

## 米国における社債権者保護の仕組みとわが国への示唆

吉川 浩史、磯部 昌吾

### ■ 要 約 ■

1. 米国社債市場は金融危機の影響を受けたが、2009年より回復しており、企業による社債発行と、投資家によるハイ・イールド債を含む社債への投資が活発に行われている。社債市場の発達した米国では社債権者を保護する仕組みが整備されているが、わが国ではそれが不十分であることが指摘されている。
2. コベンツは、企業活動を制約し、社債発行企業の経営悪化やデフォルト時の資金回収に影響を与える条項である。米国の社債には多様なコベンツが付与され、社債の格付けが低いほど付与される種類や比率は高くなる。わが国の多くの社債にも付与されている担保提供制限条項については、米国ではローンも対象に含まれている。
3. ローンにも社債と同様に、あるいはそれ以上に多様なコベンツが付与されるが、コベンツが開示される目論見書は作成されない。しかし、ローン契約がSECの定める重要事象に該当する場合には、8-KがSECに提出され、詳細なコベンツの情報が開示される。
4. 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者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。
5. わが国においても、投資家による社債投資の活発化を通じた社債市場の拡大を図る上で、社債権者を保全するコベンツの社債への付与、担保提供制限条項の対象範囲にローンを含むこと、ローンに付与されるコベンツの開示、トラスティーのような仕組みの導入、といった社債権者の利益保護の改善に向けた施策も検討に値するのではないだろうか。

## I 米国社債市場と社債権者保護

米国社債市場は金融危機の深刻化の影響を受け、発行額が2008年前半の5,499億ドルから同年後半の1,573億ドルへと、大幅に減少した。しかし、2009年に入ると企業による社債発行が急増し、2009年前半には発行額が4,681億ドルに、年間では8,749億ドルまで回

復した。そのため、2009年末には社債発行残高も、過去最大の6.9兆ドルまで拡大した<sup>1</sup>。

米国社債市場が拡大している背景には、企業による社債発行の増加とともに、投資家によるハイ・イールド債も含む社債への投資が活発に行われていることがあり、わが国のように投資対象の社債が高格付け社債に偏ると指摘されている状況とは大きく異なっている<sup>2</sup>。このような相違が生じる一つの要因として、米国では社債権者を保護する仕組みが整備されているが、わが国ではそれが不十分であることが指摘されている<sup>3</sup>。

本稿では、発達した米国社債市場における社債権者保護の仕組みとして、社債に付与される多様なコベナンツ、ローンに付与されるコベナンツの開示状況、デフォルト時に社債権者の利益を保護するトラスティーを取り上げ、日米の相違を分析し、わが国への示唆について考察する。

## Ⅱ 社債権者の利益を守るコベナンツ

### 1. コベナンツの重要性

コベナンツは、社債やローンなどの債務契約を結ぶ際に、他の債務契約について担保設定の禁止や、他の債務契約のデフォルト時の当該債務契約の扱いなどについて予め定めた条項である。そのためコベナンツは、企業活動を制約したり、企業の経営悪化あるいはデフォルト時の資金の回収に大きな影響を与えたりする。また、ある債務契約にコベナンツが付与されていなくとも、他の債務契約にコベナンツが付与されている場合には、当該債務の弁済順位やデフォルト時の回収率に影響を与える可能性がある<sup>4</sup>。

### 2. 社債のコベナンツ

#### 1) コベナンツの種類

図表1は、米国の社債に付与されている主なコベナンツである。このうち、チェンジ・オブ・コントロール条項以外は、アメリカ法曹財団が1971年に作成し、当時の信託証書のひな形となった模範社債信託証書条項<sup>5</sup>にも記載されており、当時から米国では多様なコベナンツが付与されていたといえる。一方、チェンジ・オブ・コントロール条項は、米国で1980年代のM&Aブームの際に、レバレッジド・バイアウト(LBO)によって企業の負債が突如増加し社債の価値が急減するといった事態が生じたことから、LBOへの対応策として付与されるようになったコベナンツである。

<sup>1</sup> SIFMA 統計参照。

<sup>2</sup> 日米社債市場の相違について、詳しくは、井瀉・瀧・吉川「米国の社債市場の検証とわが国社債市場を取り巻く環境変化について」『資本市場クォーターリー』2009年秋号参照。

<sup>3</sup> 日本証券業協会「社債市場の活性化に関する懇談会」第1回～第4回資料及び第3回ワーキング・グループ資料 ([http://www.jsda.or.jp/html/chousa/shasai\\_kon/index.html](http://www.jsda.or.jp/html/chousa/shasai_kon/index.html)) 参照。

<sup>4</sup> コベナンツについて、詳しくは、吉川・磯部「米国のコベ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。

