「第14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24年3月15日(木) 午後4時30分～6時30分

場 所 証券保管振替機構 会議室

出席者 各委員

議事概要

I. 「コベナンツモデル(参考モデル)」の策定について

事務局、SMBC日興証券 河越委員、野村証券 東委員、みずほ証券 大音委員から、「コベナンツモデル(参考モデル)(案)」【事務局タタキ台】について、資料に基づき、次のとおり報告・説明が行われた後、意見交換が行われた。

【報告・説明】

I-1 コベナンツモデル(参考モデル)(案)【事務局タタキ台】

1. はじめに

- ・ コベナンツモデル(参考モデル)の策定は、低格付社債の発行・投資を促すために検討されているが、比較的信用力が低い企業に限らず、広く企業、投資家、証券会社に周知、利用されることにより、現状では定型・硬直化している社債のコベナンツについて、企業の資本・財務政策及び投資家のニーズに応じた柔軟な設定・付与を実現し、社債発行・社債投資の拡大を図ることを目指している。

2-1 社債コベナンツの分類

- ・ 社債のコベナンツは、定期的に財務指標を確認する財務維持コベナンツ、一定の行動を規制する追加負担制限コベナンツ、財務指標等の報告を求めるレポーティング・コベナンツの3つに分類している。

2-2 社債コベナンツの基本的な性格

- ・ (1) では、社債のコベナンツと銀行ローンのコベナンツでは、企業にとってその意味合いが大きく異なる点について、(2) では、特に信用リスクが相対的に大きい企業(信用格付が相対的に低い企業)は、資本の蓄積等の状況が高格付の企業とは異なることについて、(3) では、こうした状況から、低格付社債に関しては、発行体自身がコントロール可能な追加負担制限コベナンツを中心に構成し、一部財務維持コベナンツを組み合わせたことが適切ではないか。

3. 社債コベンツの柔軟・適切な設定・付与

- ・ 社債コベンツが発行会社や投資家にとってより利便性が高いものとするため、社債コベンツの効果的な組み合わせ、具体例について別紙2で取りまとめている。

4. 社債コベンツ抵触時の対応

- ・ 社債がコベンツに抵触した場合、直ちに期限の利益喪失となるのが現状である。そこで、米国の運用例を参考として、社債発行要項や社債管理委託契約において、期限の利益喪失まで一定の猶予期間を設けるといった対応がある。機関投資家から必要なコベンツと意見が多かった。繰上償還やプット権の付与について説明している。社債コベンツ抵触時の対応例については、別紙3で取りまとめている。

I-2 別紙1「社債コベンツ参考事例集(案)」

- ・ 別紙1において列挙した各コベンツについて、「【解説】」を中心に説明したい。解説は、様々な組み合わせによる可能性の広がりを制限しないよう、その効果を中心に、あまり目的や用途を限定しない方向性で記述している。

I. 追加負担制限コベンツ

(1) 負債の制限

- ・ 発行体の新たな資金調達を制限することにより、安易な散財を行なわせないことを目的として設定されると一般に考えられている。実務的には通常の事業活動に支障を来さないよう、既存債務のリファイナンス等については免責事項を加えることが想定される。また、後述する「負債額維持、負債比率維持」と類似した効果を見込め、資産規模と比較して、多額の負債調達を実施した場合や買収ファイナンス、事業再生型ファイナンス時に適用されると考えられる。

(2) 担保提供制限

- ・ 企業が将来の社債・借入等の債務に対して担保権を設定することを制限する条項であり、資本構成上の序列を確保することにより、デフォルトが発生した場合の資金回収を図る目的で設定されると一般に考えられている。社債間限定の同順位については、現在発行されている無担保の普通社債においても広く設定されており、担保提供制限の対象を社債間から借入等の他の債務にまで広げる場合には、発行体の既存の与信枠や、制度融資に担保権を設定することに免責条項を加えることが考えられる。なお、新規の債務を本条項を設定した社債に劣後する、又は担保提供を禁止するという設計とした場合には、以後の資金調達に支障が出る懸念が生じる。

(3) 配当等制限、支払制限

- ・ 企業が配当可能利益を超えて行う配当等の現金流出に制限を加えることで、社債の元利金支払資金の留保を進めることを目的として一般に制限される。株主の影響力が強く、配当の要請が強い発行体に対して、有効な条項であると考えられる。
一方、支払いの制限については、既存・新規の資金調達とのコンフリクトを検証する必要があると考えられる。

(4) 新規投資制限

- ・ 新規投資全てを制限する場合と、コア事業以外の新規投資を制限する場合があると考えられている。前者の場合、過大な投資によるキャッシュフローの不足や、投資効率の悪化を回避することで、元利金の支払資金を確保し、確実な回収を図るという効果が見込める。後者の場合においては、前者の効果に加え、新規事業への進出による事業リスクの増大を抑え、債権の回収を確実なものとする効果が見込める。本条項は、主に買収、事業再生ファイナンスでの適用が想定され、企業収益の向上に伴い、制限を引き上げていく条項を付加する方法も考えられる。

(5) 資産の処分に関する制限

- ・ 「(6) セール・アンド・リースバック制限」と同様に、資産の売却にかかる売却代金の資金用途を、社債の償還資金への充当又は主要な事業への再投資に制限し、それが順守されない場合には、当該資産売却自体を停止させる条項であり、当該条項が付与された社債に対する資産カバレッジの低下を防ぐ目的で、一般に設定される。適用除外の資産を設定することも想定できるが、この場合、コベナントの効力も落ちると考えられる。また、資産の譲受を制限することも検討できるのではないかな。

