

社債市場の活性化に向けた取り組み

中間報告 (3)

平成 24 年 4 月 4 日

日本証券業協会

社債市場の活性化に関する懇談会 部会

社債市場の活性化に関する懇談会 各部会では、社債市場の活性化を図るため、各取組みの実現に向けた課題の整理、対応策の検討を行い、平成 22 年 12 月 24 日、同 23 年 7 月 6 日、それぞれ中間報告を取りまとめたところでありますが、その後の検討状況につきまして、以下のとおりご報告いたします。

各部会では、引き続き、コベナント等の情報開示、社債管理のあり方その他残されている課題について検討を進め、本年 6 月末までを目途に、基本的な方向性、対応策を取りまとめる予定としております。

各部会で取りまとめられた対応策は、日本証券業協会及び市場関係者において、関係機関と連携を図り、早急に対応策の具体化、着実な実施に向けた取組みを進めます。

目 次

第1部会（証券会社の引受審査の見直し等）	1
1. 証券会社の引受審査の枠組み	2
(1) 証券会社による発行登録制度の下での基本的な社債の引受審査の枠組み	
(2) 「証券会社による発行登録制度の下での社債の引受審査に関するガイドライン」の策定	
2. 元引受証券会社による財務諸表等に対する引受審査のあり方について	3
(1) 財務諸表等の虚偽記載等に関する金融商品取引法上の民事責任	
(2) 「相当な注意」について	
(3) 「財務諸表等に対する引受審査ガイドライン」の策定	
3. コンフォートレターの位置付け・取扱い	4
 (別紙1) 証券会社による発行登録制度の下での社債の引受審査に関するガイドライン	5
(参 考) 証券会社による発行登録制度の下での基本的な社債の引受審査の枠組み	12
(別紙2) 財務諸表等に対する引受審査ガイドライン（案）	13
 第2部会（コベナントの付与及び情報開示等）	17
1. はじめに	18
2. 「コベナントモデル（参考モデル）」の策定及び今後の対応	18
2-1 「コベナントモデル（参考モデル）」の策定	18
(1) 社債コベナントの分類	
(2) 社債コベナントの柔軟・適切な設定	
(3) 社債コベナント抵触時の対応	
2-2 今後の対応	19
3. コベナント等の情報開示について	19
3-1 検討状況及び主な意見・指摘	19
(1) 開示全般、制度化	
(2) 開示対象企業	
(3) 開示基準・方法	

3-2 今後の対応	21
（別紙）コベナンツモデル（参考モデル）（案）	22
（別紙1）社債コベナンツ参考事例集（案）	26
（別紙2）社債コベナンツ組合せモデル（参考モデル）（案）	50
（別紙3）社債コベナンツ抵触時の対応に関する規定例（参考モデル）（案）	53
第3部会（社債管理のあり方等）	61
Ⅰ．現状と課題	62
Ⅰ-1 現状	62
Ⅰ-2 課題	62
Ⅱ．新しい「社債管理者」の活用に向けて	63
Ⅱ-1 基本的な整備の方向性	64
（1）会社法の改正を視野に入れた検討課題の整理	
（2）社債権者への情報伝達及び意思結集を容易にするための市場インフラの整備	
Ⅱ-2 会社法の改正を視野に入れた検討課題の整理	64
1．社債管理者の善管注意義務について	65
（1）社債管理委託契約による具体的義務の範囲の明確化	
（2）注意義務の程度の明確化	
（3）公開情報及び発行会社から提供された情報への依拠	
（4）コベナンツ違反又は期限の利益喪失事項の発生等における社債管理者の裁量の制限	
（5）社債管理者の調査権限	
2．公平・誠実義務について	67
3．社債管理者の報酬・費用について	67
4．「社債管理人（仮称）」について	68
Ⅱ-3 社債権者への情報伝達及び意思結集を容易にするための市場インフラの整備	68
1．検討課題	68
1-1 社債発行者（支払代理人）、社債管理者からほふりへの通知	68
1-2 口座管理機関から社債権者への通知	69

（参 考）新しい「社債管理者」の活用に向けた検討課題（イメージ図）	70
第4部会（社債の価格情報インフラの整備等）	71
Ⅰ．社債の価格情報インフラの整備	72
Ⅰ－1 社債の取引情報の報告及び公表	72
1．社債の取引情報の報告	72
2．社債の取引情報の公表	73
Ⅰ－2 公社債店頭売買参考統計値の信頼性の向上について	74
1．日証協における指導・管理態勢の充実・強化（措置対応）	74
2．検討状況及び今後の対応	75
(1) 指定報告協会員名の公表	
(2) 指定報告協会員の指定基準の見直し	
(3) 日証協への報告時限及び公表時間の繰下げ	
Ⅱ．社債のレポ市場の整備その他社債の流通市場の活性化を図るための措置	76
Ⅱ－1 社債レポ市場の整備及び決済・清算システムの機能拡充	76
1－1 社債レポ市場の整備	76
1－2 決済・清算システムの機能拡充	77
Ⅱ－2 社債の追加発行（銘柄統合）	77
Ⅱ－3 社債の取引単位の引下げ	77
（添付資料）	
1．「社債市場の活性化に関する懇談会 部会」委員名簿	78
2．「社債市場の活性化に関する懇談会 部会」における検討状況	86

第 1 部会

（証券会社の引受審査の見直し等）

第1部会(証券会社の引受審査の見直し等)

1. 証券会社の引受審査の枠組み

次のとおり、証券会社の引受審査の枠組みについて検討を行い、「証券会社による発行登録制度の下での社債の引受審査に関するガイドライン」を取りまとめた。

(1) 証券会社による発行登録制度の下での基本的な社債の引受審査の枠組み

証券会社による発行登録制度の下での社債の引受審査について、投資家保護の観点から引受審査の内容の充実を図りつつ、より機動的な社債発行が確保されるよう、次のとおり、これまでの実務慣行の見直しの検討が行われた。

① 基本的な社債の引受審査の枠組みの整備

より機動的な社債発行を確保するため、社債の継続開示審査について、証券会社は、原則として、有価証券報告書提出時には「共通質問事項」などにより発行登録会社、監査人に確認を行い、四半期報告書提出時には、社内において、四半期報告書、発行登録会社のプレスリリース、格付情報その他公開情報を中心に審査等を行い、引受スタンスを更新する位置付けに変更する。

② 基本的な社債の引受審査の内容の見直し

イ. 社債の引受審査に当たっては、発行登録会社、監査人による財務諸表等の品質確保が十分になされていることを前提として、投資家の社債の投資判断に影響が大きいと考えられる元利金支払能力及びリスクファクターの開示（将来キャッシュ・フロー創出力に影響のある事項の分析及び開示）に係る審査に重点をおいた確認を行う。

ロ. 財務諸表等に対する引受審査は、外部から財務諸表等を分析する立場に立って、疑わしい事象がないかどうかという点に留意し、疑わしい事象が発見された場合や疑わしい事象が生じている懸念がある場合には、当該事象について、発行登録会社、監査人から追加情報を収集し、検討を深める（下記「2. 元引受証券会社による財務諸表等に対する引受審査のあり方について」参照）。

ハ. 社債の継続開示審査で利用している「共通質問事項」について、各発行登録会社の実態に合わせたものに変更するため「共通質問事項」（参考モデル）を取りまとめ、今後必要に応じ見直す。

