

「第13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2月20日（月）午後4時30分～6時15分

場 所 日本証券業協会 第1会議室

出席者 神田部会長ほか各委員

外部有識者 小島三津雄氏 ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント

株式会社 マネージング・ディレクター

議事概要

I. 米国のハイ・イールド債市場の現状と投資家から見たハイ・イールド債市場について

ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント株式会社 マネージング・ディレクター 小島氏から、米国のハイ・イールド債市場の現状と投資家から見たハイ・イールド債市場について、資料1（添付省略）に基づき、次のとおり報告・説明があった後、意見交換が行われた。

【報告・説明】

○ ハイ・イールド社債市場

- ・ ハイ・イールドの社債マーケットは、事実上米国のものと言える。最近では、欧州にもハイ・イールド・マーケットが多少あり、欧州のマーケットのほうが、スプレッドが広いといったことも聞くが、基本的には米国のものと考えて差し支えないので、以後の報告・説明は米国のことであるとお考えいただきたい。さて、ハイ・イールド・マーケットの市場規模は、ここ20年間ほどで、大きく広がりつつあり、現在は1兆ドル程度の水準である。参考のため、他の市場は、米国の場合、投資適格以上の社債が4兆ドル程度の水準で、また、最近大きくなってきたエマージング債市場は、2兆ドル程度の水準である。ハイ・イールド・マーケットは、米国の個人投資家や年金基金等の機関投資家に、一つのアセットクラスとしてきちんと認識されていると言える。
- ・ ハイ・イールド・マーケットの売買の流動性について、まず取引金額を見ると、1日当たり50億ドル程度となっている。米国の長期国債の1日当たりの取引金額は570億ドル程度であり、その10分の1程度であるが、十分な水準と言えるだろう。続いて、ハイ・イールド債の新規発行額であるが、2012年1月の1か月間で、228億ドルとなっている。2011年は空前の発行額と言われるほど発行額の大きい年であったが、1月に限っては匹敵する水準となっており、かなりの好スタートとなっている。以上より、ハイ・イールド・マーケットはとても活況であると言える。

- ・ E T Fやアクティブ・ファンドへのハイ・イールド債の流入額も右肩上がりとなっており、とても人気があると言える。現在米国では、いわゆる「日本化」が起こっており、最近はやや下火であるものの、日本では、ここ 10 年間のデフレと低金利により、通貨選択型の投資信託に人気が集まっていた。米国では、デフレ化・金利水準の低下が最近始まったところであり、それを受けて、急速にハイ・イールド債やエマージング債へ資金が流れている。特に、個人の預金からの流入が顕著である。

○ ハイ・イールド社債の特性 ①

- ・ ハイ・イールド社債の特性について、インデックスのデータを基に分析してみたい。国別配分については、米国が9割近くを占めており、圧倒的である。アジアについても、その他の4%の中では、大きな割合を占めている。格付配分については、当前ながら全てBB格以下となっているが、注目すべきは銘柄数であり、約1,000の発行体と、2,000近くの銘柄数と、非常に厚みのある市場となっている。また、本年1月末時点の平均値で、最終利回りが8.0%、オプション調整後スプレッドが643bpsとなっており、ゼロ金利の米国において、ハイ・イールド・マーケットに資金が流入している理由を物語っているだろう。また、ハイ・イールド社債のオプション調整後スプレッド、最小利回り、平均残存期間の推移を見ても、ここ1年はとてもパフォーマンスが良く、成熟したマーケットであると考えている。

○ ハイ・イールド社債のリターン ①

- ・ ハイ・イールド社債について、過去10年間程度のリスク・リターンについて、円ヘッジベースで分析したい。なお、円ヘッジベースを用いるのは、円ベースでは為替レートの影響を受けるためである。リターンをリスクで除して算出するシャープレシオにより、リスク・リターンの効率性を確認すると、0.56という数字が算出される。同様に、「外国債券(グローバルな国債のベンチマーク)」と、「グローバル投資適格社債」について算出すると、それぞれ0.69、0.68という計算結果となる。これらと比較してハイ・イールド・マーケットは、ややリスクが高く、シャープレシオについてもやや見劣りしているものの、リターンの魅力度という点では上回っており、ミドルリターンを目指す上で、欠かせないマーケットと言える。

○ ハイ・イールド社債のリターン ②

- ・ ハイ・イールドの金融商品は、機関投資家よりも個人投資家に勧めるケースが多い。これは、期間収益を重視する年金基金、生保、銀行といった機関投資家には、ある程度のバッファが必要で、ハイ・イールドへの投資は難しいためである。海外でも同様に、個人投資家の割合が多