(6) セール・アンド・リースバック制限

- ・ 基本的なコンセプトは「(5) 資産の処分に関する制限」と同様であるが、セール・アンド・リースバックの対象となる動産・不動産を多く抱えており、発行予定の社債に対する資産のカバレッジの低い発行体に対して、適用が検討できる。

(7) 子会社に関する制限

- ・ 返済原資として、発行体の子会社の資産やキャッシュフローが見込める場合に、子会社の資産を保全するために一定の制約を設ける条項であり、子会社の資産やキャッシュフローが非常に大きなファクターである発行体に対して適用されると一般に考えられ、例外として、対象子

会社の範囲を限定することが想定される。また、資産処分制限のコベナンツやレポーティング・コベナンツの中に加えることも可能と考えられる。本条項は、発行体がいわゆるホールディングカンパニーである場合や、子会社に有望な事業・資産を有している場合に適用が想定される。

(8) 関連当事者取引の制限

- ・ グループ企業間取引の規模が大きく、市場価格での取引や、支払制限/認可投資として扱われない発行体に対して、一定規模を超える企業価値の関連会社への移転を禁止する条項であり、適用対象としては、はグループ企業間取引の規模の大きい発行体が想定される。

(9) 合併の制限

- ・ 合併・買収・(事業)譲渡を制限するコベナンツであり、発行体による企業買収等を阻止するために設定される。資産の処分に関する制限に含めて記載することも考えられる。

(10) Change of Control 条項 (大株主の異動の制限)

- ・ 企業の組織再編が行われた場合にも社債の返済を確実にするために設定されるものと一般に考えられる。あらかじめ特定した事由の結果として、当該発行体の所有や経営権が変更される場合には、投資家の所有する債券の額面の数パーセントをプット(売却)・コール(期限前償還)する条項を加えることが考えられる。

II. 財務維持コベナンツ

(1) 純資産額維持

- ・ 純資産の実額を確保することにより、社債償還資金の確保を促す効果があると一般に考えられる。通常の無担保の普通社債に、センサー条項として付されていたケースもある。「(2) 自己資本比率維持」と類似の効果が見込まれる。ただし、純資産の水準に変動がなくとも、債務の増加により自己資本比率が低下した場合、発行予定の社債に対する資産カバレッジが低下する点には留意が必要である。

(2) 自己資本比率維持

- ・ 自己資本比率を維持することにより、社債償還資金の確保を促すことを目的として設定されるコベナンツである。「(1) 純資産額維持」と類似の効果が見込めるが、借入額が増加しても、それに見合って自己資本が増加すれば、自己資本比率は維持されるため、コベナンツにヒットしない点が異なっており、成長企業に適した指標であると言える。

(3) 利益維持

- ・ 一定期間、一定の利益を上げられなかった場合に発動される条項である。通常の無担保普通社債に、センサー条項として付されていた実例もある。

(4) 負債額維持、負債比率維持

- ・ Iの「(1) 負債の制限」と類似の効果を持つと一般に考えられる条項であり、例えば建設会社や不動産会社等、事業構造的に有利子負債が大きくなる発行体や、有利子負債水準が高く、与信管理上の問題がある発行体に対して設定されるケースが多い。

(5) インタレスト・カバレッジ・レシオの維持

- ・ 経常的に金利を支払い続ける能力を有しているかどうかを確認するための条項である。ただし、元金の償還の可否に関する指標性は、低いものであると考えられている。

(6) 有利子負債／EBITDA倍率の維持

- ・ 買収ファイナンスや事業再生型ファイナンス、あるいは過去に有利子負債の増加により、財務状況が悪化したことのある発行体のファイナンスにおける設定が想定される。当該条項は、借換え能力、すなわち借換えを行う際に資金の出し手が見つかるような財務状況かを判断することを目的として、設定されることが考えられており、当該発行体の信用格付が引き下げられた場合に設定された各種条項を発動することが想定される。

(8) 格付維持

- ・ 投資適格の信用格付を目指す発行体に対して付与することによって、当該発行体が投資適格の信用格付を取得した際に、あらかじめ設定した財務コベナンツを停止・不適用にするという形で利用することも考えられる。なお、信用格付業者には開示義務があるため、本条項をレポートニングの対象とする必要はないと考えられる。

Ⅲ. レポートニング・コベナンツ

(1) コベナンツ充足についての代表取締役等による証明書の提出

- ・ 一般的には決算期や中間決算期における監査済み財務諸表や年度ごとの事業計画等、コベナンツを充足している旨に関する証明書の提出を求める条項である。社債に適用する場合には、証明書の提出先について、検討が必要と考えられる。

(2) 特定の事象が発生した場合の社債権者への迅速な報告

- ・ 期限の利益の喪失事由や、経営・業況の重大な変化、財産・資産の変化、報告書の提出等の事態が発生した際にレポーティング義務を付す条項であり、社債権者への報告のためのツール等の整備が必要になると考えられる。

I-3 別紙2「社債コベナンツ組合せモデル（参考モデル）（案）」

- ・ これまでの本部会における議論では、ある業態に共通して効果的なコベナンツの組み合わせ例を示すのは難しいという意見が優勢であった。しかしながら、コベナンツは組み合わせによって、より効果が強くなったり、意味のない組み合わせになったり、新しい効果が生まれたりするものであり、その実例と効果について複数例示した。

