

## 「第11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11月18日(金)午後4時～5時30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. コベンナツ等の情報開示について

三菱東京UFJ銀行 中谷委員から、「コベンナ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～」、配付資料に基づき、次のとおり報告・説明が行われた後、意見交換が行われた。

#### 【説明・報告】

##### ○ はじめに

- ・ 日本の金融市場の特性を踏まえ、「コベンナツ等の情報開示」の制度化がもたらす、主に企業への影響に関する検討と、それを踏まえた情報開示の在り方に関する考え方の私案について説明したい。なお、サブタイトルを「金融機関からみたその在り方」としているが、全ての銀行がこのように考えるとは限らないが、銀行は一般的にこのような考え方をするのではないかという前提で作成している。

##### ○ 邦銀が貸出に設定するコベンナツの特徴について

- ・ 「邦銀が貸出に設定するコベンナツの特徴について」であるが、日本の銀行（以下「邦銀」という。）に限った話ではないが、とりわけ邦銀は、一般的なコベンナツ設定の目的とされる「債権を回収するトリガーポイント」以外の意図を持ってコベンナツを設定していることが多い。まず前提として、「①邦銀独特の企業とのロングリレーション」と、「②企業の銀行使い分けによる、銀行間の情報の非対照性」すなわち情報の質も量も異なるということがある。そのうえで、3点ほど申し上げたい。まず、邦銀の設定するコベンナツは、企業の経営状態のモニタリングを目的としたものが大半である。次に、特に邦銀独特なことであるが、コベンナツにヒットした場合、経営体質の改善に向けたアドバイスやリクエストを行い、条件が満たされた場合には、ヒットした事実そのものは咎めないことが多い。3番目に、銀行同士でも、それぞれの銀行が持っている当該企業に関する情報の質と量が異なるため、お互いのコベンナツ情報を見たとしても、その「意図」までは理解できない。

- ・ 「意図」という言葉について私なりに定義したい。「意図」には幾つかの要素があり、まず「目的は何か」、すなわち、何のためにコベナンツを設定しているのかということが考えられる。次に、その中身や水準が、どの程度予防的かということも考えられる。また、ヒットしたら、どのようにその企業への関与を強めるつもりなのかといった要素も考えられる。

#### ○ 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）

- ・ 「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）である。ここで申しあげる「制度化」は、法令や証券取引所の上場規則による義務化のみならず、いわゆるガイドラインの制定等を含め、コベナンツの開示を望んでない企業であっても、実態的に開示を余儀なくされる場合全般を指している。そのうえで、大きく6つに分けて一般的に想定されるモスト・ライクリー・シナリオを説明しているが、特に新しい論点はなく、過去に本部会の議論の中で挙げられた論点を一連の想定されるシナリオの中で並べ替えただけと認識している。違いがあるとしても、過去に留意点やリスクとして紹介された論点を、普通に考えると生じる蓋然性が高い、すなわちモスト・ライクリーなものとしているだけである。
- ・ シナリオの前提について4点ほど説明したい。1番目は、銀行ごとに持っている情報が違うこと。2番目は、コベナンツの情報そのものを見ても、それぞれの邦銀の貸出コベナンツ意図まではわからないこと。これは、銀行同士だけではなく、社債投資家を含めてである。3番目は、邦銀や日本の投資家は、リスク回避傾向が非常に強いこと。4番目は、それぞれの場面で銀行や株式含めた投資家は、自身にとって合理的に行動することである。
- ・ 一般的に想定されるシナリオに入りたい。まず、制度化により、企業の銀行借入等のコベナンツが一斉に開示されたとすると、開示された銀行のコベナンツの内容について、最も気にするのは銀行同士であると思われる。銀行同士はお互いのコベナンツの状況を見比べ、開示された中で最も厳しいコベナンツ、又はメインバンクのコベナンツに合わせる動きが生じ、結果的に大半の銀行借入コベナンツが一本化されることが見込まれる。これは、いわゆる低格付企業の場合に顕著だろう。銀行がなぜこのような対応を取るかであるが、銀行同士は、それぞれ持っている情報が異なるため、コベナンツをどういう意図で設定しているかお互いにわからないなか、一般的にはメインバンクが持っている情報が最も確かなのではないかと考える。例えば、メインバンクが自行よりも厳しいコベナンツを設定していれば、何か自行の知らない情報に基づいて厳しいコベナンツを設定しているのではないかと考え、とりあえずそこに合わせようと

するだろう。昨今のように本邦のローン市場の市況が緩んでいる状況下では、逆のケースもあり得るかもしれない。いずれにしろ、一本化、収れんする方向に向かうと考えられる。

