

「第12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24年1月30日（月）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

I. コベンantz等の情報開示のあり方について

事務局から、コベンantz等の情報開示について（主な意見）、配付資料1に基づき、また、大和総研 吉井委員から、機関投資家と発行会社を対象としたコベンantzに関するヒアリング結果について、配付資料2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。

1. コベンantz等の情報開示について（主な意見）

【報告・説明】

- ・ 資料1は、事務局において、コベンantz等の情報開示について、本部会等で寄せられた意見を、発行体、投資家、証券会社、レンダーである金融機関（銀行）の立場で、全般、開示対象企業、開示基準・方法に分けて取りまとめた。そのため、各意見は必ずしも発行体や投資家の総意というわけではないので、御留意いただきたい。

(1) 全般

- ・ 発行体からは、① コベンantzの開示は、B/Sの信頼性にかかわる開示制度全般の問題として議論をすべきではないか、② 銀行借入のコベンantzは、株価に影響を与える情報であり、開示されていないことが問題であるとの認識はあるが、現状でも投資家に重要な影響を及ぼす事項として監査人の確認を受け、法定開示の対象となっているといった意見が挙げられている。「監査人の確認を受け、法定開示の対象となっている」について補足すると、平成23年3月、日本公認会計士協会において実務指針「追加情報の注記について」が改正されており、「例えば借入金や社債等に付された財務制限条項が財務諸表等に重要な影響を及ぼすと認められる場合など、利害関係人が会社の財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況に関して適切な判断を行ううえで必要と認められた場合には、追加情報として財務諸表等に注記しなければならない」と明確化されており、今事業年度から適用されている。それ以外には、③ 銀行借入のコベンantzの開示については、取引銀行との守秘義務の問題を解決しなければならない

という意見である。

- ・ 投資家や証券会社からは、① 社債投資のみならず、投資判断の根幹に関わる重要な情報として開示されるべきではないか、② 社債が国内債務間同順位でない以上、社債投資家が劣後した状況を正確に把握するため重要な銀行借入のコベナンツは開示されるべきではないか、③ 優先される可能性がある銀行借入のコベナンツが開示されない状況は、債務者間の公平性を欠くのではないか、④ 銀行の対応に不確実性、具体的には、コベナンツの内容が把握できないことに加え、コベナンツにヒットした場合に、ウエイブするかどうかという不確実性が存在するため、社債投資に慎重にならざるを得ないといった意見である。他に、⑤ 今後B I S規制の問題等により、銀行の貸出姿勢が厳しくなる可能性も考えられるため、現状だけを前提に制度設計してよいのか、⑥ は、銀行借入のコベナンツが開示されヒットに近づくと当該発行会社の株式が売り込まれるという意見に対して、あらかじめ開示されるようになれば、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回避できるのではないかという意見である。
- ・ レンダーである金融機関（銀行）からは、① 投資家には邦銀が設定するコベナンツの意図、すなわち当該企業の経営状態のモニタリングといった目的や、ヒット時の経営体質の改善に向けたアドバイスやリクエストといった対応が把握できないため、コベナンツの内容のみの開示は有用な情報とは考えがたく、また、社債投資家や銀行間で疑心暗鬼の状況が生まれ、企業金融の枠組みにダメージを与えるのではないか、さらに当該ダメージの大きさの見積もりが難しく、制度化に伴うメリット・デメリットの定量的比較がそもそも出来ないため、開示制度化は見送るべきではないかという意見である。② は、その検討にあたって、企業の証券市場、社債市場への敬遠がもたらす悪影響も考慮すべきではないかという意見である。他に③ 企業は銀行間の情報の非対称性を利用し銀行を使い分けており、コベナンツの開示により、資金調達柔軟性の確保が困難になるのではないか、④ 債権者間の公平性については、長期コミットメントを前提とした銀行と、常時エグジット可能な社債投資家間では何をもって公平とするか非常に難しいのではないか、⑤ 銀行は、コベナンツ設定を通じて借り手企業の経営状態にモニタリングを行っており、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ではないかという意見である。⑥ 守秘義務の解除のためには、その合理性の説明が不可欠であるが、非常に難しいのではないか、⑦ シンジケート・ローンを除き、銀行間でも個別のコベナンツは相互に非開示であり、社債投資家のみが不公平な立場にあるわけではない、⑧ 銀行借入等のコベナンツ等が開示されれば、格付がBやBBの社債投資を真剣に検討する投資家ニーズが確かに存在することが、議論の大前提ではないかという意見である。

