

「第1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22年8月27日（金）午後4時～5時35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

議事概要

1. コベンツの付与及び情報開示について（意見交換）

第1回会合ということで、コベンツの付与及び情報開示について、事務局から配付資料の説明後、次のとおり、自由な意見交換が行われた。

- ・ 社債を発行する企業の裾野の拡大は必要であり、第2部会（以下「本部会」という。）においては、どのようなコベンツが付与されれば、投資家が社債を買うのかといった着地点の検討が重要な検討テーマではないか。
- ・ 証券会社の立場から見て、現在、発行されている多くの社債は、コベンツが非常に簡素化されていると感じている。
- ・ 現在の我が国社債市場は、発行会社を市場に呼び込むべく、コベンツ自体が簡素化されており、そのコベンツに対応可能な投資家で構成されているが、一方で、投資家のニーズを反映した新たなコベンツを検討する動きも見られている。
- ・ 本部会においては、標準的なコベンツのモデルを作成し、発行会社の事情にあったコベンツを選択できるインフラを整備すべく、協力させていただきたい。
- ・ 社債の引受業務を行う証券会社の立場として、社債の発行会社の裾野拡大を実現したいとの思いを持ってこれまで取り組んできた。海外のマーケットのように、格付の低い企業でも社債によって資金調達ができるマーケットを目指すことが、我が国の資本市場の活性化に繋がるものと思う。
- ・ 我が国社債市場は、高格付主体から BBB 格前後の社債まで、ある程度、受け入れられるようになったが、社債市場への参加者（発行会社及び投資家）が偏っていたため、平成20年9月のリーマン・ブラザーズ証券破綻時には、金融市場の変動に耐えられなかったと思う。
- ・ 我が国において、低格付の社債が活発に発行できるようになるためには、投資家の意見を重視しながら、バランスのとれた議論を進めるべきであり、コベンツの付与及び情報開示

についても重要な論点である。しかしながら、現状の我が国社債市場において、コベナンツがほとんど付与されていない、若しくは、コベナンツの開示が行われていない状況にいたった理由としては、発行会社を社債市場に呼び込みやすくするために、一部の投資家の意向に反しつつも、その状況を受け入れる投資家を対象として社債市場を構築する必要があったためでもあると考えている。

- ・ 社債市場を利用したことがない低格付の企業は、社債を発行したいものの発行できないのか、それとも、そもそも社債市場に魅力がないのか、様々な事情があると思う。本部会においては、低格付の企業の意見も踏まえて、議論を行うことができれば良いと思う。
- ・ 既に社債発行を行っている市場参加者に対して、何らかの負担やコストの増加を求めた場合は、今後、市場参加者がさらに偏る可能性もあるため、本部会においては、そのようなことにならないように、柔軟な議論をお願いしたい。
- ・ 証券会社は、起債時のドキュメンテーションを担当しており、平成8年の社債適債基準及び財務制限条項の撤廃（以下「コベナンツの自由化」という。）の際は、どの程度、ドキュメンテーション業務が複雑になるのかと想像していたが、実際の自由化後の実務は、非常に定型的な業務となっている。
- ・ 資料「社債市場の活性化に向けて」（以下「懇談会報告書」という。）では、「担保提供制限条項は、社債間限定ではなく、他の債務・ローンを対象とする。」といった趣旨の提言があるが、今後、幅広い企業が社債市場を活用することになるのであれば、この提言は有意義であると言える。投資家の立場から見ても、担保提供制限条項が他の債務・ローンを対象とすれば歓迎であると思う。一方で、発行会社は、多くの企業が、社債市場から少し距離があるため、有事の際に、相対で銀行との間で、担保提供などを行った上で資金調達を行いたいと考えており、一旦、他の債務・ローンを対象とする担保提供制限条項が付与された社債を発行すれば、有事の際に、銀行からの資金調達が行いづらくなり、このような社債の発行に二の足を踏んでいるのではないかと想像する。
- ・ 懇談会報告書によれば、米国の事例を参考として議論を進めるとのことであるが、特に信用リスクが相対的に大きい企業は、間接金融に依存している状況であるため、本部会においては、今後、社債市場を活用したい企業の意見を聞きながら、議論を進めれば良いと考えている。