- ・ 次に、それを見た社債投資家がどう考えるかである。邦銀の設定する貸出のコベナンツには意図があるということは理解できても、その意図の中身までは把握できないであろう。それから、銀行と社債投資家で、持っている情報の優位性について比較すると、ケースバイケースではあるが、一般的には、社債投資家の情報は、ほぼ開示情報、公開情報に限られるが、銀行はそれに加えて相対の情報も持っているため、銀行の方が持っている情報が多いと考えられている。そのため、「より多い情報を持っている銀行が、過不足のない適切なコベナンツを設定しているだろう」と考えるのが合理的であり、そのため結果的に、投資家も銀行が設定するコベナンツに社債のコベナンツを合わせておけば安心だと考えるだろう。これにより、当該企業の銀行ローンや社債の大半のコベナンツが、一本化され、収れんしていく蓋然性が高いと考えられる。
- ・ 次に、そういった状況・銀行ローンと社債の大半を通じて一本化されたコベナンツにヒットした場合、他の債権者がどう出てくるかわからないため、誰かが期限の利益を喪失させるという最も強硬な手段に出る場合には、債権回収への乗り遅れだけは回避するため、競ってこれに追従する動きが生じるであろう。そうすると、当該企業は資金繰りに行き詰まり、経営が立ち行かなくなってしまうのではないか。当初は違う意図を持ってコベナンツを設定していた銀行自身ですら、この局面では債権回収への乗り遅れを避けることが最優先課題となるため、期限の利益を喪失させる行動を取らざるを得なくなることも考えられる。
- ・ さらに、コベナンツにヒットする手前から、こういった混乱が一部生じる可能性がある。ひとたびコベナンツにヒットすると、期限の利益を喪失させる動きが広まるなどの混乱が見込まれるなか、銀行ローンは形態が様々であるので、コベナンツのヒットが近づいたというだけで、例えば短期回転している運転資金貸出の継続に応じないといった予防的な債権保全策に走る銀行が出てくることも考えられる。そのため、当該企業が徐々に資金不足に陥っていく懸念が高まるという状況も見込まれる。
- ・ また、コベナンツにヒットした場合に混乱が起こるであろうことや、その企業の経営が行き詰まるであろうことは容易に想像できるため、このような動きはデットの市場だけに収まらず、エクイティ市場に波及し、その企業の株が売りこまれて株価が急落してしまい、信用不安を生んでしまうことも考えられる。信用不安が生じると、銀行等の債権者は、さらに保全策を強めざるを得なくなる。このようにデット市場とエクイティ市場が負の連鎖を起こしてしまい、その企業の経営に甚大な悪影響をもたらす方向に相互に影響しあう可能性が、コベナンツにヒッ

トする手前から考えられる。

- ・ 一方、上場企業としても、そういった経営リスクを回避する対策を当然に講じるであろう。コベンナツの開示が制度化（義務化）されているからこのような経営リスクを負うことになった以上、制度対象から逃れることを目指すことも、その企業にとって合理的な対策の一つである。例えば、上場している企業を制度対象とすれば、証券市場から出て行く（上場を廃止する）、社債を発行している企業を制度対象とすれば、社債の残高をなくす（全ての社債を繰上げ償還する）といった方法により、経営リスクを解消することを検討するかもしれない。こうした動きがどの程度市場へのインパクトがあるかはわからないが、総じて、日本の証券市場・社債市場にとって、大きなマイナスであるといえるだろう。なお、マイナスの面ばかり申し上げているが、コベンナツが開示されることにより、投資家にとって、社債投資の判断材料が増えるというプラスの面があるという本部会の議論の前提はよく理解している。
- ・ 銀行借入等コベンナツ開示の制度化がもたらす影響についてまとめると、1点目は、ヒットするかないかは別として、制度の対象になった企業に対して、重大な経営リスクを新たに負わせることになる。コベンナツにヒットする手前から経営が混乱に陥る状況になりかねない以上、制度の対象となった企業は、デット市場全体を通じて一本化されたコベンナツ条件に近づかないようにすることを、最大の経営課題とせざるを得ないだろう。2点目は、制度対象から逃れるため、企業の証券市場や社債市場からの退出志向を招く点である。これは日本の証券市場・社債市場にとってダメージが大きいと考えている。3点目は、デット市場全体を通じて一本化されたコベンナツは、ヒットに近づいただけでその企業の経営に障害をもたらし、ヒットすればたちどころにその企業の経営を行き詰まらせてしまう状態そのものの問題性であり、これは「日本の企業金融の枠組みの崩壊」というべき事態と考えている。
- ・ 以上のシナリオは、足元の日本企業と邦銀の関係性や、ローン・マーケットの状況を念頭に置いた場合、想定しづらいという意見も考えられるだろう。最近の報道にも、銀行は貸出残高を増やせずに苦しんでおり、何とか貸出を伸ばしたいという論調の記事があった。これは事実であり、言わば歴史的に見ても貸出の需給が非常に緩んでいる環境では、本日ご紹介したようなネガティブなシナリオは想定しづらいかもしれない。しかし、現在本部会で議論しているのは、もっと長期的な枠組作りであり、現在のような企業金融のローン市場の需給が緩んでいる状態だけを想定して議論することは、判断をミスリードしてしまうと考える。
- ・ また、顧客の業種ごとのエクスポージャーが非常に偏っていると指摘されている邦銀もあり、総じて、貸出市場の需給は非常に緩んでいる環境下では、顧客の業種によっては、エクスポージャーの管理をますます強めていかなければならないと考えられるだろう。いずれにしろ、現

