

## 「第4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22年11月26日（金）午後4時～5時30分  
場 所 日本証券業協会 第1会議室  
出席者 神田部会長ほか各委員

### 議事概要

#### 1. 米国の社債に付与されるコベンツの内容と開示の状況等について

次のとおり、野村資本市場研究所 井瀧委員及び吉川氏から、配付資料1に基づき「米国の社債に付与されるコベンツの内容と開示の状況」について報告・説明が、また、事務局から、配付資料2に基づき「社債市場の活性化に関する海外調査報告（米国におけるコベンツの付与及び開示）」について報告・説明があった後、意見交換が行われた。

### 【報告・説明】

#### 1. 米国の社債に付与されるコベンツの内容と開示の状況

##### 1-1 コベンツの内容

##### (1) 米国の社債に付与される主なコベンツ

- ① 米国では、1971年に米国法曹財団によって作成された「模範社債信託証書条項」に、社債に付与されるコベンツの内容の雛型が記載されており、1970年代には既にコベンツが使われていたようである。
- ② 現在の社債には、主に下記③のコベンツが付与されている。チェンジ・オブ・コントロール条項は、1980年代以降、レバレッジド・バイアウト（LBO）への対応策として付与されるようになった。
- ③ 社債のコベンツの種類と内容
  - イ. 合併・買収・譲渡制限
    - ・ 発行会社あるいは子会社のM&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。
    - ・ ただし、① 承継会社が社債の債務をこれまでどおり履行する場合、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&Aが認められることがある。
  - ロ. セール・リースバック制限

- ・ 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。
- ・ 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はセール・リースバックが認められることがある。

#### ハ. クロス・デフォルト及びクロス・アクセラレーション

- ・ 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）。
- ・ 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）。

#### ニ. 担保提供制限（ネガティブ・プレッジ）

- ・ 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。
- ・ 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。

#### ホ. 配当制限

- ・ 発行会社あるいは子会社の配当を制限、又は子会社からの配当受取を制限する。
- ・ ただし、格付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。

#### ヘ. チェンジ・オブ・コントロール

- ・ 定められたチェンジ・オブ・コントロールに抵触するイベントが発生し、格付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。
- ・ チェンジ・オブ・コントロール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。

### (2) 米国の社債へのコベナントの付与状況

- ① 合併・買収・譲渡制限及びセール・リースバック制限は、社債の格付によらず付与比率が比較的高い。
- ② 直近5年の社債について、社債発行額の大きい企業の目論見書を見ると、担保提供制限の付与比率も高い。
- ③ クロス・デフォルト、クロス・アクセラレーション及びチェンジ・オブ・コントロールは、非投資適格債において付与比率が高い。

④ 配当制限は、直近の社債の目論見書において、非投資適格債でも 30.8%と付与比率が低い。

⑤ 1993 年から 2005 年までに発行された社債のコバナンツの付与割合

[投資適格 (2,347 銘柄) / 非投資適格 (761 銘柄)]

イ. 合併・買収・譲渡制限	91.0% / 98.6%
ロ. セール・リースバック制限	69.0% / 49.9%
ハ. クロス・デフォルト及びクロス・アクセラレーション	46.7% / 87.8%
ニ. 担保提供制限 (ネガティブ・プレッジ)	14.0% / 77.1%
ホ. チェンジ・オブ・コントロール	2.7% / 73.3%
ヘ. 配当制限	2.7% / 65.5%

(注) 調査対象は、金融機関を除く米国企業である。

⑥ 直近 5 年に発行された社債のコバナンツの付与割合

[投資適格 (17 社) / 非投資適格 (13 社)]

イ. 合併・買収・譲渡制限	94.1% / 100.0%
ロ. セール・リースバック制限	58.8% / 76.9%
ハ. クロス・デフォルト及びクロス・アクセラレーション	17.6% / 61.5%
ニ. 担保提供制限 (ネガティブ・プレッジ)	64.7% / 76.9%
ホ. チェンジ・オブ・コントロール	17.6% / 76.9%
ヘ. 配当制限	0.0% / 30.8%

(注) 調査対象は、格付毎に 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。) しており、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 社である。対象企業が直近に発行した社債の目論見書を調査した。

(3) 社債に付与されたコバナンツの発動

① 米国では、社債のコバナンツに抵触しても、すぐにデフォルトとはならない。当該社債の未償還元本の過半数に達する社債権者の同意が得られれば、発行会社の責任免除等が可能である (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条件にしている信託証券が多いとの指摘もある。

② デフォルトとなった場合、社債発行企業はトラスティー (米国の社債管理者) を通じて社債権者に通知するとともに、社債権者に対して社債の買戻しを提案することなどが信託証券に定められていることが多い。

③ 訴訟に発展した例: 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、一部の部門をスピンオフした。
- ⇒ 社債には「全財産あるいは重要な資産の売却・譲渡を禁止」するコベナンツが付与され、抵触する場合は買戻しがタイコ・インターナショナルに義務付けられていた。
  - ⇒ 大口の社債権者が、コベナンツに抵触した可能性があるとして、トラスティーに行動するように促した。
  - ⇒ トラスティーは、優良事業のスピンオフにより総資産の60%以上が社外に流出するため、コベナンツに抵触すると見なし、タイコ・インターナショナルを相手に訴訟を起こした。
  - ⇒ タイコ・インターナショナルが、社債保有者に総額2.5億ドルを支払い、2028年償還・2029年償還の社債を、それぞれ2019年償還・2021年償還の社債と交換することで和解した。