(2) 開示対象企業

- ・ 発行体からは、① 金融商品間の公平性を確保するため、社債発行体のみではなく、全上場企業をコベナンツ開示の対象とすべきではないか、一方で、② 取引先金融機関の増加に加え、金融取引が非常に多様化・複雑化しており、コスト負担の問題が発生する、さらに、③ 社債の発行体を対象とすれば社債発行を止める動きや、全上場企業を対象とした場合には、上場を回避するといった動きが懸念され、社債市場や証券市場全体にマイナスではないかという意見である。
- ・ 投資家からは、① 全上場企業を対象とすべきであるが、発行体の負担感を考慮し、企業の信用力により対象を選別すべきではないか、② 相対的に信用力が低い企業の場合に開示が必要ではないか、③ 自主開示とした場合には、守秘義務の問題でほとんどの企業が開示しないことも想定されるため、法定開示とすべきではないかといった意見である。
- ・ 金融機関（銀行）からは、銀行借入への依存度の低い上場企業や社債発行を検討したことがない企業（潜在的な格付がBB、Bの企業）に対して、潜在的な投資家の存在を示し、自主的な開示を促してはどうかという意見である。

(3) 開示方法・基準

- ・ 本部会では、多くの意見が、コベナンツ等について全てを開示するのではなく、投資判断に重要な影響を与える情報について開示してはどうかという整理であるが、発行体からは重要性の判断基準として、コベナンツが付された借入の金額だけではなく、短期借入とのバランスも考慮すべきではないかという意見である。
- ・ 投資家からは、① 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、② 重要であるものを開示するという原則主義的な考え方を基本とし、企業による判断の恣意性を抑制する観点から、開示の必要性に関する数値的なガイドラインの存在が望ましいのではないかと、③ 「重要性の考え方」については、デフォルトが起こった際のインパクトの大きさと発生する可能性の大きさという2つの観点があるのではないかと、④ 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、⑤ 銀行による重要な資産の担保徴求や非開示のコベナンツによる期限前の返済の決定といった情報は、コベナンツとは関係なく、速やかに臨時報告書、プレスリリース等により開示されるべきではないかという意見である。

2. コベンナツに関するヒアリング結果について

【 報告・説明 】

- ・ 資料2は、機関投資家と発行会社を対象に、コベンナツやその開示に関する内容についてヒアリングを行った結果について取りまとめた。ヒアリングを行った発行会社3社は、いずれも上場企業であり、格付けがBBBの企業2社、BB+の企業1社である。回答は、取材対応者個人の意見であり、所属する機関を代表するものではないという点に御留意いただきたい。

○ 機関投資家へのヒアリング結果

I. コベンナツの内容

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を含めた、多様な企業による社債発行を可能とするため、標準的なコベンナツモデルを示すことについては、機関投資家13社のうち、賛成が9社、償還能力が向上するならば賛成が1社、ケース・バイ・ケースが2社、反対が1社という回答結果となり、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、「選択肢が増えることは望ましい」の他に、「企業の格付け、業種による標準的なコベンナツがパッケージで提示されれば、投資判断の際に評価の材料や判断基準になり得る」、「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ンナツ付与が必要である」といったものがあつた。他方、懸念を示す意見としては、「社債の場合、コベンナツにヒットすると即座に信用不安につながる点は配慮が必要であり、多様なコベンナツを付与することで、経営の自由度が失われないか」、「スプレッドが低くなり社債の魅力が失われる」のではないかと、「安心感を得るために逆に定型化されるリスクがある」のではないかと、「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」のではないかとといったものがあつた。その他に、特色がある意見として「企業の成長段階、格付けに応じて定期的にコベンナツを見直す仕組みができれば」有用ではないかという提案があつた。また、定型化された商品であることが社債のメリットであり、複雑なコベンナツは不要ではないかという問題提起に対しては、「選択肢が多いということは、必ずしも複雑とは限らないのではないかと」、「低格付債の場合、定型化することにメリットは感じられない」うえに、そういった社債への「投資は、コベンナツの監視体制が整備されている投資家が取り組むもの」のではないかという意見があつた。

