

「第10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10月19日（水）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. コベンナツ等の情報開示について

新日本製鐵 浅谷委員から、発行会社から見たコベンナツ等の情報開示のあり方について、配付資料1「コベンナツの付与・開示について ～発行体の視点」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。

【報告・説明】

第2部会 コベンナツ関連検討状況認識

- ・ 平成23年7月6日開催の「社債市場の活性化に関する懇談会」で報告があった第2部会の検討状況について、確認の意味を含めて整理している。まず、コベンナツの付与については、比較的信用リスクが大きい会社でも社債が発行できるようにするため、複雑になりすぎないよう意識し、2つの方向性、即ち1つのコベンナツの標準モデル又は5つ程度の選択肢の提示を議論中とのことであった。
- ・ コベンナツの開示については、社債と銀行借入の両方のコベンナツを対象としているが、多くの留意事項や検討事項等がある状況。開示の範囲は広い方が良いが、一方で発行体に過度の負担をかけないよう意識している、といった報告内容であったと理解している。

留意・検討事項

- ・ 平成23年7月6日開催の「社債市場の活性化に関する懇談会」での第2部会報告から、認識の近いものを抜粋している。
- ・ 借入金等にコベンナツが付与されているのは、相対的に信用力が低い中堅・中小企業であって、既に社債を発行している、有価証券報告書を提出している会社ではまずないのではないかと。開示の充実を求められる企業の多くが社債の発行企業でないとすれば、「投資家保護の観点から必要な情報開示を行い社債投資の拡大を図る」という目的から外れるのではないかと。
- ・ 仮に、資料2「コベンナツ等の情報開示について（議論たたき台）」（以下「資料2タタキ台」という。）にあるように有価証券報告書において全て開示することとなれば、内部コスト

が高くなるのではないか。

発行体の視点

社債の定型性の維持

- ・ 発行体としては、社債の定型性、すなわち社債がある程度シンプルで、分かり易い^がために、機動的に発行ができ、多くの投資家が資金を出すことで、資金調達規模につながっていると認識している。こうしたシンプルさの代わりに、費用負担やリスクが残る部分があると考えている。具体的には、例えば、格付けで分かり易い表記をしてもらうために、発行体が格付け取得のための費用を負担し、投資家は、シンプルな格付けにある程度依拠した形でリスクを負担しているという構造ではないか。従って、現状でも社債を発行できている立場からみると、コベナントを複雑にしたり、多様化を図っても、現在享受している利便性を踏まえれば、社債市場の発展につながるとは考えにくいところである。本部会の議論は、同じ社債でも、別の種類の金融商品を対象として議論することが適当なのではないかと感じている。

相対取引との公平性

- ・ 社債には、容易に取得でき、維持・保有が簡便というメリットがある。一方、相対取引(銀行融資)の場合、個別のやりとりを多くしており、相当のコストがかかっていると考えている。銀行融資のコストとリスクのバランスを、社債との比較でモデル的に考えると、銀行から見れば、手間をかけた分、リスクがより抑えられる、企業から見れば、貸出コストが安くなる、マーケットが混乱しているような状況でも資金を出してもらえるとといったことにつながっているのだと考えている。よって、どちらが損か得かという問題ではなく、そういったバランスを考慮しながら取引しているという認識である。こうしたコストとリスクのバランスは、金融機関の貴重なノウハウであるが、金融機関ごとに全く同じではなく、それぞれのノウハウに従っているという認識である。
- ・ なお、実務の立場から言えば、銀行融資や社債について多くの約束をし過ぎる(多くの複雑なコベナントを付してしまう)と、管理自体が煩雑になる上、抵触をコントロールし切れないのではないかと不安が増すことから、コベナントをできるだけ設けたくない。特に重要性が高いと考えられる大きなコベナントを背負うと、それ自体がリスクとなるので、できる限り避けたいところである。

「重要性」の考え方

- ・ 開示対象の基準となる「重要性」について、発行体の立場から言えば、単なるコベナント付

き借入額だけが問題ではなく、短期借入とのバランスも重要な考慮要素であると考えている。短期借入の開示は、借入期間や返済時期は分からない形での開示なのであるから、短期借入については、コベナントの有無が問題にされているわけではないと理解している。本部会では、すぐ返済する必要が生じる、あるいは担保を出す必要があるとったことが検討に挙っており、主に長期借入をターゲットにした議論が行われているとの理解である。発行体としては、基本的には、低いコストで資金調達ができれば良いのだが、期限がある程度長くなければ、急に返済を促された場合に、再度、全額資金調達をしなければならない状況に陥るリスクがあることから、多少コストがかかってもある程度長期の資金を確保するニーズがある。長期資金を借りる場合、条件の交渉としてコベナントの付与も選択肢となり得るが、それによって急に返済を求められるリスクが高まり過ぎると思えば、短期調達等の他の選択肢を取るであろう。このように、企業は、資金繰りについて、自身の財務状態も踏まえて、急な返済要求があった場合にコントロールできるかどうかを見据えながら、資金調達手段を決めているのであり、短期と長期のバランスのためにコベナントを付すことはあるが、あくまで無理なくコントロールできる範囲を考えながらコベナントを付している。コベナントとは言えないが、例えば、償還オプションの売りをイメージすると分かり易いだろう。

金融商品間の公平性

- ・ コベナントの問題は、B/Sの信頼性に関わる開示制度全般の問題として議論すべきものと考えている。B/Sの長期の項目について、本当に数字通り信じていいのか確認したいという気持ちは、社債の投資家に限った話ではない。コベナントの開示自体に反対しているわけでは決していないが、社債の発行体だけをターゲットにして負担を増やすことは、社債市場にとってむしろマイナスではないか。

