

「第13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 2024年1月19日（金）午後3時30分～午後5時15分
場 所 日本証券業協会 第1会議室及びWEB・電話会議
出席者 神作主査ほか各委員

議事概要

○ コベンナツの付与の在り方について

【説明】

- ・資料に基づき、事務局よりコベンナツの付与の在り方について説明が行われた。

【意見交換】

(委員)

- ・今回、事務局より、特にコベンナツ付与の実効性確保のところ、引受規則・細則又はガイドライン等における措置を講じることで、コベンナツが付与されるような体制をつくるという提案があった。決して私たちは1995年以前に戻りたいわけではなく、適切な投資判断ができる、そして市場参加者に見えるような形にしたいということで、かなり突っ込んだ提案をいただいているが、気になる点のみ話をしたいと思う。
- ・まず、チェンジオブコントロール条項に関して、やはり格付の変化及び信用力の変化を考えなければならない。日本において一番問題になった、記憶にある限り最も古い事例は、日本テレコム（ボーダフォン日本法人）である。親会社がボーダフォンであった時代は格付がAAであった。しかし、ソフトバンクに買収された瞬間に格付がBBB格となり、恐らく、6ノッチほど下がったと記憶している。要するに、AA格で投資家が信頼して買っていった社債が、買収により格付とともに価格も大きく下落し、それによって投資家が評価損を被ったといえる。最終的にデフォルトに至ったものではなかったが、会計上の損失を与えたのである。このようなことは投資家が予測できないため、何かしらの対処ができるようにという意味で、チェンジオブコントロール条項があったほうがよいと考える。社債発行時にBB格やBBB格等の格付である場合に、チェンジオブコントロール条項が

必要だということは同意できるが、格付及び信用力の変化が投資家にとって一番大きな影響を与えるものであり、それに対して投資家が何もアクションが起こせなかったのがこれまでの事例である。そのような点も踏まえれば、A格以上の社債に関しても、例えば資料におけるBBB格社債への対応のように、ダブルトリガー的な対応も含めて、何らかの手当が必要ではないかと考える。

- ・次に、レポーティングコベナントに関してはこれまで部会やワーキング・グループで検討してきた内容に実効性を持たせるということであるため、特に大きな異論はない。
- ・LBOの部分はテクニカルな話であるため、皆様の議論に合わせたいと思う。
- ・スタートアップ企業に関しては、この場で私募の話まで議論するのだろうか。公募の普通社債のマーケットについてこれまで議論をしているため、議論すること自体はやぶさかではないが、実効性のあるルールを作るのは難しいのではないか。私募社債にどのようなコベナントが付与されているか、またどのような状況であるかという点は、証券会社もしくは銀行においては認識されている部分があったとしても、一般には認識されていない部分があるため、議論は少し保留させていただきたい。

(委員)

- ・長年にわたり議論に参加している中で、中々認識共有がなされていない部分もあると思いながら振り返ってみると、特に今回のテーマに関しては開示の部分に問題があるのではないかと考える。つまり我が国の適時開示制度がエクイティホルダーを中心に組み上げられており、いわゆるデットホルダーにとってマテリアルな情報の適時開示が、エクイティホルダーの仕組みにフリーライドするような形でしか行われていない実態がある。開示については、例えば発行者と投資家、投資家間の情報の非対称性を解消できていればよいと、いわゆる情報提供のような形でも解消できる問題ではあるが、社債管理補助者及び社債権者補佐人制度の際の議論のときと同様に、インサイダー取引規制との兼ね合いといった問題がどうしても浮上してしまう。そのような課題があるというのが1つの大きな点であると思う。
- ・2つ目は社債の集団性の問題である。社債に何らかの問題があり、社債権者としてアクションを起こしたいという場合において、社債の集団性の問題がある。特に公募社債では、社債権者が分散して保有しているため、仮に個々の社債権者自体は社債の管理能力をそれなりに有していたとしても、意思結集をしなければならず、そのハードルが高い。適切

なアクションを迅速に起こすという点において制限があり、エクイティホルダーであれば普通株と若干の種類株くらいであるが、デットホルダーの場合には非常に複雑になってくる。今回のテーマからは、この2点がポイントになると思っている。

- 各項目については、まずチェンジオブコントロール条項は事務局案を理論的に分割すると、所有・経営権の異動というデットホルダーにとってのマテリアルな場面において、投資判断を再考する機会を与えなければならない部分と、それに伴いプットオプションつけるかどうかという部分は、本来は別の次元の問題ではないかと考える。
- 前者は、格付と直接に結びついた話ではなく、別の方法でその情報が入手できるのであれば不要であるが、その情報を入手できないのであれば、何らかの手当を行わないと社債権者としてアクションを起こせない。本来はそのような話だと思う。その意味では、2点目のレポーティングコベナンツと関連する話になる。
- 問題の本丸はプットオプションではないか。これは社債権者が投資判断を再考した際にどのようなアクションを起こせるかという点において、潤沢な流動性のあるセカンダリーマーケットが存在すれば、そこで売ればよいという話になるだろう。しかし、実際にはそのような流動性のある市場が我が国にないため、やはり安心材料として、コベナンツの付与により社債権者が投資判断を再考する機会が与えられていることが重要になると考える。そのような場合において、信用力の問題はもちろんあるが、市場の流動性に委ねるべき部分と、コベナンツの付与により社債権者を保護する部分は切り分けた上で検討をするというのも1つの考え方ではないか。
- そう考えると本来あるべきトリガーは流動性であって、格付ではないと理論上は考えられる。ただし、社債の価格情報インフラの整備等に関するワーキング・グループにおいては、社債の取引情報の発表・報告制度について検討を行っており、銘柄格付がA格相当は除く・発行額が500億以上でなければならない等の条件はあるが、大まかにはA格が発表の対象と定められている。そのため、社債の取引情報が公表されており、セカンダリーで処分する機会がある部分は、一定の流動性が認められるとして今回の検討対象から外すという事務局案には、整合性があるということもできる。BBB格の社債については、激変緩和のような形でワンクッションを置き、BB格から本格的に適用するというのも、1つの合理性のある考え方であると思う。もちろん信用力の変化も当然に重要であり、それも踏まえて検討しなければならないという前提ではあるが、事務局案に対してはそのような整理が可能ではないか。

