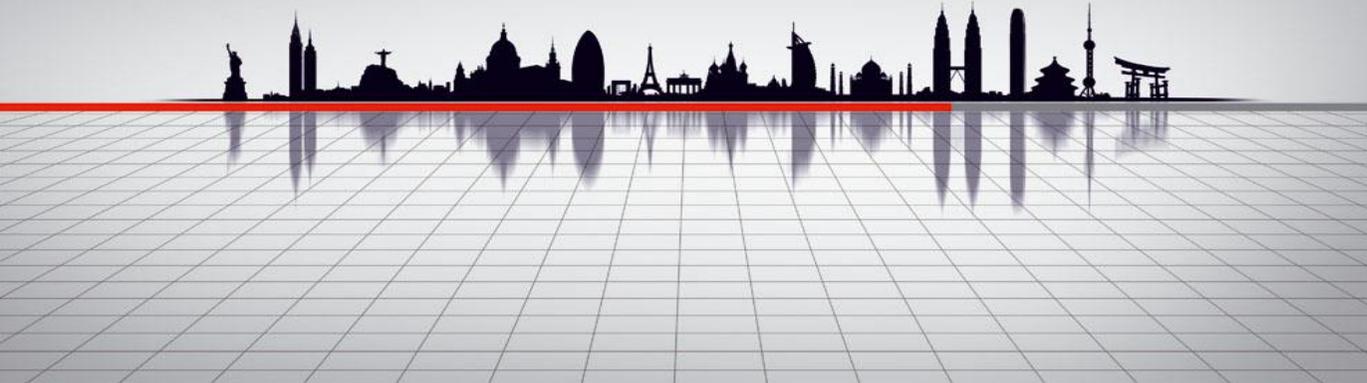


NOMURA

Investment Banking



社債市場の活性化に向けた懇談会第2部会

第8回 標準的なコベナンツモデルの検討2

野村證券株式会社

2011年6月7日

これまでの議論

- 多くの場合、国内普通社債は社債間限定同順位となっており、担保徴求が行えるローンとの比較した場合に実質的に劣後順位となっている。
- 社債とローンを完全に同順位とするためには、ローンを無担保にするか社債を全て担保付きもしくは担付き切り換えとせざるを得ないが、第3部会でも議論されているとおり低格付社債の多くに社債管理者を設置するのは現実的には難しい。
- 社債がローンに実質的に劣後する前提において低格付け社債市場の発展を検討するには、コベナンツによる投資家保護の仕組みや金融債務のコベナンツ開示による情報ギャップの平準化が望まれる。
- 従来の社債コベナンツは、財務維持 (financial maintenance check) 的な内容が多いが、低格付け社債のコベナンツとしては追加負担制限 (incurrence check) 的な内容を採用すべきではないか。
- 従来の社債コベナンツはその抵触時に期限の利益の喪失となる構成がほとんどであるが、直ちに期限の利益の喪失とならないコベナンツ構成や、社債権者集会によるリスケジュールや条件変更を行う機会を設けることはできないか。
- 社債管理者不設置債において、財務維持や追加負担制限等のコベナンツのモニタリングはどのようにして行っていくか。

1. 財務維持コベナント(Financial Maintenance Covenants)①

純資産維持条項

<単体ベース>

- (1) 当社は、本社債の払込期日以降、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(財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則によるものとし、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[純資産合計の金額／純資産合計から新株予約権を控除した金額]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の末日より●か月を経過した日に前号の違背が生じたものとみなす。
- ※旧適債基準(1996年廃止)では発行時の純資産額の75%と規定があり、現在もこれを目安として、直前期末の純資産額の75%とすることが多い。

