

「第6回社債市場の活性化に向けたインフラ整備に関するワーキング・グループ」

議事要旨

日 時 平成26年12月25日（木）午前10時 ～ 12時

場 所 日本証券業協会 第1・3会議室

出席者 神作主査ほか各委員

議事概要

I. 報告書案の修正について

報告書案について、前回会合における委員からの意見をもとに、「社債要項等の保存」及び「弁護士等の利益相反」を修正した点につき、事務局から、次のとおり、資料1に基づき説明が行われ、その後、意見交換が行われた。

【 報告・説明 】

1. 社債要項等の保存について

- ・ 「E D I N E T等で社債要項等を閲覧できる期間が5年間と限定されているので、閲覧期限を過ぎても社債権者が社債要項等を閲覧できるように社債管理人が備置したほうがよい、ただし、提供の方法については特に限定すべきではない」との意見をいただいたので、社債管理人の業務に「社債管理人は、社債要項及び社債管理人業務委託契約書を備え置き、社債権者の閲覧に供する。閲覧に供する方法については、書面のほか、電子メールその他の電子的方法も利用することができる。」と追記した。

2. 裁判所への手続業務と弁護士法等との関係について

- ・ 社債管理人の業務のうち、裁判所への手続については、社債管理人が弁護士等以外の場合、社債権者がどのような方法で当該業務を弁護士等へ委任するのかにつき、社債要項に当該業務を行う弁護士等をあらかじめ規定することはできないか、弁護士法等の観点から検討していた。この点、弁護士等をあらかじめ社債要項に規定することが、発行会社による周旋に該当し、弁護士法72条に抵触する可能性があるのではないか等の意見を踏まえ、あらかじめ社債要項へ規定する方法は見送ることとした。

- ・ また、社債管理人が弁護士である場合において、社債管理人は原則全ての社債権者のために業務を行うものであるので、個別に特定の業務委託を行った特定の社債権者との間での利益相反には注意が必要であるという意見や、弁護士が業務を行う際の一般的な利益相反にも注意が必要であるとの意見があったので、その旨を追記した。

【 意見交換 】

1. 社債要項等の保存について

- ・ 「社債権者の閲覧に供する」という点について、一般的に社債要項等では、「一般の閲覧に供する」という規定が多いと思うが、「社債権者の閲覧に供する」とこととすると、社債管理人に社債権者であることを確認する実務が発生するのではないか。「一般の閲覧に供する」ということとしてよいのではないか。
- ・ 確かに、閲覧の対象を社債権者に限定した場合、社債管理人に社債権者か否かの確認という実務が発生することが想定される。目的は、最低限、社債権者が閲覧できることであるため、求められれば、社債権者であるかどうかを問わず広く一般にも閲覧に供するということであれば、当然社債権者も閲覧できることになると思われるので、一般の閲覧に供することとしても問題はないと考える。社債権者であることを社債管理人が確認しなければいけないという趣旨ではない。

Ⅱ. 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ついて

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ついて、委員からの意見を踏まえて取りまとめた案について、事務局から、次のとおり、資料2、資料3に基づき説明が行われた後、意見交換が行われた。

【 報告・説明 】

1. 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ついて

- ・ 資料2では、前回お示ししたA案とB案をフロー図で示した。資料3は今回の会合までにいただいた意見と事務局案をまとめたものである。
- ・ 社債要項に規定する通知事項、すなわち、イ. 組織再編の際の社債の取扱い、ロ.

期限の利益喪失事由の発生、ハ、期限の利益喪失が実際に発生した場合、発行会社はどのような形で公表及び社債管理人への通知を行うか検討を行った。

- ・ A案について、発行会社の判断で通知事項を重要事実と非重要事実とに区別し、重要事実のみを一般に公表する場合には、①組織再編の際の社債の取扱いについて、社債権者に通知されない可能性が高く、B案によって発行会社に全ての通知事項を一般に公表させるべきではないかという意見と、②当該事実が金商法上の重要事実と該当する可能性があることから、一般に公表されていない限り、社債管理人は社債権者へ通知することができず、この場合、社債権者へ通知できない情報を社債管理人に通知する意味自体がなくなってしまうのではないかという意見があった。
- ・ B案について、①現在の開示制度の枠を超えて発行会社に一般への公表を求めることとなり、現在求められている範囲を超えて発行会社に公表を求めることについて、発行会社が受け入れないおそれがあるのではないかという意見と、②日証協が定める社債要項のモデルによって、現在の開示制度の枠を超える公表の枠組みを示し、市場慣行として定着を求めることとなり、問題ではないかという意見があった。
- ・ その他、①本制度及び情報伝達インフラの整備は、社債権者が他の社債者に劣後しないための方策であるにもかかわらず、市場の公平性の確保に重きを置き、金商法上の「重要事実」に該当しないにもかかわらず、一般へ公表することを求めることによって、社債権者への通知がなされない、もしくは遅くなるのは本来の制度趣旨にそぐわないのではないかという意見や、②実際に通知が必要な場面を想定すると、A案、B案でもあまり変わらないのではないかという意見があった。
- ・ これらの意見を踏まえ、今回の社債管理人の制度においては、社債権者と発行会社等々の情報格差の解消を目的の1つとして挙げているので、事務局としては、前回会合で示したA案、B案のうち、B案が趣旨に沿うのではないかと考えた。
- ・ B案の懸念点である発行会社の許容性については、市場関係者の、①一般への公表が必要となる通知事項は発生が多く見込まれるものではなく、発行会社に過度な負担を強いるものではないのではないかと、②これまで信用リスクが高くて起債が困難であった企業にとっては、開示をより充実させることで起債が可能となり、資金調達手段が拡大するので、受け入れられるのではないかとといった意見を踏まえ、問題ないと考えた。また、法令等の開示制度の枠組みを超えた公表の枠組みを示すことになるという懸念についても、法令の開示事項は、必要最低限、投資者へ開示す