- ・ プレーンな普通社債に限って言えば、発行会社に重い負担を強いる発行要項はなかなか作りづらいうえ、現在の我が国社債市場では、例えば、低格付社債にあるコベナンツを付与したとしても、簡単には売れないという事情もあることから、現在に至るまでコベナンツについての深い議論があまり進んでいなかったと思う。
- ・ 本部会においては、コベナンツの多様化のために、様々な角度でバランスの良いコベナンツを検討していきたい。投資家保護の観点ももちろん重要だが、発行会社及び社債管理者である銀行にとって過度な負担となるコベナンツの仕組みでは、非常に良く考えられたコベナンツであったとしても、結局、社債市場において利用されないだろう。
- ・ 現在の我が国社債市場は、社債管理者が不設置で、コベナンツも付与されない財務代理人（FA：Fiscal Agent）設置債の発行が主流であるため、「コベナンツの付与及び情報開示」の検討に際しては、FA債に比べて負担を強いられることとなる発行会社も含め、市場参加者がそれぞれの立場で納得できる合理的なコベナンツとなるような議論を行いたい。
- ・ 「コベナンツの付与及び情報開示」の論点として、次の6つのポイントを挙げたい。
 - ① 我が国では、1930年代に「社債浄化運動」が起り、その後AAA格やAA格の社債が中心に発行されるマーケットが構築されたことから、これらの社債にはネガティブ・プレッジなどのコベナンツを付与すれば良かった。一方、米国で発行されているハイ・イールド債は、それほど難しいコベナンツが付与されているとは考えにくく、コベナンツの種類も100~200も存在するわけではない。したがって、我が国では、コベナンツについて、難しいものではないといった文化を育てなければならぬと感じている。
 - ② 「我が国にはハイ・イールド債マーケットが存在しない。」といった意見を聞くが、非投資適格銘柄債に投資するプレイヤーは存在している。しかしながら、そのプレイヤーは、証券会社ではなく、我が国のメガバンクや外資系投資銀行であり、毎日のように、発行会社との間で、コベナンツについてネゴシエーションを行っている。したがって、我が国には、非投資適格銘柄債に投資するプレイヤーは存在するものの、証券市場を活用していない状況である。
 - ③ 我が国では、発行会社に対する銀行の影響力が強いため、発行会社が銀行から融資を受けられなくなれば、多くのケースで、発行会社は、社債の発行を選択せざるを得ない状況があったのではないかと思う。また、発行会社は、銀行に十分に理解が得られないまま社債を発行すれば、「今後、銀行融資を受けられなくなる。」といった警戒心があったのではないか。その結果、投資家は、銀行が融資を渋るような企業の社債を買わされるといっ

たことがあったのではないか。これらの事象は、過去の歴史において、実際にあったのではないかと思う。

- ④ 我が国の流通市場には、時価評価の問題があると思う。我が国のハイ・イールド市場は、100%がローンで構成されているにもかかわらず、値洗いが行われていない。一方、海外では、ローンプライシング・コーポレーションによって、ハイ・イールド債を含めて、毎日、値洗いが行われている。したがって、我が国の投資家は、時価情報について、分かりやすい開示と非常に正確な開示を受け入れることができるのか、真摯な問題であると感じている。
- ⑤ 今後、ハイ・イールド債市場を育成するためには、インサイダー取引の問題があると思う。例えば、米国において、MBO (Management Buyout) や LBO (Leveraged Buyout) が行われる場合、債権者は、社債に付与されているコベナンツによって、インサイダーに近い情報を入手しやすい状況となる。当社の社内では、トレーディング・フロアを区分して、ローンのセールス部門とその他のセールス部門の間で情報交換できない仕組みを構築しているが、先般、日本ではある銀行において、当該業務にかかわる行員がインサイダー取引により逮捕される事例があったため、この問題は重要であると考えます。
- ⑥ 米国のハイ・イールド債市場では、生命保険会社や年金、機関投資家、ファンドなど様々なプレイヤーが参加しているが、一方で我が国のハイ・イールド市場では、100%がローンで構成されているため、メガバンクや外資系投資銀行は参加できるものの、体制が整わない等の理由で地方銀行などはローン案件でも参加できていない。今後、我が国では、非常に限られた投資家ではなく、様々な投資家がハイ・イールド市場に参加できるようになれば良いと思う。そのためには、今後、本部会において、ファンド、メガバンク及び外資系投資銀行を参考人として招き、意見交換を行ってみたい。

