

## 社債の担保提供制限条項を巡る日米の相違と わが国への示唆

吉川 浩史、磯部 昌吾

### ■ 要 約 ■

1. 担保提供制限条項（ネガティブ・プレッジ条項）は、他の債務に担保が設定される場合には当該債務にも担保を設定しなければならないという制約を債務者に課すコベナントである。担保提供制限条項は、それが付与される債務の弁済順位が他の債務より低くなることを防ぎ、債権者を保護することを目的としている。
2. 米国では多くの社債に担保提供制限条項が付与されており、従来からローンを含む債務全体を対象とすることが一般的となっている。現在でも約7割の社債に担保提供制限条項が付与されていると推測される。
3. わが国でも1996年の財務制限条項の自由化前までは、ローンを含む国内債務を対象とした担保提供制限条項を社債に付与することが義務付けられていたが、現在はほぼすべての社債に付与される担保提供制限条項の対象範囲が社債間等に限定されている。
4. 一方、わが国のシンジケートローンでは、社債とローンを含むすべての債務を対象とする担保提供制限条項が一般的と見られ、銀行取引約定書において追加の担保設定も認められているようである。投資家からは社債がローンに事実上劣後していると懸念されているとの指摘もある。
5. 今後、わが国社債市場の一層の拡大を促すために、社債権者保護の1つの手段として、ローンを担保提供制限条項の対象に含めることも検討に値するのではないだろうか。

### I. 担保提供制限条項の対象範囲の重要性

担保提供制限条項は、ネガティブ・プレッジ条項ともいわれ、他の債務に担保が設定される場合には当該債務にも担保を設定しなければならないという制約を債務者に課すコベナントである。担保提供制限条項は、それが付与される債務が、他の債務に担保が設定されることによって他の債務より弁済順位が低くなってしまうことを防ぎ、債権者を保護することを目的としている。これにより、例えば社債に担保提供制限条項が付与されると、

当該社債の発行後に他の新規、あるいは既存の債務に担保が設定され、当該社債のデフォルト時に発行会社の資産が他の債務への弁済に充てられる結果、資金の回収率が低下するといった状況を防ぐことができる。

ただし、その際は担保提供制限条項の対象範囲が重要となる。対象範囲が社債間に限定されている場合、対象範囲外であるローンに担保が設定されることを防げず、社債に担保提供制限条項が付与されていてもローンより弁済順位が低くなる可能性があるからである。

本稿では、米国において社債に付与される担保提供制限条項の対象にローンが含まれていることを確認した上で、わが国のほとんどの社債では担保提供制限条項の対象が社債間に限定されていることを指摘し、社債権者保護の観点から対象にローンを含む必要性について考察する。

## II. 担保提供制限条項の対象にローンを含む必要性

### 1. 米国社債の担保提供制限条項

米国では、社債に付与される担保提供制限条項はローンも対象とするのが一般的である。米国の担保提供制限条項は 1929 年に始まる大恐慌によって社債のデフォルトが続出したことを受けて用いられるようになり、1930 年代後半には当時発行された 700 の社債のうちの 80%ほどに付与されていたとされる<sup>1</sup>。その背景としては、社債に個別に担保を設定すると当該担保の価値が社債のデフォルト時に低下している場合があるので、社債権者保護の視点からはそれよりも「他の担保権者の出現を抑制する方が得策であると考えられるに至った」という指摘がある<sup>2</sup>。その一方で、発行会社の視点からは、「できるだけ少ない担保で、しかし、外観上はできるだけ大きく見える担保によって、できるだけ多くの金銭を借りようとする」という目的があったのが実態ではないかという指摘もある<sup>3</sup>。

また、アメリカ法曹財団が 1971 年に作成し、社債の契約書である信託証書のモデルとして、当時のひな形となった模範社債信託証書条項<sup>4</sup>に記載されている担保提供制限条項は、ローンを含む債務全体を対象としており、ローンも対象とする担保提供制限条項の付与が従来から定着していたことがわかる。現在でも、2009 年 11 月時点で社債発行残高が大きい 30 社が直近に発行した無担保社債を調査したところ、約 7 割の企業が債務全体を対象とする担保提供制限条項を付与していた<sup>5</sup>。

<sup>1</sup> 松岡久和「クロスデフォルト条項・ネガティブプレッジ条項の民事法的検討」『ジュリスト』2002 年 2 月 15 日号参照。

<sup>2</sup> 道垣内弘人「ネガティブ・プレッジ条項の効力」『谷口知平先生追悼論文集 2 契約法』1993 年参照。

<sup>3</sup> 同上。

<sup>4</sup> 鈴木・矢沢・鴻『アメリカ模範社債信託証書条項注釈』野村證券、1976 年参照。

<sup>5</sup> 調査対象は、格付けごとに 2009 年 11 月 26 日時点で社債発行残高が大きい順に選定（金融除く）。投資適格債を発行する 17 社とハイ・イールド債を発行する 13 社の直近の目論見書を調査。米国において社債及びローンに付されるコベナントについて、詳しくは、吉川浩史・磯部昌吾「米国のコベナントの情報開示から見る、わが国への示唆」『資本市場クォーターリー』2010 年春号（ウェブサイト版）参照。

また、米国ではごく少数のローンに対してではあるが、他の債務に担保提供制限条項を付与することを禁止するダブル・ネガティブ・プレッジ (Double negative pledge) というコベナンツが付与されることがある。

