

第3回会合資料

「社債投資とコベナンツ等について」

2010年11月5日

〈目次〉

I. プレゼンテーションの前提	P. 1
II. 社債投資の考え方	P. 2
III. 社債投資やコベナンツ等に関するターニング・ポイント	P. 3
IV. 担保の設定状況・コベナンツの付与状況(日証協調べ)	P. 4
V. コベナンツ等から見た社債市場の問題	P. 5
VI. 提言〔結論〕	P. 8
【ご参考】社債市場の活性化に関する弊社内での議論(2010/1)	P.11

野村アセットマネジメント
クレジット調査部 越澤

この資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。また、この資料は情報の提供のみを目的としたものであり、いかなる証券の勧誘も意図するものではありません。ここに示された意見などは、当資料の作成者の見解を述べたものであり、事前の連絡無しに変更されることもあります。ご利用に際しては、お客様自身のご判断でなさるようお願いいたします。

今回の本質的なテーマ:『どのようなコベナント等があれば投資家は低格付債にも投資できるか』

プレゼンテーションの前提

✓コベナントの柔軟な付与及び情報開示の拡充だけで低格付債への投資や社債市場の活性化が図れるとは考えていない。

我が国の社債市場は、様々な問題が複合的に絡み合っており、その活性化が阻害されていると考えている。→後掲の【ご参考】
例えば、リスクプレミアムが薄いことや流動性が低いこと等。

✓今回のテーマは社債権者の利益を守る仕組みとして第3部会で議論されている「社債管理のあり方」等と密接に結び付いているため、プレゼンテーションの内容がそれらにも立ち入ることをお許しいただきたい。

✓我が国においてリスクマネーの供給は、銀行等ローン提供者だけではなく、社債投資家もその一翼を担う。

✓本プレゼンテーションはすべて個人的見解に基づくものである。

(1) 社債投資における最大のテーマ

発行体の信用力分析や銘柄のバリュエーション等に基づいたポートフォリオ構築による最大パフォーマンスの追及

(2) 社債投資における最大のリスク

いかに精緻な分析をしても見抜くことが困難な「予期せぬイベントリスク」の発生

(3) 「予期せぬイベントリスク」とは...

発行体の純粋な事業活動の中における段階的なクレジット・ファンダメンタルズの悪化(やそれに伴う格付のBBB格未満への引き下げ)等ではない。

一般的には以下のようなリスク。

粉飾決算の発覚や事業再生ADR手続の申請、大型のM&A・LBOによる信用力の急変、突然の大幅な格下げ等。

コベナンツ等に関するところでは以下のようなリスク。

▶ローンにおけるコベナンツの抵触に伴う突然のデフォルトで社債権者だけが逃げ遅れるリスク。

▶デフォルトの直前におけるローン債権者の担保取得で社債の回収率が想定を大幅に下回るリスク。

⇒社債市場、とりわけ、低格付債への投資を活性化するためには上記のような「予期せぬイベントリスク」の低減が必要。

(1) 適債基準の撤廃・コベナンツの自由化(1996年)

◆1996年に適債基準が撤廃され、コベナンツも自由化されたが、それに伴い、FA(社債管理者不設置)債が主流となり、コベナンツの柔軟な付与も見られなくなった。

→投資家の自己責任という名目の下で発行コストや手数料を重視する発行体や証券会社による社債投資家に不利な変化

◆一方、ローンでは、2000年代に入り、シンジケートローンやコミットメントラインの伸張とともにコベナンツが柔軟に付与されるようになった。

→新しいローン形態の拡大に伴う保全面でのローン債権者に有利な変化

◆しかしながら、社債投資家がこれを十分に把握することはできず、水面下でローンのコベナンツがトリガーにヒットすれば、社債投資家の知らないところでローン債権者による保全措置が強化されたり、最悪の場合はクロス・デフォルト条項により社債にもデフォルトが及ぶ可能性を孕むようになった。

