

「第6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23年3月8日（火）午前10時30分～午後0時10分
場 所 鉄鋼会館701号室会議室
出席者 神田第2部会長、神作第3部会長ほか各委員

議事概要

1. 標準的なコベナンツモデルの具体的な策定に向けて

野村証券 東委員から、標準的なコベナンツモデルの具体的な策定に向けて、配付資料に基づき報告・説明があった後、次のとおり、意見交換が行われた。

【意見交換】

1. 劣後性回避機能

- ・ 「1. 劣後性回避機能 ①」では、「クロス・デフォルト、パリパス及びネガティブ・プレッジなどが代表的である。」とあるが、標準的なコベナンツモデルの検討に当たっては、基本的に、クロス・デフォルトが社債に付与される前提で良いか。
- ・ 本報告・説明では、期限の利益の喪失事由を記載しなかったが、標準的なコベナンツモデルの検討に当たっては、クロス・デフォルトが社債に付与されることを前提としている。
- ・ 劣後性回避機能のコベナンツに抵触した場合は、期限の利益の喪失事由となるのか。
- ・ 劣後性回避機能のコベナンツは、社債権者の地位を保全するためのものであり、社債コベナンツの最も根幹をなすものである。したがって、劣後性回避機能のコベナンツに抵触した場合は、期限の利益の喪失と判断して良いのではないか。
- ・ 「1. 劣後性回避機能 ② 今後の論点」では、「海外においては、企業の財務活動を制約するネガティブ・プレッジ自体の採用を見送る動きもある。」とあるが、海外では、社債に担保提供制限条項(ネガティブ・プレッジ)が付与されない場合、その代わりに、どのようなコベナンツが社債に付与されているのか。
- ・ 投資家は、高格付社債であれば、その発行会社の信用状況に特段の問題がないことから、ネガティブ・プレッジが付与されなくても受け入れるのではないか。海外の社債市場において、低格付社債にネガティブ・プレッジを付与しない動きがあるか否かについて把握はして

いない。

- ・ 「1. 劣後性回避機能 ② 今後の論点」では、「海外においては、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。」とあるが、資産担保証券（Asset Backed Securities／以下「ABS」という。）の手法を活用すれば、特定目的会社（Special Purpose Company／以下「SPC」という。）に特定の資産を譲渡することにより、実質的にネガティブ・プレッジに抵触せずにABSを発行することが考えられるが、仮に、このような方法が可能であれば、尻抜け行為といった批判を受けるのではないか。
- ・ 当該指摘は、マイカルの破綻の際に議論となった。現在、特定の資産を証券化する場合は、その資産の譲渡がトゥルーセール（真正譲渡）であるか否か、厳格に判断されるようになっているが、トゥルーセールでなかったとしても、劣後部分を自ら保有して証券化し、特定の資産を担保にしたファイナンスを行えば、他の社債権者から見れば、担保付の調達と考えるのではないか。
- ・ 最近の我が国資本市場では、実質的ディフィーザンス（特定の社債の償還を意図することを目的として、債務者が、現金や国債などの資産により、SPCや他益信託を設定し、会計上、社債を償還させる仕組みのこと。）が行われており、これが行われたときは、ネガティブ・プレッジに抵触しているのか否か、議論となるのではないか。
- ・ 近年の金融技術の発展に対応するためには、むしろネガティブ・プレッジのあり方を見直す必要があるのではないか。
- ・ ネガティブ・プレッジのあり方の見直しは、大きな議論となり、近年の金融技術の発展に対応するためには、社債に付与されるセンサー機能によって、補完することも考えられるのではないか。
- ・ 「標準的なコベナンツモデルの検討ポイント」では、過去に付与されたコベナンツが、「1. 劣後性回避機能」を有するものと、「2. センサー機能」を有するものに大きく2つに区分されている。この区分について、どのような理論的な根拠を有しているのか若干の違和感を覚えている。区分を行うのであれば、①責任財産を維持確保する観点のコベナンツと、②その責任財産へのクレームの金額と順位に関するコベナンツの2つに区分して検討した方が良いのではないか。たとえば、センサー機能を有するコベナンツとして「負債の増大」や「子会社への請求権」を制限する旨のコベナンツが含まれているが、これは②に分類される