1. 追加負担制限コベナンツと財務維持コベナンツの組合せ

- ・ 低格付の企業には、成長途上のスモールキャップの企業だけではなく、キャッシュフローは潤沢だが資本が薄い企業等、様々なバリエーションが考えられる。そういった企業について、社債投資家保護の観点から、網羅的に財務内容をモニタリングしていくためには、追加負担制限コベナンツと支払能力や借換能力を直接的に表す財務維持コベナンツを併せて採用するのが適当と考えられる。具体的には、「インタレスト・カバレッジ・レシオの維持」や「有利子負債/EBITDA倍率の維持」といった財務維持コベナンツに加えて、企業の財務活動を制限する目的で、追加負担制限コベナンツを必要に応じて設定することが考えられる。「インタレスト・カバレッジ・レシオの維持」や「有利子負債/EBITDA倍率の維持」が万全というわけではないが、低格付企業にとって、他の財務維持コベナンツは、やや厳しすぎる内容であると一般に考えられる。

2. 類似するコベナンツの組合せ

- ・ より強い効果となる組合せ事例と、低い効果となる組合せ事例を紹介している。「(1)強い効果となる事例」としては、「負債の制限」により新たな借入れを止めつつ、「負債比率維持」により財務状況の悪化による負債比率の悪化をチェックする組合せが考えられるが、非常に強い内容となるため、こうした類似のコベナンツの設定を検討する場合には、何を目的とするのかを確実にしたうえで、どちらか一方のみを採用するのが適当であるとする。一方、「(2)低い効果となる事例」としては、どちらか一方のコベナンツが、もう一方のコベナンツを包含している場合が考えられる。例えば、「負債の制限」と「負債額の維持」はほぼ同等の内容であり、どちらか一方のみを設定すれば足りると考えられる。「自己資本比率維持」と「負債比

率維持」についても、貸借対照表の観点の問題であり、何を目的とするかによって、どちらか一方のみを採用すればよいと考える。

3. 新たな効果が得られる組合せ

- ・ コベンツの組合せ方によって、各コベンツ単体では意図していなかった効果が生まれるケースを紹介している。例えば、銀行ローンに対する社債間限定同順位の付された社債の地位の保全の観点で、「担保提供制限」と「有担保負債比率維持」を組合せて社債のコベンツを設定すれば、銀行ローンに対する担保の設定をある程度制限することができる。それ以外には、買収防衛目的に「Change of Control」と他のコベンツを組合せて使うことが考えられる。例えば「Change of Control」に、「負債の制限」、「資産処分」、「セール・アンド・リースバック」といったアセットサイドの制限を加えれば、発行体は何ら財務活動を行えない状況になり、当該発行体の企業買収を仕掛ける立場としても、単純な株式の買占めだけではなく、会社の資産を丸ごと買い取る必要がある状況を作り出すことも可能である。

4. 発行会社の資産保全に関するコベンツ

- ・ 「担保提供制限」、「資産の処分に関する制限」といった、債権者の公平性に配慮したコベンツは、特定の債権者に資産を処分・保全されることを防止する観点から設計されているが、うまく組合せなければ、目的とした効果が十分に得られないことを示している。例えば、「資産の処分に関する制限」により資産の処分を制限しているが、「担保提供制限」が付されていない場合、資産は処分されていないものの、特定の債権者の担保権が設定されてしまったといった事態が起こり得る。このように、発行会社の資産保全に関するコベンツは、「担保提供制限」と組合せることで、はじめて十分な効果が生まれると考えられる。
- ・ 最近の傾向を想定して、「セール・アンド・リースバック制限」を加えている。日本の社債のコベンツは、基本的に企業を単体ベースで見っていく想定で設計されていると考えられるが、これを連結ベースで見っていく場合、若しくは純粋持株会社のような形態の企業の場合に、どのようにコベンツによるコントロールを働かせるのかという観点で記載している。

5. 発行会社が持株会社若しくは重要な事業子会社を有する場合

- ・ 重要な子会社からの配当といったキャッシュフローが、社債の返済や金利支払いの原資として見込める場合、「資産の処分」、「子会社に関する制限」、「関連当事者間取引の制限」、「子会社からの保証等」といったコベンツにより、親会社（当該発行会社）の債権の保証を図ることで、親会社、持株会社の社債権者の地位を保全することが考えられる。

6. 発行会社が持株会社傘下の子会社であったり普通株式の過半を所有する大株主が存在する場合

- ・ 子会社の資産が配当その他の方法で親会社に吸い上げられる、若しくは親会社の一存で重要な資産が売却されるといった事態が起こり得る。そこで、社債権者の保護の観点から、「負債の制限」、「資産処分に関する制限」、「Change of Control」といったコベナンツと、「配当制限」、「支払い制限」といったコベナンツを組み合わせることが有効であると考えられる。

