

# 社債市場の活性化に関する海外調査報告

※米国におけるコベナントの付与及び開示について（抜粋）

平成 22 年 4 月 6 日

「社債市場の活性化に関する懇談会  
ワーキング・グループ」事務局

#### 4. 主な調査項目

- (1) 社債発行（資金調達手段）
- (2) 四半期開示と社債発行
- (3) デフォルトリスクへの対応（コベナンツ、トラスティー）
- (4) 社債の価格情報インフラ
- (5) 社債の電子取引システム
- (6) 社債レポ市場
- (7) 個人投資家の社債投資、投資家教育

- ③ コベンナツの詳細な内容については、社債は目論見書により開示され、社債やローンが臨時報告書フォーム 8-K の提出が求められる重要事象に該当する場合には、フォーム 8-K において詳細な情報が開示され、投資家・社債権者は、その内容を把握することができる。

### (3) コベンナツの付与及び開示の状況等

社債に付与されるコベンナツ及び開示の状況等について、次のとおり、市場関係者からヒアリングを行った。

- ① 一般に、米国企業はローンを利用することが少なく社債が銀行ローンに劣後するという問題は起こりにくい。しかし、ハイ・イールド債発行企業に限れば、銀行ローンを利用している場合も多く、よく見られる問題である。
- ② ハイ・イールド債発行企業では、銀行から担保付ローンの提供を受けることが多く、特に、M&A を活発に行ったり、プライベート・エクイティファンドに保有されるハイ・イールド債の発行企業ではローンの金額も大きくなる。この場合には、社債が劣後することとなるが、パリパス（同順位）とするのか、劣後した位置づけにするのか、といった問題が生じる。
- ③ パリパスは、ネガティブ・プレッジ（担保提供制限）などのコベンナツにより確保される。ネガティブ・プレッジ以外のコベンナツとしては、クロス・デフォルト、クロス・アクセラレーションなどがある。この他に、例えば、担保付ローンを総資産の 60%以下に限定するような条項が付されることもあり、この条項はハイ・イールド債では、ほぼ 100%付される。
- ④ コベンナツ等の開示は、例えば、社債発行時には、目論見書において十分な情報開示が求められているが、これは SEC 規則 10b-5 オブリゲーション（詐欺的行為の禁止）及びデューディリジエンス義務により法的に担保されている。また、訴訟リスクに備えた市場慣行としても標準的な情報の開示が求められることとなる。
- このように、コベンナツ等は、債権のパリパスを維持するためのストラクチャーも含め完全な開示（absolute disclosure）が求められている。
- ⑤ コベンナツの開示は、その法的な根拠はどうであれ、投資家が安心して投資するために必要な透明性（transparency）、明快さ（clarity）を高めるための環境整備として不可欠であり、特に、優先・劣後の関係が複雑な中身となるほど、開示の重

## 4-2 トラスティー

我が国では、最近の社債のデフォルトによる機関投資家向け社債への社債管理者の設置の必要性や、メインバンクが社債管理者となった場合の利益相反の問題が指摘されている。米国におけるトラスティー (Trustee) の設置及び役割・業務内容等について取りまとめた。

### (1) トラスティーの設置

- ① 米国の社債のトラスティーは、我が国の会社法第 702 条に基づく「社債管理者」に相当し、社債権者の利益を代表して社債の管理を行う受託者であり、信託証券法 (Trust Indenture Act of 1939) に基づき、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。

このトラスティーの役割、義務、権利は、信託証券法に基づき、発行会社とトラスティーとの間で締結される信託証券 (Trust indenture) に定められている。

- ② トラスティーは、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その設置が義務付けられており、米国法に基づき設立された純資産 15 万ドル以上の事業法人であればトラスティーに就くことができる。

### (2) トラスティーと社債権者間の利益相反防止のための措置

- ① 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するため、信託証券法では、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、次のような利益相反に該当する場合には、トラスティーは、90 日以内に辞任、又は利益相反の状況を解消しなければならないこととなっている。
  - イ. トラスティーと発行会社・引受会社間で役職員の兼任がある。
  - ロ. トラスティーと引受会社との間に直接・間接の支配関係がある。
  - ハ. トラスティーが発行会社又は引受会社の証券を 10%以上保有している。
  - ニ. トラスティー自身が発行会社の債権者となっている。
- ② 最近では、2009 年 6 月のゼネラル・モーターズ (GM) の破綻に際して、GM に対して債権を保有していたシティバンクが上記利益相反の規定に該当し、社債のトラスティーを辞任した。後任のトラスティーとして、大企業向け融資を一切行っていないウィルミントン・トラストが就任した。同社は大企業向け融資事業を行わないことにより、上記の利益相反関係となることを避け、社債のトラスティー事業を拡大

- ル・デフォルト)には、直に社債権者に通知する。
- ロ. また、コベナンツに抵触しそうな場合(テクニカル・デフォルト)には、発行会社に支払を求め、直に社債権者にコベナンツに抵触しそうな状況であることを社債権者に通知する。
- ハ. コベナンツに抵触した場合であっても、デフォルトとなるのではなく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の交渉が行われることがある。この場合には、社債権者の過半数若しくは3分の2以上の同意を得ることを条件としている場合が多い。
- ニ. 発行会社の破産の申立てや、社債権者の利益を代弁するため破産裁判所の債権者委員会に参加し事業再編計画案を作成、同裁判所の承認を受けることもある(トラスティーには破産の申立ての権利があるというもので、例えば、担保が喪失された場合に、トラスティーが自動的に破産申立てを行うものではない)。また、元本の25%以上に相当する社債権者は、トラスティーに対して、発行会社の破産の申立てや、支払を加速させたりするように求めることができることとなっている。
- ホ. 上記社債のデフォルト後の対応に当たっては、トラスティーとしての立場が守られるよう、事前に社債権者の指示を求め、追加的な費用が発生した際には社債権者から保証を受けられるよう準備を行っている。
- ヘ. 社債権者の多くが個人投資家で、判断や費用の支払の保証を求めるといった時間がない場合には、トラスティー自身の判断で行動することもある。これは、何も行動を取らないことにより社債権者の利益を失わせ訴訟が提起される可能性があるからである。
- ト. 社債のデフォルト後のトラスティーの報酬は、デフォルト前のアニュアル・フィーに加え、トランザクション・フィー、プロフェッショナル・フィー(時給形式)を必要経費として請求する。このトラスティーの報酬は、通常破綻処理に最低限必要なコストとして、破綻会社に対する優先権のある債権と認められ、一般的に信託証書にこの旨が記載されている。