

## コベナンツに関するヒアリング結果について

2012年1月

大和総研資本市場調査部

制度調査担当部長

吉井 一洋

### ヒアリング概要

#### [目的]

信用リスクが比較的大きい企業も含めた多様な企業による社債発行及び投資の拡大を図るための手段の一つとしての、コベナンツの付与とその開示、及び社債管理者の設置について、投資家及び発行体のニーズを確認するため。

#### [ヒアリング対象]

機関投資家 13 社、発行会社（上場会社） 3 社を対象

#### [回答者の属性]

機関投資家：

アセットマネジメント、投資顧問、銀行・信託銀行等の債券運用部門のファンドマネージャー及びクレジットアナリスト

発行体：2 社（BBB）、1 社（BB+）

#### [ヒアリング期間]

平成 23 年 12 月 1 日～平成 24 年 1 月 26 日

回答はあくまで取材対応者の個人としての意見であり、所属する機関を代表するのではない。

### 機関投資家へのヒアリング結果

#### I.コベナンツの内容

##### 1.第2部会における検討の方向性

信用リスクが相対的に高い企業も含めた多様な企業による、多様な条件の社債発行を可能とするための方策として、現状、定型・硬直化している社債のコベナンツについて、標準的なコベナンツモデルの提示、多様化を促す方向性については、賛成が 9、償還能力が向上するなら賛成が 1、ケース・バイ・ケースが 2、反対が 1 と大多数の投資家から賛同を得られた。

賛成の理由としては下記が挙げられた。

- ・選択肢が増えることは望ましい。

- ・信用リスクの高い低格付け社債の起債を想定するならば賛成である。
- ・投資判断の際の比較、評価の材料となる。
- ・企業の格付けや業種による標準的コベナントがパッケージで提示されれば、投資の際の判断基準となってよいと考える。そこからのかい離が条件を決定する際の尺度になる。
- ・格付けの低い企業や企業の経営戦略によっては一定のコベナントの付与が必要である。
- ・シンジケート・ローンについて標準化されているように、ローンと社債のコベナントが一致した形で標準化されるのが望ましい。社債のコベナントがローンのそれ以下では社債が発行できないくらいにしてもよいのではないか。
- ・挙げられているコベナントは複雑ではない。
- ・同一の発行体で、ローンやシンジケート・ローンにはコベナントが付与されているにもかかわらず、社債にコベナントが付与されていない現状に違和感を感じる。

他方で、下記の懸念を示す意見もあった。

- ・社債の場合、コベナントにヒットするとすぐに信用不安につながる点は配慮が必要である。多様なコベナントを付与することで、経営の自由度が失われないかといった点は懸念される。
- ・コベナントをたくさん付与すると、スプレッドが低くなり社債の魅力が失われることを懸念している。また、複雑なコベナントは管理が煩雑である。
- ・限りなくディストレス投資に近いものについて、安心感を得るために逆に定型化されるリスクがある。
- ・ガイドラインを出しておけばOKとすると、定型化されて情報が出てこなくなるリスクがある。情報が足りないときに、ガイドラインがこうだからという説明がされると困る。

その他、下記のコメントがあった。

- ・BBB より下でも社内審査にかければ対象先となる可能性はある。コベナントの付与により社内審査の手続きが省略できないかについては、現状経験がないため分からないが、可能性はある（高くは無いが、ゼロでもない）
- ・最初は、標準化するコベナントは厳しくした上で、定着してくればゆるくしていけばいいのではないか。
- ・企業の成長段階や格付けに応じて定期的にコベナントを見直す仕組みができるとよい。10年債について10年間同じ条件で縛るのは難しいので、成長に応じ3年ごとに見直すといったことが考えられる。
- ・投資家にとって重要なのは、抵触の際に逃げられるかどうかである。インサイダー取引規制に反しないよう留意しつつ、マネジメントの決定前に、何らかの兆候を把握したい。

他方で、社債は定型化された商品であることにメリットがあり、複雑なコベナントは

不要という意見もあるが、これに対しては下記のコメントがあった。

- ・ ミニマム（現行レベル）＋プットオプション程度は必要
- ・ 選択肢が多いこと＝複雑ではない。
- ・ 定型化することにメリットは感じられず（特に低格付債）、社債投資は、コベナントの監視体制が整備されている投資家が取り組むものである。

