

「第14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2月13日（火）午前10時～午後0時5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ан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анツの付与の在り方について説明が行われた。

【意見交換】

（オブザーバー）

- ・前回に引き続きコベンанツの付与の在り方について議論が行われているが、格付を用いて区分を行うことについては、格付会社として非常に責任を感じる。社債の格付は格付会社によってレンジに幅があるため、どこで区切るかという点については、発行会社や投資家との間で対話が必要になると思われる。1つのメルクマールとして、A格、BBB格、BB格という閾値はあると思うが、格付の適用方法については議論を深める必要があると考える。
- ・コベンанツのトリガーとして格付を用いる場合には、チェリーピックの議論にならないようにしないと、結果として社債権者の保護が図られないこともあるだろう。仮に格付を使う場合において複数若しくは1つの格付を使う際にどのように考えるのか、我々格付会社としても市場との対話を進める必要があると考える。また、格付がBB格以下になり、仮にコベンанツにヒットしてプット・オプションやコール・オプションが発動した場合には、流動性の問題が生じることが考えられる。流動性の低下をどのように格付に織り込むかという方針を格付会社として示すことにより、投資家が安心して社債を購入することに繋がり、また、発行会社もコベンанツの考え方を整理す

ることに繋がるのではないか。投資家、発行会社、引受証券会社が主なプレーヤーではあるが、格付会社も市場の１要素として今回の議論に参加していると認識している。今回の議論を踏まえ、より使いやすい格付指標としていく必要があると感じた。

- ・非上場化した発行会社のレポーティングに係る議論があるが、格付会社としては信用格付が付与されている限りは非上場会社でもモニタリングを行う。そのような意味では、非上場化された瞬間に、機動的に格付の見直しに係るアクションを取るため、その機能を活かすことでさらに使いやすくなるのではないかと感じた。

(委員)

- ・事務局の説明の中にコンプライorエクスプレインという話があったが、その考え方に少し違和感がある。今回の議論において、このエクスプレインは本来何を説明するものなのかという点を踏まえて検討していただきたい。昨今は非常に変な使い方をされるコンプライorエクスプレインも出てきているように感じるが、本来的な姿はスチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードのように、まず原理原則となるプリンシプルが明確に定められ、その上で各論的にベストプラクティスが存在している形ではないか。しかし、そのベストプラクティスは絶対的なものではないため、プリンシプルに立ち返り、あえてベストプラクティスは採用せずに他の対応をすることも許容されるというのが本来のコンプライorエクスプレインの下でのエクスプレインの姿である。今回の議論においては、資料７ページ記載の「発行者が将来にわたって投資者の期待に応えられるか否か等の観点から、厳正に引受審査を行わなければならない。」という点が大きなプリンシプルとして存在している。さらに付言すると、過去の議論にもある通り、例えば、「投資家の期待に応えられるか」という点は、投資者保護の観点からコベナントの付与や社債管理補助者（以下「補助者」という。）の設置等、何らかの形で投資家を取り残されないような措置が講じられているか、あるいは「発行者が将来にわたって」ということは、発行者として財務政策上の制約にならないような形になっているのかという観点から引受審査を行うことがプリンシプルとして存在しているのだろう。この考え方は格付により変化する話ではない。このような考え方を踏まえ、ＢＢ格以下の社債を発行する場合に「基本的に付与すべきコベナント」を付与することが、各論の中の１つのベストプラクティスとして考えられるという提案と認識している。これは、「基本的に付与すべきコベナント」の付与

が当然に強制されるものではなく、基本原則に立ち返って「発行者が将来にわたって投資家の期待に応えられるか」という観点から別の方法が適切である場合にはそちらを採用することとなり、その場合にエクスプレインが求められるという建付けにする必要があるのではないか。プリンシプルが不明確なまま、BB格・BBB格で区別してコベナントの付与を求めることで、格付ごとに全く別の世界が広がることには違和感があり、資料9ページにも記載されているが、A格以上の格付が取得できていれば免罪符になるというのは、まったく違う話ではないか。コベナントの付与も含めて「発行者が将来にわたって投資家の期待に応えられるか」という、大きなプリンシプルはすべての格付の社債に共通しており、その上で様々なやり方が当然に認められるということだろう。A格以上の過去に発行事例が多いものについては、これまでの経験を踏まえ、これまでどおり証券会社による誠実かつ職業的懐疑心をもった引受審査が行われればよいと、ベストプラクティスをあえて示すというわけではないという整理にしないと、全体の一貫性が崩れてしまうだろう。

- ・今後、金融審の市場制度ワーキング・グループ等での報告等を通じて対外的に本ワーキング・グループでの議論に関する発信を行う上で、BB格は駄目、A格以上であれば何でも許されるといった誤解を招かないよう、まずは全体を通したフィロソフィーを確立した上で、特にまだ発行事例が少ない分野については1つのベストプラクティスを提示して社債を発行する方向に持っていけないかという整理にした方が一貫性のある内容となるのではないか。

(事務局)

- ・事務局としてもご指摘の通りであると認識している。しかし、今回、チェンジオブコントロール条項を「基本的に付与すべきコベナント」と位置づけた理由は、基本的に債務者やガバナンスが大きく変わる場合には、債権者の承諾を取ることや社債権者保全のための措置を取るとは民法や会社法上の原則と認識しているためである。そのため、所有権の移転や大きなガバナンスの変化が生じる非上場化がなされた際に社債権者の保護を図ることが必要になると考え、チェンジオブコントロール条項で償還請求権の付与を図りたいと考えている。ただし、社債権者の保護の方策として償還請求権の付与だけが唯一の方策ではなく、同等の方策が講じられていれば必ずしもその方策に限る必要はないと考える。これまでの議論にもあった通り、コベナントの内容が

