

## 2010年5月アカデミックセミナー要旨

設備投資研究所

講師：Norwegian School of Economics and Business Administration

Carsten Bienz 助教授

演題：The Defeasance of Control Rights

日時：2010年5月24日（月）15:30～17:30

### 要旨

本研究の目的は、コベナンツ条項の解除を理論・実証の両面から分析することにある。企業のリスクインセンティブを緩和する手段として、負債契約へのコベナンツ条項の付与が挙げられる。しかし、私募債と異なり債権者の多い公募債では、条項の再交渉が実質的に不可能であるため、投資が過少となり得る。そこで、本研究は、社債の発行主体に事後的な全条項解除の選択権を認めることにより、投資機会を損なうことなく、株主・債権者間のインセンティブ問題を軽減し得ることを明らかにしている。

債権者と株主の利害の妥協点を識別する立証可能なシグナルが存在しない場合、企業は状態に依存した条項を設定できない。そのため、資産の売却・配当・社債の新規発行を禁止するなど、非効率な条項がしばしば採用されることがある。このような状態に依存しない条項の欠陥を是正するメカニズムとして、理論編では、契約後に企業価値を高める投資を行うときのみ、金融機関に移転していた支配権を事後的に全て回復できるという選択権を事前に企業に与えるモデルを構築している。その結果、主に1. 選択権を与えられた企業がより多くの支配権（コベナンツ）を金融機関に移転すること、2. 効率的な場合のみ選択権が行使される水準に行使価格が設定されること、3. 全ての発行主体に選択権を与えることは望ましくないこと、そして4. 選択権を付与された社債の利回りが低いことを示している。

実証編では、Fixed Income Securities Database (FISD) を用いて、1989年～2006年のアメリカで発行された全社債を分析し、理論編と整合的な結果を得ている。90%以上の社債に少なくとも1つのコベナンツが含まれており、ほとんど全てのコベナンツが消極的条項（資産の売却・社債の追加的発行など、発行者の行動を制限する条項）である。また、60%以上の社債に解除の選択権が付与されている。分析の結果、1. 解除の対価は残余の未償還元利合計に等しく、エスクロー勘定でトラスティーにより管理されるため、社債がリスクフリーとなること、2. 選択権が付与されていない社債も存在すること、3. 権利の付与された企業がより多くのコベナンツ条項を設定していること、そして4. 解除の選択権のある社債の利回りが13～40bp低いことが示されている。さらに、5. 解除条項付き社債の65%が繰り上げ償還条項付き社債であることが示されている。繰り上げ償還が金利に対する選択権であることに対し、解除条項はコベナンツに対する選択権であるため、両者は完全な代替関係にはないといえる。

以上