

「第17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5月15日（水）午後1時～午後2時30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

○ 本ワーキング・グループの報告書（案）について

【説明】

- ・ 資料に基づき、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・グループの報告書（案）について説明が行われた。

（オブザーバー）

・ 報告書（案）11ページから12ページにかけての緑マーカー箇所について、我が国の国内市場では日本格付研究所と格付投資情報センターの2社で大半の格付を付与している現状も踏まえ、格下げの発生をコベナントの発動事由に加えるといった考え方をはじめ、格付会社にこのような重い役割を任せさせていただくことには、大変責任を感じている。一方、証券会社による引受審査や発行体の事情等を踏まえると、一律に格付がBB格以下となったという符号の絶対値基準によるトリガーがよいのかという点は、まだ腑に落ちていない。そのような意味において、「●時点から格付が●ノッチ下がった場合」という変化幅を基準とする考え方を「基本的に付与すべきコベナント」の在り方としては採用しないとの記載については、変化幅を基準とする考え方も選択肢の一つとして残す記載としておく方がよいのではないかと。特に複数格付を取得している会社の場合、格付会社ごとに格付の差が生じることもあるため、その場合にも対応できるように格付の定義や対応等をきちんと考える必要があるのではないかと。前回会合において他の委員からも指摘があったが、報告書（案）3ページに記載の近時のデフォルト事案は、事象の発生に対して格付が追いついていない状況となっていた事例と認識している。その事案等

で格付が追い付いていないという状況や、また過去の会合においてはBB格への格下げが生じる際、アナリストにある程度のプレッシャーがかかるのでは、という意見があったとも理解している。そのような懸念に対しても、また資本市場の発展や公正中立な市場をつくるためにも、変化幅を基準とする考え方は選択肢として残しておく方がよいと考えている。

(委員)

・まず、報告書(案)8ページ以降に記載にされている非上場化後にレポーティングを行うことが重要と考えられる内容について述べたい。基本的な方向はお示しいただいた通りでよいと思う。

・前回会合後に削除いただいた資本金の額の減少や資本準備金の減少は、会社法上、1か月以上の期間をおいて公告もしくは催告が行われている。投資家が公告に馴染みがあるかという点を踏まえると、絶対に要らないと言い切ることはできないかもしれないが、代替的な伝達手段があり得るという観点から、削除いただくことでよいと思っている。

・事業ポートフォリオが組み替わってしまうような重要性の大きい固定資産の譲渡等は、過去幾つかの事例でも指摘があったところであり、レポーティングを行うべき事項に含まれている方がよいと思う。

・前回会合でも発言したが、チェンジオブコントロールを重要と考えるのであれば、10%を割って主要株主でなくなったということより、主要株主である筆頭株主が変わったという方がやはり重要だと思われるため、こちらを加えていただいた点は私としては大変賛同である。

・可能であれば、このような意見もあったという扱いでもよいが、バスケット条項について言及いただきたい。開示府令と東京証券取引所(以下「東証」という。)の会社情報適時開示ガイドブックの内容を比較したが、臨時報告書(以下「臨報」という。)におけるバスケット条項では、前回会合の資料にも記載があった通り、損益に与える影響額が純資産額の3%以上となっているかという数値基準が設けられている。確かにエクイティの投資家にとっては重要な判断基準になると思われる一方で、デットの投資家からするとやや的外れともいえる。デットの投資家にとっては、PLの数値よりBSのほうが大事になるのではないか。一方、東証の適時開示の内容がデットの投資家が求める内容とヒットしていると言われると疑問の余地はあるが、売上・連結経常利益・連結

純資産の3点がバスケット条項として含まれている。投資家から連結総資産の増加又は減少見込額が連結純資産の30%に相当する額以上という基準が適切なのかという意見が生じる部分ではあるが、資産基準が含まれているという意味において、適時開示の基準を全部採用するかは別として、資産基準についてはバスケット条項に含めることで検討していただいてもよいと感じている。バスケット条項を導入する場合、社債管理補助者（以下「補助者」という。）が設置されている場合は補助者が判断に困るのではないかという議論もあるかと思うが、「社債管理補助者制度に関する実務検討部会」の報告書においても、コベナンツにヒットしたかどうかの中身について補助者が精査及び確認を取ることは求めないという前提となっている。あくまで、コベナンツにヒットした際に情報を通知するだけであり、バスケットと言いながら、このように数値基準で重要性をはかること自体がよいかどうかは別途議論の余地もあるが、少なくとも、今の適時開示を採用する場合、明確な数値基準が設けられていることから、補助者の負担はそれほど重くならないと思われるため、検討していただきたい。