2. 社債投資にあたり投資家が重視するコベナンツ

- ・ 「債務間同順位での担保提供制限」を重視する投資家が、13社中10社とほとんどを占めており、社債が他の債務よりも劣後しているという優先・劣後の関係についても、13社中11社が意識するという回答であった。その他に重視するという回答が多かったコベナンツは、Change of control 条項が9社、クロス・デフォルト条項が4社、担保社債切換条項が3社であった。財務維持条項については、純資産維持条項、自己資本比率維持条項、利益維持条項、にそれぞれ3社が重視するとのことであった。自己資本比率維持条項は、企業の信用力担保のために必要ということであり、利益維持条項については、(自己資本比率維持条項と比較して)より早く抵触するため、早期警戒に資するという意見があった。純資産維持条項については、過去の破綻事例において、直前決算期にはヒットしなかった、自己株取得において制限があるといった批判があった。それから、財務維持コベナンツについては、抵触した場合に期限前償還を行われてしまうとデフォルトの可能性が高まるという懸念も示されている。特筆すべきものとして、「社債投資家は、債権回収という意識はあまりなく、むしろ売却するという姿勢が一般的である」、「元金確保という点で有効なコベナンツでなければ、投資には結びつかない」、「格付の高低だけではなく、比較的アグレッシブな経営戦略をとる企業については、投資判断において一定のコベナンツの有無を重視する」といった意見があった。他には、「格付の取得において、コベナンツがどのように評価されるのか明確でない」という意見があった。それから、パリパスの確保が困難な状況において、どういった対応を求めるかについては、担保の差し入れやクロス・デフォルトという意見があったが、クロス・デフォルトについては、倒産を助長する等、実効性に疑問を示す意見も出ていた。それ以外にも、「発行会社の資金繰りが苦しい場合の支援融資にのみ担保差し入れを認める」、「期限前償還条項を付ける」、「プットオプションを付ける」といった意見があり、特色のある意見としては、「社債管理者に債券保有を義務づけ、コベナンツにヒットしないように最善を尽くすインセンティブを与える」という、米国の証券化商品への対応によく似た案もあった。現実的な対応として「銀行ローンのコベナンツよりも先にヒットするようなコベナンツを付与する」、「償還までの期間を短くする、スプレッドを厚くするといった程度の対応しかできない」のではないかという、やや悲観的な意見もあった。

3. コベナンツ抵触時の対応

- ・ 米国の場合、一定の期間は治癒を認める対応やコベナンツの内容変更の機会を設定する場合もある。日本にも「コベナンツ抵触状況の治癒や内容の変更の機会を設け」てはどうかという

意見が8社と最も多かった。その他には、「担保差し入れ」、「期限前償還」、「プット権（買取り請求権）の付与」、「社債権者集会の開催」といったものがあった。なお、期限の利益喪失、期限前償還、プット権の付与については、デフォルトが加速されてしまうため、望ましくないという意見があった。治癒する見通しが立たないのであれば、期限の利益喪失や期限前償還により対応し、見通しがたつならば、担保差し入れやプット権の付与により対応しつつ、治癒を待つという意見もあった。また、コベナントへ抵触した場合には、投資家がすぐに把握できなければ対応に差が生じてしまうため、治癒の期間とは別に、アナウンスメント期間や周知期間等の時間の余裕が欲しいという意見があった。

4. 社債の商品性

- ・ 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う考え方については、賛成的な意見が3社と、反対的な意見が3社と分かれた。社債が劣後しているのであれば、劣後していることを明確に示してほしいという意見や、劣後していることをスプレッドや価格に反映することを求める意見が多かった。にもかかわらず、社債が劣後しているという状況が、スプレッドや価格に反映されていないという不満を持っている投資家も8社あった。さらに、劣後性を把握するために、ローンを含めた情報開示の充実が必要であるとの意見が5社あった。劣後性をカバーするための商品性としては他に、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ほしい、格付に関するポイズン・プット条項を付けるといった意見があった。

II. コベナント等の情報開示

1. 社債のコベナント開示

- ・ 社債のコベナントの開示は、概ね満足しているという回答が多かったものの、発行登録書類の有効期間が過ぎると発行開示書類の開示が行われなくなってしまうため、社債が償還されるまで開示を継続するか、過去の情報にアクセスできるようにしてほしい、コベナントが変更された場合には臨時報告書で開示してほしいといった意見や利便性の向上として、開示情報を一覧で集めたサイト等を求める意見があった。

2. 融資のコベナント・担保の開示

イ. コベナントの意図

- ・ 融資のコベナントについて、その意図まで開示しなければ、かえってミスリーディングではないかという指摘に対しては、コベナントの意図が開示できなくとも、コベナント自体の開示