いのではないかと史料する。

- ・ ハイ・イールド社債について、キャピタル・ゲインとインカム・ゲインに分解し、最近 10 年間程度のリターンを分析してみると、いわゆるリーマン・ショックが起こった 2008 年に大きく落ち込んだものの、2009 年に持ち直しており、年平均で見ても、インカム・ゲインが 9%、キャピタル・ゲインがほぼゼロとなっており、ハイ・イールドの金融商品の特徴が、如実に出ていていると考えている。

○ 米国ハイ・イールド社債及びバンク・ローンにおけるデフォルト率と平均回収率

- ・ ハイ・イールド社債への投資について考える場合、デフォルト率が非常に重要である。日本ではあまり重視されないが、海外ではデフォルト率とリカバリー・レシオが重視されている。これは、ハイ・イールド・マーケットの場合、デフォルトした銘柄を買う、デフォルトを承知で買うという投資であっても、利益を上げられるのであれば実際に行われることがあるためであり、こういった視点でリスク・リターンを考え、投資が行われている。実際に、ハイ・イールド社債の平均回収率（リカバリーレシオ）を見ると、43%という高い水準にある。米国では、早めに倒産させることで最終的な回収率を高め、企業の再生を早めるというキャピタリズムが浸透しているからだろう。ここ 10 年間のハイ・イールド社債のデフォルト率は、平均すると 4.1 パーセントであるが、15.5 パーセントという年もあり、バラつきがある。ひとまず、過去の平均的なデフォルト率の水準であると考える 3 パーセントと仮置きし、先ほどの 9 パーセントのインカム・ゲインに対して、その分を相殺しても、6 パーセントのプレミアムが付いていることになる。さらに、43 パーセントの回収率を考慮すれば、実質的な損失率は 1.6 パーセント程度となり、さらに高いプレミアムが付いていることがわかる。しかしながら、まだまだハイ・イールド・マーケットは割安（スプレッドが十分ではない）と考えている。

○ インカムゲインの拡大と分散

- ・ 最近のハイ・イールド・マーケット、レバレッジドローン、エマージング市場等の整備により、ハイ・リスク・エリアでの債券運用が可能となり、株式と肩を並べるパフォーマンスを実現できるようになってきた。日本では、投資適格である BBB 格水準を下回る債券に投資できるかどうかが決定的な違いとなっている。年金基金や金融機関といった、期間収益を重視する機関投資家や、それほど高いリスク・リターンを求めていない投資家には、ハイ・イールド・マーケットへの投資は必要ないため積極的には薦めていない。FF レートが 2~5 パーセントという高い水準にあった 2005 年~2007 年頃はヘッジコストが高く、ほとんどリターンが取れ

ない状況にあったが、最近ではヘッジコストが低く、海外の金利が高いため、それでも3～4パーセントのパフォーマンスを実現できる環境にある。

○ 市場回顧

- ・ 最近のハイ・イールド・マーケットの状況について回顧すると、2011年12月末時点の利回りは8.39%であり、2011年の1年間のトータルリターンは、5パーセント程度となっており、決して悪い水準ではないと評価されているのか、本年1月、2月、急激に資金が流入している。デフォルト率については、2～3パーセントの極めて低い水準が続くと予想しており、スプレッドが縮小していかない限り、ハイ・イールド・マーケットへの投資を薦めていくことになるだろう。
- ・ スプレッド水準のシンプルな計量的評価においては、鉱工業生産、株式パフォーマンス、インプライド・株価ボラティリティ、デフォルト率の4つのファクターで評価をしている。現在のハイ・イールド社債のスプレッドは、650bpsである。一方、この評価方法で算出されるフェア・バリューは433bpsであり、約200bpsの開きがある。これについて、様々な見方があるかもしれないが、大きな開きであり、割安と言えるのではないか。
- ・ ハイ・イールド・マーケットの場合、「借換え」（満期到来に伴う再投資）は当然考えられるため、マチュリティ（満期）の状況についても、分析上、重視される。「満期の壁」（満期になる銘柄が集中すること）が足下に存在しないことも、市場参加者を安心させている。これは、ハイ・イールド・マーケットにとって、好環境が続いていたため、借換えがうまく進んだ結果であり、非常に健全な状況にある。
- ・ バリエーション（割安・割高の判断）に当たり、現在の水準から割安感を考える手法もあれば、逆に、現在のスプレッドを正常値と考えてデフォルト率を逆算し、それを自らが予想したデフォルト率と比較することで割安感を考える手法もある。
- ・ ハイ・イールド・マーケットのトータルリターン算出の考え方についてであるが、まず、現在の利回り水準を基本に、スプレッドがどう動くか、予想されるデフォルト率、リカバリー・レシオ、デュレーションの4つのファクターを加味して算出する。さらに、日本の場合、為替の変動率というボラティリティの高いファクターが加わるため、ここから0.5パーセントのヘッジコストを差引き、円ヘッジベースのハイ・イールド・マーケットのリターンを算出する。