## 2.社債投資にあたり投資家が重視するコベナント

融資との劣後性を回避するための「債務間同順位での担保提供制限」を挙げる投資家が殆ど（13社中10社）であり、発行企業の他の債務との優先・劣後関係については、意識するとの回答が11社、シンジケート・ローンとの間で意識するとの回答が1社あり、このうち、低格付けの場合に意識するとの回答が1社、高格付けは意識しないとの回答が2社あった。発行企業の他の債務との優先・劣後関係は、投資家が最も意識する事柄の一つであることが確認できた。

### （1）劣後性回避

- ①担保提供制限（債務間同順位 10社、社債間限定同順位を最低限確保 1社）
- ②有担保負債比率維持 1社
- ③クロス・デフォルト等 4社（付いていて当たり前が3社）。
- ④留保付社債切換条項
- ⑤担保社債切換条項 3社

### （2）財務維持…2社

- ①純資産維持条項 3社 ②自己資本比率維持条項 3社 ③利益維持条項 3社

※自己資本比率維持条項については、企業の信用力担保のため

利益維持条項については、より早く抵触することを理由に挙げる意見があった。

※純資産維持条項について、総資産額によって異なる、マイカルの場合に直前の決算期において純資産維持条項にヒットせずに破綻した、自己株取得の制限となってしまうとの指摘があった。

※財務維持コベナントはあった方がいいが、抵触した場合に、社債には銀行のコベナントのようなウエーブは無く、担保を差し入れるならいいが、期限前償還が行われると、デフォルトの可能性が高まるとの指摘があった。

### （3）追加負担制限…1社

- ①負債額維持 2社 ②負債比率維持 2社 ③新規投資制限 1社
- ④インタレスト・カバレッジ・レシオの維持 1社

⑤有利子負債/EBITDA 倍率の維持 2社 ⑥配当等制限 ⑦支払制限

⑧資産の処分に関する制限 ⑨セールス・アンド・リースバック制限

⑩子会社に関する制限 ⑪関連当事者間取引の制限

⑫合併制限 3社

⑬Change of control 条項（支配株主や経営者の交代の制限） 9社

※Change of control 条項については、下記の点から重視するとの意見があった。

- ・大株主が exit したり経営者が変わることで財務方針が影響を受ける。
- ・買取リスクが高い場合
- ・親会社の信用力をバックとしている場合
- ・格付けが変わってしまう場合があるので重視している。

格下げ（2社）や税制の変更（1社）をトリガーとすべきとの意見、ペナルティとしてクーポンアップ条項（1社）を付すべきとの意見もあった。

その他、下記のような意見があった。

- ・社債投資家は回収への意識は薄く、むしろ売却するという姿勢が一般的である。劣後性回避以外のコベナンツは考慮せず売却してポジションから外すというのが、社債投資家の現実的な解決策である。社債投資家が企業の再建・再生にどれくらい関与できるのかが、コベナンツ活用の一つのポイントではないか。・コベナンツが付くことでスプレッドが縮小する面もある。したがって、コベナンツが無くてもスプレッドが高いのであれば、割り切って投資することも考えられる。・劣後性回避や追加負担制限について、元利金確保という点で有効でなければ、それがあから投資するとは言えない。・格付けの高低でなく、企業の事業特性、財務戦略の観点からは、以前の買収を繰り返していたソフトバンクのように、比較的アグレッシブな経営戦略をとる企業については財務維持条項、追加負担制限等を重視している。・コベナンツが付されているかどうか一応見るが、ローンのコベナンツが見えないことには、社債にコベナンツが付いているからといって、直ちに重要にはならない。現状 100%オープンにされていない。・銀行のローンのコベナンツの場合、抵触してもウェーブ・ロールしてもらっており、実効性がどの程度あるのか。コベナンツが付されていても遵守されなければ意味が無い。
- ・デフォルトになるかどうかといった債券には投資していないので、格下げのリスクが重要である。コベナンツが格付けにおいてどのように評価されるかがロジカルに外部からわかる必要がある。
- ・日本企業がユーロ市場で発行している社債には、コベナンツが多く付されている。