べきものではないか。センサー機能を有するコベンツのなかに、理論的には異なる性格を有するものが含まれてしまっているのではないか。

2. センサー機能

- ・ 社債に付与されるセンサー機能のコベンツとして、フリー・キャッシュ・フローに対する制限の活用についても、検討ができるのではないか。
- ・ 私募債では、様々なセンサー機能のコベンツが付与されているが、フリー・キャッシュ・フローに対する制限のコベンツの事例は把握していない。
- ・ フリー・キャッシュ・フローに対する制限のコベンツは、発行会社にとって、負担が重いのか。
- ・ 発行会社では、社債にフリー・キャッシュ・フローに対する制限のコベンツが付与されたとしたら、負担が重いと感ずるのではないか。標準的なコベンツモデルの検討に当たって、フリー・キャッシュ・フローに対する制限のコベンツを準備した方が良いのだろうか。
- ・ 「2. センサー機能 ④ 今後の論点」では、「従来から用いられているこれらのセンサー機能コベンツは、単体決算基準と理解されており、連結決算に合わせて機能する形態にも対応すべきである。」とあるが、今後、国際財務報告基準（International Financial Reporting Standards／以下「IFRS」という。）が導入された場合は、連結がIFRSとなり、単体が日本基準となれば、例えば、純資産維持条項の取扱いについて、対応を検討しなければならないのではないか。さらに、退職給付会計の見直しによって純資産が負になる場合についても、純資産維持条項の取扱いについて、検討をしなければならないのではないか。
- ・ 「2. センサー機能 ③（記載事例）純資産維持条項」において、「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。」とあるが、この「4か月」とは、どのような意味を有しているのか。
- ・ 例えば、3月末日決算会社の場合は、6月末日までに有価証券報告書が提出されることから、3月末日から起算した「4か月」と設定（7月末日まで）すれば、有価証券報告書の内容をもって、コベンツへの抵触状況が確認できるのではないか。

3. コベナント抵触時の治癒

(1) IFRS

- ・ 「3. コベナント抵触時の治癒」の「プット（投資家による期限前償還請求権）の付与」では、「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）する。」とあるが、IFRS 第9号（金融商品）又はこれと同様の会計基準が導入されたとしたら、法人がプットが付与された社債を保有していた場合は、当該社債は償却原価で評価することができるのか。
- ・ 会計基準の理解としては、IFRS 第9号の償却原価法（債券の取得価額と額面金額が異なる場合（債券を額面より高い額、あるいは低い額で取得した場合）に、満期までの期間、その差額を一定の方法で毎決算期に貸借対照表価額（取得価額）に加減して配分する方法）による測定については、キャッシュフローの元本と利息を回収する前提であると考えている。したがって、償却原価法による測定は、コベナントの抵触に伴う期限前償還を前提としていないことから、コベナントが付されていたとしても公正価値による測定ではなく、償却原価法が適用され则认为される。コベナント抵触の事実が発生した時点でビジネスモデルとキャッシュフローの特徴が変化したと見なされた場合、公正価値による測定に移行し簿価と償還金額の差額は、利益又は損失と認識されるのではないかと考える。
- ・ IFRS 第9号の償却原価法により評価するためには、利息が時間的価値と信用リスクのみを反映しているものでなければならないが、当該社債の場合、これに該当すると理解してよいのか。
- ・ 投資家による社債の元本と利息の回収というビジネスモデルと、利息には時間的価値と信用リスクが含まれる前提が崩れないのであれば、償却原価法による測定が可能ではないかと考える。

(2) 担保付社債切換条項等

- ・ 「1. 劣後性回避機能 ②（記載事例）」では、「留保資産提供制限」や「留保付社債切換条項」があるが、これらのコベナントと「2. センサー機能 ⑤（記載事例）」の「担保付社債切換条項」とは、どのような違いがあるのか。