- ・ 発行会社の立場からのコメントとなるが、社債のコベナンツに関しては、銀行ローンとの比較等を踏まえた課題整理や議論が必要であろうと考える。我が国の資金調達環境において、銀行と発行会社の距離感、つまり、仮にローンであれば、発行会社と銀行との間で、相対による条件変更への対応等、柔軟性がある一方、社債にこうした柔軟性を求めることは難しい。本部会の議論では、こうした相対感や資金調達の実態を踏まえた柔軟な対応が求められるのではないかと。
- ・ ローンのコベナンツの開示は、現時点において不足しているとの指摘がある。本部会においては、どのようにその開示内容を充実させるのかについて、前向きな議論を行いたい。

- ・ 発行会社では、融資に際して銀行との間で様々な条件設定を行っている。相対のやりとりについては柔軟である一方、その条件の開示はある程度の制約があるものとも思われるが、そうした実態も踏まえつつ、どのように社債との関係で良い結論を導くのか、議論を行わせていただきたい。
- ・ 発行会社で資金調達を行っている立場から、間接金融と比べた直接金融のあるべき姿についてどう考えるかという見方で、議論に参加させていただきたい。
- ・ 社債の発行市場の活性化のために低格付社債市場整備が重要であることは十分理解しているが、投資家にとっては、Frequent Issuer の数・量の増加により社債による運用機会が増えることも重要であると思っている。従って、低格付の発行会社に限らず、すべての発行会社にとって発行しやすい社債発行環境を整えることで、社債を安定的に発行できるようになることが望ましい。
- ・ 米国ベースの開示は最近特に複雑さを増しており、開示の手間だけでなく投資家のためにもこれで良いのかと考えることがある。発行会社の立場から、適切な開示のあり方についても、議論に参加させていただきたい。
- ・ 我が国の一部企業は、海外で活動するためにドル等の外貨調達が必要であり、最近では海外市場で社債を発行しているケースが散見される。発行会社にとって我が国社債市場の使い勝手が悪くなれば、将来的には使い勝手の良い市場を選択する動きが起こる可能性は否定できない。投資家がリスクを適切に理解できるように環境を整えることは当然重要であるが、本部会においては、発行会社として使い勝手の良い社債市場の仕組みについても議論願いたい。
- ・ 「コバナンツの付与及び情報開示」は、投資家（社債権者）の立場として、実際にローンに対する社債の劣後性を意識せざるを得ない場面があることから、社債権者の地位を確固たるものとするためには、この議論が不可欠であり、今後、活発な議論を行っていきたい。
- ・ 従来、多くの投資家は、「発行会社の信用力」に投資判断が依存していると思われるが、この状況は改善されるべきと考えており、今後、例えば、コバナンツ等を勘案した「銘柄の信用力又は案件の信用力」といった観点で、投資判断をできないかと考えている。
- ・ 社債市場を活性化するためには、信用リスクが相対的に大きい企業を社債市場に呼び込むことがポイントであり、「コバナンツの付与及び情報開示」の議論は重要であると思う。