在の本邦の全体的なローン市場環境からは、なかなか想定しづらいシナリオかもしれない。

#### ○ 銀行借入等コベンツの開示範囲を限定する考え方について

- ・ 「銀行借入等コベンツの開示範囲を限定する考え方について」である。開示の制度化の範囲、すなわち、対象企業や開示すべき情報を制限してはどうかという意見はこれまでも出ており、全ての上場企業を対象に、何でも開示すれば良いというわけではないという意見が大半であると理解している。この考え方自体には異論はなく、発行体の負担の軽減にもつながるといふ意見もあったと認識している。
- ・ では、開示の範囲等をうまく制限し対象企業の負担をなるべく抑えるような制度設計をすることで、先ほどご紹介したシナリオに巻き込まれて経営が行き詰まってしまう企業の数、非現実的な少数に止まった場合を議論のために想定し、そうであればこの開示制度の導入は、全体として成功といえるのかという点を考えてみたい。結論から申し上げれば、そうではないと考える。たとえごく少数でも、先ほどまでのプロセスに巻き込まれることにより経営が行き詰まるという状況に陥れば、新しい制度の副作用として話題性が高くメディアの標的になることが予想される。この場合メディアは、それぞれ合理的な判断で行動した銀行や社債投資家などの債権者を標的にはできないだろう。また、ただちに経営が行き詰まらなくとも、制度化の対象となった企業は、潜在的な経営リスクを新たに負わされることになるので、不満を述べることも考えられる。以上により、制度化を主導した本部会や事務局である日本証券業協会に、「低格付社債市場を活性化するというプラス面のみを見て、より大きな視点である企業金融全体への影響について考慮が欠けていたのではないか」という批判が集中する可能性が考えられる。そうなった場合の反論や対処は難しいのではないか。
- ・ このように、たとえ制度設計の観点ではきわめて上手くいった場合を想定しても、全体としてはネガティブなインパクトを与えることも考えられるのではないか。これを踏まえると、銀行借入等のコベンツ情報の開示の制度化を望んでもいないのに不本意に巻き込まれる企業は、1社も出してはならないというのが私の意見であり、この前提で、制度設計の在り方を考えるべきと考える。しかし、不本意に巻き込まれる社を1社も出さないような制度設計について、妙案が浮かばないため、制度化そのものを見送るべきではないかと考える。
- ・ 少し別の観点から申し上げますと、銀行借入等のコベンツ情報の開示の制度化は、日本の企業金融・市場全体にもたらす影響と同時並行で議論すべきだろう。制度の導入に伴う企業金融・市場全体でのメリット・デメリットを比較して、メリットの方が明らかに大きいという判断がつくまでは、導入を避けるべきではないか。そこで、先ほどまでのシナリオに巻き込まれ、

経営が行き詰まる企業数が実際には何社程度になるのか、という制度導入のデメリット面の定量的な把握が必要であるが、正確に見極めることはもちろん、おおよその定量的な予測すら困難だろう。よって、デメリットの大きさを測ること自体が難しいため、メリット・デメリットの定量的な比較がそもそも困難であり、この点からもやはり制度化は見送るべきではないかと考える。

#### ○ コベナント等開示の在り方に関する今後の検討の進め方（案）

- ・ しかしながら、この議論を止めるべきであるとまでは考えていないので、今後の検討の進め方について私案を提示したい。本部会では銀行借入等のコベナント情報の開示の制度化は、投資家から見て、低格付社債への投資にあたっての判断材料が増えるのではないかという観点から検討されているので、それを踏まえた考え方である。
- ・ 日本の上場企業約 3600 社の中には、格付けを取得していない企業や、潜在的な格付けがBやBBといった、いわゆる投資適格水準でない企業も一定数存在しているが、2つの類型を示している。
- ・ 1つは、銀行借入への依存度が低い上場企業である。これらの会社は、銀行借入にそれほど依存していないので、銀行借入等のコベナントが開示されてもさほど困らないし、場合によっては銀行借入を止めるという選択肢も取り得る。
- ・ もう1つは、潜在的な格付けがBやBBであり、格付の取得や社債発行を真剣に検討したことがない会社であり、こうした会社は相当数あるのではないかと考える。こうした会社は、自社の社債に対する潜在的な投資家が存在していることをそもそも知らないため、真剣に検討を行っていない場合が多い。実例であるが、ある企業が新規に公募社債を発行すべく、まず格付けを取得しようと格付会社と交渉したが、BB+しか取得できそうにないため、格付取得と社債の発行を断念したということがあった。その会社の社長は、格付取得を断念した理由として、格付けがBB+では体面が悪く、BB+を取得しても何もできないとのことであった。こういった会社に対して、BB格でも、潜在的な社債投資家は存在していると呼びかけができれば、次につながるのではないか。
- ・ 本部会が果たしうる役割として、仮に銀行借入等のコベナント情報の開示の制度化を見送ったとしても、上記のような上場企業に、社債の発行の可能性についての「気づき」を与えるべく、呼びかけることができるのではないか。その上で、興味を持った企業に対して、潜在的な投資家は存在しているが、そうした投資家は、銀行借入等のコベナントについて関心が高いため、自主的に開示してはどうかと呼びかけることはできるのではないか。この考え方

- に基づき、こうした上場企業への「呼びかけ」の内容について、注力して議論してはどうか。
- ・ なお、この「呼びかけ」が魅力を持つかどうかは、潜在的な投資家が存在し、具体的なニーズが確かにあるということを、どれだけ具体的に示せるかに懸かっているだろう。そのため、仮に銀行借入等のコベナンツが開示されれば、真剣に低格付社債の投資を検討する、という投資家のニーズが確かに存在していることが大前提となるだろう。
  - ・ 最後に「投資家の声を改めて整理する必要があるか？」としているが、事務局に確認した限りでは、投資家は低格付社債への投資へのニーズがある点は確認済みということであるが、そうであるならば、「呼びかけ」の裏付けとして、改めてこれらの投資家の声を整理してみてもどうか。
  - ・ 最後に全体をまとめると、そもそも、企業が社債市場で資金調達したいと考えるかどうかを含め、コベナンツ等の情報開示が、大なり小なり、その企業に経営リスクを負わせるマイナス面を含むものであれば、その判断は、リスクを背負うことになるそれぞれの企業に委ねるべきであり、一律に制度化するべきではないのではないか。したがって、自主的な開示を促す、呼びかけることに止めるのが適当ではないかと考える。

