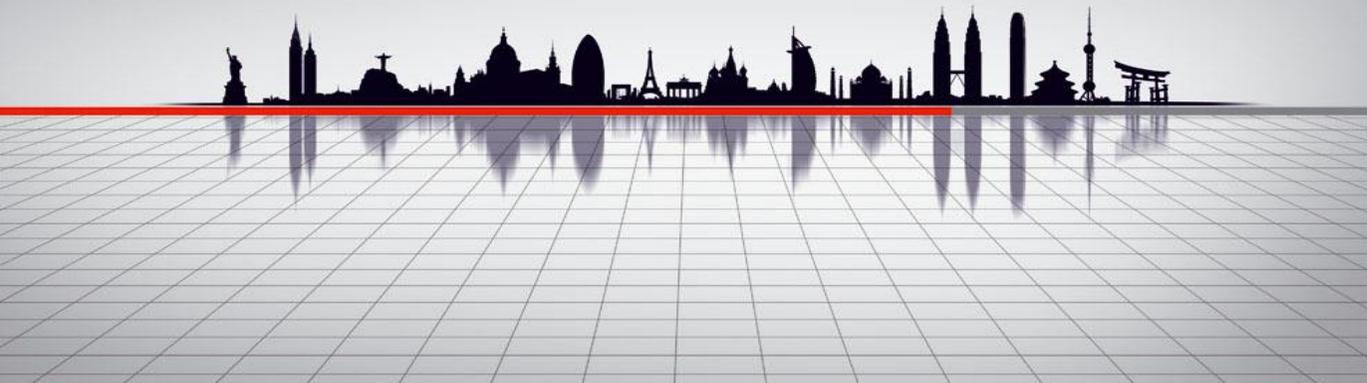


**NOMURA**

Investment Banking



**社債市場の活性化に向けた懇談会第2部会**

**第6回 標準的なコベナンツモデルの検討**

野村證券株式会社

2011年3月8日

## はじめに

- 日本の社債市場は有担保原則から徐々に発展し、現在の無担保債中心の市場に至っている。一般担保条項<sup>※</sup>などは有担保原則の名残りと言えなくもなく、未だに同条項が付与された多数の債券が発行されている。
- 無担保社債が発行されていく過程では、現在採用されなくなってしまったものも含めて各種の社債コベナンツが存在した。
- 国内社債市場は有担保原則から発展してきた背景もありコベナンツ抵触時の治癒方法は担保差し入れがほとんどである。
- 軽微な内容のコベナンツでも違背すると期限の利益の喪失となる構成が多く、発行会社に社債コベナンツを軽くさせたいというインセンティブが働く。
- 社債権者集会を開催し社債要項を変更することはあまり行われておらず、社債権者集会を召集してリストラクチャリングやリスケジュールを行うことは発行会社にとって心理的ハードルが高い。
- その結果、国内社債のコベナンツは国内社債間同順位特約付の担保提供制限という構成に収斂しており、国内無担保社債は担保徴求が可能なローン債務から実質劣後している。
- デフォルト・リスクが小さい高格付債であれば構わないかもしれないが、低格付け社債市場の拡大を目指すには現在一般的となっているコベナンツ構成では困難と思われる。

※一般担保条項は財産分配の先取権を定めた条項であり物上担保とは異なる。

本稿では過去に国内公募された各種債券で採用されたコベナンツをいくつか紹介しているが、標準的コベナンツとしての採用に検討しうるものを赤帯で、そうでなく紹介のための掲載を青帯で示している。

# 標準的なコベナンツモデルの検討ポイント

## 1 劣後性回避機能

- 社債権者の地位を保全するためのもので、社債コベナンツの根幹を成す。弁済順位や担保権の設定、他の債務との同順位性などを規定するが、より詳細かつ厳しい設定にすることにより発行会社の財務活動は制限され社債投資家の地位保全に資することになる。
- 一度採用すると対象となる社債が満期となるまで他のコベナンツが選択できなくなるものや、複数のコベナンツを間の整合性を保てずテクニカル・デフォルトを誘発しやすくなるため、発行会社にとっては慎重な対応が求められる。
- 低格付け社債の発行に際しては、投資家保護の観点から全債務同順位特約など劣後性回避機能が強いコベナンツの採用が望まれる。歴史的には劣後性回避機能のコベナンツは複数種類存在している。

## 2 センサー機能

- 純資産維持条項など複数既に存在するが、現在の開示制度や会計制度もしくは会社形態の変遷にそぐわないものもあるためアップデートならびに時代に即した新たなセンサー機能を持つコベナンツを準備する。

## 3 コベナンツ抵触時の治癒

- コベナンツの抵触が直ちに期限の利益の喪失につながるものが、低格付けの発行会社が社債発行を躊躇する一つの要因となっている。一部のコベナンツについては、抵触してもそれが直ちに期限の利益の喪失とならず別の治癒行為を促すような構成を検討。
- また、コベナンツ抵触時における担保差し入れによる期限の利益の喪失回避の手当てが一般的だが、社債管理者設置義務の議論と相俟って、本来社債権者を保護するために積極活用されるべきコベナンツが利用されづらい状況となっている。
- 担付切替条項による担保差し入れを避けるため社債権者集会を実施し社債を繰り上げ償還させた事例もあり、コベナンツ抵触時の治癒方法として担保差し入れ以外の選択肢を増やすことを検討。

## 4 新手法を機能させるための制度や取引慣行の整備

- ローンなど他債務のコベナンツ開示を如何に行うか。
- 発行登録書制度を利用した社債コベナンツの発行前開示の励行。
- コベナンツのモニタリングを如何に行うか。
- 社債権者集会の開催を容易にする手立てはないか。