銀行取引約定との関係

- ・ 我が国の歴史的な経緯として、全国銀行協会がひな形を示して一律的に適用していた銀行取引約定書（以下「銀取約定」という。）の存在を指摘しておきたい。銀取約定では、銀行が必要だと考えさえすればいつでも返済を求められる内容になっていた。これに対して借り手である企業側は、10数年前に「企業の資金調達の円滑化に関する協議会」（現在のいわゆる「企業財務協議会」）において、銀取約定について意見書を出し、銀行の判断だけで決まるような曖昧な規定ではない客観的な規定に変更してほしい旨を主張した。その後、実際にどうなったのかは、個別の取引なのでよく分からないところであるが、守秘義務の問題で、現状の把握は

難しいようである。今でも古いままの銀取約定で取引しているケースも多いかと思うが、方向としては、明確にすべきところは明確にするよう、見直しが行われているのではないと思う。

- ・ 定型的な銀取約定からの条件の変更は、プラスもマイナスもあり得る。一般的に想定されている条件より厳格にリスクの高さに応じたコベナンツ等の手当てがプラスされているものもあれば、逆に、曖昧な条項を分かり易く基準を明確に変えただけで、言わば負担がマイナスされているものもあるだろう。このプラスやマイナスが銀行の新たなノウハウとなっており、守秘義務の所以となっていると理解している。いずれにせよ、銀取約定の曖昧な条項は、明確になる方向と考えている。一方、我が国社債市場は、曖昧な銀取約定が先にある前提で無担保社債が発行され発展してきたことを踏まえると、投資家にとっての状況は良くなることはあっても決して悪くなってきているわけではない。
- ・ 結論として、開示をどのようにしたらいいのかという具体的な対応は示していないが、もう少し社債以外も含めて広く議論したほうが良いのではないかと考える。

【意見交換】

1. コベナンツの付与

- ・ 発行会社側のニーズは、よく理解できたが、あくまでも社債を問題なく発行できている企業の意見との印象であり、本部会の議論の対象である普通には社債を発行できないような企業の意見とはギャップがあるのではないか。
- ・ 「社債の定型性の維持」については、ご指摘のとおりだと考える。コベナンツを複雑に付すのが社債市場の活性化にベストではないという点には同意見だが、格付けや信用力が高い企業ならばともかく、信用力に不安があり、投資家が懸念を抱くような企業ならば、何らかのコベナンツを付さなければ、社債の発行や投資の促進にはつながらないのではないかというところから、本部会の議論はスタートしている。ご指摘の趣旨は十分に理解できるが、信用力の高低に左右されると考える。
- ・ これまでの本部会の検討では、コベナンツの付与については、何らかの形ですべての社債に一律に強制すべきという議論にはなっておらず、むしろ、現在は社債を発行しにくいカテゴリーの会社でも、社債が発行できるようにするための1つの方法論として、コベナンツを活用してはどうかという議論であると認識している。そのため、現時点でも不自由なく社債が発行できている会社にまで、何らかの強制が及ぶことではないと考えている。

- ・ 社債の定型性については、高格付の会社と低格付の会社の間の定型性ではなく、似たような格付けを持つ会社間での定型性がなければ比較が難しいのではないかと。例えば、格付けが同じような会社間で、コベナントが付いている社債とコベナントがない社債があると、発行条件やスプレッドを比較する投資家にとって非常に煩雑である。また、同じ会社でも社債ごとにコベナントが異なれば、それぞれについて格付けを審査する必要があり、発行体だけでなく格付機関にとっても煩雑となり、ある程度の定型性を保たなければならないと考える。社債やスワップ取引では、ある程度定型化してコモディティ化することが取引活性化のためには重要ではないか。
- ・ 企業活動も多様化しており、社債やスワップのようにコモディティ化した取引以外にもスペシャルパーパス的な社債のようなオーダーメイド的な取引も多数あり、その場合はコベナント等のオプションは多い方がいい。とはいっても、ある一定の範囲の中で行われる方が、投資家、発行会社にとってわかりやすいのではないかと。
- ・ 資金調達には様々な手段があった方がいいが、その一つのツールとして社債があり、社債市場をどのように活性化させればよいのかというのが、議論のスタートであったと認識している。格付けが高い会社は、銀取約定等の問題もあるものの、基本的には無担保で問題なく社債が発行でき、銀行のシンジケート・ローン等と比較して、社債の方が割安であれば社債を利用している。タイミングを見て、簡単に、スピーディーに資金を調達できるというのが、高格付けの会社のメリットだと認識している。
- ・ 海外のコベナントやハイイールド・マーケットの状況であるが、海外では、基本的にはスタンダードが出来ており、マーケットが悪いときで3～4の、マーケットがいいときで2つぐらいの非常に簡単なコベナントが付されている。このように、コベナントはパッケージ化されており、後は条件を比較するというのが、海外のハイイールド・マーケットの状況である。現状の日本のシステム中で、今は社債を発行できないため銀行や公的な資金にしか頼れない中小企業のために、競争的なマーケットを投資家とともに作り上げるかどうかという論点があるのではないかと。
- ・ 格付けがBBB以下の国内公募社債のコベナントの開示状況を見ると、日本では、AとBBBの間で線が引かれており、本来は投資適格であるにもかかわらず、BBB以下は非投資適格的な扱いを受けている現状が何となく見て取れる。さらに、財務コベナントの内容を見ると、ほとんどが利益維持条項と純資産維持条項である。この理由であるが、まず、取引先に赤字を出させないよう、金融庁から銀行に指導があるからではないか。黒字倒産の可能性といったキャ

ッシュフローの実態的な問題を見るのではなく、単に赤字は悪いとしているように見受けられる。これでは、例えば、M&Aを積極的に行い、のれんの計上・償却により、決算は一時的に赤字であるが、キャッシュフローの状況は健全な会社でも悪いとされてしまい、救われぬ。純資産維持については、純資産が赤字で毀損すると、企業の信用力の不安になるという考えに基づいていると思われるが、時価会計の導入により強制低価評価損等が出る前の発想であり、若干時代にそぐわないだろう。

