

発行会社からの通知等の受領・確認及び社債権者への通知に関するご意見

平成26年12月25日

社債懇事務局

1. 社債要項に社債管理人への通知事項の一般への公表を規定するか否か

項番	主な意見	事務局考え方
①	<p>・社債管理人制度を発行会社により利用してもらうために、公表の対象となるコベナンツについても社債要項モデルの中で具体的に例示してはどうか。具体的な例示がない場合、公表の対象となるコベナンツに、銀行ローン同様アラーム的で抵触頻度の高い水準のコベナンツが想定され、発行会社に懸念されるのではないか。</p>	<p>・通常、コベナンツの抵触は期限の利益喪失事由の規定されており、その発生は社債権者にとって重要な事項と考えられるため、公表の対象となるコベナンツは当該社債要項に付されたコベナンツ全てを考慮しております。社債要項に付されるコベナンツの内容については、コベナンツモデル集（平成24年9月公表）記載のコベナンツを想定しておりますが、信用力の相対的に大きい企業の起債を促進するためにコベナンツの多様化を図るといった本懇談会の趣旨等を踏まえると、社債要項モデルの中でコベナンツモデル集の中から更に具体的なコベナンツを限定列挙することは望ましくなく、実際の社債管理人制度利用の際に、発行会社及び引受証券会社等との調整で、コベナンツを規定すべきと考えます。</p>

②	<ul style="list-style-type: none"> ・[社債管理人による公表に関して] コベンナツ抵触等において、発行会社がコベンナツ抵触等について公表しない場合に、社債管理人が発行会社に代って公表を行う枠組みとしない、ということによいか。 ・[公表のタイミングについて] コベンナツ抵触等があった場合、社債要項において、発行会社が公表を行うことを前提として、社債管理人が社債権者に通知する案をご提示しているが、時系列としては、社債管理人への通知の前に発行会社が公表を行う、ということによいか。(今回の資料のフロー図からは、発行会社が公表するより前に、発行会社が社債管理人へ通知するかのようと思われる。なお、社債管理人も情報受領者であり、必要に応じ法令遵守の対応を要することは社債投資家とは何ら異なるため、社債投資家と同様の取扱いが必要である。) ・[公表したことの疎明資料の追加について] 事務局案では、コベンナツ抵触等の事実に加え公表の事実も社債管理人に通知するとあるが、本当に公表がなされているかを確認する社債管理人の事務負担軽減のため公表の事実を疎明する資料を添付も枠組みに組み込むことを考えてはどうか。 	<ul style="list-style-type: none"> ・社債管理人が発行会社の委任を受け発行会社に代わって公表を行うことについては、現実的ではない等のご意見をいただいておりますので、本案では発行会社がコベンナツ抵触等について一般に公表を行うことを社債要項に規定する案をご提案させていただいております。発行会社が当該事実を一般へ公表しないことは社債要項違反となるため、あまり想定されませんが、仮に当該事実が一般に公表されない場合も社債管理人が発行会社に代わって公表することは考えておりません。 ・時系列では、発行会社の一般への公表⇒社債管理人への当該事象の発生及び一般の公表の通知⇒保振のインフラを利用した社債権者への通知を想定しております。フロー図については、ご指摘を踏まえ、修正させていただきました。 ・例えば、社債管理人に対する通知に「公表の手段」を記載することにより公表の事実を確認することが考えられますが、公表の事実を確認する方法等については、発行会社の意見も踏まえ、今後、検討させていただきます。
---	---	--

③	<p>・重要事実またはそれを超える事項を社債管理人が「公表」することになると、費用の点も含めて、社債管理人の負担（費用は多額となり、状況的に前払いを求めるのは難しいと思われるから、立替分の回収リスクがある）となるおそれがある。</p>	<p>・「公表」の担い手は社債管理人ではなく、発行会社を想定しております。</p>
④	<p>・そもそも、インサイダー取引規制との関係からの「法定の公表手続」が問題となっているのは、社債管理人への通知事項が、(社債ではなく)株式についての「重要事実」に該当するおそれがあるためだと理解している。この理解が正しいとすれば、発行会社に対して、通知事項の公表を求めたとしても、既存の開示制度の枠組みを大きく逸脱するものではないと考える。上場会社である社債発行会社に対して、株式についての「重要事実」にも該当するおそれがある「通知事項」の公表を求めることは、東証の適時開示制度の枠組みに変更・見直しを要求するものではなく、むしろ、東証の適時開示制度の見解にも合致し得るものである。</p>	<p>・事務局でもご指摘のとおりと考えております。</p>