## 1-2 コベナンツの開示

### (1) 米国の社債のコベナンツは目論見書で開示

- ① 我が国と同様に、米国でも社債のコベナンツは目論見書において種類と内容が開示される。
  - ② 米国における社債のコベナンツの開示
    - イ. 発行開示
      - ・ 社債のコベナンツを開示
        - 目論見書が定める所定のコベナンツ記載箇所、デフォルト事由、追補目論見書に記載
      - ・ ローンのコベナンツの開示をしている場合もある。
        - 追補目論見書中のMD&A (Management's Discussion and Analysis) あるいはリスク・ファクターに記載
    - ⇒ 目論見書 (社債)
    - ロ. 適時開示
      - ・ 社債及びローンの発行・契約時にコベナンツを開示する場合もある。
      - ・ デフォルト事由、コベナンツ抵触により期限の利益を喪失した場合
    - ⇒ 8-K
    - ハ. 継続開示
      - ・ 社債・ローンともにコベナンツを開示する場合もある。
        - リスク・ファクター、MD&A、財務報告の注記に記載
- ※ ただし各社の開示状況にバラツキ
- ・ コベナンツの履行状況のみ

- ・ 一部のコベナントのみ
- ・ コベナントの有無のみ

⇒ 10-K

(注) 社債の目論見書における所定のコベナント記載箇所とは、目論見書中の「特定のコベナント (Certain covenants) 」あるいは、個別のコベナント名が記載されている項目のことを意味する。

(2) 目論見書における社債のコベナントの開示～コムキャストのケース

- ① 社債のコベナントは、目論見書における「特定のコベナント (Certain covenants) 」、あるいは「～についての制限 (Limitation on ～) 」といった項目で記載されている。
- ② クロス・デフォルト条項及びクロス・アクセラレーション条項は、デフォルト事由に記載されている。
- ③ 目論見書における開示の例
  - イ. 担保提供制限
  - ロ. セール・リースバック制限
  - ハ. 財務情報の開示
  - ニ. 合併・買収及び資産の売却の制限
  - ホ. デフォルト事由

(3) 米国のローンのコベナントは、8-K で開示される場合もある。

- ① ローンのコベナントは、ローン契約が米国証券取引委員会（以下「SEC」という。/U. S. Securities and Exchange Commission）の定める重要事象に該当する場合、8-Kにおいて種類と内容が開示される。
  - ② 例えば、規模の大きいシンジケートローンは、一般に重要事象に該当すると見なされることが多い。
  - ③ 米国におけるローンのコベナントの開示
    - イ. 発行開示
      - ・ 社債のコベナントを開示  
目論見書が定める所定のコベナント記載箇所、デフォルト事由、追補目論見書に記載
      - ・ ローンのコベナントの開示をしている場合もある。  
追補目論見書中のMD&A あるいはリスク・ファクターに記載
- ⇒ 目論見書（社債）
- ロ. 適時開示

- ・ 社債及びローンの発行・契約時にコベナンツを開示する場合もある。
  - ・ デフォルト事由、コベナンツ抵触により期限の利益を喪失した場合
- ⇒ 8-K

#### ハ. 継続開示

- ・ 社債・ローンともにコベナンツを開示する場合もある。  
リスク・ファクター、MD&A、財務報告の注記に記載

※ ただし各社の開示状況にバラツキ

- ・ コベナンツの履行状況のみ
- ・ 一部のコベナンツのみ
- ・ コベナンツの有無のみ

⇒ 10-K

(注) 社債の目論見書における所定のコベナンツ記載箇所とは、目論見書中の「特定のコベナンツ (Certain covenants) 」あるいは、個別のコベナンツ名が記載されている項目のことを意味する。

#### (4) 8-K の提出が求められる重要な事象

- ① 米国において発行証券を SEC に登録している企業は、重要な事象が生じた場合、発生後 4 営業日以内に 8-K を提出することが義務付けられている。
- ② 株主が認識すべき事象が重要な事象とされ、具体的には 9 セクションに類型化されている。
- ③ SEC は、重要事象であると判断するための定量的な基準を示していない。
- ④ 8-K の提出が求められる重要な事象 (9 類型)

##### Section 1 登録者の事業及びオペレーション

- Item 1.01 (通常の事業の過程にはない) 重要な最終合意の締結
- Item 1.02 (通常の事業の過程にはない) 重要な最終合意の終了
- Item 1.03 破産又は財産管理

##### Section 2 財務情報

- Item 2.01 買収の完了又は (通常の事業の過程にはない相当な金額の) 資産の処分
- Item 2.02 オペレーションの結果及び財務状態 (に関する非公開情報の公表)
- Item 2.03 直接的金銭債務又はオフ・バランスシート契約における債務の発生 (直接的債務: 長期債務、通常の事業の過程にはない短期債務、リース)
- Item 2.04 直接的債務又はオフ・バランスシート契約における債務の早期回収又は増

加

- Item 2.05 事業の廃止又は（長期資産の）売却（、解雇）
- Item 2.06 重大な減損
- Section 3 証券と市場
  - Item 3.01 上場廃止又は変更
  - Item 3.02 （証券取引法に登録されていない）株式の登録されていない売付け
  - Item 3.03 証券保有者の権利の重要な変更
- Section 4 会計士及び財務諸表に関連する事項
  - Item 4.01 監査する会計士の変更
  - Item 4.02 過去の財務諸表又は監査報告、あるいはレビューに対する不信頼
- Section 5 コーポレート・ガバナンスと管理
  - Item 5.01 支配に関する変化
  - Item 5.02 取締役又は一定の役員の離脱、選任
  - Item 5.03 基本定款又は付属定款、あるいは会計年度の変更
  - Item 5.04 従業員福利厚生プランの下での取引の一時停止
  - Item 5.05 倫理規定の改正又は条項の免除
  - Item 5.06 ペーパーカンパニーの状態の変化
- Section 6 資産担保証券
  - Item 6.01 資産担保証券に関する情報や計算データ
  - Item 6.02 サービサーやトラスティーの変更
  - Item 6.03 信用補完や外部からの補完の変更
  - Item 6.04 元利の未払い
  - Item 6.05 ディスクロージャー制度の変更
- Section 7 レギュレーションFD（選択的情報開示）
  - Item 7.01 レギュレーションFDに関する開示
- Section 8 その他
- Section 9 （8-Kの一部として提出された）財務諸表及び証拠文書（の全体の添付）