(2) 「証券会社による発行登録制度の下での社債の引受審査に関するガイドライン」の策定

日本証券業協会（以下「日証協」という。）において、平成 23 年 5 月 25 日、上記検討に基づき、別紙 1 「証券会社による発行登録制度の下での社債の引受審査に関するガイドライン」が取りまとめられ、証券会社に周知された。

（参考）証券会社による発行登録制度の下での基本的な社債の引受審査の枠組み

2. 元引受証券会社による財務諸表等に対する引受審査のあり方について

元引受証券会社による財務諸表等に対する引受審査のあり方について、米国市場の証券規制・判例等も参考に、次のとおり検討、整理を行い、「財務諸表等に対する引受審査ガイドライン」を取りまとめた。

(1) 財務諸表等の虚偽記載等に関する金融商品取引法上の民事責任

- ① 元引受証券会社は、有価証券の引受けに当たって、監査人による監査証明を受けた財務諸表等に重要な事項の虚偽記載または重要な事項・事実の記載欠如があった場合には、金融商品取引法（以下「金商法」という。）第 21 条第 1 項第 4 号に基づき、発行会社・監査人とともに投資家に対して損害賠償責任を負う可能性があり、また、金商法第 17 条に基づき目論見書の利用者としても同責任を負う可能性がある。この金商法第 17 条の責任は、「相当な注意」を用いたことを立証しなければ、損害賠償責任を免れることができない（金商法第 17 条ただし書）。
- ② 上記の金商法第 17 条の規律は、元引受証券会社に財務諸表等の記載の正確性に関するゲートキーパーとしての役割・機能を期待したものである。一方、「相当な注意」の意義がやや不明確な状況にあり、元引受証券会社の引受審査が過度に保守的なものとなり、機動的な有価証券の募集又は売出しが阻害されているとの指摘がある。

(2) 「相当な注意」について

元引受証券会社が払うべき「相当な注意」は、次の基本的な考え方で整理することができる。

- ① 元引受証券会社は、発行会社の会計システムや財務報告に係る内部統制に立ち入ることができない外部者の立場で引受審査を行うものであり、監査人の監査と

同様の行為を再度行うことが「相当な注意」として要求されているわけではないと考えられる。

- ② このため、元引受証券会社は、専門家である監査人による監査証明を信頼することの可否について、その適切性を疑わしめるような事情の有無について主眼を置いて行うことが合理的かつ実務的と考えられる。

(3) 「財務諸表等に対する引受審査ガイドライン」の策定

- ① 元引受証券会社における引受審査に係る実務の合理化・効率化を図るため、上記の基本的な考え方の整理に基づき、監査証明を信頼することができなくなるような疑わしい事象の有無の確認、引受判断を行うための留意事項、確認・検討すべき事項等について、別紙2「財務諸表等に対する引受審査ガイドライン（案）」を取りまとめた。
- ② 本ガイドライン（案）は、社債券の引受審査に当たって検討を進めたものであるが、上記の基本的な考え方は、有価証券の引受審査全体に適用されうるものであり、日証協において、新規公開を除く株券等の引受審査を含めた証券会社の引受審査のルール・枠組みの下でガイドラインとして策定するよう求める。

3. コンフォートレターの位置付け・取扱い

- (1) 元引受証券会社は、引受審査に当たって、株券等又は社債券の募集又は売出しに係る有価証券届出書等に記載される財務情報の正確性、当該財務情報の事後の変動に係る調査等を行うため、監査人にコンフォートレターの作成を依頼する。
- (2) コンフォートレターは、発行会社に関する調査報告であり、日本公認会計士協会・日本証券業協会の『「監査人から引受事務幹事会社への書簡」要綱』、及び日本公認会計士協会の実務指針 監査・保証実務委員会報告第 68 号「監査人から引受事務幹事会社への書簡について」に基づき作成される。
- (3) 日証協及び日本公認会計士協会において、投資家への財務情報・開示資料の正確性・信頼性の確保、発行会社の負担の軽減、株式等及び社債発行の機動性の確保や、公認会計士の実務上の対応の可否といった観点から、コンフォートレターの取扱いに関する実務上の課題の洗い出し・整理を行い、対応について意見交換を行っているところである。

以 上

証券会社による発行登録制度の下での社債の引受審査に関するガイドライン

平成 23 年 5 月 25 日

日本証券業協会

本ガイドラインは、証券会社による発行登録制度の下での社債の引受審査について、投資家保護の観点から引受審査の内容の充実を図りつつ、より機動的な社債発行が確保されるよう、これまでの実務慣行の見直しを行い、社債の引受審査の基本的な枠組み、審査内容等を示すものである。

1. 基本的な社債の引受審査の枠組み

有価証券報告書、四半期報告書提出時の継続開示審査及び社債の発行時審査は、原則として、次の枠組みにより行う。

(1) 有価証券報告書提出時の審査

- ① 証券会社は、有価証券報告書提出時に、発行登録会社の財政状態及びキャッシュ・フロー、企業内容等の開示の状況等について、「共通質問事項」により当該発行登録会社、監査人に確認を行う。
- ② 証券会社は、「共通質問事項」では確認ができない、当該期特有の事項その他次に定める事項については、その重要性を考慮のうえ、「追加質問事項」により当該発行登録会社、監査人に確認を行う。

イ. 当該期特有の事項

ロ. 第三者情報（新聞等の報道、業界・事業環境等）と発行登録会社の継続開示書類との情報格差

ハ. 財務比率分析結果による不明点

ニ. 共通質問事項の回答での不明点

ホ. その他

(2) 四半期報告書提出時の社内審査

- ① 証券会社は、四半期報告書提出時には、社内において、四半期報告書その他次に定める資料等を用いて確認、社内審査を行う。

イ. 四半期報告書

ロ. 発行登録会社のプレスリリース、I R 説明会資料

ハ、第三者情報（新聞等の報道、業界・事業環境等）

ニ、格付情報、クレジットアナリスト情報

ホ、その他

② 証券会社は、上記の社内審査において、速やかに確認が必要な事項が認められれば、その重要性を考慮のうえ個別質問を行う。

③ 証券会社は、上記①の社内審査又は②の個別質問の結果、社債の引受けに当たっての基本的な考え方に影響が及ぶような重要な課題が認識された場合には、当該発行登録会社、監査人に連絡し、当該課題の確認、共有を図るとともに、社債の引受時までに当該課題の解決に向けた取組みに努める。

(3) 発行時審査

証券会社は、発行時審査に当たっては、継続開示審査で認識した重要な課題の解決状況並びに日本証券業協会「有価証券の引受け等に関する規則」第18条及び同細則第11条に定める適格性、調達資金の使途及び企業内容等の適切な開示（直近事業年度末以降の適切な開示）等の事項に重点を置き発行登録会社、監査人に確認を行う。

2. 基本的な社債の引受審査の内容

(1) 証券会社では、社債の引受審査に当たって、これまで財務計算に関する書類（以下「財務諸表等」という。）の作成者の立場での留意事項にも審査の重点を置いてきた。一方、財務諸表等については、内部統制報告制度、適正性に関する確認書制度など、その適正性を確保するための措置や、日本公認会計士協会による監査の品質管理レビュー制度、上場会社監査事務所登録制度、公認会計士・監査審査会によるモニタリング、審査・検査の実施など、監査法人・公認会計士の監査の品質管理の徹底を図るための種々の措置が講じられている。