- ・ 厳密には、「留保資産提供制限」及び「留保付社債切換条項」と「担保付社債切換条項」は、異なる内容である。「担保付社債切換条項」とは、個人向け社債に付与されるケースも多く、社債管理者において、発行会社の信用状況のモニタリングを行い、必要に応じて、社債管理者から発行会社へ担保の設定を求めるものである。
- ・ 「担保付社債切換条項」では、「当社は、社債管理者と協議の上、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。」とあるが、主語は「当社」となっているので、担保付社債への切換は発行会社の義務ではなく権利であると感じられるが、どうか。
- ・ 「担保付社債切換条項」に関する実務では、発行会社から担保設定を申し出るケースは、ないのではないかと。現状の実務では、主語が「当社」となっているものの、社債管理者が発行会社をモニタリングすることによって、社債管理者の権限の下、担保設定を行うか否か決定しているのではないかと。当社（証券会社）では、社債管理者と発行会社の間で担保設定の是非に関する協議を行ったという事例は把握していない。
- ・ 「担保付社債切換条項」は、一定の事由が発生したときに担保設定するものと、いつでも担保設定できるものがある。いつでも担保設定できるものについては、「当社は、社債管理者と協議の上」となっているものの、いずれも社債のために担保設定することにより、「純資産維持条項」や「利益維持条項」などのセンサー機能のコベナント違反を回避することを目的としたコベナントであると考えられる。
- ・ 「1. 劣後性回避機能 ①（記載事例）」の「国内特定社債間限定同順位（担保提供制限）」や「3. コベナント抵触時の治癒」の「繰り上げ返済（期限前償還）の事例 ①」の内容を確認したところ、いずれの場合も、発行会社がイニシアティブを取ることが想定されているように感じる。
- ・ 「担保付社債切換条項」は、社債のデフォルトの回避を目的としたコベナントであるため、実務上担保の設定が非常に困難である場合は、クーポンアップなどを行うのではないかと。
- ・ コベナント抵触時の治癒として、過去の事例では、「担保付社債切換条項」を活用し社債に担保を設定するケースや、その他のコベナントと組み合わせて対応するケースがあった。
- ・ コベナントは、社債を購入する投資家と社債を発行する企業のニーズが合致しなければ、

成立しないものである。過去の事例では、プット（投資家による期限前償還請求権）の付与やクーポンアップされたケースは、非常に例外的である。

- ・ 日本では、担保付社債の場合は、担保付社債信託法により、担保の受託会社を置かなければならないが、FA 債の場合、デフォルトの可能性が生じた後で、その社債に担保設定するために受託会社を設置することは、実務的に相当困難ではないか。したがって、現在の実務では、「担保付社債切換条項」の実質的な意味は失われているのではないか。
- ・ 「1. 劣後性回避機能 ① 社債間限定同順位（担保提供制限）」では、制限される「担保提供」の内容について、「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。」が含まれているが、先例の中にはこの文言が含まれているものと含まれていないものがある。このように担保権設定に係る予約又は約定を行った時点でネガティブ・プレッジが発動されるというのは、発行会社にとってかなり厳しいのではないか。国内社債には一般的にこの文言が含まれているのか。
- ・ 当社（証券会社）では、最近発行された社債については、「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。」としているものは少なくなってきたように感じているが、当該内容とする社債も多く発行されている。過去、この内容であると、実質的ディフィーゼンスができないとの話もあったが、現状の実務では、この記載が含まれている事例はまだ多い。

(3) 繰上償還（期限前償還）

- ・ 「3. コベンナツ抵触時の治癒 繰上償還（期限前償還）」では、「コベンナ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）する。」とあり、一方、「プット（投資家による期限前償還請求権）の付与」及び「クーポンアップ」では、「コベンナ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する。」とあるが、これらを区別している理由は何か。
- ・ 必ずしも、「繰上償還（期限前償還）」と「プット（投資家による期限前償還請求権）の付与」において、その内容を区別する必要はないかもしれないが、期限前償還価格について、

一定の事由が生じたときに、ディスカウントでの返済を認めても良いのではないかと考える。つまり、発行会社においては、何らかのコベナンツに抵触した場合、早期に弁済することになれば、非常に大きな負担となるが、そのような場合に、例えば、額面よりもディスカウントした価格で返済できる仕組みを構築しても良いのではないか。

- ・ 投資家は、ディスカウントした価格での返済となれば損失が生じることから、その返済を希望しない投資家も存在すると思われる。プット（投資家による期限前償還請求権）の付与であれば、繰上償還を希望する投資家に対してのみ、その償還手続を行えるので良いのではないか。
- ・ 過去の事例では、社債権者集会の決議を得て、将来利息の支払を含めて、額面価格を上回る価格で繰上償還されたケースも存在した。しかしながら、発行会社では、将来の利息をすべて支払うことについて負担が大きいため、発行会社の信用状況の悪化に伴わない期限前償還であれば、期限前償還価格については make whole price を採用し、他方、額面価格未満の償還とプット（投資家による期限前償還請求権）の付与を組み合わせ、ディスカウントでの返済を認めても良いのではないか。