・次に「基本的に付与すべきコベナンツ」についてである。報告書（案）12ページに「基本的に付与すべきコベナンツ」付与の実効性確保の方法について記載されており、今後、自主規制規則や関連するガイドラインに落とし込みを行うという流れや着地点について特に異議を挟むものではないが、本会合では俯瞰的な視点も含めて議論を行ってきたことを踏まえ、以前の会合でも発言した通り、まずプリンシプルがあり、それを実現する方法としてベストプラクティスやモデルを具体的に示すという点を追記していただく方が望ましいのではないか。報告書（案）12ページに記載の（証券会社の役割）2ポツの内容の通り、厳正に引受審査を行わなければならないという中に、必要なものについては適切なコベナンツが付与されているかを審査するという点が含まれていることについて、特段委員より異論はなかったものと記憶している。コベナンツが必要な時はいつか、また適切なコベナンツは何かという点については意見の隔たりがあったと認識しているが、プリンシプルとして、コベナンツが必要となるものについては付与がされているかどうかを確認するという点については、異論はなかったと認識している。これまでの会合を通じてかなり踏み込んだ議論が行われたものと理解している。そのことを踏まえ、意見の対立があったので、足して二で割ったものにしました、というようなまとめ方は避けていただきたい。プリンシプルについてはコンセンサスが得られた、細目については意見が分かれたが、1つの着地点としてベストプラクティスやモデルを示す

こととしたといったまとめ方がよいのではないか。プリンシプルから外れた場合はエクスプレインすることとし、プリンシプルから外れること自体は問題ないが、その場合はエクスプレインを求める形で整理する方が、ストーリー性がある説明になるのではないか。

・先ほど指摘のあった「●時点から格付が●ノッチ下がった場合」という変化幅基準についても、採用しないということではなく、例えばエクスプレインにおける代替的な説明方法として考えられる整理とすれば、問題は生じないのではないか。BBB格の社債においては、格付がBBB格以下となった場合という格下げの発生を発動事由に加えたダブルトリガーの考え方がプリンシプルとなっているが、これに代えて「●時点から格付が●ノッチ下がった」という変化幅基準を採用したということのエクスプレインできればよいと整理すれば、特段揉めるような話でもないと思う。

・LBO後の企業が発行する社債についても、必要なコベナンツは付与するというプリンシプルは変わらないのではないか。しかし、LBO後に非上場となった企業が社債を発行する事例が現状においては極めて特殊なケースであるため、あくまで「コベナンツモデル（参考モデル）」に盛り込むこととしたという整理がよいのではないか。

・スタートアップ企業による社債の活用に係る部分は、今の記載ぶりでは非常に後ろ向きの結論と受け止められるのではないか。ベストプラクティスやモデルを示すことが時期尚早であるが、スタートアップ企業が社債を発行しやすくする、あるいは投資家が買いやすくなるようなコベナンツを付与するというプリンシプルは、スタートアップ企業の社債であったとしても変わらないのではないか。そのため、スタートアップ企業による社債の発行においてもプリンシプルは変わらないが、ベストプラクティスを示すのは時期尚早といったまとめ方にしたほうが、より前向きでストーリー性がある説明になると思われるため、ご検討いただきたい。

（委員）

・スタートアップ企業による社債発行について、報告書（案）においては、コベナンツの議論の一つとして位置付けられていると認識している。記載を残すこと自体に違和感はないが、先ほど発言があった通り、少し書きぶりを修正したほうがよいのではないか。また、報告書（案）Ⅲで、スタートアップに関しての章を新たに1つ設けてもよいのではないか。例えば、第12回会合資料02にあった通り、スタートアップ企業に関しては、