は必要だという意見が11社と大多数を占めた。融資のコベンツの意図は、銀行の意図であり、発行会社がそれを開示するのは、そもそも無理があることから、「コベンツの内容が開示されれば、その意図については投資家において判断する」という強い意見があった。また、コベンツに抵触した際の契約の内容を、「契約に記載しているとおり開示してくれれば、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」、「銀行が必ずしもウエイブするとは限らず、期限の利益の喪失という選択もありうるため、そういった可能性を考慮すると融資のコベンツを開示すべきではないか」、「銀行の過去の回収姿勢に関する情報を知りたい」、「コベンツの抵触が近づいた際のリスクシナリオ等の開示を求める」といった意見があった。

ロ. 開示方法

- ・ 融資の担保については、現状の開示のままで良いという投資家が、13社中5社あった。一方、現状の開示で不十分とする投資家からは、有担保のローンの残高と、その期限について開示を求める意見が7～8社からあった。
- ・ 融資のコベンツについては、有価証券報告書による継続開示と臨時報告書による開示の併用を望む意見が多数を占めており、社債の発行時に、融資の担保やコベンツについても合わせて開示するという方法を支持する意見は少数派であった。発行時の開示と臨時報告書による開示の併用を支持する投資家は、条件として、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することを求めている。印象に残る意見としては、「情報の重要性は投資家により異なり一律な基準を作るのは難しいことから、必要な情報を提供してもらう権利としての『調査コベンツ』のようなもの」を付けたほうがよいのではないかという意見があった。また、「あまり開示を強制し過ぎると企業の資金調達が立ち行かなくなる可能性がある」旨の意見も1社からあった。
- ・ 開示義務については、強制開示を望むという意見が11社と大多数であった。それ以外には、「段階的に開示を進めていけば良いのではないか」という意見もあった。
- ・ 自主開示については、「自主開示が進むためには、そもそもマーケットの厚みが必要であり、現状では市場に自浄機能を求めるのは難しいのではないか」という指摘があった。また、「自主開示により、具体的な開示の基準が実務として示されることで、より多くの開示がなされることを望む」という意見もあった。それから、「日証協が『自主開示ガイドライン』を提示し、情報開示の不十分な企業を公開する一方、開示が充実している企業を表彰する」といったような提案もあった。また、「開示が不十分であれば投資しない」というコメントも複数の投資家からあった。

ハ. 開示内容

- ・ 開示内容については、平成23年7月23日示された本部会の検討状況に関する報告の内容に、賛成が7社と過半数を占めていた。現行の有価証券報告書により充実した開示を行っている企業と同レベルで開示を求める意見も2社からあった。さらに、担保提供制限等の情報や、コベナントに抵触した場合・抵触しそうになりアmendした場合の速やかな開示などを求める意見があった。

二. 留意点

- ・ 開示する情報を重要なものに限定してはどうかという考え方については、9社と多くの投資家から賛同を得られた。しかしながら、重要性の判断基準については複数あげられており、定量的な基準としては、比率、金額、比率と金額の併用、何らかの数値基準、発行体が会計処理で用いている重要性の基準、投資家に与える影響の大きさ等があった。定性的な基準としては、標準的なコベナント以外のものは開示すべきとの回答が3社、前期赤字だった企業は開示すべきとの回答が2社あった。他方で、重要性に関係なく、全ての情報の開示を求める意見も4社からあった。
- ・ クロス・デフォルトが付されている債務の個々の金額や比率は小さくとも、合計では大きな金額になってしまう場合があるが、対応については、クロス・デフォルトが付されている債務の合計を開示すべきであるという意見が3社あり、それ以外には、（合計の）金額が小さければ問題ないのではないか、一般的なものであれば、あえて書く必要はないのではないかといった意見が1社ずつあった。
- ・ コベナントの開示の対象となる債務について、コベナントによって弁済時期の繰上げや担保提供を強制される場合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が反対であった。理由は、ほとんどの融資にはウエーバー条項が付いているため、開示対象外になってしまうとのことである。「繰上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には開示するべきである」、「開示内容は格付によって異なるべきで、BB格以下の発行体ならば、全ての債務について、コベナントの開示が必要ではないか」といった意見もあった。また、銀行取引約定に含まれる、いつでも担保を取れるという条項については、開示する必要はないのではないかという意見も3社からあったが、あくまでも融資の世界での常識でしかなく、特に外国人投資家が把握していない可能性も想定できるため、何らかの開示は必要ではないかという意見が7社と多数を占めていた。
- ・ シンジケートローンのように、複数の金融機関において情報が共有されている融資と、相対

取引の融資で、投資家が求める情報に違いがあるのかという点については、違いはないという回答が大多数を占めた。シンジケートローンとの差異が把握できても、やはり、個別の融資との差異が把握できなければ、あまり意味がないという考え方のようなものである。しかしながら、金額が大きい、市場性がある、メインバンク単独の判断では処理できないといった点から、シンジケートローンのコベナントの開示の重要性を指摘する意見も少数ながらあった。