- ・ 一方、海外の企業のコーポレート・ファイナンスでは、純資産維持条項や利益維持条項を見たことがない。ハイイールドの分野では、基本的にはレバレッジ制限やオペレーティング制限、が一般的であり、そのうえで、それぞれの業種の特徴を踏まえた非常に単純なコベナントが付いていると理解している。あとは、コミットメントライン（融資上限）の設定ぐらいだろう。日本の特定の会社は、財務制限とオペレーティング制限を嫌い、日本ではなく、米国とユーロのハイイールド・マーケットで資金調達を行ったが、是非一度、本部会でも意見を伺いたいところである。
- ・ 日米の制度の違いは非常に大きい。例えば、コベナントの種類が全く異なるという説明があったが、これは、いわゆるUS GAAP（米国会計基準）において、各社における裁量の余地が非常に高く設定されているため、どういう会計制度をベースに計算してもほとんどぶれない、キャッシュフローに近い数字でコベナントを設定したいというのが米国の考え方である。一方、日本では、裁量の余地が少ないため、財務上の数字を共有して使ってもあまり問題がないので、より簡単な利益水準や純資産維持といったコベナントが設定されているのではないか。

2. 銀行取引約定書との関係

- ・ 銀取約定との関係は、問題点として認識しているが、資料2タタキ台では、何か具体的にトリガーとなるような事象が発生した場合に担保提供や返済を求められるようなものだけを開示してはどうかという内容が提案されており、具体的なトリガー水準が存在しないものについては、開示対象外とされている。いつでも返済又は担保提供を要求される可能性があるということだけを開示しても、あまり意味がないということから、一般的に銀取約定に入っている規定・条件については、資料2タタキ台では開示の対象外となっている。
- ・ 会社ごとに異なる問題かもしれないが、銀取約定に従い、何か定型的な取引をする場合、指摘があった問題は、社債だけに限らず、融資等でも考えられるのではないか。例えばスワップ

取引について、銀行と会社との間で契約を締結する際には、ISDA（国際スワップデリバティブ協会）が示している定型的なマスターアグリーメント（契約書モデル）が利用されているが、同じ問題が生じているのではないか。

- ・ 伝統的な銀取約定があると、ある部分を変えると定型性を維持できない、維持するのが非常に難しいといった問題が生じ、工夫が必要になる。社債の議論に限らず、銀取約定の問題は常に存在していると認識しているが、そういった問題について、どのように対処してきたのだろうか。あるいは、気にせず見直しを行い、元々の定型的なものと、両方並存となっているのだろうか。
- ・ そういった問題は確かに存在しているが、ベースとなる銀取約定は、なくす交渉をしていない限り、存在している場合が多いと思われるので、多くの場合は、銀取約定が基礎となり、そこにスワップの契約が加わるようなことになる。新しい契約を結ぶ際には、トータルで見て、従来より有利になっているかどうかを確認しながら契約交渉を進め、足りない規定は足していくことになる。実務的には、多くの取引があるものの、後の管理のしやすさの観点から、ある程度の整合性を取りながら、契約を締結している。
- ・ 借入れの中には、銀取約定そのものを使わない借入れもあると思われるが、当然ながら、銀取約定を使った借入れよりも不利にならないよう、考えて取引することになる。金融機関から提案がある新商品の定型的なモデルは、金融機関側寄りに堅実すぎる内容であることが多いため、条件を詰める交渉をすることになる。
- ・ 仮に借入れが2種類あり、一方の伝統的な借入れについては銀取約定でカバーされるが、もう一方の新しい借入れについては銀取約定が適用されないとすると、混乱が生じるだろう。同様の問題は、同じ債務者について、銀取約定がカバーしている債務について支払いや、担保提供を求めたりするといったことから起こりうる。こうした場合、条件設定が非常に難しくなるのではないか。
- ・ 社債は比較的大きな資金調達のため、銀取約定が適用されるのかという問題もあるが、仮に適用されないとしても、銀取約定が適用される債務が1本でもある限り、適用されない・社債の取引のメンテナンス、交渉は、非常に難しいものになるのか。
- ・ 銀取約定を外したとしても、それと例えば社債との違い等、レベルの差はあるものの、場合はいくつかある。銀取約定がカバーしているものは、銀行から、トリガーがよく分からないまま返済や担保設定を求めることができるので、銀行融資と比較して、社債等の他の債務は相対

的に立場が弱いといえる。

- ・ 個別の実務では、債務者が条件を管理できるかどうかという問題があるため、商品ごとに契約のそもそもの成り立ちが異なってまったく同じものにはならないまでも、あまり多くのバリエーションは作らないのが一般的だろう。
- ・ 社債やスワップはコモディティ化しており、一種の定型化したフォームの契約、条項になっているところが一つの特徴・メリットとなっている。社債と言えば、スワップと言えばこういうことなのだろうというイメージが共有されており、それにより幅広く取引されている。その結果、カウンター・パーティー・リスクが一気に表面化したという問題もあるものの、コモディティ化していることによる定型性はやはり重要だろう。例えばスワップならば、I S D A（国際スワップ・デリバティブ協会）の標準的な契約を結んでいるという前提で、取引が行われているといえる。
- ・ 一方、銀取約定は、会社の信用という要素もあるが、基本的には、会社と銀行の力関係により、内容が左右されると考えている。どんなに大きな企業でも、最初にスタートするときには、銀行から融資を受けることになり、その際の条件をある一定のフォームで受ける。その後、様々な取引を重ね、フォームを見直す、新しい銀取約定に変えるといったことにつながっていくが、例えば、特定の会社が、今まで取引のない新しい銀行で金融取引を始めるとすると、銀行は、スタートでは決まったフォームを提示してくるだろう。コモディティ化とは別の問題であり、会社が融資を受けたいのか、銀行が貸したいのかという力関係により、変わってくるのではないかと思う。
- ・ 銀取約定は基本契約であり、その中で、スワップを取引する場合にはI S D Aの契約書を結び、プロジェクト・ファイナンスを実施する場合には別の契約を結ぶ。銀取約定は、新たな取引をするために結んだ契約と競合する部分に関してはスーパーシードである（強く優先される）と言える。そういった意味で、社債をコモディティと考えていいのか、正直よくわからないが、おそらく社債にも銀取約定とマッチする部分があり、その部分について、銀取約定はスーパーシードすると言えるのではないか。