- ・レポーティングコベナンツは必要な情報が入手できるかどうかという話になるため、厳密には上場・非上場で切り分けて考えるのが本来の筋ではないか。その意味において、格付との直接の関係性はやや弱いと思われる。しかし、社債権者にとってマテリアルな情報とは何かと考えたときに、社債権者が意思結集のために動き出すトリガーとなるものが大事になるのではないか。そのような前提で考えるのであれば、ある程度信用力が低下してきたタイミングにおいて、適時適切に情報が提供されれば、最低ラインは満たされるという考え方は成り立ち得るだろう。信用力低下の基準がBBB格か、あるいはBB格が良いのかという点は、今後も議論が必要になるかもしれないが、社債権者のその後のアクションにどう繋ぐかという考え方から整理するのであれば、信用力の低下という区切りで考えるのも1つの案であると思われる。
- ・LBOについては、本ワーキング・グループでの議論とは少し性質が違うと考える。LBO後の話なので、それはジャンクボンドの世界として、ハイリスク・ハイリターンで良いという割り切りの考え方も理論上はあると思う。しかし、事務局の立場を忖度するに、恐らく我が国においては社債市場自体が未発達であり、ジャンクボンド市場などとてもまだまだという状況において、いわゆる通常のインベストメントグレードの投資家にも安心して市場に入っていただくための政策的配慮が必要であり、何らかのコベナンツの付与により解決できないかという考え方自体には賛成できる。ただし、結局のところ投資家が乗るかどうかが次第であり、アセットマネジャーは、アセットオーナー次第となるのではないか。そういった市場関係者も含めて賛同していただけるのであれば良いと思う。
- ・スタートアップ企業については、仮に本ワーキング・グループで議論をするのであれば、スタートアップ企業の特殊性は何かという点を考える必要があるのではないか。非上場という点は、スタートアップ企業に関わらず非上場会社は存在するため、スタートアップ企業の特別な条件にはならないと思う。むしろ問題になるのは、担保にできる資産がなく担付切替ができない点や、キャッシュフローが脆弱でありキャッシュフローに着目したコベナンツの付与ができない点ではないか。管理機能が弱いため、例えばレポーティングコベナンツにおいて、うっかり抵触することが起こるかもしれないという話にもなるだろう。そのため、レポーティングコベナンツに抵触したからといって直ちに期限の利益喪失とはしない工夫が必要だろう。
- ・もう一点、私募の話まで議論を広げるかというのはまさにそのとおりではあるが、私募という点がメリットにもなり得る部分はある。社債権者が少ないため意思結集がしやすく

なるのではないか。とりわけ、令和元年改正会社法によって、社債権者集会の決議が社債権者全員の書面等での同意取得によって省略可能となったことを踏まえると、書面等での同意取得が可能な範囲で、かつ十分に管理能力のある社債権者に限った上で、私募の形で行うのであれば、1つのアイデアとしてはあり得ると考える。私募にまで議論を広げるべきかという意見には私も全く同感ではあるが、もし議論を行うのであればそういった考え方はあると思う。

- ・最後、コベナンツ付与の実効性確保について、いわゆるゲートキーパーを通じての対応を行うという事務局案は、日証協の権限を踏まえた最大限の提案であり、非常に私も賛成である。ただし、ゲートキーパーだけでうまくいくかという問題は当然にあり、前回会合においても話があったとおり、発行会社及び投資家の理解が何よりも必要になるため、引き続き、投資家及び発行会社の皆様へ正しい理解を広げる活動も続けていただきたい。

(委員)

- ・チェンジオブコントロール条項やレポーティングコベナンツの必要性はあると考えており、総論として事務局案に賛成である。しかし、コベナンツの内容はどうしても各発行会社によってグラデーションが出る場所と思われ、既にスタートアップ企業とそれ以外で議論や内容が分かれざるを得ないのではないかという話が出ているように、業態や個別の企業によってコベナンツの内容は変わってくるのではないか。また、BB格だったらどうか、BBB格だったらどうかという格付で区切った議論もあるが、例えば年限で考えてみても、年限の短いBB格と年限の長いBBB格であれば、当然、コーポレートイベントが起こるリスクというのは変わり、場合によってはリスクが逆転することもあると考える。コベナンツ付与の実効性確保のために拘束性を持たせるという点において、このようにグラデーションが生じる中で何か一つの明示的なものを作ってしまうと、結局そこに収斂もしくは拘束されてしまう弊害が生じるのではないか。仮にある程度の柔軟性を持たせたとしても、結局、実務担当者や現場の人間が、何か違反になるようであれば安全な方に寄せようという動きになる懸念が大きい。そのような中では、あくまで強い推奨や要請に留めるべきであり、規則化等の強い拘束力を持つものは控えたほうが良いのではないか。最終的には、発行会社と投資家による需給の関係の中で、付与すべきコベナンツの内容が調整されていくべきと考える。
- ・チェンジオブコントロール条項については、昨今の需要を含めると有用性は高いと思う一

方、コベナンツの観点において先行するシンジケートローン（以下「シ・ローン」という）においてもチェンジオブコントロール条項の付与はあまり例がなく、基本的には少ないという認識でいる。親会社やグループ内の事業会社も含めて与信を取らなければならないときに限定的に付与されているパターンが大半であり、経営層の変更という点よりも、そもそも与信を見るという観点から持株比率維持等の条項が付されている。また、抵触した場合も請求失期としている形がほとんどで、コベナンツにヒットしても請求失期をすぐに行使するのではなく、前回の議論にもあったとおり、基本的には相対のレンダーとの関係で、どこに落としどころを持っていくのか、どのように双方にとって良いところを持っていくのかという観点でのネゴシエーションを介することが前提になっていると思われる。