- ・ 現状では、社債は融資に劣後しており、さらに開示も不十分であるにもかかわらず、社債に投資している投資家は少なからず存在している。そこで、なぜ社債に投資するのかについて伺ったところ、日本の場合、ローンが実質的にエクイティの役割を担っているため、社債に投資できるという回答があった。

○ 発行会社へのヒアリング結果

1. コベナントの多様化

- ・ 投資家の回答とは、相反する内容が多い印象である。今回ヒアリングしたBBBやBBの上場会社であれば、比較的容易に銀行から融資を受けられるという側面も回答に影響しているかもしれない。
- ・ 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。経営の自由度が下がる、管理が煩雑であるといった理由があげられていた。それから、ヒットすれば交渉の余地なく対応が求められるような内容のコベナントについては、やはり負担であるという意見があったため、ウェイブ等が可能であるとすればどうだろうかを確認したところ、それでも社債権者が多岐にわたるため、取りまとめが大変であるといった回答であった。ヒアリング対象の1社は担保切換条項や特定資産の留保条項が付いた個人向け社債を発行しているが、当該発行会社は、これ以上のコベナントの管理は難しいという回答であった。担保提供制限については、債務間同順位の確保は困難であるという回答であり、パリパスが確保できない場合の代替として考えられるコベナントについては、クロスデフォルト、プット・オプションの付与、期限前償還ならば許容できるかもしれないという回答があった。ローンのコベナントよりも社債のコベナントの内容を厳しくすることで、社債が先にヒットするようにすることについては、それにより社債への投資が行われるという前提であれば、許容できるかもしれないが、やはり取引銀行が難色を示すのではないかという回答であった。

2. コベナントの情報開示

(1) 総論

- ・ コベンナツツの情報開示については、全般的に否定的であった。格付機関に情報を提供しており、それが格付に反映されていると考えられるとのことである。投資家側では、余裕のない（信用力の低い）企業ほど、その企業のコベンナツツの情報に対する開示のニーズが高いが、そういった企業ほど、開示を行うのは難しいようである。
- ・ ローンと社債の開示情報の格差の大きさについては、発行会社でも感じているということであるが、ローンについて細かい開示を行おうとすると、銀行からの借入れを断られる懸念があるとのことであった。
- ・ 情報開示の程度について、社債発行を行っている1社に確認したところ、社債のコベンナツツについて基本的な開示を行っており、銀行借入の支払いスケジュールの大枠等も開示しているが、銀行借入のコベンナツツや金利、担保順位については細かく開示していないということであった。開示によってスプレッドが縮小するメリットがあるのではないかとこの質問に対しては、スプレッドは縮小せず、他の債務と同じ条件を付けることが求められるだけではないかという懸念が示された。

(2) 担保

- ・ 社債投資家には、担保を差し入れた際には、その事実を開示してほしいというニーズが非常に強くあるが、発行会社側は、開示についてはネガティブな回答であった。実際に、社債を発行した後に、銀行借入に担保を差し入れた場合にも、特段の開示は行わなかったということである。社債管理者を通じて社債権者だけに開示する方法についてはどう思うか質問したところ、制度的な義務であれば開示を行うがあまり行いたくないと消極的な回答であった。

(3) コベンナツツ

- ・ 銀行融資のコベンナツツの意図については、1社から「コベンナツツの意味、どういった状況を想定して設定されているのか、抵触した場合にどうなるのか、といった内容を確認するようにしている」という回答があった。

【意見交換】

1. 機関投資家の社債投資の考え方、重視する社債のコベンナツツ

- ・ 機関投資家から「コベンナツツの付与によりスプレッドが低くなり社債の魅力が失われるのではないかと」の意見があるが（資料2の2頁）、同感である。米国では、コベンナツツを諦める代わりにスプレッドを高くするというのが社債投資の考え方であり、当然、コベンナツツよりも