画一的にならないようにする他、引受審査においては、例えば社債管理者が設置されている場合や劣後債である場合にはそういった点を考慮した上で検討することになるだろう。また、今回は「基本的に付与すべきコベナンツ」という形で少し焦点を絞って議論しているが、社債発行及び引受審査を行う際は、「基本的に付与すべきコベナンツ」及びその他のコベナンツだけを見るのではなく、あくまで引受審査項目の一環として他の項目とともにコベナンツの審査を行う建付けである。そのため、コベナンツの付与状況に限らず、総合的に判断した上でマーケットに出すものとしてふさわしいか審査することになると考えている。事務局としてもその点を踏まえて対外的に発信をしていきたいと考えている。

(委員)

- ・先ほどもお話した通り、現実問題として、拠って立つプリンシプルが明確でないと、証券会社としてもどのようにエクスプレインをしたらよいのかわからないという実地的な問題もあるだろう。引受規則の改正等の検討に限らず、ただ今事務局より伝えていただいた内容を説明することが重要と考える。

(委員)

- ・コンプライorエクスプレインに関しては、スチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードにおける対応の際も、苦労を重ね現在の実務慣行が根づいたと認識している。そのため、ご指摘いただいた論点はまさにその通りであると思っている。

(委員)

- ・議論のスタートとして事務局案は十分かと思う。ただし、他の委員からも指摘があったように、A格以上の社債に対する考え方、特に資料9ページの「発行実績の中核を占めることから、影響を鑑み」の文言は容認し難い。A格以上の部分について、格付を一つの基準として頼らないと実際問題として難しいことを踏まえ、今回は、引受審査時に格付を使う場合には発行時の格付を参照することとしているが、将来的にはフォーリン・エンジェルのようなケースを考えると、A格以上についても、資料に記載の「付与が必要ないとのメッセージではないことに留意する」という注意文言の他、

「格付が下がった際にも同種の配慮が必要である」という文言を付記する必要があるのではないか。

(委員)

・チェンジオブコントロール条項については、前回会合終了後に実施された意見照会の際に申し上げた通り、発行会社と投資家は分けて考えることが大事であるとする。現状の課題は、発行会社側にとって非上場化の際に社債権者集会を開催する他に手の打ちようがない点であり、また、投資家側でも、環境が大きく変化するという観点から何らかの措置が必要という意味で、事務局案に大きな違和感はない。一方で、全体を通してホールセール債に限定された議論なのか、リテール債の存在をどのように捉えるのかという点が曖昧ではないか。例えば、リテール債であれば、社債管理者が原則設置されており、これまでも利益維持や純資産額維持に関するコベナントに抵触する場合、社債権者集会を開かなくても担付切換の上でウェイブすることができたが、社債管理者の有無や、ホールセール債かリテール債かどうかによっても対応が変わるのではないか。例えば、リテール債の場合には社債権者集会の開催が非常に大変だろう。ホールセール債を前提に議論をしていると認識しているが、リテール債をどのように考えているのか事務局に確認したい。

・また、議論の目的はハイイールド債市場の創設・拡充を通じて裾野を広げていくという点である。これまでチェンジオブコントロール条項について突き詰めて議論をしているが、非上場化する企業が最近では多くなっているものの、全体からすると一部であるため、チェンジオブコントロール条項の議論を固める必要はあると強く思う一方、これだけではハイイールド債市場の裾野は拡大しないのではないかという根本的な疑問がある。意見照会の際にも回答した通り、コベナントの付与により投資家が低格付社債を本当に購入するのか、果たしてハイイールド債市場の創設に繋がるかどうかという道筋については、チェンジオブコントロール条項に係る議論が終わった後にしっかり考えていくべきではないか。ハイイールド債市場の創設に向け、投資家の本当の声を拾うべきではないかという問題提起をさせていただきたい。

(事務局)

・意見照会にて回答いただいた内容についてはコベナントモデル等の中に組み込んで

いきたいと考えている。

- ・ご質問について、事務局としては、リテール債を議論から完全に排除しているわけではないが、ハイイールド債市場の創設という観点から、ハイイールド債をいきなり個人向けに販売するのかなという論点もあるため、基本的にホールセール債を念頭に検討していた。また、リテール債の場合は社債管理者が設置されているため、そこまで踏み込む形で今回議論を行うべきかという側面もあった。

(委員)

- ・多くの委員より指摘のあった通り、コベナントを付与したとしても、実際にアmend等の措置を取る場合を踏まえると、社債権者の意思結集の部分で、社債権者集会の電子化をはじめとするインフラ整備の必要性が肝になると考えている。次回、社債管理補助者の議論を予定しているが、今後どのようなインフラを整備していくか否かも含め議論をしていくのがよいと考える。

(委員)

- ・コベナントの在り方等の考え方を整理したとしても投資家が実際に低格付社債を買うのか、という指摘について、最終的な落としどころとして十分にあり得るのではないかと考えている。投資家としても、マーケットの状況等に左右されるため、コベナントが付与されたら絶対を買うとは中々言えないものの、我々としては、都内だけでも専任アナリストが数人はいるため、ハイイールド債への投資についてかなり対応できるのではないかと考えている。一方、地方銀行等のあまり社債を購入しない投資家の場合は社内体制が整っていない面もあるだろうから、最初は、事実上大手投資家だけがハイイールド債を買うような市場となり、議論が進んだタイミングで、もう少し小規模な投資家も市場に参入する形になるだろう。そのような場合、大手投資家としての責任もあるため、必ず投資するとは約束はできないものの、積極的に対応していきたいと考えている。

(委員)

- ・低レンジにおける流動性の問題、特にBB格レンジについて格付にどのように反映させていくべきか、格付会社としてしっかりとしたメッセージを出していく必要がある

と感じた。それに関連して2点お話したい。まず、信用力はアナログに変化するが、格付は、基本的にデジタルに切り替わっていくものである。また、格付は動いていくものであり、上がることもあれば当然下がることもある。また、今回議論されている格付記号は共通の言語ではあるが、格付会社間で水準にばらつきが生じており、特に低レンジにまたいで格付が変化する、若しくはA格に格上げされる時は各社が示す格付にばらつきが生じると認識している。このように格付会社によってばらつきが生じる案件については、どのように検討を進めているのか。場合によっては、投資家に混乱を招きかねない事象でもあるため、今後事務局にて検討いただきたい。