また、投資家が重視する債務間同順位での担保提供制限の確保が困難な場合において

は、下記の対応を求める意見があった。

- ・一般担保を付ける、有担保とする、担保差入れ条項を付ける…各1社
- ・クロス・デフォルトをつける 3社  
※クロス・デフォルトに関しては、他方で、企業側に資金が無ければ回収できないし、倒産を助長する、担保を取られてしまうと実効性が無い、融資がデフォルトしたという情報をどうやって得るのとの指摘や、デフォルトの定義の問題があるとの指摘があった。
- ・発行会社の資金繰りが苦しいときに支援する融資のみ担保差し入れを認める。
- ・財務制限条項に抵触した場合に早期に償還する条項をつける。
- ・新たに担保付融資が発生した場合に償還できる条項を付ける。
- ・プットオプションを付ける。
- ・追加負担制限を付ける。
- ・保険やメインバンクの保証をつける。
- ・社債管理者に債券保有を義務付け、コベンナツにヒットしないよう最善をつくすインセンティブを与える。
- ・銀行ローンのコベンナツよりも先にヒットするようなコベンナツの付与
- ・償還までの期間を短くとか、スプレッドを厚くするぐらいの対応しかないのでは

下記のコメントもあった。

- ・運用ガイドラインの最重要項目は格付である。もし、事業再生ADRやクレジットイベントが発生した際に元利金の払い戻しを行うというコベンナツがあれば、低格付にもかかわらず保有していることの説明にはなる。コベンナツにヒットしている場合でも、元に戻るという説明ができれば、投資を継続する。

### 3.コベンナツ抵触時の対応

コベンナツ抵触時の対応としては、コベンナツの内容にもよるが、米国の社債市場のように、コベンナツ抵触状況の治癒、コベンナツ内容の変更の機会を設けるといった一定期間の猶予を与えることを望む声が多かった。現状のように、コベンナツ抵触後直ちに期限の利益喪失を望む投資家は、殆ど見られなかった。

①期限の利益喪失 2社（信用力喪失、治癒の見通しが立たない場合）

②コベンナツ抵触状況の治癒、コベンナツの内容の変更の機会を設ける。 8社

※下記の意見があった。

- ・米国のように有力な債権者が方向性を出してそれに従うという対応方法は有望であり、当社が小口債権者で他の有力な債権者が出した方向性に従う必要があったとしても、それはやむをえない。

- ・マジョリティが主導して対応を決定し、社債管理者がそれに従うのが望ましい。
- ・米国式に一旦猶予を与える②の対応がよい。その際に、効力確保のために、④、⑤は当然付いていた方がいい。

※他方で下記のような否定的な意見もあった。

- ・テクニカルな指標に反した場合については②の対応が考えられるが、クロス・デフォルトが付されている場合に機能するののかという問題がある。
- ・ローンの力の強い現状でワークするか疑問である。
- ・本当に償還できるかどうか判断できるまで、ずるずると企業に付き合っていかなければならない。

### ③担保差し入れ 6社

※下記の指摘があった。

- ・基本的に社債間同順位で他の社債にも設定しなくてはならなくなるため、既発債が無い状態で発行する場合を除いて、現実的に難しいのではないか。
- ・換金手続きの事務負担を懸念する。

### ④期限前償還（発行会社による） 5社

### ⑤プット権（買い取り請求権）付与（買い手に） 7社

### ⑥社債権者集会の開催 2社

その他

- ・①、④、⑤は、デフォルトが加速されてしまうので望ましくない、コベナントの抵触時点でワークしないとの指摘があった。
- ・④については、悪くはないが勝手に償還されると投資家の選択肢が狭くなるとの指摘があった。
- ・④が一番いいが、非現実的との回答もあった。
- ・コベナントの内容の軽いものについては②での対応でよしとするが、内容の重いものについては④での対応が望ましい。④は元本だけでなく未経過利子の支払いも必要である。⑤のプット権付与については、元本での買い取りを行ってくれるならよいが時価での買い取りによる場合、発行体有利でありいかなものかと思う。
- ・治癒する見通しが立たないのであれば、①、④。治癒する見通しが立つなら、②、③、⑤（治癒を待つ理由になる）
- ・抵触の事象が起きたときに、投資家がすぐにわかる状態で無いと、対応に差が出てしまう。アナウンスメント期間・周知期間などの時間の余裕があった方がいい。アクション自体は何でもよい。
- ・社債の場合、事情により変わるので一律には決められない。
- ・社債権者は再生等のノウハウを有しておらず、回収業務をやりたくは無い。そのようなことが必要となる前に売却してしまえということになる。

