

「第7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23年4月12日（火）午後4時～5時40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. コベンツ等の情報開示について

みずほ証券 大音委員から、コベンツ等の情報開示（議論たたき台）について、配付資料に基づき、報告・説明があった後、次のとおり、意見交換が行われた。

【意見交換】

1. 検討に際しての基本的な考え方

- ・ 米国における情報開示の基本的な枠組みについては、①開示に用いられる様式（Form）の定める形式的な開示要件（一定の数値的な重要性基準を満たす場合に求められるものを含む。）と、②「すべての重要情報を正確にかつ誤解を招かないように開示すべし」という一般的な開示要件（何が重要（material）かについては数値基準ではなく合理的な投資家が投資判断において重要とみるかという観点からケースバイケースで判断する。）との二つのレベルからみる必要がある。このうち、①の形式的な開示を求めるだけでは、投資家に対する十分な情報提供を確保することができないという基本的な考え方から、②の一般的な開示が然るべく行われているかが、実務の運用上、大きな鍵となるポイントとして認識されている。他方、①の形式的な開示はこれを実施することが容易であるのに対し、②の一般的な開示についてはその実施についてケース毎の判断が求められ一義的に決定できない面があることから、投資家からのクレームや SEC (U. S. Securities and Exchange Commission) による調査の対象になりやすく、このことから実務の運用上は保守的な姿勢で開示がなされる傾向がある。米国におけるコベンツについての開示についても、情報開示についての上記の一般的な考え方があてはまる。
- ・ 以上に述べたところに鑑みると、コベンツの開示を求めるに際して数値基準（ガイドライン）を設けて、それにより開示の要否を決定するというアプローチは、米国での考え方には必ずしもなじまない。米国では、何が重要（material）かの判断は、案件の実態に即してケースバイケースになされるべきものであり、事象を個別列挙したり、数値基準よって一律

に判断することで重要性をしっかりと補足することはできないという考え方(哲学)が根強く、このことから、上記②の一般的な開示要件を重視すると基本姿勢から制度ができています。(このことは、インサイダー取引規制や適時開示規制における重要事実の定め方やその適用における、米国と我が国との違いにも表れている。)

- ・ しかしながら、米国において②の一般的な開示要件を重視する考え方が取られている背景には、SECの調査・摘発機能が法的にも実質的にも充実していることや、投資家にとって使い勝手のよい訴訟環境が整備されていることなどがあり、前記のようにそのことから保守的な姿勢で開示がなされる傾向にあるという実務の運用が存在する。これらとは背景や環境の異なる我が国においては、②の一般的開示要件を重視した制度をもってうまく実務を運用することは必ずしも容易ではないと考えられる。そこで、我が国においては、ある程度の数値基準(ガイドライン)を示して開示を求めることを基本線としつつ、補足的に一般的な重要性基準もあわせ用いるというアプローチをとることもやむを得ないのではないかと。一般的重要性基準を補足的に用いるにも、具体例を例示するなどして、我が国においても使いやすい適切な方法を工夫することが必要ではないかと。
- ・ 将来起こり得る事象(ここではコベナンツへの抵触によるデフォルト)に関する重要性は、(ア)当該事象(デフォルト)が起こったときのインパクトの大きさと、(イ)当該事象(デフォルト)が今後起こる可能性の強さという二つのファクターの組合せで決定されるのではないかと。したがって、コベナンツの情報開示をどのようなケースにおいて求めるかを考えるにあたっては、デフォルトが発生したときのインパクトの大きさ(例えばデフォルトの対象となる負債の規模)だけではなく、今後デフォルトが起こる可能性の強さについても、着目する必要があるのではないかと。財務内容が悪く負債に厳しいコベナンツが付与される会社と、財務内容が良く負債に緩いコベナンツが付与される会社とを比べた場合、デフォルトが起こる可能性の程度(すなわち上記(イ))は大きく異なるのではないかと。これらのケースについて一律に、デフォルトが起こったときのインパクト(例えば負債の規模)だけを基準に、コベナンツの開示の要否を判断することは適切とは言えないのではないかと。米国の実務をみると、高格付の発行会社によるコベナンツの開示は一般に緩く、ハイ・イールド格付の発行会社によるコベナンツの開示は非常に厳しいものとなっているが、これは上記のような考え方によるものと考えられる。
- ・ 上記はデフォルトになる可能性とそのインパクトという観点から重要性をとらえるという議論であるが、これに加え、厳しいコベナンツが社債に付与されることにより発行会社の事業運営が大きく拘束される場合にも、重要性の観点から、当該コベナンツについての情報開