(5) 8-Kにおけるローンのコベナントの開示～IBMのケース

- ① ローンに付与されているコベナントは、そのローン契約が重要事象に該当する場合に8-Kに列挙される形で開示されている。目次で種類が示され、本文にそのコベナントの内容が記載されている。

② コベンツに抵触した状態が一定期間継続すると、デフォルト事由に該当すると定めている信託証書が多い。

③ 8-Kにおける開示の例（目次）

イ. 営業活動に関するコベンツ

ロ. 報告と開示のコベンツ

ハ. 公告

ニ. ネガティブ・プレッジ及びセール・リースバック制限

ホ. 合併・買収及び資産売却の制限

ヘ. 信用取引の制限

ト. 財務指標（支払金利）に関するコベンツ

チ. デフォルト事由

### 1-3 まとめ

- (1) 米国において、社債に付与されるコベンツは、合併・買収・譲渡やセール・リースバックといった社債返済原資が減少するリスク等に対応している。
- (2) 低格付社債は、付与されるコベンツの種類が増え、クロス・デフォルト、クロス・アクセラレーション及びチェンジ・オブ・コントロールが付与されることが多い。
- (3) 我が国と同様に、米国においても、社債のコベンツは目論見書において種類と内容が開示される。一方、ローンは、米国では8-Kで種類と内容が開示されることもある。
- (4) 社債市場の発達した米国において、コベンツは、社債市場のインフラの一部となっていると言える。

## 2. 社債市場の活性化に関する海外調査報告（米国におけるコベンツの付与及び開示について）

### **【 報告・説明 】**

社債に付与されるコベンツ及び開示の状況等について、次のとおり、市場関係者からヒアリングを行った。

- (1) 一般に、米国企業はローンを利用することが少なく、社債が銀行ローンに劣後する問題は起こりにくい。しかし、ハイ・イールド債発行企業に限れば、銀行ローンを利用している場合も多く、よく見られる問題である。
- (2) ハイ・イールド債発行企業では、銀行から担保付ローンの提供を受けることが多く、特に、M&Aを活発に行うことから、プライベート・エクイティファンドに保有されるハイ・イールド



- ド債の発行企業では、ローンの金額も大きくなる。この場合には、社債が劣後することとなるが、パリパス（同順位）とするのか、劣後した位置付けにするのかといった問題が生じる。
- (3) パリパスは、ネガティブ・プレッジ（担保提供制限）などのコベナンツにより確保される。ネガティブ・プレッジ以外のコベナンツとしては、クロス・デフォルト及びクロス・アクセラレーションなどがある。この他に、例えば、担保付ローンを総資産の 60%以下に限定するような条項が付されることもあり、この条項はハイ・イールド債では、ほぼ 100%付与される。
- (4) コベナンツ等の開示は、例えば、社債発行時に、目論見書において十分な情報開示が求められているが、これは SEC 規則 10b-5 オブリゲーション（詐欺的行為の禁止）及びデューデリジェンス義務により法的に担保されている。また、訴訟リスクに備えた市場慣行としても標準的な情報の開示が求められることとなる。このように、コベナンツ等は、債権のパリパスを維持するためのストラクチャーも含め完全な開示（absolute disclosure）が求められている。
- (5) コベナンツの開示は、その法的な根拠はどうであれ、投資家が安心して投資するために必要な透明性（transparency）及び明快さ（clarity）を高めるための環境整備として不可欠であり、特に、優先・劣後の関係が複雑な中身となるほど、開示の重要性は高くなると言える。
- (6) 市場慣行としてコベナンツにはパッケージがあり、それを付与することが求められているが、アンダーライターは、引受の合意の際に、発行会社がこうした要件を満たしているかどうか確認を行う。その際には、ローン契約もすべて精査することになり、アンダーライターとしては、その確認の結果、十分な開示が行われていないものについて引受ができない。
- (7) 銀行ローンより劣後したハイ・イールド債を発行する際には、詳細なディスクロージャーが必要になる。劣後社債は、回収順位が低位となる一方で、リスクに応じてイールドが高くなり、そうした社債に対する投資ニーズを持つ投資家が存在する。また、極端な例であるが、デフォルトした債券に特化して投資を行う投資家すら存在するほど多様な投資家が存在している。
- (8) また、社債発行後に、例えば、ハイ・イールド債発行後に銀行から担保付ローンが発行会社に提供されるときには、必ず担保に関する情報やコベナンツが開示される。そのようなローンの提供に備え、ネガティブ・プレッジが社債に付与されることが一般的である。
- (9) ファンド・マネージャーは、コベナンツの情報開示が十分でなければ、確信をもって社債投資ができない。