# 1. 劣後性回避機能 ①

社債権者の地位を保全するための条項であり、社債コバナンツの根幹を成すものである。クロス・デフォルト、パリパス、ネガティブ・プレッジなどが代表的である。日本ではパリパスとネガティブ・プレッジが一つの条項としてまとめられているケースが多い。

## 国内債務同順位(担保提供制限)

当社は、本社債の未償還残高が存する限り、本社債発行後、次の各場合における担保提供を除き、当社の国内債務のためには担保提供しない。ただし、本社債のためにも同順位の担保権を設定する場合にはこの限りではない。

＜担保提供制限の例外規定＞

(イ)当社が既に担保提供している債務のために担保の変更により担保提供する場合

(ロ)当社が吸収合併又は吸収分割により担保提供されている吸収合併消滅会社又は吸収分割会社の資産を承継する場合、又は既に担保提供されている資産を取得する場合

(ハ)当社が、[年金資金運用基金]からの借入金その他法令の定めにより担保権を設定する場合

(ニ)上記に掲げた場合を除き、本社債発行後、担保提供した債務の現存額と新たに担保提供する債務の金額との合計額が、当社の直近の事業年度の末日における監査済の貸借対照表(財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則により作成されたものをいう。)に示される純資産の部の金額の[20]パーセント以下となる場合

## 社債間限定同順位(担保提供制限)

当社は、本社債の未償還残高が存する限り、本社債発行後、当社が既に発行した、又は今後発行する他の社債のために担保提供する場合(当社の資産に担保権を設定する場合、当社の特定の資産につき担保権設定の予約をする場合及び当社の特定の資産につき当社の特定の債務以外の債務の担保に供しない旨を約する場合をいう。)には、本社債のためにも担保付社債信託法に基づき同順位の担保権を設定する。

## 国内社債間限定同順位(担保提供制限)

当社は、本社債の未償還残高が存する限り、本社債発行後、当社が国内で既に発行した、又は国内で今後発行する他の社債のために担保提供する場合(当社の資産に担保権を設定する場合、当社の特定の資産につき担保権設定の予約をする場合及び当社の特定の資産につき当社の特定の債務以外の債務の担保に供しない旨を約する場合をいう。)には、本社債のためにも担保付社債信託法に基づき同順位の担保権を設定する。

## 国内特定社債間限定同順位(担保提供制限)

当社は、本社債の未償還残高が存する限り、本社債発行後、当社が国内で既に発行した、又は国内で今後発行する他の無担保社債(ただし、本項第(●)号で定義する担付切換条項が特約されている無担保社債を除く。)のために担保提供する場合(当社の資産に担保権を設定する場合、当社の特定の資産につき担保権設定の予約をする場合及び当社の特定の資産につき当社の特定の債務以外の債務の担保に供しない旨を約する場合をいう。)には、本社債のためにも担保付社債信託法に基づき同順位の担保権を設定する。

# 1. 劣後性回避機能 ②

## 留保資産提供制限

当社は、本社債の未償還残高が存する限り、本社債発行後、当社が国内で既に発行した、又は国内で今後発行する他の社債(ただし、当社が既に発行した一般担保付社債を除く。)のために当社の特定の資産を留保(以下「留保資産提供」といい、かかる特定の資産を留保資産という。)する場合には、本社債のためにも社債管理者が適当と認める留保資産提供を行う。この場合、当社は社債管理者との間に、その旨を定める契約を締結する。

## 留保付社債切換条項

- (1) 当社は、社債管理者と協議のうえ、いつでも当社の特定の資産(以下「留保資産」という。)を本社債以外の当社の債務に対し担保提供を行わず本社債のために留保する旨の特約を社債管理者との間に締結することができる。
- (2) 前号の特約を締結する場合には次の①乃至⑦についても同時に特約するものとする。
  - ① 留保資産の上に本社債の社債権者の利益を害すべき抵当権、質権、その他の権利またはその設定の予約等が存在しないことを当社が保証する旨。
  - ② 当社は社債管理者の書面による承諾なしに留保資産を他に譲渡又は貸与しない旨。
  - ③ 当社は原因の如何にかかわらず、留保資産の価額が著しく減少したときはただちに書面により社債管理者に通知する旨。
  - ④ 当社は社債管理者が必要と認め請求したときはただちに社債管理者の指定する資産を留保資産に追加する旨。
  - ⑤ 当社は本社債の未償還残高の減少又はやむを得ない事情がある場合には、社債管理者の承諾により、留保資産の一部又は全部につき社債管理者が適当と認める他の資産と交換し、または、留保資産から除外することができる旨。
  - ⑥ 当社は社債管理者が本社債権保全のために必要と認め請求したときは、本社債のために留保資産の上に担保付社債信託法に基づき担保権を設定する旨。
  - ⑦ 上記⑥の場合、留保資産の上に担保付社債信託法に基づく担保権を設定できないときは、当社は本社債のために担保付社債信託法に基づき社債管理者が適当と認める担保権を設定する旨。

## 今後の論点

- 国内社債は担保提供制限の範囲を特定することで実質的同順位債務の範囲を決定しているが、海外においては企業の財務活動を制約する担保提供制限条項自体の採用を見送る動きや、近年の金融技術の発展により担保提供制限の効力自体を疑問視する向きもある。国内社債でも既に一部の発行事例があるように高格付けの発行体に対しては担保提供制限条項の不採用を弾力的に認めても良いのではないか。