高いクーポンを求める投資家が存在する。

- ・ 発行体の再建・再生への社債権者の関わり方について（資料2の4頁）、リストラ、ワークアウトの専門家である社債投資家は、米国でもごく少数であり、再生手続きに必要な社債権者の同意比率を考えると、社債権者が積極的に企業の再建・再生に関わっていくのは相当難しいのではないかと考える。
- ・ 機関投資家からプット・オプションについて複数のコメントがあるが（資料2の6頁）、社債の場合、プット・オプションの有効期限が到来するまでの金融商品であると考えられているようである。日本では、格付が下がればプットできるというコベナンツが付されている社債が若干あるが、米国ではそういったコベナンツはほとんどない。プット・オプションが付されていると、クレジット・イベントの際には償還時のキャッシュ・フローがますます厳しくなるといふ事態が想定されるため、格付やクレジットの悪化時に行使されるプット・オプションは、企業ファイナンスとしては非常に危ないものではないかと考える。
- ・ 機関投資家から「保険やメインバンクの保証を付ける」との意見があるが（資料2の5頁）、これでは銀行等の融資と社債とが差別化できず、社債市場の活性化につながるのか疑問である。
- ・ 機関投資家から「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戻しを行うコベナンツがあれば」との意見があるが（資料2の5頁）、グローバルレベルではそのようなコベナンツは存在しないのではないかと考える。
- ・ 発行体から「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」との意見があるが（資料2の14頁）、これでは社債はローンよりも楽な調達手段だというイメージに捉えられかねない。
- ・ 資料2のヒアリングの結果は、投資家、発行体の意見ともに、資料1にあるこれまでの本部会における議論と、それほど乖離していない印象である。機関投資家から「格付がBBBより低い社債であっても、社内審査にかければ投資対象となる可能性がある」との重要な意見があるが（資料2の2頁）、こうした意見は、機関投資家からどの程度あったのか、広がり度合いの手掴み感をご教示いただきたい。
- ・ ご依頼した趣旨は、平成23年9月22日開催の「社債市場の活性化に関する懇談会」において、ゲストスピーカーにて、低格付の社債市場が発展しない最大の要因は、投資家が設けている社内投資ガイドラインの存在と、さらに、リスクを取ろうとする担当者やトレーダーを評価しようとする投資家社内の処遇体系の二つであると指摘されていた。その上で、この二つの要因を解消しなければ、他に如何なる取り組みを行ったとしても低格付社債市場の発展は望め

ないであろうとの意見であった。この指摘については同懇談会において特段の異論は出なかったところであり、実態に即した違和感のないものと考えている。これを踏まえて、本部会の存立基盤にも関わってくるが、コベナンツ等の情報開示が進めば、機関投資家の社内投資ガイドラインの緩和等につながる可能性が広範に見込めるのか否か、の観点から、前向きな情報があるのであれば共有いただきたいということである。

- ・ 今回のヒアリングの回答の中にもあるように、「高くはないが、ゼロでもない」といった感触ではないだろうか。
- ・ 格付がBBBよりも低い社債への投資については、運用会社にも複数のガイドラインがあり、リスク許容度の比較的高い投資家・口座があるため、現に、そういった社債に投資できるファンドも存在している。そういったファンドの運営における醍醐味は、しっかりとリサーチした上で、BB以下の社債に投資を行い、目論み通り、BBBに浮上して償還を迎えることだ。その際、格上げでスプレッドが薄くなっているにもかかわらず、相対的に魅力度は高いことが多く、そのロールオーバー債に投資を継続することもできよう。資料2の結果は、基本的には予想されたものであり、機関投資家の中でも、どこまでリスクが取れるのかについては、かなりばらつきがある印象である。今後、投資家にも眼力が試されてくる場面は増え、当然ながら負担は増えるが、銀行借入のコベナンツの意図を推し量るのも、投資家の役目ではないかと考える。自分なりの投資方針に基づいて投資を行い、付加価値を追求していきたいと考える投資家は多いのではないかと。

2. コベナンツの多様化

- ・ 資料2の13頁にある「コベナンツの多様化」については、一人歩きしてほしくないテーマである。個別の企業の特異な状況に基づき、特別なコベナンツが付されることもごく稀にありうるが、コベナンツの「多様化」には非常に違和感があり、グローバルの流れに逆行している。資金を借りる企業から見れば、コベナンツの多様化には抵抗感があると考えられるうえに、その内容も、銀行から過去に要求された範囲に収まるのではないかと。
- ・ コベナンツの標準モデルの策定と多様化というテーマは、決して企業にコベナンツの利用を一律に強制するという方針では議論されていないと認識している。あくまでも、低格付企業の資金調達や投資の選択肢を増やす目的で、参考までに、コベナンツの標準モデルを策定、例示するものであり、現状、コベナンツを付さずに資金調達を行なっている発行体はコベナンツ付