経営状況や財務基盤等の特徴を考慮して、その他の企業とは別に検討することが適切であるという文言を入れる必要があるのではないか。また、第13回会合の議論において、ベンチャーデットファンドやTOKYO PRO-BOND Marketについての話が合ったことを報告書に盛り込んだ上で、今後検討を進めていく旨を記載してもよいのではないか。さらに、この会議体では公募債の発行企業を念頭に議論が行われており、スタートアップについて検討することは難しいため、別の会議体で議論を行うといった内容を記載してもよいのではないか。

（委員）

・レポーティングコベナントのバスケット条項について、補助者は単に報告をすればよいという話もあったが、善管注意義務を負う立場であることを踏まえると、担うべき業務範囲が不明確であると実務上困る部分もあるため、報告するものは明確化したほうがよいのではないか。また、範囲が不明確である場合に、補助者のみならず発行体においても判断に迷う部分があるため、負担になると思われる。そのため、投資家に必要な情報を開示していくという大前提の下、範囲を明確化する努力が必要ではないか。事務局より、レポーティングを行うことが重要と考えられる内容はあくまで例示である旨の説明があった通り、一律にレポーティング内容が縛られるものではないと認識しているが、発行体の負担を考えると、投資判断に重要な影響を与える情報に限るべきと考えており、投資家からも意見をいただければと思う。例えば、剰余金の配当の決定は株価には影響を与えるかもしれないが、社債の場合は果たしてどうなのか、投資家サイドの知見がないため分からない部分がある。もし真に必要なでないということであれば、より限定的に列挙するほうが望ましいのではないかと。必要ということであれば記載することはやぶさかではないが、報告する発行体の負担も大きくなることから、より限定的に記載をいただければと思う。

（委員）

・レポーティングコベナントのバスケット条項について、補助者を担う立場としては、レポーティングすべき内容であるかどうかは判断に困る部分があるため、なるべく明確化を図りたい。

・発行体の負担等も考慮すると、固定資産の譲渡または取得については、原案では小さ

いものも形式上含まれるため、一般的な社債要項の記載を参考に「事業の継続にとって影響を与えるような」あるいは「重要な」といった文言を加えたほうがよいのではないか。

（委員）

・固定資産の譲渡または取得については同じ印象である。適時開示事由と臨報の報告事由を比較し、臨報で開示されない部分について適時開示事由に基づいて社債権者に開示したほうがよいかどうかを判断し記載したものと認識している。その場合に、固定資産の譲渡又は取得は、適時開示事由においては軽微基準が適用されることになる。重要かどうかという判断は非常に難しいと思われるため、軽微基準に該当するものは除く形で限定したほうがよいのではないか。

（委員）

・固定資産の譲渡又は取得及び剰余金の配当の部分は、先ほどの指摘と同様の認識である。

・担保の情報を開示すべきという点は、近時のデフォルト事案を鑑みて記載されたものと認識しているが、適時開示事由に担保の金額や担保されている負債の金額は含まれていないのではないか。非上場化により情報開示の質・量が低下することへの対処として、投資判断において必要と考えられる情報を開示するということであれば、担保比率等については上場されている時点においても開示されない情報と整理できる。非上場化に伴い担保に係る情報が必要となるのではなく、元より低格付債においては必要な情報であるということであれば理解できるのだが、改めて確認させていただきたい。

・上場企業として適時開示を行っていた会社が非上場化後も引き続きレポーティングを行うべき内容を整理したものと認識しているが、元々上場企業ではない会社が発行している公募債においては、第1・第3四半期の財務状況といった要件はレポーティングの対象にならないという理解であるが、認識に相違ないか確認したい。

（事務局）

・ご指摘いただいた通り、報告書（案）は元々上場企業であった企業が非上場化する場合を念頭にレポーティング事項を例示したものであり、元々上場企業ではない会社が発行する社債の場合には、今回の対象外と考えている。

（委員）

・「基本的に付与すべきコベナンツ」の一つとしてチェンジオブコントロール条項を記載するというのは、大きな意味があるため、会合を通じて委員の見解が一致しているかどうか明らかでない点について、確認させていただきたい。