示が行われてもよいのではないか。例えば、レバレッジ比率の規制が厳しいことにより、追加借入れを行って新規投資を行う事業機会をつかむ自由度が制約されている場合などである。これは（デフォルトを抜きにした）いわば「ゴーイングコンサーン」としての発行会社という観点からの、コベンナツの重要性の問題である。

- ・ 開示は、透明性、公平性及びリスク軽減が大前提であり、株主及び投資家にとっては、適時開示を含むローンのコベンナツ等の情報開示は、重要である。例えば、特定の企業に緊急に多額のローンが実行された場合、投資家は、ローンの満期、コベンナツの内容やスプレッドなどが分析できなければ、その上場会社の株式や社債を購入することができないのではないか。
- ・ 有価証券報告書は、社債権者に限らず、株主や投資家に対しても開示が行われており、各自が判断するものであるため、コベンナツが悪いといった観点ではなく、重要情報の一つとして積極的な開示が必要ではないか。
- ・ 社債管理者の立場から見ると、開示ガイドライン案（たたき台）全般について、違和感を覚える。
- ・ 格付機関によって格付が行われている我が国社債市場においては、すべての有価証券報告書提出会社に対して、平時に、コベンナツ等に関する情報開示を求める必要があるのか。
- ・ コベンナツ等に関する情報開示については、外形的な数値基準で整備して開示を行うのではなく、例えば、格付情報と組み合わせ、社債要項の中に開示を行うべき事象を定めて、投資家の反応を確認しながら、全体の枠組みを整理し、議論を行うべきではないか。
- ・ 開示ガイドライン案（たたき台）を全て実施することになれば、発行会社の内部管理コストが相当高くなるのではないか。開示ガイドライン案で示された適時開示（臨時報告書）の内容については、異常事態への対応とも言えるため、その検討が必要と考えるが、一方で、継続開示（有価証券報告書）の内容は、果たして、この方向性で議論を行っても良いのか。社債管理者から見た場合、継続開示（有価証券報告書）の内容について、十分な議論を行うべきであると考え。
- ・ 我が国社債市場の活性化には、企業が社債の発行又はローンを行う際に、銀行が求めている情報と同じ情報の開示が必要であり、そうした開示がなければ、投資家は、その企業に対して、資金を提供できないのではないか。
- ・ 米国で発行される社債には、4～5個程度の代表的なコベンナツが付与されているが、新

たなコベナンツが社債に付与された場合は、その社債を発行する企業のクレジットが悪化していることを意味するため、重要な情報として開示される。そうした開示された重要な情報に基づき、投資家や社債権者は、社債の売買を行っている。