(2) 証券会社は、上記により発行登録会社、監査人による財務諸表等の品質確保が十分になされていることを前提として、今後の社債の引受審査に当たっては、投資家の社債の投資判断に影響が大きいと考えられる元利金支払能力及びリスクファクターの開示（将来キャッシュ・フロー創出力に影響のある事項の分析及び開示）に係る審査に重点をおいた確認を行う。

(3) 財務諸表等に係る審査については、外部から財務諸表等进行分析する立場に立って、疑わしい事象がないかどうかという点に留意し、疑わしい事象が認識された場合に

は、当該事象について、追加的に発行登録会社、監査人に合理的な説明を求める。

- (4) 上記審査内容の充実・確実な実施を図るため、「共通質問事項」について、別紙のとおり「共通質問事項」（参考モデル）を取りまとめ、必要に応じ見直す。

証券会社は、各発行登録会社に応じて同参考モデルに追加・修正を行い、発行登録会社、監査人に確認を行う。

以 上

- (注) 本ガイドラインは、引き続き、第1部会において、さらに内容の検討が進められることとされております。

共通質問事項（参考モデル）

平成 23 年 5 月 25 日

（元利金支払能力＝キャッシュ・フロー創出力の見通しとその要因の確認）

1. キャッシュ・フロー計画（予測）について

- （1）今後のキャッシュ・フロー計画（予測）を作成していればその内容。また、営業キャッシュ・フロー、投資キャッシュ・フロー及び財務キャッシュ・フローに大きな変動が見込まれる場合は、その変動要因（内部要因と外部要因に分けて）
- （2）上記計画（予測）を作成していない場合は、今後の税金等調整前当期純損益、減価償却費、設備投資計画、投融資計画、運転資金増減見通し及びその資金調達方法（自己資金、借入等）、有利子負債残高の見通し

2. 信用格付業者との協議等について

直近の信用格付業者との協議若しくはレビューの時期及び内容。また、信用格付業者との議論を踏まえた上で、将来格付に影響を与える可能性のある事項の有無、若しくは格付を変更する（可能性のある）旨の連絡を受けていれば、その内容

（損益計算書、キャッシュ・フロー分析＝収益力、キャッシュ・フロー創出力の変動要因の確認）

3. 報告セグメントの内訳について

- （1）売上高、セグメント利益が前期と比較し 10%以上の変動のあるセグメントについて、その要因（内部要因と外部要因に分けて）
- （2）損失を計上しているセグメントについて、その要因（内部要因と外部要因に分けて）、収益改善のための対応策と黒字化を見込む時期

（注）特定の業種においては、各変動要因の説明方法を提示。

【空運】 運賃増減、座席利用率変動、燃料単価変動、為替変動、コスト削減、その他

【海運】 燃料単価変動、為替変動、コスト削減、その他

【陸運】 運賃増減、荷動き増減、コスト削減、その他

【通信】 サービス契約数増減、ARPU 等増減、解約率、その他

(注) 特定の業種においては、次の質問を行う。

【電力】

電気事業営業費用総額の 5%以上の項目で、前期と比較して大幅な増減（概ね 30%以上）項目があれば、その変動理由要因

【銀行】

- ① 資金運用収支、役務取引等収支、特定取引等収支及びその他業務収支の各々について、前期と比較して 10%以上の増減がある場合、その内容
- ② 与信関連費用の内訳について、前期と比較して 10%以上の増減がある科目がある場合、その理由
- ③ 株式等関係損益の内訳について、前期と比較して 10%以上の増減がある科目がある場合、その内容

(貸借対照表分析＝財務基盤の健全性の確認)

4. 有利子負債について

- (1) 借入金（シンジケートローンを含む。）、コミットメントライン等に係る財務制限条項の具体的内容（開示されているものを除く。）また、当該内容について前期末からの変更等があれば、変更理由及び変更内容
- (2) 借入金等の返済資金の調達方法（借換、社債、自己資金の別等）、追加融資枠（コミットメントライン未使用枠を含む。）等の状況
- (3) 回答書作成日現在において、金融機関との取引条件（借入条件、融資枠、担保設定等）について前回回答日からの重要な変更があれば、その理由及び具体的内容

5. 開示されている取引を除き、現時点の連結財務諸表に影響は与えないものの、一定期間後に連結財務諸表に影響を与える蓋然性の高い取引・契約等(デリバティブ取引、オフバランス取引、仕組債等を含む。)があれば、その内容（取引額、取引目的、含み損益の状況等）

(注) 特定の業種においては、それぞれ次の質問を行う。

【小売、電鉄、不動産、REIT など】

減損の兆候があるとして検討された資産がある場合にはその内容、減損損失を計上しなかった理由

【銀行など】

当期末時点における債券ポートフォリオ(国債については期間別に分類の上)について、金利に対する感応度(BPV 等の数値を含む。)

【銀行】

債権内容について

- ① 金融再生法開示債権のうち正常債権を除いた債権(各区分毎)、その他要注意先債権について、前期末と比較して残高が 10%以上あるいは保全率が 10%ポイント以上増減していた場合、その理由
- ② 破綻懸念先、要管理先、要管理先以外の要注意先及び正常先それぞれの貸倒実績率

(財務諸表の表示に係る確認)

6. 「経営者による確認書」について

「経営者による確認書」において、「監査人が発見した未訂正の財務諸表の虚偽の表示に係る事項」に記載する項目がある場合、その主な内容。また、今期決算について、監査法人と特に協議、検討した事項があれば、その内容及び対応状況

(リスクファクターの開示の十分性に係る確認)

7. 事業等のリスクについて

- (1) 前期の有価証券報告書「事業等のリスク」の各項目につき、今期の有価証券報告書において追加・変更・削除した事項があればその理由。また、新たに記載を検討したものの記載しなかった項目があればその内容と記載しなかった理由
- (2) 前期の有価証券報告書提出日以降に提出した四半期報告書及び発行登録追補書類等(有価証券届出書及び売出目論見書等を含む。)において追加・変更しているものの、今期の有価証券報告書においてそれらを反映していない場合にはその理由

(開示された定性情報との関係の確認)

【多店舗展開の小売など】

既存店売上高増収率が前期と比べ 1.0 ポイント以上変動している場合は、客単価や客数等を踏まえ、その要因

【電力】

需給実績・需給計画において、前期と比較し、発電種別電力量及び販売電力量に 10%

以上の変動がある場合には、その要因

【銀行など】

貸出先等（支払承諾見返、未収利息、仮払金等を含む。）について
業種別貸出残高について、今期末に貸出残高の 5%以上の残高がある業種のうち、前期
と比較して 5%以上の変動がある場合には、その増減理由

【銀行】

連結自己資本比率の内訳項目のうち、基本的項目及び補完的項目の各々について、前
回答時と比べて 10%以上の増減があるものについて、その理由

【ノンバンクなど】

利息返還請求（① 当期のグループにおける利息返還請求件数及び返還金額、② 当期
末時点での未解決の利息返還請求件数及び請求金額、③ 利息返還損失引当金の算出に関
する考え方及び算出方法、今後の利息返還請求の見通し）