<sup>5</sup> 鈴木・矢沢・鴻『アメリカ模範社債信託証書条項注釈』野村證券、1976年参照。

図表1 社債の主なコベナントの種類と内容

種類	内容
合併・買収・譲渡制限条項	<ul style="list-style-type: none"> <li>発行会社あるいは子会社のM&amp;Aに関して、他の企業による吸収や、実質的なすべての資産の譲渡を禁止する。</li> <li>ただし、①承継会社が社債の債務をこれまで通り履行する場合、②承継会社が米国や特定の地域の法律に従う場合、③取引直後に期限の利益を喪失した状態にならない場合、などの条件を満たしているときはM&amp;Aが認められることがある。</li> </ul>
担保提供制限条項 (ネガティブ・プレッジ条項)	<ul style="list-style-type: none"> <li>発行会社あるいは子会社が負債に対して担保を設定することを禁止する。</li> <li>ただし、他の債務と同等の担保を社債に設定する場合や、社債発行時に既に担保が設定されている場合など、定められた条件を満たす場合は担保の設定が認められることがある。</li> </ul>
セール・リースバック制限	<ul style="list-style-type: none"> <li>発行会社あるいは子会社が資産を売却した上で、売却先から当該資産のリースを受けることを禁止する。</li> <li>ただし、売却で得られた資金を債務の返済などの定められた用途に使用する場合にセール・リースバックが認められることがある。</li> </ul>
配当制限条項	<ul style="list-style-type: none"> <li>発行会社あるいは子会社の配当を制限する。</li> <li>ただし、格付けが投資適格となるなどの条件を満たす場合は配当が認められることがある。</li> </ul>
クロス・デフォルト条項、 クロス・アクセラレーション条項	<ul style="list-style-type: none"> <li>ある債務がデフォルトとなった場合に、当該債務もデフォルトとなる(クロス・デフォルト条項)。</li> <li>ある債務がデフォルトとなり、資金が予定よりも早く回収される場合に、当該債務もデフォルトとなる(クロス・アクセラレーション条項)。</li> </ul>
チェンジ・オブ・コントロール条項	<ul style="list-style-type: none"> <li>定められたチェンジ・オブ・コントロール条項に抵触するイベントが発生し、かつ格付けが引き下げられた場合に、定められた金額で発行会社が社債を買い戻す。</li> <li>チェンジ・オブ・コントロール条項に抵触するイベントには実質的にすべての資産を売却する場合や、一定以上の議決権の保有者が変更となる場合、取締役の過半数が取締役を継続しない場合などがある。</li> </ul>

(注) コベナントの内容については、各社の目論見書より筆者がそれぞれ主な内容をまとめたものであり、米国の社債がすべて同じ内容のコベナントを付与しているというわけではない。

(出所) 各社の目論見書より、野村資本市場研究所作成

チェンジ・オブ・コントロール条項は、予め規定された企業の支配権に関するイベントが発生しかつ格付けが引き下げられた場合に、社債権者が社債を予め定められた価格で買い戻すことを発行会社に請求できる権利を付与する。支配権に関するイベントには、大半の資産を売却する場合や、一定以上の議決権の保有者が変更となる場合、取締役の過半数が取締役の職を継続しない場合などがある。

## 2) 社債のコベナントの開示制度

社債の契約書である信託証書は、社債発行会社と、社債権者を代表して社債権の保全のために行動する受託者（トラスティ）との間で締結され、その信託証書に基づいて社債が発行される。発行会社は SEC に証券の発行登録を行うため、登録届出書にデフォルトの定義といった信託証書の内容を記載し、SEC に提出しなければなら

ない<sup>6</sup>。社債を投資家に販売する際には、登録届出書とほぼ同一の内容を記載した目論見書を使用しなければならないとされているため、社債のコバナンツについても目論見書において開示される（図表2）。

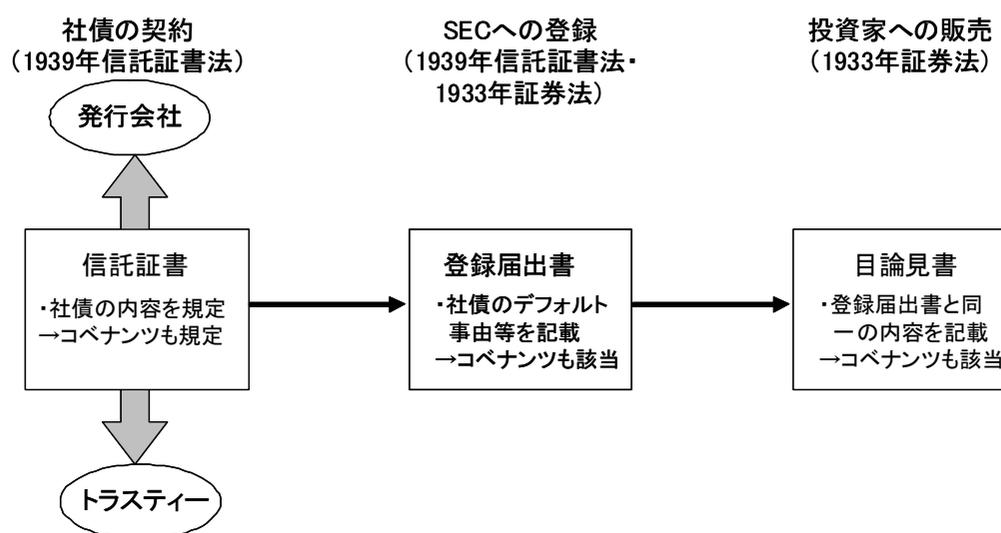
### 3) コバナンツの付与状況

これまでの社債のコバナンツの付与状況を見ると、合併制限条項、セール・リースバック制限条項、クロス・デフォルト条項、クロス・アクセラレーション条項などデフォルトに関連するコバナンツが多く付与されている（図表3）。また、社債の格付けが低くなるほど各コバナンツが付与される比率が高く、かつ付与されるコバナンツの種類も増える。

セール・リースバック制限条項を除けば、ハイ・イールド債のほうが各コバナンツの付与率が高い。この背景には、低格付けの企業はデフォルトリスクが高いことから、コバナンツによって資本流出や資産への担保設定を防ぐことで、デフォルト時の回収率を高める意図がある。また、チェンジ・オブ・コントロール条項については、格付けの低い企業はM&Aの対象となりやすいためと考えられる。

合併制限条項はチェンジ・オブ・コントロール条項と同じく企業のM&Aに関連するコバナンツであるが、発動条件がチェンジ・オブ・コントロール条項の発動条件よりも厳しく、発行会社の事業をあまり制約しないため、発行会社が付与しやすいという背景があると考えられる。

図表2 社債の信託証書・登録届出書・目論見書の関係



(注) 括弧は、各文書が準拠する法律を示している。

(出所) 各種資料より、野村資本市場研究所作成

<sup>6</sup> 信託証書法が登録届出書に記載を求める内容としては、①デフォルトの定義、②トラスティーによるデフォルトの社債者への通知の保留、③信託証書証券の認証・引渡・発行収入の用途、④信託証書が先取特権の対象としている資産の解除または差換、⑤信託証書契約の履行・消滅、⑥信託証書の遵守に関して債務者がトラスティーに提出する必要がある証拠、などがある。

