

「第8回 社債市場の活性化に関する懇談会 第2部会」議事要旨

日 時 平成23年6月7日（火）午後1時～3時5分
場 所 証券保管振替機構1階 会議室
出席者 神田部会長ほか各委員
外部有識者 笹山幸嗣氏 株式会社メザニン代表取締役

議事概要

1. 本邦メザニン・ファイナンスとコベナンツ

株式会社メザニン（以下「MCo」という。MCoは法人であるメザニンの通称。）代表取締役笹山氏から、本邦メザニン・ファイナンスとコベナンツについて、配付資料に基づき報告・説明があった後、次のとおり、意見交換が行われた。

【意見交換】

(1) コベナンツの付与・種類

- ・ 本部会では、信用リスクが比較的大きな企業による社債の発行に向けたコベナンツの付与、多様化がテーマの1つとなっている。
- ・ 信用リスクが比較的大きな企業としては、事業規模が小さい、あるいは事業のリスク自体が非常に大きいケースが想定できるが、これらの企業は資金需要が小規模であったり、投資リスクが極めて高かったりするため、そのような企業によって発行される社債市場を早期に構築することは難しい状況にある。
- ・ レバレッジド・ファイナンスでは、事業自体は比較的しっかりしているものの、財務レバレッジが高いために低い信用力となっている企業に対してローンが行われていることから、レバレッジド・ファイナンスを一つの参考例として社債のコベナンツに関する検討を行っても良いのではないかと。
- ・ レバレッジド・ファイナンスにおけるシニア・デットは、100%近くがローンであるものの、僅かではあるが一部に社債でファイナンスされた事例がある（ただし、いずれもBBB以上の格付取得が前提となっていた）。
- ・ 実際のレバレッジド・ローンでは、BBB格相当に限らずBB格相当以下のケースでも実行されているため、社債市場がその一部を代替することが可能ではないかという発想に基づき、ローンで行われているコベナンツの付与などに関する実務を参考にすることができるので

はないか。

- ・ 配付資料「本邦メザニン・ファイナンスとコベナンツ」12頁及び13頁では、複数のコベナンツが紹介されているが、MCoでは、発行会社の状況を確認しながら、どのようなコベナンツを付与すれば良いか判断されているのか。
- ・ MCoでは、配付資料にあるコベナンツのうち、8割程度のコベナンツをメザニンに付与している状況であるが、実態として、コベナンツ自体の水準を緩くしたうえで付与している。具体的には、例えば、「ネガティブ・コベナンツ」の「新たな借入・保証の禁止」では、金融機関向けの保証は認めないものの、営業上の保証は認めるといった対応などである。

(2) コベナンツに抵触した場合の対応

- ・ MCoでは、コベナンツに抵触した場合、発行会社との間で、どのような個別交渉を行っているのか。社債の場合、社債権者数が多く、個別交渉を行うことが難しい。
- ・ レバレッジド・ファイナンスでは、技術的な問題でコベナンツに抵触するケースが多い。発行会社は、コベナンツの実務に不慣れなため、「気が付いたら、コベナンツに抵触していた。」といったケースが多い。具体的には、一定の範囲内で行わなければならない設備投資額がその上限を越えたケースや、債権者への報告事項を怠ったケースなどがあり、結果として、コベナンツに抵触した場合は、債権者がウエーバー(Waiver/権利放棄)するといった対応である。
- ・ 投資制限のコベナンツが設定されているにもかかわらず、発行会社はその制限を超える投資を行いたい場合は、発行会社から、シニア・レンダー、あるいはメザニン・レンダーへ事前説明を行って、債権者が了解するケースも有り得る。
- ・ コベナンツへの抵触は、発行会社の業況が悪化した際のアラームであるため、発行会社の業況が良好な際にコベナンツへ抵触することは問題がない。ただし、発行会社においては、コベナンツへ抵触した場合、その状態を放置しないでもらいたいと考えている。
- ・ 債権者にとって問題となるケースは、発行会社の業況が悪化したときであり、一般的には、フィナンシャル・コベナンツに抵触することになる。例えば、3月末決算の発行会社の場合、コベナンツへの抵触状況に関する報告が3月末から90日後と決められているため、その報告日の前に、コベナンツを緩くするための交渉が行われている。現実には、コベナンツへの抵触は、事前に回避されているケースが多い。