⇒社債投資家は十分な保全措置を講じるのが難しくなり、社債とローンにおける情報格差・条件格差が拡大している。コベナンツは社債においてその存在意義でもある投資家保護の役割を果たせなくなっているのではないか。

(2) 日本版ビッグバン(1997年)

◆1997年にFree、Fair、Globalの3原則を合言葉に金融システム改革、いわゆる、日本版ビッグバンがスタートした。

Free: 市場原理が働く自由な市場に ~ 参入・商品・価格等の自由化

Fair: 透明で信頼できる市場に ~ ルールの明確化・透明化、投資家保護

Global: 国際的で時代を先取りする市場に ~ グローバル化に対応した法制度、会計制度、監督制度の整備

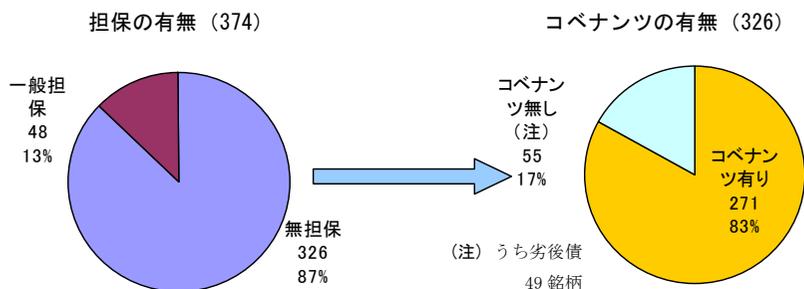
◆金融市場においていずれも一定の進展は認められるが、社債市場における最大の問題はFairが欠けていること。

⇒先進国の資本市場で(1)のような「後出しジャンケン」がまかり通るのは日本の社債市場だけではないか。

IV. 担保の設定状況・コベンツの付与状況(日証協調べ)

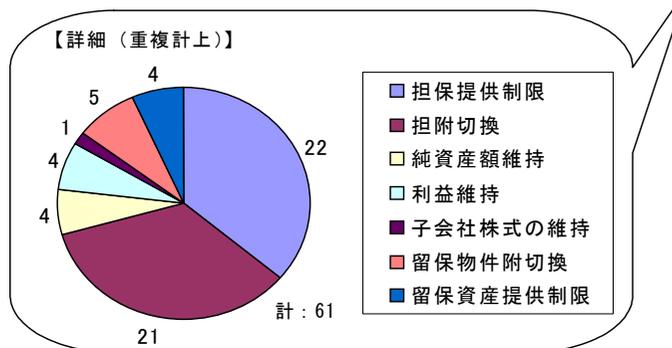
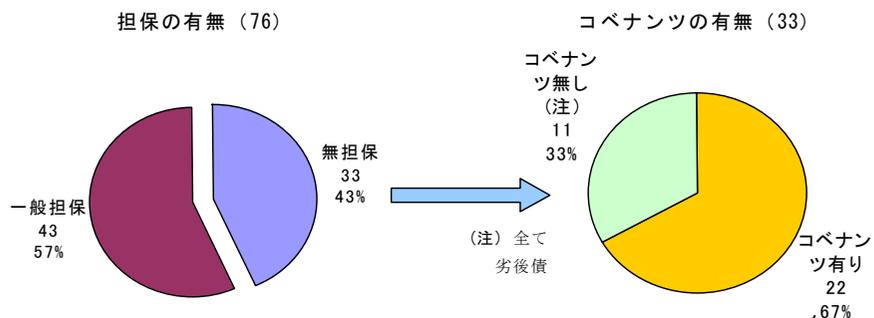
日本証券業協会の調べによる、2009年に発行された社債(374銘柄)の担保及びコベンツの状況は、以下の通り。