(委員)

- ・資料7ページの「基本的に付与すべきコベナンツ」について、非上場化をトリガーにする部分はもう少し検討の余地があるのではないかと。チェンジオブコントロール条項は株主の異動や資本構成の変更に関連した信用力悪化に対する、投資家保護の為に発動すると認識している。例えば、信用力を大きく悪化させない形で非上場化を行ったのであれば、投資家のプット・オプションという強力な権限までは必ずしも必要とされないのではないかと。そのため、非上場化に関しては、レポーティングコベナンツによって必要十分な情報が追加で開示されることを前提にすれば、非上場化時のチェンジオブコントロール条項の発動は必ずしも必要ではないのではないかと。また、信用力が悪化していないのであれば、BB格以下の会社に関しても、チェンジオブコントロール条項の発動はさせないという整理もあるのではないかと。すなわちBB格とBBB格の扱いを変える必要はないと考えている。
- ・実際の効果としては変わらないが、投資家のプット・オプションに加えて、発行会社のコール・オプションも選択肢に入れるべきではないかと。最終的な効果は一緒ではあるが、発行会社からこういうことをやりますと呼びかける方が、投資家への周知という観点では分かりやすいと感じた。どちらがよいという正解はなく、効果は一緒であるため、選択肢に入れておくのがよいと考えている。
- ・他の委員からも話があった通り、「基本的に付与すべきコベナンツ」という非常に重きを置くようなコベナンツを提起することを通じて投資家需要が創出されるかどうかという点が、非常に重要であるので、その道筋は確認しておきたい。コベナンツの付与により、これまではBB格には投資できないという投資家の投資クライテリアを

変えるような効力があるのか、慎重に見ていきたい。この効力がない場合、コベナンツの付与を求めることが引受のハードルを上げることになり、むしろ社債市場がシュリンクしてしまわないかという点を一番危惧している。

- ・投資家需要といった観点において、投資家の立場を想像して、BB格の会社にとって一番重要なコベナンツは何かと考えると、チェンジオブコントロール条項よりも寧ろ何らかの債務上限等の方が、投資家がより意識するコベナンツではないか。また、発行会社としても、これまで議論があった通り、社債権者集会の電子化やプロセスの短縮化など、発行後に柔軟にコベナンツの変更ができる状況が整えられれば、あえて厳しいと思われるようなコベナンツを付与した上でも将来の変更含みで社債市場に出ていこうと判断する発行会社も出てくるのではないか。

(委員)

- ・証券会社がゲートキーパーとして厳正に引受審査をすべき立場にあるという事務局の説明及び引受審査の一環としてコベナンツの付与状況について審査することが期待されるという点に同意する。事務局案は、特に「基本的に付与すべきコベナンツ」の付与状況について審査することを求めるものであるが、本来的には、引受審査に当たって審査すべき対象は「基本的に付与すべきコベナンツ」に限定されるわけではない。規則ないしガイドラインの方向性としては、引受審査において、発行会社の信用力やビジネスモデル、当該社債発行の具体的な状況等を勘案して適切なコベナンツパッケージが付与されているかを審査するという、社債発行時のコベナンツの付与状況全般を審査する一般的な行為規範を定めた上で、「基本的に付与すべきコベナンツ」についてはその類型的な重要性に鑑みて、特に重点的に、例えば、必ず審査すべきものとするという二段階でのアプローチで行為規範を制定することも選択肢としてあり得るのではないか。

(委員)

- ・「基本的に付与すべきコベナンツ」や望ましいコベナンツ等様々な定義はあるが、それに限らず、適切な投資家保護の観点やマーケット状況、あるいは事業会社を取り巻く環境を踏まえて発行会社の財務状況に対する適切なコベナンツの付与に対応していくというコンセプトについては、全く大原則を外さないものと理解している。一方、

その実効性の担保については、引受審査に関する規則等を改正することにより実効性を担保していくものと理解している。このような取組みが、ハイイールド債市場の活性化に繋がるというコンセプト自体は海外の事例等を踏まえ適切であるし、昨今の実情を踏まえチェンジオブコントロール条項や非上場化をトリガーとするレポーティングコベナンツを「基本的に付与すべきコベナンツ」として設けていると理解している。しかし、格付で区切るという考え方がチェンジオブコントロール条項と馴染むのかどうか、若干ずれる側面もあるのではないかと考えている。

- ・ 市場の活性化のために引受審査や引受判断の観点から対応するという整理も考えられる中、証券会社がどのように対応していくかという点については、コンプライorエクスペイン形式で担保した上で適正に合った形で引受審査が執行され、それに伴い必要なコベナンツが付与されるという制度設計にしていこうと理解しており、考え方に異存はない。一方、引受審査の対応は証券会社各社によって差があるものと認識しており、審査が形骸化してしまうことも危惧している。そのため、大原則から例外的対応についての考え方をしっかり徹底することが望ましいのではないかと。事務局案の考え方には同意であるが、実効性確保の方法として、コンプライorエクスペインの考え方を徹底する必要があるだろう。コベナンツパッケージが付与されているのか、審査項目の1つとして見ていくことは、個人的にはよいと思っている。しかし、その基準が非常に曖昧なものであるため、審査が形骸化して見えてしまうような緩い形の基準になった際にどのように運営を整えていくか、恐らく実績の積み重ねを行う部分だと思うが、対応を徹底していくことになるのではないかと。

(委員)