- ・ 投資家の立場としては、我が国において、BBB 格以上の社債の発行が主体であるため、非常にタイトなマーケットであると感じている。今後の社債の発行量や発行企業の裾野を拡大するために、「コベナンツの付与及び情報開示」について議論を行うことは、非常に重要であると思う。
- ・ 多様なコベナンツが柔軟に付与されることは必要であると思うが、一方で、必要以上に厳しいコベナンツの付与は、社債発行の機動性を妨げるのではないかと思う。投資家の立場では、必要以上に複雑なコベナンツが付与されても非常に困るため、コベナンツの付与の議論に際してはバランスが重要ではないかと思う。
- ・ 間接金融と直接金融の各々の業務経験のあるクレジットアナリストの立場から見て、間接金融と直接金融との間において、コベナンツに関する情報格差が相当大きいと感じている。
- ・ 当社で、ある BBB 格の企業に対して、「シンジケートローンを含めてローンのコベナンツ情報を教えて欲しい。」と質問したところ、「ローンのコベナンツ情報は相対取引であるため、銀行から、その情報を開示しないよう要請されている。」旨の回答があった。今後、ローンのコベナンツ情報が明らかにされないのであれば、我が国社債市場は発展しないのではないかと感じている
- ・ 投資家の立場から、ハイ・イールド債を含む低格付社債に対して積極的に投資を行うためには、最終受益者に対する受託者責任を果たすべく、今後、コベナンツに関する情報開示の拡充は必須条件である。
- ・ 本部会では、柔軟かつ多様なコベナンツを付与すること、担保提供制限（ネガティブ・プレッジ）の対象にローンを含むこと、ローンのコベナンツの情報を開示しておくことなどが非常に大きな論点であると思う。
- ・ 米国では、社債が資金調達を中心となっており、特に、大企業や中堅以上の企業であれば、そもそも、銀行融資が行われていない状況である。一方、我が国では、銀行融資の存在を前提としてコベナンツの議論を行うことから、米国を参考にしつつ、より深い議論が必要になるのではないかと感じている。
- ・ 社債権者を保護する仕組みを整備するためには、投資家の声を重視すべきである。本部会の議論を進めるうえでは、投資家の声が大変参考になるのではないかと思う。
- ・ 平成 8 年のコベナンツの自由化以降、その撤廃に対して何らかの対応を行わなければ危険であると再三にわたって提言してきた。「コベナンツの付与及び情報開示」は、その議論を

進めることが難しく、大変な内容であると感じているが、本部会は、投資家、発行会社、証券会社及び銀行などの様々な立場の委員で構成されており、今後、この議論が大きく進展することを期待している。

- ・ コベンナツの自由化以降、結果としてコベンナツを付与しなくて良い、又は、本当に最低限のコベンナツのみ付与すれば良いといった社債の発行形態に疑問を感じている。基本的には、各々の発行会社によって、自由な内容のコベンナツが付与されるべきである。しかしながら、自由にコベンナツを付与することが大変であるため、我が国社債市場の活性化には、次善の策として懇談会報告書にある「標準的なコベンナツのモデル」を検討しておけば、今後、様々なコベンナツが付与されるようになるのではないかと考える。
- ・ 「標準的なコベンナツのモデル」を作成及び例示は、投資家及び発行会社を呼び込むべく、低格付社債を中心とした社債市場の活性化を目的とすべきである。
- ・ 基本的に、投資家とは買わない理由を作ることを好む傾向にある。今後、投資家を買わない理由をなくしていくためには、「コベンナツの付与及び情報開示」や第3部会の検討テーマ「社債管理者のあり方等」の議論を深めなければならない。
- ・ 「コベンナツの付与」と同様に「コベンナツ等の情報開示」の議論は、極めて大きなテーマであり、典型的には、社債間限定同順位特約の問題がある。すなわち、社債がローンに対して劣位する可能性がある状態に置かれていることである。
- ・ 例えば、一般的な投資において、劣後債を買うときにシニア債の残存がどの程度であるのかが投資判断の条件となるが、シニア債の残存を確認する前に、本来であれば、ローンの内容を全部把握できなければ、適切な投資判断を行うことができない。ローンに優先的なコベンナツが付与されていて、社債が劣位する可能性がある場合、社債の投資家からすれば、ローンに劣位したまま社債に投資することとなり、このようなケースは十分に発生する可能性があり、実例としては、平成20年、ある不動産会社において発生した。
- ・ デフォルトに影響のあるコベンナツが付与されている社債の場合は、その社債を発行する会社に対して、コベンナツの開示をお願いせざるを得ないと感じている。投資家を買わない理由をなくしていくためには、様々な観点で、各委員の協力をお願いしたい。
- ・ 昨年、社債市場の活性化に向けた課題について発表した際に、10年前に議論された課題がほとんどそのまま積み残されており何ら進歩をしていないのではないかと指摘を受けた。もしも、今回、「社債市場の活性化に関する懇談会」で議論が行われた検討課題が実現されなかった場合、改めて、10年後に同じような議論を行ったとしても、その時には中国