- 社債においてもネゴシエーションを可能にしていく方向性はあるかと思うが、足元ではインフラの面から難しいと考えており、コベナンツ抵触時の議論としては投資継続か回収かの二極選択になりやすいのではないかと。この点において、資料にも記載の通り、投資家が社債判断について再考する機会を与えることは非常に重要な観点であり必要であると考える一方で、プットオプションをつけることにより、発行会社からすると前向きな組織再編であったとしてもコベナンツへの抵触によりプットオプションが行使されて資金が流出し、場合によっては、僅か少数の社債権者のためだけの管理が必要になるにも関わらず、資金調達として意味をなさなくなる懸念も考えられる。投資家に加えて発行会社あつての社債市場であり、また、発行会社と投資家は対等の関係であることを考えると、投資家に投資判断についての再考機会が与えられるのであれば、発行会社にとっても調達方法の再考の機会が与えられて然るべきでないか。プットオプションによるエグジットを用意するのであれば、ブレイクファンディングコストを考慮した上で発行体が資金調達をそこで終わらせるというコールオプションも設けるべきと考える。
- レポートニングコベナンツについても、例えば非上場化のインセンティブの1つとして、東京証券取引所（以下「東証」という。）の開示規則への対応が難しくなった、あるいは法律の観点からの対応が難しくなったということもあると聞いている。そのような場合にまでレポートニングコベナンツのヒットを理由に情報開示を続けなければいけないのは、発行会社にとって不条理な条件となりかねない。双方向の平等性の観点から考えると、資金調達自体を終わらせるという選択肢があっても良いのではないかと考える。
- また、レポートニングコベナンツについては、格付の部分の考え方は先ほど別の委員の方

からもお話あったが、格付によってレポーティングコベナントを付与すべきかどうかという点について、詳しい実務を存じ上げない中で僭越ではあるが、発行会社の情報を見て投資判断するのが基本である中、例えば非上場化したとしても格付がA格であれば情報取得の手段が失われたままで構わないというのは理解に苦しむ部分である。そのため、格付に関わらず、あくまで情報提供手段が失われたのであれば、それを補完する内容のコベナントを付与する方が一貫性はあるのではないかと考える。A格であれば情報がもらえなくても良いという投資家は格付に依拠しながら投資されていると思われ、幾らBBB格以下の情報開示を充実させたところで結局のところ投資してくれないと考える。

- もう一つの軸として、情報開示をどの範囲にまで広げるとかという点の検討が必要になると考える。開示先は社債権者のみであることが念頭にあると思うが、例えばスタートアップ企業におけるトラックレコードの蓄積まで考えると、過去の社債発行においてこういった情報が開示されていて、このような経緯を辿ったという情報も貴重なトラックレコードの蓄積となり、発行会社にとっても社債を発行しやすい環境の醸成にも繋がるのではないかと考える。また流動性の観点からは、今、社債を持っていない人たちが買ってよいかどうか、つまり流動性確保のために次の買い手となり得るかどうかなどという点を判断するためには、パブリックに情報を公表する形でレポーティングしたほうが良いのではないかと考える。一方で、発行会社にとっては、パブリックな情報提供は負担となるので、最終的には発行会社と投資家との需給調整といった方法により手が入るのがよいのではないかと考える。
- スタートアップについては、私どもが知る限りにおいてやはりレポーティングの内容が大きく異なっている。一般事業会社の場合、その期のDSCRや財務状況に係るレポーティングとなるが、スタートアップの場合、非上場の間は設備投資や開発投資を行っていく段階であるため、一般事業会社に付されるレポーティングはあまり意味をなさない。どちらかというところ、例えばアプリを開発するような場合であれば会員数の目標が達成できているかどうか、エクイティの調達状況が達成できているかどうかといったKPIに対するレポートを求めることが多いと認識している。そのため、普通の事業会社の財務状況のレポーティングとは種類や性質が異なってくるため、今後議論をするのであれば、そのような点も踏まえて、ある程度レーンを分けた上で検討していく必要があると考える。

(委員)

- ・今回、これまでの議論からかなり内容がシャープになったと感じた。コベナンツを全体的に付けていく可能性も感じられたこれまでのアジェンダから変わり、まずは課題になっている領域に絞って検討する今回の事務局の進め方に賛成。資料7ページ目のチェンジオブコントロール条項については、実務家として、まさに去年1年間、直面してきた問題である。非上場化時の公募債の取扱いについて悩みを持つ会社と対峙してきた身としては、社債権者集会の開催が非常に難しいという点が問題の根底にあると思われる。当初の契約に繰上償還条項がないという中で、非上場化した際に投資家と発行会社の双方が取扱いに悩んでしまっている。こうした問題への解決ということで、あらかじめ社債にチェンジオブコントロール条項を付与するという点は非常に建設的な話になると考え、総論として賛成である。
- ・資料7ページのBBB格社債の1点目の箇所、「この場合、非上場化等の後に格下げが行われると、コベナンツの発動機会が論点になるのではないか」という記載に関し、実例を踏まえると、非上場化が発表された後に格付が下がるまで少し時間がかかるが、難しいのは、非上場化後においてもそれなりの格付で推移していく場合も一定数あり、非上場化により格付が下がるとは一概には言えない点である。しかし、発動のタイミングについては、抵触後直ちにといった形ではなく、いわゆる格下げがあった場合、BB格になったタイミングで良いと考える。やはり、「所有・経営権の異動」または「非上場化」をトリガーとし、かつ格付がBB以下となった場合にプットオプションとコールオプションが可能になるような枠組みが実態に即しているのではないかと考える。投資家へ投資判断を再考する機会を与えるという意味でのプットオプションであると同時に、実例を踏まえると、やはり社債そのものを消したいという発行会社のニーズもあるため、あくまでBB格以下に下がった場合は、値段といった技術的な部分については検討の余地があるものの、発行会社のコールオプションとして繰上償還もできるほうが機動性もあるのではないかと。
- ・資料8ページ目に大株主の異動についての記載があるが、それ以上に非上場化の部分が特に重要であると考え。先ほどお話があった日本テレコム的事例についても、大株主の異動とBB格への格下げとのセットであればカバーできるので、ご指摘のあった通りかと思う。
- ・レポーティングコベナンツに関しては、社債管理補助者の活用も踏まえて書かれているが、社債管理補助者は社債権者への伝達手段を別途持っているわけではなく、実際に情