・チェンジオブコントロール条項で投資家を買取請求をする場合の価格は、グローバルスタンダードでは、100か101と理解しているが、その認識は一致しているか。外部のリーガルカウンセルにも話を聞いたところ、100か101以外の例はあまりないとのことであったため、その前提で理解しているところである。仮にプレミアムを上乗せするという議論になる場合には、新しいコンセプトのチェンジオブコントロール条項になると思われるため、「基本的に付与すべきコベナンツ」と整理することで本来によいかという点は別の議論になると思われると同時に、その点を明確にしておくべきではないか。また、コベナンツパッケージにその点を明記した方がよいのではないか。

・チェンジオブコントロール条項が発動した際の償還フローについて、投資家の意思表示やその集計プロセス等については、事務局より説明もあったが、結果的には発行体、引受証券会社、証券保管振替機構及び社債管理者を含めた人海戦術ともいえる力業で行うことになるという印象を抱いている。「基本的に付与すべきコベナンツ」としてチェンジオブコントロール条項の付与を求める場合に、具体的なフローを明確に書くべきではないか。

・価格及び償還フローを考慮する場合に、ダブルトリガーの仕組みを選択肢から排除する必要はないと考える。格付がそこまで高くない会社が社債を発行する場合には、買収により格付が上がるケースもある。その場合に、価格100での償還受け入れる投資家はほぼいないのではないか。その場合の結論を出すためにここまでの手間（COC発動後に買取オファーを出して投資家の意思結集を行うプロセス）をかける必要もないと思われる。

「基本的に付与すべきコベナンツ」付与の実効性確保については、引受審査の観点から今後検討が行われるため、様々な可能性をこの会合では排除せず、かつ、ダブルトリガ

一の事例も海外においては多数あることから、実務の解は必ずあると認識している。そのため、この段階において色々な可能性を排除するという結論を出すことはもったいないと思っている。

・非上場化後のレポーティングについて、この議論はチェンジオブコントロール条項やLBO後の結果の非上場化なのかという点に関わらず、非上場の会社が社債を発行するときに求められる開示は何かという話がベースになるべきと考える。上場会社が非上場化した場合に、本来であれば今後第1・第3四半期報告書の提出は必要ではなくなるが、非上場化した際であっても社債を発行していることを理由に第1・第3四半期の開示が求められるという点は腑に落ちない部分がある。非上場化したかによらず、非上場会社が発行する場合に必要な開示情報は何かという観点での記載があってもよいと考える。

・続いて、引受審査におけるコベナントの設定に関してである。今後、「基本的に付与すべきコベナント」付与の実行性確保の観点から、引受審査の際にコベナントに関連して様々な確認することになると思うが、この格付の場合にはこのコベナントがないと引受けができないといった画一的な判断にならないよう、発行体の状況や投資家との対話の中で、柔軟な対応をしていただきたいと思っている。

・最後に各課題に対応していく方策が取りまとめられているが、社債権者集会に関する会社法上の論点や社債権者集会の電子的な開催、公告期間の柔軟化などに関しては、日々実務に携わる者として、今後の社債市場活性化のためには非常に重要な議論と思っており、今後の方策として追加いただきたい。

(委員)

・コベナントに関して1点だけ申し上げたい。1996年に財務制限条項の自由化により、社債発行の原則自由化が確立された中、今回の提案はそこから大きく踏み込んだものである。「基本的に付与すべきコベナント」とする場合に、これまで社債発行に際しコベナントの付与は自由とされたものの、結果としては、自由のままではコベナントがほとんど活用されず社債市場が活性化しなかったため、踏み込んだ取り組みを行うこととなった旨を強調していただきたい。コベナントは自由化され、ニーズに応じてコベナントが柔軟・適切に設定されるよう日証協でも「コベナントモデル(参考モデル)」を作成して活用を促したが使われなかった経緯から、今回は一歩踏み込んだ対応として「基本的に付与すべきコベナント」と明記したものと理解している。一方、ベースとして、コ