べきと考えられる事項であり、公序良俗に反するなど開示してはならない事項でない限り、社債要項を含む当事者間の契約によって、法令の開示の枠組みを超えた範囲で開示を求めることについては問題ないとの当局からの回答や、本案は契約ベースにより発行会社に対し、法令及び東証の適時開示制度の開示事項への該当の有無にかかわらず、社債権者への投資判断に重要と考えられる事項について一般への公表を課すものであり、東証の適時開示とは関係がないため、その是非を判断する立場にはないとの東証からの回答を踏まえ、問題ないと考えた。

- ・ これらの意見を踏まえ、事務局ではB案を採用し、①発行会社は、法令及び東証の適時開示制度の開示事項への該当の有無にかかわらず、社債権者の投資判断に重要と考えられる、イ. 組織再編の際の社債の取扱い、ロ. 期限の利益喪失事由（一定期間の経過、（一定割合の）社債権者の請求等により期限の利益を喪失することとなる事態を含む。）の発生、ハ. 期限の利益喪失については一般へ公表するとともに、社債管理人に公表の事実及び当該事項の内容について通知する、②これらの事実に係る一般への公表及び社債管理人への通知については社債要項に規定する、ものと整理した。

2. 発行証明書の受領及び社債権者への通知について

- ・ 特に、発行会社証明書が未提出の場合についてどのように取り扱うべきかについて検討した。
- ・ 資料2では、前回案と新たな事務局案をフロー図で示している。

(1) 当初案について

- ・ 当初案では、発行会社証明書については、内容を財務コベナントへの抵触の有無に限定したうえで有価証券報告書に基づき作成することとし、仮に発行会社証明書が未提出の場合には、社債管理人が二度督促をしても未提出であるとき、社債管理人が未提出の事実を発表し、当該事実を保振の情報伝達インフラを通じて社債権者に通知することとしていた。
- ・ 当初案については、発行会社証明書の未提出の事実が金商法上の重要事実該当しないと整理できるかが論点になった。
- ・ 期限の利益喪失事由の1つとして証明書未提出を規定した場合、金商法上の重要事実該当する可能性が高いという意見や、実効性確保の観点から、期限の利益喪失

失事由の規定の方法として、社債管理人から督促を受けて提出すべき期間と、期限の利益を喪失するまでの期限の２段階の猶予期間を設けることがよいのではないかという意見があった。

仮に証明書未提出の事実が重要事実該当しない場合であっても、投資家の裾野拡大を含めた社債市場の活性化といった観点から、マーケットの公正性の確保・市場参加者の情報の非対称性の解消のため、売買の当事者間に限らず、広く市場参加者に情報を伝達すべきであり、未提出の事実を発表することは有意義ではないかという意見もあった。

- ・ 当初案については、未提出の事実がインサイダー規制上問題なければ、採用することができると考え、①発行会社証明書は有価証券報告書に基づいて作成し、②証明書に記載する内容は、有価証券報告書に元データのある財務コベナントの抵触の有無に限定し、③督促期限を「(i) 社債管理人から督促を受けて提出すべき期限」と、「(ii) その後さらに期限の利益を喪失するまでの期限」の２段階に分け、発行会社証明書未提出を期限の利益喪失事由に規定し、(i) の督促期限を超えて提出がなされない場合、未提出の事実を社債管理人が発表するという前提で、当局に当該事実の金商法上の重要事実への該当性について確認した。
- ・ 発行会社証明書の未提出の事実が金商法上の重要事実該当するかについて、当局からは「(i) 社債管理人から督促を受けて提出すべき期限」の時点では発行会社証明書未提出の事実、直接期限の利益喪失事由につながる事実ではなく、単なる発行会社の提出ミスということも考えられるが、当該事実が発行会社に何らかのイベントが発生したことを少しでも推認させ得る以上、金商法上の重要事実、特に株式のバスケット条項に該当するおそれがあることは否めないとの回答を得た。