- ・ 社債市場の活性化を目的として議論する中、ハイイールド債市場の創設へと方向性が絞られてきた上でチェンジオブコントロール条項が有効だろうという議論になっていると認識している。しかし、ハイイールド債市場の創設に焦点を当てるのであれば、チェンジオブコントロール条項ではなく、財務コベナンツのほうが有効ではないか。また、チェンジオブコントロール条項について議論をするのであれば、発行時の格付はあまり関係がなく、投資家によるリスク分析を超えた突然死を保護するものと考えべきだろう。基準は難しい部分だが、例えば、格付の2ノッチダウンの際にプット・オプションが発動する等の方法も考えられるのではないかと。発行時の格付で区切るこ

とは、チェンジオブコントロール条項の性質とは異なるものと感じている。

- ・また、勉強不足の部分もあるが、プット・オプションやコール・オプションをチェンジオブコントロール条項に付与する場合、インデックスの対象から除かれてしまうのではないか。この点については特に問題なく、むしろ投資家に積極的に購入いただけるという整理ができるのか不明である。また、チェンジオブコントロール条項を社債全体に付与することで、M&Aを抑制する効果やポイズンプットに似た効果が生まれてしまうこともあるのではないか。健全なM&Aの阻害にならないように、慎重に議論すべきと考える。

(委員)

- ・資料に「B B B格を投資対象とはしない投資家も存在するとの指摘がある」とあるように、チェンジオブコントロール条項を入れることによって、低格付社債を購入する1つの材料にはなるとは思うが、やはり投資家におけるB B B格以下の社債を購入しない理由は、信用力の高さや預金取扱機関においてリスクウエイトが高いという総合的な理由があるのではないか。そのため、資料の表現が過度に全面的に出てしまうと、チェンジオブコントロール条項をつけることが全てを解決する解であると思えてしまうのではないかとと思われるため、注意していただきたい。
- ・また、チェンジオブコントロール条項は投資家には有利に働く反面、発行会社には不利に働くということであれば、コベナントが付与されていない時と比べてクーポン水準を下げるという対応も考えられるだろう。

(委員)

- ・コベナントモデルについて、社債を発行する立場として、定義が不明確な部分や、除外あるいは許容してほしい内容、そして必要なのか、なぜ必要なのか必ずしも明確ではない項目が幾つかあると感じている。例えば債務制限に関して、発生ベースのコベナントとメンテナンスのコベナントを組み合わせるのが有効であるという議論は、これはどちらか片方が望ましいということが明白ではないか。また、過度にセールス・アンド・リースバック条項にフォーカスされている内容にも違和感があった。そして、単体ベースの議論と連結の議論もかなり混じって記載されていると感じた。
- ・また、引受審査の判断をするのは、「基本的に付与すべきコベナント」として提案さ

れているチェンジオブコントロール条項とレポーティングコベナンツについてであると認識している。基本的に付与すべきコベナンツ以外にもコベナンツを付与しない理由についてまで引受審査の中でみていくのであれば、コベナンツモデルが教科書的なものになると思われるため、コベナンツモデルの根本的な見直しが必要ではないか。また、このモデルをより汎用的なものへと修正をしていくのは不可能に近いだろう。仮に各社から修正に係る意見を募るとしても、弊社であればという視点に偏ると同時に、他の会社は発想が違うといったこともある。そのため、実際にはモデルは大枠のガイドラインとした上で個別判断していくことになるが、引受審査の観点ですべてのコベナンツを見ていく場合には、かなりコベナンツモデルの絞り込みが必要になるのではないか。また、コベナンツの強度はマーケットの環境により変わるため、その対応も必要になるだろう。

(委員)

- ・ 全てのコベナンツに対してコンプライorエクスプレイン形式で対応するのではなく、「基本的に付与すべきコベナンツ」であるチェンジオブコントロール条項とレポーティングコベナンツの付与状況に絞られていると理解していた。

(事務局)

- ・ 引受審査に係る考え方としては、「基本的に付与すべきコベナンツ」だけを審査するのではなく、コベナンツの付与状況全般、また、それだけでなくその他の発行会社の状況を踏まえて総合的に審査をしていくことになる。その中で、今回お示ししている新たな対応の案は、「基本的に付与すべきコベナンツ」であるチェンジオブコントロール条項とレポーティングコベナンツについて、BB格あるいはBBB格であれば、コベナンツが付与されているか、もしコベナンツが付与されていないのであれば同等の社債権者の保護が取られているかどうかを審査していくというイメージで資料を提示したものである。
- ・ 「基本的に付与すべきコベナンツ」以外のコベナンツに係る審査については、コベナンツモデルと同じ内容でなければならないということを事務局として想定しているものではない。コベナンツモデルはあくまでも参考資料である。また、「基本的に付与すべきコベナンツ」として挙げている2つのコベナンツ以外にも、財務コベナンツ等は

重要であると考え、事務局としても「基本的に付与すべきコベナンツ」とすべきか検討した。しかし、財務コベナンツについては、発行会社の業容や資産状況、債務との関係を踏まえる必要があり、多くの会社若しくはほとんどの会社に通じて対応する考え方が整理できないとして、事務局案ではチェンジオブコントロール条項とレポーティングコベナンツの2つを「基本的に付与すべきコベナンツ」として挙げている。その他のコベナンツについても、発行会社の状況等に応じてコベナンツを付与していくことは必要だと考えている。

(委員)

- ・コベナンツの付与及び証券会社による引受審査の部分が非常に注視されているが、引受審査でコベナンツが審査されれば、その後、投資家による購入が続くのかということと考えた場合、証券会社の役割として単に入口で引受審査をするだけではなく、セカンダリー市場の創設やコベナンツ抵触時のアmendに対する投資家の意見集約という点も重要になるのではないか。そのような観点からも見解をいただきたい。
- ・レポーティングコベナンツに関して、内容は今後検討ということではあるが、非上場化に伴う措置として活用を検討する中で、公募社債を発行している会社であれば、金商法の開示義務が課されており、コベナンツに抵触した際は基本的にその内容を発行会社として開示することが想定されるだろう。そのような観点から、開示や情報公開が行われることを前提としたレポーティングコベナンツの内容に関する議論が行われるものとする。