3. コベナント等の情報開示

- ・ 銀行融資との関係で説明があった「金融商品間の公平性」については、強く賛同したい。過去には、融資に付されているコベナントにヒットしたため、期限の利益が喪失しないよう、融資の一部について、期限前弁済が行われたといった事例があった。これは、単なる社債投資の

問題ではなく、株主を含めた有価証券の保有者共通の問題であると考えている。極論すると、開示上の欠陥であると言えるかもしれない。しかしながら、コベナンツや債務の状況を全て開示すれば良いというわけではなく、やはり発行会社の負担感が強いと思われるので、重要性和いった観点で、ふるいにかけるべきではない。信用力の高い企業の場合、コベナンツが付されていない債務が相当あるということであれば、そういった企業はターゲットとはせず、むしろコベナンツが機能するような、比較的信用力の低い企業の場合には開示していただくという方が、企業の財務状況の開示全般という観点で、必要なことではないか。勿論、どこまで一般化できるかといった点については、今後よく検討する必要がある。

- ・ 今度は是非、普通には社債を発行しにくい、発行できないような企業の意見を伺いたい。
- ・ コベナンツ等の開示については、何か基準ができ強制されると、現在社債を発行しているかどうかにかかわらず、一律になんらかの影響が及ぶ可能性があり、1つの問題点であると認識している。しかしながら、社債を発行する会社だけに対して開示義務を負わせると、社債市場の活性化に逆行することになりかねず、また、社債権者だけが関心のある情報ではないため、開示制度については、或る程度一律的なものが望ましいのではないかと考える。
- ・ 開示について、発行会社側としては、これだけ金融取引が複雑になり、コモディティ化しているものもあれば、オーダーメイド的にその会社用に作り込まれた契約もあり、契約ごとに銀行に負担してもらうリスクの程度も様々であるので、開示は非常に難しい印象である。例えば、負債のうち、複雑にオーダーメイド化している部分があるが、それは全体の1%にも満たないとすると、重要性の問題として、開示が必要なのだろうか(開示の必要はないのではないか)。投資家から見れば、なるべく透明性を高める方向が望ましいことはよくわかるが、発行会社からすると、証券会社や銀行から様々な提案があり、今や資金調達は目的によって非常に多様化しているのが実態となっている。そういった中で社債は、その企業を見るうえでの一つ目安のようなものであるので、ある一定の型がなければ、社債市場の活性化・発展にはつながらないのではないか。定型化とは、例えば、高格付けのパターン、格付けが比較的低いところのパターンというそれぞれの定型化であり、社債全ての定型化は難しいだろう。このように、いくつかのパターンを検討、用意する必要があるのではないか。
- ・ 資料2タタキ台の12ページに「現在の継続開示事例」が示されており、14ページ以降に、今後の基本的な考え方案が示されているが、仮に今後の基本的な考え方に従えば、12ページの開示事例はどのように変わってくるのだろうか。

- ・ 資料2タタキ台の18ページの上段に、継続開示の例(イメージ)がある。12ページの表で「トリガー水準の開示」と「債務金額」の両方に丸印が付されている企業のほとんどは、実際に有価証券報告書において、この程度の継続開示を行っている。12ページで見ると、「トリガー水準の開示」、「債務金額」の両方がでている会社は半分程度あるが、逆に、そこまでの開示を行っていない企業が約半数ある。このリストは、格付がBBB以下で公募債を発行している企業のものであり、本当にコベナントが付いていないのか、コベナントは付されているが重要性の観点から開示されていないのかは判別できないが、コベナントに関する記述のない企業もある。いずれにしろ現状では、開示を行う基準は必ずしも統一されていないという認識である。
- ・ そういった調査や欧米での資金調達に切り替えた特定の発行会社にヒアリングするといったことも必要かもしれない。
- ・ 資料2タタキ台は、実際にかなりの数の企業が開示を行っているのと同等のレベルの開示であれば、発行会社にも抵抗感はないのではないかと考え、それに沿うようなイメージで、基準のようなものが作れないかと思い、このように提示した次第である。
- ・ 開示だけを取り出し議論しても、必要なら開示するという話になってしまう。やはり、社債市場の活性化とセットに考えるべき問題なのだが、良い社債市場ができれば開示もするという流れも考えられるし、開示のタタキ台を示すことにより、社債市場が活性化するのもかもしれないので、鶏と卵のような関係にあるのかもしれない。資料2タタキ台の12ページを見る限りでは、どちらなのかよく分からない面がどうしてもあるので、もう少し情報を集めるということが良いだろうか。
- ・ コベナントが開示されても、社債権者が把握できない間に、銀取約定に基づく対応や追加担保の請求が実施されてしまうことはならないだろう。例えば、その会社が比較的資産が豊富であり、それに依拠してファイナンスするというのであれば、社債にもネガティブプレッジを付けることになるだろうが、現実問題として、今の日本ではそれはできないだろう。社債権者にネガティブプレッジのコベナントを付ければ、他のシニアのローンのコベナントに抵触することになる契約が多いのではないか。過去の米国での経験であるが、これから公募で社債を発行するので、銀行との間のコベナントをアmendしたいという申し出を自行の顧客から受けたことがあった。投資家がついてくるような社債を考えるうえで、どういう社債の商品性が