1. 社債(374銘柄)の担保及びコベンツの状況

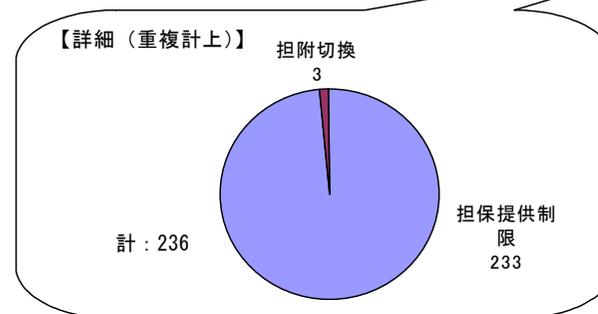
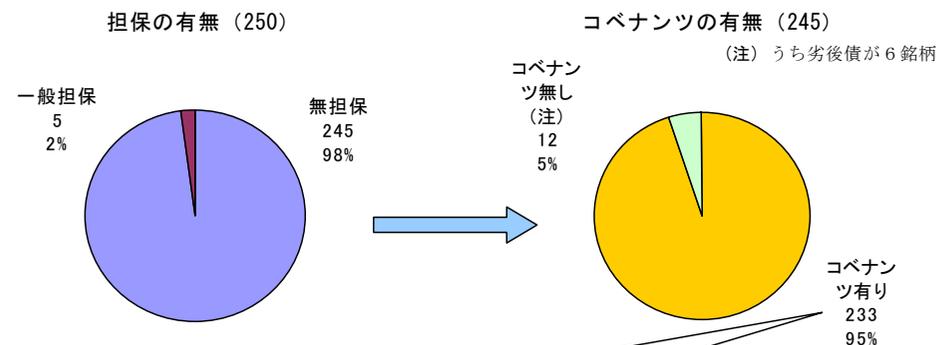


※ 1. 対象債券は発行日が2009年1月1日から12月31日の国内公募普通社債(電力債、銀行社債等を含む)。
2. 各社債の募集要項に基づき作成。

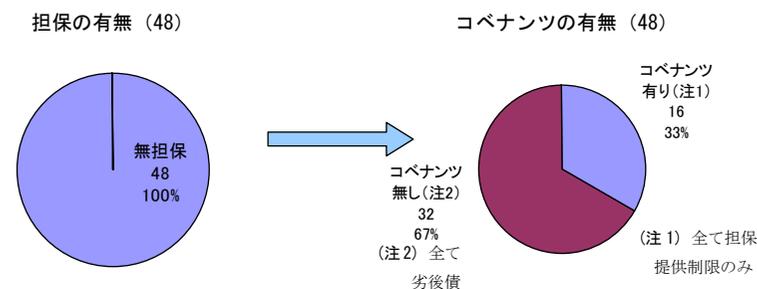
2. 社債管理者設置債(76銘柄)の担保及びコベンツの状況



3. FA債・社債事務取扱者設置債(250銘柄)の担保及びコベンツの状況



4. 不設置債(48銘柄; 全て銀行社債)の担保及びコベンツの状況



(1) ディスクロースの問題

- ◆ローンに付与されるコベンツは、ディスクロースが極めて不十分で、開示内容のバラつきも大きい。
- ◆社債、ローンとも信用リスクをベースに資金の効率的な融通を行なっているが、我が国では銀行を中心とする間接金融の圧倒的なプレゼンス等を背景に社債投資家が軽んじられていると感じるケースは散見される。
 - BBB格の発行体を訪問取材し、シンジケートを含むローンのコベンツについてディスクロースを要求。
 - 「相対取引で、銀行からも開示しないよう要請されているので、ディスクロースはできない。」
 - 「コベンツに抵触する可能性が低いので、開示しなくても問題はない。」
- ◆銀行等のローン提供者はメインバンク機能や経営改善支援機能等からインサイダーに近い立場で公表されていない情報も取得可能であるが、社債投資家は基本的に公表情報のみに限られる。