(委員)

- ・これまでの議論において、実際に期限の利益喪失事由が発生した時の対応への懸念について多く意見が寄せられている印象であり、それを踏まえて今回事務局より社債権者集会の開催に係る実務フローについて提案いただいたと認識している。これまで社債権者集会の招集経験がある銀行への質問になるが、資料にて提案されているような社債権者へ意向確認を行う方法自体が実務に照らして可能なのかお伺いしたい。社債権者集会は、恐らくリテール債で開かれることが多かったと思うが、ホールセール債を前提として考える場合、機関投資家はそれほど大きな数ではないため、協議や話し合いを行うこともリテール債とは異なり極端に難しいことはないだろう。米国ではこ

のような場合、トラスティは能動的に仕事をしないため、大口の投資家を中心に社債権者同士で話し合い、発行会社との協議の上で対応するプラクティスがあると理解している。一方、日本の場合は、会社法で、社債権者集会において、社債権者の代表者を選定の上で代表者社債権者に決定を委ねるという規定まで存在するのは、米国と同じような事例を想定しているからではないかと思う。法律に規定があると非常に物事が動きやすいため、その辺りを利用して対応できないか考える。

(委員)

- ・ 実例としてリテール債において社債権者集会が行われたのは2003年頃のマイカルくらいであり、基本的にはホールセール債である。2000年代前半は、デフォルトした後の債権カットのための社債権者集会について、民事再生や会社更生等のそれぞれの債権者集会の手前で開催している事例がある。最近は、非上場化に伴う社債の繰上償還やLIBORの関係で固定金利を変更する契約変更等を目的として、デフォルトとは距離がある社債権者集会も開催されているが、事例はあまり多くはない。一応プロセスの効率化が図られているものの、リテール債の場合は投資家の数が多いため、集会に関する実務が非常に大変であり、2006年の一般債振替制度開始以降でリテール債における社債権者集会は開催されてない。
- ・ 代表社債権者を定めるという規定は会社法にあるが、実際に代表社債権者を決議する社債権者集会が行われた事例は記憶の限りでは存在しない。ただし、ホールセール債で投資家数がある程度限られているケースであれば、先ほどのケースも可能性もなくはないと感じた。

(委員)

- ・ 社債権者の側から、自らが社債権者であると社債管理者に申し出る事例はあったというとか。

(委員)

- ・ 感覚的なものにはなるが、ホールセール債の投資家は、自分が社債権者であるとあまり言いたがらないことも結構多い印象である。今の社債市場は、どちらかというと無記名債として運営されており、振替債は階層構造であるため、口座管理機関であれば

直下の投資家は分かるものの、発行会社も含めてすべての社債権者は分からない制度になっている。そのため、倒産処理の際に管財人より「投資家が誰か分からないと権利が調整できないから本当に大変」と言われることがあり、現行の制度は、誰が社債権者か分からないという前提に、社債権者集会の実務が行われている。

(委員)

- ・社債権者が発行会社に対して、自らが社債権者であることを開示するプロセスは存在しないため、何か仲介する人がいないと難しいのではないかと。

(委員)

- ・補助者がまさにその役割を果たす可能性があると考えます。財務代理人は平時における管理のみであり法的な権限も何も無いため、いわゆる事務代行ということになるが、補助者はある一定の会社法上の権限もあるため委託契約に則る形で対応できるのではないかと。ただし、10分の1未満を保有する社債権者からの要請の場合に他の社債権者の同意を取りまとめることは、契約により規定する形になるだろう。

(委員)

- ・コベナントをウェイブやアmendする際の実効性の部分において、投資家が名乗り出た上でこのようにアmendしたいと申し出のあった事例は把握していない。LIBORの対応において、発行会社と問題意識を共有した上で社債権者集会を開いてアmendしようとした際も、社債権者から名乗り出てくることはなかったため、当初販売を行っていた証券会社等を通じてあらかじめコンタクトをした上で、手続上のプロセスとして社債権者集会を行っていた。この時は社債権者の数が非常に少数であったためにそのような対応が可能だったが、例えば多くの社債権者が存在し、かつコベナントにヒットしたという場合に、時限がかなりタイトな状態の中で社債権者集会を開くということが本当にできるのか。特に、誰が社債権者集会に付議するアmend案を作成するのかという点は問題だと考えている。
- ・社債管理者設置債であれば社債管理者が中心的な役割を果たすことは想定できるが、補助者はあくまで社債権者のサポートをする役割を担っているため、社債権者が動いてくれないとどうしようもないのではないかと。シンジケートの分野では、現状でも、

大口の債権者がアmend案やウェイブ案も含めて取りまとめた上で意見照会を行うというプロセスが行われている。社債の場合、これらの対応を誰が担うのか、もう少し詰めなければいけないと思う。なお、『社債管理補助者制度に関する実務検討会』報告」（以下「部会報告」という。）において、補助者がそのような取りまとめを行うことは「基本的業務」から外したと理解している。それに対して今回、補助者が取りまとめを行うような実務フロー案が提示されているのは、どのような背景によるものなのか別途お伺いしたい。

（事務局）

- ・社債管理補助者の役割はまた次回会合以降に改めて検討したいが、社債権者の意思結集を容易にするという観点から、事務局としては補助者が取りまとめを行うことで実効性が高まるのではないかと考えて資料のとおり提案した。「基本的業務」に明示的に含まれていないという点は指摘のとおりではあるが、これまでの議論等においてそのような役割が補助者には求められるという指摘もあり、今後、補助者の「基本的業務」として整理することが望ましいという思いもある。