あるか、すなわち、マーケットがどうあるべきか、どういう投資家を想定しているか、どういうシェアを想定するかといった点について、議論していくべきではないか。

- ・ 米国では、仮にアmendの要求があった場合には、ケース・バイ・ケースではあるが、どのように対応しているのか。
- ・ この事例では、アmendに応じた。
- ・ なぜ応じたのか。やはり、企業との力関係か。
- ・ 当該会社は、業績を伸ばすために設備投資を重ねていかなければならないような業種であったため、必要な資金を銀行融資だけに頼るのは、そろそろ難しいと考えていた。そういった時期に、会社が、今後は社債での資金調達をメインにして、さらなる成長を図りたいという相談があったので、それに応じた次第である。銀行の目的は、お金を貸すことではなく、企業に成長していただくことであると考えているので、反対する理由はなかった。
- ・ 社債と銀行ローンの担保設定・優劣の問題については、本部会の前身である「社債市場の活性化に関する懇談会 ワーキング・グループ」から、社債間限定同順位ではなく、国内債務間同順位とすれば、問題は解消すると何度も言及されている。社債間限定同順位であるため、銀行ローンが優位しており問題が生じているという議論に立ち返るだけだろう。
- ・ 債務間の順位について申し上げているのではなく、社債という商品のあり方について申し上げている。そもそも米国においても、特に低格付の社債とはそういう商品（銀行ローンの下位にある）であると認識されている。仮に、銀行ローンと同順位でなければ発行できない、銀行ローンと同順位になれば、買い手となる投資家が現れるということであれば、そこを目指すことになるのだろう。例えば、ハイ・イールド社債は、基本的には銀行ローンの下位という前提で販売されており、投資家も、ハイ・イールド社債が銀行ローンと同順位ではないことを前提にして投資をしており、マーケットが形成されている。債務間の順位を同じにすべきと主張するのではなく、そういう商品性という前提の下で、投資家をどのように探していけば良いのかという議論をしてはどうかと考える。

4. 銀行ローンのコベナント等の開示

- ・ コベナントモデルの作成やコベナント・債務の状況の開示は、債務者間の公平性を担保する

ことにより、低格付社債のマーケットを創出するためのアイデアであったと認識している。現状の実質的に社債がローンに劣後するような状況では、低格付けの社債に投資しようにも、その上にあるローンにこういった内容の条項が入っているか分からないので、投資しづらいということである。ローンの条件の詳細が不明な状況であれば、少なくともコベナンツでしっかりと縛られていなければ、投資家は困るだろう。また、一般の社債(高格付の社債)に付いているようなそれほど厳しくないコベナンツを、いわゆる低格付社債にも付していくということであれば、実質的にローンに劣後している状況が改善されないため、上位債権であるローンの条件の詳細がわからない限り、投資には躊躇してしまうだろう。

- ・ 現状では、国内のリスクマネーの出し手は銀行のみであるため、施策を講じればすぐに低格付社債の投資家が現れるかどうかは不透明であるが、こうした枠組を作れば、いずれは米国のように低格付社債市場ができてくるかもしれない、という流れであったと理解している。しかし、議論を進めてくると、銀取約定や守秘義務といった、銀行が個々の企業と結んでいる契約が開示にそぐわないという点が、どうしても大きなハードルになっている。銀行では特定の企業と取引する場合、自行以外の債権者がこういったコベナンツを結んでいるのかについて、実際にどの程度調査されるのだろうか。または、自行との契約条項が担保されていれば、他の債権者との契約がどうなっても構わないという内容になっているのだろうか。あるいは、デューデリジェンスの際に、他の債務の内容についてもチェックを行っているのか。それとも、やはり自らの契約の内容が開示されることは、ビジネス上、問題が大きいという考えなのだろうか。
- ・ 銀行ローンのコベナンツを開示するには、守秘義務の解除が必要になる。銀行によって若干の考え方の違いはあると思うが、株主の目がある以上、銀行にとっての合理性がなければ開示できないが、合理性がある場合は、実はほとんどなく、唯一考えられるのは、例えば、その会社へのローンを回収するため、コベナンツの開示に応じて社債が発行しやすいように仕向け、社債発行で得た資金により、銀行のローンを回収するという発想が成り立つ場合ではないか。しかしながら、こういう発想は、社債の投資家にリスクを押し付けることになり健全とはいえ、金融市場の一員として銀行が持つべき発想では無いと思われ、現実性が乏しい。このため、銀行株主の存在も見据えながら、銀行が合理的に守秘義務を解除できるケースは、極めて想定しにくいといえる。
- ・ 他行のコベナンツの付与状況をどの程度把握できているのかという点については、例えば、シンジケート・ローンを組成するような企業であれば、当然、他の銀行と共通の条件でローン

契約を締結するので推定できるが、それ以外の企業の場合は、他行のコベナントの付与状況を把握するのは極めて難しい。金融機関自身のリスク判断力、ノウハウの蓄積度合いにもより、その会社に関する情報や取引関係等から把握することになる。銀行同士は熾烈な競争をしており、競争相手である他行のコベナントに関しては、ブラックボックスとなっている。

- ・ 銀行が付しているコベナントの目的について申し上げたい。仮に借り手である会社が銀行の設定したコベナントにヒットしたとしても、銀行が即座にローンの回収に走るケースはほとんどない。特に日本の銀行（邦銀）については、多くの場合、非常に長期的な企業に対するコミットメントがあるので、仮にヒットしたとしても、銀行から様々なアドバイスを行うための予防的に設定されているコベナントが多い。そういった趣旨から、コベナントの内容も、数字の水準はもう少し高い場合もあるが、純資産はゼロ以上であること、利益はゼロ以上であることといった程度のもが多く、ヒットした場合には即座に回収することを念頭に置いて設定したものではない場合が多い。
- ・ こういった意味で、邦銀の発想は、欧米の銀行とは全く異なる。米国において、米銀とシンジケート・ローンを組成した経験があるが、コベナントの設定の考え方がまったく異なっており、大変苦労した。邦銀のコベナントの場合、長いコミットメントを前提とした、チェック目的のものが多くなっている。
- ・ このように、銀行同士でもコベナントの内容が見えない中で、仮に、その内容が開示された場合、まず銀行同士で、このコベナントの意図は何なのか、すなわちチェック目的なのか、それともヒットしたらすぐに回収に走るつもりなのかと、読み合いをすることになるが、真実はもちろんわからない。投資家も、開示された事実がわかるだけであり、設定した銀行の意図については知るよしもない。そうすると、よく分からないものについては、特に本邦の銀行や投資家は保守的に考えるので、コベナントの内容は厳しいものに合わせていく形でローンと社債を通じて一本に収斂された上で、ヒットした際も、債権回収の乗り遅れだけは避けるべくすぐに資金の回収に走ることになりかねない。仮に、銀行ローン等の開示が、このような過程を経て、企業に深刻な経営上のリスクをもたらす結末を招くとすると、我々が視野に置くべき中でも最も広い概念と思われる「本邦の企業金融の枠組み」にとって重大なダメージとなりかねない。
- ・ 現在は、各企業が相対取引の特性を利用して、うまく銀行を使い分けているが、仮にコベナントの開示が行われるようになれば、これは成り立たなくなるだろう。さらに、社債を含めたコベナントの設定やヒットした際の対応も、最も厳しいものに収斂する可能性があるうえに、その内容が開示されてしまう。以上のように、開示されたコベナント内容の意図が銀行・社債