- ・ コベナンツへ抵触したとき、債権者がウエーバー、若しくはアmend（修正）しない場合は、期限の利益が喪失することになるが、基本的に、そのような期限の利益が実際に喪失する事例はほとんど起こっていない。
- ・ 複数の投資家が存在する場合は、エージェントが取りまとめることになっている。一般的に、エージェントは、シニアローンをアレンジした銀行であり、他の債権者と意見交換を行い、概ね、3分の2超のアmendに対する賛成の意思が確認できれば、コベナンツをアmendさせている。
- ・ 仮に、MCo では、コベナンツのアmendについて反対意見であり、シニアローンをアレンジした銀行との間で利害が対立したとしても、3分の2超の賛成であれば、その意思決定に従わざるを得ないのか。
- ・ シニアローンとメザニン（劣後ローン）の関係が同じ場合は、自動的に同じ意思決定となるが、特にメザニンに限って不利となる場合であれば、別々に意思決定が行われるケースも有り得る。
- ・ MCo は、第二順位で担保設定していたとしても担保のカバレッジがないため、投資対象会社が倒産した場合、良いことは何もない。例えば、投資対象会社が法的整理となれば、債権回収率は非常に低下するため、MCo は、基本的なスタンスとして、その会社が存続して欲しいと考えている。したがって、シニアローンの債権者が投資対象会社を支援する場合は、メザニンの債権者も、非常識なことが起こらない限り、その支援に追随することが一般的である。
- ・ シニアローンの債権者との間で、適切に合意を図ることができていれば、コベナンツの付与が不要であるとも考えられるが、どうか。
- ・ 投資対象会社のディスクロージャーの状況を適切に把握することができ、シニアローンの債権者が投資対象会社を支援するのであれば、究極的には、メザニンにコベナンツを付与する必要がないといった考え方も有り得なくはない。しかしながら、コベナンツが付与されない場合は、MCo にとって、非常に大きな影響が出ると考えられる。

(3) 発行会社によるディスクロージャー

- ・ 債権者の立場からは、発行会社によるディスクロージャーが非常に重要であるとのことで

あるが、MCo では、どのようにディスクロージャーの状況を確認しているのか。

- ・ MCo では、発行会社に対するヒアリングも行っているとのことであるが、社債の場合には、発行会社に対するヒアリングは難しいと考えるが、どうか。
- ・ MCo では、発行会社による定期的な業況に関する説明会に参加するとともに、特に留意すべき発行会社の場合、3か月に1回、その発行会社に対するヒアリングを行っている。
- ・ MCo では、社債を発行した会社のディスクロージャーの状況について、どのように確認すれば良いのか提案できる材料がない。
- ・ 上場会社と非上場会社の間では、ディスクロージャーに対する姿勢が相当違っているが、MCo では、両者の違いについて、ディスクロージャーの充実の観点から、どのように考えているのか。
- ・ MCo は、プライベートな投資家であるため、投資対象先が上場会社、若しくは非上場会社であっても、債権者に対する情報開示の姿勢に変化がないため、特段、両者の違いについて、留意すべきことはない。ただし、ハイ・イールド債の場合は、公募といった形態となるため、プライベート・エクイティと事情が異なることになる。
- ・ 投資対象先の業況が良い場合、様々な情報提供を受けることが可能であるものの、一方、投資対象先の業況が悪化した場合には、債権者に対して隠し事をするといった意識が働く可能性が考えられるが、どのような工夫を行っているのか。
- ・ 極論すれば、投資対象先において、粉飾決算が行われる可能性も考えられる。MCo では、基本的に、そのような可能性のない会社を投資対象としているが、投資対象先の財務諸表の確認や投資対象先へのインタビューなど、細かい調査を行っているため、その調査を行ったうえで把握できないことがあれば、やむを得ないと考えざるを得ない。

(4) 投資家層の拡大の余地

- ・ MCo では、投資対象として、上場会社の方が多いのか。若しくは、非上場会社の方が多いのか。また、上場会社又は非上場会社によって、MCo の対応に違いはあるか。
- ・ MCo では、投資対象として、上場会社又は非上場会社について、商品設計を除けば、大きな違いはない。具体的には、劣後ローンであれば、全く留意しないものの、無議決権の優先