<連結ベース>

- (1) 当社は、本社債の払込期日以降、本社債の未償還残高が存する限り、当社の各[四半期連結会計期間／連結会計年度]の末日における[四半期]連結貸借対照表([四半期]連結財務諸表の用語、様式及び作成方法に関する規則によるものとし、監査済であることを要す。以下「[四半期]連結貸借対照表」という。)に示される[純資産合計の金額／純資産合計から新株予約権及び少数株主持分を控除した金額]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[四半期]連結貸借対照表の基準とした[四半期]連結会計期間の末日より●か月を経過した日に前号の違背が生じたものとみなす。

自己資本比率維持条項

<単体ベース>

- (1) 当社は、本社債の払込期日以降、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(財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則によるものとし、監査済であることを要す。以下「貸借対照表」という。)に示される純資産合計の金額を、負債純資産合計の金額の●%以上に維持するものとする。
- (2) 前号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事業年度の末日より●か月を経過した日に前号の違背が生じたものとみなす。

<連結ベース>

- (1) 当社は、本社債の払込期日以降、本社債の未償還残高が存する限り、当社の各[四半期連結会計期間／連結会計年度]の末日における[四半期]連結貸借対照表([四半期]連結財務諸表の用語、様式及び作成方法に関する規則によるものとし、監査済であることを要す。以下「[四半期]連結貸借対照表」という。)に示される純資産合計の金額を、負債純資産合計の金額の●%以上に維持しなければならない。
- (2) 前号に定める比率を下回る場合は、その[四半期]連結貸借対照表の基準とした[四半期]連結会計期間の末日より●か月を経過した日に前号の違背が生じたものとみなす。

1. 財務維持コベナント(Financial Maintenance Covenants)②

利益維持条項

<単体ベース>

- (1) 当社は、本社債の払込期日以降、本社債の未償還残高が存する限り、当社の各事業年度における損益計算書(財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則によるものとし、監査済であることを要す。以下「損益計算書」という。)に示される[経常損益／営業損益]につき、利益を維持しなければならない。
- (2) 当社の各事業年度における損益計算書に示される[経常損益/営業損益]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]か月を経過した日に前号の違背が生じたものとみなす。
- (3) 前号の規定は、最終事業年度の[経常損失／営業損失]額がその直前事業年度の[経常損失／営業損失]額を下回り、かつ、[3]期間の[経常損失／営業損失]累計額が当該連続[経常損失／営業損失]発生1期目の直前事業年度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関する規則によるものとし、監査済であることを要す。)に示される純資産合計の金額の●パーセントを超えない場合には適用しない。ただし、当該最終事業年度の直前事業年度の末日における[経常損失／営業損失]に関して、本号本文により前号の適用を免れていた場合を除く。

<連結ベース>

- (1) 当社は、本社債の払込期日以降、本社債の未償還残高が存する限り、当社の各連結会計年度における連結損益計算書(連結財務諸表の用語、様式及び作成方法に関する規則によるものとし、監査済であることを要す。以下「連結損益計算書」という。)に示される[経常損益／営業損益]につき、利益を維持しなければならない。
- (2) 当社の各連結会計年度における連結損益計算書に示される[経常損益／営業損益]が[3]期連続して損失となった場合、その最終の連結会計年度(以下「最終連結会計年度」という。)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。
- (3) 前号の規定は、最終連結会計年度の[経常損失／営業損失]額がその直前連結会計年度の[経常損失／営業損失]額を下回り、かつ、[3]期間の[経常損失／営業損失]累計額が当該連続[経常損失／営業損失]発生1期目の直前連結会計年度の末日における連結貸借対照表(連結財務諸表の用語、様式及び作成方法に関する規則によるものとし、監査済であることを要す。)に示される純資産合計の金額の●パーセントを超えない場合には適用しない。ただし、当該最終連結会計年度の直前連結会計年度の末日における[経常損失／営業損失]に関して、本号本文により前号の適用を免れていた場合を除く。