I-4 別紙3「社債コベナンツ抵触時の対応例（案）」

(1) 期限の利益の喪失

① 当然喪失

- ・ 当然喪失は、文例にあるとおり、列挙された一定の事象が発生した場合に、期限の利益を喪失するという規定であり、現在の日本の社債市場において、最も一般的な規定となっている。社債権者から見れば、何らアクションを起こさずとも、即時弁済請求を行う権利が生じることになるが、発行会社から見れば、弁済能力が残っているかどうかといった実態とは全く関係なく、定められた一定の事象に抵触すれば、即座に期限の利益を喪失してしまうことになるため、特に比較的信用力の低い社債については、当然喪失の適用は慎重に検討すべきと考えられる。
- ・ 具体的な期限の利益喪失の事由としてはまず、(イ)、(ロ)にある、元利金の支払い遅延が考えられる。それから、(ハ)、(ニ)にある、コベナンツに違反した場合が考えられる。(ハ)と(ニ)に分かれているのは、現在の目論見書における開示の様式が担保提供制限と、それ以外とで分かれているためである。さらに、(ホ)、(ヘ)にある、クロスデフォルト、(ト)(フ)にある、倒産が考えられる。(リ)は、信用害損状態に陥った場合であるが、この条項の適用には、社債管理者の判断が必要になると考えられるため、社債管理者を置かず、かつ「又はその他の」以下がない場合、当然喪失の要件としては適していないと考えられる。一方、請求喪失を想定するのであれば、本条項の適用が可能であると考えられる。

② 請求喪失

- ・ 請求喪失は、海外では一般的に用いられている方法であり、最近では、日本の社債においても、採用例が見られるようになってきた。請求喪失の場合、コベナンツ等に抵触しただけでは期限の利益の喪失とはみなされず、社債権者からの書面による請求後、一定の治癒期間を経ても、抵触状態が解消されない場合に初めて期限の利益の喪失となる。このため、社債権者は主体的に行動を起こす必要があるが、期限の利益を喪失させるべきかどうかという選択肢を持てるこ

とになる。抵触状況に陥った背景や、現時点における信用力等を総合的に検討した上で、期限の利益喪失をさせるかどうか、判断することになる。ただし、社債権者が的確な判断を行うためには、タイムリーに当該状況に陥っている旨が知らされなければならないため、レポーティング・コベナンツ等による手当が必要になると考えられる。別紙3における文例では、社債全額について期限の利益が喪失すると読める形としているが、請求のあった社債についてのみ期限の利益が喪失される形の規定も一般的である。それから、書面による請求の提出先については、社債管理者が設置されている場合においては、社債管理者となると考えられるが、設置されていない場合においては、単に通知を受けるだけであることから、財務代理人とされているケースも見られる。

- ・ 低格付の発行体は、コベナンツへ抵触する可能性が比較的高いことから、当然喪失ではなく、請求喪失を基本とし、その実態に即した社債権者の意向に応じて行動できる余地を残しておくことが望ましいと考えられる。なお、コベナンツに抵触した場合、社債要項そのものを変更するという対応も考えられるが、その際の具体的な変更手続きについては、あらかじめ社債要項に規定しておく必要はなく、請求喪失条項を設定した上で、要項を変更できる余地を残しておけば十分であると考えられる。

(2) 繰上償還

① 繰上償還

- ・ 「(2) 繰上償還」及び「(3) 利率の引上げ」は、期限の利益の喪失に該当しない形での解決方法である。繰上償還は、あらかじめ定められていた事由が生じた場合には、発行会社が社債権者に通知を行い、発行残高の全額を繰上償還することである。文例では、財務上の特約ではなく、期限前償還事由（又は繰上償還事由）としているが、これは、繰上償還については、償還方法の欄における記載を想定しているためであり、財務上の特約欄に記載されるコベナンツがクロスデフォルトの誘因になり得ることを踏まえて区別している。「(2) 繰上償還」や「(3) 利率の引上げ」については、財務上の特約欄ではなく、償還方法や利率を規定した部分に併せて記載すべきではないかと考える。繰上償還と期限の利益の喪失は、元本を即時返済するという意味では共通しているが、クロスデフォルトを生じさせるかという点が大きく異なる。ただし、コベナンツの内容によっては、議論が生じやすい部分であると言える。
- ・ 信用が悪化した場合に繰上償還を可能とする条項が、社債管理者設置債において、過去に一般的に適用されていたが、これは、社債の存続が社債権者にとって望ましくないような状況に陥った場合に、社債管理者との相談の上で繰上償還することを想定したものである。しかし、

コベナンツ違反等の事由は明記されていなかったため、解釈に様々な問題が生じ、現在では適用されなくなると理解している。コベナンツにヒットした場合にコール・オプションを生じさせることは、理論上は可能であるが、契約に違反した側がオプション権を持つことの道義性の観点や、実際にオプションを行使するためには繰上償還の必要が生じ、行使しなければ期限の利益の喪失につながることから、そもそも選択にあまり意味がないと考えられるため、別紙3には記載していない。

- ・ 繰上償還が実際に用いられているケースとしては、親子会社のどちらかがもう一方の債務を保証しているようなケースにおいて、発行体・保証体の一方に信用害損や支払い遅延といった事態が発生した場合に、期限の利益を喪失するのではなく、繰上償還を行うと規定されている事例がある。

② 繰上償還請求権（プットオプション）

- ・ 繰上償還の場合、全額が償還されることになるが、プットオプションの場合は、社債権者から請求があった社債についてのみ、繰上償還が行われる。繰上償還の場合、全額について強制的に償還が行われるため、時価よりも低い価格での償還に応じたくないといった理由で、継続保有を希望する社債権者がいたとしても、選択の余地がないことから、償還の価格が非常に大きな問題となり、場合によっては、発行会社にとって不利な割増し価格での償還を求められるケースも想定される。一方、プットオプションの場合、継続保有という選択を取れるため、償還価格の設定折衝の面で優れていると言える。しかしながら、プットオプションの場合、現状の証券保管振替機構のシステム管理上の問題により、繰上償還日を利払い期日に合わせる必要がある。日本の社債における利払い期日は、半年ごととなっている場合がほとんどであるため、コベナンツに抵触したタイミングによっては、約半年後の償還となって大きなタイムラグが生じる可能性については留意が必要だろう。
- ・ プットオプションの請求の宛先は、社債管理者が設置されている場合であれば、社債管理者とすることも考えられるが、請求者への償還の利便性を考慮すると、口座管理機関に対して必要な手続きを取ることが望ましいと考えられる。