## 【意見交換】

### 1. 米国の社債へのコベナントの付与状況

- ・ 配付資料1の4頁の「米国の社債へのコベナントの付与状況」中、「投資適格」の「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」と「直近5年に発行された社債のコベナントの付与割合」を比較した場合、「クロス・デフォルト、クロス・アクセラレーション」は、46.7%から17.6%へ低下している。一方で、「担保提供制限（ネガティブ・プレッジ）」は、14.0%から64.7%へ上昇している。これらの変化には、何らかの理由があるのか。
- ・ 「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」は、既存研究の論文から引用しているが、当該論文では格付や発行規模などにおいて、様々な社債を対象として集計したものとなっている。
- ・ 一方、「直近5年に発行された社債のコベナントの付与割合」は、格付毎に2009年11月26日時点で社債発行残高が大きい順に30社を選定して（金融を除く）、目論見書の内容に基づいて集計したもので、「クロス・デフォルト、クロス・アクセラレーション」と「担保提供制限（ネガティブ・プレッジ）」の付与割合の違いは、集計対象の違いによって生じたものと考えられる。
- ・ 「直近5年に発行された社債のコベナントの付与割合」の方は、大企業の割合が多いのか。
- ・ 「直近5年に発行された社債のコベナントの付与割合」は、社債発行残高の多い企業を対象としており、大企業の割合が多い。
- ・ 「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」と「直近5年に発行された社債のコベナントの付与割合」にある担保提供制限（ネガティブ・プレッジ）は、ローンと社債との間でパリパスが確保されているのか。
- ・ 「直近5年に発行された社債のコベナントの付与割合」では、社債に付与された担保提供制限（ネガティブ・プレッジ）は、ローンとの間でパリパスが確保されていた。
- ・ 担保提供制限（ネガティブ・プレッジ）は、投資適格に限らず、非投資適格においても、ローンと社債との間でパリパスが確保されているのか。
- ・ 「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」では、引用した論文

にパリパスの確保についての言及はなかった。一方、「直近5年に発行された社債のコベナ  
ンツの付与割合」では、すべて、ローンと社債との間でパリパスが確保されていた。

- ・ 米国における担保提供制限（ネガティブ・プレッジ）は、一見、複雑な印象を受けるが、  
実態としては、除外規定が多いため厳しくないのではないか。
- ・ 米国における担保提供制限（ネガティブ・プレッジ）は、担保設定の禁止について、社債  
のみを対象とするものは少なく、ローンを含めて対象としたり、より広く負債一般まで対象  
とするというのが一般的な実務である。我が国のように社債間限定同順位特約の事例はある  
ものの、その事例は相当少ない状況である。
- ・ 米国における担保提供制限（ネガティブ・プレッジ）は、上記のようにローンその他の負  
債を対象とするという実務との見合いで、複雑な除外規定が多く存在している。したがって、  
米国の担保提供制限（ネガティブ・プレッジ）の実務は、社債だけにしか縛りが及ばないと  
するのか、若しくは、負債全体に縛りが及ぶとするのかといった極端な議論ではなく、その  
中間のどこかに妥当なあり方を交渉・調整するという枠組みのもとに成り立っている。
- ・ 「1993年から2005年までに発行された社債のコベナツの付与割合」と「直近5年に発  
行された社債のコベナツの付与割合」の「チェンジ・オブ・コントロール」を比較すれば、  
M&Aの増加に伴い、その割合が上昇しているのではないか。一方で、「担保提供制限（ネガ  
ティブ・プレッジ）」の割合が上昇していることや、「クロス・デフォルト、クロス・アク  
セラレーション」の割合が低下している理由は何か。
- ・ 多くの米国の企業では、発行する社債にクロス・デフォルトを付与することについて、非  
常に強い抵抗感を持っている。その理由は、一般的に、一度、社債がクロス・デフォルトに  
抵触すれば、その社債を発行する企業が破綻に追い込まれる可能性が高いためである。
- ・ 我が国の投資適格の企業が、欧州で起債する場合、クロス・デフォルトを付与するケース  
が多いが、一方、米国で起債する場合、投資家からクロス・デフォルトの付与を求められて  
いないこともある。投資適格の企業の場合、米国では、そもそもクロス・デフォルトが付与  
された社債は比較的少ない状況である。ただし、欧州で起債した社債にクロス・デフォルト  
が付与されているにもかかわらず、米国で起債した社債にクロス・デフォルトが付与されて  
いなければ、米国で流通する社債の投資家が不利になるため、これを防ぐために、米国の社  
債についてもクロス・デフォルトが付与されているという事例もある。

- ・ ある米国の企業によれば、社債発行に当たって、クロス・デフォルトを付与するか否か検討したところ、コベナントの管理が非常に難しく、意図せざるテクニカル・デフォルトによる破綻を回避し、かつ可能な限り財務活動の制約を外したいことから、クロス・デフォルトを付与したくないとのことであった。例えば、クロス・アクセラレーションが付与された社債の発行企業において、その企業に対して、ある特定の資金が想定外に早く回収されてしまった場合は、すべての負債がクロス・デフォルトとなり、その結果、一気に、その企業は破綻に追い込まれる可能性がある。
- ・ 米国においては、M&A 等への対応を目的としたチェンジ・オブ・コントロールや多彩なネガティブ・プレッジが付与されており、複雑なコベナントが増加していることから、可能な限り、クロス・デフォルトについて付与したくない方向性ではないか。

## 2. 米国における社債に付与されたコベナントの発動

- ・ 配付資料 1 の 5 頁で、「米国では、社債のコベナントに抵触しても、すぐにデフォルトとはならない。当該社債の未償還元本の過半数に達する社債権者の同意が得られれば、発行会社の責任免除等が可能である（信託証券法第 316 条）。」とあるが、実際に、発行会社の責任免除等が行われたケースは、どの程度あるのか。
- ・ 米国では、制度上、社債の未償還元本の過半数に達する社債権者の同意が得られれば、発行会社の責任免除等が可能であるものの、実際に調べた限りでは、その責任免除等が行われたケースは確認することができなかった。
- ・ デフォルトとなった場合、信託証券において、社債発行企業はトラスティー（米国の社債管理者）を通じて社債権者に通知するとともに、社債権者に対して社債の買戻しを提案すること等が定められていることが多い。また、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一部の部門をスピンオフした事案は訴訟に発展した例であるが、実際の実務では、このような対応が行われる事例も見られる。
- ・ 「米国では、社債のコベナントに抵触しても、すぐにデフォルトとはならない。当該社債の未償還元本の過半数に達する社債権者の同意が得られれば、発行会社の責任免除等が可能である（信託証券法第 316 条）。」とあるが、社債権者集会の多数決によって債権カットまでは行うことができず、あくまでも、社債権者集会の多数決の同意が得られれば、その社債

