

「第3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11月5日（金）午後4時～5時45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. 社債投資とコベナンツ等について

野村アセットマネジメント 越澤委員から、社債投資とコベナンツ等について、次のとおり、配付資料1に基づき報告・説明があった後、意見交換が行われた。

【報告・説明】

I. プレゼンテーションの前提

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

- (1) コベナンツの柔軟な付与及び情報開示の拡充だけで低格付社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。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などである。）
- (2) 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。
- (3) 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。
- (4) 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。

II. 社債投資の考え方

(1) 社債投資における最大のテーマ

発行会社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

発行会社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 格未満への引下げ）等ではない。

① 一般的なリスク

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などである。

② コベンツ等に関するリスク

イ. ローンにおけるコベ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。

ロ. 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、低格付社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」の低減が必要である。

Ⅲ. 社債市場やコベンツ等に関するターニング・ポイント

(1) 適債基準の撤廃・コベンツの自由化（1996 年）

① 1996 年に適債基準が撤廃され、コベンツも自由化されたが、それに伴い、財務代理人（Fiscal Agent/以下「FA」という。）債が主流となり、コベ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った名目の下で、発行コストや手数料を重視する発行会社や証券会社によって、社債投資家に不利な変化となった。

② 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

③ 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ンツがトリガーに抵触すれば、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ており、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ことが難しくなり、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。

(2) 日本版ビッグバン（1997年）

① 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。

イ. 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

ロ. 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

ハ. 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

② 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が欠けていることである。

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

IV. コベンナツ等から見た社債市場の問題

(1) ディスクローズの問題

① ローンに付与されるコベンナツは、ディスクローズが極めて不十分で、開示内容のバラツキも大きい。

② 社債及び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。

イ. BBB格の発行会社を訪問取材し、シンジケートを含むローンのコベンナツについてディスクローズを要求したところ、次のとおり、回答があった。

→ 相対取引で、銀行からも開示しないよう要請されているため、ディスクローズはできない。

→ コベンナツに抵触する可能性が低いいため、開示しなくても問題はない。

③ 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。これはや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ナツは、投資判断の根幹に係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。

→ 低格付社債は、コベンナ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、そのディスクローズの悪さにより、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ことは、大き

な問題である。

⇒ 債権者の立場となるすべての投資家がコベナ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、米国の年次報告書フォーム 10-K や四半期報告書フォーム 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ジが求められる。

(2) パリパスの問題

① 社債は FA 債が主流で、そのコベナ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ナ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。

② 2008 年にデフォルトしたスルガコーポレーション、ゼファー及び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与されていたものの、社債間限定に留まっていた。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。

③ 欧米では、一般的に社債とローンがシニアクラスであれば、パリパスになっており、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。

→ 低格付社債への投資に当たっては、回収率を十分に検討しながら、バリュエーション(評価)を行うため、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ことは問題ではないか(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 年のコベナンツ自由化までは「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 年 12 月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 格、JCR : BBB+) は、りそな銀行が社債管理者となり、担付切替条項や純資産維持条項も付与さ

れた。

⇒ 低格付社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、平成 22 年以降、タイトな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」といった状況である。

② バリュエーション能力の不足

社債にコベナ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 年 7 月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 といったコベナ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、コベナンツへの関心はそれほどでもない。発行会社は、コベナ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ナ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。

V. 提言〔結論〕

(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は、次のとおりであり、低格付社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失くすことが大前提である。

① 社債とローンにおける情報格差が大き過ぎること〔ディスクロージャーの問題〕

ローンも含めたコベナンツに関する情報開示の拡充

② 社債とローンの債権者間で平等性が確保されていないこと〔パリパスの問題〕

イ. ローンとのパリパスの確保

ロ. 担保提供制限条項の順位取扱変更：「社債間限定同順位」→「債務間同順位」

(2) 低格付社債

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

低格付社債は、「社債管理者の設置」と「担付切替条項の付与」の措置も必要である。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ことは、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