【REIT】

個別物件に関する事項（①新規物件の取得予定の有無、ある場合には、物件の概要、
金額、取得予定時期及び資金調達方法、経営成績に及ぼす影響、②保有物件の売却予定
の有無、ある場合には、物件名、金額、売却理由及び経営成績に及ぼす影響、③総賃料
収入 5%以上を占めるテナントの退去予定の有無、ある場合には、物件名、時期、経営
成績に及ぼす影響、今後の対応方針、④総賃料収入 5%以上を占めるテナントの来期に
おける賃料改定予定の有無、ある場合には、物件名、時期、経営成績に及ぼす影響、⑤
個別物件に関する特記事項について、変更、削除あるいは追加がある場合、その理由）

（監査人への協力依頼）

8. 監査人に対する質問事項について

監査意見形成に至るまでに特に検討、留意した事項

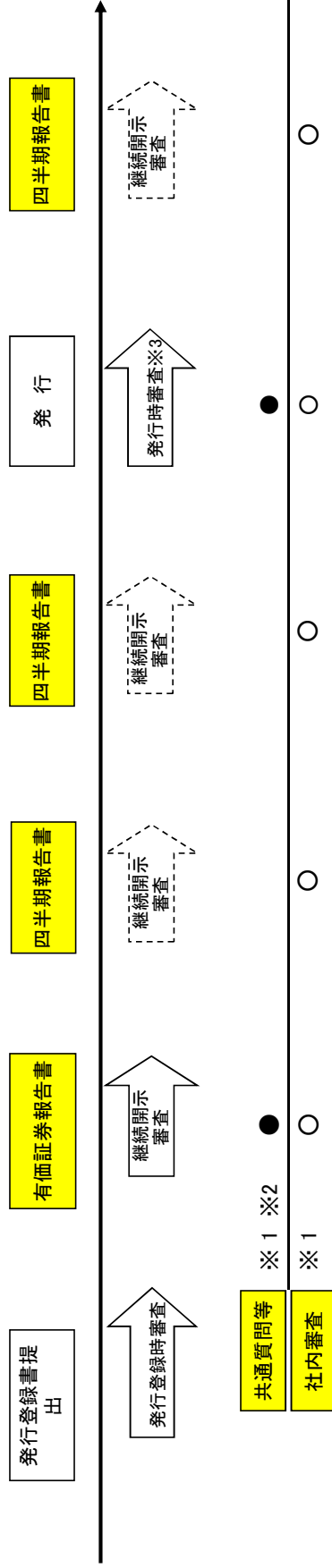
（注）ノンバンク等は、利息返還損失引当金及び貸倒引当金の十分性を確認するために実
施された手続の内容について質問を行う。

※ 登録会社の事業特性に応じた財務比率分析を実施したうえで、財務基盤の健全性が
損なわれる変化が見られた場合に、個別に追加質問等でその要因と対策を確認する。

以 上

証券会社による発行登録制度の下での基本的な社債の引受審査の枠組み

< 見直し後 >

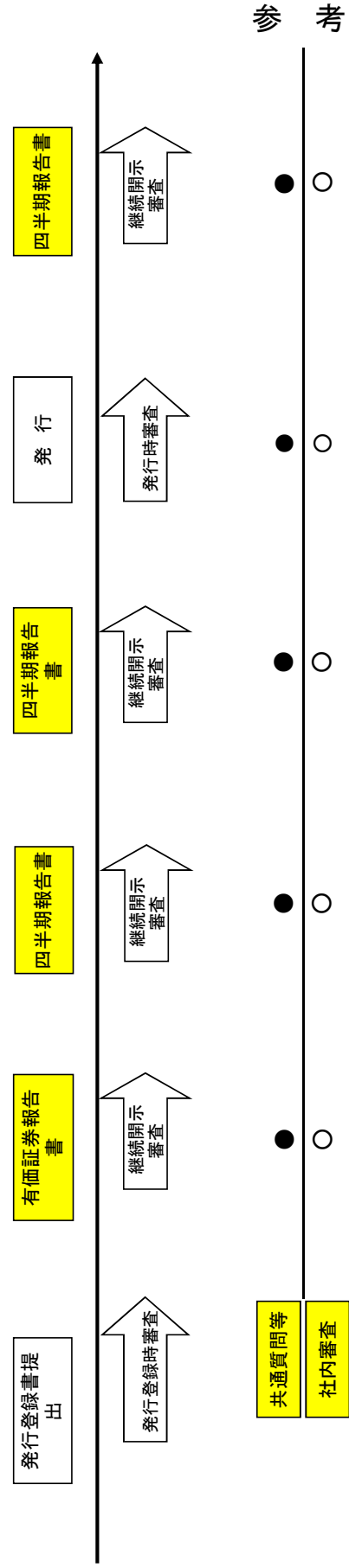


※1 社債の投資判断に影響が大きいと考えられる元利金支払能力及びリスクファクターの開示に係る審査に重点を置いた確認を行う。

※2 「共通質問事項」(参考モデル)に基づき発行登録会社ごとに策定した「共通質問事項」、「追加質問事項」、「追加工問事項」により発行登録会社、監査人に確認を行う。

※3 発行時審査に当たっては、継続開示審査で認識した重要な課題の解決状況、「有価証券の引受け等に関する規則」第18条等に定める適格性、調達資金の使途及び企業内容等の適切な開示等の事項に重点を置き発行登録会社、監査人に確認を行う。

< 現 行 >



参 考

財務諸表等に対する引受審査ガイドライン（案）

平成 24 年 4 月 4 日

社債市場の活性化に関する懇談会第 1 部会

I. はじめに

有価証券の募集または売出しについて元引受契約を締結した金融商品取引業者または登録金融機関（以下「元引受証券会社」という。）は、当該募集または売出しに係る有価証券届出書のうち、公認会計士または監査法人による監査証明を受けた財務計算に関する書類に係る部分（以下「財務諸表等」という。）に重要な事項の虚偽記載または重要な事項・事実の記載欠如がある場合、金融商品取引法第 21 条第 1 項第 4 号に基づく損害賠償責任を負う可能性があるほか、虚偽記載または記載欠如（以下「虚偽記載等」という。）のある目論見書等を使用して有価証券を取得させた者として、同法第 17 条に基づく損害賠償責任を負う可能性がある。元引受証券会社は、前者の責任については、虚偽記載等を知らないことを証明すれば責任を免れ得るものとされている（同法第 21 条第 2 項第 3 号）が、後者の責任については、元引受証券会社は「相当な注意」を用いたにもかかわらず虚偽記載等を知ることができなかったことを証明できなければ責任を免れることができないものとされている（同法第 17 条ただし書）。

このような金融商品取引法第 17 条の規律は、元引受証券会社に財務諸表等の虚偽記載等に関するゲートキーパーとしての機能を果たさせるために有益なものであると評価されている。もっとも、同条に関して元引受証券会社が果たすべき「相当な注意」の意義はやや不明確な状況にあり、その結果として、元引受証券会社の引受審査が過度に保守的なものとなり、機動的な有価証券の募集または売出しが阻害されているとの指摘もある。

本ガイドラインは、このような状況に鑑み、元引受証券会社が一般的に行っている引受審査における着眼点を整理することによって、元引受証券会社における引受審査に係る実務の合理化・効率化を図ろうとするものである。以下では、本ガイドラインが前提とする「相当な注意」の解釈と本ガイドラインの基本的な考え方を説明する。