#### 4.社債の商品性

社債は融資に劣後することを前提として商品設計すべきであるといった意見については、認める意見が3社、反対が3社と賛否両論であった。反対意見の中には、社債が劣後するのであれば、商品名に「劣後」という語を入れるべきとの意見もあった。劣後を前提とすることを認める場合も含めて、スプレッドや価格に反映することを10社が求めており、うち8社が反映されていないとの不満を持っている。反映されていない理由としては、例えば以下が挙げられていた。

- ・銀行の貸出金利が低すぎる。
- ・発行会社と銀行との関係（いざとなったら銀行から調達したい）
- ・証券会社は投資家ではなく発行会社よりである。
- ・需給環境
- ・発行会社が社債は融資と異なり期限を待たずして売却できる自由があるため、金利がローンよりも低くても当然と考えているのではないか
- ・リスクプレミアムを見積もることが困難である。

劣後性を反映するためにもローンも含めた情報開示の充実が必要との意見が5社あった。その中には、ローンに担保提供した際にそれを適時に伝えられる仕組みが重要との指摘があった。

劣後性をカバーする商品性として、他に下記を求める意見があった

- ・いつでも売却できるよう、流動性と価格の透明性を確保して欲しい。
- ・格付けに関するポイズン・プット条項を付ける。

わが国の融資には、暗黙に損失をかぶるというエクイティに近い役割を担っている側面があるとの指摘もあった。

現在の投資家は画一的であり、個人や海外に投資家を広げていくことが大切であるとの指摘もあった。

## II. コベナンツ等の情報開示

### 1.社債のコベナンツ開示

現状の社債のコベナンツ開示については、概ね満足している投資家が多かったが、以下のとおり開示の充実、利便性の向上を求める意見も挙がった。

(開示の充実)

- ・発行開示書類を社債の償還時までアクセス可能とすること（過去発行分の確認も可能とすること）コベンナツの変更時における情報開示（臨時報告書）での開示。あるいは、今残っている社債のコベンナツについて、年1回レビューする形で社債管理者が公表して欲しい。
- ・個々の社債の条件を全て有価証券報告書で見れるのが理想である。

(利便性の向上)

- ・社債関連情報（コベンナツを含む）を集めた一覧できるサイト、社債のコベンナツ情報（各指標の状況やヒット状況）の一覧、閲覧しやすい工夫
- ・私募についてももっと情報を出して欲しい。

## 2.融資のコベンナツ・担保の開示

### イ. コベンナツの意図

融資のコベンナツについては、社債のコベンナツと目的が大きく異なり、銀行がコベンナツをどのように利用し、抵触した場合にどのような対応をとるのかといった、管理・運用の実態が重要であるため、こうした実態が情報提供されないコベンナツの開示は不正確な情報提供となり、投資家を混乱させるのではないかという懸念について、投資家からはコベンナツの意図が開示できなくても、コベンナツの開示は必要との意見が11社と大多数であった。これらの回答者からは下記の意見も示された。

- ・契約に記載どおり開示されれば、その後の銀行の対応をある程度類推しうるのではないか
- ・銀行がコベンナツにヒットした際のオプションを持つのであれば、期限の利益の喪失という選択肢もありうるので、コベンナツは開示すべき。
- ・コベンナツの意図が予防的で、厳格に実行する意思が弱いのであれば、そういうコベンナツはつけなければよい。

