

## ○ 4月4日「社債市場の活性化に関する懇談会」報告（案）【事務局タタキ台】

### 第2部会（コベナンツの付与及び情報開示等）

#### 1. はじめに

- (1) 我が国では、社債発行企業の多くが信用リスクが相対的に小さい企業であり、今後、企業の社債発行及び投資の拡大を図っていくためには、企業の資本・財務政策及び投資家のニーズに応じて、コベナンツが柔軟・適切に設定され、社債の発行条件等に適切に反映されることが必要である。
- (2) 投資家にとって社債のコベナンツは、社債発行企業の債務履行能力の維持や経営の悪化若しくはデフォルトした場合の契約解除、条件変更等を行うための特約であるが、現状、社債に設定されているコベナンツは、担保提供制限条項及びクロス・アクセラレーションといった特定のコベナンツに限られている。
- (3) また、上記の社債の担保提供制限条項のほとんどが社債間限定同順位で、他の債務・ローンを対象とはしておらず、ローンの出し手である銀行等が公開情報に加え社債発行企業に関する相対の情報も有しているケースが多いことから、社債は実質的にローンに劣後しているという指摘がある。
- (4) このような状況下において、投資家が安心して社債投資を行いうる環境の整備を通じ、社債市場の活性化を図るためには、社債発行企業の社債やローンのコベナンツ・債務の状況等の情報を把握することが重要との考え方にに基づき、開示の充実の必要性が指摘されている。

#### 2. 「コベナンツモデル（参考モデル）」の策定及び今後の対応

企業の資本・財務政策及び投資家のニーズに応じてコベナンツが柔軟・適切に設定されるよう、米国の事例等を参考に、別紙のとおり、社債の発行に当たって、企業、投資家及び証券会社の参考となるよう「コベナンツモデル（参考モデル）」を例示、取りまとめた。

##### 2-1 「コベナンツモデル（参考モデル）」の策定

###### (1) 社債コベナンツの分類

社債のコベナンツについて、その目的・内容により、① 一定の行為を規制する追加負担制限コベナンツ、② 定期的に財務指標を確認する財務維持コベナンツ、その

実効性を担保するための ③ 財務諸表等の報告を求めるレポーティング・コベナンツに分類するとともに、主なコベナンツの具体的な内容を例示する。

## (2) 社債コベナンツの柔軟・適切な設定

社債コベナンツの設定に当たっては、発行企業、投資家のニーズを踏まえ、実効性が高くかつ現実的な内容とすることが重要であり、成長企業や企業の信用状況等に応じてコベナンツが適切に組み合わせられ、設定されるよう、社債コベナンツの組合せ（参考モデル）を例示する。

## (3) 社債コベナンツ抵触時の対応

社債は、コベナンツに抵触した場合、直ちに期限の利益を喪失することが想定されやすいことから、米国の運用例を参考に、コベナンツ内容の変更などに対応できる一定の猶予期間の設定や、その具体的な対応（参考モデル）を例示する。

## 2-2 今後の対応

- (1) 日本証券業協会は、関係機関と連携を図り、本「コベナンツモデル（参考モデル）」の普及・利用促進に向け、発行体及び機関投資家へ働きかけを行う。
- (2) 社債コベナンツの実効性を確保し、コベナンツ抵触時の柔軟な対応を可能とするためには、「社債市場の活性化に関する懇談会第3部会」において検討が行われている社債管理のあり方及び社債権者への情報伝達等の市場インフラの整備が重要であることから、さらに連携を深め、必要な制度整備を進める。

## 3. コベナンツ等の情報開示について

### 3-1 検討状況及び主な意見・指摘

本部会では、引き続き、投資家が安心して社債投資を行いうる環境の整備を通じ、社債市場の活性化を図るため、必要なコベナンツ・債務の状況等の情報がどのように開示されるべきかについて、基本的な考え方の整理、開示方法・内容について検討が行われ、次のような意見、指摘があった。

#### (1) 開示全般、制度化

- ① コベナンツ等の開示は、社債発行企業の財務諸表等の信頼性を一層高めるため

の開示制度全般の枠組みのあり方の一環として検討すべきではないか。

- ② 社債が国内債務間同順位でない以上、社債投資家が劣後した状況を正確に把握するため、重要な銀行ローンのコベナンツ等は開示されるべきではないか。
- ③ 銀行ローンのコベナンツは抵触時の対応状況等によっては株価に影響を与うる重要な情報であるが、現状でも、有価証券報告書等において、投資家の判断に重要な影響を及ぼす事項として監査人の監査を受け法定開示の対象となっている。
- ④ コベナンツ等の開示により、企業は銀行間の情報の非対称性を利用して資金調達の柔軟性を確保することが困難になるのではないか。
- ⑤ 銀行ローンのコベナンツ等を開示したとしても、銀行が設定するコベナンツの設定目的や抵触時の対応などの意図は第三者には分からないため、コベナンツの内容のみの開示が有用な情報とは考えがたいのではないか。また、コベナンツの意図が分からないまま開示されると市場関係者の混乱を招き、企業の資金調達に悪影響をもたらす可能性もある。こうした企業金融に与える影響の大きさを見積もることはできず、制度化に伴うメリット・デメリットの定量的比較が困難である以上、開示のあり方は社債発行企業の自主性に委ねるべきであり、現時点では制度化は見送るべきではないか。
- ⑥ 開示の制度化に関する議論に先立ち、コベナンツ等が開示されれば格付がBやBBの社債投資を真剣に検討する投資家が存在するかどうかを確認する必要があるのではないか。

## (2) 開示対象企業

- ① 全上場企業を対象とすべきとの考え方もある一方、社債市場で資金調達を行っていない上場企業の割合が大半の状況において、開示の制度化を行った場合、開示に係る負担の増加や、対象企業に生じる経営リスクを回避するため、社債発行や上場そのものを敬遠する企業が出てくることも懸念され、社債市場・証券市場全体を委縮させることがあるのではないか。
- ② 信用リスクが相対的に大きい企業の場合には開示が必要ではないか。
- ③ 銀行ローンへの依存度の低い上場企業や社債発行を検討したことの無い企業（潜在的な格付がB、BB）に対して、開示によって潜在的な投資家が出てくることを示せるような形で、自主的な開示を促してはどうか。

### (3) 開示基準・方法

- ① 投資家が、社債と他の債務との関係を具体的に判断できる情報の継続的かつタイムリーな開示が必要ではないか。
- ② 「重要であるものを開示する」という原則主義的な考え方を基本とし、企業による判断の恣意性やバラツキを抑制する観点から、開示の必要性、開示方法・内容等に関する数値的ガイドラインを提示することとしてはどうか。
- ③ コベナントと直接の関係はなくとも、銀行による重要な資産の担保徴求や、非開示のコベナントによる期限前の支払い・返済の決定は、速やかに臨時報告書、プレスリリース等により開示されるべきではないか。

### 3-2 今後の対応

本部会では、引き続き、開示の制度化が企業金融に及ぼす影響等を踏まえ、開示情報の充実がもたらす社債市場の活性化と投資家保護の観点から、開示のあり方について具体的な検討を進め、本年6月末を目途に取りまとめを行う。

以 上