などのアジアの社債市場が台頭しており、我が国社債市場は、見向きもされなくなる可能性があるのではないか。したがって、今回の議論は、社債市場活性化に向けたラストチャンスではないかと思う。

- ・ 社債市場を活性化するためには、投資家、発行会社その他の市場参加者が参加しやすいようバランスを考えて議論しなければならないと思う。また、政府の「新成長戦略（平成 22 年 6 月 18 日閣議決定）」によれば、「プロ向け社債発行・流通市場の整備」が掲げられているが、プロ向け社債市場の整備も有効だとは思いますが、それに限定することなく、リテールを始め、プロ以外の投資家も対象としたマーケットを育てていく必要があると思う。我が国社債市場は、ハイ・イールド債に限らず、格付の高い企業においても、社債の発行が少ない実情であるため、発行企業も万遍なく拡大できればと考えている。
- ・ 情報開示に関しては他の債務・ローンに保全面で劣後する社債は、その発行会社の信用力に関わらず、ローン等に付与されているコベンツ等も含めて、投資家が社債の劣後状況を判断できるような情報開示を行うべきであると考えます。また、社債へのコベンツの付与についても、信用力のある企業の場合は、平時においては必要性が低いかもしれないが、昨今の市場のストレス時において果たして必要性が低いと言えるのか、検討すべきと考える。
- ・ 社債管理者は、コベンツの内容に応じて、どのような役割を果たすべきであるのか。また、コベンツの有無やコベンツの情報開示は、どのようにプライシングに反映させるべきであるのかといったことも、他の部会の議論と併せて議論できればと考えている。
- ・ ストラクチャーズ・ファイナンス分野は、非常にコベンツと深い関係にあり、例えば、あるローンがコベンツに抵触した際、投資した資金が優先的に戻ってくるのかといった観点で評価を行っている場合がある。どんなコベンツが有能に機能し、社債の発行会社が倒産する前に、投資家に対して投資資金が戻ってくるのかといった観点で多少なりとも発言できればと考えている。
- ・ 一方、事業会社の分野は、コベンツに該当することが即事業会社の破綻につながらないかという視点で評価を行っている場合がある。その際、コベンツ付ローンが、必ずしも、その企業の社債や一般的なローンとの競合関係が明らかにされない場合があることから、その社債を投資する者にとっては不利になってしまうケースがある。「コベンツ等の情報開示」の議論では、ローンや社債について、有価証券報告書の注記において、財務上の特約が事前に十分情報開示されているとは言えないという議論があった。必ずしも事前に十分行われているとは限らないため、社債権者にとっては、十分な情報レベルといえるか疑問である。

発行会社から社債権者へ、事前に適切なコベナント情報の開示を行えば、社債権者にとっては安心であり、多くの投資家が社債市場に参加できるのではないかと思うので、その観点で発言できればと考えている。