## 【意見交換】

### (1) 銀行借入等のコベナンツの意図

- ・ 前回の会合及び本日のプレゼンテーションにおいて、「コベナンツの意図」という観点が示されたが、これは貸し手である銀行ならではの観点であると深く感じた。
- ・ コベナンツの意図について考えると、コベナンツの種類はそれほど多くないので、日本の場合、いわゆる黒字維持（利益維持条項）とそれ以外に分けられるだろう。黒字維持以外のコベナンツは、例えば配当制限や追加借入制限等のように、ネガティブプレッジであるので、同様に扱えるのではないかと考える。
- ・ 以前に調査・確認したところ Moody's' と S&P では、BBB未満の格付を取得している日本企業は、わずか3社であった。一方米国では、BBB未満の企業は1,500社程度ある。事例として紹介があった「BB+では体面が悪い、社債を発行できない」という感覚は、米国には全くないと認識している。意図のあるコベナンツとは、具体的にどんなものか。また、それがほとんどの企業に関係してくるのかどうかを確認してから議論したほうが良いのではないかと考える。

- ・ 意図を持ったコベナンツとしては、例えば、長期的なリレーシヨンの維持を目的とした親会社の異動制限などがある。これは、子会社向けの貸出しを行っているような場合につけられるコベナンツであり、他の財務コベナンツは付いていないが、異動制限だけが付いているというケースもある。
- ・ 他には、純資産や利益をゼロ未満にしない等、条項としては極めてシンプルなものが多い。
- ・ 欧米でいうチェンジ・オブ・コントロールのことだろうか。貸出先は、グループ企業のほうが確実だという一般的な見方があるので、当然ではないだろうか。
- ・ 銀行借入等のコベナンツは条件面そのものよりも、コベナンツにヒットした場合にどうするかという点に意図が込められている場合が多い。すなわち、期限の利益をただちに喪失させることを想定していないケースが多く、会社の経営体質の改善を求めたり、アドバイスをしたりするなどの様々な対応を想定してコベナンツを設定している。
- ・ 以前に本部会で示されたコベナンツの類型では、純資産維持条項や利益維持条項は日本独特ということであり、これが日本の慣行ということであれば納得するしかない。
- ・ コベナンツの意図について、例えば、銀行が財務コベナンツを設定する場合、低格付の会社であればあるほど、業界特性等を踏まえたうえで、キャッシュフローを見極めるために事業計画を精査している。さらに設定するコベナンツ水準についても、仮に抵触した場合でもその時点から事業の再建が可能なレベルになるよう検討を行っている。単に「純資産維持条項」や「利益維持条項」といっても、ファイナンス期間に応じて5年程度の期間の業務計画を確認し種類及び水準を設定しているものであり、コベナンツに込めた本当の意図は、開示されれば容易に分かるというものではないと考える。

## (2) 銀行借入等コベナンツ開示の制度化及びその影響

- ・ モスト・ライクリー・シナリオとのことであるが、最も悲観的なシナリオというのが率直な印象である。シナリオ全体のコアは、コベナンツが開示されることによって、銀行は、他行のコベナンツと条件を比較し、その結果コベナンツの条件が厳しくなるという点だろう。前回の議論で、銀行は他行のコベナンツをあまり気にしないとのことであったが、やはり他行のコベナンツを非常に気にするのだと確認できた。開示されていない情報は確認できないため、気にしないようにしているというだけであり、開示するニーズ自体は、銀行自身も有しているという印象である。



- ・ コベンツの条件は、貸し手の都合だけではなく、借り手との交渉で決まるものであると考えられるため、競争原理が働くと想定できる。過去の本部会で、銀行の方から伺った限りでは、格付けがBBBクラスであれば、むしろ優良な貸付先であり、積極的に貸していきたいということであった。これを踏まえると、いわゆる低格付けの企業であっても、複数の銀行が融資したいと考えていると想定できる。その場合、銀行の都合だけで、コベンツの条件が一方的に厳しくなるということではなく、企業は、できれば条件を緩くしたいと当然考えるため、銀行同士の競争により、条件のバランスが取れるのではないか。
- ・ 同様に、とりあえず他行のコベンツに合わせるという点についても、銀行は、リレーションシップバンキングとして融資先との間で関係を深めるため、例えば融資の金利水準を、各行のノウハウに従い、様々なサービスを提供していることを考慮して決定していることを考えると、コベンツ情報の開示が行われたからといって、一方的に条件が厳しくなるということはないのではないか。
- ・ 一本化されたコベンツにヒットした場合、銀行や社債投資家は、債権回収に乗り遅れまいと一斉に回収に走るということであるが、コベンツが一本化されているのであれば、全員共通の条件ということであるので、痛みを分け合うという選択肢も考えられるのではないか。また、債権回収の過程では競争原理が働くが、条件決定の段階では競争原理が働かないというのは、少々バランスを欠く印象である。
- ・ コベンツが開示された状態で、コベンツのヒットに近づくと、当該企業の株式は売り込まれるということであるが、この点について疑問がある。コベンツを開示していなかった場合の事例であるが、2008年のいわゆるリーマンショックの直後、新興マンションのディベロッパーが、コベンツに抵触しそうでであるという噂が流れた結果、株価が急落したことがあった。これは、コベンツを開示しないことによって憶測を招き、逆に株価が大きく乱高下した事例であるといえる。そういった可能性を考えると、あらかじめコベンツ等の内容を開示しておけば、時間をかけてマーケットの中にそういった要素を織り込んでおくことによりショックを和らげる、すなわち突然コベンツの存在と抵触が発覚することでマーケットが過剰な反応をすることを、多少なりとも緩和できるのではないか。開示することにより、経営者が、コベンツに抵触するかしないかという点に一層注意を払って経営をするのは、投資家やアナリストにとっては、非常に歓迎すべきことであると考えられるので、やはり情報の開示にはニーズがあると考えられる。
- ・ 制度化の範囲を制限するのは、確かになかなか難しいだろう。例えば、重要なローンの契約が締結されたということであれば、社債投資家であろうと株式投資家であろうと、投資家の関