仮に当該事実が重要事実該当する場合であっても、有価証券報告書の提出により発行会社証明書の内容は一般に公表されているとみなせるかについて、当局からは、「金商法上の重要事実が一般に公表されているとみなされるためには、当該事実そのものが一般投資家にも理解できるように有価証券報告書等へ記載されている必要がある。本件の場合、例えば、財務コベナントに抵触している場合には、発行会社証明書には『当社は決算期末に〇〇〇率が〇%になったため、社債要項に規定する財務の特約条項の△△に抵触した』という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記載はないと思われる。一般投資家は、発行会社の社債要

項で財務コベナントを確認した上で、さらに抵触したか否かの確認のため有価証券報告書に記載の数値を計算・加工を行う必要が生じるため、発行会社証明書の内容の基礎となった数値が有価証券報告書に記載されていることをもって一般に公表されているとみなすことには疑義があると思われる。」と回答があった。

- ・ 上記回答はあったものの、事務局では①そもそも発行会社証明書の内容を提出済みの有価証券報告書に元データのある財務コベナント抵触の有無に限定しているため、未提出の事態がほぼ想定されないこと、②インサイダー規制に該当し、なおかつ当該事実が「一般に公表されている」とみなされない可能性は極めて低いと考えられること、③未提出の事実の通知については市場関係者からの要望が多いことから、当初案を維持することで意見募集を行った。

(2) 事務局案について

①発行会社証明書未提出の事実の社債管理人による発表・通知について

- ・ 意見募集の結果、当初案について、①金商法上のインサイダー規制に抵触するおそれは否めないとする、事務局の当初案は現実的に困難ではないかという意見や、②インサイダー取引規制の対象となり得る情報は受領したくないという投資家からの意見、また、③保振の情報伝達インフラでは、通知事項がインサイダー情報に該当しないよう、金商法上求められている公表がされていることが利用の要件となって検討が進められるという意見があった。
- ・ これらの意見を踏まえ、当初案で示した「未提出の事実について、管理人が発表を行った上で保振インフラを通じて社債権者に通知する」という方法は採用できないと考えた。
- ・ また、当初案ではインサイダー規制への抵触の可能性を最小化するため、証明書の内容を財務コベナントへの抵触の有無に限定していたが、事務局案においては、このような限定は必要ないと考えられるので、証明書の内容については、財務コベナントに限定せず、期限の利益喪失事由の発生の有無に拡大してはどうかと考えた。

② 発行会社証明書提出の事実の発表について

- ・ 未提出の事実が通知されないと、社債管理人から何の通知もないことが、投資家にとって何を意味するのか判断できず、かえって投資家に混乱を招くのではないか

との意見があった。

- ・ このような意見を踏まえ、発行会社証明書が社債管理人に提出された場合、発行会社又は社債管理人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という方法を考えた。当初案では、未提出の事実を社債管理人が発表することとされていたが、発行会社証明書提出の事実を、発行会社又は社債管理人がホームページ等で発表することとした。したがって、発行会社証明書未提出の場合は未提出の事実が発表されず、提出された場合に、例えば各企業のホームページのIRサイト等で掲載されることが考えられる。今期の発行会社証明書が提出されなかった場合には、発行会社等のホームページでは前期分までの証明書は掲載されているが、今期分の証明書については、掲載されていない状況が発生することが想定される。

③ 発行会社証明書未提出の場合の取扱いについて

- ・ 検討の背景として、発行会社証明書が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、当該事実を期限の利益喪失事由とすることによって、発行会社証明書の提出を確保してはどうかという意見があった。
- ・ このような意見を踏まえ、未提出の場合の取扱いについては、当初案では、２段階としていた期限の利益喪失に至る猶予期間を、１段階としてはどうかと考えた。具体的には、以下の①、②を社債要項に定めてはどうかと考えた。まず、①当初の提出期限において未提出の場合、社債管理人が発行会社証明書の提出を督促し、②督促後の提出期限において発行会社証明書が未提出となった場合、その時点で期限の利益喪失となる。

期限の利益喪失となった場合、発行会社は当該事実を公表するとともに、社債管理人に当該事実の発生について通知する。社債管理人は、一般への公表・通知を受け、保振のインフラ制度を通じて社債権者へ通知する。ただし、期限の利益喪失が発行会社に与える影響がかなり大きいと考えられるので、発行会社証明書の未提出による期限の利益喪失を社債要項に規定する際は、真にやむを得ない事由による発行会社証明書未提出の場合等に柔軟な対応が可能となるよう考慮する必要があると考えた。

- ・ 資料２の３頁の事務局案のフロー図に示しているが、発行会社証明書が未提出の場合、まず社債管理人が提出の督促を行い、督促後も未提出の場合は期限の利益を

喪失し、発行会社はその旨を公表して、保振のインフラ制度を通じて社債権者に通知する。発行会社証明書が提出された場合には、発行会社又は社債管理人が、証明書が提出された旨を発表する。