投資家間でお互いに理解できない難しさにより起こりうる事態については、それを防ぐ方策について十分に検討が必要ではないか。

- ・ 他の金融機関のコベナントの内容を気にするかという点であるが、やはり本質的には、気になる場所である。しかしながら、社債権者が把握していないところで銀行側が担保を設定していた事例について、本部会で議論されている資料を拝見したが、この議論の論点については、他の銀行がどういうコベナントで、どういう担保を取るかを把握することが対応策となるのではなく、それをさせないためのコベナントを必要に応じて付ける、すなわち他の債権者のコベナントの内容ではなく、自分の債権を守るために自分の債権にどういうコベナントを設定することが必要かを考えるのではないか。そのため、信用リスクの判断において、他の債権者のコベナントの内容を直接気にすることは、あまりない。もちろん、審査の段階で他の債権者のコベナントに関する議論はありえるが、基本的にローンのコベナント情報は手に入らないという前提である。
- ・ 銀行から見たコベナントの位置付けについてであるが、自行がメインバンクの場合には、コベナントにヒットした、又は、ヒットしそうである場合には、当該企業と事業計画の綿密な見直しを行い債権回収の蓋然性を確認した上で、見直した事業計画に沿って新しいトリガーポイントを設定する。また、債権者間の公平については、長期コミットメントを前提に市場が混乱している際にも債務者を支え続ける銀行と、市場混乱時にエグジット可能な社債投資家の間で、何をもって公平とするか、非常に難しい議論なのではないかと考えている。
- ・ 米国と日本で最も大きく異なるのは、連邦倒産法等の法制や、D I P (Debtor In Possession、占有継続債務者) ファイナンス等のマーケットが充実している点だろう。日本ならば要注意先として新規対応が難しい案件であっても、米国であれば、十数パーセントの金利をつければ簡単にアレンジができてしまう。そのため、経営者も比較的デフォルトや倒産という選択をしやすと思われる。しかし、日本においては、銀行側から倒産させた事例はほとんどないだろう。この理由はやはり、コミットメントの違いであり、銀行側が倒産を目的に交渉をしていることは、おそらくないだろう。

5. 企業金融のあり方

- ・ コスト、クーポン、引受制度といった様々な問題があるが、銀行ローンと公的な資金の枠組みの他にも資金調達手段の選択肢があるのは、企業が事業を営むうえで、非常にプラスとなるポイントだろう。懇談会が開催されているのは、こうした選択肢がなく、銀行に頼りきりにな

ってしまっており、オプションがないというのが、最大の問題であると認識している。銀行ローンや公的資金にしか頼れない企業がどれだけあり、銀行にも公的機関にも融資を断られた場合等の実態はどのようなになっているのかといった点について、もう少し確認しなければ、本部会の議論は中々進まないのではないかと考えている。コベナントについても、相対のローンでならばコベナントをいろいろ設定できるが、社債に多くの複雑なコベナントを付すのはあまりなじまない印象である。コベナントは難しいものにしない方がいいと考えているが、こういった点についてもっと議論しなければ、結局は現状のままとなってしまうのではないかと考えている。

- ・ 企業が借入れをする際のインセンティブとして通常考えられるのは、リファイナンスやM&Aだろう。少々レバレッジを付けても、ノンコアのアセット投資する場合には、欧米ではハイイールド・マーケットでの資金調達が可能だろう。一方、日本の企業の文化は、M&A、企業売買の文化と非常に密接に関連しており、株式交換ではなく、現金を伴ったM&Aが増えてくると、少しはレバレッジを付けて、多少格付けが低くてもやっていこうというニーズが出てくるのではないかと考えている。例えば、最近でも延期されたようであるが、M&A目的で、2,000億円を超える金額が、銀行ローンのマーケットで調達されたケースがあった。これは、米国ならば、銀行ローンとハイイールド・マーケットが競合して、よりいい条件の方をファンドが選ぶことになるが、日本の場合、すべて銀行での調達となってしまう。ただし、債権者は全員日本人であり、日本人がコベナントを決めて、メガバンク、信託銀行、外国銀行の10行ぐらいでまとまっているので、マーケットは存在していると考えている。その中で、投資家も含めた納得感が形成されているのが現状だろう。ただし、他のマーケットとの競争があれば、借り手にとって、もっといい条件になるだろう。
- ・ やはり日本では、企業金融、コーポレート・ファイナンス全体を見据えて考える必要があり、社債だけをピックアップしての議論は難しい印象である。
- ・ やはり全体像を考える必要があるのではないかと考えている。企業の資金調達が難しくなるのは、マーケットが混乱しているときであるが、そういった際には、銀行融資等の相対的なものにどうしても頼ることになってくる。比較的格付けが低い会社は、より資本に近い形で資金調達をしていると考えられるが、そういう会社との取引は、銀行により比較的定型化努力はされているかもしれないが、相当いろいろな条件が付いてくる。そういった違いを踏まえれば、今の社債と同じ土俵でという限定的な議論では、社債市場の活性化策は難しいだろう。
- ・ また、低格付社債の発行、投資が呼び水となって、社債全体の取引が活発になるのかどうか