心が高い重要な情報だろう。やはり限定せずに開示を求めるのが本来の姿であるとする。また、制度化はしないということになると、良い情報は開示するが、悪い情報は開示しないというインセンティブが働いてしまうのではないか。また、過去の本部会の議論では、コベナンツについて、企業は開示したいが、銀行が了承しないので開示できないといった話もあった。守秘義務の関係であると考えられるが、法定開示とすれば統一した情報を開示できる。逆に自主開示とすると、守秘義務を理由に全く開示がなされないことも考えられる。

- ・ 制度設計の主体として、本部会や日本証券業協会に批判が集中するのではないかとこの点については、むしろ議論を重ねても前に進まなかったことに対する批判が集中することのほうが、よほど怖いのではないかと考える。
- ・ コベナンツの開示の制度化に不本意に巻き込まれる企業を1社も出してはならないという点についても、言い過ぎではないかと思われる。確かにマイナスの影響を受ける企業も出てくると考えられるが、やはり投資判断にとって重要な情報の開示について、コストベネフィットを考えて導入を検討するというのが妥当ではないか。むしろ、コベナンツを開示することで、有事の際の価格の変動幅を抑制するといった効果が期待できるうえに、マーケット全体に対する信頼性向上にも資するだろう。最近、外国人の投資家から、オリンパスと同業種で収益性が高い企業があるが、当該企業の会計について質問を寄せられたことがある。開示を充実することで、マーケット全体の信頼性を高めることは、非常に重要なことではないかと考える。
- ・ 銀行が他行のコベナンツを気にするかどうかという点であるが、銀行によって異なる考え方があるかもしれないが、基本的にはご理解の通り他行のコベナンツは気にするものである。しかし、情報が取れないため、ブラックボックスになっている状況だと考える。
- ・ コベナンツが開示された場合、一方的に条件が厳しくなるのか疑問とのご指摘については、既に冒頭説明にて触れられているとおり、厳しくなるだけではなく、競争原理が働き、緩い方向に一本化される可能性もあるだろう。紹介されたシナリオが成り立つか否かに関して重要なのは、「収れんしていく」という点であり、収れんするサイドが厳しいか緩いかは重要ではない。仮に「厳しいサイドに」収れんすると説明された点に着目してシナリオ全体が悲観的との印象を持たれたのであれば、そのようにご理解いただきたい。
- ・ コベナンツが開示されることによって、それを織り込んだ市場価格が形成されるため、マーケットの乱高下を防げるのではないかとこの指摘については、確かに乱高下により市場が混乱に陥る事態は回避できるかもしれない。しかしながら、開示されたコベナンツにヒットしたら、当該企業の経営が行き詰まることが明らかであるため、乱高下はしなくても株価が下落してい

く点では同じことであり、むしろ明示的なリスクを背負ってしまうことのほうが重大なのではないかと考える。

- ・ 本部会の目的は、いわゆる低格付の企業でも社債を発行できるようにすることで、銀行ローン以外の資金調達手段を確保できるようにし、投資家にもバリエーションのある投資機会を与えることで、少しでも社債市場を活性化することである。批判があるかもしれないからやめるといった理由で、議論すべきことでもない打ち切ってしまうのは、あまり健全ではないのではないか。どうすれば少しでも低格付の企業が社債による資金調達ができるようになるのかという議論にしていく必要がある。
- ・ 本日のプレゼンテーションで明確になったことは、銀行借入等のコベンツの開示は、銀行借入している企業にとって、株式上場を諦めなければならないぐらいのインパクトがあるということである。コベンツにヒットして、期限の利益を喪失するということは、社債投資家のみならず、株式投資家にとっても疑いようのない重要な情報であるといえる。米国でコベンツが定期的し適時開示されているのは、こういった理由からだと考えられるが、日本では、これまで開示されてきていない。本日のプレゼンテーションは、現状が前提となっているが、コベンツには社債や株式の投資判断に重要な条項があり、上場企業がコベンツを開示してこなかったことの方が問題だと考えている。
- ・ コベンツにヒットするかどうかは株価に影響すると言及されていたとおりであり、株価に影響する重要なコベンツ情報がほとんど開示されてこなかったということである。また、開示するかどうかという議論の前に、銀行借入等のコベンツについて、証券会社は、引受審査の段階で確認しているのか、他にも、格付会社は格付を評価する際に確認しているのかという論点があるが、おそらく、いずれの場合にも確認されていない、確認できないのではないかな。なぜならば、広く一般向けに開示されていないからである。これは日本の証券市場にとって極めて大きな問題ではないか。もちろん、これは、社債について考えている本部会で議論するテーマではないのかもしれないが、日本の証券市場の抱える非常に重大な論点が示唆されている。
- ・ コベンツの意図や、ヒットした際にwaiveするかしないかについても、各銀行の考え方であり判断とのことであった。これは、投資家から見れば、期限の利益を喪失するかどうか、そもそもコベンツの内容も分からないし、仮にヒットした場合にwaiveされるかどうか分からないということである。これほど不確定な前提で投資家に有価証券投資を求めているわけである。果たしてこれで問題ないのか、大いに疑問である。「貯蓄から投資へ」という方向を