報を伝達するとなると、やはり証券保管振替機構（以下「保振」という。）の社債情報伝達サービスを使って、証券会社を中心とした口座管理機関を経由して情報を伝達することになる。資料10ページにも記載の通り、社債権者への報告ツールの整備も含めて考えていく必要があると考える。

- ・昨年9月に社債管理補助者設置債の1号案件を手掛けたが、投資家の数が非常に限定されていたため、社債要項において、数社の投資家が譲渡したら、その情報を補助者に連絡してもらおうといったように、補助者が連絡を直接取れる仕組みとしたが、これはあくまで投資家の数が限られているケースであったが故の対応であると言える。そのため、投資家の数が増えてきた場合にはインフラが整備されていない限り、情報伝達は難しいと思われる。
- ・レポーティングコベンツにおいて何を報告対象にするかという点は、期限の利益喪失自体は様々な形でタイムリーに社債権者へ情報が伝わると思うが、期限の利益を喪失するまでの間の情報についてどこまで対応するか検討する必要がある。

（委員）

- ・前回の会合でも発言した通り、今回の議論は、コベンツを低格付債に付与することで社債市場を活性化していきたいというものと理解している。この場合、先ほどから発言のあるとおり、社債権者側から管理できるよう、コベンツに抵触した場合に単に期限の利益の喪失とするだけでなく、例えば社債権者へ何らかの形で連絡をして、アmendやウェイブの措置をとる方向を含めて検討いただきたい。発行会社側からすると、コベンツに抵触したことで期限の利益を喪失することになるだけであれば、マーケットは活性化しないと思われる。先ほど他の委員からも発言があったように、発行会社と投資家が双方向でコミュニケーションを取る形で、コベンツの拡充が発行会社及び投資家にとって良い方向へ、実際に社債市場の活性化が進むような形へと何とか持っていきたいと考える。本日の議論を踏まえると、現実的にはなかなか難しいと認識しているが、できれば今後も検討する方向で考えていただきたい。他の委員からも話があったが、シ・ローンではコベンツに抵触したらすぐに請求失期を行使するのではなく、交渉を行うことが前提となっているため、社債においてもできれば同じような方向になるよう議論したいと考えている。
- ・レポーティングコベンツについて、情報の報告を行うというところでは、先ほども話が

あった通り、社債管理補助者を活用する場合においても、保振の社債情報伝達サービスを使うほかない。社債情報伝達サービスを使う場合には、前提としてまず、情報をパブリックにしなければならない。それが今後適当であるかどうかという論点はあるが、発行会社の情報をパブリックにするかどうかという点も含めて、ある程度、対外的に分かりやすくしていただいた上で、社債管理補助者や保振の情報伝達サービスを活用していきながら情報を開示していくことで今後の検討を進めてくことになるだろう。特にコベンナツの遵守状況に関しては、以前あった社債権者補佐人に係る議論においても話があった通り、コベンナツの遵守状況をパブリックにしつつ、保振の情報伝達サービスを使って情報伝達するといった議論になったと認識している。今後も議論になると思っているが、社債管理補助者は、社債権者の補佐という立場であることから、できることとできないことがあるのではないかと。社債管理補助者の業務内容を見極めつつ、発行会社と社債権者間のコミュニケーションをより活性化にする形で、コベンナツを用いて対応していければと考えている。

(事務局)

- ・事務局としても、コベンナツ行使の実効性確保については、次回会合にて検討したいと思っている。公表しているコベンナツモデルにコベンナツ抵触時の対応として一定の記載があることから、実務においてより活用していけるよう、一層踏み込んだ形で事務局案を提案できればと思っている。

(委員)

- ・チェンジオブコントロール条項に関しては、昨今の状況を鑑み、M&Aと無縁と言い切れる発行会社は中々いないと思われるため、前向きに検討していく必要があると考えている。しかし、先ほどからもお話があった通り、支配権の異動そのものが問題ではなく、支配権の異動により逆に格付がよくなるケースもあるため、トリガーとしては支配権の異動を原因として格付が低下する場合に限定するのが合理的ではないかと考えており、証券会社の立場としてもその観点を押さえておかないと、発行会社へチェンジオブコントロール条項の付与を提案できないと考えている。
- ・非上場化のトリガーに関しては、不勉強な部分もあるが、非上場化による情報の劣後について、具体的な懸念点をもう少し深掘りしてお聞きしたい。基本的には臨時報告書の中で、

財政状態に重大な影響を与えるものは直ちに開示しなければならない義務があり、法定開示が継続して行われているにも関わらず、社債を保有し続けるとの投資判断ができないと多くの投資家が感じているのであれば、法定開示そのものに問題があるのではないかと考える。ただし、法定開示と東証の適時開示はイコールではないことは当然理解しているが、東証の適時開示はエクイティを前提にルールが出来上がっているため、法定開示と東証の適時開示の差異の部分の多くはエクイティに関する部分と認識している。そのため、本当に非上場化により投資家の投資判断を継続できないほどの重大な欠点があるのかという点に関しては、もう少し議論をした上で、本当にトリガーとして必要なのか検討いただきたい。非上場化により公表されなくなったものについてのみ、非上場化をトリガーとして発動するレポーティングコベナンツというものがあってもよいと思っている。非上場化を理由に繰上償還に追い込むのは、我々の感覚としては少し行き過ぎではないかと感じる部分ではある。

- ・発行会社からのコールオプションについて、発行会社から相談を受けている中で、社債を消滅させたいという相談を受けることは非常に多い。そのための手段としては社債権者集会を開催するほかない。買入消却では満額が取れるかどうか分からない中で、やむを得ず社債権者集会を開催するという形になるため、発行会社のコールオプションもあるとよいと思うと同時に、発行会社のメリットも示していくことで、発行会社においてもチェンジオブコントロール条項を受け入れていただきやすくなると考えている。

(委員)

- ・コベナンツの付与に関して、今回具体的な提案を示していただいたが、制度や実務の在り方について検討すべき課題があるのではないかと考える。コベナンツの付与に関しては、大きく2つの、時に相反する要請を満たす必要がある。1つは、発行会社の行動を制約することで社債権者を保護するという点である。契約上、社債権者の利益を保護するためのコベナンツを付与するとともに、その違反に対して期限の利益喪失などの措置を可能とすることで、コベナンツの実効性を担保することが必要となる。他方、一定の柔軟性を備える必要もある。例えば、さほど重大でないコベナンツの抵触を治癒できるようにするか、あるいは、形式上はコベナンツに抵触するような取引であっても、会社や社債権者にとって合理的な取引を実行するために、個別にアmendやウェイバーをできるようにするなどの、柔軟性を備えるという要請も無視することはできないのではないかと考える。

