ・ 重要なコベナンツへの抵触は、明らかに分かる重要な問題である。一方、コベナンツでも、一般的で特異性が乏しいものもあり、抵触したとしても、それほど大きな問題にはならない場

合もある。例えば病院が債券を発行し、その中に医療過誤に対する保険への加入義務というコベナントが付いていたとする。そのため、毎年証明書が来るが、経営状況の悪化により、医療過誤に関しての保険を備えることができなくなったとする。

- ・ この場合は、言うならば小さな意味でのデフォルトということになり、保険を備えていないことに関して、トラスティとしての意思決定をしなければならないことになる。通常はトラスティとして、発行体である病院に対して、コベナントの内容である医療過誤の保険を備えるよう要求する。そして、猶予期間（30 日間）の間に改善されないということであれば、今度は社債権者に通知し、発行体である病院が、保険を備えるかどうかについて、トラスティはどうか対応すればよいか、社債権者団に質問を投げかける。この際に、トラスティは何もしないということも併せて伝え、その上で、このコベナントの抵触を、デフォルト事由発生と見るかどうかの社債権者の判断を待つ。もしデフォルト事由ということであれば、場合によっては早期弁済や期限の利益喪失につながっていく。
- ・ 他には、例えば利金が支払われない、あるいは、支払いの遅れが続くということであれば、デフォルト事由発生ということになる。その場合には、猶予期間経過後、自動的にデフォルト事由発生となり、トラスティは、社債権者に対して通知を行い、その際には社債権者にデフォルト後の権利が発生する。このように、コベナント違反が重大な場合と、重大かどうか曖昧な場合の二つによって、対応が分かれると考えられる。
- ・ 上記の病院の債券の例では、病院が医療過誤保険に入っているかどうか焦点となっていたが、病院が保険を更新しなかった事実は、トラスティの調査により発見した情報ではないので、トラスティがコベナントの抵触を、どのように知り得るのか説明したい。T I Aの下、発行体は毎年、軽微なものや重大なものを含め、コベナント抵触はないことを宣誓する書類を経営トップ層の署名付きでトラスティに提出する。仮に提出しなければ、そのこと自体が抵触となり、トラスティはその旨を社債権者に通知する。発行体は宣誓内容に不安がある場合には、監査報告書等を添付してくることもある。そこには、例外条項が設けられており、例えば保険の更新をやめたといったことがわかるように記載されており、それにより把握できる。
- ・ 監査報告書が添付されていても、トラスティは、その内容の分析は行っていない。T I Aでも、そのような義務はないと明確にされており、積極的な調査をするわけではない。トラスティは、信託証書の規定に基づいて受け取る報告書により、コベナント等に抵触していないということを確認し、その旨を社債権者に伝えているだけである。送付しなければならないこととなっている、発行体からのコンプライアンスの報告書が送付されてこなければ、それ自体が重大な抵触となるので、その旨を社債権者に通知する。

- ・ 格付が下がることについて、デフォルト事由発生としている場合も、デフォルト事由には当たらないとしている場合もある。他には、担保があればデフォルト事由としないとしている場合もある。ただし、繰り返しになるが、トラスティはモニタリングの義務はない。デフォルト事由の発生の事実について、はっきりとした形で書面で受け取らない限りは、知らなくても問題ないとされている。
- ・ 社債権者からトラスティに対しデフォルトについて知らせるという場合もあり得るが、その場合には、通知を受けた場合と同じ扱いとなり、すべての社債権者にその旨を知らせ、指示を仰ぐことになる。社債権者とトラスティの関係は、親子というわけではないので、トラスティに対して何か連絡事項があるのであれば、社債権者自ら行っていただくことになる。
- ・ 発行体には、毎年、複数の証明書を使ってトラスティに対してデフォルトではないということを知らせる義務がある。また、証券法において、開示の義務としてどのような内容を開示しなくてはならないのか規定されている。これらによってトラスティは、責任をもって仕事をしていくことができる。金融機関として、自らのリスクを管理していくうえで、不要なリスクは受け入れてはいけないと考える。