【意見交換】

1. 我が国のハイ・イールド社債市場

- ・ 投資家の中にも、これまでの発行体等との関係やリスクへの慣れの問題、期間損益の変動に耐えられないといった意見は当然ある。しかしながら、リスクとリターンが見合っていれば、収益機会があれば、ハイ・イールド・マーケットに参加する投資家も存在している。
- ・ 社債が発行できないことは、株式市場のリターン、すなわちROEにも影響している。米国の企業の場合、ROEを高めるための負債の増加を悪いものと考えないようである。信用度が高くない企業の場合、時々デフォルトすることもあるが、それでもROEを高めてギリギリまでデッドを引っ張るとというのが米国の文化であるが、日本の場合、投資適格の格付を下回ると、銀行からの借入に頼らざるを得ず、借入れがうまくいかなかった場合のリスクにおびえている企業も多いのではないかと考える。ハイ・イールド・マーケットが整備されれば、レバレッジをきかせ、ROEを高めて株式のリターンを追及していく企業が増えるのではないかと考える。現状の日本の経営者は、格付の低下、特に投資適格水準を下回ること非常に神経質な印象である。銀行からの借入れ以外の資金調達手段があれば、格付が下がったとしても、それほど神経質にはならないが、現状ではそのまま株価に影響してしまっているのではないかと考える。
- ・ 社債市場の活性化という観点で、各部会において行われている議論は、制度面の整備が中心となっている。確かに制度面の整備は重要であるが、最も重要なのは、やはり十分な利回りがあるかどうかではないか。米国ではハイ・イールドの投資家は、6パーセント程度の利回りを要求している。一方、日本の場合、デフォルト率が低いことを考慮しても、3~4パーセント程度の利回りのマーケットですら、ほとんど存在していない。この理由は、いわゆるオーバーバンキングによるものではないか。これを何とかしなければ、制度面の整備を進める議論をしても、活性化は見込めないのではないかと考える。
- ・ 一方、韓国には収益機会があったため、韓国の債券に投資したいという投資家や金融機関は多く存在していた。しかし、投資しようにも、様々な制度上の問題があったため、グローバルな議論を行い、問題点を解決していった。
- ・ 市場の活性化にはエネルギーを集める必要があり、エネルギーを集めるためには、十分な金利水準が必須である。日本にはリスクマネーがないという意見もあるが、日本にも、ヘッジして米国のハイ・イールド債を買うなど、とても積極的な投資家は一定以上存在している。コベナンツも重要であるが、最も重要であるのは、十分な利回りのある魅力的な市場が存在しているかどうかではないかと考える。