2. 「発行会社証明書」未提出の事実の金商法上の「重要事実」への該当性

項番	主な意見	事務局考え方
①	<p>・①当局から、(i)発行会社証明書未提出の事実が重要事実該当するおそれは否めず、また(ii)有価証券報告書の提出により財務コベナンツへの抵触が公表されたとみなすことには疑義がある、との指摘がなされている。(i)については、期限までに発行会社証明書が未提出の場合は社債管理人から督促することになっているので、督促されても発行会社証明書が提出されない状況では、発行会社に何らかの異変が生じている可能性が高く、重要事実の発生が推認される。(ii)については、当職も、有価証券報告書の記載だけではコベナンツへの抵触が開示されているとは言えない場合が多と考える。</p> <p>②発行会社証明書未提出の事実が重要事実にあたる場合、社債管理人が社債権者に対して未提出の事実を知らせることは、平成25年の金商法改正によって新設された第167条の2第1項に違反する恐れがあると考えられる。</p> <p>③社債管理人が発行会社証明書未提出の事実を公表することには社債市場での情報共有の意義は認められるが、社債管理人が公表しても、発行会社が公表しない限り、金商法上「公表」されたことにはならない。したがって、発行会社証明書未提出の事実が、金商法上、「重要事実」に該当する場合、社債権者が社債管理人から通知を受ける情報はインサイダー取引規制の対象になる。これは、インサイダー情報を受け取りたくないという投資家の意向に反すると考えられる。</p> <p>上記①～③を踏まえると、社債管理人が発行会社証明書未提出の事実を公表したうえで、社債権者へ通知する仕組みを設計するのは困難ではないか。発行会社証明書については、社債管理人からの督促にもかかわらず提出されない場合を失期事由とすることによって、提出を確保することでよいのではないか。</p>	<p>・事務局案では、①発行会社証明書の内容を「財務コベナンツへの抵触」に限定していたため、そもそも「未提出の事態が発生すること」自体が想定しがたいこと、②当該事実が「重要事実」に該当し、かつ「一般に公表されていない」とみなされる可能性は極めて低いと思われること、③当該事実の通知が社債管理人の業務の中で重要であると考えられること等を踏まえ、「発行会社証明書未提出」の事実の発表及び社債権者への通知を社債管理人の業務としておりました。</p> <p>しかし、ご意見を踏まえ、発行会社証明書の取扱いについては、次のとおりとしたいと存じます。</p> <p>ア) 社債管理人は当該発表及び通知業務を行わず、発行会社証明書未提出の場合、発行会社へ証明書の提出を督促する。</p> <p>イ) 督促後も発行会社証明書の提出がない場合は期限の利益喪失とし、社債管理人は発行会社による「期限の利益喪失」の発生・公表について連絡を受ける。</p> <p>ウ) 社債管理人は、イ)の連絡を受け、当該発生事実を社債権者へ通知する。</p> <p>・また、上記の場合、社債権者は社債管理人から何も通知がないことが何を意味するのか判断できず、かえって混乱を招くことも考えられるため、投資家保護の観</p>

		<p>点から、発行会社証明書が社債管理人に提出された場合は、発行会社が自身のホームページ等で「発行会社証明書提出の事実」を公表することを検討しております。</p> <ul style="list-style-type: none"> • なお、「発行会社証明書」における証明対象について、これまでインサイダー規制への抵触を考慮し、「財務コベナントへの抵触」に限定していましたが、発行会社証明書未提出の事実の発表・通知を行わないことにより、インサイダー規制の抵触は問題とならないことから、証明対象を「期限の利益喪失事由の発生」に拡大させていただきます。 <p>なお、「発行会社証明書の未提出」を期限の利益喪失事由に規定する際には、柔軟な対応が図られるような規定方法とする必要があると考えます。</p>
②	<ul style="list-style-type: none"> • インサイダー取引規制への抵触リスクを低減するため、発行会社証明書の内容を「財務コベナント」に限定するとされていると理解しているが、本来の制度趣旨とは異なるため、発行会社証明書の内容は更に検討すべきではないか。 	<ul style="list-style-type: none"> • 発行会社証明書の未提出の事実を通知事項とした場合のインサイダー取引規制への抵触を考慮し、「財務コベナントへの抵触」に限定させていただきましたが、前述のとおり、発行会社証明書未提出の事実を社債権者へ通知しない場合には、内容を「期限の利益喪失事由の発生」に拡大させていただきます。