2-4 情報隔壁（チャイニーズウォール）、利益相反

【 報告・説明 】

- ・ 金融機関には、トラスティを務める信託部門以外にも、レンディングやアドバイザリー部門がある。そういった部門との間には、情報隔壁（チャイニーズウォール）がある。信託部門の情報が社債権者に伝わっていなければ重大な問題になりかねないので、全ての社債権者に適確に情報を伝える。しかしながら、信託部門の持つ情報が、金融機関内の他の部門に共有されることはない。例えば、資産管理部門は、信託部門が持っている発行体の資産に関する情報にアクセスしたいだろう。そういった相反する業務を同時にやっていること、それ自体は問題ではないが、問題を生む温床になりかねない。少なくとも、第三者から見れば疑わしいので、責任のある金融機関であれば、部門を分けてチャイニーズウォールを設定しているのではないかな。

【 意見交換 】

(1) 利益相反

- ・ 銀行には、例えば融資部門や信託部門等、様々な部門があるが、チャイニーズウォールの設置により、各部門が、それぞれの業務で得た情報は、他の部門には共有されないこととなっている。例えば、融資部門で得た重要情報が信託部門に伝達されなかった結果、社債権者に何ら

かの損失が発生してしまい、銀行が有している重要情報を社債権者のために利用しなかったことが当該銀行全体としての注意義務違反であるとして問題となったような事例はあるか。

- ・ 実際のところ、様々な訴訟が提起されており、信託部門と融資部門がそれぞれ利益相反にあったために、訴訟が起こったこともあった。デフォルトであれば、利益相反を防ぐため、トラスティを辞任しなければならないが、それについても訴訟が起こる、利益相反が問題となるのは、たとえ不法行為がなかったとしても、悪い状況に見えるということである。トラスティとして完全な仕事をして、融資部門でも完全な仕事をしたとしても、デフォルトが起こった場合には、それ自体が問題となる。例えば、トラスティを辞任しないまま、企業が最終的な清算の段階になったとすると、しっかりとそれぞれの役割を果たしていたならば、訴訟にはならないが、良い印象には見えないだろう。
- ・ こうした利益相反が起こり得る業務をどのように行うかであるが、別企業にするのが一つの答えではないかと考えられる。しかしながら親会社の下で子会社がそれぞれ融資業務、信託業務を行う場合で、基本的には同じ親会社である以上、法人格を分けたとしても、利益相反となることには変わらないだろう。トラスティは、必ず信託証書に則り仕事をする必要があり、そうしなかった場合には、辞任しなくてはならないことになる。また、利益相反が生じた場合には、必ずトラスティを辞任する必要がある。
- ・ 米国において、信託部門が、例えば融資部門で手に入れた情報を使えなかったことによって、訴訟を受けた事例は実際にあったのか。
- ・ T I Aは、トラスティと発行体の間の独立性を担保するために作られている。また、社債権者に対して大きなデメリットが生まれることがないようにされている。
- ・ 商業的なアレンジの場合、発行体とトラスティとの間に別の関係が生まれてくる。大恐慌時には、資本市場のシステムとしてうまくいっていないと考えられ、投資家から見て公平であるべき制度が必要であると考えられた。まず、トラスティは客観的であるというのが第一原則であり、利益相反の立場にあってはならない。仮に、発行体のデフォルトの際に、トラスティが利益相反の立場にあれば、辞任しなければならない。今でも辞任を巡る訴訟はあるが、T I Aがなかったころと比べるとずいぶん減った。
- ・ トラスティは、信託証書では、融資等の他の部門の情報を使って業務を行う必要はなく、また、そういった期待もされていないということか。

- ・ そうであり、社内では、そもそもお互いに情報にアクセスできない。融資部門の者と話をしても、トラスティとして影響がありそうな話題は絶対に出さない。当面デフォルトの懸念がない場合でも、デフォルトの前であっても、お互いに自分のセクションの重要事項について話すことは禁止されている。
- ・ トラスティは、情報について発行体から得るものに依存しており、別の観点から情報を取得・検証するということはない。自分の人脈を使ったりして、情報を得ようとしてはいけない。