- ・今回の議論の対象となっている、BB格以下のいわゆるハイイールド債については、各種コベナンツによって発行会社を縛る要請が投資適格債と比べて相対的に大きくなると思われる。しかし、その反面、コベナンツ抵触時の柔軟性を欠くようでは、あまりに硬直的なものとなり、発行会社としても、そのような条件で起債することは難しいという判断になるのではないかと思う。
- ・前回及び今回の会合においては、コベナンツの柔軟性を欠くことに対する懸念が繰り返し提起されてきたのだと受け止めている。社債はローンと比べて権利者が多数になりがちである上、誰が社債権者であるかを発行体が必ずしも把握しているわけではないため、先ほど申し上げた柔軟性の要請をどのように確保するかが重要な課題になる。この点について、大きく2つの観点から検討する必要があると考える。第一に、社債権者の意思を結集して、柔軟な対応を迅速かつ円滑に行うための制度整備が重要である。第二に、そのような対応の担い手として主に想定される機関投資家の実務慣行を形成していくことも重要になると思われる。
- ・第一の社債権者の意思結集に関する制度整備に関しては、事務局及び保振が長年に渡りインフラ整備に取り組まれてきたものと認識しているが、今後、コベナンツの付与について本格的に考えていくに当たり、社債権者の意思結集に関する制度上・実務上の問題点を改めて洗い出し、何がボトルネックになっているのか、それに対して会社法や振替法などの法改正も視野に入れて検討していくことが必要になるのではないか。
- ・第二の機関投資家による実務慣行の形成という点に関しては、どのようなやり方であれば現実的・実務的に可能なのかといった点について具体的に議論していくことが有益ではないか考える。今回のワーキング・グループで正面から取り上げるにはやや大き過ぎる問題であり、もしかしたらそのスコープから外れているかもしれないが、問題意識として発言させていただいた。

(委員)

- ・スタートアップ企業の部分についてお話をさせていただきたい。スタートアップ企業のコベナンツについて、レポーティングコベナンツを付与するというご提案かと思うが、このコベナンツ自体は一定程度必要なものではないかと思っている。一方で、スタートアップ企業は管理体制が脆弱な部分があるため、煩雑さに関してはミニマイズする必要があるのではないか。

- ・その他、先ほども発言があったと思うが、レポーティングコベナンツにヒットしてしまったとしても、即座に債券が失期しない形式にすべきではないか。また、社債ファンドや社債管理補助者、トラスティーの役割を少し拡大することで、発行会社に対してレポーティングコベナンツをプロアクティブに求めていく等の手当は必要ではないか。
- ・今回の議論は、本ワーキング・グループの主要な論点であるコベナンツであり、先ほど事務局より説明のあった論点とは少しずれてくるが、今お話ししたように、トラスティーの役割を拡大していくことが、皆様の論点としていた双方向のコミュニケーションにつながるのではないかと考えている。例えば、コベナンツの中にミュータブル（可変的）なコベナンツとイミュータブル（固定的）なコベナンツがあってもいいのではないか。当然、コベナンツは社債権者集会で変更するものだが、ミュータブルなコベナンツに関してはトラスティーや関係会社の判断によって変更ができることも検討し得るのではないか。例えばレポーティングの内容が現状にそぐわなくなったら、そのレポーティングの内容をトラスティーの判断で随時変更できるようにするような制度や方向性は考えていく必要があるだろう。
- ・また、全体の話として、すでに意見があったように、スタートアップ企業の発行する私募債を本ワーキング・グループで議論するとなかなか收拾がつかないのは仰るとおりだろう。なので、この点に関しては、別のワーキング・グループ等で完全に切り出して議論するほうがよいかも考えている。

（委員）

- ・既に同様の心配の声があったが、コベナンツモデルにおける記載の性格と、その中身がどの程度定型的内容なのか、どの程度変更することが可能なのかという点について、整理が必要ではないかと考える。例えばチェンジオブコントロール条項については、大株主の異動、つまり、組織再編や大株主の変更時に発動することになるが、経営層において一定の変動があることが必要な会社もあるだろうし、他方でグループ内組織再編を除く会社も考えられるため、会社によってニーズは変わってくるだろう。
- ・今回、BB格以下の発行会社に対してコベナンツの付与を強制することを考えていくのであれば、付与すべき内容について、勝手に変えてはいけない部分もあるかもしれない一方で、工夫をして変えてもよい部分もあるだろう。このモデルの作り方として、1つの記載事例で決め打ちする形でモデルを作成するのではなく、幾つか追加的に書き得る内容

をオプションとして示す形式で、コベナンツモデルを作成するほうがよいのではないか。

- その上で、社債に関して情報が足りない部分はレポーティング、流動性が足りない部分はエグジットでという区別で、格付と非上場を踏まえ、このコベナンツモデルをどの発行会社のように推奨するのか、もしくは強制するのかラインを引くことは合理性があるのではないか、という意見もあった。この考え方を目安としながら可変性があるモデルを考えたほうがよいのではないか。

(委員)