- ・ 公認会計士は、会計監査において、監査対象企業やその取引先等のコベナント情報を把握する。懇談会報告書によれば、コベナントを開示している企業が少ないとのことであるため、本部会においては、社債市場の活性化に向けて、適切なコベナントの開示に向けた議論に参加させていただきたい。
- ・ 以前の我が国社債市場では、担保を設定して社債を発行する、いわゆる担保主義であったが、次第に、担保が設定されなくなり、社債管理者設置債も減少し、FA 債の発行が主流となったところで、リーマン・ブラザーズ証券破綻による金融危機が起こったために、投資家が信用リスクに敏感になったことから、我が国社債市場では、優良で信用力の高い会社以外、社債を発行することが難しい状況が生じている。
- ・ また、一方、我が国において社債に付与されるコベナントは、相当緩やかで、単純化され、画一化されているので、その面からも、市場は、そのようなコベナントに相応しい企業でなければ社債が発行できないという硬直した状態に陥っているように見受けられる。
- ・ したがって、発行会社の信用力を反映した多様なコベナントを社債に付すことが可能になり、また、それに関する情報が開示されることによって、投資家の不安が除去され、多くの会社が我が国社債市場を活用して起債できるようになるのであれば、それは、企業の資金調達の多様化という観点から望ましいことであると思う。したがって、本部会の趣旨には賛同している。
- ・ しかし、信用力の異なる発行会社による起債を可能にするためには、コベナントの多様化とその開示以前に、起債ごとに発行会社の信用力を反映した適正なプライシングを行い得る市場であることが必要である。
- ・ また、ローンと社債では、借り手企業のマインドが随分異なっている。つまり、借り手企業は、ローンの場合、厳しい条件であっても、「有事の際は、銀行と話し合えば良い。」と考えて受け容れる傾向がある。銀行は、一般に、自行が率先して融資先のデフォルトを宣言することについて非常に躊躇するので、デフォルト宣言を回避するために、何らかの融資先救済策を講じてくれることが多いからである。他方、公募社債の場合、不特定多数の投資家に対して社債を販売するので、コベナントの内容を緩和するなどの対策を講じることが困難

である。

- ・ 「社債とローンのコベナンツの内容が近づけば、社債の発行量が増えるのではないか。」といった意見があるが、上述のようなローンと社債のギャップをどのように埋めれば良いのか、また、複雑なコベナンツを導入した場合に、投資家にどのようにして理解してもらうのかなど、幾多の難しい課題がある。
- ・ 懇談会報告書では、低格付社債市場の整備を視野に入れたコベナンツのあり方がテーマとなっており、具体的には、「企業の資本・財務政策及び投資家のニーズに基づき多用なコベナンツが必要に応じて柔軟に付与され、社債の発行条件等に適切に反映される環境整備が必要である。」とある。
- ・ 今後の大きな検討課題の一つとして、コベナンツが柔軟に付与される場合、それが社債の発行条件や流通価格に適切に反映されるのかという問題があり、もしこれが社債の発行条件等に適切に反映されない、若しくは、その反映の仕方に限界があるとするのであれば、ある程度の標準的なコベナンツのモデルが必要ということになってくると思う。この検討課題は、コベナンツの柔軟な（すなわち必ずしも標準的でない）付与がなされる場合に、これを適切に開示することができるかという問題と、仮に適切な開示がなされたとしてもマーケットにその開示を速やかに理解・消化する能力があるかという問題とにかかわるところであり、日本におけるマーケットの実情なども踏まえて検討する必要がある。場合によっては、米国のコベナンツのあり方と異なる議論を行わなければならないかもしれない。
- ・ 現在米国では、開示のあり方について2つのポイントがあり、1つは、要点を短時間に把握できる分かりやすい開示であることであり、いわゆる「プレーン・イングリッシュ」と呼ばれている。もう1つは、コベナンツの意味が実際に問題になるときのことを念頭に極めて正確な開示、すなわちコベナンツの条項それ自体又はそれに近い内容を伝える開示が求められている。
- ・ 従来、米国では、このうちの分かりやすい開示のほうに重点が置かれていたきらいがあったが、米国の投資家のなかからは、極めて正確な開示を求めるようになってきている状況である。コベナンツの開示のあり方を検討するにあたっては、分かりやすい開示と非常に正確な開示について、各々のバランスをどのように考えていくかが一つのテーマであると思う。
- ・ 現在発行されている多くの社債は、無担保でシンプルなコベナンツが付与されているが、社債管理者としては、コベナンツの管理が大変であるが、そのような社債で良いといった考