まず、元引受証券会社が果たすべき「相当な注意」の内容については、元引受証券会社としていかなる注意を果たしうるかということを考慮すべきであると考えられる。すなわち、金融商品取引法第 17 条は目論見書の使用者一般の損害賠償責任を定めるも

のであるが、元引受証券会社が有する発行会社または公認会計士もしくは監査法人へのアクセスを考慮すれば、元引受証券会社が果たすべき「相当な注意」の内容は、元引受証券会社以外の目論見書使用者が果たすべき「相当な注意」の内容とは異なるものとなろう。他方で、元引受証券会社は発行会社の会計システムや財務報告に係る内部統制に立ち入ることのできない外部者の立場で引受審査を行うものであり、公認会計士または監査法人が行う監査と同様の行為が「相当な注意」として要求されるわけでもないと考えられる。

また、株式会社における取締役の善管注意義務をめぐる議論等¹にみられるのと同様に、元引受証券会社が「相当な注意」を果たすに当たっても、元引受証券会社が公認会計士または監査法人が行ったことを再度行うことを求められているとは考えられず、専門家としての公認会計士または監査法人による監査証明を信頼することについて、その適切性を疑わせしめるような事情がないかどうかを吟味することに主眼を置いて行うことが合理的かつ実効的と考えられる。

以上からは、元引受証券会社が公認会計士または監査法人による監査証明が付された財務諸表等について金融商品取引法第 17 条ただし書にいう「相当な注意」を果たすためには、監査証明が付されていることを確認するのみでは不十分であり、まず当該監査証明を信頼することができなくなるような疑わしい事象の有無を確認しなければならないものと考えられる。そして、何らかの疑わしい事象の存在を認めた場合には、さらなる引受審査を踏まえた上で、引受判断を行わなければならないものと考えられる。

本ガイドラインは、このような観点から、元引受証券会社が行う財務諸表等に対する引受審査に関し、従来の引受審査の実務や内外の虚偽記載等に関する事例を参考に、上記の疑わしい事象として留意すべき事項と疑わしい事象の発見のために確認・検討をすべき事項を整理するものである。

なお、実際の引受審査において、疑わしい事象の発見のために行われるべき確認・検討は、画一的に行うのではなく、発行会社の状況や公認会計士または監査法人による監査証明の手続の内容（財務諸表等の監査証明に関する内閣府令第 3 条参照）に応じた手続が採られることが必要であると考えられる。また、疑わしい事象を発見した際の対応についても、画一的に行うのではなく、発見された疑わしい事象の内容や取

¹ 江頭憲治郎「株式会社法（第 4 版）」（有斐閣、2011 年）438 頁注 2 参照。

り得る手段等に応じて、柔軟に行うことが必要であると考えられる。

Ⅱ．引受審査における具体的な留意事項等

株券等²及び社債券³の募集又は売出しの引受け（新規公開⁴に係る引受けを除く。）において、以下のとおり、元引受証券会社が行う財務諸表等に対する引受審査に関し、留意すべき事項、確認・検討すべき事項について、整理・例示する。

1．疑わしい事象として留意すべき事項

元引受証券会社は、財務諸表等を利用する上で、以下のような疑わしい事象によって元引受証券会社として監査証明を信頼することができなくなる状況にないか留意する。

- a 貸借対照表、損益計算書、株主資本等変動計算書、キャッシュ・フロー計算書の間の関係が合理的に説明できない。
- b 財務比率の水準、変化が合理的に説明できない。
- c 財務諸表等以外の開示である経営成績や財政状態に関する定性的な説明やその開示の適正性にかかる審査で得られた情報と、財務諸表等や財務比率との間に不整合がある。
- d 重要な取引や資産・負債の変動が財務諸表等に反映されていない。
- e 財務諸表等に取り込まれた企業グループの範囲、収益の認識、収益費用の期間帰属において、合理的な説明が困難な事象が発生している。
- f 財務諸表等に関して、公認会計士または監査法人から重要な指摘を受けている。
- g 税務当局から重要な指摘を受けている。
- h 不祥事に絡んだ公認会計士または監査法人が関与している。
- i 頻繁に公認会計士または監査法人が交代している。
- j 会社の規模、業種、内部統制の整備状況等に応じた監査手続が行われていない。

² 「有価証券の引受け等に関する規則」第2条第1号に規定する株券等をいう。

³ 同規則同条第2号に規定する社債券をいう。

⁴ 同規則同条第15号に規定する新規公開をいう。新規公開に係る引受審査に当たっては、当該新規公開企業の財務諸表等のチェック、開示実績が十分ではないことから、追加的に留意すべき事項及び手続・対応が必要となる。併せて、取引所への推薦人としての役割・責任を考慮した審査も必要となる。

2. 疑わしい事象の発見のために行うべき事項

上記1に掲げた疑わしい事象を発見するために、元引受証券会社が通常行うべき事項は以下のとおりである。

- ① キャッシュ・フロー分析、損益計算書分析を通じて、収益力の変動要因の確認をする中で、異常な変動や不合理な要因がないかを検討する。
- ② 貸借対照表分析を通じて、財務基盤の健全性を確認する中で、異常な変動や不合理な要因がないかを検討する。
- ③ 有価証券届出書あるいは発行登録書や発行登録追補書類の参照書類となる有価証券報告書等における「業績等の概要」、「財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析」、「事業等のリスク」、「対処すべき課題」などで開示された定性的な情報が、財務諸表等で示されている経営成績及び財政状態を適切に示しているかを検討する。
- ④ 公認会計士または監査法人が適格性を疑われるような事件に関与していないか、公認会計士または監査法人の交代理由が合理的かを確認する。

3. 疑わしい事象を発見した際の対応

- (1) 元引受証券会社は、上記2に掲げた手続きや外部からの情報等により、上記1に掲げた疑わしい事象を発見した場合や疑わしい事象が生じている懸念がある場合には、以下のとおり追加情報を収集し、検討を深める。
 - i) 発行会社から関連する情報を入手して、上記2の①から③の検討を反復しながら、その原因を解明するよう検討する。
 - ii) 公認会計士または監査法人の監査上の重要な留意事項に当該疑わしい事象が含まれていないか、会社と公認会計士または監査法人との間で重要な協議が行われていないか確認し、さらに当該事項に関連した監査手続を確認する。
- (2) 元引受証券会社は、日本証券業協会「有価証券等の引受け等に関する規則」第12条に基づいた適切な引受審査を行った上で、同第3条に基づいて、その引受審査の内容を踏まえ、総合的な判断と責任のもとに引受判断を行わなければならない。

以 上

第 2 部会

（コベナンツの付与及び情報開示等）

第2部会（コベナントの付与及び情報開示等）

1. はじめに

- (1) 我が国の社債発行市場は、信用リスクが相対的に小さい企業による社債発行が中心となっており、社債市場全体の活性化のためには、信用リスクが相対的に大きい企業についても社債発行及び投資の拡大を図っていくことが欠かせない。そのためには、企業の資本・財務政策及び投資家のニーズに応じてコベナントが柔軟・適切に設定され、社債の発行条件等に適切に反映されることが必要である。
- (2) 社債のコベナントは、社債発行企業の債務履行能力の維持を図るため当該企業に課された誓約事項であるが、現状、社債に設定されているコベナントは、主に担保提供制限条項である。
- (3) また、上記の社債の担保提供制限条項のほとんどが社債間限定同順位で、他の債務・ローンを対象とはしておらず、ローンの出し手である銀行等が公開情報に加え社債発行企業に関する相対の情報も有しているケースが多いことから、社債は実質的にローンに劣後しているという指摘がある。
- (4) このような状況下において、投資家が十分かつ適切な情報に基づいて投資判断を行いうる環境の整備を通じ、社債市場の活性化を図るためには、社債発行企業の社債やローンのコベナント・債務の状況等の情報を把握することが重要との考え方に基づき、開示の充実の必要性が指摘されている。