①に加えて、発行会社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。ただし、BB格債でもコベナンツさえ付与されれば発行できるものではなく、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、コベナンツは沢山付与すれば良いといった問題ではなく、発行会社のクレジット・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付切替条項を除く）で十分ではないか。

⇒ 投資家としては、発行会社が適切な財務規律を守って経営を継続してくれれば良い。

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社債への投資は拡大しない。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、低格付社債においては、以下の措置も検討に値すると思料される。

イ. 社債の発行に当たっては、2社以上の格付機関から格付を取得すること。

ロ. 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である。

⇒ 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。

【意見交換】

- ・ 今後、社債市場の活性化を図るためには、社債に付与される担保提供制限条項について、社債間限定同順位ではなく、債務間同順位とすべきである。1996年の財務制限条項の自由化までは、社債の担保提供制限条項は国内債務間同順位であったが、自由化以降、社債間限定同順位となり劣後してしまった。

- ・ 担保が設定されている銀行ローンにおいて、融資先が倒産した場合は、基本的に、クローバック（回収）で否認されるはずであるが、何か月前までに設定した担保であれば、クローバックに相当するのか。
- ・ 投資家は、格付に関するポイズン・プット条項が社債に付与されていれば良いと思うのではないか。米国社債市場では、格付に関するポイズン・プット条項は社債に付与されていない状況である。
- ・ 格付に関するポイズン・プット条項は、社債又はローンのいずれか一方のみに付与されていれば、その付与されている方が非常に有利に働くため、非常に危険なコベナンツである。また、プットオプションは、投資家によって繰上償還を請求できる条項であるため、急激に社債をデフォルトに追い込む可能性がある。
- ・ 銀行では、融資先が財政困難に陥ったと認識すれば、可能な限り、担保を取得しようとする。融資先が支払不能になった後に担保の供与を受ければ、融資先の倒産手続において否認されるおそれがあるが、銀行は、否認のリスクを承知の上で、まず担保を取得することに注力するようである。
- ・ 担保付社債信託法では、社債に担保が設定されれば、その担保を管理・保全する受託会社の設置が義務付けられている。したがって、FA 債において担付切替条項に抵触し、担保が設定される場合は、誰が受託会社となるのかが問題になる。
- ・ 社債とローンとの間でパリパスを確保すべきであるというのは正論ではあるが、とりわけ、低格付の会社の場合、無担保で融資を受けることが難しい状況であるため、社債とローンとの間のパリパスを要求すると、起債意欲が起こらなくなるのではないかと懸念される。
- ・ 銀行では、融資先の信用力が悪化すれば、追加の担保設定や貸出レートを上げるといった対応も行われている。一方、投資家にとっては、社債を発行している企業が銀行から融資を受けている場合、その融資において、どのような担保が設定されているのか全く把握できないことが大きな問題であると考えられる。
- ・ 投資家は、社債を発行する企業におけるローンやシンジケートローンにおいて、どのようなコベナンツが付与されているのか把握することができない。まずは、この把握できない問題を解決できれば良いと考えている。
- ・ 格付に関するポイズン・プット条項が付与された我が国における事例としては、1998年、韓国の電力公社によって発行されたサムライ債がある。投資家としては、今後、格付に関する