最近でも、コベナントの付与状況はあまり変化していない。図表 4 は、2009 年 11 月時点で社債発行残高の大きい米国企業 30 社の、直近に発行した社債におけるコベナントの付与割合を、目論見書により確認したものである。セール・リースバック制限条項を除けば、格付けが低くなるとコベナントの付与率が高くなり、かつ付与される種類が増える傾向や、合併・買収・譲渡制限条項の付与率が高いことなど、図表 3 と同様の特徴が確認できる。

調査対象のうち、格付けが B 格と低かった 4 銘柄のうち 3 銘柄では、付与されたコベナントの数が特に多い。配当制限条項、債務制限条項、資産売却制限条項といった高格付社債にはあまり付与されないコベナントも含め、10 種類ほどのコベナントが付与されている。

図表 3 1993 年から 2005 年までに発行された社債のコベナントの付与割合

種類	投資適格 (2,347銘柄)	ハイ・イールド (761銘柄)	合計 (3,108銘柄)
合併制限条項	91.0%	98.6%	92.9%
債務の優先順位制限条項(担保提供制限条項等)	14.0%	77.1%	29.4%
セール・リースバック制限条項	69.0%	49.9%	64.3%
配当制限条項	2.7%	65.5%	18.1%
クロス・デフォルト条項、クロス・アクセラレーション条項などデフォルトに関連するコベナント(注1)	46.7%	87.8%	56.7%
チェンジ・オブ・コントロール条項	2.7%	73.3%	20.0%

(注) 1. クロス・デフォルト条項、クロス・アクセラレーション条項、格付トリガー、純資産トリガー。  
2. 調査対象は、金融機関を除く米国企業。

(出所) Sudheer Chava, Praveen Kumar, and Arthur Warga, “Managerial Moral Hazard and Bond Covenants”, 2007 年より、野村資本市場研究所作成

図表 4 直近 5 年に発行された社債のコベナントの付与割合

種類	投資適格(17社)	ハイ・イールド (13社)	合計(30社)
合併・買収・譲渡制限条項	94.1%	100.0%	96.7%
担保提供制限条項(ネガティブ・プレッジ条項)	64.7%	76.9%	70.0%
セール・リースバック制限条項	58.8%	76.9%	66.7%
配当制限条項	0.0%	30.8%	13.3%
クロス・デフォルト条項、	17.6%	61.5%	36.7%
クロス・アクセラレーション条項	17.6%	76.9%	43.3%

(注) 1. 調査対象は、格付けごとに 2009 年 11 月 26 日時点で社債発行残高が大きい順に選定（金融を除く）。  
2. 構成は AAA が 1 社、AA が 2 社、A が 7 社、BBB が 7 社、BB が 9 社、B が 4 社。対象企業が直近に発行した社債の目論見書を調査。

(出所) 各社目論見書より、野村資本市場研究所作成

#### 4) 担保提供制限条項の対象範囲

### (1) 対象範囲の重要性

わが国でも多くの社債に担保提供制限条項は付与されているが、担保提供制限の対象となる債務の範囲について日米では相違があるため、特にここでは米国社債の担保提供制限条項を取り上げて確認する<sup>7</sup>。

担保提供制限条項は、他の債務に担保が設定される場合には当該債務にも担保を設定しなければならないという制約を債務者に課すコベナンツである。担保提供制限条項は、それが付与される債務が、他の債務に担保が設定されることによって他の債務より弁済順位が低くなってしまふことを防ぎ、債権者を保護することを目的としている。

これにより、例えば社債に担保提供制限条項が付与されると、当該社債の発行後に他の新規、あるいは既存の債務に担保が設定され、当該社債のデフォルト時に発行会社の資産が他の債務への弁済に充てられる結果、回収率が低下するといった状況を防ぐことができる。

ただし、その際には担保提供制限条項の対象範囲が重要となる。対象範囲が社債間に限定されている場合、対象範囲外のローンに担保が設定されることを防げず、社債に担保提供制限条項が付与されていても、デフォルト時にローンより回収率が低くなり得るからである。

### (2) 米国社債の担保提供制限条項

米国では、社債に付与される担保提供制限条項はローンも対象とするのが一般的である。米国の担保提供制限条項は 1929 年に始まる大恐慌によって社債のデフォルトが続出したことを受けて用いられるようになり、1930 年代後半には当時発行された 700 の社債のうちの 80%ほどに付与されていたとされる<sup>8</sup>。その背景としては、社債に個別に担保を設定すると当該担保の価値が社債のデフォルト時に低下している場合があるので、社債権者保護の視点からはそれよりも「他の担保権者の出現を抑制する方が得策であると考えられるに至った」という指摘がある<sup>9</sup>。その一方で、発行会社の視点からは、「できるだけ少ない担保で、しかし、外観上はできるだけ大きく見える担保によって、できるだけ多くの金銭を借りようとする」という目的があったのが実態ではないかという指摘もある<sup>10</sup>。

また、アメリカ法曹財団が 1971 年に作成し、社債の契約書である信託証書のモデルとして、当時のひな形となった模範社債信託証書条項に記載されている担保提供制限条項は、ローンを含む債務全体を対象としており、ローンも対象とする担保提供制限条項の付与が従来から定着していたことがわかる。現在でも、多くの企業がローン

<sup>7</sup> 担保提供制限条項について、詳しくは、吉川・磯部「社債の担保提供制限条項を巡る日米の相違とわが国への示唆」『資本市場クォーターリー』2010年春号（ウェブサイト版）参照。

