



# 低格付社債市場の活性化に向けて

## ～ 融資と社債の関係整理を中心に～

社債市場の活性化に関する懇談会WG



平成21年11月16日  
ニッセイ基礎研究所 金融研究部門  
徳島勝幸



これまでの議論に現れているように、社債(特に、低格付社債)を活性化させるためには、融資との役割分担or棲み分けが必要

大手上市企業ですら銀行等からの借入がある事実を無視して、アメリカ並みに社債市場を成長させるというのは画餅

根本的には、日本における企業金融構造の再検討が必要

発行体・・・調達コストの認識、資本市場の意味合い

投資家・・・社債投資の目的、リスク管理

銀行等・・・融資・私募債と資本市場の関係

証券会社・・・市場育成のための枠組みと収益のバランス

監督当局・・・適切な監督行政



## 融資と社債の位置づけ

融資・・・相対取引

資金提供者は、銀行等金融機関

社債・・・市場取引(取引所は経由しない)

資金提供者は、機関投資家・個人等

兵庫銀行に対する劣後ローンと劣後債の取扱い

取引の性質に応じた差の存在

債務免除(私的整理)・・・事業再生ADR



## 融資と社債の垣根が低下する動きも見られる

### - 社債権者集会で社債の条件変更を実施

#### 例1: アセット・マネージャーズ・ホールディングス

<2011年3月18日満期転換社債型新株予約権付社債(130億円)>

2009年2月13日にチューリッヒで社債権者集会を開催

- ・社債権者の選択による期限前償還の減額(額面金額の50%)
- ・満期償還日の延長(1年延長)
- ・満期償還額の減額(額面金額の90%)
- ・140%コールオプション条項による期限前償還の廃止

(社債権者からの請求による期限前償還で、2009年3月18日に最大で130億円の資金が流出する可能性があった)

額面の約65%をいちごアセット・トラストが保有 成立



## アセット・マネジャーズHDのコメント(リリースによる)

「本改訂は社債権者の『債権者』としての観点からすると、社債権者の選択による繰上償還の際の償還額を半減させ、かつ社債の満期を無利息のまま1年間延長させるものであり、社債権者の痛みを伴うものでございます。(中略)現在日本が直面する不動産大不況への対応として、株主と債権者の双方が歩み寄り、お互いにとってメリットとなる解決策を出すことが不可欠であると認識」

社債権者のうち、1%に相当する額面分が、当初の社債要項に規定する期間に期限前償還を請求しており、社債権者集会の決議に基づいて、3月18日に5千万円が支払われた



## 例2：原弘産

<2012年満期転換社債型新株予約権付社債(60億円)>

社債権者は、2009年2月20日に額面で償還することを発行体に請求する権利を保有

期限前償還の請求事前通知を全額について受領  
社債権者に額面金額の15%の価格による買入れの打診

原弘産のコメント(リリースによる)

「当社グループが現在置かれている財務的状況、資産の保有状況、負債金額、及び「新中期計画」の進捗状況を総合的に勘案したときに当社が所持人に提示することができる最も有利な条件であり、他方で、当社としては、継続的な企業活動を維持するため」



## 2009年3月13日にチューリッヒで社債権者集会を開催

- ・期限前償還を請求したCBについて、2009年3月31日に額面金額の7.5%を支払い、同年9月30日に額面金額の7.5%を支払うことで、すべての債務を免責
- ・社債権者の請求があったにもかかわらず、2月20日に期限前償還しなかったことを、債務不履行に当たるとしないこと

## を決議

買入れに応じた社債権者には、3月19日に額面金額の15%を支払

結果的に、社債権者には元本の85%を放棄させている

二つの事例とも、ユーロ市場の転換社債型新株予約権に関するもの



日本の国内公募社債については、同様の社債権者集会は  
困難か

## 社債権者集会の機能 会社法の定める決議事項

一定の場合に期限の利益を喪失させる決議(第739条)

減資や合併に異議を述べる決議(第740条)

社債管理者が行うデフォルト等の手続に関する決議(第706条)

社債管理者の辞任同意・代表社債権者の選任等(第711条等)

発行体による弁済等の取消しの訴え提起(第865条)

その他:社債権者の利害に関する事項(第716条)

なお、社債権者集会の決議に対しては、裁判所の認可が要件(第734条)で、  
召集手続・決議方法の違反、決議方法の不正、決議の著しい不正、  
社債権者一般の利益に反すること(第733条)の場合に、認可しない