これは止むを得ない面もあるが、少なくともローンに付与されるコベンツは投資判断の根幹に関わる重要な情報として公表されなければならないのではないか。

→低格付債については、コベンツの確認が投資判断の重要なファクターとなるが、現状では、そのディスクロースの悪さにより、安心して投資できない。
社債のデフォルトに直結する可能性がある「期限の利益喪失事由」が社債投資家に知らされていないのは大問題。

⇒債権者の立場となるすべての投資家がコベンツ等に関する重要な情報を平等に把握できるようにするため、米国の10-Kや8-Kのように、制度として社債やローンの契約毎に充実したディスクロースが求められる。

(2) パリパスの問題

- ◆社債はFA(社債管理者不設置)債が主流で、そのコベンツも社債間限定同順位の担保提供制限条項が大半を占め、償還までの途上で新たなコベンツの付与も含めた保全措置を講じるのが難しく、ローンに対する劣後性を抱えている。
- ◆2008年にデフォルトしたスルガコーポレーションやゼファー、アーバンコーポレイションの社債は、いずれも担保提供制限条項が付いていたものの、社債間限定にとどまっていた。そのため、デフォルト直前に社債投資家の知らないところでローン債権者による担保取得が行なわれ、社債の回収率は想定以上に低いものとなった。古くは2001年にデフォルトしたマイカルの社債も同様の事例である。
- ◆欧米では、社債とローンはシニアクラスであればパリパスになっているのが一般的であり、社債の回収率は35~40%程度(Moody's)ある。これに対して、我が国の社債は、ローンとのパリパスが確保されておらず、デフォルトすれば回収率が10%程度とほぼ紙クズになってしまう。

→**低格付債への投資にあたっては、回収率を十分に検討しながら、バリュエーション(評価)を行なうので、社債とローンの債権者間における平等性が確保されていなければならない。**

我が国の社債だけローンとのパリパスが確保されていないのは問題ではないか(海外投資家も呼び込めない)。

⇒**社債の担保提供制限条項は、社債間限定ではなく、ローンも含めた債務を対象とするよう改め、制度として社債がローンに劣後しないよう見直されなければならない。**

担保提供制限条項:「社債間限定同順位」→「債務間同順位」※

※ 1996年のコベンツ自由化までは「国内債務間同順位」。

(3) 投資家の問題

投資家が反省しなければならない面も少なくない。

①モノ言う投資家の不在

社債のローンに対する劣後性は所与の条件として諦めてしまっている投資家が多い。

(例) 2009/12に発行された平和不動産の第10回無担保普通社債(R&I:BBB、JCR:BBB+)は、りそな銀行が社債管理者となり、担附切替条項や純資産維持条項も付与された。

⇒ 低格付債の発行において社債権者の利益を守るための動きの第一歩と評価していた。

→ しかしながら、今年に入ってからタイナ需給環境等からこのような動きも見られなくなり、喉元過ぎればなんとやらという状況である。

②バリュエーション能力の不足

社債にコベンツが柔軟に付与されたとしても、それを適切にバリュエーション(評価)することができる投資家は少ない。

(例) 2010/7に発行されたサッポロホールディングスの第24回期限前償還条項付無担保社債(JCR:BBB+)は、チェンジオブコントロール条項(CoC)が付与されたものの、ローンチ・スプレッドはL+30bpとなり、プライシングにCoCというコベンツ付与による有意な差異は認めにくい。

→ 投資家は、投資ガイドラインの制約等から格付への関心は非常に高いが、コベンツへの関心はそれほどでもない。発行体は、コベンツを付与してもプライシングに反映されなければ、発行や付与のモチベーションが低下してしまう。