3. その他

- ・ その他資料（参考１と参考２）について、参考１は、事前の意見募集の結果、委員から寄せられた意見とそれに対する事務局の考えを記載した。参考２は、委員から、社債管理者と今検討している社債管理人、それと財務代理人の違いがわかるような資料を作成してほしいという要望を受け作成した資料である。

【 意見交換 】

1. 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ついて

- ・ 社債権者への通知事項に「期限の利益喪失事由の発生」（一定の期間の経過によって期限の利益を喪失することとなる事態を含む。）とある。この点、２つ目の論点である「発行会社証明書の受領及び社債権者への通知について」との関係で、事務局案の「発行会社証明書未提出」を期限の利益喪失事由と規定するが、当初の期限での未提出の段階では当該事実を社債権者へ通知せず、督促期限で未提出の場合に「期限の利益喪失」として初めて社債権者へ通知するといった考え方と矛盾するのではないか。
- ・ 資料では誤解を生じる表現となっているため、当初期限における発行会社証明書未提出は「期限の利益喪失事由の発生」に該当しないことを明確にするよう、表現を修正したい。

2. 発行会社証明書の受領及び社債権者への通知について

(1) 発行会社証明書未提出の事実の社債管理人による発表・通知について

- ・ 社債権者がアクションを起こしやすい状況をサポートするという社債管理人の制度趣旨を勘案すると、本来は、社債権者の投資判断の材料となる発行会社証明書未提出の事実の発表及び通知がなされるべきと考えるが、インサイダー取引規制への抵触懸念が否めないとの結論であれば、社債管理人が当該事実の発表及び社債権者

への通知を行わないことについては仕方ないであろう。そのかわり次善の策が必要ではないか。

(2) 発行会社証明書及びコベナントの内容について

- ・ 投資家としては、グレーの状態は好ましくないとの意見はあるかもしれないが、グレーのまま進めた方が社債管理人の義務を限定する観点からも実務がワークする場合もあるのではないか。

例えば、発行会社証明書の内容を「期限の利益喪失事由」全般ではなく「財務コベナント」に限定すれば、財務コベナントへの抵触は、(元となるデータが有価証券報告書において開示されていることから)それほど重大な事実ではないため、発行会社証明書提出の有無が社債権者へ与える影響は限定的となり、当該事実を明確にする必要がなくなるのではないか。未提出の場合の期限の利益喪失の規定の方法については、①当初の提出期限を過ぎても未提出の場合に督促期間に入り、②社債管理人が督促し続けても未提出の場合に治癒期間に入る、③治癒期間を過ぎても提出されない場合に期限の利益を喪失することとしてはどうか。また最終的な判断は社債管理人ではなく社債権者に行ってもらうのが良いのではないか。

- ・ 治癒期間を設けるとのことだが、これまでのコベナントの事例を踏まえると、過去の財務諸表の数値によって抵触の有無が決定するため、大半のコベナントが治癒できない内容と理解している。したがって治癒期間を設けてもただ待つだけであるので、督促期間の後に更に治癒期間を設ける必要はないのではないか。海外でもそのようなコベナントは見受けられない。
- ・ コベナントが治癒するか否かもその内容に関わってくるのではないか。社債管理者設置債の場合であれば担保提供によってウエーバーすることが可能であるが、社債管理人にはその機能がないため、ウエーバーをするためには社債権者集会を開催し、社債権者の合意を得る必要があると思われる。ウエーバーという言葉の利用も、実際の契約に基づき建て付ける必要があり、コベナントの内容によると考える。コベナントの内容については、市場実務に任せるとのことだと思うが、新たな制度を構築するに当たっては、社債管理人の実務がワークするよう整理するべきではない

か。

- ・ コベナンツ抵触の際の対応については、硬直的に考えず、ある程度選択肢を設けた対応があり得るのではないか。
- ・ 発行会社証明書提出の枠組みを構築する以上、発行会社証明書提出の事実を公表しない発行会社が、投資家に信用不安をもたらすことで不利益を被るという事態が避けられないため、投資家への信用不安軽減等の観点からも、折衷案として発行会社証明書の内容を財務コベナンツに限定する方法も実務的にはあり得るのかもしれない。
- ・ 発行会社証明書の内容を財務コベナンツに限定した場合も、通常、財務コベナンツへの抵触は期限の利益の喪失事由（当然喪失）に規定されていることを踏まえると、社債権者への影響は限定的にはならないのではないか。
- ・ 制度の目的は、低格付債への投資において、社債権者が銀行等の債権者に劣後せずに、少しでも早い段階で情報を察知して、アクションを起こせる仕組みの整備だと理解している。そのためには、社債権者に発行会社の情報を通知する必要があるが、社債権者側ではグレーな情報を受領した場合、情報管理する態勢が整っていない等の理由から、本ワーキング・グループにおいて社債権者へ通知する事項については、公表を前提とすることが方向付けられたものと認識している。このような方向性に沿って、既に社債懇事務局で発表されているコベナンツモデルについて、発行会社による公表を前提とした見直しを行うことにより、制度全体をよりよいものにできるのではないか。
- ・ 社債管理人の義務をできるだけ限定するとの制度趣旨であれば、社債管理人の発行会社証明書の内容の確認義務を軽減する観点からも、発行会社証明書の対象を管理しやすいコベナンツの内容にすべきではないか。例えば、担保提供制限条項については、その抵触の有無の解釈は分かれており、抵触するか否かを判断するのは非常に困難である。