- ・ 日本は、いわゆるオーバーバンキング、ローンの資金が非常に潤沢である。このような状況で、企業の資金調達の一つの選択肢として、ハイ・イールド・マーケットがどれだけ魅力的なものなのか、また、ハイ・イールド・マーケットが魅力的であるためには、どういう観点から投資がなされることを想定したらよいのかという点が重要になってくるのではないかと。今後、ローン・マーケットの環境の変化について様々な可能性が考えられるものの、基本的にはオーバーバンキングという状況下で、ハイ・イールド・マーケットをどのように育てるのかを考えなければならない。このような大きなテーマの中で、資金調達の選択肢や、それに対するマーケットの観点からみて、日米で対比できることはあるか。
- ・ 経済効率の最適化の原理に基づいて行動しているのは資金調達サイドも同様であり、日本のような状況であれば、なるべく銀行借り入れで資金を調達しようとするのは当然だろう。米国は、日本とは状況が異なるため、ハイリスクのローン・マーケットと、ハイ・イールド・マーケットの両方が発達したのであり、良し悪しの問題ではないだろう。
- ・ 本部会のテーマであるコベナンツが整備されても、社債発行が増えず、利用されなければ意味がなく、逆に、コベナンツが未整備でも、社債の発行がどんどん増えていけば、市場競争により自然と改善していくだろう。発行が増えることが重要であり、そうすれば自然とマーケットができ、流動的になっていくだろう。しかしながら、米国にはハイ・イールド・マーケットがあり、リスクを求める投資家の受け皿は存在しているが、本当に日本にもハイ・イールド・マーケットへのニーズがあるのかという根本的な問いに立ち返ってしまう。
- ・ しかしながら、バブル期の1990年ごろは、ローン・マーケットの資金が不足していたうえに、政府によるクラウディング・アウトが行われなかったため、金利が上がっていた。もう少し長期のスパンで考えると、個人金融資産が減り、政府の財政赤字が拡大し、それを国債で賄うようになると、預貸比率が悪化し、銀行が今までのように資金を出せなくなる問題が発生することも考えられる。ハイ・イールド・マーケットには、そういった際に初めてニーズが出てくるだろう。そして、ニーズが出てきた際に、こうした議論も本格化するのではないかと。日本の企業のROEはそれほど高くないため、先ほどのプレゼンテーションでも挙げられていたが、3～4パーセントの利回りの社債マーケットが出来てくれば、オーバーバンキングの構造にも変化が生じるのではないかと。
- ・ 本日のプレゼンテーションでは、日本においてもハイ・イールド・マーケットに参加できる

投資家は存在するが、それら投資家が期待する十分なリターンを得られる社債の発行体が存在しないため、市場が形成されないというように聞こえる。そうであれば、もっと議論のScopeを絞って、具体的な発行体のターゲットを想定してみてもどうか。例えば、日本の金融市場において、比較的高い金利が支払われるのは、MBO・LBOローンのマーケットであり、実質的に条件を決めているのは発行体ではなくそのスポンサーである、いわゆるPEファンドである。PEファンドは一般的に、レバレッジ効果によるリターンを重視するため、少々高い金利であっても受け入れる。この場合、シニアローンに対し明確に劣後することになるが、むしろこの点で本部会で過去にあった「シニアだと思って買ったのに、実態的に銀行に劣後していた」というような議論にはならないし、銀行との競合関係もなく劣後を前提とした条件設定がなされる。コベンツ開示企業の事例のプレゼンテーションでも、多くがMBO銘柄であったと記憶している。こういった事例を積み上げていくことが市場発展に資するのではないか。

- ・ メザニンのマーケットは、本部会の議論対象であるシニアのハイ・イールド・マーケットとは、全く別物ではないか。本部会の議論は、ある程度高い金利を払ってでも、レバレッジを少しでもきかせ、ROEを高めることで、株式と負債の両方のステークホルダーに十分なリターンを提供する企業を、いかに育てていくかという点に主眼が置かれている。メザニンは、シニアから劣後していることが明確であり、シニアにおけるパリパスの議論とは切り離しておくべきではないか。

2. コベンツの開示

- ・ 約1,000の発行体と、2,000弱の銘柄の中から、投資先の銘柄を決めていくに当たり、当該銘柄の保有状況、返済順位、満期の壁といった要素で分析を行っているとはあるが、財務制限条項（コベンツ）についても非常に重要な要素であると認識されている。これについて、透明性といった観点で、もう少し詳しく説明いただきたい。
- ・ 本部会では、コベンツについて、ローン・マーケットと、セキュリティ・マーケットの違いといった観点で、様々な議論がなされていると認識している。米国において、透明性は投資判断に当たっての前提条件と考えられており、十分な開示がなされなければ、どれだけ多数のクレジット・アナリストを抱えても、十分な分析ができない。不確実な情報に基づく投資は、許されない、行うべきでない行為だろう。日本では、コベンツを開示すべきかどうかという古典的なテーマが議論になっているが、開示することが当然であり、開示されなければ投資しない、開示されるのであれば、分析ができるので、リスクが取れる（投資ができる）という、