与を強制されるわけではなく、何ら懸念を持つ必要はない。また、投資家がコベンツの付与が制度化されるかもしれないと必要以上の期待をすることも誤りだろうと思う。

- ・ 高格付社債と、低格付社債では、コベンツ全般について全く異なる。高格付社債に関しては、基本的にコベンツを付与しない方向に流れており、実際に、最近の社債には、ほとんどコベンツは付与されておらず、投資家としても、高格付社債については、コベンツの多様化が進むよりも、定型化・単純化されていた方が管理しやすいようである。
- ・ 前回の部会では、銀行借入等のコベンツを開示すれば、厳格化といった一方の方向に収斂されるとの意見があったが、高格付の発行体に関しては必ずしもそうではないだろう。一方で、低格付社債については、個別の企業や業態によって求められるコベンツが異なってくるため、いくつかのパターンに応じて、それぞれに必要なコベンツをセットで選択できるようにしていくことが考えられる。

3. コベンツ等の情報開示

- ・ 機関投資家から「信用力が低い発行体の場合、社債の償還期限が融資の返済期限より先であることを確認している」との意見があるが（資料2の9頁）、日本の社債市場では珍しいことではない。これは、過去に特定の新興不動産会社について、銀行が融資の繰上げ返済を求めたため、社債権者が損失を被った事例を理由としているようである。銀行ローンは担保を取って返済期間を短く設定し、社債については無担保で返済期間を長めに設定する代わりにクーポンを高くするのが良いのではないかと考えるが、実情はこのようになっており、これでは社債市場の活性化は進まないだろう。
- ・ 発行体から「格付会社には（コベンツを）出しており、それが格付に反映されている。」との意見があるが（資料2の15頁）、2008年のリーマン・ショック以降、格付については様々な議論があり、誰に対して何を開示していくのかという点も議論すべきではないかと考える。例えば、格付への反映のタイミングにより、投資家までの情報伝達にタイムラグがあるということであれば、マーケットに不信感を出さないためにも積極的に開示すべきであると考えられ、もっと議論すべきテーマではないか。
- ・ 社債は機動的に発行できるよう、ある程度定型化されており、その一環として、発行体はコストを負担して格付を付し、投資家は簡易的な表示の格付を利用することで、コストとリスクのバランスを取っている。相対の銀行融資に比べてリスクが投資家に移っている部分もあるだろうが、それが社債の商品性と言えるのではないか。

- ・ 機関投資家から「開示を強制しすぎると企業の資金調達が立ち行かなくなる」との指摘があるが（資料2の9頁）、非常に違和感がある。現状でも社債別に開示されているわけではなく、実態に何ら影響はないのではないか。
- ・ 発行体から「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」との意見があるが（資料2の16頁）、何を開示すべきか議論すべきではないか。例えば株式の場合、株価に影響するインサイダー情報の開示が必須であるが、それと同様に、社債の価格に影響を与えるコベナンツを開示すべきではないかと考える。それ以外にも、開示に係るガイドラインは必要か、数値基準を設けるかといった点は議論が必要ではないか。
- ・ 資料1の3ページに、投資家・証券会社のカテゴリで「③『重要性』の考え方として、デフォルトが起こった際のインパクトの大きさと発生する可能性の大きさという2つの観点がある」という意見があるが、非常に重要な観点ではないか。現在、投資判断に重要な影響を及ぼすコベナンツ等は開示することとなっているが、こうした考え方にに基づき、① デフォルトが起こった際のインパクトは大きい、発生する可能性が低い場合、② どちらも高い場合、③ 発生する可能性は高いがインパクトは小さい場合、④ どちらも低い場合、それぞれについて対応が明確に示されれば、客観的な基準に基づく開示が進むのではないか。例えば、デフォルトが起こった際のインパクトが大きい場合については、たとえ発生する可能性が非常に小さくとも、そのインパクトの大きさが突然表面化する可能性はゼロではなく、それを開示することには一定の意味があるのではないか。このように、重要性の考え方に客観性を持たせて開示のルールを具体化していく努力は必要であると考えます。
- ・ これに関連して、発行会社から「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」との意見があるが（資料2の15頁）、危機的情報を表面化させないまま、突然、危機に陥ってしまうと、投資家は回避されるべきであった損失まで被ることになる。危機的状況であったのならば、危機的であるということは何らかの形で開示しておく必要があったのではないかという点は、有事の際には必ず議論になる。米国等では、予告的に、ある程度リスクがあるということを強調しておき、実際にデフォルトが起こった際には、きちんと開示がなされていたことで、一定の免責を図っているようである。危機的情報をオープンにしないことは、今後ますます難しくなっていくのではないか。
- ・ 銀行借入に付されるコベナンツは、相対取引における個別性が強いものもあり、銀行間であっても場合によっては共有されておらず、抵触した場合にも、必ずしも企業の信用力悪化に直