メモ

現行は各条項で期限の利益の喪失を規定しているが、各条項の違背が期限の利益の喪失事由とするか否かを選択的に決定できるように構成している。

2. 追加負担制限コベナント(Incurrence Covenants)①

負債額維持

- (1) 当社は、本社債の払込期日以降、本社債の未償還残高が存する限り、各[四半期]決算期において[連結]負債額が[●]億円以下の状態を維持するものとする。当社の負債額が[●]期連続して[●]億円を上回った場合は、当該[●]期目の[四半期]決算期より[●]ヶ月を経過した日までに回避されていなければ本項の違背が生じたものとみなす。
- (2) 本項において[連結]負債額とは、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、コマーシャルペーパー、長期借入金、社債／負債合計]は、それぞれ各[四半期]決算期に係る当社の[監査済][連結]貸借対照表上の記載に基づくものとする。

<計算式>

案1) 負債額＝短期借入金+コマーシャルペーパー+ 1年内償還予定の長期借入金及び社債 +長期借入金+社債

案2) 負債額＝[監査済][連結]貸借対照表上の負債の部の負債合計

負債比率維持

- (1) 当社は、本社債の払込期日以降、本社債の未償還残高が存する限り、各[四半期]決算期において[連結]負債比率が[●]%以下の状態を維持するものとする。当社の負債比率が[●]期連続して[●]%を上回った場合は、当該[[●]期目の]決算期より[●]ヶ月を経過した日までに回避されていなければ本項の違背が生じたものとみなす。
- (2) 本項において負債比率とは、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、コマーシャルペーパー、長期借入金、社債／負債合計]及び資産合計は、それぞれ各[四半期]決算期に係る当社の[監査済][連結]貸借対照表上の記載に基づくものとする。

<計算式>

案1) 負債比率(%)＝(短期借入金+コマーシャルペーパー+ 1年内償還予定の長期借入金及び社債+長期借入金+社債)÷資産合計×100

案2) 負債比率(%)＝負債合計÷資産合計×100

投資制限

当社は、本社債の払込期日以降、本社債の未償還残高が存する限り、以下に定める場合を除き、新たな投資は行わない。

<例外規定>

- (イ) 翌事業年度以降の減価償却費が累計で[●]億円までの設備投資。
- (ロ) 国債、地方債などの公社債および上場株式などの市場性ある有価証券への投資。
- (ハ) 当社子会社株式の取得。
- (ニ) :

メモ

追加負担制限コベナントでは、例外規定(カーブアウト)によって会社の行為制限の範囲を規定する。

2. 追加負担制限コベナント(Incurrence Covenants)②

インタレスト・カバレッジ・レシオの維持

- (1) 当社は、本社債の払込期日以降、本社債の未償還残高が存する限り、各[四半期]決算期において[連結]インタレスト・カバレッジ・レシオ(以下ICRという)が[●]倍以上の状態を維持するものとする。当社のICRが[●期連続して][●]倍を下回った場合は、当該[●期目の]決算期より[●]ヶ月を経過した日までに回避されていなければ本項の違背が生じたものとみなす。
- (2) 本項において[連結]ICR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営業利益、受取利息、受取配当金、支払利息は、それぞれ各[四半期]決算期に係る当社の[監査済][連結]損益計算書上の記載に基づくものとする。
- (3) 当社は、ICRを、●項の規定に従い各[四半期]決算期毎に[監査済][四半期/有価証券]報告書に記載しかつ公告する。

<計算式>

インタレスト・カバレッジ・レシオ(倍) = (営業利益 + 受取利息 + 受取配当金) ÷ 支払利息

有利子負債/EBITDA倍率の維持

- (1) 当社は、本社債の払込期日以降、本社債の未償還残高が存する限り、各[四半期]決算期において[連結]有利子負債/EBITDA倍率を[●]倍以下の状態を維持するものとする。当社の有利子負債/EBITDA比率が[●期連続して][●]倍を下回った場合は、当該[●期目の]決算期より[●]ヶ月を経過した日までに回避されていなければ本項の違背が生じたものとみなす。
- (2) 本項において[連結]有利子負債/EBITDA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、コマーシャルペーパー、長期借入金、社債、現金、預金、税引前当期利益は、それぞれ各[四半期]決算期に係る当社の[監査済][連結]貸借対照表上及び損益計算書上の記載に基づくものとする。
- (3) 当社は、EBITDAならびに有利子負債/EBITDA倍率をその内訳の財務数値と共に、●項の規定に従い各[四半期]決算期毎に[監査済][四半期/有価証券]報告書に記載しかつ公告する。