株式であれば、当然ながら、定款変更が必要であり、株主総会の決議も必要となるが、商品自体はデットに近いものとなることから、償還期限を設定する必要がある。仮に、償還期限経過後、当該優先株式が償還されない場合は、普通株式へ転換する必要があるため、普通株式の希薄化を招くことから、MSCB（Moving Strike Convertible Bond／転換価格修正条項付転換社債）との関係上、商品設計自体が悩ましいケースがある。

- ・ MCo では、企業年金や金融機関などの投資家から預かった資金をメザニン・ファイナンスとして企業に投資しているとのことであるが、今後、そのような投資家を拡大していく余地はあるか。
- ・ 投資家である金融機関には、銀行と保険会社・企業年金の2つのパターンが存在する。
- ・ 銀行は、付帯ビジネスを取り込みたいと考えている。例えば、純粋MBO（Management Buyout／経営陣買収）の案件の場合、メザニンに対する投資に限らず、シニアローンが必要となり、銀行では、付帯ビジネスを行いたいため、投資を行うことも有り得る。ただし、ボルカー・ルール（米国の新たな金融規制。具体的には、商業銀行による自己勘定取引・ヘッジ・ファンド投資などの原則禁止など。）の議論が行われているため、銀行によるファンドへの投資は、縮小してくるのではないか。
- ・ 保険会社や企業年金は、一般的に、オルタナティブ投資（Alternative Investment／上場株式や債券など従来からの投資対象以外のものに投資すること。）の中で、プライベート・エクイティ（Private equity／未公開企業や不動産に対して投資、収益力を高めたいうえで上場させるか他の投資家に売却する投資家）の枠組みとして、投資を行っている。
- ・ メザニンでは、投資リターンが10%を超え、かつ毎年キャッシュインされており、他の投資形態と比較すれば、投資回転率も早い。一方で、プライベート・エクイティであれば、何年間もキャッシュインされない。企業年金では、「メザニンの商品は、企業年金に適合している。」とのことであった。
- ・ メザニンは、ミドルリスク・ミドルリターンであり、リターンは高くはないものの、企業年金にとって、十分なリターンとなる。MCoのメザニン・ファンドの損益計算書は黒字が続いており、リーマンショックや東日本大震災の影響を受けての引当金や減損も発生していない。したがって、MCoとしては、今後、メザニン市場が非常に大きくなると考えている。
- ・ MCoでは、投資対象として、社債といった形態を用いることについて、何か問題点があると考えているか。若しくは、障害になることがあるか。

- ・ 投資対象として、優先株式（無議決権）又は劣後ローンから社債へ置き換えるのであれば、相当不自由になると考えている。
- ・ 米国ハイ・イールド債市場では、近年の平均発行規模が4～5億ドル程度で、8～10年前でも2億ドル程度である。当然のことながら、投資家は、一定の水準以上の規模がなければ、流動性が生じないため投資行動を起こさない。
- ・ 米国社債市場では、市場を取り巻く環境が良ければ、一定の水準以上の規模のハイ・イールド債が発行されており、それ以外の部分でプライベートのメザニン市場が存在している。したがって、欧米資本市場では、社債とプライベート・エクイティが棲み分けられているため、適切に機能しているのではないのか。我が国金融・資本市場において、両者の商品性の違いを適切に引き出せれば、投資対象として、社債といった形態への道筋があるのではないのか。

2. 標準的なコベナンツモデルの検討

野村証券 東委員から、標準的なコベナンツモデルの策定に当たっての基本的な考え方やモデルについて、配付資料に基づき報告・説明があった後、次のとおり、意見交換が行われた。