結するものではないという前提は理解しているが、それでも情報の非対称性が必要なものと考えるのは、公開企業のあり方として無理があるのではないか。上場会社の株主や公募社債の保有者といった利害関係者の利益を無視するのはどうかと考える。銀行借入のコベナンツには、開示しなくてもよいものがあるということは理解できるが、非開示のコベナンツは、極力限定すべきではないか。例えば、複数の取引先金融機関が共有しているようなコベナンツ情報であれば、ある程度開示できるのではないか。また、担保提供や繰上償還の決定については、速やかに開示されるべきではないか。現状では、日本公認会計士協会の実務指針や監査法人の判断で、銀行借入のコベナンツ情報や担保提供等の開示が決定されていると思われるが、実際の運用は不徹底であると申し上げざるをえない。一律の規制は難しいかもしれないが、運用の指針を示すという努力は行う必要があるのではないか。

- ・ 発行体へのヒアリング結果を見ると、格付がBBBやBBの企業であっても、現状では銀行から資金調達ができおり、そのクラスの企業にコベナンツ等の自主的な開示を期待しても難しいのではないかという印象である。
- ・ 社債とローンの弁済順位について、社債とローンを完全にパリパスにしなければならないという意見にはなっていないと認識している。無担保の社債は、あくまで社債間同順位であり、ローンに劣後しているということを前提として、どうすればマーケットが拡大するのかという議論であったと理解している。弁済順位の高いローンのコベナンツの内容が把握できなければ、劣後する社債には投資できない、もしくは、ローンのコベナンツが開示されないのであれば、社債そのもののコベナンツで自らの権利をしっかりと保全するという議論であったと理解している。
- ・ それ以外の重要なポイントは、資料1の1頁の投資家・証券会社のカテゴリの「④ 銀行の対応に不確実性が存在するため、社債投資に慎重にならざるをえない」に集約されている。銀行借入のコベナンツの意図を判断するのも投資家の役目であるという意見もあったが、銀行借入のコベナンツが開示されなければ、投資家は、銀行の対応次第で自らの状況が左右されてしまうため、社債投資には二の足を踏んでしまう。
- ・ しかしながら、安易にコベナンツを開示すれば良いというわけでもなく、ジレンマに陥ってしまっている。コベナンツは、モニタリングが目的の場合等、必ずしもそれを行行使するためだけに付されているわけではないようであるので、具体的にどのように開示していくのか検討が必要ではないか。しかしながら、モニタリングのみが目的であるならば、コベナンツという契

約上の権利ではなく、経営目標のような位置付けとすることも考えられるのではないか。低格付の社債市場の整備は、銀行にとってもマイナスとはならないと考える。

4. 日米の社債市場

- ・ 資料2の機関投資家、発行体へのヒアリングの結果を見ても、日本において、社債市場は未だ発展途上であり、欧米の社債市場とはずいぶん異なるという印象を持った。有事の際の緊急手段として社債市場を整備するよりも、やはり平常時の社債市場の環境整備を進める必要がある。発行体や投資家にも様々な事情があることは理解できるが、やはり、まずは証券会社の努力により、マーケットの拡大を図らなければ、次には進んでいけない印象を受ける。成功するかどうかは別として、低格付社債市場のような新しい市場を作ること、新しいことができるようにすること自体は、決して悪いことではない。推測や予想を実現するためには、これまでの議論で出た論点を踏まえ、誰かがけん引役となる必要がある。
- ・ 日本の場合、銀行借入でも、社債でも、借りたお金は必ず返すという考え方が根付いているようである。前回の部会では、銀行からのプレゼンテーションにおいて、貸手（銀行）の意図について説明があったが、借手（企業）の意図ということも重要であり、日本では少なくとも借りた時点では返済と言えるだろう。一方、米国の場合、企業は、何らかの事業に使う意図で銀行借入や社債発行をし、返済時点で事業が成功していれば返済し、成功していなければその時点でどうするか考えるという感じになるのではないか。こうした日米の考え方の違いは、コベナンツを含めた制度設計にも影響してくるだろうし、日本は米国のような市場には容易には変わらないだろう。こうした点も踏まえたうえで、我が国社債市場の活性化を考えていく必要がある。

II. 次回会合

第13回会合を2月20日（月）に開催する。

（配付資料）

- ・ 資料1 コベナンツ等の情報開示について（主な意見）
- ・ 資料2 コベナンツに関するヒアリング結果について

以 上