極めて単純なことであると考えている。

- ・ 本部会では、コベナンツの開示とは別に、社債のコベナンツとして、どういったものを設けるべきかという議論も行っている。保有する銘柄ごとに、コベナンツが異なるケースも多いと考えるが、ポートフォリオ全体としてのコベナンツ管理は、どのような体制で行われているのか。
- ・ 当社では、信用度が低い特殊な銘柄への投資については、「法律家のように投資する」といわれている。これは、実際に弁護士を担当部門に配置し、一銘柄ごとの契約内容をチェックしているためであり、専門性が求められる投資エリアにこそ、大きな収益機会があるという考え方に基づいている。しかしながら、ハイ・イールド・マーケット全体といった広い範囲になると、弁護士を一つ一つに置けないため、クレジット・アナリストの範疇になる。クレジット・アナリストは、一人当たり 40 程度の銘柄を担当しているが、それら全ての契約内容をチェックするのはまず無理であるため、必要に応じて弁護士に任せるという体制を取っている。
- ・ 本部会は、コベナンツという、やや専門的なテーマを切り出して議論しているが、個別の銘柄について分析する際には、開示されているような情報は参考にならないということか。
- ・ 投資先の選定は、当然であるが、パブリック・インフォメーションに基づき徹底して行うという理解でよいか。
- ・ パブリック・インフォメーションにより行っており、徹底している。
- ・ パブリック・インフォメーションしか利用しない・できないということは、開示が充実しており、透明性が担保されていることが、投資先の選定における必須理由になっていることの裏づけとも言えるだろう。引受証券会社は、デューデリジェンスの過程において、いわゆるインサイダー情報に触れてしまうこともある。一部の投資家も、ウォール・クロスを敷く等、非常に注意しており、情報開示やインサイダー取引規制は非常に重要な観点だろう。
- ・ 必ずしも本部会のテーマというわけではないが、懇談会全体として注意すべき点だろう。

II. コベナンツモデル（事例集）の策定について（案）

事務局から、標準的なコベナンツモデル（参考モデル）の策定について（案）、資料2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 】

1. 基本的考え方

- ・ 資料2は、標準的なコベナンツモデルの策定に向けた基本的な考え方と検討項目について取りまとめた。
- ・ (1) では、信用リスクが相対的に大きい企業の社債、いわゆる低格付社債の発行及び投資の拡大を図るため、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て柔軟に設定・付与が図られるよう、標準的なコベナンツモデルを策定・例示するものである。
- ・ (2) このコベナンツモデルは、あくまでも参考モデルであり、特定のコベナンツの付与を強制するものではなく、企業の業種・業態、格付等に応じて柔軟に設定・付与する際の参考例として提示するものであるという位置付け・性格を明確にしている。

2. 検討項目

2-1 ポイント

- ・ (1) コベナンツの実効性を確保するためのモニタリングの観点からの、検討のポイントである。モニタリングは、第3部会における社債管理者の役割・機能に関する議論とも関連する論点である。第3部会では、現行制度下では、社債管理者に課せられる義務の重さや、責任範囲が不明確であるといった理由から、低格付社債については、社債管理者が就任し、モニタリングを期待することが難しい状況にあることを踏まえ、米国トラスティ制度等を参考に、発行企業による開示・情報伝達に基づく、社債権者自身によるモニタリング・判断及び対応の方向性について検討しており、こうした考え方に基づいた制度設計であることを示している。
- ・ (2) 及び(3) では、定期的に発行会社の財務指標を確認する財務維持コベナンツと、発行会社の一定の行動を規制する追加負担制限コベナンツの2つに分類したうえで、信用リスクが相対的に大きい企業については、財務維持コベナンツを中心に設定・付与されることが、より適切であるという考え方を示している。米国において、ハイ・イールド社債に付与されるコベナンツは、その多くが追加負担制限コベナンツとなっている。
- ・ (4) では、社債権者自身によるモニタリング・対応を行うためには、発行会社の状況をより把握できるよう、制度整備が重要であると考えられるため、レポートコベナンツと投資家への通知・連絡の仕組みを整備するとしている。

2-2 具体的なコベナントの内容

- ・ (1) 追加負担制限コベナント、(2) 財務維持コベナント、(3) レポーティングコベナントについて列挙し、具体的な内容については、第8回の本部会において示されたモデル参考に、別紙に参考モデルとして例示している。

2-3 標準的なコベナントモデル（参考モデル）の策定・例示

- ・ (1) コベナントの柔軟な設定・付与を定着させていくため、企業の業種・業態、格付等に応じた標準的なコベナントモデル（参考モデル）の策定・例示と具体的な内容について、検討をお願いしたい。