③ 利率の引上げ

- ・ 繰上償還やプットオプションの場合、発行会社は、最大で元本全額を償還しなければならないという非常に厳しい措置を求められる可能性があり、その点を考慮した対応が、利率の引上げである。利率の変動事由については、一定の財務比率や信用格付の低下が考えられるが、こ

ういったものについては、問題ない水準に回復した場合には、引き上げた利率を元に戻すこととする設計も可能である。利率の引上げは、償還と異なり、債権の保全という意味合いは薄い。したがって、発行会社の信用力の著しい低下等、優先的な元本回収を検討する必要があるような深刻な事態への対応ではなく、単なる市場価値の低下の補填といった場面において、有効であると考えられる。

(4) ウェイバー

- ・ ウェイバーは、何らかの措置により、コベナンツを無効にする・免除する方法である。「① 担保付社債への切替」や「② 特定資産の留保」といった方法により、担保を提供することによって、特定のコベナンツの抵触を免除する方法が一般的である。ただし、これらの方法は、担保に供することができる資産が発行会社に残っていなければ採用できないため、低格付の企業には、利用価値に限界があると考えられる。さらに、担保の受託につながるため、社債管理者の設置は必須となる。また、担保提供制限条項が付された債務が存在している場合、当該債務にも担保提供を行う必要があるため、より大きな担保力が必要になる。

【 意見交換 】

1. コベナンツモデル（参考モデル）

- ・ コベナンツモデルの作成は、幅広い投資家による様々な格付の社債への投資と、様々な発行体による社債発行の両方を目的としたものと認識している。発行体にとって、社債の比較対象となるのは銀行ローンであり、複雑な管理や手続きを求められるようであれば、銀行ローンに見劣りしてしまい、新しい発行体による社債の発行という目的が実現できなくなるのではないか。（社債投資家が不特定多数であることから）コベナンツに抵触した場合に事由の程度に応じて一定の猶予期間を設定することは合理性があり不可欠であると思う。銀行ローンの場合、銀行と借り手との長期間にわたる取引関係を踏まえ、日々のコンタクトという手間をかけながらモニタリングをしてもらっているが、社債にはそれがないことから、発行体からすれば不安が残る。細かい条件を含めたコベナンツモデルを策定しているのは、それをカバーするための必要な手当てであることも理解できるが、発行体、特にこのような細かい条件のコベナンツを要求されるとされる新たな発行体にとって、それに対応できるのか、また、対応を求められることによって、社債発行そのものに躊躇してしまうことが懸念される。
- ・ コベナンツモデルは、全て強制的に設定するという位置付けではなく、発行会社及び投資家

のニーズを踏まえ、必要に応じて選択・設定されてしていくものであると理解している。

- ・ コバナンツモデルの検討には、現在のコバナンツ体系では、社債発行が難しい信用リスクが相対的に大きい発行会社による社債の発行を可能とするためという側面もある。例えば、資料「2-2 社債コバナンツの基本的な性格」の(3)に例示されているが、投資適格水準にある場合には、当該コバナンツを無効とし、投資適格水準を下回った時点で、当該コバナンツを有効とするという規定も可能であると考える。こうした発行会社の管理の煩雑さを緩和するための工夫は、社債による資金調達にメリットを感じていただくために必要である。
- ・ 現在一般的に用いられているコバナンツは、適債基準において定められていた標準的なコバナンツの名残りであるが、様々な発行会社による社債発行を想定した場合にはやや画一的に過ぎるため、本部会において、新しい内容を含めたコバナンツモデルを検討していると理解しており、この方向性には異論はない。
- ・ 資料2-2の(1)において、「銀行ローンのコバナンツは、多くがモニタリング目的で設定されるため一定の猶予が認められる場合が多いが、社債ではコバナンツの抵触は即座に期限の利益の喪失となる」旨の記載があるが、正確な説明ではなく非常に違和感がある。確かに銀行はモニタリング目的でコバナンツを設定しているという議論は本部会でも行ってきたが、あくまで契約上は「コバナンツとは、債務者が遵守すべき事項であり、それに抵触した場合は、期限の利益を喪失し、直ちに返済を行わなければならない」旨が定められているものであり、これは銀行ローンと社債で異なるわけではない。銀行ローンでは、運用としてコバナンツ抵触回避に向けた交渉等を行うものであり、モニタリング機能を果たすが、契約において請求喪失や猶予期間を設定すれば、社債においても同様となるものと考える。社債と銀行ローンの一般論として整理し公開資料とするのは、不適切ではないか。
- ・ 社債と銀行ローンのコバナンツ抵触時の対応の違いは、契約内容とは別の部分に起因しており、例えばシンジケート・ローンの場合、シンジケートエージェント等を通じた意思結集の枠組みが確立しているため、迅速に債務者と債権者の間で連絡・意思結集を図り、対応策を決定することができる。一方、社債の場合、そういった連絡・意思結集のインフラが確立されていないため、期限の利益を喪失する形になってしまうと理解している。
- ・ 資料2-2の(1)にある、社債のコバナンツと銀行ローンのコバナンツとの対比は、銀行ローンのコバナンツに慣れた発行体に対して、潜在的に注意喚起を行うために記載されたのではないかと想像している。しかし銀行は、当初からウェーブを想定してコバナンツを設定して