- 大前提として、本ワーキング・グループの趣旨は社債市場を活性化させるということであり、特にハイイールド債市場をいかに発展させるかについて、コベナンツの議論をしていると理解している。直近のデフォルト事例があったものの、あの事例は我々としては、バイアウトの財務的な失敗と、発行会社のあまりにも社債権者を軽視した行動が問題だったのではないかと理解している。この事例への対応策として、社債権者の地位改善のみにフォーカスした対策を拘束力のある形で設定することは、発行会社を呼び込むには非常に厳しい議論になるものと認識している。また本ワーキング・グループの趣旨とも合致してないのではないか。
- 前回も申し上げたが、コベナンツを付与すれば投資家がハイイールド債に投資するかという点、そうではないことは皆様ご承知の通りだろう。一方で、発行会社や投資家にハイイールド債の発行ニーズは確実にあると思うため、そこを発掘していくためには何をすればいいのかという観点で今後の市場活性化の議論が高まっていくことを期待している。
- その検討の際に重要な役割を担うのが引受証券会社であり、かなり負担が大きいのではないかと。議論の前提として提示されているコベナンツをセットするだけでも、何が重要なのか、どういう定義で設定するか、何が許容されるか等の細かい内容について、引受証券会社が、これらの決定権はないものの、投資家や社債権者、発行会社の間を取り持ちながら合意点を探り、かつ適正なプライシングも見ながら調整する必要がある。その上で社債発行後も発行会社は引受証券会社にいろいろなアドバイスを求めてくるため、引受証券会社は非常に労力がかかる上にたくさんの知見を求められるだろう。それが数十銭の引受手数料にしかならないという話では、どこに証券会社のメリットがあるのか。何か引受証券会社にも引受手数料を超えたインセンティブが持てるような策はないか、皆様のご意見を伺いたい。

- ・コベナントモデルに関して先ほども意見があったが、本ワーキング・グループでの議論は実際の投資家や発行会社のような当事者がいないため、モデル設定の域を出るべきではないだろう。様々なコベナント、特に数値基準を伴うものを設定すると、その点に関しては会社の成長段階によって考え方も分かれるだろう。また、デフォルト時というよりも、デフォルトする前に会社の体制や事業フェーズが変わった際に、様々なコベナントを見直すような前向きな意味でのアmendも必要とすることについて併せて議論が必要だろう。
- ・チェンジオブコントロール条項に関して、繰り返しになるが、企業の成長ステージや格付、大株主の有無によって個別に規定されるべきだと考える。この点については発行会社も、いざチェンジオブコントロール条項が付与される場合には、あらゆるケースを想定してコベナントに抵触しないよう相当慎重に検討するだろう。チェンジオブコントロール条項の設定自体に必ずしも反対するものではないものの、特定のコベナントを必須又は定型として拘束力を持たせることは非常に危険と考えている。
- ・また、当社のボダフォン日本法人買収の事例について一応申し上げると、確かに買収によってボダフォン日本法人の発行債券の格付が下がり価格も下落したものの、その後全額ディフィーゼンスしているため、デフォルトには程遠く、買収者としての務めは十分に果たしたと考えている。
- ・直近のデフォルト事例はあるものの、これまで発行会社の良識の中で、発行会社のコールではないが、社債権者集会を開いて繰上償還した事例、ディフィーゼンスした事例もあるだろう。
- ・コーポレートローンに関して、チェンジオブコントロール条項が付与されている事例は少数と考えている。これを社債について一律に課すという場合、発行会社から相当な懸念や警戒を呼ぶことについてご認識いただきたい。安定した株主構成を維持している又はバイアウトの危険性がない会社にまで、一律に適用を求めることはやりすぎではないか。
- ・レポーティングコベナントに関して、これも過去に出た議論ではあるが、非上場会社になるからどうするという議論よりも、そもそも非上場会社が発行する社債にどのような情報の開示が必要なのか、もう少しクリアにすべきだと考えている。非上場会社でも社債発行に関しては有価証券報告書の提出が求められ、また、基準に基づいて、相応のコーポレートアクションがある場合には臨時報告書も提出される。それ以外で何が必要か、洗い出しが必要と認識している。また、どういうコベナントを付与するかによるが、コベナント

の遵守状況を確認する、例えばヒットしていないという通知を定期的に出すこともあるだろう。インカランスコベンツを設定することを考える場合、いつの時点で財務状況はこうであるという算出基準の開示を義務付ける発想はそぐわないと考えている。海外におけるレポート基準の厳しい発行でも、算出基準まで求めるのはあまり例がないと聞いている。

- LBOに関しては意見があったとおり、やや違う事例と思っている。どちらかという、LBOファイナンスを行った後に、そのLBOの一環として例えば社債形態のものが発行されているのであれば、説明のあったような議論になるだろう。
- コベンツの付与の実効性の確保について、引受ガイドラインで引受証券会社がコベンツの付与状況について確認することについては、社債市場の活性化に全く逆行する動きになるのではないかと非常に危惧している。コベンツの有無やコベンツの内容を判断するのは証券会社ではないと考える。証券会社は発行体と投資家の間をつなぐ役割として非常に重要だが、どういうコベンツが適切なのかという判断は、発行会社と投資家の判断によるものではないか。

(委員)

- チェンジオブコントロール条項の発動基準に関してコメントしたい。いち投資家の意見としてだが、基本的に所有権・経営権の異動に伴う非上場化は非常に大きなイベントだと考えている。有価証券報告書にて開示されているからよいのではないかというコメントもあるが、投資家としては、四半期の開示やIR担当者とのミーティングでの情報開示を非常に重視して投資している。実際に、A格程度の格付を取得して公募債を発行している非上場会社の事例はあるが、その案件への投資家の参加は非常に減っている理解である。また、そのような発行会社では、非常に丁寧に、上場会社並みにIRを行い、投資活動を一生懸命広げていこうとすることが必要となる。一方で、上場会社が社債発行後に非上場化する場合は、これまで投資家に対して説明していた経営方針が180度変わって、プライベートカンパニーとして経営していくということであるため、大きな変化だと考えている。
- B B格に落ちたことをもってプットやコールを発動させるべきだとの意見もあったが、あまり賛同できない。B B格に落ちてしまうのは大変残念なことではあるが、それはある意味では投資判断の失敗だと思っている。引き続き情報開示が行われているのであれば、細々としたセカンダリーマーケットであっても、市場の情報を解釈して価格形成が行わ

れていくものである。その動きによって、セカンダリーマーケットやハイイールドマーケットが少しずつ組成されていくのではないか。新規にBB格を発行することが非常に難しい中で、そのような形から低格付債の流通市場を作ることのも1つの手ではないか。