- ・ コベンナツがどのような内容となるのか、社債管理人の業務が実務的にワークするか否かに影響を及ぼすのではない。金融機関として社債管理人の業務を真剣に検討するか否かも含めて、業界として判断するプロセスが必要であり、そのプロセスの中でコベンナツの内容に関連する社債管理人の確認業務が実務的に対応可能か否か等の具体的な論点を詰める必要があると考える。
- ・ 社債管理人は社債管理者同様の責任を負うべき機関ではないので、裁量はなく判断等は基本的にはできないと考える必要がある。したがって、発行会社のデフォルト内容について詮索したり調査したりすることはせず、それらの行為を行わないことについて社債管理人は免責されるべきと考えている。同様に発行会社証明書の社債管理人の確認義務についても、原則、形式的な確認に留まり、発行会社証明書の内容の真偽を調査する義務を負わせる必要はないのではない。
- ・ 社債管理人の義務の範囲が多くなると発行会社にとっても面倒となるので、最小限に抑えることで、制度を当事者となり得る人に受け入れてもらうことが重要であるとする。
- ・ 社債管理人が裁量を持ち業務を行う前提ではなく、なるべく形式的な業務を行う前提で制度設計されていると理解している。現在の案でも社債管理人の業務は限定的となっており、発行会社証明書の確認についても、社債管理人に裁量はなく社債管理人は形式的な確認のみで、コベンナツへの抵触の判断は行わないものとする。

(3) 発行会社証明書未提出の場合の取扱い（期限の利益喪失）について

- ・ 資料には未提出による期限の利益喪失を社債要項に規定する際は、真にやむを得ない事由による発行会社証明書未提出の場合等に柔軟な対応が可能とあるが、提出期限において発行会社証明書が未提出の場合、その後の期限やどのような場合に期限の利益喪失になるのかといったことをアドホックに決定できるようにした場合、社債管理人に裁量を与えられることとなり業務が大変となるのではない。督促期限について、予め一律に期間を規定し例外を認めないとするのか、ケースバイケースで設定するのか。

- ・ 社債管理人制度は、できる限り管理人の判断する場面を排除した制度にする必要があり、このような趣旨を踏まえると社債要項で一律に期限を規定すべきとも考えられる。しかし、期限の利益喪失が企業に与える影響が大きいため、一律に規定することにも疑問があり、柔軟な対応が可能といった表現としている。どのような場合にウエーバーが可能かといった点については、今後、要項等の雛形作成の際の検討課題とさせていただきたい。
- ・ 社債権者を受益者とした第三者のためにする契約において、社債管理人は発行会社証明書が未提出の場合は発行会社に提出を督促すると規定されており、更に督促後も未提出の場合は「期限の利益喪失」とするとなれば、社債権者も発行会社証明書提出の有無を重要視することとなり、社債管理人に提出の状況の照会があると想定される。発行会社証明書未提出の事実が「重要事実」に当たり得るとの前提であれば、社債管理人の情報管理が煩雑になる（照会に対する回答の方法等を含む）ため、期限の利益喪失に結び付けるのは実務的にワークするか懸念がある。
- ・ 発行会社証明書未提出の事実については、発行会社証明書未提出の期限の利益喪失事由への規定の有無に関わらず、「重要事実」に当たり得るため、社債管理人は、重要事実を保有する立場の者に一般的に求められる情報管理を行う必要があると考える。
- ・ 社債権者からの発行会社証明書提出の有無の照会への対応についても、社債管理者等が重要事実を保有する立場の者として社債権者からの照会に回答できないことと同様に、社債管理人も「回答できない」と回答せざるを得ないと考える。
- ・ 社債管理者との契約の対比では、社債管理者は、コベナント違反があった場合は基本的には期限の利益が喪失され、仮に発行会社がウエーバーをする意図で担保の提供等があった場合は、発行会社からの担保の提供をもってウエーバーされたという事実を保有するだけであるので、特に社債権者との間の個別の情報の授受が問題になる場面はないと理解している。
- ・ 期限の利益喪失の規定の方法は、当然喪失に限定せず、請求喪失もありうるので