## 2. センサー機能 ①

劣後性回避機能コベナンツでカバーしきれない内容をセンサー機能コベナンツで補完することにより、投資家の地位を保全しかつ発行会社の財務活動を極端に拘束することのない構成が考えうる。またコベナンツ抵触が直ちに期限の利益喪失事由としなければ、テクニカルデフォルトを回避しコベナンツ採用を行いやすくなる。

- 債務に対する制限(新たな負債、返済負担の増大、債務の希薄化、発行企業の財務内容悪化等を防止)
  - 負債金額を直接的に制限
  - 財務数値、財務比率を制限
    - 純資産維持
    - 総資産維持
    - 負債比率維持
    - 自己資本比率維持
    - インタレスト・カバレッジ・レシオ維持
    - (不動産投資法人など)デット・サービス・カバレッジ・レシオ(DSCR)維持
  - 業績悪化への対応
    - 利益維持
  - 格下げへの対応
    - レイティング・トリガー
- (特別な)負担に対する制限
  - セール・アンド・リースバック取引
  - 発行会社の子会社財産に対する優先的請求権の創設(持株会社の構造劣後問題)

## 2. センサー機能 ②

- 配当や他の分配に対する制限
  - － 配当制限
  - － 株式の買い入れ(自社株買い)
  - － 社債の買い入れ(特定の社債を買い入れ償却)
  
- 資産の処分に関する制限
  - － 主要子会社の売却
  - － 重要な事業資産の売却
  - － (セール・アンド・リースバック取引)
  
- 企業活動や株主行動等に対する制限
  - － 企業買収
  - － 合併
  - － 主要株主の異動／被買収
  - － 会社分割
  
- その他全般的な信用補完機能
  - － 担保付社債切替条項
  - － 保証／キープウェル

## 2. センサー機能 ③

### 純資産維持条項

- (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/決算期]の末日における貸借対照表(財務諸表等の用語、様式及び作成方法によるものとし、監査済であることを要す。以下「貸借対照表」という。)に示される純資産の部の金額を●億円以上に維持しなければならない。
- (2) 前号に定める金額を下回る場合は、その貸借対照表の基準とした[事業年度/決算期]の末日より[4か月]を経過した日に前号の違背が生じたものとみなす。

### 総資産維持条項

- (1) 当社は、本社債の未償還残高が存する限り、当社の決算期の末日における貸借対照表に示される資産の額を、●億円以上に維持しなければならない。
- (2) 前号に定める金額を下回る場合は、その貸借対照表の基準とした決算期の末日より[4か月]を経過したときに違背が生じたものとみなし、当社は本社債全額について期限の利益を失う。

### 追加債務負担制限

- (1) 当社は、本社債の未償還残高が存する限り、当社の決算期における監査済の貸借対照表(財務諸表等規則による)に示される資本の合計の金額を、負債・資本合計の金額の●%以上に維持するものとする。
- (2) 上記(1)に定める比率を下回る場合は、その貸借対照表を基準とした決算期より[4か月]を経過したときに当社は本社債全額について期限の利益を喪失する。

### 配当制限条項

当社は、本社債の未償還残高が存する限り、本社債の払込期日の属する決算期(第●期)以降の配当(中間配当を含む)累計額が、監査済の損益計算書(財務諸表等規則による)に示される税引後当期純損益の累計額(財務諸表等規則による)に●億円を加えた額を超えることとなるような配当(中間配当を含む)は行わない。

### 利益維持条項

当社は、次の各場合には本社債全額について期限の利益を喪失する。

- ① 本社債の払込期日以降、当社の各事業年度における監査済の損益計算書(財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則(以下「財務諸表等規則」という。))による。)に示される経常損益が[3]期連続して損失となった場合、その最終の事業年度(以下「最終事業年度」という。)の末日より[4か月]を経過したとき。ただし、最終事業年度の経常損失額がその直前期の経常損失額を下回り、かつ、[3]期間の経常損失累計額が当該連続経常損失発生1期目直前期の末日における監査済の貸借対照表(財務諸表等規則による。)に示される純資産の部の金額の[30]パーセントを超えない場合は、この限りでない。
- ② 本号①ただし書の場合で、最終事業年度に引続く事業年度における経常損益が損失となった場合、その事業年度の末日より[4か月]を経過したとき。

## 2. センサー機能 ④

### 負債比率維持(投資法人債)

- (1) 本投資法人は、本投資法人債の発行日以降本投資法人債の未償還残高が存する限り、各決算期において投資法人負債比率が[70]%以下の状態を維持するものとする。本投資法人の投資法人負債比率が[2]期連続して[70]%を上回った場合は、当該[2]期目の決算期より[3ヶ月]を経過した日に本項の違背が生じたものとみなす。
- (2) 本項において投資法人負債比率とは、以下の計算式により計算して得られた数値をいう。なお、以下の計算式において用いられる短期借入金、長期借入金、投資法人債及び資産合計は、それぞれ各決算期に係る本投資法人の貸借対照表(投信法第129条第4項に基づく監査を受けた貸借対照表をいうものとする。)上の記載に基づくものとする。

