

## コベナンツモデル（参考モデル）（案）

平成 24 年 4 月 4 日

社債市場の活性化に関する懇談会第 2 部会

### 1. はじめに

このコベナンツモデル（参考モデル）は、企業の社債発行及び社債投資の拡大を図るため、社債のコベナンツについて、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ツが柔軟に設定されるよう、参考として例示するものです。

### 2. コベナンツの基本的な性格及び社債コベナンツの分類

#### 2-1 コベナンツの基本的な性格

コベナンツとは、社債やローンによる資金調達の際に、その社債要項またはローン契約の内容として、債務者の債務履行能力の維持を図るため当該債務者に一定の誓約事項を課すものや、債権者に不利益な事象が生じた場合に契約の解除や条件の変更を行うことが盛り込まれた特約事項を指します。一般に、コベナンツに抵触した場合にはとられる強制的な措置として、当該債務にかかる期限の利益の喪失や、利率の引上げ、債権者による償還請求権の発生といった内容も併せて定められています。これにより、財務の健全性維持が図られたり、債務履行能力を低下させるような一定の行動を取らせないようにすることで、債務者である企業の規律が保たれ、又債権者による債権回収の確実性が高まることが期待されます。

#### 2-2 社債コベナンツの分類

主な社債のコベナンツは、次のとおり、一定の行為を規制する追加負担制限コベナンツ（Incurrence Covenants）、定期的に財務指標を確認する財務維持コベナンツ（Financial Maintenance Covenants）に分類することができます。

##### (1) 追加負担制限コベナンツ（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) 財務維持コベナンツ（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) 上記(1)又は(2)のコベナンツの実効性を担保するため、これを補完するものとして、併せて以下のレポーティング・コベナンツ（Reporting Covenants）を設けることが考えられます。

- ① コベナンツ充足に関する代表取締役等の証明書の提出
- ② 特定の事象が発生した場合の迅速な報告
- ③ コベナンツの対象である財務指標等の定期的な報告

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

### 3. 社債コベナンツの柔軟・適切な設定

- (1) 社債コベナンツの設定に当たっては、個別案件毎に発行企業、投資家の意向を踏まえつつ、実効性が高くかつ現実的な内容とすることが重要です。例えば信用リスクが相対的に大きいからという理由で、過度な財務維持コベナンツが設定される場合

には、発行企業の活動に過度な制約をかけ、資金調達としての効果を損なう要因になりかねません。例えば、成長企業等は、一般的に業績変動が大きいため、画一的な財務コベナンツによる管理が適切であるとは言えません。このような場合は、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ツを中心に構成し、一部財務維持コベナンツを組み合わせることが考えられます。また、発行企業の格付が一般に投資適格と非投資適格の境目にあたりとされる BBB- / BB では、格付水準の変動によるコベナンツの発動条項を設定することで、信用状況の変化に発行会社、投資家ともに対応することが可能となります。

- (2) 社債コベナンツの設定の在り方として、上記 2-2 の社債コベナンツを市場のニーズに合わせて、複数組み合わせることも考えられます。個々のコベナンツは、それぞれ意味する内容が異なるため、適切に組み合わせることができれば、それぞれの効果をより強固にすることもできますが、個々のコベナンツの性質を十分に考慮することなく組み合わせると、意図しない期限の利益の喪失等、発行会社に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。
- (3) 別紙 2 「社債コベナンツ組合せモデル（参考モデル）」は、コベナンツの組合せ利用に関して例示するものです。

#### 4. 社債コベナンツ抵触時の対応

- (1) 社債においては、社債権者の利害に関わる事項を決定するには社債権者集会の開催が必要とされるため、ローンと比べ、条件変更等を行うことについて柔軟性や機動性に欠けており、コベナンツに抵触した場合、直ちに期限の利益喪失となることが想定されやすいといった指摘があります。こうした問題に対応するため、コベナンツ抵触時の対応として、直ちに期限の利益を喪失すること以外の対応を規定しておくことが考えられます。
- (2) 例えば、コベナンツに抵触しても発行企業が事業を継続し存続可能なケースもあり、そのような場合を念頭において、米国の運用例を参考に、コベナンツ抵触時に抵触状態を解消し、またコベナンツ内容の変更などの対応ができるよう、社債発行要項においてコベナンツ抵触が期限の利益喪失事由となるまでに一定の猶予期間を規定しておくなどの対応が考えられます。あるいは、弁済能力のある発行企業については、発行企業に期限の利益の喪失前の繰り上げ償還権、社債権者にコベナンツ抵触時に行使

可能な償還請求権(プット・オプション)を付与しておくなどの方法も考えられます。

- (3) 具体的なコバナンツ抵触時の対応(参考モデル)の内容は、別紙3「社債コバナンツ抵触時の対応に関する規定例(参考モデル)」のとおりです。

以 上