いるわけではなく、経営計画の見直しなどのアドバイスやリクエストを行い、これが満たされた場合に限り、結果的にローンのコベナンツをウェイブすることもあるというのが正確な理解である。当初からウェイブを想定しているかのような誤解を招きかねない記述は適切ではないと思われる。

- ・ こういった理由から、2-2の(1)の当該記述は削除すべきであると考え、それ以外の部分を残すのであれば「4. 社債コベナンツ抵触時の対応」に移してはどうか。具体的には、2-2の(1)全体を削除し、4の(1)に「社債コベナンツは、社債権者の権利や地位を保全するために設定・付与されているが、コベナンツに抵触し直ちに期限の利益の喪失となった場合は、不特定多数の投資家に影響を与える恐れが高い。」旨を加えてはどうか。
- ・ このような修正を行うと、2-2の主旨がよく理解できない。2-2の(2)には、信用リスクが相対的に大きい企業の特徴が記載されており、2-2の(3)への序文的な位置づけとは思いますがそれ自体はごく一般的な内容に過ぎず、2-2の(3)の内容は、「3. 社債コベナンツの柔軟・適切な設定・付与」に関するものであり、そちらと重複している印象を受ける。2-2の(2)、(3)の内容は、3の(1)、(2)のエッセンスのみを取り入れることとしてはどうか。以上のような内容の削除や場所の移動・統合の結果、2-2は全体を削除可能と思われる。
- ・ コベナンツの問題は、次の3段階に分けて考える必要があるのではないかと。1つはコベナンツの種類であり、これについては別紙1において整理されている。2段階目は、コベナンツに抵触した場合の効果である。具体的には、当然喪失なのか、請求喪失なのか、一定の治癒期間を設けるのか設けないのか等、コベナンツ抵触の重大性によって分かれてくると考えられる。3段階目は、コベナンツに抵触した場合に、当然喪失とするのか、社債権者の判断等を経てウェイブ等を行うのかという問題がある。2段階目・3段階目については、議論が尽くされてなく、はっきりとしていない部分がある。
- ・ 特に3段階目のコベナンツに抵触した場合変更の対応については、第3部会における議論とも大きく関係している。従来は、社債管理者の判断によりウェイブを行っていたが、社債権者の意向を直接反映する方向性で議論が進んでいると認識している。いずれにしろ、2段階目・3段階目については、今後の検討の継続の有無を含めて、きちんと説明しなければ、ミスリードを招くのではないかと。
- ・ 「4. 社債コベナンツ抵触時の対応」の(2)は、非常に混乱を招く可能性があり、修文が必要ではないか。(2)について上記の3段階の考え方で分解すると、3段階目の「コベナンツに抵触した場合の変更の対応」と、2段階目の「期限の利益の喪失までに一定の期間を設ける」

という問題が混在している。例えば、「コベナンツに抵触したとしても、直ちに期限の利益を喪失するのではなく、一定の治癒期間を設けることを前提として、社債権者がコベナンツの内容を変更できるような環境を整えていくことを考える必要がある」と書かなければ、現在の議論を正確に表していないのではないか。

2. 別紙1「社債コベナンツ参考事例集(案)」

○ レポーティング・コベナンツ

- ・ Ⅲ. レポーティング・コベナンツの(2)特定の事象が発生した場合の社債権者への迅速な報告は、非常に重要な条項であると考え。ただし、特定の事象が、インサイダー取引規制における重要事実該当する場合の調整は、悩ましい問題である。
- ・ 投資家にとっては、コベナンツにヒットする前の段階で、予防的な情報が通知されることが望ましい。しかしながら、実際に当該通知が可能であるかどうかについては、その内容を通知してもよいかどうかという問題がある。インサイダー取引規制の重要事実該当するような情報については、社債管理者を通じて、実際に投資家に通知するのは難しいのではないか。このような投資家のニーズと法令上の規制との相反問題がある。
- ・ レポーティング・コベナンツにおいて、インサイダー取引規制の重要事実該当するような情報を社債権者だけに優先して通知することは想定していない。当該重要事実該当するような重要情報や深刻な事態については、発行会社において公告・公表する必要があると考える。公告という方法が妥当であるかどうかについては、別途検討が必要であるが、少なくとも、不特定多数の者に対して伝える必要があると認識している。
- ・ 本部会におけるコベナンツモデルの取りまとめに当たって、重要事実の公表等に関して説明を加える必要はないのではないか。そういった法令上の規制・義務とその遵守については、別の枠組みで手当てされており、コベナンツモデルにおいて説明する必要はないと考える。
- ・ レポーティング・コベナンツについては、そもそも位置付けが疑問である。社債管理者が自己の判断や裁量によって行動することはなく、社債権者の意向がある場合にのみ行動するという方針を採るのであれば、社債権者による意思結集・判断の材料である情報提供は、非常に重要である。しかし、発行体が情報提供を怠っても、期限の利益の喪失事由には該当しないということであれば、社債権者の権利の保全に関するヘッジ材料が存在しないことになってしまう。このような状況で、第3部会で検討が行われている社債管理者の権限・責任のみを縮減するこ