(2) トラスティの辞任、後継トラスティの選任、報酬

- ・ トラスティは、破綻前にはモニタリングの義務はないが、破綻後は、利益相反の問題が浮上し、場合によっては辞任もありうるとう理解しているが、トラスティの辞任・交代は、破綻の有無のみによって起こるのか。それとも、クレジットの悪化といった、他の事象でも起こりうるのか。
- ・ クレジットの悪化といった場合には、必ずしも辞任は必要ない。その前の段階でも、デフォルトはあり得るが、トラスティ部門と融資部門等は、完全に分けられておく必要があり、デフォルトの前であっても後であっても、その間に情報のやり取り・共有があってはならない。そのような中でデフォルトがあった場合、仮に利益相反の可能性が生じていれば、必ずトラスティ側が辞任しなくてはならない。ただし、情報を共有してはならない。また、ウォール・ストリート・ジャーナルといったマスコミに発行体に関する記事が掲載されたとしても、モニタリングの義務が無いため関係ない。実際のところ、デフォルト事由発生段階の前に、トラスティ側で何か分かったとしても、その段階ではトラスティを辞任する必要はない。基本的に、デフォルトが起こった段階で、トラスティの辞任の必要が生じてくる。
- ・ トラスティが利益相反のために辞任する場合、後継となるトラスティを見つけるのは容易か。また、デフォルト後は、トラスティの仕事は多いと思われるが、その際の報酬は増額されるのか。
- ・ 後継のトラスティについては、例えば、優先債と劣後債のように優位性に差があったりする場合、辞任の必要が出てくるが、この場合、後継も比較的容易に見つかる。
- ・ トラスティの報酬は、信託証書において定められているが、デフォルト等の大きなイベントの際の業務は、通常の事務管理とは異なり、臨時的に発生する追加的な業務の扱いとなる。さ

らにトラスティには、例外的に発生するような業務については、相場と比較して妥当な報酬を請求することが認められている。

- ・ また、社債のデフォルト後には、トラスティにはカウンセルや法務等、様々な事務作業が発生する。破産法の下、そういったサービスにかかるコストは、他の債務の弁済よりも優先されるものと位置付けられている。会社を清算する際には、例えば 50 万ドルもの経費が発生することもあるが、破産裁判所は、経費の内訳を確認し、特に問題がなければ、担保付の債券かどうかに関わらず、社債権者への弁済を実施する前に、経費の分をトラスティに支払う。また、税務署や官庁の請求よりも、トラスティへの経費支払いが優先されると保証されている。
- ・ 信託証書が二つある場合、トラスティが一つの発行体の下に 2 社存在するということか。
- ・ そういうことではない。破綻の際には、すべての債券がデフォルトとなる。例えば社債が複数あり大きく 3 つに分けて分配される場合、優先債の利金支払いが滞ったとすると、他の社債も全て影響を受けデフォルトとなる。パリパス（債権者平等）でなければ、受け取っていたクーポンが異なる分、社債権者の権利は平等ではない。そのため、トラスティにとって、三つに分配された社債全てがイコールではないため、三つのうち、二つについては辞任しなければならない。しかしながら、その場合に後継を見つけるのは、それほど難しくはない。
- ・ 後継のトラスティは、元々のトラスティに比べて、高い報酬を得るのか。
- ・ そうではない。デフォルト後のトラスティの作業はかなり増えるため、後継予定のトラスティは、弁護士に依頼して契約内容を精査して、後継を引き受けるか決定しなくてはならない。また、社債権者と連携して、最終的な解決に向けて努力をする必要があり、破産裁判所にも出向かなくてはならない。さらに、発行体やその弁護士とも調整が必要になるので、様々な関係者と仕事をしなくてはならないことになる。そうすると、提示されている報酬の妥当性についても考えていかなくてはならないことになる。
- ・ 破綻という状況下でトラスティは、平時よりも活発に社債権者等とかかわっていかなくてはならない。また、破綻の状況では、トラスティとして何をしなければならないのか、事が起こる前に何をしたらいいのかといった判断が非常に難しい。そのための時間やコストについて、補償があれば良いが、そのときには、自分たちの仕事について証拠を出していかなくてはならない。また、市場で十分に受け入れられる報酬の支払いをお願いする必要があるが、それを確認するのは非常に難しいところである。