【意見交換】

(1) コベナンツの種類・内容

- ・ コベナンツの付与に関する議論では、コベナンツをインカラステストとメンテナンステストのコベナンツとに分類したうえ、これらをどのように取り込むのかを検討することが、一つの大きなポイントと言えるのではないか。米国の資本市場のコベナンツは、レバレッジドローンにおいて、メンテナンステストが存在するが、ハイ・イールド社債では、メンテナンステストは存在せず、インカラステストのみが存在する。
- ・ 配付資料「標準的なコベナンツモデルの検討2」4頁及び5頁の「2. 追加負担制限コベナンツ（Incurrence Covenants）」における「負債額維持」、「負債比率維持」、「インタレスト・ガバレッジ・レシオの維持」及び「有利子負債／EBITDA 倍率の維持」などは、「2. 追加負担制限コベナンツ（Incurrence Covenants）」に属するものではなく、「1. 財務維持コベナンツ（Financial Maintenance Covenants）」の属するものではないか。
- ・ 社債においては、多数の社債権者が存在するため、コベナンツに抵触したときの対応が機動性・柔軟性を欠くことから、そのもたらす結果も重大である。定期的に財務指標をチェックするというメインテナンスコベナンツは、その遵守が必ずしも容易でないのに対し、一定

の行動を起こすことを規制するインカランステストは、発行会社としては、当該行動を起こさないことによって遵守が可能になる。したがって、インカランステストは、コベナンツへの抵触を回避・コントロールすることが相対的に容易であり、（ローンとは異なって）抵触時の機動性・柔軟性に劣る社債のコベナンツとして、より適切と言えるのではないか。その場合、インカランステストに用いられるような指標については、発行会社が何らかの行動を起こそうとする際にこれを許すための前提条件として設定することによって、インカランステストのなかに実質的に取り込むことができよう。

- ・ MCo からの配布資料 12 頁及び 13 頁の説明では、コベナンツを「アファマティブ・コベナンツ」、「ネガティブ・コベナンツ」、「フィナンシャル・コベナンツ」に分類しているが、これを用いて議論を整理するなら、基本的に、（ローンと異なり）社債には、フィナンシャル・コベナンツは付与せず、アファマティブ・コベナンツやネガティブ・コベナンツを付与すれば良いのではないか。
- ・ 仮に財務指標を用いたメインテナンステスト（フィナンシャル・コベナンツ）を社債に付与する場合、また、社債にインカランステスト（ネガティブ・コベナンツ）のなかに財務指標を実質的に取り込む場合、「レバレッジ・レシオ」と「インタレスト・カバレッジ・レシオ」の二つの重要性が高いのではないか。MCo からの説明では、これらに加え（米国とは異なり）日本では「『デット・サービス・カバレッジ・レシオ』も重要である」とのことであった。「インタレスト・カバレッジ・レシオ」は、経常的な支払余力を示しており、一方で「レバレッジ・レシオ」は、借換余力、言い換えれば、ファイナンス余力を示している。
- ・ これらのレシオを定義するにあたって、米国の資本市場では、「EBITDA」という概念が鍵となっている。EBITDA は、キャッシュ・フローを示す一つの指標である。上記のように「インタレスト・カバレッジ・レシオ」及び「レバレッジ・レシオ」を用いて経常的な支払余力やファイナンス余力をテストするにあたっては、キャッシュ・フローの指標である EBITDA 概念を指標の定義のなかで使うことが有用と言えるのではないか。
- ・ 我が国社債市場では、伝統的に「純資産維持条項」や「利益維持条項」が、主要な財務維持コベナンツとして認知されているが、米国市場では、キャッシュ・フローを重視する投資家の視点から、「インタレスト・カバレッジ・レシオ」や「レバレッジ・レシオ」がむしろ重要であると考えられているのではないか。
- ・ 「インタレスト・カバレッジ・レシオ」や「レバレッジ・レシオ」は、これを独自のメインテナンステストとするのではなく、追加負債の負担などインカランステストのなかで、これら指標の充足を前提条件として設けることにより、インカランステストに取り込むことがで