るポイズン・プット条項を付与することによって、BB 格の社債の起債ができれば良いと考える。

- ・ 企業構造の変化に対応したコベナンツとして、米国における Change of Control 条項は、合併、買収などの一定の「支配の移転」が発生した場合に社債権者が繰上償還を求めることのできるケースと、「支配の移転」の発生に加え格付が格下げされてはじめて社債権者が繰上償還を求めることのできるケースとがある。
- ・ コベナンツは、発行会社の責任財産の維持確保を図るための条項（配当制限、セール・リースバック制限など）と責任財産に対する投資家間の相対的な順位を不当に劣後させないための条項（負債の制限、担保提供制限など）とに大別することができる。第2部会（以下「本部会」という。）では、これまで社債がローンに対して劣後性を抱えている格差問題、すなわち後者の条項に焦点が当てられているが、前者の責任財産の維持確保のための条項については、ローンのコベナンツが然るべく整備されている場合、社債権者もその恩恵を事実上ある程度享受することができるという事情があり、後者に比べて大きな問題としてハイライトされてこなかったのかもしれない。
- ・ 低格付社債への投資に当たって、投資家はその回収率を十分に検討しながら評価を行うということだが、弁護士から見て、そのことと、低格付社債のリスクプレミアムが薄いことの両者の整合性について理解できない。米国のジャンクボンドは、リスクが大きいためプレミアムが高いが、我が国社債市場を活性化するためには、低格付社債へ投資した際の回収率とプレミアムの関係を正常化することが前提条件ではないか。
- ・ 我が国で発行される低格付社債は、リスクプレミアムが薄いため、リスクに見合うリターンが得られない。リスクプレミアムが薄い理由は、銀行ローンの金利の低さに連動しているためである。
- ・ 投資家は、基本的に、メイン・シナリオとして、社債投資における回収率を踏まえて、社債を購入している。仮に、ストレス・シナリオとして、その社債を発行する企業の借入金にすべて担保が設定されることを想定すれば、理論上の利回りが異常な数値となるため、投資家としては、社債を購入することができない。したがって、投資家としては、利回りを追求しながら、「この社債は大丈夫だろう。」といった観点で、社債を購入せざるを得ない状況である。
- ・ 発行会社では、銀行ローンと社債との間で、同等のコベナンツが付与されるようになった

場合、コスト面において、銀行ローンと同等レベルにならないければ、社債を発行しなくなるのではないか。

- ・ 社債を発行できる企業は、ある程度の有利子負債を抱えた企業で、かつ投資家が要求する利回りに応えられなければならない。その結果、投資家には、銀行ローンとの間で、ある程度の劣後性を受け入れてもらわざるを得なかった。証券会社としては、劣後性のある社債の発行が主流となったことについて反省も踏まえて考えなければならないが、投資家も劣後性を納得したうえで社債を購入してきたと理解している。
- ・ 我が国では、企業にとって、間接金融のコストが非常に低いことから、銀行ローンと社債の間でコストの面において同等レベルを目指すことは、果たして、社債市場の活性化に繋がるのか。むしろ、社債を発行する企業が減少するリスクを孕んでいるのではないか。強制的な措置を設けることが良いのか、それともある程度のバリエーションがあって然るべきなのか、という点について考えるべきである。
- ・ 我が国の上場会社において、（ある程度恒常的な発行体となり得る目処として）200億円以上の純有利子負債を抱え、かつBBB格を取得済み又は取得できると推測される会社は200社程度と少なく、そのうち実際に社債を発行している会社は40社前後である。また、BB格と想定される純有利子負債200億円以上の上場会社は40社程度である。そもそも、潜在的にBBB格の社債を発行できる会社が少ない状況において、社債が銀行ローンとの間で競争力を失えば、低格付社債市場を整備するうえで、非常に危険な状態になる。
- ・ 証券会社としては、新しい市場を成立させるという方向性で考えるならば、基本的には賛成できる。例えば、非上場の会社や、BB格やB格の社債、劣後債等も発行できる新しい市場を構築する方向で検討する必要があるのではないか。
- ・ 投資家からは、社債の流動性が非常に重要であると指摘されるが、流動性を生むためには銘柄数を増やすことも重要である。証券会社としては、銘柄数を増やすべく潜在的な発行会社の数を確保したい。その際、バリエーションがあることは重要なポイントになり得る。ただし、発行会社においては、可能な限り、コベナンツに関する開示を行ってほしい。
- ・ 企業年金を抱えている発行会社では、社債の発行者であると同時に、企業年金の運用者でもある。発行会社の運用者の立場では、BBB格やスプレッドが乗っている社債を運用したくても、受託者責任の点から、それらの社債に投資できない状況である。
- ・ 本部会では、社債に付与される担保提供制限条項について、社債間限定同順位とするのか、