2-5 私的整理や法的整理手続における対応

【意見交換】

- ・ 日本では「私的整理」という債務の整理の際には、債権者全員がスケジュールや償還について同意しなければならないという原則がある。米国にも、こういった概念はあるのか。
- ・ 存在している。ボランタリーリストラクチャリング、私的リストラと呼んでいる。
- ・ それでは、ボランタリーリストラクチャリングは、T I Aに照らして、デフォルト時に適用されるのか。
- ・ ボランタリーリストラクチャリングは、通常、デフォルト後によく行われる。社債権者は、債務者について熟知しているので、直接債務の整理を行うことにより、破綻しないように、かつ、状況がよくなるように出来るため、いわゆる法的な清算手続き以外のところで行われる。なお、ボランタリーリストラクチャリングが行われる場合、社債権者は、かなり大きな金融機関であることが多い。トラスティは社債権者の代表であるが、債務者との直接的なかわりにについては、むしろ社債権者の方が多くなるだろう。
- ・ 基本的に私的整理が起こるのは、デフォルト事由の発生段階ではないということか。
- ・ 必ずしもデフォルト事由の発生になってからではないだろう。例えば、社債権者が三人といったごく少数しかいないという場合もあり、そのうちの一人が非常に緊密な形で債務者と関係があれば、はっきりとした形で、債務者の状況が分かるだろう。その場合には、デフォルト事由発生の前から債務に関してのリストラクチャリングを行うこともできるかもしれない。例えば、もっと満期が長い債務に入れ替えていくといった方法であれば、必ずしもデフォルト事由発生の後でなければならないということはないだろう。債務者である企業と直接交渉を行い、私的整理をするということも十分に可能だろう。
- ・ そのような場合には、全ての社債権者の同意が必要になるのか。
- ・ 例えば、支払いの条件を変えるといった重要事項であれば、100 パーセントの社債権者の合意が必要となる。しかし、そういった条件でなければ、それぞれの社債権者の権利に則っていくことになるので、過半数の合意でも進められるだろう。
- ・ 支払い条件の変更について 100 パーセントの社債権者の合意で、仮に反対する社債権者がいる場合には、別のものとして対応していく。すなわち、反対する社債権者に対しては、従来通

りの条件で支払いを行い、賛成する社債権者に関しては、リストラクチャリングをした後の新しい条件で取り扱う、実質的には新しい債券と交換するといった考え方である。

- ・ 私的整理の場面では、リストラクチャリングの具体的な内容について、相当な交渉が行われると考えられるが、そういった交渉の過程において、トラスティは何らかの役割を果たすのか。
- ・ 私的整理の場面において、トラスティは、より受動的な、一歩離れた立ち位置で業務を行うことになる。私的整理は、破産宣告が行われる前に、社債権者自らが介入してくることにより始まる。これは、実際に破産申請の前にリストラクチャリングをして、新しい条件を付けたほうが良いと考えるからであろう。その場合には、ほぼ 100 パーセントの非常に大きな社債権者団が形成されるため、トラスティは、基本的にはあまりかかわりを持たない。
- ・ 直接、私的整理が可能であるのは、基本的には大手の金融機関であり、言わば自ら勝負できるということである。そのため、むしろトラスティに対して、社債権者団から新しい提案をしてくる。

Ⅱ. 次回会合

第 12 回会合を 12 月 16 日（金）に開催する。

（注） 本議事要旨は、本会合での報告・説明、意見交換（日英同時通訳）を基に事務局（日本証券業協会）が作成

（配付資料）

- ・ THE CORPORATE TRUSTEE
- ・ Questionnaire Regarding Bond Trustee in the United States
（米国におけるトラスティ業務に関する質問事項及び回答）
- ・ 1939 年米国信託証書法第 315 条（まとめ）

以 上