## 融資を取り巻く環境変化

- ・時価情報の開示

平成22年3月期より義務化

簿価であることにより優先されてきた融資への取組姿勢の変化

一方で、貸し渋り対策と証券化市場の機能不全

- ・金融機関に対する自己資本比率規制の強化

収益性の低いリスク・アセットの圧縮

“適正な”スプレッドの確保を目指す動きが復活するか



## 財務上の特約の歴史

### 1973 三菱商事が無担保転換社債を発行

担保提供制限条項: 発行会社が所有する特定物件について、他の債務のために担保として提供もしくは、その予約を行わない。

配当制限条項: 発行後の配当金額は、配当金累計額 (税引後当期純損益累計額 + 一定額) を満たさなければならない。

## 融資における銀行取引約定書を意識

### 1996 財務上の特約自由化

特約範囲の限定が高格付けから低格付けへ波及



**センサー条項:**  
**純資産維持条項**  
**利益維持条項**  
**配当制限条項**

**劣後性回避条項**  
**担保提供制限条項 (社債間限定同順位特約等)**  
**担附切替条項**

**センサー条項は、稀な存在に (社債管理会社とセットで)**



## 個人投資家向け社債での財務上の特約

機関投資家向けでは、ほぼ見られなくなった純資産額維持条項の付されている例

### ソフトバンク第27回債・29回債

「当社は、本社債の未償還残高が存する限り、当社の事業年度の末日における貸借対照表(注は省略)に示される純資産の部の金額をXXX億円(第27回;3,116億円・第29回;3,013億円)以上に維持しなければならない。」

この間に機関投資家向けに募集した第28回債には、同様の特約は付されていない



## 社債間限定同順位特約による融資の優位性

- 融資に担保が付されても、社債は無担保

アーバンコーポレイションの借入金(シ・ローン)に付されていた例：“(株)日本格付研究所または(株)格付投資情報センターの長期債務格付けについてBBB - 格を維持すること”  
(格付けトリガー条項)

2008年6月4日にJCRがBBB - 格からBB+格へ格下げ

社債は無担保のままで、6月20日当該融資のみ繰上返済  
その後8月13日に同社は、破綻



## 投資法人債におけるパリパス範囲の例：

### DAオフィス投資法人

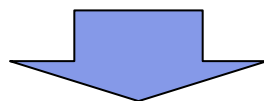
従来は、無担保借入と投資法人債で資金調達  
有担保による借入れを再開(2008年)

コベナンツによって既存の無担保融資について、すべて担  
保が付された

一方、投資法人債については同順位の範囲が国内債務と  
なっていなかったために、無担保のまま



低格付け社債の市場を拡大する観点から、少しでも安心して社債を購入できるような仕組みが必要



情報開示

財務上の特約及び社債管理者

格付け

この他にも既に指摘されているような様々な論点が存在する



# 情報開示

発行企業の財務内容

社債の特約

既存融資に付されている特約

社債に付されている財務上の特約ですら、十分に投資家へ説明されていないことが多い中で、融資に付されているコベナントの内容に関しては、社債権者は、ほぼ完全に蚊帳の外





## 低格付社債への十分な財務上の特約付与

社債のパリパス範囲の拡大(社債間 国内債務間等)

詳細は前述の通り

### 特約の工夫による起債拡大の可能性

格付変更に応じたもの(クーポン引上げ・繰上償還等)

償還タイミング等に関するもの(償還延長・Change of Control等)

純資産維持・格付維持条項

(シンジケート・ローンで付されているものもあるのに、社債に付されないのは、社債権者の要請がないから?)



## 低格付け社債への社債管理者の設置

- ・財務上の特約(センサー条項)の機能発揮及び破綻時のために、低格付け社債には、原則として社債管理者を設置するよう引受証券会社が発行体を誘導してはどうか

機関投資家向け社債が社債の金額を1億円としているのは、設置義務回避の観点から(会社法第702条)

- ・結果として、投資家の信頼を獲得しスプレッドを圧縮できるのであれば、社債管理者の設置コストを吸収できる

参考：社債管理者への支払手数料料例(最近の個人向け)

小田急電鉄第48回債 金額100円あたり1銭/年

東北電力第449回債(100億円) 14万円/年

ソフトバンク第29回債 金額100円あたり4.5銭/年



## 複数格付けの取得促進

- ・低格付け社債に原則として複数格付けの取得を市場慣行として義務付ける
- ・昨年度に破綻した公募社債発行企業の多くが、1社からのみ格付けを取得
- ・格付会社が評価を間違ふこともあり、米国サブプライム問題を見ると、複数格付けの取得が万全ではない

投資家が格付符号のみを盲信して投資することは極めて危険であるが、それでも複数のガイダンスを得られることによる安心感は強い

韓国では、複数格付けの取得がルール化



以上