2-4 コベナント抵触時の対応

- ・ (1) 日本では、コベナントに抵触すると、直ちに期限の利益喪失となってしまう、柔軟性や機動性に欠けるといった指摘がある。
- ・ (2) 米国の運用例では、期限の利益の喪失にいたるまで、一定の治癒期間等いくつかの段階が設けられており、参考に、社債権者が、コベナント抵触時にコベナントの内容の変更などによる対応が図れるよう、社債発行要項等において、期限の利益喪失までの一定の猶予期間を設けてはどうか。
- ・ (3) コベナントの抵触時に機動的に対応できるよう、2-1の(4)のレポーティングコベナントの整備と合わせて、証券保管振替機構の振替制度等を利用した、社債権者への通知・連絡インフラの整備を行う。これについては、第3部会で基本的な方向性・整備内容の取りまとめが行われている。

【意見交換】

1. コベナントの整備

- ・ 低格付で社債を発行したいと考えている企業は、まだ多くはないものの、確かに存在している。しかしながら、日本の場合、格付がBB以下では世間体が悪い、好ましくないとする風潮があり、発行には踏み込めないようである。コベナント等のインフラ整備等により、そうした風潮の改善を期待したい。
- ・ 新規のコベナントを起債に合わせて契約書に落とし込む作業はハードルが高く、引受証券会社が2社以上あれば、各社の考え方が異なるため、作業はさらに難航する。類型的なモデルが用意されているというのは、非常に重要ではないか。

- ・ マーケットのグローバル化の進展や、米国に巨大なハイ・イールド・マーケットが既に存在していることを鑑みると、コベナンツ同士の整合性も重要な観点だろう。国内債は、国内債固有のコベナンツ体系で発行し、海外では、海外のコベナンツ体系で外債を発行する企業も増えてきているが、こうした独自性は通用しなくなってきている印象である。

2. コベナンツモデル

- ・ コベナンツを標準化すれば、リスク・プレミアムの低下による社債の発行コストの削減という大きな社会的メリットが得られるだろう。しかしながら、発行会社サイドから考えると、コベナンツの設定は、自らの調達コストを低く抑えるための競争であり、創意工夫できる余地を残しておくべきであると考え。標準化するものと、自由性を残すものとの二つが存在するという大前提で議論してはどうか。あらかじめ用意するという方法も、もちろん考えられるが、日本の場合、コベナンツそのものがまだ未熟であると考えられるため、ある程度創意工夫の余地を残し、その延長として、より良いものが選ばれ、淘汰・統一化が進み、標準化していくという方法の方が実態に合っているのではないか。
- ・ 米国では、ハイ・イールド・マーケットにも、金融、エネルギー、輸送といった様々なセクターがあるが、コベナンツの数は2～4であり、それに担保の有無が加わる程度である。なお、銀行のローンとハイ・イールド社債では、回収率に少々差があるようであるが、担保の有無に基づく差であり、コベナンツによるものではないため、ハイリスクのローン・マーケットと、ハイ・イールド・マーケットの差について、それほど議論の余地はないだろう。
- ・ コベナンツモデルは、発行体、投資家、証券会社の創意工夫により整備されていくものだと考えており、そういった流れを作るために、米国の運用例を参考にコベナンツを分類・整理し、いくつかの組み合わせを示そうとしている。コベナンツモデルを実際に利用するかどうかは、ニーズ次第であると考えているが、米国の事例・実務から見て、こうした整理の仕方は、どのような印象か。
- ・ あらかじめ用意されたコベナンツを組み合わせる仕組みは、非常にコスト的に優れており、発行体は利用しやすく、投資家も分析がしやすいため、社債発行、資金が集まる一つの要因にはなるだろう。しかしながら、自由性を残しておくことも重要であると考えており、2つのコンセプトを組み合わせる考えてはどうか。
- ・ 顧客から運用を委託された資産の投資先である個別銘柄について、コベナンツにヒットした