推進するという前提に立つと、コベナンツに関する様々な現状の取扱いを見直さない限り、それは困難になるのではないかと。

- ・ こういった点を踏まえると、銀行借入等のコベナンツを制度的に開示させるのであれば、上場企業全てを対象とすることが必要になるのではないかと。仮に自主的にも開示されない場合には、クロスデフォルトで銀行借入等のコベナンツを含めて全てが対象となる国内債務間同順位でなければ、投資家は安心して社債を投資対象にはできないのではないかと。それが困難とされるからこれまでの議論をしてきたのである。
- ・ 本日のプレゼンテーションは、現状を前提とした議論であるという指摘があったが、そのとおりである。新しい制度を考えるうえでは、メリット・デメリットを比較して考えていくべきであり、その際には、議論の焦点を明確にするために、いったん現状を所与のものとして検討することがきわめて重要と考える。あるべき論やそもそも論を含めて現状がどうなのかというご指摘のような視点も当然あり得ると思われ、それを議論する機会が別途設けられることに異論はない。
- ・ 例えば、証券会社が社債の引受けを行う場合、デューデリジェンスの一環として全てのコベナンツの開示を要求している。その内容を確認したうえで、重要だと考えられる場合には、投資家にも開示させるのがグローバルなプラクティスだろう。そのため、銀行借入等のコベナンツについて、制度上開示を要求されていなくても、引受証券会社として、重要であると判断すれば、リスクとして開示を要求している。
- ・ 銀行間の異なる情報の非対称性といった点は、証券市場は情報を広く公開して、株主や社債権者に理解していただくということと真逆であり、また、非対称性があったら投資家は参加できないということになり、そもそも論に立ち返っていつてしまうのではないかと。銀行にとって非対称性の情報があり、それをディスクロージャーできないということであれば、株式を上場すべきではないという議論にもなりかねないので、如何なものか。
- ・ 未上場の中小企業については、メインバンク制という慣行のメリットは十分に理解しているが、上場企業や社債を発行するほどの規模の会社になっても、同じロジックが成立するのか、検討が必要ではないかと。
- ・ 本日のプレゼンテーションは、そもそも銀行借入等のコベナンツの開示が、本当に重要であるのかを問うているが、御意見は、重要という前提での論調のようである。また、株価に影響しうる情報が開示されていないのが問題という指摘だったが、本日の論点は情報の開示有無で

はなく、開示されてもその意図が伝わらないことであると理解している。コベナントの意図や、ヒットした際に waive するかしないかが銀行の裁量次第であることが問題という点についても、そういったネガティブな面だけではなく、銀行により債務者の経営に対しモニタリングが効いているというプラス面も考慮すべきと考える。銀行は、トリガーを引かないためにはどうすれば良いかを考え、適宜経営指導等を行いながら債務者のモニタリングを行っている。そういった意味で、社債投資家は、銀行のモニタリングからメリットを享受している部分があるのは事実だろう。よってコベナントの意図や、ヒットした際に waive するかしないか銀行次第であるのは問題ではないかという指摘は、一側面からのみの見方であると考え。ネガティブな面とポジティブな面の両サイドを把握しなければ、議論が間違った方向に進んでしまいかねない。

- ・ 銀行では、事情に応じてコベナントを設定しているとのことであるが、株価を分析する際も、社債を分析する際も、業界の中の他社の状況や各国独自の特殊な事情がない限り、業種に応じた分析がスタンダードとなっている。いろいろ工夫して分析を行っているのは、邦銀に限ったことではなく、世界中の銀行や投資家が、一定以上のノウハウや知識に基づき分析を行っているので、それほどレベルの差はないと考えている。
- ・ コベナントにヒットした際に、銀行が waive するかしないかの判断を握っているのをネガティブにとらえているわけではなく、むしろ、銀行に助けられていることは十分承知している。しかしながら、waive するか、しないかに不確実性があることが、投資家にとってはリスクとなっている。銀行がコベナントのモニタリングまで行っているのは事実であるが、その分、貸付のスプレッドという形でフィーを得ているはずである。仮に、社債のフィーが貸付よりもタイトになれば、依存していると言えるのではないか。
- ・ 結局、waive されるかされないかに不確実性がある点も含めて、投資家は社債投資に慎重になっており、条件付きでも必ずヒットするというのであれば不確実性はなく、あまり問題にはならないだろう。どうなるか分からないので、おそらく銀行が助けてくれるだろうと甘い期待を抱いていると、助けが入らないこともある。1990年代半以前には、基本的に銀行の救済が入ったのであまり問題にはならなかったが、2008年の金融危機以降、コベナントにヒットしたが銀行の救済がない事例が発生しており、そのことが社債投資家のみを不利にしていることが問題になっているのではないか。銀行の救済が必ず入るのであれば問題にはならない。
- ・ 銀行借入等のコベナントの情報が、銀行相互間でも共有されていない情報であるならば、社

債投資家だけが一方的に不利な立場に置かれているわけではないと言える。本当に相対取引の相手方しか共有していない情報であれば、開示しないという理屈も考えられるのかなという印象を持った。