## 2. わが国の社債に付与される担保提供制限条項

わが国で発行される社債の担保提供制限条項には、担保提供限定特約、社債間限定同順位特約<sup>6</sup>、特定投資法人債間限定同順位特約などがある<sup>7</sup>。このうち担保提供限定特約は、ローンを含む国内債務を対象とする。一方で、社債間限定同順位特約は他の国内社債を対象を限定している。また、特定投資法人債間限定同順位特約は、RIETが発行する投資法人債に付与されるコベナンツで、国内で発行する他の投資法人債を対象とする。

担保提供制限条項が付与されているほぼすべての社債では、社債間限定同順位特約、特定投資法人債間限定同順位特約が付与されており、対象範囲が限定されている。国内債務全体を対象とする担保提供限定特約が付与される社債はほとんどない(図表)。2007～2009年の間で、担保提供限定特約が付与された公募社債は、岡村製作所と東武鉄道が発行した個人向け社債のみであった。

わが国では、1996年の財務制限条項自由化前までは、ローンも含む国内債務を対象とした担保提供制限条項を付与することが義務付けられていた。しかし、財務制限条項の自由化が行われると、ほとんどの社債に社債間限定の担保提供制限条項が付与されるようになった。これに対して、無担保社債がローンに劣後する(弁済順位が低くなる)という指摘がなされたが<sup>8</sup>、それ以降公募社債のデフォルトがほとんどなかったためか、現在に至るまで対象を社債間に限定した担保提供制限条項が多くの社債に付与されている。

図表 わが国で発行された公募社債における担保および担保提供制限条項の有無

		2007年(443 銘柄)	2008年(324 銘柄)	2009年(374 銘柄)
担保付		13.8%	24.4%	12.8%
無担保	担保提供制限条項なし	9.7%	9.6%	14.7%
	担保提供制限条項あり	76.5%	66.0%	72.5%
	社債間限定(注)	76.3%	65.7%	71.9%
	担保提供限定特約	0.2%	0.3%	0.5%

(注) 担保提供限定特約以外の担保提供制限条項すべてを含む。

(出所) 日本証券業協会資料より、野村資本市場研究所作成

<sup>6</sup> 特定社債間限定同順位特約を含む。

<sup>7</sup> これらの3つは、社債の銘柄名の横に記載され、内容は目論見書内の財務上の特約(担保提供制限)に記載される。また、ユーロ円債では、対象を外国で発行される上場社債に限定した担保提供制限条項が付与されることがある。そのため同じ企業が国内社債とユーロ円債の両方を発行し、かつ担保提供制限条項を双方に付与している場合、同条項は社債同士ではあるがお互いを対象としていないということが生じる。

<sup>8</sup> 『社債市場の現状と課題について(99年版)』生命保険協会、2000年参照。

しかし、公募社債（投資法人債を除く）のデフォルトは、直近では2008年に3社、2009年に4社で発生したほか、2010年には既に2社で発生している。これら9社のデフォルト直前の有価証券報告書を見ると、8社において無担保社債の残高の2.6~7.7倍に相当する担保が、無担保社債以外の債務に設定されていた。そのうち4社では、デフォルト前の3年間に無担保社債の残高以上の規模の担保が追加設定されていた。2008年7月にデフォルトしたゼファーでは、デフォルトの数ヶ月前の借入にも担保設定がされており、それによる無担保社債の返済原資の減少が指摘されている<sup>9</sup>。

### 3. ローンへの担保設定と、シンジケートローンに付与される担保提供制限条項

わが国のローンは、予め定められた事由が生じた場合には当該ローンに対して担保設定を要求できるとされていることが多い。一般的な銀行取引約定書には、担保価値の減少あるいは企業の信用不安などによって、ローンの保全が必要となった場合には、銀行が追加の担保設定を企業に要求できるとされているからである<sup>10</sup>。

また、日本ローン債権市場協会（JSLA）がシンジケートローンの貸出契約書のひな型として作成しているリボルビング・クレジット・ファシリティ契約書、タームローン契約書では、予め定められた例外を除いて、他の債務への担保設定には銀行の承諾が必要であると規定しており、ローンに付与される担保提供制限条項は社債とローンの両方を含むすべての債務を対象としているようである。

### 4. 社債の担保提供制限条項の対象にローンを含む必要性

わが国では前述の通り多くの無担保社債には担保提供制限条項が付与されているが、対象範囲が社債間等に限定されているケースがほとんどである。そのため、ローンに追加的な担保が設定されても、米国のように社債に同等の担保を設定できず、投資家からは社債がローンに事実上劣後していると懸念されているとの指摘もある<sup>11</sup>。また、ロンドンに拠点を置く国際資本市場協会（ICMA）は2006年、国際市場における債券発行では担保提供制限条項がローンを対象としていないことが多いと指摘し、社債権者に対して担保提供制限条項の対象の規定に注意するよう促している<sup>12</sup>。このことから社債権者保護の観点からは担保提供制限条項の対象範囲にローンを含むことが望ましいといえる。

今後、わが国社債市場の一層の拡大を促すために、社債がローンに劣後する可能性があるという投資家の懸念に対応する必要もあろう。これに対し、担保付社債発行という解決策もあるが、相対的に担保を有しない企業あるいは業種は発行が難しく、発行するにしても担保設定や管理にコストがかかるだろう。そのため、社債権者保護の1つの手段として、ローンを担保提供制限条項の対象に含めることが検討されてもよいのではないだろうか。

<sup>9</sup> 「ゼファー債、投資家の権利弱く」2008年7月27日付日経ヴェリタス記事参照。

<sup>10</sup> 関沢正彦・中原利明『融資契約第2版』金融財政事情研究会、2008年参照。

<sup>11</sup> 「成長続くか社債市場（下）」2008年5月3日付日本経済新聞朝刊記事参照。

<sup>12</sup> Description of Debt as “Senior” and The “Negative Pledge” Covenant, ICMA, October 2006.