とか、デフォルトしたといった事例が発生した場合には、どのような対応になるのか。

- ・ 顧客から運用の委託を受ける際には、格付制限（～格を下回る銘柄があってはならない）、格付の平均値といった、一定の運用条件・ガイドラインが定められることがほとんどであり、想定外の格下げや、コベナンツにヒットした場合、ガイドラインの条項に抵触してしまう。その場合、顧客の求める対応は多様であり、顧客への迅速な連絡や、定められた期間内での売却など具体的な対応が必要な場合もある。しかしながら、一般的には、ハイ・イールド・マーケットやハイリスクのローン・マーケットの契約やガイドラインにおいて、コベナンツ関係の条項が含まれているという話はあまり聞いたことがない。
- ・ 日本にはまだハイ・イールド・マーケットがなく、どういったマーケットができていくか、先が見えない中で、コベナンツモデルにより、幅広く選択肢を示さなければならない。実際に利用されるのは、そのうちの一部に過ぎないかもしれないが、幅広い選択肢を示し、マーケットに取捨選択を委ねるというアプローチも考えられるのではないか。しかしながら、こうしたアプローチを取るのであれば、基礎となる考え方や補足的な説明を提供しなければ、有用な提示とはならないおそれがある。
- ・ 以上のような観点から、米国のマーケットの状況を踏まえて考えると、社債の場合、ローンよりもウエーブが難しいという問題があるため、インカランスコベナンツをメインに据える必要があるのではないかという点が、かかる補足的な説明のひとつとして挙げられる。
- ・ 財務維持コベナンツの中でも、「(5) インタレスト・カバレッジ・レシオの維持」は、経常的に金利を支払い続ける能力があるかどうかを見ていくという観点から、「(6) 有利子負債/EBITDA倍率の維持」は借換え能力、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を確認するという観点からそれぞれ重要であり、投資家が特に注視するポイントであろう。こうした補足的説明をコベナンツの提示とともに提供してはどうか。
- ・ インカランステストをメインにすえた場合の財務維持コベナンツの使い方としては、例えば、インカランスコベナンツの「(1) 負債の制限」に、負債を追加する場合の条件として、財務維持コベナンツの「(5) インタレスト・カバレッジ・レシオ」や「(6) 有利子負債/EBITDA倍率」を確保していることを設けることなどが考えられる。
- ・ 本部会として、社債市場の活性化を図るため、コベナンツに関するメッセージとして、単に標準的なモデルを示すというだけでは、重い印象をあたえ、かえって足かせになってしまう可能性もある。メリハリや補足説明を加えるというのは、非常に重要である。やはり米国の制度

や経験には、参考になる点が多く、基本的にはシンプルな制度が望ましいと考える。様々なリスク要因があるものの、細かい規制を始めては、收拾がつかないだろう。最低限必要な内容を示し、あとは自由性に委ねる、さらに付言するならば、社債の発行を増やしてほしいと直接的に述べることも考えられる。

- ・ 資料2の2-2で示された具体的なコベナントの内容は、よく網羅されており、さまざまなコベナントを付与することがある銀行から見ても、特に漏れはない印象である。ということは同様に、発行体サイドも見聞きしたことがあるものが大半と考えられる。従って、関係者の中で内容に十分明るくない関係者がいるとすれば社債投資家ではないかと思われるが、こうした方の理解を助けるため、列挙している各コベナントの各項目について、簡単な解説を付けた方が利便性が高まるのではないか。
- ・ コベナントの使い方として、示されたコベナント全てを同時に付すのではなく、個別案件毎の状況に応じて当事者間交渉の中で必要なものをピックアップしていく、という前提で列挙していることが明確に伝わるように、説明を加える必要があるのではないか。

3. 標準的なコベナントモデル（参考モデル）の策定・例示

- ・ 資料2の「2-3 標準的なコベナントモデル（参考モデル）の策定・例示」は、難しいテーマだろう。企業の業種・業態、格付等に応じて、市場慣行として望ましい標準的なコベナントモデル（参考モデル）を示すことは、現実には困難と思われるし、様々な選択肢があるということをお否定しかねないため、意図が誤解されないかと危惧する。
- ・ 劣後債のマーケットが存在していることを踏まえると、相対的に信用力が低い企業であっても、高い利回りがあれば、コベナントを付与しなくとも投資家がつく可能性は十分にある。投資家にも様々なニーズがあるのと同様に、発行会社にも様々なニーズがあり、それらを類型化するのは、非常に難しいのではないか。
- ・ 各コベナントについて、例えば、相対的に信用力が低い発行体の場合に有益なものについて説明を加えることは考えられるが、その組合せについてモデルを示すのは、非常に難しい印象である。
- ・ 残された時間を考えれば、各コベナントの組合せのモデルを検討して示すのは厳しいと思われる。幅広くコベナントの例を挙げておき、取捨選択については市場参加者に委ね、慣行を定着していくという整理が現実的ではないか。