とには、合理性が乏しい。

- ・ 別紙3「社債コベナンツ抵触時の対応例(案)」において、期限の利益の喪失事由が列挙されているが、レポーティング・コベナンツへの抵触は、期限の利益の喪失事由に含まれるのか。
- ・ レポーティング・コベナンツを期限の利益の喪失の対象要件とするかどうかについては、規定の仕方次第であると考えますが、別紙3の(1)には含めていない。(2)は目論見書の「財務上の特約」欄に記載された条項を対象にしており、レポーティング・コベナンツは、目論見書のその他の欄外に記載されるのが一般的であるため、対象には含まれないと考えられる。しかしながら、重要なレポーティング・コベナンツに違反した場合には、期限の利益喪失の要件とするという規定の仕方も十分に可能である。
- ・ 適債基準の時代から存在しているが、一定の事由が発生した場合には発行会社が社債管理者に通知・報告を行うという規定がある。発行会社が適時に報告等をしてこない場合には、社債管理者が発行会社に対して期限を定めて催告を行い、当該期限を経過してもなお報告等が行われない場合には期限の利益を喪失するという内容である。レポーティング・コベナンツについては、これを応用していくことになるのではないか。

3. 別紙3「社債コベナンツ抵触時の対応例(案)」

(1) 期限の利益の喪失

- ・ 「期限の利益の喪失」となった場合、言葉通り期限の利益を失い約定償還期限から速やかに返済を行う義務を負うと理解している。別紙3にある「期限の利益を失った場合」に繰上償還やプットオプション等の方法で返済を行う、といった議論は趣旨がよく理解できない。同様の観点で、「(3) 利率の引上げ」や「(4) ウェイバー」は、債務の返済には大きな問題がないと考えられる状況で、コベナンツ抵触に対する対応であると理解している。別紙3では、それぞれ異なったステージのものが一緒に議論されているので、法的な観点を含め、コベナンツ抵触、期限の利益の喪失といった概念を明確にしたうえで、各プロセスを段階的に整理する必要があるのではないか。
- ・ 別紙3の表題を「社債コベナンツ抵触時の対応例(案)」としたことによって、誤解を招く可能性が生じているのかもしれない。別紙3の(2)、(3)は、コベナンツ抵触時の対応ではなく、抵触時の対応といえるのは(1)のみである。(2)、(3)では、抵触時に期限の利益を喪失させるタイプ以外のコベナンツとして、あらかじめ定められた条件に抵触した場合において、

何らかの別のアクション、すなわち繰上償還や利率の引上げを求めるタイプを紹介・説明しており、これらの内容は、社債の発行時に規定することを想定している。また、コベナンツや抵触の内容によって段階を設けること、例えば、この場合には利率の引上げを行うが、別の場合には繰上償還を行うといった規定とすることも十分に可能であると考えている。別紙3の「社債コベナンツ抵触時の対応例（案）」という表題は見直しが必要だろう。

- ・ (1) 期限の利益の喪失の②請求喪失(イ)の「以下省略」は「以下同文」という意味か。クロスデフォルトは、実際にデフォルトが発生すれば発動されてしまうので、請求喪失の場合は、それを踏まえ、文例の見直しが必要ではないか。
- ・ 請求喪失の文例における「以下省略」は「以下同文」の意味である。ただし、当然喪失と請求喪失とで規定の仕方が異なる場合はあり、例えば、(リ)の場合、請求喪失の場合には社債権者が直接判断するということもあり得るが、当然喪失の場合には、社債管理者が設置されていない限り、そもそも規定できない。
- ・ 「(2) 繰上償還」、「(3) 利率の引上げ」、「(4) ウェイバー」は、補完的に設定を検討すべき内容であり、「(1) 期限の利益の喪失」に至る前の段階における対応策として、設定するかどうかを選択する位置付けであると考えている。しかしながら、「(4) ウェイバー」については、日本の実例として紹介はしたものの、低格付社債において担付切替条項を中心にコベナンツの運用を考えるのは難しい印象である。
- ・ (1)の②の請求喪失の文例において、「(社債管理者／財務代理人が) 受けた日から●日を経過した日に、本社債について期限の利益を喪失する」とあるが、「本社債について」とは、社債権者からの請求のあった部分のみを指しているのか、それとも全体を指しているのか。この点、F A債の場合は、原則的に個々の社債権者が期限の利益の喪失を請求し、当該社債権者の保有する社債のみが期限の利益を喪失する。これに対して、社債管理者設置債の場合は、原則的に社債管理者のみが期限の利益を喪失させる権限を有しており、社債管理者がこの権限を行使すると、全部の社債について期限の利益を喪失するのが一般的である。これにより、社債管理者はその裁量権を効果的に行使して社債権者の権利の保全を図れるし、発行体も個別の社債権者との交渉が不要となることから、発行体のメリットにもつながるものであると理解している。このような期限の利益喪失方法に関するF A債と社債管理者設置債の差異を捨象して、一括記載するのはいかがなものか。