- ・ どこまで開示を行えば、株主及び社債投資家にとって透明性があるのか、議論を行うべきではないか。米国では、重要な情報であれば、継続開示制度の枠組みで開示が行われている。一方我が国において、今後も間接金融中心で動いていくのであれば、現状でも、問題がない（かもしれないが、本部会の目的は、当然、そうではないはずである。）。
- ・ 現在我が国は、銀行の資金供給能力が十分な状態であり、かつオーバーバンキングとも言える状況にある。もし銀行の資金供給能力が不十分であれば、企業の資金調達手段の多様化を図ることは非常に重要なテーマであり、議論を尽くす必要があるのだろうが、それが尽くされてこなかったのは、まさにこの供給能力に起因すると考えられ、米国との状況の違いもそれに尽きるのではないか。米国の銀行の資金供給能力は、我が国と比較すれば、大きな差があるのか。
- ・ 米国の大手銀行は、我が国の大手銀行と、全く発想・置かれている状況が異なっている。平成 20 年 9 月のリーマン・ブラザーズ証券破綻から平成 22 年まで、米国の企業は、銀行ローンを受けることが難しかったため、資本市場を通じて、様々な方法で資金調達を行っていた。
- ・ 米国の銀行は、我が国の銀行と異なり、資金調達構造などにおいて機能が違う側面がある。米国の直接金融と間接金融の構造やバランスと対峙する形で、我が国資本市場について議論を行うことは困難しいのではないか。
- ・ 配付資料 14 頁「検討に際しての基本的な考え方」、「投資家が自身の保有する社債と他の債務との関係を具体的に判断できるような材料を継続的に開示すべきではないか」の中で、「社債は一般的に無担保かつ満期一括償還の長期債務であり、社債の投資家にとって他の債務の弁済時期と担保提供状況は特に重要な投資判断材料である。」とあるが、有価証券報告書では、新たな債務が発生した場合に、あるいはどの債務に、何を担保として提供した、あるいはしているのかについて開示が行われているのか。
- ・ 債務に関する開示項目としては、弁済時期と担保提供の状況が重要と考えている。
- ・ 配付資料 10 頁「現在の開示制度（有価証券報告書による継続開示③）」の「担保資産の

注記」において、「担保に供している資産」と「担保付債務」の開示例が記載されているが、この記載レベルの開示で十分であるとする。

- ・ 「担保資産の注記」では、「担保に供している資産」と「担保付債務」の開示例が記載されているものの、この開示例では、担保の提供時期と弁済時期が把握できないため、今後、それらの開示内容を拡充する必要があるのではないかと考える。
- ・ 無担保の債務に関しては、その債務の償還時期が重要である。一方、有担保の債務は、予め、償還の原資が確保されているとも言え、他の無担保債務の債権者は、その償還の原資として担保提供されている資産を期待することはできない。したがって、既に担保提供されている資産は、発行会社のクレジットを判断するための材料から除かれていると考えられ、現行の開示制度と比較して、さらなる充実した開示は必要ないとする。

2. 開示ガイドライン（たたき台）

- ・ 配付資料 15 頁「開示ガイドライン案（たたき台①）」、継続開示（有価証券報告書）の「『重要性がある』と判断される『コベナンツ』については、有価証券報告書の（連結）貸借対照表の注記事項として、その『具体的な内容』と、それが付されている債務の種類、残高及び最終弁済期限を開示する。」とし、「開示の対象となる『コベナンツ』は、維持すべき一定の財務比率等の条件に抵触した場合、あるいは債権者が要求した場合に、当該債務の弁済時期を繰り上げなければならないもの、又は担保提供等を強制されるものを指す。（強制措置ではなく債権者との協議・合意によって弁済時期の繰上げや担保提供等が行われ得るものは対象としない。また債権者に対する報告義務等に関するコベナンツも対象としない。）」とある。債権者との協議・合意によって、担保提供等が行われ得るものは開示対象とはしないこととした場合でも、実際に担保提供が行われた際には、臨時報告書において開示が行われるのか。
- ・ 担保提供が行われるのか否か、確定していないものは、当然ながら、開示対象とならない。例えば、債権者との協議・合意の結果、担保提供等の実施が決定した段階で、その担保提供等が重要性を有する場合は、臨時報告書による適時開示の対象となるという整理である。
- ・ 「強制措置ではなく債権者との協議・合意によって弁済時期の繰上げや担保提供等が行われ得るものは対象としない。また債権者に対する報告義務等に関するコベナンツも対象とし