はないか。どちらの場合も、社債権者が判断できる状況の構築と市場関係者の情報格差是正の手段が必要ではないか。

- ・ 当然喪失と規定した場合は、社債管理人の督促後、発行会社証明書が提出されないときは、いきなり期限の利益喪失となるため、発行会社証明書提出の事実の発表を行うことで、期限の利益喪失の前に社債権者がアクションを起こせる機会を設ける必要がある。

請求喪失と規定した場合は、①督促後の期限を過ぎた時点で期限の利益喪失事由の発生として発行会社が公表する。②発行会社は、当該公表後に、期限の利益喪失事由の発生を社債管理人に連絡する。③社債管理人は、期限の利益喪失事由の発生として保振インフラ制度を通じて社債権者へ通知する。④社債権者が期限の利益喪失を請求すべきと判断した場合は、当該請求を行うことにより、期限の利益が喪失される。⑤発行会社は、期限の利益喪失の事実を公表後、社債管理人を通じて、当該事実を社債権者へ通知することとなる。この方法の場合は、「期限の利益喪失」となる前段階で「期限の利益喪失事由」の発生として、社債権者へ通知されるので、発行会社証明書提出の事実の発表を強要する必要はないかもしれない。

- ・ 発行会社証明書の提出を確保するため、発行会社証明書未提出の事実を当然喪失とすべきと考えていたが、社債権者に当該事実を通知したうえで判断させる請求喪失の方法は十分考えられる方策であろう。
- ・ 発行会社証明書未提出の取扱いについては、期限の利益喪失とし、期限の利益喪失となった場合は発行会社が公表のうえ、社債管理人が社債権者へ通知することで良いのではないか。

(4) 発行会社証明書提出の事実の発行会社のホームページでの発表について

① 総論

- ・ 発行会社証明書については、未提出の理由が発行会社の単純ミスの場合も考えられるため当初の提出期限での未提出を期限の利益喪失事由の発生とせず、督促期間中は猶予期間とし、督促期間の経過後も未提出の場合に期限の利益喪失とすべきと考えられる。

しかし、発行会社証明書提出の事実を発表することとした場合、発行会社証明書提出の事実が当初の提出期限までに発表されないことによって、投資家に信用不安をもたらす結果となりかねず、前述の猶予期間を設けた意味がなくなる。特に、発行会社証明書未提出の理由が単純ミスである場合には、このような信用不安をもたらすことは避けるべきである。

また、発行会社の負担や異例の方法での発表に対する投資家のニーズ、発行会社証明書提出の有無の発表の重要性等も踏まえると、発行会社証明書提出の事実の発表は必要ないのではないか。

- ・ 発行会社証明書未提出の事実の通知ができない場合、発行会社証明書提出の事実を発表することは投資家保護に資すると考えられるし、また発表方法についても当該事実が重要事実該当しないにもかかわらず、金商法上の公表方法を採用するのは発行会社に対しても過度な負担であるし、投資家が自身の保有する社債の発行会社のホームページを閲覧することは特段手間ではないと考える。投資家のニーズがあれば制度としてあってもよいのではないか。
- ・ 発行会社証明書の未提出が当然喪失となる場合、社債権者へ何の通知もないまま期限の利益喪失とならないよう、その前に社債権者がアクションを起こせるよう、次善の策として発行会社証明書提出の事実を発表する仕組みを構築すべきではないか。
- ・ 発行会社証明書を提出させる仕組みを制度化する以上、発行会社証明書を提出した発行会社が当該事実を自主的に発表することについて制約することができないので、期限までに発行会社証明書提出の事実を発表しない発行体が投資家から疑念を持たれる事態は避けられないのではないか。また、そのような事態にあっては、証明書未提出の発行体が未提出の理由についてマーケットに説明を行う可能性もある。
- ・ 発行会社証明書提出の事実の発表を強制しなくとも、投資家側が発行会社証明書提出の有無を非常に重要視しているのであれば、自主的に発表する発行会社が現れることが想定される。強制しても問題ないとするのか、強制しなくとも自主的に

発表する発行会社が現れればその他の発行体も倣うこととなり実務的には問題ない
と考えるのかである。強制してもしなくとも、実務では同様の結果となるのであれ
ば、あえて強制する必要はないと思う。