ベナンツは自由化されたものであり、「基本的に付与すべきコベナンツ」として記載がないことを理由に発行体が付与してはならないということではない。そのため、各委員から指摘のあったダブルトリガーについても発行体や引受証券会社、もしくは社債管理者、補助者との間で合意があるのであれば、当該社債についてダブルトリガーを導入することはやぶさかではない。付与してはならないという規定ではないため、積極的な活用も可能なよう記載ぶり等を検討していただきたい。「基本的に付与すべきコベナンツ」に関しては、ある程度表現を書き込んでいただく必要はある一方で、あまり細かく書き込み過ぎても使われにくくなるため、その辺りについても配慮をお願いしたい。

（委員）

・チェンジオブコントロール条項のプット・オプションもしくはコール・オプション時の価格について、例えば市場実勢で金利が上がっており、債券が全部アンダーパーでセカンダリー取引がなされているような状況、もしくは発行体のイベントに基づいて信用力が落ちアンダーパーとなっている状態において、プット・オプションの価格を一律に100と決めてしまうと、チェンジオブコントロール条項の発動を見越して買い漁り、チェンジオブコントロール条項の発動時にプット・オプションを行使して、差額で儲けるような行為が生じるのではないか。そのため、リーガル面とエコノミクス面の両方の観点から詳細にロジックをつけていく必要があるのではないか。

（委員）

・引受証券会社の立場から、市場参加者や取引を増やしたいという観点でコメントと質問をさせていただく。ＢＢＢ格の社債は元々一定程度の発行実績のある中で、この２年間は発行や取引があまり盛り上がっていないことに非常に問題意識を持っている。

・先ほどの発言と類似するが、報告書（案）11ページにおいて、ＢＢＢ格の社債には「基本的に付与すべきコベナンツ」の付与を求めることが適当、また格付とのダブルトリガーも考えられると記載されているが、このように書いてしまうと、報告書（案）12ページの『「基本的に付与すべきコベナンツ」付与の実効性確保の方法』にも記載されているとおり、引受審査部門で審査を行うことになった場合に、ＢＢＢ格の社債の発行にブレーキがかからないか非常に心配している。「基本的に付与すべきコベナンツ」が付与されてないとなかなか社債を発行できないという流れになってしまうことを少し恐れ

ている。

・これも先程発言があったが、「基本的に付与すべきコベナンツ」という整理は非常に強いメッセージだと考える。また、報告書（案）には定義として、「投資家が必要最低限の内容として求める」と記載されている。この記載からは、これがあれば投資家についてきていただけるというメッセージも含まれているように思うが、これは本当なのか、投資家の意見を聞きたい。元々の議論では、投資家における格付基準の方が、影響が強いのではないかという意見もあった。コベナンツが変化すれば社内的に投資判断が劇的に変わるのか。

・最後に、以前の発言の繰り返しになるが、チェンジオブコントロール条項でプット・オプションやコール・オプションを付与したものがインデックスに含まれるのかという点は非常に重要だと思う。

（委員）

・レポーティング内容に関し、関係者に対して、上場会社が非上場になった際に社債投資家が困ることは何かヒアリングをしたところ、最初に挙げたのが、これまでは四半期毎かつ約一月半後に開示されていた財務情報が、非上場化によって年に2回、3か月後に開示されることとなり、社債の信用分析を行う上で非常にマイナスとなるため、困っているということであった。これは肅々と問題なく非上場化したケースではなく、問題があって非上場化したケースが念頭にあっての意見かもしれないが、そのような印象を持っているということである。

・また、剰余金の配当は、例えば一円の増配や減配のようなケースがそこまで大事だとは思わないが、分配可能額ぎりぎりまで社外に流出してしまうようなことが起こると非常に困るため、情報として欲しいということであった。そのため、軽微基準を用いた整理も可能と考えるが、配当の額ではなく、社外流失がどの程度起こりそうかという点に関心があるということを共有させていただく。

・事務局に質問だが、報告書（案）の8ページと9ページで「重要と考えられる」と「有用である」との記載があるが、これは書き分けられており、1つ目の「重要と考えられる」の方は、コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードで言うところの「何々すべきである」というレベルの話であり、2つ目の「有用である」の方は、「ことが望ましい」というレベル感のものと受け止めていたが、この理解が間違ってい