ない。）」とあるが、例えば、MBO（Management Buyout）を実施した元上場会社による財務上の特約適用回避の事例（平成 22 年 3 月末、シンジケートローンの純資産維持条項に抵触する恐れがあり、金融機関と協議し、適用しない旨合意した事例）の場合は、開示対象外となるのか。

- ・ 「強制措置ではなく債権者との協議・合意によって弁済時期の繰り上げや担保提供等が行われ得るものは対象としない。」と整理した理由は、例えば、銀行と融資先との間で、「銀行の求めに応じて担保提供する。」旨の包括的な約定を行った場合、どのような資産が担保提供されるか不明な状況において、つまり、何も起こっていない時点で開示を行う意味がないと考えたためである。社債で言えば、開示対象にしないものとして担付切換条項をイメージしている。いずれにしても、実際に担保が提供された段階、若しくは繰上償還が行われる段階において、適時開示が行われるというイメージである。
- ・ 配付資料 15 頁「開示ガイドライン案（たたき台①）」、「継続開示（有価証券報告書）」の「『重要性がある』と判断される『コベナンツ』については、有価証券報告書の（連結）貸借対照表の注記事項として、その『具体的な内容』と、それが付されている債務の種類、残高及び最終弁済期限を開示する。」において、「『重要性がある』か否かの判断は、当該企業の個別の状況を踏まえて実質的な観点から行われることが基本であるが、当該『コベナンツ』によって弁済時期の繰り上げや担保提供を強制される可能性のある債務の総額が（連結）資産総額の 10%以上である場合は、原則として『重要性がある』とみなされる。（直接的に『コベナンツ』が付された債務だけでなく、抵触した場合に弁済時期の繰り上げや担保提供を強制される可能性のある債務の総額で判断する。）」とある。一般的な国内公募社債におけるクロスデフォルト条項においては、5 億円以上あるいは 10 億円以上のローンが対象とされており、当該ローンがデフォルトした場合には、当該社債は、期限の利益の喪失となる。さらに、その社債の期限の利益の喪失事由をもって、その他の銀行ローンなどのクロス・デフォルト条項が発動されるなどして次々と波及した場合には、結果的にその発行会社のほとんどの有利子負債がデフォルトになる状況も考えられる。この場合には、少額のローンであっても、これがトリガーとなって他の負債の大部分がデフォルトするとすれば、「重要性がある」とみなされることになるのではないかと。したがって、現実問題としては、非常に少額のローンにコベナンツが付与される企業においても、すべてのコベナンツについて開示を行わなければならない状況が生じるのではないかと。「重要性がある」ものに限定して発行会社

の負担を軽減するというのは、実は難しいかもしれない。十分に実態を踏まえ検討を行った方が良いのではないか。

- ・ 有価証券報告書の開示基準における重要性の有無は、実質的な判断に基づくべきものであるが、クロス・デフォルト条項、クロス・アクセラレーション条項によって、すべての債務が連動して影響を受けるのであれば、少額の債務に付されたコベナンツであっても、重要であると言わざるを得ない。
- ・ たたき台の開示ガイドライン案では、例えば、プットオプション条項のようなコベナンツも開示対象になるが、この場合はクロス・デフォルトやクロス・アクセラレーションに抵触することはないだろうから、資産総額の 10%以上が開示対象であると整理することで、開示対象外となることが多いのではないか。