- ・格付トリガーに反対する理由は、かつては適債基準があり、公募債の発行に当たって格付取得が義務だったが、規制緩和により廃止されたと理解している。格付は民間企業の投資意見であり、それに対して公的な色彩を持つガイドラインが過度に依存してよいものかと考えている。格付基準がトリガーになれば、格付会社のアナリストには非常に大きな圧力がかかる。BB格以下に格下げをしたら、発行会社はプットをしなければならない、コールをしなければならないということになれば、非常にプレッシャーがかかり、格付判断にバイアスがかかる可能性も十分あるだろう。日証協として、民間企業の投資判断を基準にモデルを策定し推奨することに対しては、慎重に検討されたほうがよいと思う。

(オブザーバー)

- ・まずコベナント付与の実効性確保について、事務局資料では、これまでは参考モデルを通じて働きかけを行ってきたが、課題が変わらず指摘されているところを踏まえての検討であると考えている。そのため、次の段階として、引受審査の際に付与を求めるという議論が出る一方で、社債の硬直性が懸念として挙げられていた。
- ・例えば、チェンジオブコントロール条項やレポーティングコベナントについて、引受審査の際にコベナントがあるか確認する審査ではなくて、これらのコベナントに関してどういう考え方で発行会社が発行しようと思っているのかという点を審査・評価することでよいのではないか。いわゆるコンプライORエクस्पラインに近い形式だが、そこまできなくとも、コベナントを一つの評価対象とすることで、このようなケースではこのようなチェンジオブコントロール条項を付与するという練度が高まっていくのではないかと思う。
- ・もう一つはスタートアップ企業の議論について、これに関しても総論としては、議論されている内容に違和感はないと考えている。スタートアップ企業の立場も踏まえて発言すると、先ほど発言があったとおり、スタートアップ企業が社債を発行する際には、例えば、月次の試算表あるいは取締役会の議案のレベルでレポーティングが行われている実態がある。これが全てではないかもしれないが、私が知る限りではそのような実態かと思う。スタートアップ企業はキャッシュフローが脆弱であり管理機能が弱いからこそ、一般的

なレポートも本来必要だと思うものの、通常の社債と異なり、スタートアップの社債のプラクティスはまだまだ定まっていない部分がある。そのため、今はそういうプラクティスを見極めていく段階と考えており、今回の議論のスコープにしていくのはやや時期尚早だろう。また、許容性の観点では、スタートアップ企業の社債発行は、昨今ではベンチャーファンドの形式でゲートキーパー機能を担うプレーヤーも出てきている。そのような観点からも、もう少し実務の練度が高まるのを待ってから議論してもよいだろう。

- ・ただし、先ほど試算表のレポートの話をしたが、チェンジオブコントロール条項について、スタートアップ企業では創業者の事業実行力やカリスマ性が企業価値に直結している部分があるため、本来、支配権や経営権の変更はスタートアップ企業においてこそ重要だろう。そのため、今回の実効性確保を踏まえた議論として落ち着けるにはやや時期尚早だと思うものの、問題提起はしていただきたいと考えており、レポートをまとめる際には、その観点も加味していただきたい。
- ・また、スタートアップ企業という言葉が出てきているものの、何を以てスタートアップ企業とするのか、法令でも特に定義がないため、実務的な話として、スコープアウトする際には、その対象となるスタートアップ企業は何を指すのか明確にする必要があるだろう。

(委員)

- ・投資家サイドの権利だけを主張するわけではなく、今回のワーキング・グループのコントリビューションとして、我々から見えているビューから社債市場の活性化において何が重要かということをお願いするので、酌み取りいただきたい。
- ・大枠では、すでにご意見があったとおり、社債権者の意思を集合させるプラットフォームやインフラが非常に重要と考えている。先ほども柔軟性を持たせることは非常に重要だという話も出ているが、こちらに関しても話し合いをする、アクセスできるプラットフォームがあることが1つの大きな鍵になるだろう。これによりコベナントの抵触に対して治癒する対応にもつながり、また、一番大事なこととして、パリパスの権利がある者が、発行会社から同じ情報を同じタイミングでもらいたいということである。
- ・各論については、格付を用いた閾値の話の際には、国内の格付だけではなく外国の格付も勘案することを考えていただきたい。なぜならば、外債を発行している発行会社は恐らく外国の格付会社の格付を取得していると思うが、外国の格付の取得は今の閾値の議論に

対してフェアではないかもしれない。また、外国の格付を取ることがペナルティーになることも考えられるが、そもそも外債を発行されているならば、例えばUSドル債を発行するに当たってのプラットフォームを既に備えており、コベナンツも付与して発行しているはずだろう。日本の格付と外国の格付には評価の差があるため、どこが閾値になるかという議論にもなるが、外国の格付を考慮することも一つ検討に上げていただきたい。

(委員)

- ・議論を伺っている限り、大多数が、チェンジオブコントロール条項が必要と考えているようだ。この条項は最近の発行事例を見ても投資家保護につながり、これによって発行会社の意欲がそがれる可能性もあるが、外債を発行している会社の場合は、すでに様々なコベナンツを付与していることが多いだろうし、チェンジオブコントロール条項を受け容れている事例も珍しくないと推測される。先ほどのご発言によれば、ローンの場合、チェンジオブコントロール条項を正面から定めてはいないが、同様の効果をもたらすコベナンツがあり、それが最終的には期限の利益喪失につながっているということであった。それよりもプットオプションのほうがまだ緩やかであるし、市場のニーズを考慮すれば、チェンジオブコントロール条項を入れることができる方向にもっていくことが適切ではないか。
- ・技術的に気になる点として、チェンジオブコントロール条項は、基本的には支配権の異動があった際に発動するものだが、それ以外に格下げや非上場等の要件を加味すべきとの意見がある。しかし、例えば買収案件では、TOBにより企業を買収し、しばらく経ってから非上場にする場合があるし、支配権の異動が起きてから非上場になるまでに非常に時間がかかる場合もある。また、近時のデフォルト事例のように、買収後相当に時間が経ってから格下げになることもあり、格下げや非上場化は、支配権の異動と一体として起こるとは限らない。ただ単に業績が悪化し格下げになったことを理由として期限前償還を求めるとするのは、社債投資の考え方ではない。そのためチェンジオブコントロール条項と格下げ等を関連づけるのは難しいのではないかと思うが、どうか。

(委員)