をデフォルトとしないことが可能であるといった理解で良いか。

- ・ 米国では、信託証書において、コベナンツに抵触した場合、例えば、発行会社が社債権者に対して、社債の買戻しを提案することなどが定められていることが多いため、その提案を行わなければならない観点から、「責任免除等」といった表現を用いた。したがって、「責任免除等」は、「債権カットではなくデフォルトと判断しないこと」、あるいは「社債の買戻しを行わず返済期限を猶予すること」といった対応を意味している。

### 3. 米国における社債とローンの担保設定

- ・ 米国では、ローンに担保設定されている会社が無担保で社債を発行することがあるのか。
- ・ 米国において、ローンに担保設定されている会社が無担保で社債を発行するケースは、一般的である。ただし、格付が低い企業であれば、ローンと無担保社債との間で格付が異なることから、米国では、ローンよりも高いクーポンが付与された無担保社債が発行されている。
- ・ 米国では、ローンに担保設定されている会社が有担保で社債を発行することもあるのか。その場合は、ローンと社債との間における担保の優劣は、どのようになっているのか。
- ・ 米国において、A格やAA格の企業では、ローンに担保設定されていないが、一方で、BB格以下の企業では、一般的に、ローンに担保設定されている。その企業の中には、ローンに担保設定されているにもかかわらず、無担保で社債を発行している会社もある。
- ・ 米国において、ローンと社債の間では、一般的にパリパスが確保されていることが多い。ただし、ローンが第一抵当であり、社債が第二抵当となっているケースもあり、そのケースでは、有事の際に回収率の面で、社債が劣後することになる。

### 4. 米国におけるコベナンツの開示

- ・ コベナンツの開示を検討する場合は、公募で社債を発行する際の当該社債についての発行開示と、既に企業が発行した社債あるいはローンに関する継続開示に区分して検討する必要があるのではないかと。発行開示では、社債の発行規模が小さい場合でも、詳細な開示が行われており、一方、継続開示では、発行会社にとっての既発行の社債やローンの重要性という観点から、開示内容に濃淡がつけられる。
- ・ 米国における開示ルールでは、社債やローンの開示に限らず、契約書自体の写しをSECへ

の提出書類の添付書類として開示するよう求められることが多く、米国の発行会社も、かかる契約書自体の開示には慣れている。契約書自体の開示によりコベナンツの正確な検討・分析が可能になるというメリットがあり、とりわけ財務上の危機に瀕した発行会社のコベナンツについて検討する場合、かかる開示に基づく正確な検討・分析を行えることが重要である。一方、我が国の開示ルールでは、契約書自体を添付書類として開示するよう求められるケースは、ほとんど見受けられない。

- ・ 米国の開示実務では、（一部のセンシティブな内容は非公表となるものの）一般的に、社債の信託証書やローンのクレジット・アグリーメントの写しが開示書類の添付書類として開示されていることから、市場関係者は、発行会社が有事の際などにも、コベナンツの内容やその実際に意味するところを、非常に正確に把握することができる。この点は、我が国と比べ、米国における開示の大きな特徴である。
- ・ 具体的には、米国では、エドガーシステム（Electronic Data Gathering, Analysis and Retrieval System／SEC が管理・運営する法定開示書類の電子媒体を利用した開示システム）を活用すれば、市場関係者は、継続開示書類の添付書類として、契約書の内容を即時に閲覧できる状況である。
- ・ 弁護士から、我が国の顧客に対して、米国のかかる開示実務について説明すると、「契約書自体が開示されることは、強い違和感を覚える。」といった回答を受けることがある。このことも踏まえ、弁護士は、我が国の顧客に対して、（社債やローンとは別のタイプの案件についてではあるが）「米国の上場会社を相手方として重要な契約をする際は、契約書自体が開示される可能性があるため、その可能性を踏まえて交渉していただきたい。」旨の説明を行うことがある。
- ・ 米国には、投資家を機関投資家に限定した私募証券市場が存在し、規則 144A 証券市場と呼ばれている。規則 144A 証券市場の実務では、必ずしも、契約書自体が開示されることがなく、目論見書の中に重要なコベナンツなどが抜粋して開示されている。したがって、米国の実務では、リテールを含む公募形態と私募形態において開示要件が異なっている状況である。
- ・ 配付資料 1 「米国の社債に付与されるコベナンツの内容と開示の状況」の内容は、公募による社債発行に限定している。

## 5. コベナンツと格付

- ・ ローンや社債に付与されるコベナンツの内容は、格付へ影響するのか。
- ・ 格付会社が格付けするに当って、格付対象とする企業によって、コベナンツの内容が格付へ影響することもあるが、基本的には、社債に付与されるコベナンツによって、格付へ影響を与えるケースは多くはない。例えば、コベナンツの内容によって、相当優先して投資資金が回収できる可能性があるコベナンツ付無担保社債であれば、通常の無担保社債と比べて、格付が1ノッチ程度高くなる可能性があるかもしれないが、一般的に、コベナンツ付ローンの無担保社債の格付と無担保社債の格付は同格である。それは、企業が突然デフォルトした場合、その回収に差がでないからである。
- ・ ある企業が発行した二種類の社債について、格付が同格でありながら、担保設定の状況やコベナンツの内容が異なっている場合、証券会社としては、投資家へ販売する際、相当程度、注意喚起を行いたいと考えている。したがって、証券会社では、目論見書におけるリスク・ファクターにおいて、特殊なコベナンツが付与されているか否かなどについて、抽出して記載していただきたい。
- ・ 米国においては、ローンや社債に付与されるコベナンツの内容が、どのように格付へ影響するのか。コベナンツと格付の関係は、我が国の状況と同じであるのか。
- ・ 基本的にコベナンツの内容は格付に影響しないと思う。以前調べた時には、米国においては、コベナンツの内容によって、格付がノッチアップしている事例が見受けられたが、その事例は極めて稀なケースであると考えている。米国においては、担保付のローンであれば、ローンの実行当初から、格付を上げているケースがあり、我が国においても、同様のケースが見受けられる。
- ・ 格付会社としては、担保設定の有無は、回収率に影響し格付へも影響するケースがあるが、一方で、コベナンツの付与の有無・内容は、何らかの相当強い回収の蓋然性に関して実行力を与えない限り、格付への反映が困難であると考える。
- ・ 過去において、我が国では、実質的ディフィーザンス（defeasance／債務の実質的な返済）を行った企業の格付について、1ノッチから2ノッチ格上げされた事例があった。また、コベナンツが一切付与されていない社債で、同じ企業が発行した他の社債よりも1ノッチ格下げられた事例があった。