<計算式>

EBITDA = 税引前当期利益 + 支払利息 + 減価償却費(有形固定資産償却費と無形固定資産償却費の合計)

案1) 有利子負債/EBITDA倍率 = (短期借入金 + コマーシャルペーパー + 1年内償還予定の長期借入金及び社債 + 長期借入金 + 社債) ÷ EBITDA

案2) 有利子負債/EBITDA倍率 = (短期借入金 + コマーシャルペーパー + 1年内償還予定の長期借入金及び社債 + 長期借入金 + 社債 - (現金 + 預金)) ÷ EBITDA

メモ

監査対象となっていない財務指標をコベナントで利用する場合、その正確性を担保する方法を同時に手当てする。

2. 追加負担制限コベナント(Incurrence Covenants)③

国内債務同順位(担保提供制限)

当社は、本社債の払込期日以降、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、更に以下に定める場合はこの限りではない。

<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[●]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、本社債の払込期日以降、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。

有担保負債比率維持

- (1)当社は、本社債の払込期日以降、本社債の未償還残高が存する限り、各[四半期]決算期において[連結]有担保負債比率が[●]%以下の状態を維持するものとする。当社の有担保負債比率が[●]期連続して[●]%を上回った場合は、当該[●]期目の決算期より[●]ヶ月を経過した日までに回避されていなければ本項の違背が生じたものとみなす。
- (2)本項において有担保負債比率とは、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有担保短期借入金、有担保コマーシャルペーパー、有担保長期借入金、有担保社債は、物上担保もしくは担付き切替条項が付された各[四半期]決算期末の各取引元本残高をいい、資産合計は当社の[監査済][連結]貸借対照表上の記載に基づくものとする。
- (3)当社は、有担保負債比率ならび有担保取引残高を、●項の規定に従い各[四半期]決算期毎に[監査済][四半期/有価証券]報告書に記載しかつ公告する。

<計算式>

$$\text{有担保負債比率(\%)} = \left(\text{有担保短期借入金} + \text{有担保コマーシャルペーパー} + \text{1年内償還予定の有担保長期借入金及び有担保社債} \right. \\ \left. + \text{有担保長期借入金} + \text{有担保社債} \right) \div \text{資産合計} \times 100$$

2. 追加負担制限コベナント(Incurrence Covenants)④

配当等制限

当社は、本社債の払込期日以降、本社債の未償還残高が存する限り、本社債の払込期日以降に当社が行う会社法第453条の規定による剰余金の配当及び会社法第156条第1項の規定による自己株式の取得(以下「配当等」と総称する。)により株主に対して交付する金銭その他の財産の帳簿価額の総額の累計額が、各事業年度における損益計算書(財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則によるものとし、監査済であることを要す。)に示される税引後当期純損益の累計額に●億円を加えた額を超えることとなるような配当等は行わない。

支払制限

当社は、本社債の払込期日以降、本社債の未償還残高が存する限り、本社債より支払順位が劣る社債の利子、優先株式配当、普通株式配当の支払いを行わない。ただし、以下に定める場合はその限りでない。

<例外規定>

- (イ) 本社債の払込期日以前に発行された劣後社債の利子支払い。
- (ロ) 当社の各会計年度毎に税引後当期純損益の額を超えない株式配当の支払い。
- (ハ) :

資産の処分に関する制限

当社は、本社債の払込期日以降、本社債の未償還残高が存する限り、通常の営業活動の過程における場合を除き、当社の財産及び資産のいかなる部分も売却、リース、移転又はその他の手法で処分しない。ただし以下に定める場合はその限りでない。