- ・ 請求喪失については、文例では社債全額を指す形の記載となっているが、社債権者から請求があった部分のみを対象とする規定の仕方もある。社債管理者設置債と非設置債に差異があることは理解しているが、社債管理者の位置付け等については、第3部会において議論が行われているため、必ずしも現行制度における社債管理者の役割や社債管理者設置債の位置付けを前提として説明を行う必要はないと考える。別紙3では、当然喪失と請求喪失の位置付けの違いと、低格付社債におけるその重要性について理解していただくことを目的としており、細かい論点についてはあえて省略している。
- ・ 疑問が生じやすい部分でもあるため、例えば、選択肢やパターンを注書するといった方法により、単一のフォームではないということを明確にしてはどうか。
- ・ 期限の利益の喪失条項については、従来の日本市場では、当然喪失で、かつ一切猶予期間を設けない形となっていることが一般的であったが、最近では、請求喪失や一定の猶予期間が設定されている社債も一部に見られる。請求喪失の対象について、請求があった部分なのか、それとも当該社債全額なのかという指摘については、現状では、社債管理者設置債については全額となっており、請求があった部分という考え方は想定されていない。一方、FA債の場合には、両方のパターンが見られる。これは、請求喪失という条項自体が、FAの制度が始まったころにユーロ債の慣行を参考に、新しく導入されたものであることが背景にあると考えられる。なお、ユーロ市場のFA債の場合、請求が行われた部分のみが期限の利益の喪失となるパターンが多い印象である。一方、トラスティが設置されているケースでは、一定以上の社債権者の請求が集まれば、全額期限の利益の喪失とするパターンが多い印象である。
- ・ 請求喪失については、社債の集団性を踏まえると社債管理者が喪失させることができ、一定割合を保有する社債権者が喪失させることもできるのではないかと。しかしながら、一定割合の水準設定については、悩ましい問題である。米国では、25%程度とするのが一般的であるが、50%以上の社債権者が反対し、かつ治癒がなされるようなケースでは、それを覆すことができることとされている。さらに、FA債を想定した場合、個々の社債権者が個別に手続きを行うという選択肢も考えられる。こういった様々なケースについて、どの程度記載するか、調整が必要ではないか。
- ・ 当然喪失と請求喪失の大きな枠組みについて、請求喪失の場合、一定の事由が発生してから、
 - 日経過しても治癒がなされなければ、期限の利益を喪失するというのが基本的な考え方となっている。当然喪失の場合、一定の事由の内容によって、猶予期間に差を設けるべきであると

考える。具体的には、一定の事由が元本や利息の未払い等、非常に重い内容である場合には、直ちに請求喪失させることを可能とし、逆に、レポーティングを怠った場合等、比較的軽い場合には、簡単に治癒できると考えられることから、一定の猶予期間を置いてはどうか。このように、当然喪失の（イ）から（リ）の個々のデフォルト事由に、それぞれの内容に応じた猶予期間を設定する方法が考えられるのではないか。

- ・ コベンナツ違反については、コベンナツ違反の発生時に、治癒を指示する通知を行い、一定の期間を経過しても治癒が行われない場合に、初めて事由とする等、事由の発生要件自体に時間の概念を組み込み、事由が発生した場合には、直ちに期限の利益を喪失できることとする考え方を取れば、事由ごとに猶予期間を設定していくことも可能であり、柔軟性のある制度となるのではないか。
- ・ 期限の利益の喪失事由として列挙されている当然喪失の（イ）から（リ）の各内容に応じて、通知や期間の概念を適切な水準で組み込み、最後の段階として請求喪失の概念を取り入れる。例えばレポーティング・コベンナツ違反についても、一定期間治癒が行われなければ、制裁が加えられるとすることもできるが、治癒は容易であるため、軽い違反で大きなデメリットが発生してしまう懸念は、それほどないと考えられる。
- ・ コベンナツ抵触時の対応についても、適債基準においては、期限の利益の当然喪失になると一律に定められていた。
- ・ コベンナツ抵触時の対応をどう定めるかは、いかにしてコベンナツの遵守を促すか、どういったサンクシヨ（制裁）を与えればコベンナツの遵守につながるかという問題だと考える。コベンナツ違反内容の程度によって、対応や治癒期間に差を設けるという方法も、一つの考え方として取り得るのではないか。
- ・ 別紙3の対応例と、別紙1のコベンナツ集の関係についてであるが、どのコベンナツに対して、どの対応例を結びつけるべきであるのかという部分まで踏み込まず、切り離して整理すべきではないか。具体的な組合せは、マーケットの中で作られていくものであると考える。

(2) ウェイバー

- ・ ウェイバーの①担保付社債への切換え、②特定資産の留保について、最近のデフォルト事例を見る限り、文案のような発行会社が主導する方式だと、発行会社から自発的に社債管理者と協議を行い、担保を設定するとは考えにくく、どの程度実効性があるのか疑問である。レポーティング・コベンナツと組み合わせる等、実効性を高めるための工夫が必要であると考え。

- ・ 平成8年に廃止された適債基準は、有担保原則が存在した時代に無担保での社債の発行を認めるために必要な基準を定めていたものである。すなわち、無担保での社債の発行を一定以上の信用力の発行体に限定することを目的とするものであり、信用力が相対的に低い発行体を社債市場に呼び込むという本部会における議論の方向性とは真逆である。当初、適債基準を満たして無担保社債を発行した発行体が、財務状況の悪化等により基準を満たせなくなった場合には、社債に担保を付けることによって、例外的に社債の存続を認めていた。すなわち「例外（一定以上の信用力）を満たさなくなったため、原則（有担保）に戻る」ということが担付切換条項の本質である。有担保原則の下では、資産背景のない企業は社債の発行ができない。これが、無担保化が進められた一つの背景であったと考えられる。従って、担保による保全を前提にしてしまうと、マーケットの拡大・活性化にはつながらないのではないかと。

Ⅱ. 次回会合

第15回会合を3月30日（金）に開催する。

（配付資料）

コベナンツモデル（参考モデル）（案）【事務局タタキ台】

別紙1「社債コベナンツ参考事例集（案）」

別紙2「社債コベナンツ組合せモデル（参考モデル）（案）」

別紙3「社債コベナンツ抵触時の対応例（案）」

以 上