3. 開示例（イメージ）

- ・ 配付資料 18 頁「開示例（イメージ）」、適時開示（臨時報告書）の【報告内容】では、「当社の債務に対する担保提供」の開示例が示されているが、新たなローンが行われた場合は、どのような開示が行われるのか。
- ・ 基本的には有価証券報告書において継続開示される内容に準じると考えている。新たなローンが重要性を有しているものの、コベナンツが付与されていない場合は、臨時報告書において、いつの時点で幾らの借入金が発生したという記載のみとなるイメージである。例えば、ローンにコベナンツが付与されている場合や担保設定されている場合は、それらの内容の開示とともに、いつの時点で幾らの借入金が発生したという開示が行われるという整理である。
- ・ 社債とローンを有している状況で、社債の償還時期がローンの弁済時期と比較して遅い場合は、社債投資家にとって、そのローンの償還期限や担保に供している資産の情報が重要ではないか。
- ・ 既存のローンの償還期限や担保に供している資産の情報は、重要であるとする。投資家においては、担保提供が行われているローンの償還期限と担保提供が行われていないローンの償還期限が区分して開示されていれば、より分かりやすいのは事実であろう。
- ・ 配付資料 9 頁「現在の開示制度（有価証券報告書による継続開示②）」、社債明細表及び借入金等明細表の開示（続）の「【借入金等明細表】（連結財務諸表規則様式第 10 号）の

(記載上の注意) 6. 」において、「リース債務、長期借入金及びその他有利子負債(1年以内に返済予定のものを除く。)については、連結決算日後5年内における1年ごとの返済予定額の総額を注記すること。」となっているように、現在の開示制度では、連結決算日後5年内における1年ごとの返済予定額の総額については開示が行われているが、その総額を担保の有無によって区分して開示する方法も考えられよう。

4. 留意点・検討事項

- ・ 配付資料 19 頁「留意点・検討課題①」の「開示対象企業の範囲」において、「社債発行残高を有する企業だけではなく、すべての有価証券報告書提出会社に対して同じ基準で開示を求めることになる。」とあるが、臨時報告書は、社債発行企業に限らず、重要なローンが行われた企業に対しても、提出を義務付けてローンのコベナンツ等の情報開示を求めることとした上で、社債発行の場合には、別途、発行開示書類において、社債のコベナンツ等の追加開示を行えば良いのではないかと。つまり、ローンのコベナンツ等の開示を社債発行の際に限って求めることとすると、社債発行に伴う開示のハードルが高くなり、社債の発行について検討を行っている企業は、その発行を躊躇する可能性があるのではないかと。
- ・ 有価証券報告書では、一律的に開示ルールが決められており、社債の発行の有無によって、開示のルールが変更されるのであれば、違和感を覚える。
- ・ 配付資料 20 頁「留意点・検討課題②」の「レピュテーション・リスク(風評被害の可能性)」において、「コベナンツへの抵触を懸念する社債投資家が保有社債の売却を急ぐ結果、社債市場の変動・混乱を増幅する可能性がある。」とされているが、本来開示とは、当該開示が行われることによって、保有社債の売却を急がせるという効果も想定していると思われるため、必ずしも、デメリットとは言えないのではないかと。
- ・ 社債投資家が開示内容を適切に理解したうえで行動するのであれば、特段の問題はない。ただし、社債投資家がどこまで正しい情報・正しい理解に基づいて行動しているかが、懸念される場所である。もっとも、だから開示しないということでは本末転倒である。
- ・ 「レピュテーション・リスクを企業側が強く懸念する結果、債権者がコベナンツの設定を企業に対して交渉しにくくなる可能性がある。」とされているが、例えば、ローンにおける企業の金融機関との交渉力が向上することにより、例えば社債とローンのパリパスを確保し

やすくなるなど、投資家にとって有利なコベナンツが設定される可能性もあり、必ずしも、デメリットとは言えないのではないか。

- ・ ローンレンダーと債務者である企業との間で妥当なコベナンツが約定され、それを通じてローンレンダーが企業の行動に対して適度な拘束力を有する場合は、ローンレンダーに限らず、社債権者にとっても望ましい状況であると考えられる。
- ・ 仮に、コベナンツに抵触することになったとき、ローンレンダーと企業との間で、新たに柔軟に条件変更等の対応手続きがとられることは、今後の信用力回復に向けた前向きな対応と言えるのではないか。コベナンツが付与されないことにより、ローンレンダーと企業の交渉のプロセスが失われることは、社債権者にとっても望ましい姿と言えないのではないか。