その他、下記の意見もあった。

- ・コベンナツのヒットの水準が近いところにある場合、その銀行のいざという時の回収姿勢は判断材料となる。
- ・コベンナツ等の抵触が近づいた場合にリスクシナリオを開示して欲しい。
- ・過去コベンナツに抵触した際の銀行とのやりとり（ウエーブの状況）も知りたい。
- ・銀行がその企業をどの程度支える覚悟があるのか（コベンナツヒットの場合どうするのか、銀行のアmend条件等）を知りたい。

相対的に見て社債と大きな差が無ければ目をつぶってもよいとの意見もあった。

#### ロ. 開示方法

**融資の担保**については、現在の開示で満足している投資家が 13 社中 5 社と半数以下ではあるが一定数認められた。現状の開示で不十分とした投資家からは、有担保ローンの情報開示（残高・期限等）を要望する声が 7~8 社から挙がった。コミットメントラインの更改時期の開示を求める意見、銀行名の開示を求める意見もあった。その他、下記のコメントがあった。

- ・担保の予約・留保情報は必要。
- ・MBO/LBO のケースでは全て開示が必要
- ・WBS（事業証券化）の場合などは、銀行ローン・シンジケートローンの項目がわからないと何が社債に残っているか分からない。
- ・真に必要なのは、資金繰りを感じ取れるような情報である。
- ・担保留保権や預金相殺権のような当たり前のものを毎回開示するのはいかがかと思う。
- ・信用力が低い先については、社債のエンドが融資のエンドの前であるか（内側に入っているか）を見ており、融資の返済が繰り上がるような状況が生じるのであれば開示して欲しい。
- ・会社によって開示の基準が異なるため、開示基準を示して欲しい。
- ・登記の状態（留保なのか登記済みなのか等）
- ・担保が多く付いている企業には開示を求める。

**融資のコベナンツ**については、有価証券報告書による継続開示（半期ごとの開示を求める意見あり）と臨時報告書の併用を望む意見が多く見られた。

社債発行時に併せて融資の担保やコベナンツについても開示する方法を支持する声は少数派であった。具体的には下記のような回答であった。

また情報開示を求める投資家が大多数を占める一方、投資家の中にも開示を強制し過ぎると企業の資金調達がちゆかなくなる可能性があるため、やりすぎはよくないといった意見も見られた。

- ① 社債発行時に併せて、融資の担保やコベナンツについても開示する方法 **5 社**
- ② 重要な融資を受けた際、新たな担保の提供、新たなコベナンツの付与、コベナンツの内容が変更された際に開示する方法（臨時報告書で開示。ただし、現行の金商法では開示期間は 1 年） **12 社**
- ③ 有価証券報告書における継続開示 **11 社**
- ④ その他

第二部会で検討中の②、③の組み合わせを支持する回答者からは、下記の意見があった。

- ・情報開示は、社債権者のためだけでなく全ての投資家のために行われるべきなので、①の社債発行時に併せての開示はあり得ない。①の開示では、開示のタイミングが間に合わない（申し込みが終わっている）。
- ・細かい開示は②の臨時報告書で行い、③の有価証券報告書では一覧性のあるざっくりとした開示が行われればよい。
- ・情報開示はタイムリーであることが重要であり、担保提供があったときなどは、企業内容が急速に悪化していると考えられることから、基本は②での開示とし、プラス③での開示が望ましい。
- ・②と③がオーバーラップできるものにしてほしい。
- ・特に③の有価証券報告書における継続開示が分かりやすく望ましい。投資判断において不足している情報があれば、個別取材で対応する。

①と②の組み合わせを支持する回答者からは、下記の意見があった。

- ・①については過去に遡って調べられるようにしてほしい、社債の償還まで発行時に開示した情報にアクセスできるようにしてほしい。
- ・発行時に開示した情報に重要な変化がある場合は、臨時報告書などで公表する必要がある。臨時報告書の公衆の縦覧期間は1年に限らず、見れるようにすべきである。
- ・各コベナンツの現在の状況をチェックリスト形式で開示することを求める意見もあった。

社債を発行していない企業は①、既発債がある企業は②、③の開示を求める意見もあった。③については、担保差し入れや有利子負債の状況が変わった場合に、四半期報告書や有価証券報告書で、重要な後発事象として開示を求めている。