- ・ 発行会社としては、投資家との信頼関係といった面では、引受証券会社への義務
や会社法上も券面 1 億円未満の社債には社債権者保護のための社債管理者を設置す
るという規定があり、制度は整備されていると考える。このような法的な枠組みが
ある中で社債管理人制度を構築する趣旨は、社債の発行市場拡大のためにこれまで
発行が困難であった企業が起債しやすい環境を整備することにより、このため、社
債管理人の設置は任意であると理解している。また本制度の設置対象が券面 1 億円
以上のプロもしくは資金力のある投資家向けの社債であるため、投資家は発行会社
の状況については十分調査していると思われる。そうであれば、社債管理人には発
行会社のモニタリングは必要なく、発行会社証明書を受領し、発行会社から証明書
提出の事実を発表されれば、そのような投資家にとっては十分ではないか。このよ
うな観点から、発行会社証明書提出の事実の発表の仕組みはあってよいのではない
か。
- ・ 社債権者による発行会社のモニタリングの枠組みの中で考えてみると、発行会社
が行う情報開示は大きく分けて、①発行会社の信用リスクが高まる事象が発生した
時点での開示、②そのような開示がなされないことを補完するために定期的に信用
リスクが高まる事象の発生の有無を開示、ということになる。このように整理する
と、前者が期限の利益喪失事由が発生したときの通知の仕組みであり、後者が定期
的な発行会社証明書提出の仕組みということになる。このように考えると、事務ミ
ス等に対処するための督促期間経過後に未だ発行会社証明書が提出されないことを
もって期限の利益喪失事由とすることを規定しその事実自体を公表・通知すべき事
象とするという単純な仕組みでよいのではないか。

② 発表方法について

- ・ 発行会社のホームページでの発表は通常の商品法上の公表と異なるため、特にセ
カンダリーの投資家には周知されない懸念があるのではないか。また、期日に発表

がない場合、投資家はその後も発表があるまでモニターしなければならず、手間のかかる方法であろう。このような異例の発表方法であっても、投資家は必要と考えるのか。

- ・ 機関投資家にヒアリングした際には、発行会社証明書未提出の事実を社債権者へ通知できない場合は、社債管理人から何も通知がないことをどのように判断すべきか分からないため、発行会社証明書提出の発表は行って欲しいとのことであった。セカンダリーの投資家へ周知されないことへの懸念については、社債管理人設置の対象はホールセール債であるため、機関投資家であれば購入時の目論見書等の確認や、保有する社債の発行会社のホームページの確認は当然に行うのではないかとのご意見をいただいている。
- ・ マーケット参加者としては、情報の非対称性が解消されることが重要である。ホームページでの発表であれば、社債権者以外の潜在投資家もアクセス可能であるため発表の手段としては問題ないのではないかと。
- ・ 通常、社債権者への通知は、法令等で規定がある場合以外はホームページでの発表のため、発行体としては、ホームページでの発表について特段違和感はない。

③ 発表のタイミングについて

- ・ 発行会社証明書を提出した事実を発表する場合は、事実を発表するタイミングが問題となるのではないかと。当該事実を発表させる場合、単純ミスの段階で未提出の事実が投資家に分かってしまうことを避けるためには、一律に督促後の提出期間経過後に発表させる必要がある。しかし、このような発表方法は、複雑な制度となりすぎるのではないかと。
- ・ 発表のタイミングについても発行会社に規制をかけるのは困難であるため、一律に督促後の提出期間経過後に発表させることは無理があるのではないかと。投資家に疑念をいだかれたくない発行体は制度化せずとも自主的に証明書が提出できない理由を説明・発表することになるのではないかと。

④その他

- ・ 発行会社証明書未提出の事実の発表について、資料では発行会社（又は社債管理人）と記載されているが、発行会社が行わない場合は社債管理人が行うということか。発行会社に発表を義務付けるかどうかとも関連して、社債管理人の業務、義務が曖昧となり、制度趣旨と異なってくるのではないか。
- ・ 発行会社証明書の事実の発表の主体については、発表の要否といった大枠が決定した後に更に検討を行うという趣旨であると理解している。

Ⅲ. 証券保管振替機構における「社債権者への情報伝達インフラの整備に係る検討状況」について

保振の一般債小委員会において検討が行われていた情報伝達インフラのサービスの概要について、証券保管振替機構から、次のとおり、資料４－１、４－２に基づき説明が行われた後、意見交換が行われた。

【 報告・説明 】

- ・ 資料４－２は、情報伝達サービスの概要について詳細に記載しており、資料４－１は、要約した内容を情報伝達サービスの骨子として示した。
- ・ 今後提供する情報伝達サービス（以下「新サービス」という。）について、現行のガイドラインでは対象とする社債が明確化されていなかったもので、今回の拡充を機に対象とする社債を明確化した。基本的には会社法に基づくものを取扱い対象として、表（資料４－１ １. 情報伝達サービスの骨子 （１）対象とする社債等）のとおりまとめた。サムライ債については会社法に基づくものではないが、現行で既に取り扱い実績があるため取扱い対象としている。また、本ワーキング・グループでの検討の結果、公募社債を対象とする形で依頼を受けたが、新サービスでは公募債を発行することのできる企業であれば、私募債も含めて対応することと整理し、範囲を拡充している。
- ・ 会社法に基づかない財投債等については、一旦取扱い対象外として進めさせていたきたいと考えている。