<計算式>

投資法人負債比率(%) = (短期借入金 + 長期借入金 + 投資法人債) / 資産合計 × 100

### DSCRの維持(投資法人債)

- (1) 当投資法人は、本投資法人債の発行日以降本投資法人債の未償還残高が存する限り、各決算期において投資法人DSCRが1.4以上の状態を維持するものとし、ある決算期(以下「DSCR第1基準日」という。)において投資法人DSCRが1.4を下回った場合には、翌決算期(以下「DSCR第2基準日」という。)においてかかる状態を解消するものとする。DSCR第2基準日においてもかかる状態を解消できない場合は、DSCR第2基準日より3ヶ月を経過した日に本項の違背が生じたものとみなす。
- (2) 本項において投資法人DSCRとは、各決算期における当投資法人の損益計算書(投信法第129条第4項に基づく監査を受けた損益計算書を指すものとし、以下「損益計算書」という。)上の経常利益(又は損失)として記載される金額に、支払利息・減価償却費・繰延資産償却費を加え、貸倒引当金相当額は、費用として発生した場合は加え、費用の戻しとして発生した場合は控除した額で、当該金額に特定資産(投信法第2条第1項に定める意味による。)の売却損益が含まれる場合には、当該損益を控除した金額を、当該決算期に係る営業期間中において約定支払期日が到来した当投資法人の全ての有利子負債に係る約定元利支払額総額で除すことにより算出される数値をいう。

ただし、当該算出に際して用いられる有利子負債に係る約定元利支払額総額の算出にあたっては、当投資法人の有利子負債につき、約定弁済以外に期限前弁済(強制的弁済か任意弁済かを問わない。)が行われる場合の当該期限前弁済元本額を含まず、当該有利子負債に係る約定支払元本債務につき、借入又は投資法人債の発行等により借換がなされた場合の当該借換元本額及び投資口の追加発行による代り金をもって元本債務の約定支払に充当された場合の当該充当額を含まず、また、当該有利子負債に係る約定支払元本債務につき当投資法人の手持資金を利用して弁済が行われた場合において当該弁済額を含まないものとする。

### 今後の論点

- 従来から用いられているこれらのセンサー機能コベナンツは単体決算基準と理解されており、連結決算にあわせて機能する形態にも対応すべき。
- 決算期末のみのモニタリングとなっていることがほとんどだが、四半期決算対応が可能か。
- 言葉の定義にあいまいな部分が残る。会計制度が変更された際にどのような取扱いとなるかについての規定も必要。

## 2. センサー機能 ⑤

### 株式会社化条項(住友生命第3回基金流動化特定目的会社第1回特定社債)

11ページ参照。

### 組織再編行為による繰上償還条項

13ページ参照。

### 上場廃止等による繰上償還条項

14ページ参照。

### 合併条項

15ページ参照。

### Change of Control条項

16ページ参照。

### 格下条項

16ページ参照。

### 担保付社債切換条項

当社は、社債管理者と協議のうえ、いつでも本社債のために担保付社債信託法に基づき社債管理者が適当と認める担保権を設定することができる。

### 3. コベンツ抵触時の治療

日本の社債ではコベンツ抵触した際にその治療は担保を差し入れる方法のみとなっている。社債管理者との議論も相俟って、多様なコベンツを採用するには柔軟性に欠く状況となっている。軽微な内容のセンサー機能コベンツを根付かせるためには治療のあり方についても検討が必要。

#### ■ 繰り上げ償還（期限前償還）

- コベンツに抵触もしくはコベンツに規定した特定の事象が発生した場合に対象債券が期限前償還される
- 発行会社の負担は大きいもののデフォルト事由ではないため他債務との権利義務関係は比較的シンプルに
- コベンツに規定される特定の事象は、発行会社の信用状況悪化の原因となるものばかりでなく、投資家に不利益が生じうる可能性があるものを広く規定（被買収、上場会社の非公開化、etc）
- 期限前償還価格の決定方法の検討（make whole priceの採用）

#### ■ プット（投資家による期限前償還請求権）の付与

- コベンツに抵触もしくはコベンツに規定した特定の事象が発生した場合に、希望する投資家に対して期限前償還を行う（期限前償還を希望しない投資家は満期償還）
- 発行会社の負担は大きいもののデフォルト事由ではないため他債務との権利義務関係はシンプル
- コベンツに規定される特定の事象は、発行会社の信用状況悪化の原因となるものを主に想定
- 期限前償還価格の決定方法を検討（額面価格での償還 or 額面価格未満での償還）

#### ■ クーポンアップ

- 期限前償還やプットの付与は発行会社にとっての負担が大きいため、コベンツに抵触もしくはコベンツに規定した特定の事象が発生した場合に利率を上げることで投資家負担の軽減を狙う
- コベンツに規定される特定の事象は、発行会社の信用状況悪化の原因となるものを主に想定

## 繰り上げ返済(期限前償還)の事例 ①

2010年7月の住友生命の基金流動化では将来の組織再編の際の期限前償還と、期限前償還の際の価格をmake whole priceで規定している。

### 株式会社化条項(住友生命第3回基金流動化特定目的会社第1回特定社債)

#### (6) 期限前償還

本件基金拠出契約においては、本件拠出金の全部又は一部を、本件基金償還期日前において償還することはできないこととされておりますが、住友生命による期限前償還の申出に対し、基金拠出者が同意した場合は、本件拠出金につき期限前償還がなされるものとされています。

(i)住友生命による株式会社への組織変更に係る組織変更計画が住友生命の社員総会又は総代会で承認され、住友生命から本件基金拠出契約に基づき本件基金債権の全部を期限前償還する旨の申出を当該組織変更の効力発生日の80日前までに受領した場合には、発行会社は、本件特定社債管理者及び指定格付機関に対し、以下について直ちに書面により通知するものとされています。