<sup>8</sup> 松岡久和「クロス・デフォルト条項・ネガティブプレッジ条項の民事法的検討」『ジュリスト』2002年2月15日号参照。

<sup>9</sup> 道垣内弘人「ネガティブ・プレッジ条項の効力」『谷口知平先生追悼論文集2 契約法』1993年参照。

<sup>10</sup> 同上。

も対象に含む担保提供制限条項を付与している（前掲図表4）。

なお、米国ではごく少数のローンに対してではあるが、他の債務に担保提供制限条項を付与することを禁止するダブル・ネガティブ・プレッジ条項（Double negative pledge）というコベナンツが付与されることがある。

### 3. ローンのコベナンツ

#### 1) コベナンツの種類

ローンのコベナンツは社債よりも種類が多い（図表5）。ローンのコベナンツは、有利子負債比率やインタレスト・カバレッジ・レシオといった財務指標に関するコベナンツ、事業部門や営業拠点の維持といった企業の営業活動を制限するコベナンツ、コベナンツの遵守を含むコンプライアンスを求めるコベナンツなど、多岐にわたる財務上の要求、企業活動の幅広い制限、コンプライアンスの確認、を行っている。

そのため、社債投資家においては、投資する社債に付与されているコベナンツに加え、ローンに付与されているコベナンツを把握することが重要となる。ここでは、社債権者の利益保護の視点から米国におけるローンへのコベナンツの付与・情報開示について分析する。

#### 2) ローンのコベナンツの開示と付与状況

ローンは公募証券ではないことから、公募証券に関して投資家への十分な情報提供を確保するという1933年証券法の目的から外れる。そのため、ローンについては目論見書に相当する文書をSECに提出する義務が課されていない。

しかし、公開会社においては、情報を広く公衆が利用できる状態を確保するために、適時開示における臨時報告書である8-K及び、継続開示における年次報告書である10-Kによる情報開示が義務付けられており、これらの文書において社債とローン双方のコベナンツが開示される場合がある。10-Kではローンのコベナンツの内容が明示されないが、例えばシンジケートローンの契約時に8-Kによる開示が求められる場合は、コベナンツの内容が8-Kの数十ページにわたる添付書類において詳細に開示されているため、ローンのコベナンツの内容を投資家は把握することができる。

図表6は、図表4で調査対象とした企業のうち、8-Kにおいてローンのコベナンツの開示を行っている22社の開示状況をまとめたものである。合併・買収・譲渡制限条項、クロス・デフォルト条項あるいはクロス・アクセラレーション条項はすべてのローンに付与されており、その発動条件についても開示されている。ただし、8-Kが作成されるのは、そのローン契約が重要事象に該当する時のみである。

SECは、直接的債務の発生を8-Kの重要事象としている。直接的債務は、①長期債務、②ファイナンス・リース債務、③オペレーティング・リース債務、④通常の事業の過程にはない短期債務、とされているが、具体的にどのような状態で企業にとっ

て「重要」となるのか、数値基準は定められていない<sup>11</sup>。

図表 5 ローンのコバナンツの分類と詳細

分類	詳細	分類	詳細
経営者・支配権・持分に関するコバナンツ	①経営者と役員の変更制限、②現在の株式所有者の変更あるいは敵対的買収者の制限、③合併の制限、④種類株の発行・株式分割の制限、⑤チェンジ・オブ・コントロール条項⑥合併時における承継会社による債務の履行義務	資産売却に関するコバナンツ	①一定水準の会社分割の制限、②子会社との間における資産移転の制限、③自主的な清算手続きの禁止、④その他の資産の売却制限
		投資支出に関するコバナンツ	①固定資産に対する支出制限、②特定の投資の制限
担保に関するコバナンツ	①資産に対する担保設定制限、②債務保証の制限、③資産の維持・保険の購入義務、④特定の水準での担保価値の維持、⑤新設の子会社による債務保証義務、⑥抵当設定に関して新たに制約を設定することの禁止	営業活動に関するコバナンツ	①特定の営業費用制限、②特定の営業活動の維持、③事業部門・拠点の変更制限、④負債の使用用途制限、⑤投機目的の先物禁止、⑥スワップ等のヘッジ契約義務、⑦その他特定の契約禁止、⑧子会社新設・合併・協定の禁止
財務活動に関するコバナンツ	①新規借入の制限、②返済順位が同等あるいは高い債務の発行の制限、③リースまたはセール・リースバックの制限、④新株発行制限、⑤債務調達による自社株買いの禁止、⑥サプライヤーへの貸出の制限	企業グループ内取引に関するコバナンツ	①課税分担契約 (Tax Sharing Agreement) の修正の禁止、②親会社の子会社への投資の制限、③子会社に対する持分の維持義務、④親会社と子会社間の資産移転の制限禁止
現金支出に関するコバナンツ	①配当・自社株買いの制限、②デフォルト時の配当・自社株買いの禁止、③優先株・負債の償還制限	コンプライアンス・デフォルト関連等その他のコバナンツ	①税金・課徴金の支払い履行、②業務活動能力の維持、③関連法・規制・契約の遵守、④債務契約の履行への最善の努力、⑤他の債務のコバナンツの遵守、⑥ERISA 法に従った従業員退職プランの管理、⑦迅速な合併の完遂への最善の努力、⑧不利な判決を迅速に履行する最善の努力、⑨他の債務のデフォルトを解消する最善の努力、⑩債務のコバナンツと対立する契約の禁止、⑪従業員の利益となるプランの新設の禁止、⑫債務契約において生じた損害による提訴の禁止、⑬業務の遂行における貸手の名前の使用禁止、⑭他の債務のコバナンツの修正禁止、⑮クロス・デフォルト条項、⑯クロス・アクセラレーション条項
財務指標に関するコバナンツ	①最低流動比率・当座比率、②最低水準の運転資金、③最低水準の自己資金、④最大有利子負債比率、⑤最低収益率・キャッシュフロー、⑥最低資産価値、⑦最低インタレスト・カバレッジ・レシオ、⑧負債キャッシュフロー比率		
報告と開示のコバナンツ	①適切な帳簿・記録の管理、②帳簿・資産の調査、あるいは経営者への聞き取り権限の常時付与、③特定の文書・財務報告の開示、④特定の営業活動の情報開示、⑤会計手法・決算年次の変更禁止、⑥特定の業績予測の開示、⑦コバナンツ遵守の証明		