（委員）

- ・これまで、あくまでも財務代理人という立場で、発行会社が社債権者集会に対応するのを拝見していた。今の制度では、ホールセール債であったとしても社債権者が誰なのか分からない。そのため、社債権者に最大限理解いただける条件で社債権者集会を開催し、反対の意向を示す社債権者はいないという方法を取っていたと認識している。社債権者から能動的に手を挙げていただかないと、発行会社も補助者も、誰が社債権者かということが分からないため、例えばウェイバーやアmendする場合も、発行会社が何か案を作成して呼びかけたことに対し、社債権者がその案に応じられるか検討するというフローしか想定されないのではないか。
- ・補助者の役割について2点コメントさせていただきたい。1つは、補助者は常に社債権者が誰か把握しているような表現があるが、実態とは違うのではないか。もし発行会社から社債権者への声かけがあり、それに対して社債権者が補助者へ自分の連絡先を伝えたとしても、例えば1年後や2年後に、改めて対応する必要が生じた際に補助者は社債権者が社債を保有し続けているか等を管理することはできないだろう。もう

1点は、補助者の役割は、あくまでも社債権者が自主的に社債を管理することの補助となるため、社債権者の意向を超えての補助者としての役割はできないのではないかと。あくまで社債権者へのレポーティングが補助者として対応できることであり、それ以上の能動的な判断はできない立場ではないか。現行法ではそのような建付けになっている認識である。

(オブザーバー)

- ・補助者に関して、社債権者集会を招集することは本来の役割ではないという議論が過去にあったと認識しており、あくまで社債権者が主体的に動くことを補助するという建付けであると理解している。その場合、実務フロー案で示されている事例について、このようなフローがあれば機能するのではないかという議論があることも理解しているが、補助者に求められる善管注意義務が重要な部分になるのではないかと。実務フロー案を履行しなければ、補助者の善管注意義務が果たされないと考えるのであれば、これまでの役割と変わってくるため、その場合は今後何かしらの方法で言及されるべきではないか。例えば、補助者との契約関係において、期待される業務の中に入っているならば別かもしれないが、本来的な法律上の建付けと違う場合、善管注意義務の関係での評価が必要になるのではないかと。

(委員)

- ・補助者による取りまとめという言葉が独り歩きしているが、部会報告にもあるとおり、ここでは社債権者の意向を右から左に流すことを「取りまとめ」としている。あくまで社債権者が10%の同意を取りまとめるという際に、社債権者から来たものを発行会社へ流すだけというのが、ここでの「取りまとめ」という言葉の意味である。確かに能動的に10分の1未満の社債権者の要望を補助者が集めて調整することを期待する声もないわけではないが、そこまでいきなり踏み込むのは難しいため、現行ではあくまでも裁量を持たずに社債権者の意向を右から左に流すだけの役割となっている。結果として、社債権者の10分の1以上の要望が蓄積されたら、社債権者集会の招集権を行使することになるため、機械的に集会開催を受け入れなければならないという整理になっている。この考えをベースにした上で補助者にさらなる役割への期待がある場合、別途議論しなければならないということになろう。

- ・ 過去10年くらいの間に行われた検討及び「社債市場の活性化に関する懇談会 第3部会」での議論において、幾つかのカストディアンより米国の状況に関する報告を受けた。その中で社債権者の集団がどのように形成されているのかという質問に対しては、カストディアンやトラスティが動かなくてもおのずと集団が形成されるという回答であった。しかし、日本においては誰が社債権者かどうかを把握できない構造であるため、現実問題として難しい。そこで、何らかの形で社債権者からアクションを起こせるよう、10分の1以上の社債権者からの要望があった場合は社債権者集会の開催により何かできないだろうかという考え方が、社債権者補佐人に係る議論の時からあったということが前提としてある。今は日本の投資家もスチュワードシップの意識などの高まりとともに考え方が変わってきているため、今一度検討をしてもよいのではないかな。

(事務局)

- ・ 19ページに記載している実務フロー案に記載の意向確認について、補助者の役割ではないという指摘であると認識しているが、社債権者より要請があった場合に他の社債権者に情報を流すだけであるため、何か補助者が裁量を持って行う業務ではないと考えている。そのため、社債管理補助者が何か裁量を持って能動的に動くことを想定した実務フロー案ではないことは改めてお伝えしたい。

(委員)

- ・ これまでの補助者に関する議論の内容等については先ほどいただいたご説明と同じように認識している。なお、非常に細かい部分の話になるが、資料19ページに記載されているような、機械的に10分の1未満の社債権者の意向を取りまとめて流すという点はその通りであるが、その回答を誰に集めるかという点において、実務検討部会の議論では請求者である社債権者を連絡先にするという話があったが、事務局案では宛先が補助者になっていると思われ、補助者の役割が変わっているのではないかなという点が気になった次第だ。

(事務局)

- ・ ご懸念点について、承知した。

(委員)

- ・コベナントを実際に執行する段階になった際、社債管理者や補助者等がいらない限り、社債権者が発行会社と直接連携を取ることはあまり現実的ではない。補助者の役割として、社債管理者のように主体的に動くことはできないものの、連絡や通知等の作業は可能な範囲で対応する必要性が生じている。前向きに、どこまで補助者が対応できるのかを考えた上で、実際にどのような方法ならできるのかという方向性で議論をするとよいのではないか。

(委員)

- ・補助者を担う立場として、発行会社及び投資家に資する形で事務的な部分を担う理念はあり、お役に立ちたいと思うところではあるが、投資家からも様々な要望があるという点を一番シビアに考えている。一方の意見に偏ると利益相反や公平誠実義務の観点から業務に支障が生じ得ると同時に、補助者には多くの権限が与えられてないという前提があるため、非常に難しい立場になると考える。間に立って主体的に調整をしてほしいということであれば、最初から社債管理者設置債とした上で、社債管理者として任命いただきたいし、あえて補助者として任命していただけるのであれば、黒子に徹したい。黒子にも関わらず色々な役割を求めると、補助者の議論が出てきた元の論点に繋がってしまうのではないか。社債管理者と同様に、補助者になるハードルが高く担い手がいない、例えば、ＢＢＢ格やＢＢ格の社債について補助者としての業務が行えるのかという点に繋がってしまい、これまでの議論が元に戻ってしまうだろう。我々実務担当としては、もしフルスペックかつ主体的な動きを期待されるのであれば社債管理者として任命いただき、仮に補助者として任命いただくのであれば、あくまで黒子としての役割に徹したい。