- ・ 各コベナンツに説明を加えることで内容を明確にし、取捨選択については市場参加者に委ねることとすれば、組み合わせたモデルを示す必要性は薄いかもしれない。

4. パリパス及びコベナンツ抵触後の対応

- ・ 機関投資家へのヒアリングの結果を見ると、機関投資家が最も重視しているのはパリパスであるものの、現実的には難しいと認識されている模様である。機関投資家からは、パリパスの代替として、クロス・デフォルト、期限前償還、プットオプションといった条項が示されているが、資料2ではそういったコベナンツは示されていない。
- ・ 資料2で示したコベナンツは、基本的には、期中において、投資家自身がモニタリング、判断を行いやすいものを選別しているため、そういったコベナンツはあえて除外しているが、必要ということであれば、検討をお願いしたい。
- ・ わが国の機関投資家においては、発行体の信用リスクが悪化した場合、回復時の利益をとりに行くというよりはデフォルトになる前に可及的速やかに換金したい、売り抜きたいという考え方が大勢を占めている印象である。こういった観点から考えると、例えば、期限前償還やプットオプションといったコベナンツは有益であるし、有担保負債の増加を伝えるレポーティング・コベナンツ等にもニーズがあるのではないか。
- ・ 上場会社については、有価証券報告書等により一定の透明性が担保されているが、非上場会社が発行体である場合、レポーティング・コベナンツは、透明性の担保の観点から重要だろう。
- ・ 投資家としては、パリパスの問題、社債投資家の劣後性を回避するための何らかの手当てについて、言及していただきたい。開示が不十分な発行体には、不確実性の観点から投資をしないという意見があったが、全く同感である。受託者責任を全うするため、しっかりとしたアカウントビリティを持って投資をしなければならない。しかしながら、このような方針で投資対象を選定していると、現状では非常に投資対象が限られてしまう。この点についても、言及すべきではないか。
- ・ 社債について、最低限のパリパスを確保しようとしても、日本の旧来のコベナンツでは、どうしても担保至上主義であり、すぐに行き詰まってしまう。標準的なコベナンツの契約モデルを揃え、それを取捨選択し、組み合わせていくことで、劣後地位にある社債権者の保護を図ることができるのではないかと期待している。

- ・ パリパスの問題は、コベナントの論点とも言えるが、非常に大きなテーマであり、コベナントのみで解決を図るのは難しい面がある。資料2の「2-2 具体的なコベナントの内容」では、コベナントの内容のみを列挙し、パリパスの問題については、別の項目で言及した方が誤解が生じないのではないか。
- ・ プットオプションや、期限前償還は、コベナントに抵触した結果の対応例ではないか。日本の場合、社債についてはウエーブが難しいため、コベナントにヒットすれば直ちにデフォルトとなってしまう。プット権を投資家に発生させるか、期限前償還により弁済できるように設計しておけば不測のデフォルトを回避する一つの手段になり得る。コベナントの一つと言うよりも、回収に至るまでの一つの道筋として整理すべきではないか。
- ・ 現状の振替制度の下では、利払日に合わせてしかプット権が発生させられない等、実務面の制約も大きいいため、細かい見直しも非常に重要ではないか。
- ・ プットオプションが付されている社債は、日本では少ないのではないか。銀行ローンでは、一般的なのか。
- ・ プットオプションは、銀行のローンでも決して一般的ではないだろう。
- ・ 銀行ローンにプットオプションが付与されている場合、行使可能日が実質的なローンの満期となってしまうため、満期を決めてローンを組む意味がほとんどない。
- ・ 投資家からプットオプションや期限前償還のニーズが強かったということであれば、それを列挙項目から除いてしまうと、投資家が最も強く求める内容が含まれていないことになり、具体的な検討に入っただけなくなる要因となりかねない。まずは検討の入り口に立っただけの投資家の間口を広げるためにも、実際の取捨選択は個別案件に委ねる前提なのであれば、これらを記載しておいても差し支えないのではないか。
- ・ プットオプションや期限前償還は、コベナントの一つというよりも、回収に至るまでの一つの道筋ということであれば、資料2の「2-2 具体的なコベナントの内容」の列挙項目の一つとするのではなく、「2-4 コベナント抵触時の対応」において、コベナントにヒットした場合に考えられる対応の選択肢の一つとして整理してはどうか。
- ・ そのように整理した方が、誤解が生じないのではないか。

Ⅲ. 次回会合

第 14 回会合を 3 月 15 日（木）に開催する。

（配付資料）

資料 1 米国のハイ・イールド債市場の現状と投資家から見たハイ・イールド債市場について
（添付省略）

資料 2 標準的なコベナンツモデル（参考モデル）の策定について（案）【事務局タタキ台】

以 上