①～③全てを求める意見も3社あった。このうち1社は、①については、有価証券報告書等の提出後の変更を反映した開示が必要との意見であった。1社は融資に関する情報を有価証券報告書で継続的に開示し、社債発行時に改めて開示してほしいとの意見であった。

その他、下記のような意見もあった。

- ・情報の重要性は投資家によって異なり一律な基準を作るのは難しいことから、むしろ必要な情報を提供してもらえる権利としての「調査コベナンツ」のようなものがよい。

- ・社債市場の活性化は日本企業の発展が大前提であり、開示を強制しすぎると企業の資金調達がたちゆかなくなる可能性がある（企業はローンのコベナンツがきつなくても資金調達したい場合もある→開示がネックで調達を断念）ため、やりすぎは良くないと考える。
- ・③については、半期ごとの開示、四半期ごとの開示を求める意見があった。③に関連して決算短信での開示を求める意見もあった。

**開示義務**については、金商法その他の制度による強制開示を望む声が 11 社と大多数であった。全ての内容を一度に強制開示とすることが困難であるのなら、最初は担保がついている融資の額、コベナンツがついている融資の額といった開示できそうなものから段階的に開示すればよいのではないかとの意見もあった。

自主開示で開示がすすむためには、社債マーケットに厚みがある必要があるが、現状の日本の社債マーケットは、市場に自浄機能を求めるのは難しいとの指摘があった。自主開示については、その他、下記のコメントがあった。

- ・自主開示を認めるならば、自主開示により具体的な開示の基準が示され、現状より、より多くの開示がなされることを望む。
- ・情報開示を行ってない企業については企業名を公表、日証協が自主開示のガイドラインを提示し、これに対応した企業を協会のサイト等で公開、日証協が「開示アワード」といった賞を設け、開示している企業を表彰するといった提案もあった。

開示しなければ投資しないといった現実的なコメントも複数あった。

#### ハ、開示内容

『社債市場の活性化に関する懇談会 部会』討状況について（2）（平成 23 年 7 月 6 日）」で示された開示内容について、基本的に賛成の意見が 7 社と過半を占めた。現行の有価証券報告書において充実した開示を行っている企業と同レベルの開示を求める意見も 2 社あった。

その他、下記の見解があった。

- ・担保提供制限なども開示して欲しい。
- ・財務コベナンツの場合、実績値も一緒に開示してもらえると分かりやすい。
- ・社債にとって不利益になる事象は、積極的に開示するべきである。
- ・コベナンツに抵触した場合、もしくは抵触しそうになりアmendした場合には速やかな開示が必要。
- ・コベナンツに抵触しそうな場合は、情報を非常に知りたい。
- ・シンジケート・ローンの場合は契約のヒナ型があるが、「ヒナ型に準じており、特

殊なものとしてこういうものがついている」等の開示があればよい。

- ・発行体が社債投資に影響を与えるであろうと考える融資の情報開示でよいのではないか。
- ・新興不動産の例を見ると、銀行の動きは相当早かった。後になってコベナンツが付いていることがわかるのは困る。
- ・企業の開示している基準（条件、債務の残高等）の開示が必要。
- ・コベナンツの水準が低いもの（厳しくないもの）は、ローンのリスクが無いと銀行が判断していることがわかる。
- ・コベナンツ抵触が近づいた場合はリスクシナリオ掲載
- ・現行の有価証券報告書で充実した開示をしている企業と同じレベル
- ・発行体が社債投資に影響を与えるであろうと考える融資の情報開示でいいのでは
- ・社債を新規発行する際に、財務制限条項などについてローンのターゲット（水準や時期）が社債よりも厳しい場合に、その差について、開示して欲しい。
- ・開示された内容については何らかのアーカイブが必要ではないか。発行体又は日証協が実施してくれれば安心である。

## 二. 留意点

開示する情報を重要であるものに限定するといった考え方については、9社と多くの投資家から賛同を得られた。具体的な判断基準としては、資産等に対する負債の比率などを挙げる回答が3社、金額を挙げる回答が1社、大きな会社は債務の金額で小さな会社は比率との回答が1社、定量的な数値基準が1社、発行企業が会計処理において用いている判断基準による・発行体に任せるが各1社、社債の投資家に与える影響の大きさが判断の基準との意見が1社あった。