(注) 資産売却に関するコバナンツの④その他資産の売却制限、その他のコバナンツの⑩クロス・デフォルト条項、⑪クロス・アクセラレーション条項、は筆者が追加。

(出所) Gilson Stuart C, Warner Jerold B, "Private versus Public Debt: Evidence from Firms That Replace Bank Loans with JunkBonds" 1998 Working Paper より、野村資本市場研究所作成

<sup>11</sup> 米国の法律事務所である Wilmer Hale が公表する Keeping Current with Form 8-K: A Practical Guide, 2008 では、企業が開示の対象とする債務について前もって量的な水準を定めておくべきであるとしている。ただし、SEC は 8-K についての FAQ で量的な水準のみで重要性が決定されるわけではないとしており、関連するすべてのファクターを考慮すべきであるとしている。

図表 6 8-Kにおけるローンのコバナンツの開示割合

コバナンツの種類		投資適格(12社)	ハイ・イールド(10社)
経営者・支配権・持分に関するコバナンツ		100%	100%
	合併・買収・譲渡制限条項	100%	100%
	チェンジ・オブ・コントロール条項	75%	70%
担保に関するコバナンツ		100%	100%
	担保提供制限条項	83%	100%
財務活動に関するコバナンツ		58%	100%
	債務制限条項	50%	100%
	セール・リースバック制限条項	25%	40%
現金支出に関するコバナンツ		33%	50%
財務指標に関するコバナンツ		92%	50%
	レバレッジ比率制限条項	50%	50%
報告と開示に関するコバナンツ		100%	90%
資産売却に関するコバナンツ		42%	80%
投資支出に関するコバナンツ		17%	30%
営業活動に関するコバナンツ		75%	100%
コンプライアンス・デフォルト関連等 その他のコバナンツ		100%	100%
	クロス・デフォルト条項、 クロス・アクセラレーション条項	100%	100%

(注) 1. 調査対象は、図表 4 と同じ企業の中から、ローンについての 8-K を SEC に提出している 22 社を対象とし、2009 年 12 月時点で直近に開示がなされているローンの 8-K を調査。  
2. コバナンツの分類は図表 5 に従う。

(出所) 各社の 8-K より、野村資本市場研究所作成

## 4. わが国の現状

### 1) 社債に付与されるコバナンツ

わが国では、かつては無担保社債の利払いを確実にするためにコバナンツ（財務制限条項）の設置義務が定められ、適債基準を満たした企業が純資産維持条項・利益維持条項・配当制限条項・担保提供制限条項・担附切換条項を格付や純資産に応じて付与し、無担保社債を発行していた。しかし、1996 年に設置義務が自由化されると、格付けが高くデフォルトの可能性が少ない企業が、コバナンツをほとんど付けない社債を発行することが多くなった。このことについて生命保険協会は、機関投資家の立場から自由化後のコバナンツの減少、各社債に付与されるコバナンツの内容の不統一、担保提供制限条項がローンを対象としなくなったことによる社債の劣後などを指摘している<sup>12</sup>。

<sup>12</sup> 『社債市場の現状と課題について（99年版）』生命保険協会、2000年参照。

わが国では現在でも、米国と比べて社債に付与されるコバナンツの種類が少ない。2009年にわが国で発行された公募普通社債に「財務上の特約」として付与されたコバナンツの割合を見ると、ほとんどの社債には担保提供制限条項が付与されているが、それ以外のコバナンツはほとんど付与されていない（図表7）。クロス・アクセラレーション条項については、「期限の利益喪失」に関する特約として一般的に社債に付与されているが、米国では一般的な、合併・買収・譲渡制限条項、セール・リースバック制限条項、チェンジ・オブ・コントロール条項といったコバナンツが、わが国の社債に付与されることはほとんどないようである。

## 2) 社債に付与される担保提供制限条項

わが国で発行される社債の担保提供制限条項には、担保提供限定特約、社債間限定同順位特約<sup>13</sup>、特定投資法人債間限定同順位特約などがある<sup>14</sup>。このうち担保提供限定特約は、ローンを含む国内債務を対象とする。一方で、社債間限定同順位特約は他の国内社債を対象を限定している。また、特定投資法人債間限定同順位特約は、RIETが発行する投資法人債に付与されるコバナンツで、国内で発行する他の投資法人債を対象とする。

担保提供制限条項が付与されているほぼすべての社債では、社債間限定同順位特約、特定投資法人債間限定同順位特約が付与されており、対象範囲が限定されている。国内債務全体を対象とする担保提供限定特約が付与される社債はほとんどない（図表8）。2007～2009年の間で、担保提供限定特約が付与された公募社債は、岡村製作所と東武鉄道が発行した個人向け社債のみであった。

一方、わが国のローンは、予め定められた事由が生じた場合には当該ローンに対して担保設定を要求できるとされていることが多い。一般的な銀行取引約定書には、担保価値の減少あるいは企業の信用不安などによって、ローンの保全が必要となった場合には、銀行が追加の担保設定を企業に要求できるとされているからである<sup>15</sup>。

また、日本ローン債権市場協会（JSLA）がシンジケートローンの貸出契約書のひ

図表7 2009年にわが国で発行された公募普通社債のコバナンツの付与割合（374銘柄）

担保提供制限条項	72.5%	純資産維持条項	1.1%
担附切換条項	6.4%	留保資産提供制限条項	1.1%
利益維持条項	1.1%	留保物件付切換条項	1.3%