- ・ 日本市場においては、概ね社債に担保提供制限（ネガティブ・プレッジ）が付与されていることから、格付会社として、基本的に、ネガティブ・プレッジがあると思って格付している。担保提供制限がない場合、回収に不利になるケースがあることも考えられることから、企業の格付があまり高くない場合、回収の程度によってはノッチダウンされる可能性がある。
- ・ 格付会社では、担保の有無や回収の蓋然性などによって、発行体格付から個別債務の格付けを上下に反映させており、格付対象企業が高格付であれば、その反映度が低く、その企業が低格付であれば、その反映度を高くしている。
- ・ 「米国においては、担保付のローンであれば、ローンの実行当初から、格付を上げているケースがあり、我が国においても、同様のケースが見受けられる。」といった説明があったが、我が国では、会社更生手続になれば、担保を設定していたとしても、その担保権の実行が困難なケースが多いため、担保付のローンや社債であったとしても、格付への反映が難しいのではないかと。
- ・ 格付会社では、担保の換価処分性について、非常に重要視している。格付対象企業が、民事再生手続又は破産手続の申立てを行うのか、あるいは会社更生手続の申立てを行うかによって、換価可能性が異なることになる。格付会社としては、民事再生法又は破産法であれば、換価可能性が把握しやすくなるものの、会社更生法では換価可能性が把握しにくい。
- ・ 会社更生手続を行う可能性のある企業については、会社更生手続の申立てを行ってから開始決定までの間に、金銭など換価が容易なものは、担保の相当部分の回収が見込まれ、格付けに反映しやすいが、換価が容易でないものは、担保の回収に相当の時間を要することになり、格付けに反映しにくい。

## 6. 我が国における社債へのコベナントの付与及び標準的なコベナントモデルの作成・例示

- ・ 発行会社においては、社債に高いクーポンを付与して発行したいニーズはあるのか。
- ・ いわゆる我が国の伝統的な企業では、社債に高いクーポンを付与して発行したいニーズが皆無ではないか。いわゆる外資系のフィナンシャルスポンサーが保有するファンドであれば、銀行借入が難しく、ハイ・イールド債やレバレッジドローンで資金調達を行いたい企業のニーズに対応できるのではないかと。
- ・ 社債市場の活性化のために、メインとなる商品は、ハイ・イールド債か。



- ・ 我が国では、BBB 格未満になれば、格付を取り下げる企業が多い状況であるが、今後、ハイ・イールド債市場を構築するためには、先ず、格付の低い企業が社債を発行することが条件である。
- ・ 投資家は、ハイ・イールド債のクーポンとローンの金利が同じであれば、ハイ・イールド債を購入しない。一方、発行会社では、ハイ・イールド債のクーポンがローンよりも高ければ社債を発行するインセンティブがないが、現状、我が国では、ローンの金利が低い状態が長く続いている。
- ・ 「基本的には、社債に付与されるコベナンツによって、格付へ大きな影響を与えるケースが多くないと考える。」といった意見があったが、コベナンツの内容によって、格付に差異が生じないのであれば、発行会社においては、様々なコベナンツを選択するインセンティブが生じないのではないか。
- ・ 例えば、発行会社が社債を発行するに当たって、特定のコベナンツが付与されなければ、社債を発行することができない状況では、発行会社としても、当該特定のコベナンツが付与されることを受け入れるのではないか。そのような状況以外において、コベナンツを付与する経済的なメリットがないのであれば、発行会社においては、社債に多様なコベナンツを付与しないのではないか。
- ・ 我が国社債市場として標準的なコベナンツのモデルを構築したとしても、発行会社において、そのモデルを活用できるメリットがあるのかといった問題は、非常に重要なポイントである。米国社債市場では、基本的に、レバレッジ・レシオ (Leverage ratio) とインタレスト・カバレッジ・レシオ (Interest coverage ratio) を確認するコベナンツを重要視しており、投資家は、企業の信用力の観点から、投資判断を行っている状況である。
- ・ 我が国の発行会社では、従来、社債にクロス・デフォルトや担保提供制限 (ネガティブ・プレッジ) が付与されていたことから、これらのコベナンツは受け入れやすいかもしれないが、合併・買収・譲渡制限といったコベナンツが付与されることは受け入れられるか。
- ・ 報告書「社債市場の活性化に向けて」においては、「企業、投資家及び証券会社の参考となるよう標準的なコベナンツのモデルを作成、例示するなどの取組みを進める。(第2 I 3-1. (1) ⑤)」とあるものの、我が国の発行会社にとって、合併・買収・譲渡制限といった馴染みがないコベナンツを標準的なモデルとして作成、例示しても受け入れられないのではないかと懸念する。特に、急速に成長を遂げたい発展途上の企業においては、信用リスク

