

日本証券業協会  
社債市場の活性化に関する懇談会 第2部会

---

## コベナンツ等の情報開示について

～金融機関からみたその在り方について～

---

2011年11月18日

株式会社 三菱東京UFJ銀行  
CIB推進部 中谷 朋喜

この資料は日本証券業協会 社債市場の活性化に関する懇談会における議論・検討の目的で、左記個人の見解によって作成されたものであり、当該個人が属する組織の公式見解を示すものではありません。また本資料に記載されている内容は、信頼に足り、また正確であると判断した情報・見解に基づき作成されたものですが、その正確性・確実性・客観性を保証するものではありません。

## 邦銀が貸出に設定するコベナントの特徴について

前提: ①邦銀独特の企業とのロングリレーション  
②企業の銀行使い分けによる、銀行間の情報の非対称性

- ✓ 邦銀の設定するコベナントは、企業の経営状態のモニタリング目的のものが大半。
- ✓ ヒットした場合、経営体質改善に向けたアドバイスやリクエストを行い、これが満たされればヒットした事実そのものは咎めない(waiveする)こともある。
- ✓ 銀行同士でも、各銀行が有する当該企業に関する情報の質・量が異なるため、お互いのコベナント情報を仮に見たとしても、その「意図」までは理解できない  
「意図」= 目的は何か、どの程度予防的か、ヒットしたらどのように当該企業への関与を強める積もりか

## 銀行借入等コベナンツ開示の制度化がもたらす影響について (一般的に想定されるシナリオ)(1)

- 前提:①企業の銀行使い分けによる、銀行間の情報の非対称性  
②邦銀貸出コベナンツの「意図」までは、レンダー同士(銀行、社債投資家)で共有できない  
③本邦の銀行・投資家はリスク回避傾向が非常に強い  
④それぞれの局面で銀行・投資家(株式・社債)は自身にとって合理的に行動する

1. 制度化により、一斉に当該企業の銀行借入等のコベナンツが開示される。
2. 特に低格付企業の場合、銀行同士が、開示された中で最も厳しい(又はメインバンクの)コベナンツに条件を揃え、ほぼ全ての銀行借入コベナンツが一本化される。  
(前提①・②・③・④)
3. 銀行のみならず社債投資家を含め、「とりあえず他社のコベナンツに合わせておけば安心」との発想が大勢を占め、結果的に当該企業の大半の債務のコベナンツが一本化される。  
(前提②・③・④)

---

## 銀行借入等コベナンツ開示の制度化がもたらす影響について (一般的に想定されるシナリオ)(2)

---

4. 一本化されたコベナンツにヒットすると銀行・社債投資家は、債権回収への乗り遅れだけは回避すべく競って期限の利益を喪失させ、当該企業の経営はたちどころに行き詰まってしまう。  
(前提②・④)
  5. この混乱を恐れ、銀行等はコベナンツヒットが近づいただけで、短期回転貸出の継続に応じないなどの予防的保全策に走り、当該企業は資金不足に陥る懸念大。また、コベナンツヒットすると経営が行き詰まることへの不安から、コベナンツヒットが近づくと当該企業株は売り込まれ、株価が急落し信用不安が生じる。そうなると銀行等は保全対策を一層強めざるを得なくなる。  
(前提③・④)
- コベナンツ水準に近づいただけでデット・エクイティ市場が負の連鎖を起こして当該企業の経営に甚大な悪影響をもたらす。

---

## 銀行借入等コベナンツ開示の制度化がもたらす影響について (一般的に想定されるシナリオ)(3)

---

6. 上場企業は前述のような重大な経営リスクを回避すべく、制度対象から逃れるために証券市場／社債市場からの退出を真剣に検討する。競って非上場化／全社債繰上償還を目指す可能性もある。

→本邦証券市場・社債市場にとって大きなマイナス

### 【まとめ】

銀行借入等コベナンツ開示の制度化がもたらす影響は・・・

- ①制度化対象の上場企業に新たな、かつ重大な経営リスクを負わせる
  - ・一本化されたコベナンツ条件に近づかない舵取りが最大の経営課題に
- ②経営リスクを回避したい上場企業の証券市場／社債市場からの退出志向を招く
  - ・本邦証券市場・社債市場にとってダメージ
- ③一本化されたコベナンツヒットに近づいただけで上場企業の経営に支障が生じ、ヒットしたらたちどころに行き詰まってしまう
  - ・本邦の企業金融の枠組み崩壊

---

## 銀行借入等コバナンツの開示範囲を限定する考え方について

---

- ✓ 開示の制度化の範囲を制限(対象企業・開示すべき情報)する考え方は、インパクトを抑制する発想としては異論ない。  
では、工夫を凝らした制度設計により前述のプロセスで経営が行き詰まる企業が数社レベルに留まれば(議論のため非現実的に設定)、制度導入は成功と言えるのか？
- ✓ たとえわずかな社数でも、新制度の副作用として話題性が高いためメディアの標的となる。その他上場企業も、新たに負わされた経営リスクに不満を表明。当該企業、その株主、メディア、多くの上場企業から、日証協／当懇談会に批判が集中する可能性あり。
  - ・対処不能の事態に陥るリスクあり
  - ・日証協／当懇談会として「全体最適を見失った」との批判への反論は困難

### 【意見】

銀行借入等のコバナンツ開示の制度化に「不本意に巻き込まれる」上場企業は1社も出してはならない。  
その前提での制度設計が困難であれば(筆者には妙案なし)、制度化は見送るべき。

---

## コベナンツ等開示の在り方に関する今後の検討の進め方(案)

---

- ✓ 上場企業の中には、以下のようなB、BB格相当の企業も一定数存在すると思われる。
  - ①銀行借入への依存度が低い会社  
→銀行借入等のコベナンツを開示してもあまり困らない
  - ②格付取得や社債発行を真剣に検討したことがない会社  
→潜在的投資家の存在を知らず、格付取得も意味がないとして見送り
- ✓ 当懇談会が果たしうる役割として、このような上場企業に社債発行の可能性について「気づき」を与えるべく呼びかけつつ、潜在的投資家が重視する点として銀行借入等のコベナンツ開示があることを示し、自主的な開示の検討を促すことが考えられる。
- ✓ この考え方に沿い、上場企業への「呼びかけ」の内容検討に注力してはどうか。
  - ・なお、「魅力ある呼びかけ」の骨子は潜在的投資家の具体的な声(ニーズ)。「銀行借入等コベナンツが開示されれば真剣に低格付社債投資を検討する」投資家ニーズが存在することが大前提。
  - 投資家の声をあらためて整理する必要あり？

---

---

ご静聴ありがとうございました