（注）クロス・デフォルト条項、クロス・アクセラレーション条項は、統計の対象外。

（出所）日本証券業協会資料より、野村資本市場研究所作成

<sup>13</sup> 特定社債間限定同順位特約を含む。

<sup>14</sup> これらの3つは、社債の銘柄名の横に記載され、内容は目論見書内の財務上の特約（担保提供制限条項）に記載される。また、ユーロ円債では、対象を外国で発行される上場社債に限定した担保提供制限条項が付与されることがある。そのため同じ企業が国内社債とユーロ円債の両方を発行し、かつ担保提供制限条項を双方に付与している場合、同条項は社債同士ではあるがお互いを対象としていないということが生じる。

<sup>15</sup> 関沢正彦・中原利明『融資契約第2版』金融財政事情研究会、2008年参照。

図表 8 わが国で発行された公募社債における担保及び担保提供制限条項の有無

		2007年(443 銘柄)	2008年(324 銘柄)	2009年(374 銘柄)
担保付		13.8%	24.4%	12.8%
無担保	担保提供制限条項なし	9.7%	9.6%	14.7%
	担保提供制限条項あり	76.5%	66.0%	72.5%
	社債間限定(注)	76.3%	65.7%	71.9%
	担保提供限定特約	0.2%	0.3%	0.5%

(注) 担保提供限定特約以外の担保提供制限条項すべてを含む。

(出所) 日本証券業協会資料より、野村資本市場研究所作成

な型として作成しているリボルビング・クレジット・ファシリティ契約書、タームローン契約書では、予め定められた例外を除いて、他の債務への担保設定には銀行の承諾が必要であると規定しており、ローンに付与される担保提供制限条項は社債とローンの両方を含むすべての債務を対象としているようである。

そのため、ローンに追加的な担保が設定されても、米国のように社債に同等の担保を設定できず、投資家からは社債がローンに事実上劣後していると懸念されているとの指摘がある<sup>16</sup>。

### 3) ローンのコベナンツ

わが国では、ローンのコベナンツはもともと少なかった。一般的な銀行取引約定書には、①銀行による調査への協力、②財務・経営状態の報告・情報提供、についてのコベナンツしか規定されていない<sup>17</sup>。これは、メインバンクが契約によらずに企業の情報を詳細に把握している環境では、コベナンツの効果が発揮される場面があまりなかったためと考えられる。しかし、最近では多様なローンのコベナンツが普及するようになった。メインバンク制度が崩れ、シンジケートローンやプロジェクト・ファイナンスなど、メインバンク以外からもローンの提供を受けるようになったことが背景にある<sup>18</sup>。

シンジケートローンの貸出契約書に関しては、JSLA のリボルビング・クレジット・ファシリティ契約書、タームローン契約書において、①クロス・アクセラレーション条項、②報告義務（期限の利益喪失、格付変更、経営状況の悪化など）、③調査協力義務、④担保提供制限条項、⑤法令遵守、⑥事業変更の制限、⑦パリパス、⑧合併・会社分割・株式交換・株式移転・営業譲渡・資産譲渡（セール・リースバックを含む）の制限、⑨純資産の維持、⑩格付けの維持、についてのコベナンツが記載されて

<sup>16</sup> 「成長続くか社債市場（下）」2008年5月3日付日本経済新聞朝刊記事参照。

<sup>17</sup> 脚注15参照。

<sup>18</sup> シンジケートローンは、コミットメントラインを締結する際の法的障害となっていた手数料の扱いが1999年の特定融資枠契約法の施行によって解決され、日本ローン債権市場協会による契約書のひな形作成や取引・情報開示に関する行為規範の策定といった環境整備、企業のデットIR活動の活発化によるメインバンク以外の銀行への情報開示なども背景に、市場規模が拡大している（2009年末の残高は約57兆9,469億円）。

おり、これらが一般的に用いられている模様である。

ローンを含む債務に付与されるコベナンツは、有価証券報告書に記載されている。特に、有価証券報告書への記載方法を定める財務諸表等規則の改正<sup>19</sup>が 2009 年 3 月期決算から適用されたため、開示企業数は昨年比べて大幅に増加し、219 社が有価証券報告書において開示した（図表 9）。しかし、有価証券報告書において開示されているコベナンツには、純資産維持や利益維持といった財務指標に関するコベナンツが多い。一方で、クロス・デフォルト条項やクロス・アクセラレーション条項のようなデフォルトに関するコベナンツを開示している企業は少ない。

また、米国では重要事象に該当する債務の契約時等に 8-K において詳細な開示をする必要があるが、わが国にはこれに相当する法的開示制度は存在しない。わが国では、8-K に相当する開示制度として東京証券取引所（東証）の上場企業に適用される適時開示制度があるが、債務発生時に数ページの情報が開示されるに留まっている。

社債権者はローンのコベナンツについて詳細な情報を得ることができず、投資先の企業のローンに、担保提供制限条項のような企業活動を制限するコベナンツや、クロス・デフォルト条項やクロス・アクセラレーション条項といったデフォルト時に効果を発揮するコベナンツが付与されているかを把握することができない状況下にあるといえる。

図表 9 わが国の企業の 2009 年 3 月期の有価証券報告書における開示企業数（総数 219 社）

記載箇所	コベナンツ違反の有無	
	コベナンツに違反している企業(54社)	コベナンツに違反していない企業(165社)
GC 注記	12	記載の必要なし
事業等のリスク	43	78
MD&A	23	8
財務諸表の注記	37	119
対処すべき課題、経営上の重要な契約等	4	6