(委員)

- ・信用力があまりない発行会社の場合は、銀行に社債管理者を引き受けていただけないと理解していたが、場合によっては引き受けていただけるということなのか。

(委員)

- ・低格付社債の社債管理者を引き受けられるかはまた別の議論になる。ただそのような場合においても、どうにか低格付社債の発行ができないのかという観点で補助者の議論が出てきたと認識している。ネックになっていた部分を排除した上で補助者になることはやぶさかでないが、補助者に色々な役割を付与しようとする、役割が社債管理者に近づいてきてしまい、結局担い手がいないという問題になるのではないか。

(委員)

- ・直近2年くらい、リテール債の増加に伴い、社債管理者設置債の割合も上がっている。また券面を1億円単位から下げて売買したいため、ホールセール債であっても社債管理者を設置するというケースもある。社債管理者を引き受ける際、主要取引銀行としての与信と社債を同等に扱えるかどうかジャッジをした上で引き受けることになる。これまでの議論では社債管理者の成り手がいないように見えるが、実際は社管設置債の割合は増加しているだろう。
- ・補助者制度はかなり柔軟性があり、契約の範囲内でかなりコントロールできる側面がある。一律に何かを要求する訳ではなく、またあれこれできるものでもないが、契約に基づきニーズに応じての柔軟な対応はできるのではないか。

(委員)

- ・格付でどのように区分するといった話もあったと思うが、例えばアメリカとかアジアのコベナントの例を幾つか研究したが、必ず同じ内容のコベナントがついているわけではなく、会社としてつけていない項目がある場合、なぜつけていないのかをきちんと示せることが多いと認識している。そのため、一律に格付で区切ることでリスクもあるのではないか。
- ・コベナントを付与することで流動性が上がる、あるいは市場が活性化するという話もあったかと思うが、今の議論の格付の切り方の場合、一部分だけが厳しくなるのではないか。日本の場合、今回の区切り方に当てはまらない発行会社も多くなるのではないか。むしろ、流動性の低い部分をさらに低下させる可能性もあるため、全体のユニバースをグラニューに（発行体の状況に併せて選択できるように柔軟性を持たせて）カバーできるようにする必要があるのではないか。例えばアメリカのコベナントの在り方も踏まえると、ハンドブックを作るということであれば、投資適格とハイイール

ドに応じて範囲が広いあるいは狭いということはあるとは思いますが、それぞれベストプラクティスを示した上で、そこから外れるものに関しては各社で対応できる可能性があるという書き方に変えてもよいと思われるため、考慮に入れていただきたい。今回の議論は範囲が狭過ぎると感じた。

(主査)

- ・これまでの議論を聞いてレポーティングコベナンツがとりわけ重要であると感じた。また、投資判断に影響するような一定の情報が社債権者に伝わった場合に、社債権者は何も動かないわけにはいかないのではないかと。スチュワードシップ活動が社債などのデットにも拡大してきているという話があった通り、社債権者が株式会社である場合には、株主のお金を預かっているのであれば、むしろ法的な義務として、自身が保有する社債について投資判断に影響を及ぼすような情報を入手したときは、それに対し善管注意義務に則った適切な対応をしなければいけないということだろう。そのような観点からは、レポーティングコベナンツが「基本的に付与すべきコベナンツ」の中に入っているということは極めて大事ではないか。鶏と卵の関係のようにすぐに動いていかない状況はあると思うが、まずはレポーティングコベナンツにより情報を渡すことで、ホールセール債の投資家は何かしらのアクションを起こすことが期待できるのではないかと。

(委員)

- ・資料18ページ「コベナンツ全般（チェンジオブコントロール条項を除く）に係る抵触時の対応」の柱書3行目に「喪失まで、一定の猶予期間を設ける必要がある」と記載があり、これはウェイブやアmendのための期間と認識しているが、この対応は難しい部分があるだろう。コベナンツにヒットした際にアmendやウェイブ措置を取るのか、回収を図るかという選択の点から一定の猶予期間があるが、この期間の間にローンをはじめとする他の債権保全が完了するのではないかと。つまり、社債が他の債務と比較し劣後していると言われている問題がこの期間に発生するのではないかと危惧している。特に社債権者集会の開催や裁判所の認可まで含めると最短でも2か月、通常では3か月ほどかかるような手続きとなるため、この猶予期間が趣旨に反して致命的になりかねないと思っている。一方、この期間を縮めると、ウェイブやアmendが

できなくなるだろう。その場合、第12回会合でも話があったとおり、コベナントにヒットしたら即回収となってしまう、発行会社としても受入れ難い条項になってしまうのではないかと。私も解決案があるわけではないため、各委員の意見をいただければと思う。

(委員)

- ・スタートアップ企業に関しては、別軸での考え方として示すといった話もあったと思うが、大口の社債ですら様々な議論があるため、スタートアップ企業については、より個別の話になってしまうと感じている。そのため、スタートアップ企業については固まった内容を記載することは難しいため、本ワーキング・グループでは考え方を示した上で、別途検討するような形がよいのではないかと。

(委員)