- ・ 銀行は、仮にコベナンツにヒットしても waive することが多いということであるが、この点は多くの方がそのような認識ではないか。逆に、銀行取引約定書の中では、コベナンツが付いていなくても、あるいはコベナンツにヒットしていなくても、担保徴求されることは常にあるということになる。社債に全債務間パリパスが付与されない限り、社債権者のほうが不利な立場に置かれていることは事実である。よって、コベナンツが付されていても、そこで定められたトリガー水準が必ずしも期限の利益の喪失等に直結しないのであれば、その情報は投資家にとって必ずしも重要なものとは言えず、それを単純に開示することが投資家の正しい理解を得ることに必ずしも繋がらないかも知れない。
- ・ このような点に配慮した上でも、銀行借入等のコベナンツの開示の制度化は可能ではないかと考える。例えば、協調融資やシンジケートローン等により取引銀行間で共有されているコベナンツであれば、開示できるのではないかと。かなりの数の取引銀行が共有している情報を、社債権者だけが知らないというのは、やはり問題であると考えられ、また、これを開示しても、銀行取引において本日指摘されたような問題は生じないのではないかと。
- ・ 適時開示の問題については、コベナンツにヒットした場合に、社債権者に著しい影響があるような事象が、本当に起こるかどうかわからないということであれば、重要性の観点で開示が必要かどうかという議論になるだろう。しかし、例えば、コベナンツとは関係なく銀行がかなり重要な資産を担保に取ることが決定した場合や、開示されていないコベナンツによって期限前の支払いや返済を求めることが決まった場合には、その事実について速やかに開示を求めべきだろう。以前に示された案では、このような場合には臨時報告書による開示となっているが、プレスリリース等でも問題なく、重要なのは、速やかにそれを開示することだろう。仮に開示されても、決定事項であれば、銀行取引にあまり影響はないのではないかと。
- ・ 一定の条件を満たしたコベナンツ情報であれば、開示してもそれほど問題ないのではないかと。この指摘についてであるが、当該企業にとっては、銀行同士の情報の非対称性をうまく活用することによって銀行を使い分け、全体としての資金調達柔軟性を確保している現在の枠組みが維持できなくなる点は、デメリットなのではないかと。例えばシンジケートローンの情報であれば、シンジケートに参加する銀行間に留まっているが、それを社債投資家やエクイティ投資家にも開示することは、経営リスクとなるのではないかと。また、重要な資産を銀行ローンの

担保に差し入れたという情報は、投資家も知りたい情報である点は理解できるが、現在の開示制度の下では相対の銀行だけに留めておくことが認められている。かかる情報の開示を制度化することは、企業が銀行同士の情報の非対称性をうまく活用することによって銀行を使い分け、全体としての資産調達の柔軟性を確保する枠組みの阻害／後退要因となるのではないか。

- ・ 投資家から見た開示についてであるが、米国でも、コベナンツ、特にフィナンシャルコベナンツについては、四半期決算後に、ヒットしているかどうかを確認している状況にあり、事実上、後追いとなる。しかしながら、銀行がフィナンシャルコベナンツをきちんとモニタリングしているのであれば、社債の投資家は、その点については特に気にしない慣行となっているようである。
- ・ 例えば上場企業であれば、企業のパフォーマンスが落ちてくれば、株価も反応してくる。格付機関の評価についても、どちらかといえば事後的になりがちである。結局は、決算の数字を見てから判断するというパターンが多いと考えられるので、株価は業績悪化の懸念でも動くが、それで社債が大きく売り込まれるということは考えにくいだろう。銀行がフィナンシャルコベナンツをモニタリングしているので、差し支えないと考える投資家は本当に存在しているのか、投資家の意見を伺いたいところである。
- ・ 何度も言及されているが、実際に社債を waive する際に、社債権者集会で waive するかどうかを決議するというのは、現実的には難しい。
- ・ 借入契約書等に付されている重要なコベナンツは、既に開示されなければならない情報となっている。企業の決算作業において、監査人から開示すべきコベナンツはないかと必ず確認されており、それが一般的となっている。ここで議論になっているのは、開示しなければならない情報をどこまで広げ、どのように開示するのかという点だと認識している。
- ・ 日本企業では、メインバンクや取引金融機関とのリレーションシップの強さが、格付においても加味されていると聞いたことがある。これは、格付がA以上のいわゆる優良企業だけでなく、BBB以下の企業にもあてはまると思っている。おそらく社債の投資家も、メインバンクがどこかといった情報を投資判断の材料の一つにされているのではないかと考えており、メインバンクが社債の投資家以上にその企業について熟知していることは社債の投資家も認識しているのではないかと思う。
- ・ 最近では、コンプライアンスが企業の信用に影響を与えることがある。例としては適切ではないかもしれないが、例えば従業員が飲酒運転を行った場合に期限の利益が喪失するという条項

があったとする。これが原因で企業が倒産してしまう可能性がゼロではない以上、投資家から見れば、開示しなかった企業に責任があるということになるのかもしれない。しかし、企業がかなりの数の金融機関と、基本契約、個別の借入契約、デリバティブの契約等、複数の契約を締結していることを考えると、このようなコベナンツを全て開示するというのは、かなりの負担となろう。この義務を社債発行会社だけに課すとなると、社債市場の活性化には逆行してしまうかもしれない。上場会社全てに対象を広げるとすると、今度は上場を回避する潮流になるおそれもある。例えば米国でSOX法が成立した後で、米国の取引所から欧州の取引所に上場を移すといった事例があった。投資家に開示すべき情報は全て開示するというのは正論だと思うが、正直に申し上げると、どこまで開示しなければならないのか、明確な線引きをするのは難しいのではないか。また、それが社債市場の活性化とどうつながるのかについては、整理できていないのではないか。

- ・ 有価証券報告書等において、コベナンツは事業等のリスクという部分で財務制限状況として開示されている。それから、企業によっては、財務諸表本表の経理の状況という部分で、注記にて独立して開示している場合や、追加情報という部分で、投資家に重要な影響を与えるような事項として記載している場合もある。
- ・ また、債務超過や赤字に陥ることでコベナンツにヒットし、継続企業の前提に重要な疑義を生じさせるような事象又は状況が発生し、当該事象又は状況の解消や改善対応をしても、その解消等に不確実性があると判断される場合、継続企業の前提に関する注記が必要となる。例えば、コベナンツにヒットした結果、新たな資金調達が困難となることや期限の利益を喪失することにより、企業が将来にわたり事業活動を継続することの前提に重要な疑義が生じた場合には、その疑義を解消することができるかどうかという基準で継続企業の前提に関する注記の要否が判断される。その疑義を解消できるのであれば、継続企業の前提への注記は不要であるし、解消が不確実であれば、継続企業の前提に関する注記にて、コベナンツの抵触した事実等が開示されることになる。なお、解消できる場合にも、有価証券報告書において、継続企業の前提に関する注記の箇所以外で、コベナンツ抵触の事実等の開示が必要となる場合もある。総じて、コベナンツを開示する機会があるのが、現行の開示制度だと考えている。