が相対的に大きいのが、今後、M&A を活発に行うことが予想されるため、M&A に制約が課されるようなコベナンツモデルが策定されても受け入れないのではないか。

- ・ 現在は、合併・買収・譲渡制限といったコベナンツは馴染みがないが、1990 年代前半までは、「合併、買収及び重要な資産の譲渡は、社債管理会社若しくは受託会社の承認を得なければならない」という規定を、ほとんどの社債にコベナンツとして付与されていた。
- ・ 平成5年の商法改正に伴い、財務代理人（Fiscal Agent／以下「FA」という。）設置債の発行が主流となり、個々の社債権者に対して、合併等の承認を得ることが困難となったことから、実務上、合併等の承認を必要とするコベナンツが付与されなくなった。現在の実務では、FA 債及び社債管理者設置債において、合併等が行われた場合、承認事項ではなく通知事項となっている。
- ・ 米国における合併・買収・譲渡制限は、例外規定が付与されているケースが多い。例えば、ある企業（消滅会社）が合併した場合、その合併後、存続会社が発行された社債の債務を引き継いで承継する（引き続き、社債権者に対して資金を返済し続ける）のであれば、例外的に、合併・買収・譲渡制限条項が発動しないケースもある。
- ・ 発行会社は、会社法に基づき、合併を行うことも、配当を支払うことも可能であるが、コベナンツは、契約上の取決めであるため、合併を中止することや配当を無配にすることができず、違反した場合の効果としては、社債がデフォルトすることとなる。
- ・ 我が国では、合併等を行った場合、会社法上、債権者保護の手続が規定されているが、一方、米国では、その手続が存在しないため、我が国と米国の比較は、それほど簡単なことではない。
- ・ 最近、社債による資金調達を行った企業（AA 格～BBB-）の発行登録書等を確認したところ、一律的に、社債間限定同順位特約の担保提供制限（ネガティブ・プレッジ）が付与されていた。例えば、格付に応じて、ある程度、多種多様なコベナンツが付与されれば、我が国社債市場としてはメリットがあるのか。
- ・ 発行会社では、厳しいコベナンツを社債に付与すれば、低いクーポンでの資金調達が可能となるものの、将来の財務活動に一定の制約を受けることになる。一方で、緩いコベナンツを社債に付与すれば、高いスプレッドを払うことになるものの、将来の財務活動において自由度が増すことになる。本来あるべき社債市場は、発行会社が自由にコベナンツを選択して、

その選択したコストが発行会社に跳ね返ることであるが、現在の我が国社債市場は、投資家を含む市場関係者の意識・理解が不足しているため、本来あるべき姿の段階に至っていない。

- ・ 現在の我が国社債市場では、標準的なコベナンツとして、社債間限定同順位特約の担保提供制限（ネガティブ・プレッジ）とクロス・デフォルトがパッケージとなって社債に付与されているケースが多勢を占めており、市場関係者において暗黙の了解となっている状況である。
- ・ 証券会社では、投資家に対して、発行条件決定日当日に発行登録追補目論見書を通じて、コベナンツの内容を伝えている状況であり、この状況について、反省しなければならない。
- ・ 最近の我が国社債市場における事例では、チェンジ・オブ・コントロールが社債に付与されるケースや、リーマン・ブラザーズ証券破綻後の市場回復時に社債管理者設置債が選択されるケースもあることから、証券会社としては、我が国社債市場におけるコベナンツの付与のあり方などについて、若干、良い方向に変化してきていると感じているが、現時点では、多種多様なコベナンツが付与される議論までいたっていない状況である。
- ・ 米国社債市場では、社債の発行総額の約3分の1がハイ・イールド債であり、ハイ・イールド債とインベストメント・グレードの社債では、発行プロセスが全く異なっている。
- ・ 米国では、投資家は、ハイ・イールド債の購入に当たって、1か月間程度、社債に付与されるコベナンツの内容の調査や発行会社へのデューディリジェンスを行っている。また、プロスペクタス（prospectus／目論見書）の内容が充実していることから、我が国においても、目論見書の内容を充実させれば、ハイ・イールド債を購入する投資家が現れるかもしれない。
- ・ 確かに、チェンジ・オブ・コントロールが社債に付与されたり、リーマン・ブラザーズ証券破綻後の市場回復時に社債管理者設置債が発行されるなど、良い方向に変化してきていると感じてはいるが、これら二つの事例をもって、直ちに、我が国社債市場が活性化の方向に向いてきているとは思えず、引き続き、市場関係者の努力が必要である。
- ・ 市場は、参加者が多様であって初めて市場と呼べるのであり、参加者が一様であれば、市場とは呼べない。我が国社債市場は、発行会社及び投資家において、多様性がない状況である。しかし、参加者の多様性がない状況でも商品に多様性を持たせることはできる。例えば、投資信託は、市場参加者の多様性に欠けるものの、商品に多様性があることから、社債といった商品が多様になれば、市場参加者も若干多様になるのではないか。
- ・ 我が国社債市場においては、市場参加者の多様性に欠けるものの、目指すべき一つの方向

性として、商品を多様化すれば、社債市場の活性化につながるのではないか。

- ・ 起債に当たって、証券会社と発行会社では、海外の社債で付与されるケースの多いコベナンツを付与するか否か、意見交換を行ったことがあった。その意見交換では、「コベナンツのモニタリングを誰がするのか。」といった議論となり、証券会社から発行会社に対して、「社債管理者の設置」を提案したところ、その提案は拒否されたため、結果としては、標準的なコベナンツが付与されたFA債を発行したケースがあった。証券会社としては、従前に比べて、このようなコベナンツの付与などに関する意見交換をする機会が増えてきたのではないかと感じている。
- ・ 起債に当たって、証券会社と機関投資家との間で意見交換を行った際は、社債管理者の設置の有無などについて議論となるため、このような議論も、従前、意見交換されることがなかった。一方で、我が国の発行会社においては、横並びの意識が強いため、例えば、米国で社債に付与されるコベナンツを先駆けて導入するといった動きが困難な状況である。
- ・ 米国社債市場では、セール・リースバック制限といったコベナンツが付与されるケースが多いが、我が国社債市場において、このコベナンツを導入するのであれば、どのような影響が生じるのか。本部会においては、標準的なコベナンツのモデルを検討するに当たって、具体的に、どのようなコベナンツを付与すれば、我が国の法制面において問題が起こらないのかなど、検討しなければならないのではないか。
- ・ 米国社債市場では、トラスティーは、社債のデフォルト前は非常に受動的な立場で動いているが、社債がデフォルトとなれば、非常に責任を持った立場で、積極的に動いている状況である。
- ・ 米国では、コベナンツのモニタリングは、機関投資家を中心とした投資家が行っている。配付資料1にあるように、「2007年6月に、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一部の部門をスピノフした。」事案では、大口の社債権者が、コベナンツに抵触した可能性があるとして、トラスティーに行動するように促し訴訟に発展した。この米国の事例は、第2部会（以下「本部会」という。）及び第3部会（社債管理のあり方等）において、非常に関心の高い事実であると言える。
- ・ タイコ・インターナショナルの事例は、第3部会と連携を取りながら、議論を深めていきたい。