ないか教えていただきたい。

（事務局）

・ご指摘の通り、事務局としては語尾の表現によって必要度を書き分けている。

（委員）

・一投資家の一つの意見としてお聞きいただきたい。まず、剰余金の配当等に関して、社債投資家が大きな関心を持っているわけではないだろう。発言のあったとおり、自己資本が大きく欠損されるような状況についてケアしているということであり、あえて言えば配当予定だったものが無配になるならば少し気にすることもあるが、軽微な変化については関心がない。

・また、先ほどインデックスについての話があったが、基本的に固定利付債であればインデックスに含まれると理解しており、一般的にプット・オプションやコール・オプションの付与がインデックスの除外要因になるということではないと理解している。

・次にチェンジオブコントロール条項の価格については、基本的には100もしくは101と理解していた。他にも様々な慣行があるかもしれないが、その辺りは教えていただきたい。

・最後に、報告書（案）11ページに記載されている、BB格の社債に求める「基本的に付与すべきコベナント」について、チェンジオブコントロール条項の下で投資家サイドにプット・オプションを付与する一方で、発行会社にコール・オプションが付与されることに関し、Make Whole条項について明記されている。このMake Whole条項が本件に限らず、他の格付の社債も含めて日本市場で一般的に付与される条項として広がるとよいと考えている。

（委員）

・報告書（案）6ページの「1. コベナントの付与の在り方」の4行目に記載されている「相対的に信用リスクの高い社債市場の創設」という文言について、些末な確認だが、「創設」という言葉からは全く違う新しい市場を立ち上げるという印象を受けてしまうが、「裾野の拡大」を意味している認識でよいか。連続性のある信用力の変化という観点では、新しい市場をつくるような印象を受けたため認識を教えていただきたい。

(事務局)

- ・ご認識の通り、相対的に信用リスクの高い社債の発行が限定的であるとの問題意識から、裾野を拡大したいという意図である。

(委員)

- ・承知した。
- ・裾野の拡大について、先ほども他の委員より発言があったが、BBB格未満の社債発行実績がほとんどない中でBBB格レンジの議論をしているが、BBB格についても「基本的に付与すべきコベナント」としてきっちり報告書(案)に記載がなされると、発行会社側が発行を萎縮してしまう懸念はないのか。投資家を主語とする目線での議論になっているが、投資家の他にも発行会社を含めて社債市場の活性化につながるのかという点を少し心配している。
- ・関連して、報告書(案)11ページの緑色マーカーが付されている箇所の格下げによるダブルトリガーに関する記載だが、これは水準論と傾向論の両方があるため、両論併記や例示列挙のような形で報告書では取りまとめ、今後実際に「引受けに関するワーキング・グループ」(以下「引受WG」)等でダブルトリガーの有効性等を吟味していただくという形で、様々な選択肢を残すような表現にしてもよいのではないか。

(委員)

- ・補助者の立場として非常によくまとめていただいたと考えており、報告書(案)20ページの緑マーカーの付された箇所も、先日の議論では私どもの意見として業務が増えることの懸念を申し上げさせていただいたが、「裁量を持たず形式的に」と抑制的に記載されているため、この内容であれば、私どもも補助者の実務を担う役割として受入れ可能と考えている。ただし、全体のコンセプトとして、コベナント抵触時には基本的に社債権者がアクションを起こすべきであるという内容を入れていただきたい。社債権者自身がコベナントの管理や社債権者の取りまとめを行うことを前提にしていることを報告書内に入れていただけると非常にありがたい。
- ・非常に細かい点になるが、報告書(案)17ページの「②社債権者集会を実施しない場合の対応」の中で、「会社法第720条第4項において～」とあり、この記載は他の箇所の

記載でも見られるが、私の理解では、3週間の公告が法律上義務づけられているのはあくまで無記名の社債券が発行される場合のみで、振替社債については会社法の適用外と理解している。一方で社債要項上は約定規則として3週間と規定しているため、実態としては記載通りでよいと思うものの、報告書や別紙において正確性を期すのであれば、注釈を入れたほうがよいだろう。