<例外規定>

- (イ) 資産の売却が市場実勢で行われ売却資金の[●]%以上を現金で受け取る場合。
- (ロ) 資産売却資金の一部ないし全部を本社債の償還資金に充当する場合。
- (ハ) :

メモ

支払順位の劣る債務の債権者や株主に会社資産が無制限に払い出されることを防ぐ。

2. 追加負担制限コベナント(Incurrence Covenants)⑤

セール・アンド・リースバック制限

当社は、本社債の払込期日以降、本社債の未償還残高が存する限り、所有する[動産／不動産]を売却又は移転したうえで、当該[動産／不動産]の全部又は一部を、当社が当該[動産／不動産]を売却又は移転する以前と同じ目的のために貸借し又はリースする契約を、直接的であるか間接的であるかを問わず締結しない。ただし以下に定める場合はその限りでない。

<例外規定>

- (イ) 当該[動産／不動産]の売却が市場実勢で行われ売却資金の[●]%以上を現金で受け取る場合。
- (ロ) 当該[動産／不動産]の売却資金の一部ないし全部を本社債の償還資金に充当する場合。
- (ハ) :

子会社に関する制限

当社は、本社債の払込期日以降、本社債の未償還残高が存する限り、以下の各号に定める当社子会社(別途規定する)に関する事項を行わず、かつ当社子会社が行うことを認めない。

- (1) 当社子会社の当社持分比率が変わる増資。
- (2) 当社子会社の第三者からの資金借入れ。
- (3) 当社子会社株式の第三者への譲渡。
- (4) 当社株式の当社子会社への割当て。
- (5) 当社子会社の資産売却。
- (6) 当社子会社の合併。
- (7) 当社子会社の清算。
- (8) :

ただし、前各号は、以下に定める場合はその限りでない。

<例外規定>

- (イ) :

メモ

子会社に関する制限は現在の国内社債のコベナントではほとんど採用されていないが、低格付社債コベナントとしては社債権者の地位保全のために重要と思われる。

2. 追加負担制限コベナント(Incurrence Covenants)⑥

関連当事者取引の制限

当社は、本社債の払込期日以降、本社債の未償還残高が存する限り、以下に定める場合を除き、関連当事者(別途規定する)との取引を行わない。

<例外規定>

- (イ) 市場実勢で行われている営業取引の場合。
- (ロ) 金額●億円以下の取引の場合。
- (ハ) :

合併制限

当社は、本社債の払込期日以降、本社債の未償還残高が存する限り、以下の定める場合を除き、合併もしくは当社を完全子会社とする株式交換・株式移転を行わない。

<例外規定>

- (イ) 本社債の期限の利益の喪失を防ぐ目的で行われる場合。
- (ロ) 本社債の元金支払がより確実になると[社債管理者/格付機関]によって認められる場合。
- (ハ) 本社債の未払いの元金合計額を現金もしくは現金同等物により本社債権者のために信託設定した場合。
- (ニ) :

Change of Control条項

本社債の払込期日以降、本社債の未償還残高が存する限り、以下に定める場合を除き、当社について、(i) 50%を超える議決権を単独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の出現、(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、(iii) 50%を超える議決権を単独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の異動もしくは消滅、(i) (ii) ないし(iii) のいずれかが行われた場合、当社は本社債を額面価格の●%で買い入れるものとする。

<例外規定>

- (イ) :

メモ

Change of Control 条項に規定する事由は会社の意思とは無関係に行われることもあり、会社に対する制限だけでなく株主に対する制限でもあるため、追加負担制限コベナントとは必ずしも言えない。

3. コベンツ抵触時の対応

1 担保差し入れによる治癒

- (●) 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。ただし、当社が、本社債のために、担保付社債信託法にもとづき社債管理者が適当と認める担保権を設定した場合であって、社債管理者が承認したときは、本項第(●)号及び第(●)号は適用しない。