若しくは債務間同順位とするのかを画一的に決めていくのではなく、我が国社債市場に適合する形で、証券会社、投資家及び発行会社が適切な発行スキーム選択できる土台を構築するための議論が行えれば良いのではないか。

2. 社債のコベナンツ等の情報開示について

ニッセイ基礎研究所 徳島委員から、社債のコベナンツ等の情報開示について、次のとおり、配付資料2に基づき報告・説明があった後、意見交換が行われた。

【 報告・説明 】

I. 財務上の特約

(1) 過去に付与されていた主な財務上の特約

① センサー条項

イ. 純資産維持条項

ロ. 利益維持条項

ハ. 配当制限条項

② 劣後性回避条項

イ. 担保提供制限条項（社債間限定同順位特約等）

ロ. 担付切替条項

⇒ 現在は、ほぼ社債間限定同順位特約のみである。

(2) 個人投資家向け社債での財務上の特約<機関投資家向けでは、ほぼ見られなくなった純資産額維持条項が付与されている事例>

～ ソフトバンク個人向け社債（第27回債・29回債・33回債）～

当社は、本社債の未償還残高が存する限り、当社の事業年度の末日における貸借対照表（注は省略）に示される純資産の部の金額をXXX億円（第27回；3,116億円・第29回；3,013億円・第33回；3,265億円）以上に維持しなければならない。

⇒ この間に機関投資家向けで募集した社債（第28回債・第30回債・第31回債・第32回債）には、同様の特約は付与されていない。

※ ソフトバンクの各社債は、2009年及び2010年の募集である。

(3) 機関投資家向け純資産額維持条項の復活事例

～ 平和不動産第10回債・第11回債（2009年12月・2010年1月）～

当社は、本社債の未償還残高が存する限り、当社の各事業年度の末日における貸借対照表

(注は省略) に示される純資産の部の金額を 508 億円以上に維持しなければならない。

- ① 格付は R&I の BBB 格・JCR の BBB+。
- ② 社債にはいずれも社債管理者を設置。
- ③ 担保提供制限条項は、社債間限定同順位。

(4) 社債間限定同順位特約による融資の優位性—融資に担保が設定されても、社債は無担保—
アーバンコーポレイションの借入金(シンジケートローン)に付与されていた事例：“JCR
又は R&I の長期債務格付について BBB- を維持すること” (格付トリガー条項)。

→ 2008 年 6 月 4 日に、同社の長期債務格付について、JCR が BBB- から BB+ へ格下げ。

→ 社債は無担保の状態、6 月 20 日当該融資のみ繰上返済された。

→ その後、8 月 13 日に同社は破綻した。

(5) コバレントマテリアルの財務上の特約適用回避

① シンジケートローン(借入残高 300 億円)

② 純資産維持： 75% (対前年度末)

③ レバレッジ制限： 5 以内

→ 2010 年 3 月末に純資産維持条項に抵触の恐れ。

→ 金融機関と協議し、適用しない旨合意。

→ 併せて、契約内容を変更(半期末適用) + 担保提供：建物・機械・土地等簿価 500 億円

⇒ 第 1 回社債 550 億円は無担保の状態に放置(社債間限定同順位特約付)

(6) 低格付社債へのコベナンツ付与拡大を<コベナンツの工夫による起債拡大の可能性>

① 格付変更に応じたもの(利率引上げ等)

② 償還タイミングに関するもの(償還延長・早期償還等)

③ 企業構造の変化に対するもの(Change of Control・買収制限等)

④ 純資産維持条項・格付維持条項(シンジケートローンで付与されるものもあるのに、社債に付与されない理由は、社債権者の要請がないからか。)

⇒ 特約は自由化されたのであって、撤廃されたのではない。

II. コベナンツの開示

(1) 社債のコベナンツ

発行登録目論見書・追補書類

(2) 融資(既存/後発)に付与されている特約

⇒ 何らかの問題がない限り、開示されていない。

※ 社債権者から見ると、優先される可能性のある他の債務が存在するのに、それを知らされないことは、債権者間の公平性を欠き、“要素の錯誤”が存在すると主張できる状況に近いのではないか。