きよう。その場合、レシオが低過ぎるときには、追加負債の負担を行うことができないことになる。

- ・ インカランステストの具体的な内容として、特に重要と考えられるのは、(ア) 追加負債の制限、上記のようにインタレスト・カバレッジ・レシオやレバレッジ・レシオがテストされる、(イ) 配当など一定の支払の制限、(ウ) 担保提供制限あたりであろう。
- ・ 担保提供制限は、そもそも、社債間限定か一般の借入金等も対象に含むのか、非常に大きな論点である。米国の債券市場では、一般の借入金等も対象に含むとしながらも、大きな例外（許容ケース）を設けることで、現実的な対応可能な条項として機能し得るようにし、その結果、発行会社のバランスシートにおいてローンと社債とが共存しつつ、棲み分けがなされている。かかる例外（許容ケース）は、大きく次の三つにくることができる。
 - ① 一定の金額又は指標によるバスケットの金額までは、担保提供を認めること。業容が拡大する会社などの場合は、特定の金額によるバスケットではなく、何らかのパーセンテージを用いた指標によるバスケットが現実的であろう。
 - ② 銀行ローンについては、上記①とは別のバスケットを設け、一定の金額までは担保提供を認めること。通常の銀行ローンは、発行会社が業務を行う上で不可欠なものであるとの認識の下、一定の金額又は指標によるバスケットを認めるもの。
 - ③ 法定の担保権、割賦購入の際の購入物への担保など、取引や状況に応じた技術的な例外を許容すること。
- ・ 担保提供制限条項は、銀行ローンとの調整であり、競争でもある。本部会での議論の発想を転換して、銀行ローンの優位性を認めたいうえで、我が国社債市場は、劣後債で活性化を図れば良いという考えもあるのではないか。このように、発想を転換すれば、銀行ローンと社債（劣後債）を同順位にする必要はないのではないか。そもそも、このような発想は可能か。
- ・ 我が国社債市場は、銀行ローンとパリパスではない形態で社債が発行されていることから、その社債を発行した企業が倒産すれば、劣後順位となり、実質的には劣後債が発行されている状況である。例えば、社債の発行企業が倒産した場合、我が国では、回収率が非常に小さいものの、一方で、海外の社債市場では、相当の回収が見込まれるため、我が国の投資家は、劣後債に対する嫌悪感があるのではないか。
- ・ 我が国社債市場で発行されている社債は、劣後債であるため、例えば、銀行ローンとコベナンツの内容を同一として、その社債の管理も銀行が行う商品が存在しても良いのではない

か。

- ・ 証券会社では、どのようなコベナンツが銀行ローンに付与されているのか把握できない。一般的に、銀行では、対外的にディスクロージャーが行われている内容と比較して、それ以上の内容を把握しているケースが多く、証券会社としては、その内容を含めて、何も確認しなくても良いことにはならないのではないかと。
- ・ 過去には、レバレッジド・ファイナンスで社債が発行されたとき、投資家・発行体双方の要求を満たすべく、やや劣後的な性格の債券（シニアローンとメザニンとの間の位置付け）に仕立てたことがあった。その後、レバレッジド・ファイナンスにおける社債の活用は伸びておらず、結果としては、取り組みに不十分な面があったのかもしれないが、劣後的な性格を持たせたのはレバレッジド・ファイナンスにおける社債の存在場所を見出すための方策でもあった。
- ・ ローンと同等のコベナンツを要求することだけが必ずしも社債のあり方ではないのではないかと。劣後債市場は、金融機関を中心に現に存在しており、利回りの高い劣後的性格の社債にも存在意義があるのではないかと。
- ・ ただし、劣後的性格を持つ社債について検討を行う場合は、劣位に置かれている債権者に対してどのような情報提供を行えば良いのか、ある程度の枠組みを構築しておく必要があるのではないかと。
- ・ 配付資料6頁の「2. 追加負担制限コベナンツ（Incurrence Covenants）」に関連し、「有担保債務」の定義を明確化することが必要と考える。「有担保債務」は、抵当権又は根抵当権（継続的に発生する債務を一定額まで担保するためのもの）が設定された借入金と定義されるが、債務額と担保物の価値の関係が曖昧である。そのため、例えば、根抵当権が100億円で設定されているが、実際に換価処分すれば1億円程度の価値しかない不動産担保の場合、「有担保負債比率維持」を算出する際の「有担保借入金」をどのように判断すべきなのか必ずしも明確ではない。また、「国内債務同順位（担保提供制限）」において、「＜例外規定＞（イ）当社が既に担保提供している債務のために担保の変更により担保提供する場合」とあるが、例えば、不動産と現金のように換価性が異なる担保の変更は、例外条項に該当するのかなど関係者の解釈が食い違う可能性がある。社債管理者として担保提供制限条項を管理していた際も、苦労していた問題であり、有担保負債の定義について、しっかりとしたコンセンサスを得る必要がある。