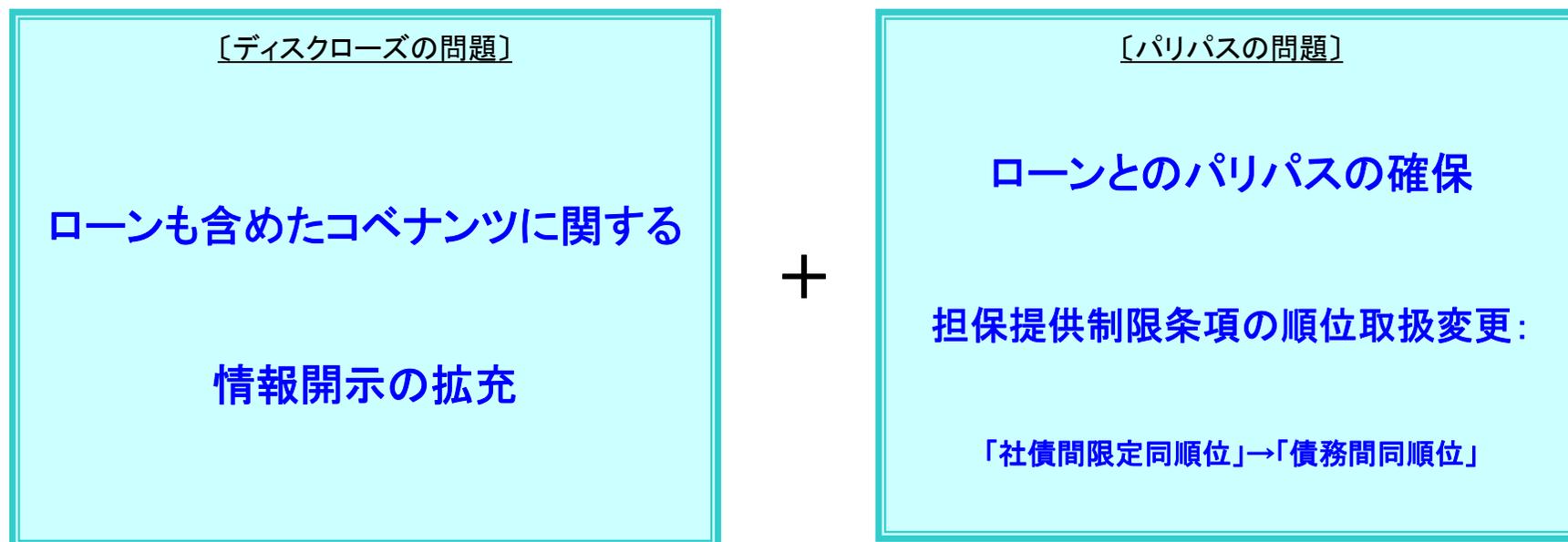
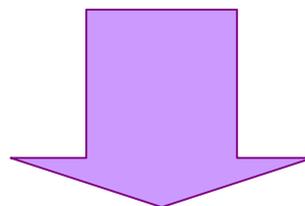
⇒ 投資家は、投資の自己責任原則を貫き、顧客へのアカウントビリティ等受託者責任を全うするため、社債権者の利益を守るための保全措置・モニタリングツールとしてコベンツ等の重要性を十分に認識し、不断のレベルアップを図らなければならない。

(1) 社債全般

コベナンツ等から見た社債市場の発展を制約している要因：

- 社債とローンにおける情報格差が大きすぎる事〔ディスクローズの問題〕
- 社債とローンの債権者間で平等性が確保されていない事〔パリパスの問題〕

低格付債も含めた社債への投資を拡大する、すなわち、社債市場を活性化するためには上記の阻害要因をなくすことが大前提。



(2) 低格付債

① 全体

デフォルト率が相対的に高く「予期せぬイベントリスク」が発生しやすいBBB格以下の低格付債については以下の措置も必要。

社債管理者の設置 と 担附切替条項の付与

なお、社債管理者の役割は大きく分けてモニタリング機能と債権保全機能の2つがあるが、債権回収ノウハウの乏しい年金基金や運用会社等の投資家にとって極めて重要なのは後者の債権保全機能である。