(3) 融資のコベナント開示（有価証券報告書等）

→ 主な開示例は、① 継続企業の前提に疑義、② 事業等のリスク+財政状態に懸念がある場合であり、任意に開示されることは稀である。① 継続企業の前提に疑義のある場合の開示は必須であるが、② の場合には、“継続企業の前提に疑義を生じさせるような事象”若しくは“経営に重要な影響を及ぼす事象”とされており、「社債権者にとっての重要性」ではない。

(4) 社債に付与される特約

社債に付与される特約が、債務間限定同順位の場合は、融資のコベナントによって社債権者が不利に扱われる可能性はほとんどないため、融資に付与されるコベナントの開示を求める必要はないが、社債間限定同順位特約によって社債権者が「蚊帳の外」に置かれる場合には、融資に付与されるコベナントについて、社債募集時及び有価証券報告書（社債発行後の融資を含む）での開示を義務付けるべきではないか。

【意見交換】

- ・ 我が国では、早ければ 2015 年 3 月期決算会社から、国際財務報告基準（International Financial Reporting Standards／以下「IFRS」という。）が強制適用される予定である。監査人としては、財務制限条項について、IFRS の影響を受けるのではないかと感じている。すなわち、純資産維持条項及び利益維持条項は、従来の会計基準で計算された数値と異なる可能性が非常に高く、今後、これらの条項について見直しが必要となるのではないかと思われる。
- ・ 今後の議論においては、IFRS が強制適用されることを常に念頭に置いておく必要がある。仮に、コベナントに関する情報開示が充実したにもかかわらず、その開示が行われた場合に、IFRS が導入されたことによって混乱が生じてはならない。
- ・ 弁護士としては、銀行ローンに付与されるコベナントを開示すべきとする提言は重要であると考え。しかし、コベナントが開示されると、融資を受ける企業間でコベナントを比較することができるようになり、銀行に対して、他社と同等の取扱いを求めてくる可能性がある。銀行としては、そのような事態を懸念するのではないか。

- ・ 発行会社において、銀行ローンに付与されるコベナントの開示について、銀行からのプレッシャーを感じるのであれば、その開示を行うのではなく、社債に付与される担保提供制限条項を債務間同順位とすれば良いのではないか。債務間同順位であれば、その開示が行われなくても、社債の回収率の点では、投資家が銀行より劣後することはない。投資家及び銀行は、企業に対して資金提供を行う観点で同じ立場であるため、債権者間でフェアな状態とすべきである。
- ・ 社債に付与される担保提供制限条項が債務間同順位となれば、投資家においては、タイトなプライシングを受けるかもしれない。一方、銀行では、スプレッドを上げるかもしれない。ただし、これらの事象は、必要なコストとして、市場参加者間でシェアしなければ、外国人投資家から理解を得られない。
- ・ 我が国の社債は、現在、格付が高いことから、銀行ローンと比較して劣後性があつたとしても、格付に差が生じてこない。証券会社としては、この格付に差が生じないからと言って、社債権者が銀行ローン債権者に劣後するのは大きな問題であるとする。一方で、この格付に差が生じてくれば、発行会社は、社債に付与される担保提供制限条項を社債間限定同順位として、銀行ローンの格付と同一にする動きが出てくるかもしれない。
- ・ 米国では、銀行とハイ・イールド債の投資家では、明らかにスタンスが異なる。銀行では、融資先に担保を設定して、1日でも早く回収したいスタンスである。一方で、ハイ・イールド債の投資家は、その社債を発行する会社が存続する限り、高いクーポンを享受したいと考えているため、早く回収したくないスタンスである。我が国の機関投資家は、米国のハイ・イールド債の投資家と異なり、基本的に投資対象先の債権保全を図っていくスタンスであるため、日米の投資家は、大きな文化の違いが存在する。
- ・ 米国の格付に関する状況は、同じ企業であっても、銀行ローンがBB+格であれば、ハイ・イールド債（無担保社債）がBB-格であり、概ね2ノッチ程度の差が生じている。また、ハイ・イールド債は、銀行ローンと比較して、クーポンが1～2%程度高い。このように、米国のハイ・イールド債の投資家は、社債が銀行ローンに劣後することを前提として、投資判断を行っている。
- ・ 我が国では、社債（私募債を含む。）の半分近くは、銀行が保有している状況であり、銀行においては、格付が極めて高い社債又はリスクの低い銀行社債を購入しているのではないか。それらの社債が銀行によって購入される理由は、コベナントが付与されていないFA債が銀行ローンと比較して劣後していることを十分に把握しているためではないか。したがっ