- ・ 配付資料 10 頁の「3. コベナント抵触時の対応」における、「4. プット権の付与／買取り請求権の発生」に関し、買取り請求権に応じなかった場合の効果、言い換えると社債要項上の債務不履行に該当するか否かを整理する必要がある。プットオプション条項やコールオプション条項に違反した場合は、社債要項上債務不履行となるため、その後の展開が分かりやすいが、「買取り請求権の発生」が異なる概念であれば、その概念をしっかりと整理する必要があるのではないかと。また、投資家に対する説明の仕方も変わってくると思われる。

(2) コベナントに抵触した場合の対応

- ・ 発行会社は、コベナントの実務に不慣れなため、「気が付いたら、コベナントに抵触していた。」といったケースが多いとの説明があった。それであれば本部会でも、事後的にコベナントへ抵触した際に、発行会社の過度な負担とならず、かつ、投資家にとっても不利にならない対応策を検討することが必要ではないか。
- ・ 配付資料 10 頁の「3. コベナント抵触時の対応」において、「1. 担保差し入れによる治癒」、「2. 期限の利益喪失」、「3. 繰上償還（期限前償還）」、「4. プット権の付与／買取り請求権の発生」及び「5. 社債権者集会の開催（期限の利益喪失でない場合）」とあるが、「結局毎年、社債権者集会を開催」という対応になるのではないかと。それを防止するために社債管理者が事前モニタリングを行うことは業務的に重い話であり、そもそも、モニタリングそのものできない可能性が高いと考える。
- ・ 我が国社債市場では、コベナントに抵触すれば、直ちに、期限の利益の喪失となるようであるが、米国の社債市場では、コベナントへ抵触しても、直ちには何も起こらず、トラスティー（Trustee）又は 10%以上保有する社債権者による通知が行われることにより、治癒期間が開始し、その後 60 日間が経過しても治癒がされないときにはじめて、イベント・オブ・デフォルト（Event of Default）となる。また、イベント・オブ・デフォルトが発生した後においても、トラスティー又は 25%以上保有する社債権者による通知が行われてはじめて、社債の期限の利益が喪失する。
- ・ いわば、我が国の社債市場では、ゼロステップで期限の利益の喪失となるのに対し、米国の社債市場では、ツーステップで期限の利益の喪失となることとなっており、このツーステップの期間をもちいて、コベナント抵触への治癒や私的整理による対応を行うなどの努力を行うことが可能となっている。

- ・ 例えば、配付資料4頁の「2. 追加負担制限コベナンツ（Incurrence Covenants）」の「負債額維持」において、「(1) 当社の負債額が●期連続して●億円を上回った場合は、当該●期目の四半期決算期より●か月を経過した日までに回避されていなければ本項の違背が生じたものとみなす。（抜粋）」という記述で分かるように、事後的にコベナンツへ抵触した場合には、一定の猶予期間を設けることとしており、直ちに、トリガーとならないよう工夫をしている。

(3) コベナンツの管理及び米国トラスティー

- ・ 高格付で信用力の高い企業に限って社債を発行し得る状況では、コベナンツの付与は必要とされない。今後も、このような発行会社にコベナンツの付与を求めても受け入れられないであろうし、また、社債管理者の設置も、起債コストが増加するため、受け入れられないであろう。このような発行会社は、本部会の議論の対象外と考えて良いのではないか。
- ・ 発行会社や投資家層を拡大し、我が国社債市場の活性化を図るためには、信用力の高くない企業が、多様なコベナンツを付すことにより社債を発行できるようになることが望ましい。しかし、この場合、社債管理者を設置せずに、社債権者自身が複雑で多様なコベナンツのモニタリングを行うことは難しいのではないだろうか。また、それらのコベナンツ違反が直ちにデフォルトになるのを防ぐために様々なアローワンスやバッファーを設けた場合、コベナンツ違反の判断に関して裁量権を持つ社債管理者の設置が必要になるのではないだろうか。
- ・ しかし、これらの疑問について、現在でも社債管理者は裁量権を有することについて極めてネガティブな姿勢をとっているため、社債管理者の設置はこれらの疑問の解決策にはならないかも知れない。
- ・ これらの疑問に関して、米国トラスティーの場合、コベナンツのモニタリング及び裁量権の行使はどのように行われているのか。
- ・ 米国では、イベント・オブ・デフォルトの発生前後において、トラスティーは負うべき義務が異なっている。信託証書法（Trust Indenture Act of 1939）に基づき、トラスティーは、イベント・オブ・デフォルトの発生後には、ブルーデントマン・ルールに基づき、社債権者の利益を最大化するための行動が義務付けられているが、他方イベント・オブ・デフォルトの発生前には、発行会社とトラスティーとの間で締結された信託証書（Trust indenture）において明示的に約定された職務を行うことで足りるとされている。
- ・ 米国における一般的な信託証書では、イベント・オブ・デフォルトの発生前のトラスティ