5. コベナンツ

- ・ 配付資料 12 頁「現在の継続開示事例」で、「格付 BBB 格以下の国内公募社債発行企業の有価証券報告書(直近期提出分)における財務コベナンツの開示状況」が紹介されているが、この中で、レバレッジレシオを制限するコベナンツが付与されている社債があり、レバレッジを上げたいタイプの海外スポンサーが当該社債を発行している。一方、銀行では、レバレッジを上げないように、社債の発行企業に対して、厳しくモニタリングを行っているのではないか。
- ・ オペレーティングを制限するコベナンツは、経営の自由度が奪われることになるため、こうしたコベナンツが緩い、若しくは、そのコベナンツがない海外でのハイ・イールド債の発行が増えるのではないか。
- ・ 我が国社債市場では、利益維持条項が付与されたコベナンツが存在するが、一方、米国社債市場では、当該コベナンツは存在しない。赤字は、企業の業績悪化を示す最初の重要なヒントではあるものの、例えば、天災や M&A に伴う理由もあるため、赤字そのものが悪いわけではないのではないか。
- ・ 我が国社債市場では、プットオプション条項付の普通社債の発行実績は殆どないのではないか。海外の社債市場においても、プットオプション条項付の普通社債は、極めて稀ではないか。プットオプション条項は、発行会社の信用状況を著しく変化させる可能性があり、その付与には極めて慎重であるべきと思う。ただし、我が国の転換社債型新株予約権付社債の発行では、複数の事例で、プットオプション条項が付与されおり、その条項が付与されている理由は、その社債を発行した企業の株価が上昇しないときに償還を受けるためである。

- ・ 強制的に期限の利益の喪失が到来するコベナントを社債に付与することは、非常に慎重であるべきではないか。米国のハイ・イールド債市場においても、例えば、発行会社によって、追加的にレバレッジを上げなければ、期限の利益の喪失とならないコベナントが多いのではないか。
- ・ M&A が頻繁に行われる欧米では、チェンジ・オブ・コントロール条項によって、例えば、社債の発行残高の30%について、プレミアムをつけて償還し、社債の残高を減少した上で、改めて、投資家と企業との間で交渉が行われることもある。

6. 社債の投資スタンスについて

- ・ 平成23年3月、特定の情報・通信事業の上場会社が、初めて、米ドル建とユーロ建で、ハイ・イールド債（7年債、取得格付Ba3、BB、利率年8.250%～8.375%（日本円の実質金利年5%台後半の予定）を発行した。このハイ・イールド債は、ロードショーを行っている間に、東日本大震災が発生し、予定していた週のプライシングが見送られたものの、その翌週には、問題なく発行された。このような起債は、我が国社債市場では、将来的に実現することが有り得ないのではないか。
- ・ このハイ・イールド債のプロスペクトス（目論見書）は、非常に充実している。目論見書では、我が国や海外の銀行ローンのすべてのコベナントが開示されており、海外の投資家は、約3週間で、このハイ・イールド債の購入を決断したようである。一方、我が国において、7年間も5%以上の金利を支払って、十分に利益を向上させて会社を発展させたい企業が、どの程度存在するのか。社債の金利で、5%以上を支払って、ROE（株主資本利益率）を向上させたい企業は少ないのではないか。Debtの金利も、そのROEの範囲内で払うことによってROEを向上させるといった真っ当な資本構成に関する議論を行ってみたい。
- ・ 例えば、証券会社がBBB格の社債を販売する際、我が国の投資家は、銀行ローンの返済期日と比較して、社債の償還期限が早く到来して欲しいと考えているのではないか。つまり、銀行ローンの返済期日が到来し、その返済が完了した瞬間に、社債がデフォルトすることを恐れているのではないか。一方、海外の投資家は、長い期間高いクーポンを享受できれば良いと考える者が多い。この点について、今後、発行会社と投資家の意見を聞いてみたい。

2. 次回会合

第8回会合を6月7日（火）に開催する。

(配付資料)

- ・ コベンツ等の情報開示について（議論たたき台）

以 上