(4) コベナンツの抵触状況の開示

- ・ 「3. コベナンツ抵触時の治癒」において、「我が国社債では、コベナンツに抵触した際、その治癒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、多様なコベナ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ナンツを根付かせるためには、治癒のあり方についても検討が必要である。」とあるが、「治癒させること」を目的としないコベナンツは考えられないか。
- ・ 例えば、「あるセンサー条項に抵触した場合、発行会社は、その抵触状況を開示しなければならない。」といった内容のコベナンツは考えられないか。投資家は、その情報に基づき当該債券を市場で売却するか否かの判断ができるのではないか。社債に付与されるコベナンツで出口をデフォルトとするものは、少数に絞り込んだ方がよいと考える。

4. 社債とローンのコベナンツ

- ・ 米国において、事後的にコベナンツを改訂したりコベナンツ違反を猶予したりすることについて、ローンとハイ・イールド債とでは、その柔軟性の程度において大きな違いがあると認識されている。
- ・ 米国のローンのコベナンツは、インカランステストとメンテナンステストの双方を含む

ものである。メインテナンステストについては、例えば、四半期に一度のテストに合格できずコベナンツ違反となった場合、レンダーとの間で協議を行い、コベナンツ違反を猶予してもらったり、コベナンツの内容が改訂してもらうことについての柔軟性が相対的に高い。

- ・ 他方、米国のハイ・イールド債のコベナンツは、その太宗が（メンテナンステストではなく）インカランステストであり、一定のアクション（例えば追加的負債を負うこと、配当を行うこと）を発行会社が起こす場合、一定の要件を満たさなければそのアクションを起こさないことになっている。ローンと異なり社債の場合、一定の社債権者の同意がない限りコベナンツを改訂したりコベナンツ違反を猶予したりすることができず、違反の場合の柔軟性が低い。そのかわり、コベナンツの内容が（メンテナンステストではなく）インカランステストであることから、発行会社からみると、コントロールのしやすいものとなっている。例えば、メンテナンステストであるインタレスト・ガバレッジ・レシオなどのコベナンツは、経営成績にいや応なく左右されるものであるために、コントロールが難しいが、インカランステストである配当制限などのコベナンツは、発行会社としてはアクションを起こさないことにより違反を避けられるので相対的にコントロールが容易である。
- ・ 標準的なコベナンツモデルの策定にあたって、（インカランステストに加え）メンテナンステストを積極的に設けるのであれば、コベナンツに抵触した場合に柔軟に対応することがどうすれば可能かについても検討する必要があるのではないかと。しかし、ローンと異なり社債の場合、これは必ずしも容易なことではないように思われる。米国の社債市場において、ハイ・イールド債のコベナンツがインカランステストをその太宗としていることは、この観点から示唆に富むのではないかと。

5. 社債管理者によるコベナンツ管理

- ・ 「留保付社債切替条項」には、「当社は、社債管理者と協議のうえ、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」などの条項がみられるが、ここにある「社債管理者と協議のうえ」というのは、社債管理者の利益相反の問題について検討を行うにあたって、重要な意味を有しているのではないかと。
- ・ 社債管理者の利益相反の可能性を許容する枠組みを構築する場合は、標準的なコベナンツモデルの検討にあたって、社債管理者が裁量権を発揮し何らかの対応を行う余地を可能な限り排除しておく必要があるのではないかと。利益相反を許容しつつ、裁量権を行使することを求められると、社債管理者は、業務を遂行できなくなるのではないかと。米国であれば、このような場合、社債管理者は極めて訴訟を受けやすい。社債管理者は、職務の遂行と訴訟リ

スクという相反する問題の狭間に立たされてしまう。

- ・ 社債管理者について、利益相反を許容しつつ、その職務遂行における裁量の余地を排除するのか、それとも、利益相反を許容せずに、その職務遂行上一定の裁量の行使を期待するのか。この二つの方向性についてまず整理を行わないと、標準的なコベナンツモデルを策定できないのではないかと。本部会と第3部会が連携を図り、標準的なコベナンツモデルの策定と社債管理者の責任のあり方について、組み合わせた検討を行わなければならないのではないかと。