- ・コベナント抵触時の対応について、補助者の役割や社債権者の洗い出しをどうするかという点は今後の議論になると思っているが、現状において、社債権者集会を開くためのハードルは非常に高いと考える。実際に対応については幾つかの方法があり、債務の削減や債務リストラの観点を踏まえて社債権者集会を開催する場合の対応、コベナントに抵触したがデフォルトには至っていない状況での対応、平時ではあるものの新発債のコベナントに合わせて過去に発行された社債のコベナントの変更を投資家に問う場合の対応等が考えられる。そのため、全て同じやり方である必要はないと考える。海外ではアmendを行う際は、トラスティと決済機関が連携して投資家の洗い出しを行った上で、電子的に社債権者の過半の同意若しくは条項によって90%程度の同意を得ることができれば社債要項の変更が可能になる等の仕組みが整備されている。そのため、日本でも社債権者集会を開催することなく電子的にコベナントを変更ができる仕組みが整うかどうか重要ではないかと。
- ・社債権者集会を開催することなく、電子的に社債権者の意思確認を出来る仕組みが整うことで、発行後に単に償還して終わりではなく、テンダーオファーや様々な要項の変更が容易になり、社債市場の活性化にも繋がるインフラができるのではないかと。会社法において社債権者集会の電子化は認められていないため、事務局や金融当局および証券保管振替機構（以下「保振」という。）の方々を含めて議論を進めていただけたら

ないかと切に願う。

- ・また、社債権者集会を開催するにあたり公告から3週間という時間がかかると、その間に銀行による保全が終わることもあるのではないか。そのため、公告期間について柔軟な期間設定を可能にしてもよいと考える。公告期間については市場に広く周知することを明確にする目的があるものの、特に何らかの危機が生じた際には、社債権者の権利を保護するためにも期間の短縮に係る議論がなされてもよいだろう。

(主査)

- ・インフラ整備に関わる重要な指摘に感謝したい。会社法の観点から、日本の社債権者の意思結集の在り方に関する問題点や米国の事情を踏まえた課題等についてコメント等があれば、ご発言いただければと思う。

(委員)

- ・社債権者の意思結集の在り方について、現行法は社債権者集会を物理的に開催する方法しか定められていない。社債権者集会のオンライン化、つまりバーチャル社債権者集会の制度を導入することについてはこれまでも話題に上がっていたが、議論を更に一歩先に進めると、多数決の書面決議や電子決議の制度、すなわち、バーチャルでもリアルでも社債権者集会を開催せずに、例えば元本ベースで過半数や90%などの一定の閾値を超える者の賛成があれば社債権者集会と同様の拘束力のある意思決定をなし得るという制度を導入することも考えられるのではないか。少なくともアメリカでは物理的な集会を必ず開催する必要があるとは考えられていないし、ドイツでも2009年の債務証券法の下で集会なき決議の制度が導入されていると理解している。

(委員)

- ・社債権者集会についてフォーカスされなかった時代も長かったと思われるが、最近の社債については50年債などの期間の長い社債の発行事例が出てきている中で、過去と違う目線で検討することもあるのではないか。一方、社債権者の意思結集についてはこれまでの歴史もあり、こういう場合は特別決議、別の場合は普通決議などと、練れている制度でもある。その中で、何が課題になるかという点、社債権者集会の完全な電子化ができない点にあるのではないか。事前に議案があり、それについて決議をす

るということであれば、電子的な対応であっても投資家に不利益はないのではないか。オンライン化に向けてのハードルとして、会社法の観点では、株主総会と同様にリアルに参加したいという人が出てきた場合、その要望を排除することができないため、場所を定める必要がある点ではないか。この論点はオンラインのみでも開催できるという法的な手当ができるかどうかの1つポイントになると思われる。

- ・また、公告期間の3週間も、新聞公告するという時代ではないことから、情報伝達サービスの利用がよりスムーズになることで期間が短縮できるのではないか。本ワーキング・グループに保振はオブザーバーとして参加しているのか。

(事務局)

- ・保振には参加いただいていないが、議論の内容については適宜連携している。

(委員)

- ・情報伝達サービスは、保振側の人員等も事業も厳しいため、スムーズに使用できる印象はない一方、現在の振替債の仕組みにおいては、情報伝達サービスを使うほかに社債権者に情報を伝える手段がないため、意思結集を行うためのプラットフォームが大事になる。社債の場合、社債権者が常に変化するものの、株主総会のように信託銀行に情報を渡すための制度整備に向けた費用をかけることは現状では難しいため、例えば、口座管理機関から投資家情報を吸い上げるプラットフォームのようなインフラを整うことで、短期間での社債権者集会の開催も現実味が出てくると感じた。

(主査)

- ・現行法の下でできることとできないことがあると思うが、問題意識を共有していただくことが議論において非常に重要ではないか。立法論に属するような話も出てきたが、社債情報伝達サービスをどのように実効的に活用していくか、あるいは他の仕組みも含めて検討を進めていくことで、社債権者への意思伝達や意思結集の在り方について問題点を明らかにしていくことは重要なことである。

(委員)

- ・社債権者集会に関しては、恐らく会場で参加した社債権者が発行会社と質疑応答をす

るということを想定しているのではないか。それに代わるサービスが、例えば電子的に可能となり、また、その質疑内容を他の社債権者も見ることができるような仕組みが構築できるのであれば、電子的な対応も十分可能だろう。

- ・コベナントの議論において、担保付社債に切り替えるという内容もあったと思うが、社債管理者の役割と同様の担保の受託会社が必要となるため、リテール債とホールセール債では異なる議論になると理解している。

(主査)

- ・現在の法制度において社債権者集会は意見を交わすことのできる点に意味があるため、それを電子的に実現することが必要になると思われるが、意思結集の在り方は社債権者集会の決議に基づくものだけではないと考える。日本においても信託法の下では、受益権者は受益権者集会を開かなくても集団的な意思決定ができることが明らかに認められている。立法論的な課題にはなるが、広い意味ではそのような制度もあることを視野に入れて議論を進めていただきたい。

(配付資料)

- ・資料 コベナントの付与の在り方について

以 上