- ・ 本部会においては、我が国における標準的なコベナンツモデルについて、一つだけのモデルを策定するのではなく、複数のモデルを策定した方が良いのではないか。標準的なコベナンツモデルが一つであれば、発行会社において、コベナンツを選択する自由を奪われるため、複数のモデルを提示すべきである。
- ・ 今後、我が国社債市場として標準的なコベナンツモデルを策定することができれば、次に、投資家において、例えば、「これとあれのコベナンツが社債に付与されていれば、値段において、この程度の差があるべきである。」といったことを理解できるようにならなければならない。必ずしも証券会社と発行体の負担が重くなるというものではなく、投資家も一定の負荷を負うべきである。
- ・ 本部会では、我が国社債市場における標準的なコベナンツモデルについて、複数のパターンを提示して、発行会社にとって、複数のパターンから選択できるようにすれば良いのではないか。
- ・ 投資家は、ローンと社債との間におけるパリパスの確保について、非常に重要視している。我が国社債市場における標準的なコベナンツモデルを策定する場合は、ローンと社債との間におけるパリパスを確保している場合と比較して、そのパターン化されたモデルのメリットとデメリットが把握できるように整理できれば良いのではないか。
- ・ 我が国社債市場における標準的なコベナンツモデルを策定・例示するため、例えば、本部会の委員を五つのチームで構成し、五つのモデルを策定するといった案も考えられるが、いずれにせよ、具体的なモデルを策定する作業を行う場合には、各委員に協力願いたい。
- ・ また、今後、第3部会とも連携を取りながら、議論を進めていきたい。

## 7. コベナンツの開示

- ・ 投資家にとっては、ローンの担保設定の状況がどのようになっているのかは、非常に重要な情報である。現在の我が国におけるローンの開示状況は、例えば、長期借入金にどのような資産が担保として提供されているのかが把握できる程度である。今後、本部会においては、個別のローン毎の担保設定状況の開示は困難かもしれないが、例えば、償還期限毎、若しくは返済期限毎に区分して、どのような担保が設定されているのかを開示することを検討してはどうか。
- ・ また、ローンに付与されたコベナンツの開示方法としては、社債の発行に併せて開示する

方法と、米国のように、ローンが実行された際に、ローンに付与されたコベンツの内容を適時開示する方法とが考えられる。米国では、そもそも、社債の投資家に限らず、一般投資家においても、ローンに関する情報開示自体が重要視されている。

- ・ 我が国の発行会社においても、臨時報告書によって、米国で行われているローンに関する適時開示と同様のコベンツの開示を行えば良いのではないか。
- ・ 平成 22 年 2 月の社債市場の活性化に関する海外調査報告では、米国の市場関係者に対して、「米国で発行される社債は、担保提供制限（ネガティブ・プレッジ）等について、社債間限定同順位特約のパリパスであるのか。それとも、社債とローンとの間でパリパスが確保されているのか。若しくは、オブリゲーション（obligation／債務）全体でパリパスが確保されているのか。」について、詳細にヒアリングを行った。ところが、米国の市場関係者からは、「日本では、ローン対社債といった構図が存在するため、パリパスについてそれだけ細かく質問しているのかもしれないが、米国では、ローンにも流動性があり、日本のように、流動性のないローン対流動性のある社債といった単純な対立構図にある訳ではない。したがって、ローンにも流動性があることを前提として、米国におけるパリパスの問題を理解して欲しい。」と釘をさされた。
- ・ 我が国においても、例えば、シンジケートローンなどは存在しているのであり、ローン対社債という単純な二分法ではなく、多様な商品を含む債務全体の中でパリパスをどう位置づけるのかといった議論も必要ではないか。そうした中で、シンプルに債務全体のパリパスを確保するのであれば、コベンツに関する情報開示の重要性は高くないと考えられるかもしれない。しかし、現実の財務戦略上、個別商品毎のパリパスの確保で対応しなければならないとすれば、投資家においては、同一の発行体に多様な債務が併存する中で、どのようなコベンツ情報がなければ投資判断ができないのかといったことをしっかり検討する必要があるのではないか。
- ・ 配付資料 2 の 9 頁に「⑤ コベンツの開示は、その法的な根拠はどうであれ、投資家が安心して投資するために必要な透明性（transparency）及び明快さ（clarity）を高めるための環境整備として不可欠であり、特に、優先・劣後の関係が複雑な中身となるほど、開示の重要性は高くなると言える。」とあるように、我が国社債市場においても、コベンツの開示について、投資家が安心して投資するために必要な透明性（transparency）及び明快さ（clarity）を高めるための環境整備が不可欠である。

## 2. 「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、12月24日（金）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）

配付資料1 米国の社債に付与されるコベナントの内容と開示の状況

配付資料2 社債市場の活性化に関する海外調査報告（米国におけるコベナントの付与及び開示について）（抜粋）

以 上