(参考) 日本公認会計士協会 監査委員会報告第 77 号「『追加情報の注記について』の改正について」(平成 23 年 3 月 29 日)



- ・ 継続企業の前提に疑義があると注記されている企業は、景気動向にもよるが、50社から200社の間を推移していたと記憶している。上場企業であれば、コベナンツにヒットすれば、結局は投資家に開示されていくことを考えると、コベナンツにヒットした場合に開示するのか、もう少し事前に開示しておくのかという検討ができるのではないかと。コベナンツを事前に開示することによって、株主、債権者、社債投資家といった様々なステーク・ホルダーに御判断いただく機会ができるのではないかと。
- ・ 投資家にとって重要な情報については開示するというのが基本的な考え方だが、重要性は、大きく分けると、それが発生した際のインパクトの大きさと、それが発生する可能性の大きさの二つの観点からみるべきものと考えられる。例えば、巨額の損害賠償請求の訴訟を受けたが、原告は単なる訴訟マニアであり、請求の根拠が薄弱でまず負けないであろうと考えられるケースがあったとする。この場合、この情報に開示すべき重要性はないという判断もあり得るだろう。このように、発生する可能性の大きさを開示制度の設計に取り入れることが必要であるが、上記設例の場合、請求に根拠があるかどうかの判断は最終的には裁判所が行うものであり、これをあらかじめ重要性がないとできるような開示制度の設計は、工夫を要するところである。逆に、訴額だけで開示制度を作ってしまうと、投資家を不要に驚かすことになってしまう。まず、このような「インパクト」と「可能性」についての基本的視点の問題があるのではないかと。
- ・ コベナンツに重要性の問題に当てはめるとすれば、「可能性」の大きなケースとしては、例えば、あまり財務内容が良くない会社が、それなりの金利を払って資金調達したいケース、あるいは、社債の発行時には財務内容が良かった会社がある後に財務内容が悪化してきたようなケースだろう。制度として作る際には、この「可能性」の要素をどのように組み込むかが問題となる。開示の要否や開示違反の存否の判断が容易であるという観点からは、この要素もある程度定量的な形として取り込むことが望ましいが、実際問題としては、かかる判断を定量的に定めるのは、なかなか難しいのではないかと。
- ・ もう一つのポイントは、現状だけを前提に制度設計してよいのかという点だろう。今後、BIS規制の問題等により銀行の貸出姿勢にも厳しくなる方向での変化がみられる可能性があるのではないかと。現在は、銀行の資金に余裕があるが、その状況がタイト化するかもしれない。そうなれば当然、waiveの姿勢についても、今のままであるとは限らないだろう。

### (3) 本日の論点

- ・ 本日の議論では、3点ほど大きな論点があるように思われる。1点目は、コベナンツ等の情

報の開示を強制するような制度はなぜ必要か、また、どういう場合に必要かという点である。我が国の金融商品取引法に該当する法律の下で情報開示を強制している制度は、どこの国でも採られているが、その考え方は様々である。例えば米国では、そもそも情報開示を強制しなくてよい、自発性に委ねておくべきだという議論がある一方で、真逆の議論もある。現状は、一定の範囲、抽象的ではあるが、投資家の投資判断に重要な影響を及ぼすと考えられる事項を開示することとなっている。そこで、社債市場の活性化のために、開示のあり方を見直す必要があるのかというのが、1つ目の論点である。

- ・ 2点目は、銀行借入等のコベンツの意図についてである。コベンツの開示においては、その内容よりも、銀行がそれをどのように使っているのかという、管理・運用の実態が重要であり、waiveする、しないを含めなければ投資家にとって有用な情報とはならないのではない。すなわち、銀行が実際にどういう形で管理・運用しているのかというところまで情報が提供されなければ、かえって不正確な情報を提供することになるのではないかという論点である。これは非常に難しい点だろう。
- ・ 3点目は、日本の特殊事情であるが、リレーションシップバンキングやメインバンク制等、銀行の存在感が大きいことは否定できないだろう。これには当然、メリット、デメリットがある。日本の企業金融は、銀行融資と証券市場の共存により育ってきている。この構造は、変化しており将来も変化していく可能性も考えられるが、共存がなくなることは考えられないだろう。これを国際的に共通と見るか、日本の特徴と見るか、両方ありうると考えられるが、いずれにしろ、銀行融資と証券市場が共存していくことは変わらない。この共存関係の中で、社債市場を活性化することは、証券市場だけではなく、銀行にとってもメリットがあると考えられる。これは、メインバンクのモニタリングが証券市場にもメリットを与えているのと同じようなロジックだと考えている。どのような展望になるのか、考えるのは非常に難しいが、議論を深めていく必要がある。

## 2. 今後の進め方

- ・ 議論の取りまとめに向けて事務局に工夫していただく必要があるが、今後どのような予定となっているのか。
- ・ 事務局では、1月からは取りまとめに入っていきたいと考えている。

### 3. 次回会合

第12回会合を1月30日（月）に開催する。

（配付資料）

- ・ コベ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～

以 上