③	<p>・「発行会社証明書の未提出」が発生する可能性はきわめて低いと想定されるものの、発行市場の裾野拡大を目指すための追加規定を設けるなら、運用ベースでなく、社債発行要項に当該未公表時の社債管理人の社債権者への通知を含む義務範囲を明記すべきである。</p>	<p>・前述のとおり、「発行会社証明書未提出の事実」の社債権者への通知は見送る方向で検討させていただきます。</p> <p>また、投資家保護の観点から、発行会社証明書が社債管理人に提出された場合は、発行会社が自身のホームページ等で「発行会社証明書提出の事実」を発表することを検討しております。</p>
④	<p>・「未提出の事実の公表／通知」(P5 (1) ② ロ) が、通常想定される「期限の利益喪失事由の発生に係る公表／通知」の時期よりも遅れた場合、本件に係る通知／公表がないことをもって「問題ない」と判断した投資家を保護できないことになるので、実務的にはなるべく同時期になる（督促期間をあまり長くとらない）ことが望ましい。</p>	
⑤	<p>・[証明書の証明の対象を財務コベナントの抵触の有無に限る点について] 証明書の証明の対象を財務コベナントの抵触の有無に限るのは何故か（制度趣旨は何か）。</p> <p>・[証明書が提出された場合の発行会社の証明書の確認について] 発行会社証明書を受領した際に、社債管理人は財務コベナントに抵触していないことを確認する制度設計を想定していたと理解しているが、フロー図を含め今回の資料には、特に社債管理人の確認に関して記載がないため、社債管理人は確認義務を負わない枠組みとする、ということによいか。</p> <p>社債管理人が確認義務を負う枠組みとする、ということであれば、確認義務の契約の位置付け・作り付けや確認義務の水準・程度といった点に関する議論が必</p>	<p>・発行会社証明書の対象はインサイダー取引規制への抵触を考慮し、「財務コベナントへの抵触」に限定させていただきましたが、前述のとおり、発行会社証明書未提出の事実を社債権者へ通知しない修正案においては、内容を「期限の利益喪失事由の発生」に拡大させていただきます</p> <p>・社債管理人の発行会社証明書の確認については、社債管理人の義務を限定すべく、市場参加者の意見を踏まえ「形式的な確認（財務コベナント抵触の根拠となる数値の転記ミス等を含む）」を想定しております。本件については、実務構築（社債要項及び社債管理人業務委託契約書モデル作成）に当たって確認義務の水準・程度等を具体的に検討させていただくこととさせ</p>

	<p>要と思われるが、どうか。</p> <p>・[証明書が提出されなかった場合の社債管理人による発行会社への督促について]</p> <p>証明書が発行会社から提出されなかった場合、社債管理人は発行会社へ証明書を提出するよう督促する、との事務局案ではあるが、この督促を、契約上、どのように位置付けるものと考えているのか。例えば、以下の点はどうか。</p> <p>①社債権者に対し義務を負うものか</p> <p>②社債権者に対し義務を負うものであれば、督促が不奏功に終わった場合、場合によっては債務不履行責任の問題が生ずるが、この点をどのように考えるのか（債務の本旨に従った督促といえるための基準や疎明資料等についてどのように考えるのか）</p> <p>③証明書の期日までの未提出を社債の期限の利益喪失事由に関係付けるのか、関係付けるとして、提出期限、社債管理人による督促期間の経過日、社債管理人による未提出の事実の公表、といったそれぞれの時点において、どのように関係付けるのか</p> <p>・[社債管理人による公表について]</p> <p>社債管理人が発行会社へ証明書の提出を督促するも、社債管理者が証明書を提出しない場合、社債管理人が公表する、との事務局案であるが、社債管理人による発行会社の代理/代行としての公表は発行会社に対する義務を負うとする枠組みか、社債権者に対する義務を負うとする枠組みか、それともいずれに対しても</p>	<p>ていただきます。ご指摘を踏まえ、フロー図を修正させていただきました。</p> <p>①社債管理人は社債権者のために業務を行いますので、督促についても、「社債権者」に対して義務を負うものと考えます。</p> <p>②社債管理人の義務は「督促」を行うことであり、「発行会社に発行会社証明書」を提出させることではないと考えます。また、本件における社債管理人の義務についても、社債管理人業務委託契約書で明確化することを考えております。</p> <p>③前述のとおり、「発行会社証明書未提出の事実」の社債権者への通知は見送る方向で検討させていただきます。修正案では、社債管理人による督促期間の経過した場合に当該社債は「期限の利益喪失」となり、当該事実が発行会社によって公表された後、社債管理人が社債権者へ通知することと整理させていただきました。</p> <p>・前述のとおり、「発行会社証明書未提出の事実」の社債権者への通知は見送る方向で検討させていただきます。代替案として、「発行会社証明書提出の事実」を社債管理人等が発表することを検討しております</p>
--	---	---

