

コベナントモデル（参考モデル）（案）【事務局タタキ台】

平成 24 年 3 月 15 日

社 債 懇 事 務 局

1. はじめに

このコベナントモデルは、企業の社債発行及び社債投資の拡大を図るため、現状、定型・硬直化している社債のコベナントについて、企業の社債発行に当って、市場慣行として、企業の資本・財務政策及び投資家のニーズに応じてコベナントが柔軟に設定・付与されるよう、コベナントモデル（参考モデル）を例示するものです。

2. 社債コベナントの分類及び基本的な性格

2-1 社債コベナントの分類

社債のコベナントは、次のとおり、定期的に財務指標を確認するメンテナンステスト（財務維持コベナント）、一定の行動を規制するインカランステスト（追加負担制限コベナント）及び財務指標等の報告を求めるレポーティングコベナントに分類することができます。

(1) 追加負担制限コベナント（Incurrence Covenants）

- ① 負債の制限
- ② 担保提供制限
- ③ 配当等制限、支払制限
- ④ 新規投資制限
- ⑤ 資産の処分に関する制限
- ⑥ セール・アンド・リースバック制限
- ⑦ 子会社に関する制限
- ⑧ 関連当事者取引の制限
- ⑨ 合併の制限
- ⑩ Change of Control 条項（大株主の異動の制限）

(2) 財務維持コベナント（Financial Maintenance Covenants）

- ① 純資産額維持

- ② 自己資本比率維持
- ③ 利益維持
- ④ 負債額維持、負債比率維持
- ⑤ インタレスト・カバレッジ・レシオの維持
- ⑥ 有利子負債 / EBITDA 倍率の維持
- ⑦ 有担保負債比率維持
- ⑧ 格付維持

(3) レポーティングコベナント (Reporting Covenants)

- ① コベナント充足についての代表取締役等による証明書の提出
- ② 特定の事象が発生した場合の社債権者への迅速な報告
- ③ コベナントの対象となる財務指標の定期的な報告

(4) 上記(1)から(3)の主なコベナントの具体的な内容は、別紙1「社債コベナント参考事例集」のとおりです。

2-2 社債コベナントの基本的な性格

(1) 社債コベナントは、社債権者の権利や地位を保全するために設定・付与されますが、企業と銀行との間で締結される銀行ローンのコベナントは、多くがモニタリング機能として設定・付与されます。コベナントの抵触については、銀行ローンのコベナントが抵触時の免責 (waiver) をある程度考慮されているのに対して、社債ではコベナントの抵触は直ちに期限の利益喪失となり不特定多数の投資家に影響を与えるおそれが高く、同じコベナントであっても企業にとってその意味合いが大きく異なります。

(2) 特に信用リスクが相対的に大きい企業・格付が相対的に低い企業（以下「低格付の企業」といいます。）は、高格付の企業と比較して、次のいずれか若しくは複数の点で十分ではないなどの理由で低格付になっているものと考えられます。

- ① 資本蓄積 ② 総資産規模 ③ 業績変動 ④ キャッシュフローの創出

(3) 低格付の企業の社債の発行に当たっては、上記のような一般的傾向に鑑みると、過度な財務維持コベナントは企業自身がそのコントロールを出来ず誰も予想しないデフォルトを頻出させる要因になりかねません。低格付社債に関しては社債発行企業自身がコントロール可能な追加負担制限コベナントを中心に構成し、一部財務維持コベナント

ツの組合せが適切であると考えられます。また、格付が BBB－/BB のいわゆるクロスオーバー的クレジットでは、その格付水準によるコベナントの発動条項を設定・付与することで、格付の状況の変化に発行会社、投資家も対応することが可能となります。

3. 社債コベナントの柔軟・適切な設定・付与

- (1) 企業の社債発行に当って、社債コベナントが柔軟に設定・付与されるためには、発行会社及び投資家にとってより利便性が高いものとする必要があります。具体的には、上記 2－1 の社債コベナントを複数組み合わせ利用することが考えられますが、個々のコベナントは、それぞれ意図した目的があり意味する内容が異なるため、柔軟・適切に組み合わせることで、それぞれの効果をより強固にすることもできますが、発行会社としてコントロールが難しい状況を生み出してしまうこともあり得ます。また、本来意図しない目的で使われることがないように留意する必要があります。
- (2) 別紙 2 「社債コベナント組合せモデル（参考モデル）」は、コベナントの組合せ利用に関して例示するものです。

4. 社債コベナント抵触時の対応

- (1) 社債は、コベナント抵触後、直ちに期限の利益喪失となり柔軟性や機動性に欠けるといった指摘があります。
- (2) 企業は、例えば追加負担制限コベナントに抵触しても事業を継続し存続可能なケースがあり、米国の運用例を参考に、社債権者が、コベナント抵触時にコベナントの内容の変更などによる対応ができるよう、社債発行要項及び社債管理委託契約において、期限の利益喪失まで一定の猶予期間を設けるなどの対応が考えられます。
- (3) さらに、社債権者集会が開催できずコベナントの内容の変更等が適わなかった場合には、デフォルトを回避するため社債発行企業に繰り上げ償還を認め、コベナント抵触時に投資家にプット権を付与するなどの方法も考えられます。具体的なコベナントモデル（参考モデル）の内容は、別紙 3 「社債コベナント抵触時の対応例」のとおりです。

以 上