ア 住友生命より本件基金債権の期限前償還の申出を受領した旨及びその日付。

イ 上記アの申出に係る期限前償還の条件及び内容。

(ii)住友生命から上記(i)の申出を受領した場合には、かかる受領の日の40日後の日(銀行営業日でない場合には、その前銀行営業日)(以下「前提条件判定日」といいます。)において期限前償還前提条件(下記(iii)に定義されます。)を満たす場合(以下、かかる申出を受領し、かつ、前提条件判定日において期限前償還前提条件を満たすことを「期限前償還事由」といいます。)に限り、発行会社は、前提条件判定日から5銀行営業日以内に本件基金債権の期限前償還に同意し、かつ、当該申出に係る組織変更の効力発生日の前銀行営業日(以下「期限前償還期日」といいます。)に本特定社債の全部を下記(iv)に定める償還価額で期限前償還するものとされています。

(iii)「期限前償還前提条件」とは、本件基金債権の期限前償還が住友生命の申出による条件及び内容で行われると仮定し、後記第二部第1、3(1)①「管理資産の管理」イ「回収金の処理の方法」(ウ)b(b)の順序及び方法に従った場合に、期限前償還期日に発行会社が下記(iv)に定める償還価額の総額及び期限前償還期日に支払われるべき利息の総額の支払原資を有することが確実であると本件特定社債管理者が判断したことをいいます。本件特定社債管理者は、上記(i)の通知を受領した場合、前提条件判定日の翌銀行営業日までに、本(iii)前段に係る判断の結果を書面をもって発行会社に通知するものとされています。(続く)

## 繰り上げ返済(期限前償還)の事例 ②

2010年7月の住友生命の基金流動化では将来の組織再編の際の期限前償還と、期限前償還の際の価格をmake whole priceで規定している。

### (make wholeによる)早期償還価格の算定

(iv)上記(ii)の規定により期限前償還する場合の償還価額は、各本特定社債につき、各本特定社債元金残高、又は、次の(ア)及び(イ)の合計額のいずれか高い方の金額とします。

(ア) 各本特定社債元金残高の現在価値

(イ) 各将来利払期日に係る将来利息金額の現在価値の合計額

ア 「各本特定社債元金残高」とは、期限前償還期日時点における各本特定社債の元金残高をいいます。

イ 「将来利払期日」とは、期限前償還期日の翌日(この日を含みます。)以降に到来する各利払期日をいいます。

ウ 「将来利息金額」とは、各将来利払期日につき、(期限前償還されなければ)当該将来利払期日に支払われるべきであった各本特定社債の利息の額をいいます。但し、期限前償還期日が利払期日である場合を除き、期限前償還期日の直後に到来する将来利払期日に係る将来利息金額は、かかる金額から経過利息(後記8「利払日及び利息支払の方法」(3)に定義されます。)の額を控除した額とします。

エ 各本特定社債元金残高又は将来利息金額の「現在価値」とは、各本特定社債元金残高又は将来利息金額を、次の算式により得られる値で除した金額(各本特定社債(金10百万円)ごとに1,000円に満たない端数は四捨五入します。)をいいます。

$$(1 + \text{参照レート})^{\text{残存年数}}$$

オ 「残存年数」とは、次の算式により得られる年数をいいます。

$$\frac{\text{残存月数}}{12} + \frac{\text{残存端日数}}{365}$$

カ 「残存月数」及び「残存端日数」とは、各本特定社債元金残高及び将来利息金額のそれぞれにつき、次に掲げるものをいいます。

(略)

キ 「参照レート」とは、円ライボ(期限前償還期日の翌日(この日を含みます。)から償還期日(この日を含みます。)までの期間が1年未満の場合)又は円スワップレート(かかる期間が1年以上の場合)のうち、元金残存期間に対応する期間に係る利率(年率)をいいます。元金残存期間に対応する期間に係る利率が得られない場合には、次に掲げる2つの利率を得て、かかる2つの値の間を線形補間して算出した値とします。

(ア) 元金残存期間より短い期間に係る利率(年率)のうち、最も長い期間に係るもの。

(イ) 元金残存期間より長い期間に係る利率(年率)のうち、最も短い期間に係るもの。

(以下略)

## 繰り上げ返済(期限前償還)の事例 ③

### 組織再編行為による繰上償還条項

- ① 組織再編行為(本号⑤に定義する。)が当社の株主総会(株主総会の承認が不要な場合は取締役会)で承認された場合において、当社が、かかる承認の日(以下「組織再編行為承認日」という。)までに、社債管理者に対し、承継会社等(本号⑥に定義する。)が理由の如何を問わず当該組織再編行為の効力発生日において日本の金融商品取引所における上場会社であることを、当社としては予定していない旨を記載し、当社の代表取締役が署名した証明書を交付した場合には、当社は、償還日(当該組織再編行為の効力発生日又はそれ以前の日とする。ただし、当該組織再編行為の効力発生日が組織再編行為承認日から30日以内に到来する場合には、下記に定める公告を行った日から30日目以降の日とする。)の30日前までに必要事項を公告したうえで、残存する本新株予約権付社債の全部(一部は不可)を、本号②乃至④に従って決定される償還金額(以下「組織再編行為償還金額」という。)で繰上償還する。
- ② 組織再編行為償還金額は、参照パリティ(本号③に定義する。)及び償還日に応じて下記の表(本新株予約権付社債についての各社債の金額に対する割合(百分率)として表示する。)に従って決定される。

組織再編行為償還金額(%)

償還日	参照パリティ						
	80	90	100	110	120	130	140
平成●年●月●日	99.20	102.80	107.72	113.95	121.47	130.19	140.00
平成●年●月●日	99.63	102.79	107.44	113.60	121.19	130.09	140.00
平成●年●月●日	99.41	101.81	106.10	112.39	120.47	130.00	140.00
平成●年●月●日	100.00	100.00	100.00	110.00	120.00	130.00	140.00