	<p>義務を負うものではないとの枠組みか、どのように考えているのか。</p>	<p>が、その場合も社債管理人は当該事実の発表について、社債権者に対して義務を負うものと考えます。</p>
<p>⑥</p>	<p>・発行会社証明書が未提出となる状況としては、理論上、(a)単純ミス、(b)意図的な隠ぺい、(c)有価証券報告書そのものの提出遅延、(d)コベナンツ抵触の事実をその治癒策と併せて通知・公表するために提出を引き延ばした、というケースが考えられる。</p> <p>(a)単純ミスであれば、社債管理人からの督促で解消する。</p> <p>(b)意図的な隠ぺいであれば、決算短信や有価証券報告書には(コベナンツに抵触する)真実の数字が記載されているにもかかわらず、発行会社証明書のみが提出されないという状況は考えにくい。発行会社が意図的な隠ぺいを企図するのであれば、基礎となる決算短信や有価証券報告書自体に何らかの隠蔽工作がなされた上で、「コベナンツに抵触していない」旨の虚偽の内容の発行会社証明書が提出されるのが通常だろうと思われる。</p> <p>(c)有価証券報告書そのものの提出遅延の場合、有価証券報告書の提出遅延の事実は、既に関示・公表されているものと考えられる。この場合、発行会社証明書の未提出が、(有価証券報告書の提出遅延以外に)何らかの新しいイベントの発生を推認させることは考えにくい。</p> <p>(d)コベナンツ抵触の事実をその治癒策と併せて通知・公表するために提出を引き延ばした場合については、発行会社が「有価証券報告書提出時に社債要項に従い『コベナンツに抵触した』旨を一般に公表・開示」する場合(事務局資料 p. 7)、治癒策の進捗状況をどのタイミングでどのように説明していくのかという枠組みが確立できれば、通知・公表のタイミングを調整するために発行会社証明書の提出時期をずらすという事態は回避可能ではないか。</p>	<p>・事務局案では、発行会社証明書未提出の事態の発生が殆ど想定されないことを前提に、社債管理人の「発行会社証明書未提出の事実」の社債権者への通知を提案させていただきました。</p> <p>しかし、①仮に「発行会社証明書未提出の事実」が発生した場合、インサイダー取引規制への抵触がある限り、当該事実を社債管理人が社債権者へ通知する仕組みは、社債管理人、投資家にとっても望ましくないのではないかとのご意見、②証券保管振機構のインフラを利用できる通知対象はインサイダー情報に該当しない情報に限定する方向で検討されていることを踏まえ、前述のとおり、「発行会社証明書未提出の事実」の社債権者への通知は見送る方向で検討させていただきます。</p> <p>ただし、投資家保護の観点から、発行会社証明書が社債管理人に提出された場合は、発行会社が自身のホームページ等で「発行会社証明書提出の事実」を発表することを検討しております。</p> <p>・また、左記(d)のようにコベナンツの治癒策と併せて通知・公表するために発行会社証明書を提出しないことも考えられるため、「発行会社証明書の未提出」を期限の利益喪失事由に規定する際には、柔軟な対応</p>

	<p>・事務局資料P. 6の「当局への確認」には、「発行会社証明書には財務コベナンツへの抵触の有無や…中略…等の記載がされていると想定されるが、有価証券報告書には同等の明確な記載はないと思われる」とあるが、公募社債を発行する上場会社が、その社債について「期限の利益喪失事由の発生（コベナンツへの抵触を含む）」が起きているにもかかわらず、その旨がリスク情報なり、ゴーイング・コンサーンなりに、「明確な記載はない」というのは、にわかには信じ難い。</p>	<p>が図られるような規定方法とする必要があると考えます。</p> <p>・ご指摘のとおり、通常、財務コベナンツへの抵触は期限の利益喪失事由に規定されていることを踏まえると、財務コベナンツへの抵触の事実が有価証券報告書のリスク情報等へ明記されるべきと考えますが、開示義務にはなっていないため、明記されていない場合も想定せざるを得ないと考えます。</p>
--	---	--

以 上