一の義務として、「発行会社の財務状況について十分なモニタリングを行い、有事であれば、適切な措置を取る事」などとは規定されないため、実際問題としては、イベント・オブ・デフォルトの発生前もトラスティーによる発行会社のモニタリングは行われていない。また、コベナントの抵触があった場合、トラスティー又は10%以上を保有する社債権者による通知が行われることにより治癒期間が開始し、その後60日間が経過しても治癒がされないときにイベント・オブ・デフォルトとなるが、実際問題として、トラスティーの自主的な判断によりかかる通知が行われることは殆どない。したがって、米国社債市場では、イベント・オブ・デフォルトの発生前、トラスティーに対して、発行会社に対するモニタリング等を行うことは期待されていない。

- ・ イベント・オブ・デフォルトの発生後においても、（プルーデントマン・ルールにもかかわらず）トラスティーの行う対応は、ややもすれば消極的・受動的である。これは、裁量的に積極的な対応を行ったことにより、トラスティー自身が訴訟の提起を受けることを回避するためであると言われている。制度改革によってかかる状況を改善すべきだとの意見もあるところである。
- ・ 「我が国では社債権者集会を開催して決議することは大変である」との意見があるようであるが、米国社債市場では、コンセント・ソリシテーションと呼ばれる実務があり、集会を開催することなく書面によって決議書、同意書等の取得が行われる。これにより、比較的機動性を有するかたちで、社債権者の同意を得ることが可能である。また、コンセント・ソリシテーション（決議書、同意書の取得の勧誘）をビジネスとしている業者もいる。
- ・ 発行会社に対して、デフォルトの際の訴訟提起や破産申請等を行うためには、基本的にトラスティー又は一定数の社債権者の同意が必要であり、原則として、個々の社債権者は単独でかかる行為を行うことができない。トラスティーが設置される大きな理由の一つとして考えられるのは、個々の社債権者において行えないことをトラスティーが行うことにより、個別の社債権者によって様々な行動を起されることにより生ずる混乱を回避するという、消極的な存在意義にあるのではないか。

(4) 投資家に対する通知及び公告

- ・ 配付資料11頁の「4. コベナントのモニタリングとレポーティング（通知及び公告）」の「2. 公告の方法」において、「本社債要項に規定する公告は、当社定款で規定する電子公告あるいは[TDnet（Timely Disclosure network）／当社インターネットホームページ／証券保管振替機構（以下「ほふり」という。）により設定されたインターネットページ]に

て行うものとする。」とある。ほふりは、市場関係者から、強い要望があれば、この提案について、前向きに検討を行っていきたい。ただし、ほふりのホームページが公告の対象として有効に機能することが前提となるため、事務局において、法律的な裏づけの対応について検討願いたい。仮に、この提案が実現した場合、公告件数が少ないようであれば、手作業により対応するものの、公告件数が多いようであれば、システム的な手当などの対応について、ほふりの「一般債小委員会」等において、その検討を行わなければならない。

3. 「社債市場の活性化に関する懇談会」への報告

本部会の検討状況について、7月6（水）開催の「社債市場の活性化に関する懇談会」に報告する。

（配付資料）

- ・ 本邦メザニン・ファイナンスとコベナンツ
- ・ 標準的なコベナンツモデルの検討2

以 上