2. 「コベナントモデル（参考モデル）」の策定及び今後の対応

企業の資本・財務政策及び投資家の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、米国の事例等を参考に、別紙のとおり、社債の発行に当たって、企業、投資家及び証券会社の参考となるよう「コベナントモデル（参考モデル）」を例示、取りまとめている（注）。

（注）現在、別紙「コベナントモデル（参考モデル）」の参考事例集等の検討を進めており、策定次第、報告・公表を行う。

2-1 「コベナントモデル（参考モデル）」の策定

(1) 社債コベナントの分類

社債コベナントについて、その目的・内容により、① 一定の行為を規制する追加負担制限コベナント、② 定期的に財務指標を確認する財務維持コベナント、その実

効性を担保するための ③ 財務諸表等の報告を求めるレポーティング・コベナントに分類するとともに、主なコベナントの具体的な内容を例示する。

(2) 社債コベナントの柔軟・適切な設定

社債コベナントの設定に当たっては、発行企業、投資家のニーズを踏まえ、実効性が高くかつ現実的な内容とすることが重要であり、発行企業の事業特性や信用状況等に応じてコベナントが適切に組み合わせられ、設定されるよう、社債コベナントの組合せ（参考モデル）を例示する。

(3) 社債コベナント抵触時の対応

社債は、コベナントに抵触した場合、直ちに期限の利益を喪失することが想定されやすいことから、米国の運用例を参考に、コベナントへの抵触状態の発生から期限の利益喪失事由が成立するまでに一定の猶予期間を設定するなど、その具体的な対応（参考モデル）を例示する。

2－2 今後の対応

- (1) 日本証券業協会は、関係機関と連携を図り、本「コベナントモデル（参考モデル）」の普及・利用促進に向け、発行体及び機関投資家へ働きかけを行う。
- (2) 社債コベナントの実効性を確保し、コベナント抵触時の柔軟な対応を可能とするためには、「社債市場の活性化に関する懇談会第3部会」において検討が行われている社債管理のあり方と整合性のあるコベナントの活用が重要であり、また、社債権者への情報伝達等の市場インフラの整備も必要であることから、さらに連携を深め、必要な制度整備を進める。

3. コベナント等の情報開示について

3－1 検討状況及び主な意見・指摘

本部会では、引き続き、投資家が十分かつ適切な情報に基づいて、投資判断を行う環境の整備を通じ、社債市場の活性化を図るため、必要なコベナント・債務の状況等の情報がどのように開示されるべきかについて、基本的な考え方の整理、開示方法・内容について検討が行われ、次のような意見、指摘があった。

(1) 開示全般、制度化

- ① コベナント等の開示は、社債発行企業の財務諸表等の信頼性を一層高めるための開示制度全般の枠組みのあり方の一環として検討すべきではないか。
- ② 社債が国内債務間同順位でない以上、社債投資家が劣後した状況を正確に把握するため、重要な銀行ローンのコベナント等は開示されるべきではないか。
- ③ 銀行ローンのコベナントは、抵触時の対応状況等によっては投資家の投資判断に重要な影響を及ぼす事項であり、現状でも、これら重要な事項については、有価証券報告書等において、法定開示の対象となっている。
- ④ コベナント等の開示により、企業は銀行間の情報の非対称性を利用して資金調達の柔軟性を確保することが困難になるのではないか。
- ⑤ 銀行ローンのコベナント等を開示したとしても、銀行が設定するコベナントの設定目的や抵触時の対応などの意図は第三者には分からないため、コベナントの内容のみの開示が有用な情報とは考えがたいのではないか。また、コベナントの意図が分からないまま開示されると市場関係者の混乱を招き、企業の資金調達に悪影響をもたらす可能性もある。こうした企業金融に与える影響の大きさを見積もることはできず、制度化に伴うメリット・デメリットの定量的比較が困難である以上、開示のあり方は社債発行企業の自主性に委ねるべきであり、開示の制度化は見送るべきではないか。
- ⑥ 開示の制度化に関する議論に先立ち、コベナント等が開示されれば格付がBやBBの社債投資や、これら社債に投資するファンドへの投資を真剣に検討する投資家が存在するのかどうかを確認する必要があるのではないか。

(2) 開示対象企業

- ① 現在、社債市場で資金調達を行っていない上場企業の割合が大半の状況において、社債発行企業を対象とする開示の制度化を行った場合、開示に係る負担の増加や、対象企業に生じる経営リスクを回避するため、社債発行を敬遠する企業が出てくることが懸念される。
- ② ①の懸念への対応や、さらには、コベナント等に関する情報は社債投資家以外にとっても重要であると考えられることから、継続開示企業全体を対象とすべきとの考え方もあるが、同様の理由により上場等、継続開示義務を負うような行為を敬遠する企業が出てくることが懸念され、社債市場・証券市場全体を委縮させ

ることがあるのではないか。

- ③ 信用リスクが相対的に大きい企業の場合には開示が必要ではないか。
- ④ 銀行ローンへの依存度の低い上場企業や社債発行を検討したことのない企業（潜在的な格付がB、BB）に対して、開示によって潜在的な投資家が出てくることを示せるような形で、自主的な開示を促してはどうか。

(3) 開示基準・方法

- ① 投資家が、社債と他の債務との関係を具体的に判断できる情報の継続的かつタイムリーな開示が必要ではないか。
- ② 「重要であるものを開示する」という原則主義的な考え方を基本とし、企業による判断の恣意性やバラツキを抑制する観点から、開示の必要性、開示方法・内容等に関する数値的ガイドラインを提示することとしてはどうか。
- ③ コベナントと直接の関係はなくとも、銀行による重要な資産の担保徴求や、非開示のコベナントによる期限前の支払い・返済の決定は、速やかに臨時報告書、プレスリリース等により開示されるべきではないか。

3-2 今後の対応

本部会では、引き続き、開示の制度化が企業金融に及ぼす影響等を踏まえ、開示情報の充実がもたらす社債市場の活性化及び投資家保護の観点から、開示のあり方について具体的な検討を進め、本年6月末を目途に取りまとめを行う。

以 上

コベナンツモデル（参考モデル）（案）

平成 24 年 4 月 4 日

社債市場の活性化に関する懇談会第 2 部会

1. はじめに

このコベナンツモデル（参考モデル）は、企業の社債発行及び社債投資の拡大を図るため、社債のコベナンツについて、市場慣行として、企業の資本・財務政策及び投資家のニーズに応じてコベナンツが柔軟に設定されるよう、参考として例示するものです。