（出所）吉永康樹「財務制限条項の開示分析」『経理情報』2009 年 11 月 10 日号より、野村資本市場研究所作成

<sup>19</sup> 企業のゴーイングコンサーンに重要な疑義が生じると判断される場合やその他企業の経営に重要な影響を及ぼす事象が存在する場合には、「事業等のリスク」の箇所にその旨と内容を記載することに加えて、「財政状態、経営成績及びキャッシュフローの状況の分析」（MD&A）において当該事象の分析・検討をした上で解消または改善方法を記載しなければならなくなった。さらに、ゴーイングコンサーンに関する重要な疑義を企業が解消・改善することができない可能性がある場合には、「継続企業の前提に関する注記（GC 注記）」にその旨・内容・対応策及び、対応策に不確実性が認められる旨・理由・財務諸表への反映の有無を記載しなければならなくなった。改正前の財務諸表等規則では、コベナンツ違反がゴーイングコンサーンに重要な疑義を生じさせると判断される場合に、「GC 注記」が記載されるのみであった。ただし、企業によっては借入金の注記としてコベナンツを開示している場合もあった。

### Ⅲ デフォルト後に社債権者の利益を守るトラスティー

#### 1. トラスティーとは

米国社債市場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。社債市場が発達している米国では、信託証書法によって、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ている。また、トラスティーの利益相反などは厳しく制限されており、わが国と比較すると、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<sup>20</sup>。

#### 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<sup>21</sup>。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にもかかわらず、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<sup>22</sup>。その背景には、信託証書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ー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、トラスティー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、トラスティーの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ーへの批判が高まった結果、社債のトラスティー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<sup>23</sup>。同法では、社債権者保護のためにトラスティーが取るべき行動について定められ、問題とされた一部の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。

<sup>20</sup> トラスティーについて、詳しくは、吉川・磯部「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—」『資本市場クォーターリー』2010年春号（ウェブサイト版）参照。

<sup>21</sup> 青山和司『アメリカの信託と商業銀行』日本経済評論社、1998年参照。

<sup>22</sup> 同上。

<sup>23</sup> Trust Indenture Act of 1939 (<http://www.sec.gov/about/laws/tia39.pdf>) 参照。

その後、1982年の一括登録（shelf registration）制度の緩和<sup>24</sup>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年に信託証券法が改正された<sup>25</sup>。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<sup>26</sup>。

### 3. 社債権者を保護するトラスティの役割

トラスティ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、トラスティに就くことができない。トラスティ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。

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券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、裁量の無い、事務的な業務を行う役割である（信託証券法第315条(a)）。

#### 2) デフォルト時及びその後のトラスティ

一方、社債のデフォルト時とその後の時点では、トラスティは社債権者の利益の

<sup>24</sup> 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。

<sup>25</sup> 明田川昌幸「米国連邦信託証券法の改正について（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。

<sup>26</sup> 同上。

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<sup>27</sup>。前者の場合、トラスティ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<sup>28</sup>。

また、デフォルト後のトラスティ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は自身の裁量で行動できる。その上で、トラスティの裁量により、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するのかを決定する。加えて、トラスティ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）。一方、ファンダメンタル・デフォルトの場合は、社債権者の同意を得た上で行動するようである。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。

### 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ベ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、トラスティは社債権者の権利を守るべく、訴訟という手段を採ることもある。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

<sup>27</sup> 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。

<sup>28</sup> 森まどか『社債権者保護の法理』中央経済社、2009 年参照。

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」するコベ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ベ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、コベ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債券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。

## 4. 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、あるいは②発行会社・引受会社とトラスティー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トラスティー自身が発行会社の債権者となっていることである（図表 10）。①、②、④は、社債のデフォルト時にトラスティーが自らの利益を社債権者の利益に優先させる可能性が

図表 10 社債デフォルト後のトラスティの利益相反事由

<b>トラスティと引受会社・発行会社の間に役職員の兼任がある</b>	
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
<b>トラスティと引受会社・発行会社の間に証券の保有がある</b>	
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
<b>複数の立場の債権者の利益を代表する</b>	
⑨	同一発行会社の複数の信託証書と受託関係がある
<b>トラスティ自身が発行会社の債権者となっている</b>	
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 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時まで辞任しなかった場合、発行会社のデフォルト前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、信託証券法第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。

## 5. トラスティ業界の専門化の動き

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無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<sup>29</sup>。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制限されるため、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11）。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12）。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。

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」としてデフォルトリスクの低い社債のトラスティを務めていたため、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<sup>30</sup>。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

<sup>29</sup> 脚注25参照。

<sup>30</sup> “Trustees: lessons from the credit crunch”, *Euroweek*, 2009/05/29参照。

図表 11 トラスティの受託金額ランキング

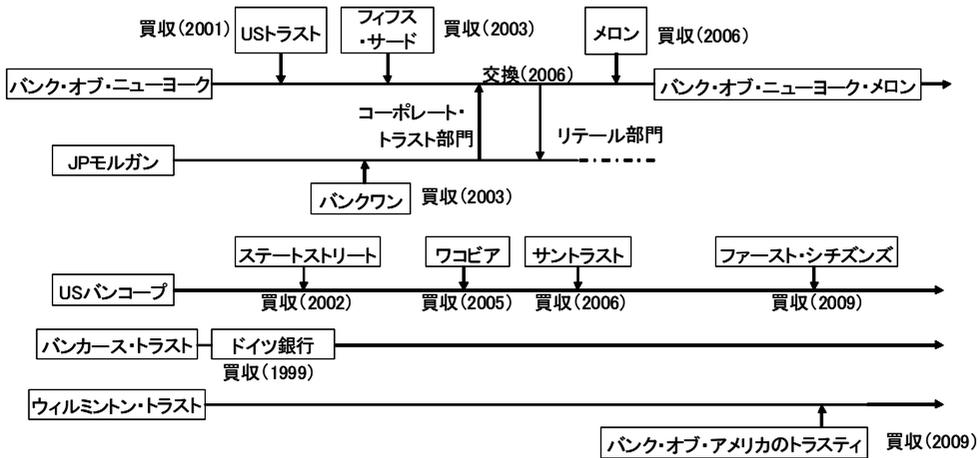
投資適格				ハイ・イールド			
2000年				2008年			
順位	会社名	シェア (%)	発行額 (億ドル) / 件数 (件)	順位	会社名	シェア (%)	発行額 (億ドル) / 件数 (件)
1	JPモルガン	41.2	1,419 / 548	1	バンク・オブ・ニューヨーク・メロン	63.8	2,893 / 289
2	バンク・オブ・ニューヨーク	23.5	809 / 307	2	ドイツ銀行	12.6	570 / 120
3	シティバンク	11.4	392 / 87	3	USバンコープ	11.6	526 / 62
4	バンクワン	9.3	321 / 132	4	ウェルズファーゴ	3.6	164 / 30
5	USバンコープ	6.0	208 / 120	5	ロー・ディベンチャー・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ネスピット・パーンズ	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