についても疑問である。様々な条件が付いていないことが明らかであれば良いが、実は何かコベナントが付いているのではないかと疑心暗鬼になってしまうのではないか。そういった点について、いちいちチェックするのは手間がかかるので、社債にはコベナント等の条件があまり付いていない、シンプルなものだという常識を崩さない方が、社債だけに関しては望ましいのではないか。

- ・ 日本型とも言える長期の相対のファイナンスには、歴史的な経緯もあれば、メリット・デメリットもあるだろう。こうしたファイナンスと市場型のファイナンスが共存するのは非常に難しいと思われるが、なぜ米国には、日本のような情報を取るためのチェック目的のコベナントがないのだろうか。
- ・ 企業と銀行の関係の長さの違いが大きな理由ではないか。米国における銀行と企業の取引は、ギブアンドテイク的と言うか、日本と比べてはるかにドライな印象である。合理性がなければ、取引そのものをやめてしまうというケースも多々見られる。
- ・ 一方日本では、メインバンクや準メインバンクならば、そういったビジネスライクなことは考えないケースが多い。例えば、特定の企業における銀行の取引順位3位と同4位が入れ替わるだけでも大騒ぎになるように、非常に長い時間、それこそ100年の時間をかけて企業とのリレーションを築いているので、よほどのことがない限り、その企業との取引から撤退するといったことは考えない。これは、日本の企業金融と欧米の企業金融の成り立ちの違いそのものではないかと感じている。
- ・ そうであるならばやはり、そういったことを前提に、昔からの日本の金融と共存し得る条件で、社債市場の活性化を考えていかなければならないということか。
- ・ 確かに日本の金融と米国の金融には違いがあるだろう。しかしながら、米国の銀行も、基本的には、企業との関係の維持を重要視しており、コベナントの内容も99%発動しないチェック目的が中心だというのは、どの銀行も共通ではないか。メインバンク・準メインバンクとそれ以外の銀行も、基本的なスタンスは共通しており、メインバンクの方が、企業との関係維持の意思がより強いという程度だろう。しかしながら、日本のメインバンクは、時には経営者の交代を促すといった、やや株主的な動きをする可能性もあり、その点は、米国の銀行とは異なるだろう。
- ・ 銀行株主に対する説明義務について説明があったが、米国の銀行が合理的でない取引先を切

るのも同じ理由からである。米国の銀行も、株主、アナリスト、投資家といった、様々な立場から批判を受けている。リターンに見合わない取引を続ければ、それだけ収益力が落ちてくるので、株主に対して説明がつかない。日本の銀行も、当然ながらIRに励んでいるが、求められているリターンやROEの水準が、欧米の銀行と比べればはるかに低い。これは、歴史的な経緯も絡む難しい問題であるが、そのように認識している。

- ・ 銀行のメインバンクとしての誇りや重責と、企業が銀行から逃げ出したい場合の他の資金調達手段の充実について、どのようにバランスをとるのかという問題である。しかしながら、メインバンク制には、色々と注文をつけられても、結局最も安く資金調達が出来き、最後はお願いすれば何とかしてくれるというリレーションがあるので、日本の企業は、銀行に不平・不満があっても、やはりこれで良いと考えているのか、素直な意見を伺いたいところである。無理して高い利息を支払ってでも、BB以下で社債を発行したいと本当に考えている企業があるのか、それとも、銀行や公的資金で十分と考えているのか、気になるところである。
- ・ 社債市場のことはばかりを考えた結果として、日本の企業金融を弱らせてしまっただけは本末転倒である。企業金融という大きな枠組みの中に社債市場があるので、企業金融全体を伸ばす観点の下で、社債市場を活性化させなければ意味がないだろう。ただし、コベナント等の開示については、異なる事情を持つ様々な企業があるといっても、開示のルールには、ある程度の一律性、規則性を持たせなくてはならないのではないのかという、非常に悩ましい問題もある。一律に強制する以外に何か良い方法があれば伺いたい。うまく投資家と企業の間を取り持つ手段を見つけるのが市場仲介者・証券会社の仕事であり、使命であるが、現時点では有効な解決策が見つからない。
- ・ 市場仲介者として、企業の資金調達の選択肢を増やすことはプラスであり、決してマイナスではないと考えている。また、日本のマーケット全体として見ても、そういった新たな選択肢が出てくることは、決して間違っていない。しかしながら、それを実現するために何が必要なのかを考えると、やはり、今まで議論してきたようなテーマについてはクリアしておかなければ、社債市場は育っていかないだろう。
- ・ 日本は、継続開示会社の数は多いが、社債を発行している会社は、その中のごく一部に過ぎない。さらに、本当に社債で発行するほうが合理的なのかを確認するため、融資の条件等を確認すると、融資を受けたほうが社債よりも有利であると思われる事例も多々ある。そのため、全ての会社が社債を利用すべきだとは考えていない。あくまで選択肢の一つとして、社債での

調達の道が用意できるようなマーケットを作れば、証券会社、企業にとっても有益な、ウィン・ウィンの関係ができるのではないか。実際にマーケットの枠組が出来たところで、本当に銀行以外からもリスクマネーの提供者が出てくるかどうか未知数であるが、前向きに考えて議論を進めていきたいと考えている。