- ③ …(略)…
- ④ …(略)…
- ⑤ 「組織再編行為」とは、当社が消滅会社となる合併、吸収分割又は新設分割(承継会社等が、本新株予約権付社債に基づく当社の義務を引き受け、かつ本新株予約権に代わる新たな新株予約権を交付する場合に限る。)、当社が他の株式会社の完全子会社となる株式交換又は株式移転、及びその他の日本法上の会社組織再編手続で、かかる手続により本新株予約権付社債に基づく当社の義務が他の株式会社に引き受けられることとなるものを総称していう。
- ⑥ 「承継会社等」とは、次の(イ)乃至(へ)に定める株式会社を総称していう。
- (イ)合併(合併により当社が消滅する場合に限る。) 合併後存続する株式会社又は合併により設立する株式会社
- (ロ)吸収分割 当社がその事業に関して有する権利義務の全部又は一部を承継する株式会社
- (ハ)新設分割 新設分割により設立する株式会社
- (ニ)株式交換 株式交換により当社の発行済株式の全部を取得する株式会社
- (ホ)株式移転 株式移転により設立する株式会社
- (ヘ)上記(イ)乃至(ホ)以外の日本法上の会社組織再編手続 本新株予約権付社債に基づく当社の義務を引き受ける株式会社
- ⑦ 当社は、本号①に定める公告を行った後は、当該公告に係る繰上償還を取消すことはできない。

## 繰り上げ返済(期限前償還)の事例 ④

### 上場廃止等による繰上償還条項

- ① (イ)当社以外の者(以下「公開買付者」という。)によって、当社普通株式の保有者に対して金融商品取引法に基づく当社普通株式の公開買付けがなされ、  
(ロ)当社が当該公開買付けに賛同する意見を表明し、(ハ)当該公開買付けによる当社普通株式の取得の結果当社普通株式が上場されている全ての日本の金融商品取引所においてその上場が廃止される可能性があることを当社又は公開買付者が公表又は認容し(ただし、当社又は公開買付者が、当該公開買付け後も当社が日本の金融商品取引所における上場会社であり続けるよう最善の努力をする旨を公表した場合を除く。)、かつ(ニ)公開買付者が当該公開買付けにより当社普通株式を取得した場合には、当社は、当該公開買付けによる当社普通株式の取得日(当該公開買付けに係る決済の開始日を意味する。以下同じ。)から15日以内に必要事項を公告したうえで、当該公告において指定した償還日(かかる償還日は、当該公告の日から30日目以降60日目までのいずれかの日とする。)に、残存する本新株予約権付社債の全部(一部は不可)を、本号②に従って決定される償還金額(以下「上場廃止等償還金額」という。)で繰上償還する。
- ② 上場廃止等償還金額は、本項第(●)号記載の組織再編行為償還金額の算出方法と同様の方法により算出される。ただし、参照パリティは、(イ)当該公開買付けの対価が金銭のみである場合には、公開買付期間の末日時点で有効な買付価格を、同日時点で有効な転換価額で除して得られた値(小数第5位まで算出し、小数第5位を四捨五入し、これを百分率で表示する。)とし、(ロ)上記(イ)以外の場合には、公開買付期間の末日に終了する5連続取引日の株式会社東京証券取引所における当社普通株式の普通取引の終値の平均値を、公開買付期間の末日時点で有効な転換価額で除して得られた値(小数第5位まで算出し、小数第5位を四捨五入し、これを百分率で表示する。)とする。当該5連続取引日において別記「新株予約権の行使時の払込金額」欄第2項第(1)号、第(2)号又は第(4)号に定める転換価額の調整事由が生じた場合には、当該5連続取引日の当社普通株式の普通取引の終値の平均値は、社債管理者と協議のうえ合理的に調整されるものとする。
- ③ 本号①にかかわらず、当社又は公開買付者が、当該公開買付けによる当社普通株式の取得日の後に組織再編行為を行う旨の意向を当該公開買付けに係る公開買付期間の末日までに公表した場合には、本号①の規定は適用されない。ただし、当該取得日から60日以内に当該組織再編行為に係る組織再編行為承認日が到来しなかった場合、当社は、かかる60日間の末日から15日以内に必要事項を公告したうえで、当該公告において指定した償還日(かかる償還日は、当該公告の日から30日目以降60日目までのいずれかの日とする。)に、残存する本新株予約権付社債の全部(一部は不可)を、上場廃止等償還金額で繰上償還する。
- ④ 本項第(2)号に定める繰上償還事由及び本号①又は③に定める繰上償還事由の両方が発生した場合には、本新株予約権付社債は本項第(2)号に従って償還されるものとする。ただし、本項第(2)号に定める繰上償還事由が発生した場合において、組織再編行為承認日の前に本号①又は③に基づく公告が行われたときは、本新株予約権付社債は本号に従って償還されるものとする。
- ⑤ 当社は、本号①又は③に定める公告を行った後は、当該公告に係る繰上償還を取消すことはできない。