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	バンク・オブ・ニューヨーク	56.7	106 / 29	1	バンク・オブ・ニューヨーク・メロン	37.3	82 / 22
2	バンクワン	14.7	28 / 6	2	ウェルズファーゴ	26.9	59 / 12
3	ウェルズファーゴ	7.3	14 / 5	3	USバンコープ	20.5	45 / 11
4	USバンコープ	6.3	12 / 2	4	ドイツ銀行	9.1	20 / 3
5	JPモルガン	6.2	12 / 5	5	HSBC	2.7	6 / 1
6	ウィルミントン・トラスト	5.3	10 / 1	5	ウィルミントン・トラスト	2.7	6 / 1
7	アメリカン・ストック・トランスファー	1.9	3 / 3	7	ロー・ディベンチャー・トラスト	0.7	2 / 1
8	バンカース・トラスト	1.3	2 / 3	8	-	-	-
9	ステート・ストリート	0.2	0.3 / 1	9	-	-	-
10	-	-	-	10	-	-	-

(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 12 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

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を辞任すると、その後任トラスティとなっている。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、米国大企業向け融資がないことから、トラスティ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、ゼネラルモーターズやワシントン・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には登場しないが、後任のトラスティとして案件を増やしているのだからそ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を辞任することが増え、専門の信託会社がシェアを伸ばしている。

## 6. 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、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<sup>31</sup>。

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<sup>32</sup>。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13）、全体の80%以上に達したこともあった<sup>33</sup>。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<sup>34</sup>。

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<sup>35</sup>。

図表13 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

<sup>31</sup> ニッキン 2009年9月4日付記事参照。

<sup>32</sup> 徳島勝幸『現代社債投資の実務 第3版』財経詳報社、2008年参照。

<sup>33</sup> 脚注31参照。

<sup>34</sup> 脚注31参照。

<sup>35</sup> 脚注32参照。

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、例えばコベナント（財務上の特約）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<sup>36</sup>。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とは大きく異なる。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<sup>37</sup>。

#### IV わが国における社債権者保護の仕組みを整備する必要性

本稿では、社債権者保護の仕組みという観点から、発達した米国社債市場におけるコベナントとトラスティーの実態について確認した。今後、わが国社債市場の拡大を図る上で、投資家による社債投資を促すために、米国のような社債権者保護の仕組みの整備も検討に値すると思われる。

社債のコベナントについては、米国では多様なコベナントが付与されているが、わが国では社債に付与されるコベナントが財務制限条項の自由化以降少ない状態が続いており、付与されているコベナントが担保提供制限条項やクロス・アクセラレーション条項のみというケースも多い。しかし、わが国企業の間でも M&A を活用した海外展開や国内事業再編が活発化しており、米国のように社債権者に不利益をもたらす企業行動を制約するコベナントを付与することの重要性は増しているのではないだろうか。

また、わが国社債の多くには担保提供制限条項が付与されているが、対象範囲が社債間等に限定されているケースがほとんどである。そのため前述のように、投資家からは社債がローンに事実上劣後していると懸念されているとの指摘もあり<sup>38</sup>、投資家による社債投資の拡大のためにも、こうした指摘に対応する必要があるのではないだろうか。ロンドンに拠点を置く国際資本市場協会（ICMA）は 2006 年、国際市場における債券発行では、付与される担保提供制限条項がローンを対象としていないことも多いと指摘し、社債権者に対して担保提供制限条項の対象範囲について注意を促している<sup>39</sup>。このことから社債権者保護の観点からは担保提供制限条項の対象範囲にローンを含むことが望ましいといえる。

さらに、ローンのコベナントについては、米国では重要事象に該当するローンにおいては 8-K で詳細なコベナントの情報が開示されるが、わが国では有価証券報告書や東証の適時開示で限定的に開示されているのみなので、わが国の投資家や社債権者はローンのコベナントを把握できない状況にある。これについても、社債投資拡大のために、米国の 8-K による開示に相当する情報開示制度の導入も検討に値するのではないだろうか。

<sup>36</sup> 脚注 28 参照。

<sup>37</sup> 脚注 28 参照。

<sup>38</sup> 「成長続くか社債市場（下）」2008 年 5 月 3 日付日本経済新聞朝刊記事参照。

<sup>39</sup> ICMA, “Description of Debt as “Senior” and The “Negative Pledge” Covenant”, October 2006 参照。

一方、社債のデフォルト後における社債権者の利益保護について、米国では社債のデフォルト後、トラスティーに社債権者の利益を代表して裁量的に行動することを義務付けており、その際のトラスティーの利益相反を厳格に制限していることが特徴的である。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<sup>40</sup>。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える指摘もある<sup>41</sup>。

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<sup>42</sup>。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<sup>43</sup>。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といえるのではないだろうか。

<sup>40</sup> 脚注 32 参照。

<sup>41</sup> 脚注 28 参照。

<sup>42</sup> 2009年4月17日付日本経済新聞朝刊記事参照。

<sup>43</sup> 2010年3月6日付日本経済新聞朝刊記事参照。