標準的でないコベナンツは開示すべきとの意見が3社、前期赤字だった企業は開示すべきとの意見が2社あった。

他方、重要性に関係なく開示すべきとの意見も4社あった。シンジケート・ローンのように社債に性質が近く、市場で売買が可能な融資については全て開示する必要があるとの意見が1社あった。コミットメントラインの限度額の合計を開示すべきとの意見も1社あった。

クロス・デフォルトが付されている場合について下記の意見があった。

- ・その合計を開示すべき 3社
- ・5億円程度の小額のものであれば何とか調達できるのでは 1社
- ・債務に入っているのが一般的なら配慮は必要ないが、一般的でないなら対応が必要である 1社

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ものに限定して

はどうかという考え方については、11社と大多数の投資家は、融資には大抵ウエーバー一条項が付されているため、殆どの融資が開示対象外となってしまうのではといった反対意見が示された。大抵のシンジケート・ローンの場合、コベナント抵触時の対応として「シンジケート団が必要とした場合～」といった文言が含まれているため、上記によって現状開示されている情報が開示されなくなる可能性を懸念するとの意見があった。

指標がヒットしたら、繰り上げ償還や担保提供を協議する場合でも、これらが「実質的に」強制される場合は開示すべきであるとの意見があった。

開示内容は格付けによって異なるべきで、BB以下なら全部開示が必要との意見があった。

協議・合意による場合は、基本的には融資が継続されると思われるが、銀行ローンで企業の倒産以外に資金を強制回収された事例（どういう状況であれば回収されるか）を知りたいとの意見があった。

銀取約定のいつでも担保を取れるという条項について、融資の世界での常識であり一般常識とは言えず、何らかの開示は必要との意見が7社（特に、外国人投資家は知らないとの指摘が1社）ある一方、そこまで開示は不要とする意見は3社に留まった。

シンジケート・ローンのような市場性が高く複数の金融機関で情報が共有されている融資と、相対で取引される融資については、求める情報に違いは無いとの意見が11社と大多数であった。他方で、市場性の他に、下記の点からシンジケート・ローンの開示の重要性を指摘する意見もあった。

- ・金額が大きい
- ・メインバンク等の単独の判断ではなくアレンジャーによる調整があること
- ・売買に参加行が入ってくることもありうる

## 発行会社へのヒアリング結果

### 1. コベナントの多様化

コベナントの多様化については、3社とも否定的な回答であった。

経営の自由度が無くなる、多くなればなるほど確認の手間が増える等がその理由である。その他、下記の意見があった。

- ・ Change of control 条項や、子会社に関する制限、合併制限は起きる可能性が高く、現状盛り込むのは厳しい。また、新規投資制限や配当制限、支払制限はどの程度の

ことが要求されるのか分からない。・機関投資家が求めているコベナンツが付される場合、社債を出すのをためらってしまうかもしれない。

- ・社債を発行することにより借入を減らし、間接金融の割合を減らせるのは魅力だが、ただ、それに伴って新たな負担が生じるのであれば考えてしまう。大震災や洪水や円高や、不確実性が大きい中で新たな負担は負いづらい。自分たちでコントロールができない不確実性がある中、複数の投資家が関係し、ヒットしたら無機質に対応が求められるコベナンツは負担である。元気な会社なら良いかもしれないが、外部の要因でどうなるかわからない業界は、特に怖い。

社債のコベナンツがヒットしたときにウエーブ等が可能となるような仕組みを導入することを検討しているが、それが可能になったら変化があるかという質問に対して⇒社債権者が多岐にわたるため、とりまとめが大変であるとの回答であった。