- ・証券会社の立場として危惧しているのは、「基本的に付与すべきコベナンツ」をどの範囲までカバーさせるのかという点である。足元でも、例えばBBB格やA格以上で、普通に

社債市場にアクセスできている発行会社が、このチェンジオブコントロール条項や他のコベナンツを基本的に付与すべきとなった場合に、本当に発行が減らないのだろうかともものすごく危惧している。皆様からの意見も踏まえ、社債の発行が減らない、大丈夫だということであればよいのだが、今回のワーキング・グループの趣旨は、社債市場を大きくしていく、活性化していくことである。もう1つ考えなくてはならないこととして社債権者の権利保護もあるが、どちらに主眼を置くかによって、「基本的に付与すべきコベナンツ」をどの範囲まで広げるかという論点が変わってくるだろう。そのため、現状で発行実績のほとんどないBB格の社債がコベナンツを付与することで発行できるようになるのは良いことだと思うし、BBB格の社債を持っていても中々マーケットにアクセスできないが、コベナンツを付与したらアクセスできるようになるということも非常に良いことであり、社債市場が大きくなるだろう。一方で、既に発行している発行会社までそこをカバーするのかという論点については、それによって投資家が増える、マーケットが大きくなってもっと調達できるというメリットと、発行会社が本当は減ってしまうかもしれないという部分をよく考える必要があるのではないか。

(委員)

- ・ A格等の信用力がある発行会社について、コベナンツの付与を適用するのは無理だと思う。結局、コベナンツを付与することによって市場に参加できるようになる企業を救う、すなわち何とか市場に参加させてあげることが目的だと考えている。これまでの力関係から考えて、既に社債を発行している大企業に対してコベナンツの付与を求めるのは、恐らく難しいのではないか。この点は事務局も同じ考えではないか。

(委員)

- ・ チェンジオブコントロール条項と格下げをどう紐づけるかについては、割り切るしかなく、外債の事例だと、事象が発生してから90日もしくは120日の期間に格下げが行われたことをもって因果関係を紐づけるのが実際の運用ではないか。

(委員)

- ・ チェンジオブコントロール条項を付与した我が国の唯一の事例として、サッポロホールディングスの発行例があるが、その際は格付とセットであった。支配の変更を契機として格

付が下がった場合に発動する仕組みとなっていたと思う。この点は確かに解釈が曖昧であり、格付会社から、支配の変更を原因として格付を下げたと言ってもらわないと判断が難しいのかもしれない。また、期間の制限も設けていたと思う。

- ・スタートアップ企業については非常に問題意識を持っており、社債市場を活性化したいと考えている中で、ローンはあるが社債はまだ市場がない部分を活かしていきたい。ハイブリッド債やLBOファイナンスは1つの方法論としてあるが、スタートアップ企業には非常に難しい部分もある。例えば1つのアイデアとして、TOKYO PRO-BOND Marketの活用は考えられるのではないかと。発行登録が不要であり、開示も簡素化できるため、プロの投資家と発行会社がマッチングできればTOKYO PRO-BOND Marketを使っていくことができるのではないかと。本ワーキング・グループの検討範囲ではないかもしれないが、提言したい。

(委員)

- ・サッポロホールディングスの発行事例では、60日以内に支配権の変更を理由として格下げされた場合に発動することとなっており、格下げが別の理由であれば発動しない設計となっている。
- ・コベナンツは、海外ではまさに無限に自由に設計できる状況であり、一般的なものでも20個、30個の例がある中で、日本ではチェンジオブコントロール条項に絞って議論をするということについて、現実的な議論だと考えている。なぜならば、日本のマーケットにはなかなかハイイールド債、非投資適格債の発行事例がないが、海外を見ると非投資適格債には諸々のコベナンツがついている。特に財務コベナンツが非常に重要で、コベナンツセットのような形式で付与されるケースが多いが、日本でそれが適用できるかと考えると、あまり現実的ではない。将来的なマーケットの拡大を見越して検討を行う必要があるが、現状では、コベナンツセットを導入してもなかなか発行事例は出てこないだろう。過去の事例や、アクティビストやファンドの参入、あるいは経営権の変更によって、これまでの経営方針が一気に変わるということがあり、それに対する投資家の意識が実際に高いという環境を踏まえると、チェンジオブコントロール条項の付与を1つのテーマとして挙げるのが現実的な正解ではないか。
- ・ただし、格付会社の格付とリンクさせるというのは、テーマとしては少しずれているように思う。経営権が変わることに伴って投資家の利益が変化するのであれば、それは格付によらず投資家が気にする事項だろう。格付によって過度に負担感が増すという切り分け

ではないだろうし、実態をケース・バイ・ケースで見ていくことになるのだろう。

- 先ほど、証券会社も大変だということでご配慮いただいたが、例えばハイイールド債だったら高い手数料を取るの海外でも一般的である。サッポロホールディングスのケースは調べていないが、特殊なコベナントが付与されたケースは、その手間やアフターフォローも含めて、何らかのインセンティブに賛同いただくことはあり得なくはないだろう。
- 付与の実効性については、引受審査の観点ということで資料に記載されているが、証券会社は社によって引受審査の姿勢がかなり異なっているのではないかと考えている。また、ルール化した場合に、コーポレート部門が形式的に適用して硬直的な運用になってしまうケースもある。最終的には、引受判断として引受部門もしっかり関与して判断していくというプロセスを踏むことになるだろうし、証券会社はその労を惜しむことはないだろう。
- ただし、本ワーキング・グループにおいて引受審査の中でルール化することを決めてしまうと、その具体化を別のワーキング・グループで議論する際に、大きな方針を変更することは難しくなる。引受審査で審査することだけルール化し、それがあまりにも形式的となり逆に証券会社の行動を疎外してしまうよりは、具体的にどのような内容が現実的なのか、引受審査本部あるいは引受本部がしっかり連携して議論することが望ましい。ルール化した場合にどう運用していくのか、別のワーキング・グループでも同時に議論を進めながらやるべきだろう。また、その内容においても、コベナントをつけないのであれば合理的な理由を担保する等、説明や理由による方法も確保したほうが実効性も高まるのではないか。

(配付資料)

- 資料 コベナントの付与の在り方について

以 上