⇒ローンとの平等性が確保できる。

② 個別

以上に加えて、発行体に合わせてコベナンツを柔軟に付与すれば日系格付でBB格の社債も公募で発行できるかもしれない。

但し、BB格債でもコベナンツさえ付ければ発行できるというものではなく、リスクプレミアムの薄さや流動性の低さといった他の課題への対応も必要である。

なお、コベナンツはたくさん付ければいいという問題ではなく、発行体のクレジット・ファンダメンタルズとその方向性に重要な影響を与え得るコベナンツとしては平時で3つぐらい(担保提供制限条項や担附切替条項を除く)で十分ではないだろうか。

⇒投資家としては発行体が適切な財務規律を守って経営を継続してくれればいい。

(2) 低格付債

③ 格付

投資家等による格付への不信感の一部で根強く、それを払拭していかなければ低格付債への投資は拡大しないだろう。

一方、投資家等も格付機関がミス・レーティングすることもあり得ることを念頭に入れておかなければならない。

以上の観点から、低格付債については以下の措置も検討に値すると思料される。

社債の発行にあたっては2社以上の格付機関から格付を取得すること

センサー条項のコベナンツとして格付維持条項や格付に関するポイズン・プット条項※を付与すること

※格付に関するポイズン・プット条項:

格付が一定水準以下に下がった場合に投資家が期限前償還を請求することができる特約。

⇒格付機関も、社債市場の重要な参加者として、モニタリングを行ない、自らの格付判断が妥当であることを継続的に説明していくことが求められる。

1. 日本の社債・ハイールド市場の問題点

■市場規模が小さい。 社債インデックスの社債残高56兆円(2009年) 参考:米国3.76兆ドル

メインバンク制度に基づく間接金融が中心で、2008年度の社債発行残高は61兆円。借入金残高336兆円の2割弱にとどまる。

発行企業の業種が電力・ガスや運輸・通信、金融等に、格付がA格以上に偏っている。

社債の半分近く(47.4%)を銀行が保有している一方、投資信託や個人の保有比率はそれぞれ1.8%、0.1%と非常に小さい。

■ハイールド市場が発達していない。 発行体数313(2008年)、うちBBB格以下15 参考:米国7,062、うちBB以下445

投資適格であるBBB格社債でも、年間に20銘柄程度しか発行されない。

格付で市場が分断されており、ガイドライン等でBB格の投機的等級に格下げされると投資不適格で強制売却となるケースが多い。

融資において、信用力が低下した企業に対し担保徴求することから、欧米のようにリスク対比で適切な金利を要求する慣習が少ない。

■リスクプレミアムが薄い。 2009年11月末の国債への上乗せ金利 AA格 +0.2%、A格 +1.0%、BBB格 +2.9% 参考:米国 AA格 +1.3%、A格 +1.9%、BBB格 +2.6%

格付別の社債スプレッドは、米国や欧州に比べると日本が最もタイトである。ただし、直近の日本のBBB格は同水準以上に拡大。

発行手続面の要因もあるが、ローン(借入金)金利の低さに引っ張られ、社債利回りが低くなっているとみられる。

1. 日本の社債・ハイールド市場の問題点 (続き)