1 社は個人向け社債に担保付切換条項、特定資産の留保条項を付けていたが、これが限界との回答であった。

担保提供制限については、債務間同順位は困難との回答であった。

- ・劣後性回避の債務間同順位に関しては、社債間という話であれば致し方ないと思うが、融資も含めてということだとかなり厳しい。
- ・社債だけでなく、ローンについても、できれば担保を差し入れたくない。しかし、担保を差し入れて資金調達をしないと会社が倒産する場合は、担保を付けて借り入れざるを得ない。
- ・社債権者と銀行は違う。社債権者の意見は理解できるが、担保に入れられる資産がそんなに潤沢にあるわけではない。無担保かつ、社債権者間での同順位が望ましい。従前よりフレキシブルに資金が調達できるようになるのであれば、パリパスも検討に値すると思うが、銀行の理解を得られない可能性が高い。

パリパスの代替措置について

- ・クロス・デフォルトは、一般的に社債についているものであるというなら、致し方ないと思う。プット・オプションの付与や期前償還条項を付けるといったことはありうる。ローンのコベナンツよりも先に社債のコベナンツがヒットする（条件を厳しくする）という対応は、それで社債の投資家が投資するのであれば、ありうるが、金融機関からクレームが来る可能性がある。
- ・パリパスに代わり投資家が要求しているコベナンツについても、そこまで付けないといけないのであれば、社債発行をやめる。あまり厳しい条件を付けると、社債がローンと変わらなくなってしまう。

## 2.コベナントの情報開示

3社ともネガティブであった。

### (1) 総論

- ・必要なものは出すが、全て出す必要はないと思う。格付けを取得するため、格付会社には出しており、それが格付けに反映されている。
- ・余裕のない企業の場合は、お話のあったような内容の開示はかなり厳しい。さらに開示にはかなり手間がかかるため、パワー（人手。会計士なども含む。）がかけられない時は今以上の開示は難しい。
- ・ローンと社債の情報格差は非常に大きいという不満が投資家にあるのは分かるが、ローンについて細かい開示をすると、借入が出来なくなるのではという懸念がある。

機関投資家からの取材ではどの程度の情報を開示しているかという質問に対して

⇒ 銀行借入の支払スケジュールの大枠などは、開示していることもあり、取材に答えているが、コベナントや金利、担保順位は話していない。

開示によってスプレッドは縮小するのではという質問に対して

⇒ スプレッドは縮小せず、他の債務と同じ条件をつけることが求められるのではないかな。

### (2) 担保

- ・個別のローンの担保状況を全て、開示するのはかなり厳しい。期間別の開示についても1年以内、1年超に分けた開示はしているが、1年超の部分をより細かく開示するのは困難である。

投資家からは、担保を差し入れたという事実を知りたいというニーズがあるがという質問に対して

⇒ 社債権者に対し「融資に担保を入れます」等をその都度通知するのは経営者は望まない。(担保差入れを始めとする) 危機的情報をオープンにするのは会社の選択肢としてないと思う。

- ・今のままが望ましい。社債を発行した後に、銀行借入に担保を差入れた際にも特段の開示はしなかった。

社債管理者を通じて開示するという事は考えられないかという質問に対して

⇒ そのようなことが制度的に求められれば行うが、あまり行いたくない。開示をしてもセカンダリーのスプレッドはあがるだけではないかな？

### (3) コベナンツ

- ・金融機関によってもコベナンツの内容が異なり、有価証券報告書等に毎年載せるのは難しい。
- ・重要な融資を受けた際に臨時報告書で開示するというのも難しいかという質問に対して
  - ⇒ 多数の金融機関から、1件当りにすれば比較的少額の融資を、日常的にそれぞれの金融機関から借入・返済を行っている。臨時報告書の開示はその内容以前に事務が厳しい。
- ・社債投資家から開示の要望があるのは理解できるが、企業側からすると止めていただきたい。取引状況の開示はどの金融機関も嫌がると思う。取引の内容も、シンジケート・ローンはまだしも、個別の融資は一行ごとに異なる。
- ・今は開示しているが、全てを記載しているわけではない。100%の開示は発行体としても望ましくない。社債権者の方が懸念していることはわかるが、今の状態が発行体としてはよい。銀行借入を全て開示するのはなかなか難しい。重要性から鑑みて開示は不要、と監査法人から言われているものもある。

なお、コベナンツの意図については、これまでは確認していなかったが、最近コベナンツの意味や、どういった状況を想定しているのか、抵触した場合どうなるのか、内容を確認するようにしているとの回答が1社からあった。