2. コベナンツの基本的な性格及び社債コベナンツの分類

2-1 コベナンツの基本的な性格

コベナンツは、社債やローンによる資金調達の際に、その社債要項又はローン契約の内容として、債務者の債務履行能力の維持を図るため当該債務者に一定の誓約事項を課すものです。コベナンツに抵触した場合には、一般に、強制的な措置として、当該債務にかかる期限の利益の喪失が生じますが、その抵触の程度や内容に応じて債権者による償還請求権が発生するといった内容も併せて定められることがあります。

これにより、財務の健全性の維持が図られたり、債務履行能力を低下させるような一定の行動を取らせないようにすることで、債務者である企業の規律が保たれ、また、債権者による債権回収の確実性が高まることが期待されます。

2-2 社債コベナンツの分類

主な社債のコベナンツは、次のとおり、一定の行為を規制する追加負担制限コベナンツ（Incurrence Covenants）、定期的に財務指標を確認する財務維持コベナンツ（Financial Maintenance Covenants）に分類することができます。

(1) 追加負担制限コベナンツ（Incurrence Covenants）

- ① 負債の制限
- ② 担保提供制限
- ③ 配当等制限、支払制限
- ④ 新規投資制限
- ⑤ 資産の処分に関する制限

- ⑥ セール・アンド・リースバック制限
- ⑦ 子会社に関する制限
- ⑧ 関連当事者取引の制限
- ⑨ 合併の制限
- ⑩ Change of Control 条項（大株主の異動の制限）

(2) 財務維持コベナント（Financial Maintenance Covenants）

- ① 純資産額維持
- ② 自己資本比率維持
- ③ 利益維持
- ④ 負債額維持、負債比率維持
- ⑤ インタレスト・カバレッジ・レシオの維持
- ⑥ 有利子負債 / EBITDA 倍率の維持
- ⑦ 有担保負債比率維持
- ⑧ 格付維持

(3) 上記(1)又は(2)のコベナントの実効性を担保するためこれを補完するものとして、あるいは単独の条項として、以下のレポーティング・コベナント（Reporting Covenants）を設けることが考えられます。

- ① コベナント充足に関する代表取締役等の証明書の提出
- ② 特定の事象が発生した場合の社債権者への迅速な報告
- ③ コベナントの対象である財務指標の定期的な報告

(4) 上記(1)から(3)の主なコベナントの具体的な内容は、別紙1「社債コベナント参考事例集」のとおりです。

3. 社債コベナントの柔軟・適切な設定

(1) 社債コベナントの設定に当たっては、個別案件毎に発行企業、投資家の意向を踏まえつつ、実効性が高くかつ現実的な内容とすることが重要であり、企業が適切にコベナントを設定することにより社債発行が容易になることが期待されます。一方、例えば信用リスクが相対的に大きいからという理由で、過重な財務維持コベナント

が設定される場合には、発行企業の活動に過度な制約をかけ、資金調達としての効果を損なう要因になりかねません。例えば、成長企業等は、一般的に業績変動が大きいいため、画一的な財務コベナントによる管理が適切であるとは言えません。このような場合は、発行企業自身がコントロール可能な追加負担制限コベナントを中心に構成し、一部財務維持コベナントを組み合わせることが考えられます。また、発行企業の格付が一般に投資適格と非投資適格の境目にあたるとされる BBB/BB では、格付水準の変動によるコベナントの発動条項を設定することで、信用状況の変化に発行会社、投資家ともに対応することが可能となります。

- (2) 社債コベナントの設定のあり方として、上記 2-2 の社債コベナントを市場のニーズに合わせて、複数組み合わせることも考えられます。個々のコベナントは、それぞれ意味する内容が異なるため、適切に組み合わせることができれば、それぞれの効果をより強固にすることもできますが、個々のコベナントの性質を十分に考慮することなく組み合わせると、意図しない期限の利益の喪失等、発行会社にコントロールが難しい状況を生み出してしまうこともあり得ます。
- (3) 別紙 2 「社債コベナント組合せモデル（参考モデル）」は、コベナントの組合せ利用に関して例示するものです。

4. 社債コベナント抵触時の対応

- (1) 社債においては、社債権者の利害に関わる事項を決定するには社債権者集会の開催が必要とされるため、ローンと比べ、条件変更等を行うことについて柔軟性や機動性に欠けており、コベナントに抵触した場合、直ちに期限の利益喪失となることが想定されやすいといった指摘があります。こうした問題を解決するため、コベナント抵触時に、直ちに期限の利益を喪失させないための対応を講じることが考えられます。
- (2) 例えば、コベナントに抵触しても発行企業が事業を継続し存続可能なケースもあり、そのような場合を念頭において、米国の運用例を参考に、コベナント抵触時に抵触状態を解消し、また、コベナント内容の変更などの対応ができるよう、社債発行要項においてコベナント抵触時から期限の利益喪失事由が成立する時点までに一定の猶予期間を規定しておくなどの対応が考えられます。あるいは、弁済能力のある発行企業の場合、発行企業に期限の利益の喪失前の繰上償還権、社債権者にコベナント抵触時に行使可能な償還請求権（プット・オプション）を設定する方法等により、期限の利

益喪失を回避することを可能にする対応も考えられます。

- (3) 別紙3「社債コベナント抵触時の対応に関する規定例（参考モデル）」は、具体的なコベナント抵触時の対応に関して例示するものです。

以 上

第 3 部会

（社債管理のあり方等）

第3部会(社債管理のあり方等)

I. 現状と課題

I-1 現状

- (1) 社債の発行に当たっては、社債権者保護の観点から、会社法 702 条により、原則として、社債管理者の設置が義務づけられている。社債管理者は、会社法によって、社債権者のために、元利金の弁済受領や債権の保全のために必要な一切の裁判上又は裁判外の権限が与えられ、発行会社からの委託を受けて、発行会社の財務内容のモニタリング及び社債デフォルト時以後の債権保全・回収を行い、社債の発行から償還まで当該社債の管理を行う。
- (2) この社債管理者の設置については、各社債の金額が 1 億円以上の場合などは例外とされており、2010 年発行の社債 456 銘柄について見ると、社債管理者設置債 92 銘柄 (20%)、F A 債 329 銘柄 (72%)、不設置債 35 銘柄 (8 %) が発行され、社債管理者設置債は、主に個人向け社債、一般担保付社債である。

I-2 課題

- (1) 平成 5 年の商法改正により、社債発行限度枠の撤廃や社債募集の受託会社の廃止と合せて、「社債管理会社制度」(現在の「社債管理者制度」)が導入された。同制度の基本的な考え方は、多数の一般投資家の存在を前提に、社債権者のために所定の資格を有する者が社債を管理し、社債権者の保護を図るものである。こうした制度により、信用リスクが相対的に大きい企業が発行する社債については、社債管理者が就任しないことでフィルタリング機能が働くとの期待もあった。なお、発行会社に対し貸付債権を有する者が排除されているわけではなく、むしろ銀行・メインバンクの知見・与信取引で得た情報が活用されることが社債管理者に求められていたとも考えられる。
- (2) 現状、社債管理者は、多くは発行会社のメインバンクが就任しているが、社債管理者の具体的な権限の範囲が明確ではないこと及び会社法で定める善管注意義務 (704 条 2 項) の内容が明確ではないことから、その責任範囲を極めて広く考えて業務を行わざるを得ない状況にある。また、メインバンクの場合、社債のデフォルト前後に利益相反が生じる可能性が懸念されるところ、会社法で定める公平誠実義務 (704 条 1 項) の内容は明確とはいえず、会社法で定める利益相反行為に関する損害賠償責任 (710 条 2 項) の範囲についても明確ではない。一方、例えば企業と