# プット(投資家による早期償還の請求権)の事例 ①

## 合併条項(サムライ債)

合併、統合、売却、譲渡または賃貸

- (1) 発行会社は、他のいかなる会社または事業体とも合併または統合せず、そのすべてもしくは実質的にすべての資産を他のいかなる会社または事業体にも売却、譲渡または賃貸しない。ただし、(i)(A)合併の場合において発行会社が存続会社となるか、(B)存続し、新設され、譲受け、または賃借する会社または事業体(以下「承継会社」という。)が、(I)アイランド法に準拠して設立され存続する会社または事業体であるか、アイランド法に準拠して設立され存続する会社または事業体でない場合は、合併、統合、売却、譲渡または賃貸の結果賦課されるあらゆる性質の税金、公租、公課または政府賦課金につき本社債権者に対し補償することに合意し、かつ(II)財務代理人が妥当とみなす補足契約により、すべての本社債の元利金(承継会社が服する、または服することになる課税権限を有する税務当局による源泉徴収の結果生じうる追加金額(もしあれば)を含む。)にかかる適正かつ適時に支払義務をその趣旨に沿って履行すること、および本社債および財務代理契約に基づく発行会社の約束および義務を適正かつ適時に履行することを、明示的に引受け、(ii)発行会社または場合により承継会社が合併、統合、売却、譲渡または賃貸の直後に、本社債および財務代理契約に基づく発行会社の約束または義務の不履行に陥っておらず、いかなる不履行事由または時間の経過もしくは通知の付与もしくはその双方によりかかる不履行事由となる事態も発生または、継続しておらず、かつ(iii)発行会社が財務代理人に対し、かかる合併、統合、売却、譲渡または賃貸および(上記(B)の場合)承継会社による引受けが本項(1)を遵守しておりかかる取引に関連する本項(1)に定められたすべての前提条件が遵守されている旨の、発行会社の適法に授權された役員2名が署名した証明書および法律顧問の意見書を交付する場合には、この限りではない。
- (2) 本項(1)に規定する合併、統合、売却、譲渡または賃貸が行われた場合、承継会社が本社債、財務代理契約および社債の要項において発行会社となされていた場合と同様に、承継会社は発行会社を承継し、発行会社の代替となり、本社債および財務代理契約に基づく発行会社のすべての権利および権限を行使することができ、かつそのすべての義務に服するものとし、発行会社は(賃貸の場合を除き)本社債および財務代理契約に基づく債務者としての義務を免れるものとする。ただし、いかなる承継会社も、かかる合併、統合、売却、譲渡または賃貸後に発生する状況に基づき、発行会社が本社債にかかる債務者の地位に留まっていた場合に、発行会社が前記「償還の方法—(2)税務上の理由による償還」に従って本社債の償還をする権利を有していたであろうというときに限り、前記「償還の方法—(2)税務上の理由による償還」に従い本社債を償還する権利を有するものとする。
- (3) 発行会社が、その取締役会または同等の機関もしくは委員会により採択された、合併、統合、売却、譲渡または賃貸を実施する決定を発表した日から、かかる合併、統合、売却、譲渡または賃貸の完了日後30営業日(同日を含む。)までの間に、企業内容等の開示に関する内閣府令第9条の5に基づき金融庁長官が指定する格付機関(以下「指定格付機関」という。)のうちいずれか2社による発行会社の長期信用格付(または同等の格付)がBB+(または同等の格付)以下に引き下げられた場合、各本社債権者はその選択により発行会社に対し当該本社債権者が保有する本社債を償還するよう要求することができる。かかる償還は、償還権行使期限日(以下に定義する。)から6営業日目の日以降に最初に到来する利払日に、当該利払日に支払われるべき利息の支払いとともに、行われるものとする。発行会社は、指定格付機関のうちいずれか2社に対し発行会社の長期信用格付(または同等の格付)を記載した発表文を、合併、統合、売却、譲渡または賃貸の完了日後30日以内に公表させるために最善を尽す。
- (4) 本社債権者は、本項(3)に基づく償還の権利を行使するためには、指定格付機関のうちいずれか2社による格付引き下げ(いずれか遅いほうとする。)が発表された日から30日目の日(「償還権行使期限日」という。)までに、直近上位機関を通じて、発行会社を代理する財務代理人に対し、その旨を通知するものとする。

## プット(投資家による早期償還の請求権)の事例 ②

### Change of Control条項

- ①当社について、(A)(i)50%を超える議決権を単独でまたは共同保有者とともに直接的または間接的に保有する株主が出現した日(記載上かかる株主の出現が確認できる公開買付報告書、大量保有報告書もしくは大量保有報告書の変更報告書の提出日またはその他当社がかかる株主の出現を認識した日をいう。)または(ii)当社を消滅会社とする合併もしくは当社を完全子会社とする株式交換・株式移転の株主総会(株主総会決議が不要な場合には取締役会)における決議日から当該合併、株式交換もしくは株式移転の効力発生日までの各日((i)記載の株主の出現または(ii)記載の合併、株式交換もしくは株式移転を以下「支配変更」という。)以後[60]銀行営業日(同日を含む。)までの期間において、株式会社日本格付研究所もしくはその承継格付機関による当社の長期優先債務格付けもしくはそれに相当する格付けが当該支配変更の結果としてBB+(もしくは同等の格付け)以下へ引下げられたときもしくは当該期間内において当該格付けが公表されなくなったとき、または(B)(上記(A)(i)の場合は)同(i)に定める日もしくは(上記(A)(ii)の場合は)同(ii)に定める決議日の時点において当該格付けが公表されていなかったとき(ただし、(A)または(B)の事由が平成●年●月●日までに発生した場合に限る。以下「期限前償還請求事由」という。)は、本社債の社債権者は、当社に対し、その保有する本社債の償還(以下「期限前償還」という。)を請求することができる。この場合当社は、期限前償還の請求のあった各本社債について、第●項に定める償還価額で償還する。
- ②本社債の期限前償還を請求しようとする社債権者は、期限前償還請求事由の発生した日の後[30]日目の日から[60]日目の日までの期間(以下「期限前償還請求期間」という。)に、当該社債権者が期限前償還を請求しようとする本社債のために口座を開設する口座管理機関(第●項に規定する振替機関の業務規程に定める口座管理機関をいう。)に対し必要な手続を取るものとする。期限前償還の請求に基づく本社債の期限前償還日は、期限前償還請求期間の最終日の[1]ヵ月後の応当日以後に最初に到来する利払期日(第●項第(●)号に定義する。)とする。期限前償還請求を行った本社債の社債権者は、その後これを取消すことはできない。
- ③当社は、期限前償還請求事由の発生した日(その日を含む。)から[30]日以内に、(i)本社債の社債権者に期限前償還請求権が発生したことおよびその事由、(ii)期限前償還日ならびに(iii)期限前償還請求期間およびその他当社が必要と判断する事項を、第●項に定める方法により公告する。

