



社債のコベナント等の情報開示について



平成22年11月5日

ニッセイ基礎研究所

金融研究部門兼保険・年金研究部門

徳島勝幸



過去に付されていた主な財務上の特約

センサー条項:

純資産維持条項

利益維持条項

配当制限条項

劣後性回避条項

担保提供制限条項(社債間限定同順位特約等)

担附切替条項

⇒現在は、ほぼ社債間限定同順位特約のみ



個人投資家向け社債での財務上の特約

機関投資家向けでは、ほぼ見られなくなった純資産額維持条項の付されている例

※ソフトバンク個人向け社債（第27回債・29回債・33回債）

「当社は、本社債の未償還残高が存する限り、当社の事業年度の末日における貸借対照表（注は省略）に示される純資産の部の金額をXXX億円（第27回；3,116億円・第29回；3,013億円・第33回；3,265億円）以上に維持しなければならない。」

⇒この間に機関投資家向けで募集した社債（第28回債・第30回債・第31回債・第32回債）には、同様の特約は付されていない。

※ソフトバンクの各社債は、2009年及び2010年の募集



機関投資家向け純資産額維持条項の復活例

平和不動産第10回債・第11回債(2009/12・2010/1)

「当社は、本社債の未償還残高が存する限り、当社の各事業年度の末日における貸借対照表(注は省略)に示される純資産の部の金額を508億円以上に維持しなければならない。」

格付けはR&IのBBB格・JCRのBBB+格

なお、社債にはいずれも社債管理者を設置

ただし、担保提供制限条項は、社債間限定同順位



社債間限定同順位特約による融資の優位性

－融資に担保が付されても、社債は無担保

アーバンコーポレイションの借入金(シンジケート・ローン)に付されていた例：“(株)日本格付研究所または(株)格付投資情報センターの長期債務格付けについてBBB一格を維持すること”（格付けトリガー条項）

2008年6月4日にJCRがBBB一格からBB+格へ格下げ

→ 社債は無担保のままで、6月20日当該融資のみ繰上返済
その後8月13日に同社は破綻



コバレントマテリアルの財務上の特約適用回避

シンジケート・ローン(借入残高300億円)

純資産維持: 75%(対前年度末)

レバレッジ制限: 5以内

→ 2010年3月末に純資産維持条項に抵触の恐れ

金融機関と協議し、適用しない旨合意

併せて、契約内容を変更(半期末適用)

+担保提供: 建物・機械・土地等簿価500億円

⇒ 第1回社債550億円は無担保のまま放置

(社債間限定同順位特約付)



低格付け社債へのコベナンツ付与拡大を

コベナンツの工夫による起債拡大の可能性

格付変更に応じたもの(利率引上げ等)

償還タイミングに関するもの(償還延長・早期償還等)

企業構造の変化に対するもの

(Change of Control・買収制限等)

純資産維持条項・格付維持条項

(シンジケート・ローンで付されるものもあるのに、社債に付されないのは、社債権者の要請がないからか?)

⇒特約は自由化されたのであって、撤廃されたのではない。



社債のコベンアンツ

発行登録目論見書・追補書類

融資（既存／後発）に付されている特約

⇒何らかの問題がない限り、開示されていない

※社債権者から見ると、優先される可能性のある他の債務が存在するのに、それを知らされないことは、債権者間の公平性を欠き、“要素の錯誤”が存在すると主張できる状況に近いのではないか。



融資のコベナント開示(有価証券報告書等)

→主な開示例は、①継続企業の前提に疑義、
②事業等のリスク+財政状態に懸念がある場合
であり、任意に開示されるのは稀

- ①継続企業の前提に疑義のある場合の開示は必須であるが、
- ②の場合には、“継続企業の前提に疑義を生じさせるような事象”もしくは“経営に重要な影響を及ぼす事象”とされており、「社債権者にとっての重要性」ではない



社債に付される特約が、

債務間限定同順位の場合は、融資のコベナントによって社債権者が不利に扱われる可能性はほとんどないため、融資に付されるコベナントの開示を求める必要はないが、

社債間限定同順位特約によって社債権者が「蚊帳の外」に置かれる場合には、融資に付されるコベナントについて、社債募集時及び有価証券報告書（社債発行後の融資を含む）での開示を義務付けるべきではなかろうか。

以上