て、銀行以外の投資家は、銀行が購入しない銀行ローンに劣後している FA 債を押し付けられている印象を持っているのではないかと。

- ・ 銀行ローンと社債との間で、担保提供制限条項を同順位とした場合、担保を設定する際に必要となる社債管理者の設置が難しい場合があるといった問題が生じてくる。
- ・ コベンツ情報について、発行会社にすべての開示を行ってもらいたいと考えている訳ではなく、開示できるものについて可能な範囲で開示をお願いしたい。「どこの銀行から、どのような条件で借入を行っているのか。」など、すべての開示を求める考えではないが、現状では一般的に、「社債は、他の債務に対して劣後する可能性がある。」という程度の開示しか行われていない。今後は、「どのような条件が付されたローンがどのくらい存在しているのか。」まで開示を行うとか、新たに社債よりも優位性のある借入を行った場合は、適時開示を行う、等のやり方を検討できるのではないかと。投資家においては、これらのコベンツ情報が開示されれば、相当役に立つのではないかと。
- ・ 当社(発行会社)では、今回、有価証券報告書を作成する際、社債や銀行ローンに付与されたコベンツの開示について、どのように掲載するか検討を行ったが、そもそも、「投資家にとって、どのようなコベンツが開示されていることが望まれるのか。」や「我が国において、どのように開示すれば良いのか。米国の年次報告書フォーム 10-K を真似ても良いのか。」といったことについて整理できなかつたため、結果として、コベンツ情報に関する開示は行わなかつた。
- ・ 「銀行ローンに付与されるコベンツについて、すべての開示を求めるわけではない。」といった意見があつたが、逆に言えば、発行会社としては、どの程度、開示を行えば良いのか難しい問題である。
- ・ 発行会社としては、社債に付与される担保提供制限条項が社債間限定同順位の場合や、銀行ローンに付与されるコベンツを開示するのであれば、どのような開示を行うべきであるのかといったコンセンサスが得られれば良いと思う。
- ・ 仮に、コベンツに関する情報開示が行われたとしても、ローンと社債との間でパリパスを確保することとは別次元の議論である。発行会社は、銀行から融資を受ける立場であるため、その両者の関係からも、社債と銀行ローンの間でパリパスを確保させるための議論は、前進しないと思う。そもそも、発行会社としては、銀行に対して、「社債と銀行ローンの間でパリパスを確保しても良いのか。」、「社債や銀行ローンに付与されるコベンツを開示