6. 社債コベナンツ開示の徹底

- ・ 発行登録書にコベナンツの内容を記載することが開示上は望ましいが、現在の実務では、発行条件決定後に提出される発行登録追補書類にコベナンツの内容が記載されるため、投資家には、投資判断に際してコベナンツの内容を考慮する時間的な余裕がない。
- ・ EDINET (Electronic Disclosure for Investors' NETwork) 上に掲げられた発行登録書及びこれに基づく追補書類は、発行登録が効力を失うまでの間、公衆縦覧に供されることになっている。その結果、発行登録が失効すると、投資家は当該発行登録に基づいて発行された社債の発行条件（コベナンツを含む）を閲覧することができなくなる。民間企業が提供している有料サービスに加入すれば、失効した発行登録書を閲覧することができるが、投資家は一般的にこのようなサービスに加入しているわけではない。コベナンツが多様化した場合には、社債が償還されるまで投資家がコベナンツを閲覧することができるよう確保する必要がある。
- ・ 発行登録の失効後も、関係社債の存続中、発行登録書・発行登録追補書類を EDINET 上で公衆縦覧に供することは金融庁にとって相当な負担となるかもしれないが、投資家にとっての閲覧の必要性に鑑みて、これをご検討頂きたい。また、コベナンツの内容を有価証券報告書に記載する方法による開示についてもご検討願いたい。
- ・ 海外のハイ・イールド債市場では、我が国の発行登録制度のような方式ではなく、株式と同様に、Offering Memorandum（投資目論見書）を作成した上で、ロードショーを行い、コベナンツなどに関する情報がすべて開示されている。

7. 社債のインサイダー取引の管理

- ・ 社債市場は、基本的にパブリック・インベスターを前提としている。銀行では、債権者の立場にありインサイダー情報を把握できるが、一方で、パブリック・インベスターは、そのような情報を把握できない。インサイダーとパブリック・インベスターの関係について、極めて重要な論点であると考えている。

8. 標準なコベナンツモデルの活用

- ・ 米国ハイ・イールド債市場では、社債に付与されるコベナンツは2～3個であり、そのコベナンツは、有価証券報告書で確認できる非常に簡単なものである。
- ・ 標準的なコベナンツモデルは、すべての発行会社が採用するわけではない。本部会では、発行会社が利用しやすいコベナンツを多く準備しておき、そのコベナンツの中で、発行会社の業態や投資家層等に応じて、必要なものが活用されれば良いと考えている。証券会社としては、例えば、いくつかの標準的なコベナンツの組み合わせモデルを用意しておくが、それらのモデルで、すべての社債を発行させることは意図していない。

9. 投資家、発行会社のニーズの把握

- ・ 標準的なコベナンツモデルの検討に当たっては、低格付社債市場の拡大を前提としているため、高格付社債（我が国で発行されている社債のほぼ100%を占める。）と区分して、検討を行う必要があるのではないかと。
- ・ 標準的なコベナンツモデルを構築した上で、そのモデルの活用を発行会社に促したとしても、発行会社においては、インセンティブを感じないため、そのモデルを活用しないのではないかと。
- ・ 外国人投資家は、ハイ・イールド債の投資に当たって、元本による期中償還を求めておらず、満期の一括償還を前提として、ハイ・クーポンを享受したいと考えている。一方で、我が国の投資家は、外国人投資家のような考え方は持っていないのではないかと。我が国の投資家は、基本的に、一定額の元本の償還を受けながら、一定額のクーポンを享受できれば良いと考えているのではないかと。標準的なコベナンツモデルの検討に当たっては、我が国の投資家において、どのような投資行動を望んでいるのか確認しなければ、そのモデルの構築が困難ではないかと。
- ・ 外国の投資家は、社債の企業のインタレスト・ガバレッジ・レシオ（会社の借入金等の利

息の支払能力を測るための指標)が確保されたうえで、高いクーポンを享受できれば良いと考えている。一方、我が国の投資家は、米国ハイ・イールド債市場のように、BB格やB格の社債を購入するといった考え方は持っていないのではないかと。今後、ハイ・イールド債を購入したい投資家や、その社債を発行したい企業を招き、意見を聞いた方が良いのではないかと。

- ・ 当社(証券会社)の顧客の中には、我が国にハイ・イールド債市場が存在しないため、海外社債市場において、起債するケースもある。したがって、本部会では、標準的なコベナンツモデルの検討に当たって、社債に付与されるコベナンツの内容を軽くし、クーポンによって値段を調整する発想で、投資家の考え方を踏まえたうえで、検討を行えば良いのではないかと。

2. 次回会合

第7回会合を4月12日(火)に開催する。

(配付資料)

- ・ 標準的なコベナンツモデルの検討

以 上