### 格下条項(サムライ債)

各利払日の[35]銀行営業日前の日(以下「格付基準日」という。)において、ムーディーズ・インベスターズ・サービスもしくはその承継会社(以下「ムーディーズ」という。)またはスタンダード・アンド・プアーズ・レーティング・サービスもしくはその承継会社(以下「S&P」という。)によりなされた●の外貨建長期債務の格付けがB1(ムーディーズの場合)またはB+(S&Pの場合)またはそれら以下の格付である場合(以下「格付低下」という。)には、各本債権者は、●に対し、当該本債権者の本債券の全部または一部を本債券の額面金額の100%で当該利払期日までの利息とともに、当該格付基準日に対する利払期日に償還することを請求する権利(以下「償還請求権」という。)を有するものとする。当社は、本社債の未償還残高が存する限り、本社債の払込期日の属する決算期(第●期)以降の配当金累計額が、税引後当期純損益の累計額(財務諸表等規則による)に●億円を加えた額を超えることとなるような配当(中間配当を含む)は行いません。

# クーポンアップの事例

ドイツテレコムの子会社であるサムライ債では格下を要因として利率アップの条項が規定されていた。

## 格下条項(利率調整条項)(サムライ債)

- (ロ) 本社債に適用される利率については、本社債の存続期間中見直しが行われる。元引受契約の調印後いずれかの格付機関による本社債の格付変更の結果、いずれかの暦日(以下「格下げ日」という。)現在2社以上の格付機関による格付がA格(すなわち、ムーディーズについてはA3、S&PについてはA-、R&IについてはA-)を下回るようになった場合には、本社債に適用される利率は、下記(ハ)の規定に従い調整される。
- (ハ) 本社債には、2001年3月(未定)日(当日を含む。)から格下げ日と同日またはその後最初に到来する利払日(当日を含む。)まで、額面金額に対し上記「利率」に記載の利率により利息が付される(ただし、格下げ日が本社債の発行日以前に到来した場合には、下記の調整後の利率が上記期間中適用される)。当該利払日の翌日または(格下げ日が本社債の発行日以前に到来した場合には)本社債の発行日の翌日以降、本社債には、額面金額に対し、上記利率を年率0.5%上回る調整後の利率により利息が付される。
- (ニ) 格下げ日より後に、(i)上記(ロ)に記載の格付変更を行った2社の格付機関によって、または(ii)(格下げ日に全部の格付機関による格付がA格を下回っていた場合には)いずれか2社の格付機関によってさらに本社債の格付変更がなされた結果、いずれかの暦日(以下「格上げ日」という。)現在において当該格付機関により付与された格付がB格(すなわち、ムーディーズについてはBaa1、S&PについてはBBB+、R&IについてはBBB+)より高くなった場合には、本社債に適用される利率は、格上げ日と同日またはその後最初に到来する利払日の翌日から年率0.5%引下げられる。
- (ホ) 本社債の存続期間中格付変更に伴い本社債に適用される利率の引上げおよび引下げを行うことのできる回数に制限はない。
- (ヘ) 利率の調整が行われたときには、発行会社は、速やかに、その旨を書面により財務代理人に通知し(かかる通知には当該利率調整の原因となった格付変更の証拠を添付するものとする。)、これを公告する。

## 4. 新手法を機能させるための制度や取引慣行の整備

新たなコベナントを採用するのと同時にそれが機能する体制整備を同時に行う必要がある。

### ■ ローン等他の金融債務のコベナントの開示

- 担保の差し入れ状況ならびに予約状況など有担比率の確認
- デフォルト・イベントの確認
- 発行会社が遵守すべき各種センサー条項の確認

### ■ センサー条項のモニタリング

- 社債管理者無しで投資家に対する通知義務を如何に担保するか
- 発行会社が一方的に提示する財務指標の正確性をどう確認するか
- 通知義務をないしコベナント抵触時の治癒を怠った際の対応(期限の利益の喪失で良いか、誰が宣言するか)

### ■ 社債コベナント開示の徹底

- 投資家が内容を事前に検討できるよう発行登録書にコベナントを開示することを励行する

### ■ 社債権者集会の開催について

- 社債権者集会はよほどのことでないと開催されないが、エクステンジ・オファーやテNDER・オファーもしくはウェイバーなどを制度面からも実施しやすくすることはできないか。

# NOMURA

本資料は、ご参考のために野村證券株式会社が独自に作成したものです。本資料に関する事項についてお客様が意思決定を行う場合には、事前に弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、野村證券株式会社はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は野村證券株式会社に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。