え方は持っていない。

- ・ 社債管理者である銀行は、国内社債のコベナンツ管理を行っているが、我が国では、従前から、担保に対する関心が相当強いと感じている。
- ・ 社債には、多様なコベナンツが付与されているものの、何を求めているのか明確にする必要があるのではないかと感じる。現在、社債に付与されているコベナンツは、担保を設定するためのいわゆるトリガーとしては、ある意味、限界ではないかと感じている。
- ・ コベナンツに抵触したときは、どのように社債権者に対して、その事象を有効に活用できるのか。例えば、繰上償還を行うことも一つの手段であると思う。
- ・ 本部会では、今後、コベナンツに抵触したときにどのように社債権者に対して有効に活用できるのか議論を行わせていただきたい。その活用にあたって、実際に社債管理者として何が対応できるのか。若しくは、社債管理者が管理する必要のないコベナンツを付与できるのかどうか。これらの点について、議論を深めていきたい。
- ・ 社債管理者である銀行としては、コベナンツに抵触した際に、いわゆる出口の問題があると考えており、今後、コベナンツが多様化されれば、いわゆる出口をどうするかについても同時に議論することが重要であると考えている。
- ・ 現在、シンジケートローンはもちろん、通常の銀行借入れでも、コベナンツが設定されるケースが非常に多くなっている。コベナンツに抵触した場合、シンジケートローンや銀行借入れでは、相対による借入人との交渉により条件変更を行うことが可能であるが、社債においては、社債権者集会を開催し、社債権者の意向を集約しなければ条件変更を行うことができず、また社債権者集会を召集しても成立せず流会となるリスクもあり、非常に高いハードルとなっている。この違いがローンと社債では極めて大きい。
- ・ コベナンツの多様化を検討する際は、シンジケートローンや銀行借入れのようにコベナンツ抵触時に条件変更が行いやすい仕組みを同時に考えておかなければ、発行体不在の議論となり、コベナンツの多様化はその実効性を有さなくなるのではないかと懸念する。
- ・ 「コベナンツを誰が管理するのか。」「社債管理者は誰が行うことが適切なのか。」といった問題も検討する必要があると思う。この問題は第3部会の検討テーマであるが、平成5年の商法改正時に社債管理会社制度が導入された際、メインバンクが社債管理会社に就任することを前提とする議論があったと記憶している。
- ・ 社債管理者であるメインバンクは、融資先である発行体に対してプロパーの貸出債権を有

していることから、そもそも抵触する可能性があるようなコベナンツを社債に設定してほしいとは思っていない。そのように考えるメインバンクが社債管理者に就任することを前提とする現状の市場慣行は、そもそも見直す必要があるのかもしれない。コベナンツを誰が管理するかについては、第3部会と連携を取りながら、議論ができれば良いと考えている。

- ・ 社債市場を活性化するためには、現在、社債を発行していない企業を市場に参加させる必要があることから、間接金融を主体として資金調達を行っている企業の視点を本部会の議論に加えなければならないと思う。間接金融と比べて直接金融の市場に魅力がなければ、投資家、証券会社及び社債管理者が議論を尽くしたとしても、社債によって資金調達する企業が現れず、社債市場は活性化しないと思う。
- ・ 懇談会報告書を踏まえれば、① コベナンツの多様化・柔軟化、② 社債とその他債務とのパリパス、③ コベナンツの情報開示といった3つの論点があると思う。本部会においては、3つの論点が相互に関連しているものの、性質の異なるところもあるため、各々の論点を明確に区分して、議論を進めることが重要であると思う。
- ・ 「コベナンツの多様化・柔軟化」に関し、現在、我が国で発行されている社債が無担保であり、かつ非常に簡素なコベナンツが付与されていることから、極端に言えば、投資家は、格付をメインの投資材料として投資していると思う。この現状は、発行会社及び投資家にとって良い面もあると思うが、コベナンツの多様化を踏まえれば、実際にどのようなコベナンツを求めれば良いのか。
- ・ コベナンツが自由化される前は、財務コベナンツの付与が主流であったが、そのようなコベナンツに限らず、様々なコベナンツを付与しても良いのではないか。例えば、海外のハイ・イールド債市場を参考として、我が国社債市場に適合したコベナンツを探ることは、重要なのではないか。
- ・ 有効なコベナンツを探ったうえで、コベナンツの実効性を担保する方策を検討することが重要である。現在我が国で発行されている社債は、非常に簡素なコベナンツが付与されるとともに、実効性確保の方策も非常に簡素である。つまり、コベナンツに抵触した場合は、直ちに社債がデフォルトするという非常に厳しい条件を付け、発行会社にコベナンツの遵守を促している。ただし、社債が簡単にデフォルトすれば、投資家にとってマイナスとなるため、社債には、担保付に切り替えてデフォルトを免れるウェバー条項が付されているケースが標準的なパターンである。
- ・ コベナンツの付与の実務は、最近十数年において変化がないが、「コベナンツの多様化・