- ・ そういったマーケットは、ローンの世界でならば、日本でも存在しており、非常に活発なファイナンスが行われている。リスクマネーの出し手である投資家は、存在はしているのだろう。しかしながら、ローンと債券の差は大きい。ローンの信用リスクが高くなってくればボラティリティが高くなる。また、景気の動向や、それぞれの事業の内容に応じて、ボラティリティが高くなる。ここで、その際の時価評価に耐えられるかという問題が浮上してくる。ローンについても、当然ながら時価評価の概念があるので、値下がりが発生するが、中間的な評価が行われず、言わばひたすら耐える文化がある。一方、債券の場合、流通市場があるので、毎日時価評価が行われ、極端な状況では、日々値下がりしていくことになる。この時に、耐えられるのかという問題があるだろう。日本にも、ある意味倒産間近の債権のマーケットはあるが、倒産まではいかない、中間的な信用リスクの状態の時価評価に耐えるマーケットはまだ存在していない。このあたりが、問題だろう。
- ・ 存在していないとは、流通はしていないということか。
- ・ 流通はしないが銀行間で取引することはある。具体的には、要注意になった、引当てが終わった、回収が終わったといった状態の債権について、銀行間で取引がある。
- ・ そういった点は、社債でも同様だろう。そういった意味では、銀行は債権の買い手にもなっているということだろう。
- ・ いわゆるバブル崩壊後、銀行は不良債権処理もあり大変な状況だったこともあってか、ひと昔前のいわゆるメインバンク制度はかなり崩れてしまった印象がある。その後、銀行の状況がかなり改善されているので、また元に戻っているのかもしれないが、昔のように、メインバンクである銀行が、ある意味丸抱えで相当のところまで企業の面倒を見るという状況ではなくなっているのであれば、そこからはずれる企業も出てくるだろう。理論的には、そういった企業のためには、社債等の他の資金調達手段の多様化を図った方が、企業金融がうまく回るのではないかと考えるが、どうか。実際に銀行が取引されている企業の大部分は、長い関係が続いており、それを継続していきたい企業であると思うが、そうでない企業も出てきている状況

か。

- ・ 本邦における企業と銀行の長期的なリレーションを基本とする関係は、いわゆるバブル崩壊後の不良債権問題の前後で比較しても、あまり変わっていないのではないかと。不良債権問題において問われたのは、銀行におけるローンなどの資産管理のあり方であり、企業との長期的なリレーションそのものではないと考えている。銀行は、不良債権問題の教訓により、資産の管理のやり方、特に資産査定のあり方を大きく見直した。このように管理は厳しくなったものの、銀行では、ある企業の状態が低迷・悪化したとしても、基本的には、ドライに関係を見直すのではなく、どうやって再生をお手伝いするかという考え方が主流となっており、企業とは最後まで付き合うスタンスである。それがうまくいかなかった場合には、破綻する企業も出てくるが、銀行が資産の管理を厳しくしてもしなくても、破綻する企業は破綻するだろう。このように、不良債権問題の前と後で、銀行が企業との長期的なリレーションをベースとする考え方は、本質的にはあまり変わっていないと考える。
- ・ やはり銀行に預金が集まりすぎるので、銀行としても貸出という形で使わざるを得ないということだろうか。
- ・ ご説明に代えて去る9月22日開催の第「9回 社債市場の活性化に関する懇談会」における質疑を紹介したい。具体的には、ゲストスピーカーの方から、社債市場が発展しない原因の一つとして、銀行の過剰融資があるのではないかと指摘があった。それに対して、銀行界から、確かに預金が多く集まるなか、受入預金残高に対する貸出残高の割合（預貸率）は、自行では7割程度しかなく、決して無理に融資を伸ばしてしているわけではないという旨と、元本が確保される投資商品、すなわち預金に資金が集まりやすい経済状況そのものが問題の本質ではないかという旨の発言があった。ゲストスピーカーの方も、その内容に賛同され、銀行の過剰融資について、銀行に責任があるとは考えていないし、銀行を批判する意図はない旨を述べられていた。

6. 日米の投資家教育

- ・ 米国は、投資家マインドが日本とは全く違う印象である。ハイ・イールド債や、ハイ・イールド債が組み込まれた投資信託に投資するのは、リスクを取ってでも高いリターンを求める、いわゆるソフィスティケイテッド・インベスターであると思われるが、日本人はどうしてもリスクを嫌う国民性なのではないか。米国では、幼稚園の絵本の内容が、お金に関するもの、具

体的には、「お金を銀行に預ければ利息が付くので、これを株式に投資したらどうなるか。会社が発展すれば、株式を買ったお金も多くなる。」といった内容であり、大変驚いた。幼稚園を出て小学校に入ると、小学校で掲げられている目標は、「企業家精神を育てよう、リスクを取ろう。」という内容であった。

- ・ リスクを取る投資家を日本でも育てるため、今では、高校生や中学生に証券投資等の金融教育が行われているが、少なくとも5年後程度先を見据えて、きちんと整備された情報インフラの中で、計算されたリスクであれば考慮・判断できる投資家を育てる必要がある。コベナンツ等の開示だけに頼るのではなく、直接には少なくとも、コベナンツ等も踏まえた格付けとリターンとの関係が一定期間トレースされた情報インフラを整え、それを信頼して投資した投資家が損失を被っても、自己責任と割り切れる程度には、環境を整備する必要があるだろう。金融教育やインフラの整備は、直接には効果が出ないかもしれないが、将来的に証券投資自体が活発になれば、株式市場や社債市場も活発になり、日本の経済はもっと活発になるのではないかな。
- ・ 投資家教育については、日本も90年代から目標としているが、方向付けが非常に難しく、米国に近づいた方が良いのか、全く違うモデルを追及したほうがいいのか、議論が重ねられている。経済環境という面でも、日本の投資家が預金を選んでいるのは事実であり、本当に難しいところである。
- ・ 本日議論していただいた中で、社債市場を活性化するにはどうすれば良いのか。活性化すれば、社会にとっても経済にとってもプラスとなる点には異論はないと思われるが、具体的にどのように社債市場を活性化させればよいかが見えてこない。その道筋をつけるのが、本部会の役割だと考えている。

(配付資料)

- ・ 資料1「コベナンツの付与・開示について ～発行体の視点」
- ・ 資料2「コベナンツ等の情報開示について（議論たたき台）」

以 上