- ・同様に、21ページに「しかしながら、会社法第676条において～」と記載されている箇所があるが、第676条はあくまで発行会社の決議事項として定めているため、これを社債要項に規定しなければならないという内容は、少し法的な解釈とは異なると思われるため、修正いただきたい。

（委員）

- ・補助者については会社法制定時の制度概要にあるとおり、あくまで社債権者による社債の管理を補助する立場ということを報告書において明確に記載していただきたい。

- ・関連して、報告書（案）20ページの緑マーカー箇所「形式的に意向の集計作業を行う」と記載いただいたのは補助者を担う立場としても有難いが、本会合でも意見があったように、社債権者が社債権者集会の招集を請求する場合において、補助者は招集手続に関して実務的かつ機械的なサポートは行うものの、決議案を提議する理由の説明や他の社債権者からの照会への回答を担うことはできず、その点は請求した社債権者にご対応をお願いしたい。報告書の記載の中でもう少し明確化したほうが、社債権者の理解が深まるのではないか。

（委員）

- ・報告書（案）17ページの「②社債権者集会を実施しない場合の対応」について、「社債権者集会の必要的決議事項以外であれば」と書いてあるものの、全体的な印象として、社債権者集会を開かなくても何でもできそうな書きぶりになっているのではないか。ウェイブやアmendの範囲や事柄が明確化されていないので、社債権者集会の決議事項として会社法で定められている事項以外は社債権者集会を開かずに対応できるように読めてしまう。しかしながら、常識的に考えて、社債の償還期限の延長や利率の低下等のあまり極端な対応は当然できないだろう。ただし、どのような制限があるのかは、これまであまり議論されていない。社債権者集会を開かないで社債要項を変更することは、

それだけでチャレンジングな方法だと思われるため、変更の範囲等の制限がないような印象を与えアグレッシブに進めていくような報告書（案）の内容については、合理的な範囲の内容であるという印象を与えることができる記載にしたほうがよいのではないかと。ただし、アmendやウェイブをどの範囲まで認めるべきなのか、私自身もよく整理できていないため、他の委員からも何か意見があれば伺いたい。

（主査）

・指摘の部分は学会においてもまだ定説があるところではなく、報告書（案）に箇条書きで記載してある内容もこれまでの会合で議論が行われた意見をそのまま並列的に列挙しているものである。報告書（案）においても、まだコンセンサスの得られていない部分である。しかし、社債権者集会を実施しなくとも対応可能な場合は、限られてはいるものの存在するのではないかという問題提起であり、今後の展開に向けて意義のある問題提起とそれに対するさまざまな意見を記載したものと理解している。報告書を公表するまでに記載内容については、さらによく検討していただきたい。

（委員）

・記載ぶりの問題なのかもしれないが、社債権者集会を実施しないで対応できる可能性もあるということを報告書にて積極的に提示することは全然構わないだろう。行き過ぎた印象にもならぬよう、記載ぶりには注意していただきたい。

（委員）

・全体像、マクロピクチャーな視点で意見を申し上げるため、本日の各論とはずれてしまいが、本ワーキングは相対的に信用リスクの高い社債市場を創設することを会合の目的として挙げられており、その対策としては、本会合で議論がなされていたこと以外にも、例えば、取引の最低ロットのサイズ等、投資家にとって取引慣行や制度に関する課題もあると認識している。今回はそのような内容ではなく、特にコベナント、社債権者集会等に焦点を絞って検討したということについて記載いただきたい。従って、そのような観点も踏まえ、報告書に記載されている全ての論点について全委員のコンセンサスが得られているわけではないということを、あまりネガティブにならないような書き方で記載いただきたい。本会合でも大事な議論をしていると思う一方、同じパリパスで

あるとされるシニアアンセキュアード(Senior Unsecured)の各債権者とのイコールフットィングを担保するために必要となる全ての議論はなされていないと考えており、自分としては報告書(案)の内容すべてに賛同するというわけではないということをお伝えしたい。