■流動性が低い。 社債のレポ市場・清算機関が存在せず 参考:米国 DTC

バイ&ホールド型の機関投資家が多く、海外投資家、個人投資家は少ない。

ベンチマーク運用中心で格付ガイドラインが厳格なため、格付が低くなるほど流動性は低下し価格変動が大きい。

クレジット・デリバティブ(CDS等)市場やレポ市場が発達しておらず、ショートポジション構築によるヘッジは難しい。

■デフォルトリスクへの手当てが十分ではない。 社債権者はローン債権者に劣後 参考:米国 コベナンツ等で補完

低格付債も含めて社債管理会社が設置されていないFA債がほとんどで、社債権者の権利が適切に行使しにくい。

水面下で借入金の有担保化等により社債の劣後化が進むリスクはあり、デフォルト時の回収率も欧米に比べて低い。

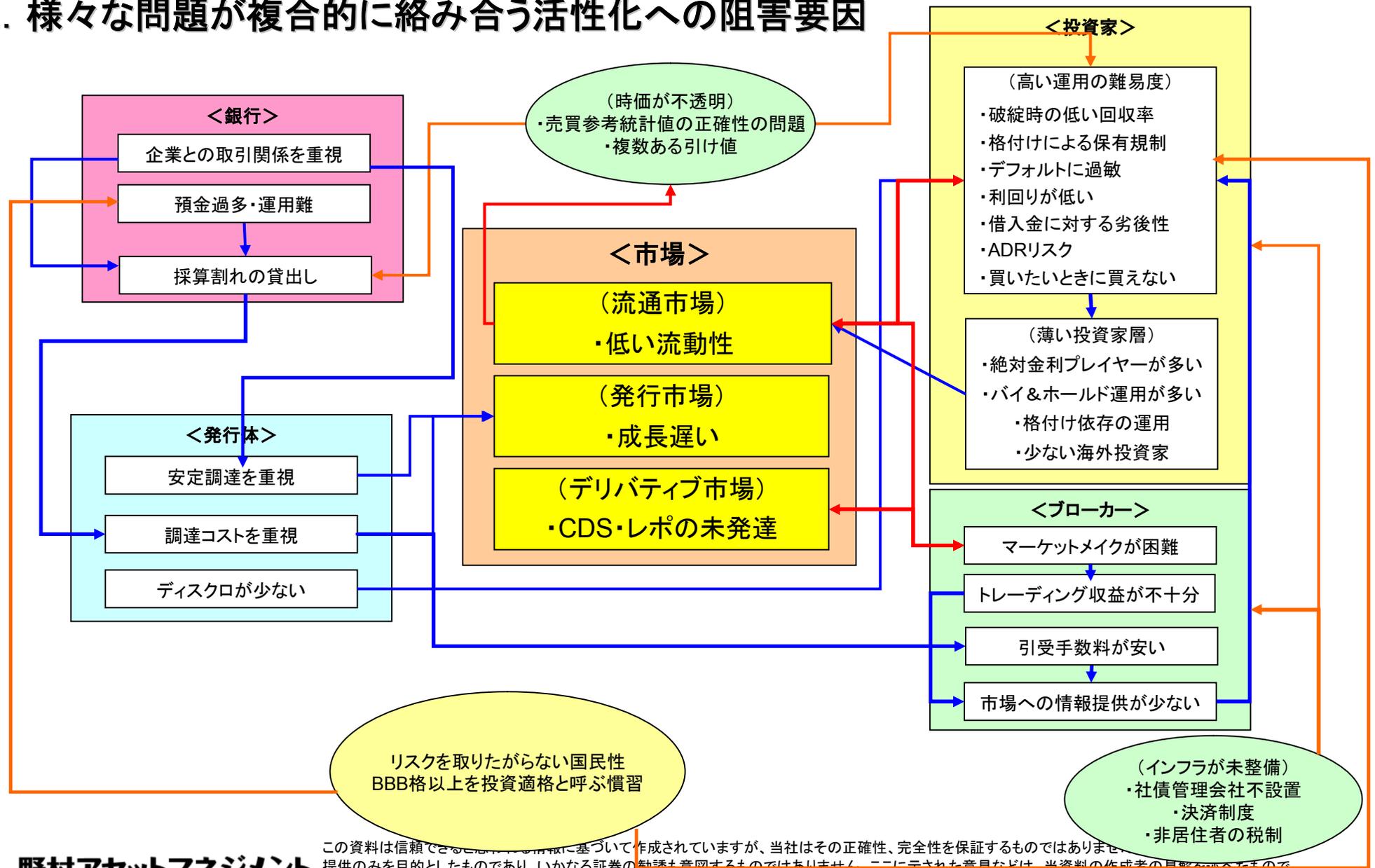
コベナンツを含む金融機関取引状況は欧米と異なり十分な情報を取得するのが難しい(日本は借入金のコベナンツが非開示でも可)。