- ・ 利用者は、発行者、管財人、社債管理者、社債権者であり、社債管理人については、本ワーキング・グループにおいて検討中であるので、一旦は検討の対象外として進めている。
- ・ 取り扱う情報は、本ワーキング・グループで検討されている4つの大きな分類を通知事項に含めるとともに、一般債小委員会で委員会社から通知してほしいという要望があった情報も含めて取扱い対象としていくこととした。
- ・ 2. 情報伝達サービスの事務フローについて、(1) 発行者等が情報発信する場合、フロー図では上から下に情報が流れてくるイメージである。保振TARGETサイト（保振の制度参加者と書類を授受するウェブサイト、以下「TARGET」という）を利用できる方であればTARGET経由で、TARGETを利用できない発行会社等であれば郵送又はメールで保振に利用を申請していただくことになる。保振において内容や公表済みであるか等の確認を行い、問題がないようであれば、TARGET経由で証券会社、銀行等に情報を伝達する。情報の伝達を受けた証券会社等においては、残高を有する社債権者又は下位機関である間接口座管理機関に情報を伝達して、社債権者に情報を伝えるフローとなっている。
- ・ 発行会社等で、伝達した情報について回答が欲しい場合は、発行者等が手段や期限、宛先等を示すと思われるので、その指示に従って社債権者が回答を行う。TARGETを使用して回答を取りまとめることはせず、一般債振替制度外での扱いとなる。
- ・ (2) 社債権者が情報発信する場合のフローは、下から上に情報が上がってくるようなイメージになる。間接口座管理機関に口座を開設する社債権者が新サービスを利用する場合、まず、口座を開設する間接口座管理機関が申請を受け、残高の有無、本人確認等を行い、内容に問題がなければ上位機関に取り次ぎ、上位機関である直接口座管理機関がTARGETを通じて保振に利用申請を行う。社債権者の利用には、社債残存総額の10分の1以上を保有という要件があるので、保振では、利用申請を受理し、実際に10分の1を超えているか確認して問題がなければ、TARGETを通じて各社債権者に情報を伝達するフローを考えている。
- ・ 今後、より詳細な実務フローに関して、実務処理要領などを作成し、詳細を詰めていきたいと思っている。

【 意見交換 】

- ・ 情報発信者として、発行者と社債管理者と管財人が記載されているが、本ワーキング・グループで討議している社債管理人については今後どのような取扱いになるのか。
- ・ 社債管理人については、本ワーキング・グループでの検討が済み次第、スケジュール等を勘案して速やかに追加する。
- ・ 社債管理人を介さず、発行者自身が利用申請をして、情報発信を行うことも想定しているか。
- ・ 発行会社が利用申請を行えば、インフラを利用して情報発信することはできる。発行者自身が利用申請するか、社債管理人が代わって利用申請を行うかについては、社債管理人と発行者がどういう義務関係で当該手続きをするのかといった今後の検討によると考えている。
- ・ 保振が情報を伝達してから社債権者に伝わるまでにどのくらい時間がかかることが想定されるのか。
- ・ 証券会社へのヒアリングでは、基本的に郵送で通知を行うため、保振からの通知を受けてから、内容を確定して発送するまでにおよそ1週間程度かかるということである。さらに、下位の間接口座管理機関が存在するとその間接口座管理機関で1週間程度かかることが考えられるので、(複数の階層構造がある場合には)最大で1カ月程度かかるケースもあると思われる。
- ・ 社債権者が証券会社との連絡ツールとして何を登録しているかによるが、例えば、過去の事例では、個人向け商品の場合、9000人超の送付先が存在し、TARGETでの通知自体は日中に認識はするものの、通知の印刷、送付文書等を作成・印刷し、通知と送付文書を封入したものを発送するまでに1カ月とまではいなくとも、1週間超の時間がかかる見込みである。

IV. 今後の進め方

- ・ 資料 1 の報告書については、ご了承いただいた内容にて修正を行う。
- ・ 資料 2 の発行会社等の通知の受領・確認及び社債権者への通知のフローは、B案を採用することでご了承いただいた。発行会社証明書の受領及び社債権者への通知については、発行会社証明書未提出の事実の社債管理人による発表や社債権者への通知については見送ることでご了承いただいたが、証明書未提出の事実の取扱い（期限の利益喪失の規定の方法）や発行会社証明書提出の事実発表の可否等については、事務局にて論点を整理し、メール等で改めて御意見を伺う。

（配付資料）

- ・ 資料 1 社債権者保護のあり方について（案） 抜粋版
- ・ 資料 2 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ついて
 （フロー図）
- ・ 資料 3 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ついて
- ・ 参考 1 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
 ご意見について
- ・ 参考 2 社債管理について（社債管理者、社債管理人（仮称）、財務代理人
 の比較表）
- ・ 資料 4－1 情報伝達サービスの骨子について
- ・ 資料 4－2 情報伝達サービス概要

以 上