柔軟化」を検討する際は、コベナントの実効性を担保する枠組みについて、従来又は従来の延長線上で検討すべきではない。まずは、どのようなコベナントが有効であるのかといった議論から始め、その議論の上で、コベナントの実効性を担保するためにはどのようにすれば良いのか、議論を深めていく必要があると思う。

- ・ 「社債とその他債務とのパリパス」は、究極的に言えば、社債がデフォルトした際の担保の確保の問題である。勿論、担保による保全の意義は認められようが、我が国社債市場は、無担保社債の発行を前提として実務が行われており、低格付社債市場の整備を考えれば、担保として提供できる資産の少ない発行会社を想定しなければならないと思う。したがって、この論点は、社債とその他債務とのパリパスを広げたとしても解決されないだろう。むしろ、社債とその他債務とのパリパスは狭いものの、例えば、「このようなコベナントが付与されているから保全できる。」といったことを検討する必要があるのではないか。
- ・ 「コベナントの情報開示」については、投資家の利益だけでなく、発行会社がコベナントの情報開示を充実するための負担についても議論を要する。また、担保は様々な場面で利用されていることから、投資家にとっても、その開示によって常に利益を得られるとは限らないという面もあろう。いずれにせよ、市場関係者への影響や負担等を十分に考慮しなければならないと思う。
- ・ 「コベナントの付与及び情報開示」に関する議論のみを行っても、低格付社債市場の活性化は図れないと思う。本部会においては、第3部会の検討テーマ「社債管理者のあり方等」を含め、その他の部会の議論と情報共有を図りながら、総合的に検討を進めなければならないと思う。
- ・ コベナント情報の開示は、我が国社債市場に新しい発行会社や投資家を呼び込むうえで、非常に重要な要素であると考えられる。
- ・ 本部会においては、「コベナントの付与及び情報開示」について、取引所の立場としてどのような貢献ができるのかはよくわからないが、今後検討していきたい。
- ・ プロ向け社債市場の創設を検討している取引所としては、どのような仕組みを構築すれば、現行の公募債市場と私募債市場との間で補完関係を構築できるのか、又は、使い勝手の良い市場が構築できるのか、本部会において、各委員から意見を聞いてみたい。
- ・ 低格付社債市場が整備されれば、発行会社及び投資家にとって、新たな資金調達・運用の機会が生じるため、行政の立場としては、本部会の議論について、大変興味深く期待を持つ

ており、協力できることがあれば、お手伝いさせていただきたい。

- ・ 本日いただいた意見は、事務局において整理したうえで、次回以降、さらに議論を深めて参りたい。
- ・ 各委員からの意見を聞けば、「コベナントの付与及び情報開示」に関する検討は難問であると感じたが、社債市場の活性化は大きな目標であり、本部会では、各委員から実務や実例の紹介等を受けながら、活発な議論・意見交換を行って参りたい。

2. 次回会合

- ・ 第2回会合を10月15日（金）に開催する。

（配付資料）

- ・ 社債市場の活性化に向けて（平成22年6月22日）
- ・ 社債市場の活性化に関する海外調査報告（平成22年4月6日）

※ 配布資料は報告書「社債市場の活性化に向けて」に掲載しております。

以 上