■時価の透明性が低い。 売買量が少ないため実勢とかい離れた時価 参考:米国 TRACE制度(WEB上で提供)

株式と異なり店頭取引であることから、市場価格の把握が難しい。

業者間取引が限定的で、すべての銘柄が活発に取引されているわけではないため、銘柄によってオファー・ビッドが著しく広い。

2. 様々な問題が複合的に絡み合う活性化への阻害要因



この資料は信頼できる情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。提供のみを目的としたものであり、いかなる証券の勧誘も意図するものではありません。ここに示された意見などは、当資料の作成者の見解を述べたものであり、事前の連絡無しに変更されることもあります。ご利用に際しては、お客様自身のご判断でなさるようお願い致します。

3. 社債市場活性化への取り組み

ローン市場	CDS市場
ローン契約/取引の標準化等	清算機関の設立等
両市場の流動性向上が社債市場の活性化に必須	

社債の発行体

<活性化によるメリット>
安定した調達手段の多様化

<発行体の課題>

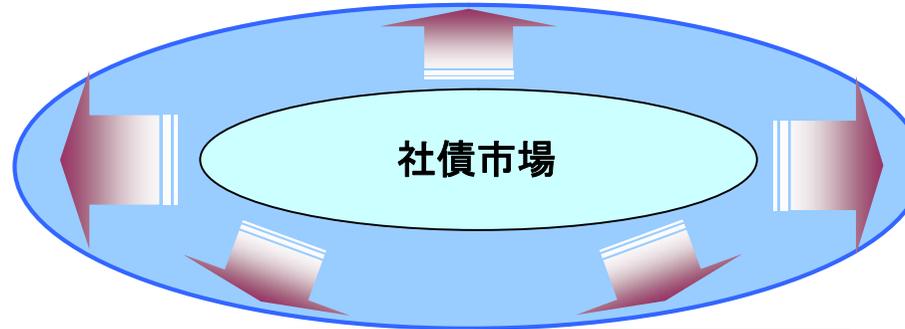
- ・社債IRの改善
- ・借入コバナンツの開示
- ・借入との同順位性の提供

社債投資家

<活性化によるメリット>
分散投資機会の拡大

<社債投資家の課題>

- ・調査体制の拡充
- ・格付依存運用の脱却
- ・社債の時価評価の徹底
- ・社債投資ファンド等の開発



引受会社(発行市場)	ブローカー(流通市場)
<活性化によるメリット>	<活性化によるメリット>
<ul style="list-style-type: none"> ・社債発行市場の拡大 ・調達手段の提供 ・商品供給力の強化 	<ul style="list-style-type: none"> ・売買量の拡大 ・在庫管理の効率化 ・顧客層の拡大
<引受会社の課題>	<ブローカーの課題>
<ul style="list-style-type: none"> ・発行条件の改善 ・社債IRのサポート ・投資家層の拡大 	<ul style="list-style-type: none"> ・Ask/Bidの提示 ・時価の提供 ・資本/サービスの安定

<発行体のための取り組み>

発行手続きの効率化
社債IRのサポート体制の構築
発行ウインドウの拡大

<発行市場のための取り組み>

発行手続きの効率化
発行前ロードショーへの法整備等
プロ私募の健全な活用

<流通市場のための取り組み>

社債レポ市場の充実
CDSの流動性向上
電子トレードの活用

<投資家のための取り組み>

社債IR/情報開示の向上
社債管理会社の設置
借入との同順位性の確保
ブローカーによるAsk/Bidの提示
公社債店頭売買参考統計値の改善
価格時価情報提供の拡充
最低売買単位の引下げ
非居住者の税制の変更(実現)