することについて、どのように考えているのか。」など聞きづらい。

- ・ 発行会社では、資金繰りに困ったときなどに銀行の支援を期待するため、社債と比較して、銀行を重要な存在として位置付けているのではないか。一方で、社債は、複数の社債権者が存在するため、有事の際には期限の利益が喪失して、デフォルトとなる可能性が高い。
- ・ 発行会社において、今後、社債に付与される担保提供制限条項が社債間限定同順位ではなく債務間同順位と見直すことができれば良いが、我が国の多くの企業が銀行ローンに依存している現実を踏まえれば、その見直しは相当難しいのではないか。
- ・ 証券会社としては、発行会社においてパリパスの問題が解決できないのであれば、銀行ローンに付与されるコベナンツに関する開示について、重点的に検討しなければならないと思う。例えば、一定規模以上の銀行ローンであれば、それに付与されるコベナンツを開示するといったやり方など、どのような開示ができるのか検討すべきではないのか。
- ・ 外国人投資家から、我が国社債市場に関するコメントを求められれば、「現状の我が国社債市場には、社債とローンとの間で、パリパスが確保されていないため参入しない方が良い。」と答えざるを得ない。
- ・ 投資家としては、必ずしも社債とローンのコベナンツを同一条件としたいとは考えていない。銀行は、発行会社を支えることができる機能を有しているが、一方で投資家においては、その機能がないため、その格差をプライシングに反映させることが必要である。
- ・ 投資家としては、仮に、保有している社債がデフォルトしたとき、「どのようなコベナンツに抵触したのか。なぜ、銀行は担保を設定していて債権保全が図れているのか。一方で、投資家は、なぜ回収できないのか。」といった銀行との間における不公平さを排除できれば良いと考えている。
- ・ 米国では、社債に付与される担保提供制限条項が債務間同順位ではあるものの、発行会社と投資家との間で交渉した結果、債務間同順位に例外条項を付加した社債も存在している。我が国においても、社債に付与される担保提供制限条項について債務間同順位とできれば良いが、米国の事例を参考に、社債間限定同順位と債務間同順位の中間的な位置付けを検討する余地があるのではないか。
- ・ 我が国では、数十年前から間接金融への依存度が高いと言われているが、現在でもその状況はあまり改善されていないことから、直接金融を成長させることは、我が国の基本的な経

済政策であると認識している。

- ・ 銀行ローンに付与されるコベナンツについて厳しい開示を要求すると銀行側の強い抵抗にあいそうなので、投資家が必要とする情報を、銀行にとって受け容れ可能な最大限の範囲で開示するよう検討すれば良いのではないか。
- ・ 投資家は、銀行ローンに付与されるコベナンツの開示が行われた場合、その銀行ローンを受けている企業が発行する社債のプライシングやスプレッドに影響を与えたとしても、その社債を購入するのか。
- ・ 社債に付与されるコベナンツについて、投資判断材料としていない一部の投資家もいる。投資家は、社債を発行しようとする企業との間で、ミーティングの機会を持たなければ、コベナンツの内容を確認できない。しかしながら、一部の投資家では、そのミーティングに参加する前に、その企業の発行する社債の購入を決断している。
- ・ 社債市場を活性化するためには、低格付社債市場へ資金が流れ込まなければならない。本部会においては、今後、投資家に対して、どのように低格付社債を購入させるのか、その手段を検討しなければならないのではないか。
- ・ 本部会においては、社債を発行する企業を増加させることが目的の一つであると思われるが、平成 20 年 9 月のリーマン・ブラザーズ証券破綻時に、社債がほとんど発行できなかった反省を踏まえて、有事の際にも社債が発行できる環境を整備するために議論を行わなければならない。
- ・ 「社債に付与するコベナンツを緩くしたり、ローンに付与されたコベナンツの開示の要件を緩和して、社債を発行する企業の裾野が広がれば良いのではないか。」といった方向での議論ではなく、投資家としては、社債がデフォルトした時に社債権者が保全され、有事の際でも社債が発行できる環境整備のための方向で議論が行われるべきではないかと感じている。
- ・ 米国では、ハイ・イールド債市場の投資家として年金も参入している。一方で、我が国の機関投資家は、BBB 格以上の運用を義務付けられており、例えば、「ある社債が A 格から BBB 格に格下げになれば、その社債を強制的に売らなければならない。」といった運用方針の機関投資家も存在しているようである。証券会社としては、我が国の機関投資家において、一段階(基本的には、A→BBB、BBB→BB)下げて運用できれば良いと思われる。

- ・ 次回の会合では、本日の意見交換を整理した上で、今後、何らかの方向性を導けるように、引き続き、議論を進めていきたい。

3. 次回会合

第4回会合を11月26日（金）に開催する。

（配付資料）

資料 1 社債投資とコベナンツ等について

資料 2 社債のコベナンツ等の情報開示について

資料 3 社債の担保及びコベナンツについて（2009年発行社債）

以 上