- ・複数の格付が付与されている場合の考え方等の記載があったほうがよいのではないかと。

- ・日本ではハイイールド社債の発行が非常に少ないという記載もあるが、日本の社債市場が特に過小評価されている理由は、海外の格付会社と日本の国内格付の差が大きいこともある。イメージとして3～6ノッチ程度の差があるという事実が日本のハイイールド社債の発行数の過小評価に繋がるという事実があるため、その点についても留意すべきという趣旨を報告書に記載いただきたい。

(委員)

- ・報告書(案)21ページについて、前回会合において起債時ではなく途中から補助者が就任する仕組みも考えられ、特に社債要項であらかじめ規定をすることにより可能になるのではないかという委員からの提案を受けた内容と理解している。記載内容自体は御発言のとおりであるが、その際にあった、期中の補助者設置の費用について、銀行としては、当初は財務代理人(以下「FA」という。)として固定の費用を請求する形になるのではないかという趣旨の発言が気になっている。社債要項の中で途中から補助者に就任することを規定するのであれば、仮に起債時に補助者ではなかったとしても、ある意味で補助者としてコミットしている立場になるため、単純にそれぞれの条件を並べた場合、恐らく通常のFAだけの案件と同じ費用にはならないだろう。個別に銀行と発行会社との間で協議をする話だと思うが、もし将来的に補助者を設置することを考えてるのであれば、最初から補助者を設置したほうが分かりやすいのではないかと。特に、社債要項に途中から補助者が設置されると記載した場合、補助者就任の委託契約を起債の段階で締結するのかどうかという問題もある。期中に補助者が設置される仕組み自体を否定までするつもりは全くなく、そのような方法も考えられるが、経済面等も含めて考えると、必ずしも分かりやすい方法ではないと考える。

(委員)

・補助者設置の費用に関する直前の委員のご意見について、個社の考え方にはなるが、起債時は補助者に就任していない以上は、補助者の役務提供をしていないため、補助者に対する対価は起債時点では発生しないという整理も可能なのではないかという発想で前回提案したものと理解している。

・社債権者集会を前提とした効率化も大きなテーマだと思うので、この点も引き続きご検討いただきたい。

(委員)

・報告書(案)の全体にまたがる部分ではあるが、例えば、16ページではコベナンツ抵触時の対応について、21ページでは期中に補助者を設置することについて等、社債要項に規定していくことが提案されている。また、報告書(案)では、引受審査の中で社債要項の中身を見ていくことが有効である旨が記載されているものと認識しており、証券会社の立場から、引受審査においてある程度、社債要項の内容を縛っていく部分があるように読める。今回の趣旨を踏まえて、証券会社としても、社債市場の拡大に向けてできる限り賛同して協力していきたいと思うが、この点についてコメントしたい。

・1点目は、社債要項に規定する内容をあまり厳格に決めてしまうと、逆にそれが起債を阻害してしまう可能性もあり、証券会社の審査を止めてしまう可能性もあるため、社債要項の規定に言及する際は適度な柔軟性を持った形にしていきたい。この論点は引受WGにおいて議論を継続していく話だと考えている。

・実際の社債要項の内容はコマーシャルな部分にかなり関わるところであり、クレジットあるいは資金使途に関連する項目等とは異なり、引受審査ではなくいわゆるフロント部門の引受部門にある程度の判断が委ねられるケースも多々あるだろう。この点について、本会合では「審査」という言葉でまとめて整理されているが、実際は、引受判断も加味した引受部門及び審査部門を併せた証券会社の判断となる。そのため、報告書においては、この点を担保しながら、コンプライ・オア・エクスプレインによる対応も含めて実効性を担保できる形でまとめていただくようお願いしたい。

(委員)

・期中に補助者が就任する際のフィーの考え方について、あくまで個社別の話であるた

め参考程度にはなるが、途中から何かイベントに従って拘束性を持って補助者になるとした場合でも、恐らく最初から、補助者に就任する場合に備えた利益相反管理体制等を敷き始める。その意味では、F Aと同じフィーにはならないと考えている。

(配付資料)

- ・ 資料 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 報告書（案）
- ・ 別紙1 足元の我が国社債市場の概観
- ・ 別紙2 「コベナント抵触時の対応の実務フロー」（仮称）（案）
- ・ 別紙3 社債管理補助者に期待される役割（案）

以 上