2 期限の利益喪失

- (●) 当社が本項に[違背した／違背したことが明らかになった]ときは、当社は本社債全額について期限の利益を失う。

3 繰り上げ償還(期限前償還)

- (●) 当社が本項に[違背した／違背したことが明らかになった]ときは、[違背した／違背したことが明らかになった]日から[●]ヶ月経過した日以降初めて到来する利払期日、ただしこの日が償還日以降となる場合は償還日に、当社は本社債全額を期限前償還する。

4 プット権の付与／買取り請求権の発生

- (●) 当社が本項に[違背した／違背したことが明らかになった]ときは、各本社債権者は、当社に対し本社債券の額面金額の●%で、[違背した／違背したことが明らかになった]日から●ヶ月経過した日以降初めて到来する利払期日に期限前償還することを請求する権利を有するものとする。
- (●) 当社が本項に[違背した／違背したことが明らかになった]ときは、各本社債権者は、[違背した／違背したことが明らかになった]日から●ヶ月経過した日まで当社に対し本社債券の買取りを請求することができる。当社は買取り請求のあった本社債を額面金額の●%に買取り日までに発生した経過利子を付加した価額で買取るものとする。

5 社債権者集会の開催(期限の利益喪失でない場合)

- (●) 当社が本項に[違背した／違背したことが明らかになった]ときは、当社は[違背した／違背したことが明らかになった]日から[●]ヶ月以内に、社債権者集会を召集し当該社債権者集会において、社債要項の変更を求めることができる。社債要項の変更は本社債券の[●分の●]以上の投資家の同意を必要とする。ただし、元本の減額、利率の低減、元利金支払期日の延長、・・・を含む社債要項の変更には本社債権者全員の同意を要する。社債権者集会開催に係る費用は当社が負担するものとする。

4. コベンツのモニタリングとレポーティング（通知及び公告）

- 追加負担制限コベンツの多くは会社の行為の制限のため、そのモニタリングをどのように行うかがコベンツを機能させるうえで重要となる。社債管理者設置債として、発行者に社債管理者に対する通知義務を課し、社債管理者によるモニタリングが行われるのが望ましいが、それ以外の手法を検討する。
- 通知もしくは公告は発行者自身の行為とし、通知もしくは公告に虚偽、意図的な隠蔽、遅延などの違反があった場合には、期限の利益の喪失を構成するようにすれば、発行会社に一定の抑止効果は働くものと考えられる。
- モニタリングが必要な事由や財務指標を有価証券報告書に記載しかつ監査法人の監査対象項目とすることができれば、社債管理者によるモニタリングに次ぐ効果的な手法と思われる。
- 法定開示書類にコベンツの遵守状況や財務指標を記述するのが望ましい開示（公告）方法と考えられるが、投資家に対して効果的かつ効率的に通知ないし公告する手法が他にもないか検討を行う。

1 通知

- (1) 当社は、本社債の払込期日以降、本社債の未償還残高が存する限り、第(●)項に規定する〔(特定の財務指標)〕を、第(●)項に規定する方法により公告を行い、かつ当社の〔監査済〕〔連結〕〔有価証券報告書／四半期報告書〕に記載する。
- (2) 当社は、第(●)項に規定する〔(特定のコベンツ)〕の遵守状況に重大な変化があった場合(※)、第(●)項に規定する方法により公告を行い、かつその事実を記載した臨時報告書を提出する。
- (3) 当社が、本項の規定を怠った場合、もしくは虚偽の記載を行った場合、当社は本社債全額について期限の利益を失う。

※臨時報告書提出事由の「財政状態および経営成績に著しい影響を与える事象が発生した場合」に該当と整理

2 公告の方法

本社債要項に規定する公告は、当社定款で規定する電子公告あるいは〔TDnet／当社インターネットホームページ／証券保管振替機構により設定されたインターネットページ〕にて行うものとする。

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これらの情報を、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。