与信取引がない銀行・信託銀行が社債管理者に就任した場合には、利益相反に関する懸念はない反面、上記のように社債管理者の責任範囲を広くとらえると、善管注意義務を果たし得るのかという懸念がある。

(3) こうしたことから、信用リスクが相対的に大きい会社が社債の発行を検討する場合、投資家が社債管理者の設置を求めても、メインバンク等は社債管理者の責務と債権者としての債権の保全・回収活動のバランスを踏まえ、社債管理者への就任を躊躇し、一方、与信取引がない銀行・信託銀行は善管注意義務の負担から就任を躊躇し、社債の発行が困難なケースも生じている。

(4) 社債市場の発達した米国市場では、公募社債にはトラスティが設置され、デフォルト前のトラスティの役割を極力限定するとともに、法令に基づき、トラスティの責任を限定することが可能であり、また、社債権者の意思を迅速かつ柔軟に集約できる制度と慣行が確立されているため、これが社債市場の活性化と企業債務再編の柔軟化をもたらしている。米国のトラスティ制度も参考にしつつ、社債権者の意思に基づく社債管理を実現する方向で、現在の社債管理者制度の見直しを行う必要が生じている。

(参考) 米国トラスティ

米国では、公募社債にはトラスティが設置され、トラスティは、デフォルト前は、米国信託証書法 (Trust Indenture Act of 1939) において、「特に信託証書 (Trust Indenture) に記載された義務の履行以外には、責務を負わない」と規定されており、その役割・責務が具体化・明確化されている。一方デフォルト後は、デフォルト前に比べ重い責務が課せられるものの、信託証書法において、「与えられた権限の行使に関して、過半数の社債権者の意向に従って善意で行った作為又は不作為については責任を負わない」と規定されているため、トラスティは、常に一定の社債権者の指示・意向を確認しつつ実務を進めており、デフォルトの対応は社債権者の判断に委ねられている。

Ⅱ. 新しい「社債管理者」の活用に向けて

今後、信用リスクが相対的に大きい企業の社債発行及び投資の拡大を図っていくためには、米国の事例を参考に、社債権者の意思に基づく社債管理の実現に向けて、次のような方向で社債管理者の役割・業務の見直しを行うとともに、社債権者の意思結

集等のために必要な制度整備を進める。

Ⅱ－１ 基本的な整備の方向性

(1) 会社法の改正を視野に入れた検討課題の整理

- ① 社債管理者の設置を促すため、社債管理者の権限の具体化・明確化、裁量の縮小、責任の制限を図る。
- ② 社債権者保護の観点から、社債管理者に最低限求められる機能を定めるとともに、発行会社や社債投資家のニーズに合わせて、社債管理委託契約に社債管理の内容を定める。
- ③ 上記①及び②の実現のため、会社法の改正を視野に入れた検討課題の整理を進める。
- ④ なお、社債管理者の活用を促進するためには、上記のような法令の定めに関する課題の整理とともに、契約に基づく権限等について、「社債市場の活性化に関する懇談会第２部会」において検討されているコベナントの活用と整合性を図りつつ、必要な制度整備を進める必要がある。

(2) 社債権者への情報伝達及び意思結集を容易にするための市場インフラの整備

- ① 社債管理者は、社債権者のために、自らの判断により社債の管理を行っているが、社債管理者の裁量の縮小を図るため、米国トラスティの制度・実務等を参考に、一定の事由については社債権者集会を経ずに、社債権者の意思を確認し、その判断・指示に基づき社債管理業務を行う。
- ② 社債権者が、社債管理者からの情報や発行会社の開示情報等に基づき判断・指示が行えるよう、社債権者への情報伝達及び意思結集を容易にするための市場インフラの整備の取組みを進める。

(参考) 新しい「社債管理者」の活用に向けた検討課題（イメージ図）

Ⅱ－２ 会社法の改正を視野に入れた検討課題の整理

本部会では、次のとおり、会社法改正を視野に入れた見直しの観点の整理を行った。

今後、日本証券業協会（以下「日証協」という。）は、社債管理者、発行会社、証券会社及び金融庁の協力を得て検討を進め、本年６月末までを目途に、制度整備のあり

方及び会社法の改正を視野に入れた検討課題の整理を行う。

1. 社債管理者の善管注意義務について

(1) 社債管理委託契約による具体的義務の範囲の明確化

「社債管理者の有する権限は、社債管理委託契約において明記した権限に限定する」と定めた場合には、他に会社法で特に規定されている権限を除き、社債管理者の権限は当該範囲に限定されることを明文で規定する。

(検討課題)

- ① 社債管理者に最低限求められる具体的な権限、義務として会社法で定めるべきものがあるとするれば何か。
- ② 米国法のようにデフォルトの前後で、社債管理者の権限、義務に差異を設ける必要はないか。この場合、日本のこれまでの実務では、デフォルト後は倒産手続きが進行することが通常であり、社債管理者が裁量権を行使する場面が限定されていることに鑑み、差異を設ける基準点をデフォルト時点とすべきか、もう少し前倒しとすべきか。

(2) 注意義務の程度の明確化

社債管理者が善意で行った判断については、責任の範囲が合理的に制限されることとなるよう明文で規定する。

(検討課題)

- ・ 利益相反関係のある社債管理者が業務を行う場合については、同様の対応が認められないのではないか。

(3) 公開情報及び発行会社から提供された情報への依拠

社債管理委託契約において、「社債管理者は、発行会社が社債の条件を遵守しているか否かの確認義務を負わず、これらの判断については、社債管理者が現に有している情報、公開情報及び発行会社から提供された情報に依拠できる」と定めた場合には、当該定めに従って判断する限り、その判断については善管注意義務違反とはならないことを明文で規定する。

(検討課題)

- ① 発行会社からの報告の真偽について、確認する義務を負うのか。義務を負う場合、その程度はどこまでか。

- ② 発行会社の社債管理者に対する報告の義務化が必要ではないか。
- ③ 上記②の報告の正確性・真実性をどのように担保すべきか。
- ④ 米国法のように、外部の専門家の意見への依拠についても規定すべきか。
- ⑤ 「社債管理者が社債の管理業務以外の発行会社との取引を通じて入手した情報について、情報隔壁が設けられている場合には、社債管理者が現に有している情報に含まれない」と定めた場合には、上記情報から除外される旨も、規定すべきか。

(4) コベナント違反又は期限の利益喪失事項の発生等における社債管理者の裁量の制限

社債管理委託契約において、「コベナント違反又は期限の利益喪失事項の発生等の場合に、社債管理者は、一定割合以上の社債権者の請求又は社債権者集会の決議がなされるまでは何らの行為を行う義務を負わず、当該請求又は決議がなされた場合には、それに従って行為している限りはその責任を問われない」と定めた場合には、その定めに依拠した行為又は不作為については、善管注意義務違反とはならない旨を明文で規定する。

(検討課題)

- ① 社債権者への情報伝達及び意思結集を容易にするための市場インフラ整備が前提となる（下記Ⅱ－３参照）。
- ② 社債権者集会を経ないで確認した一定割合の社債権者の意向に依拠することについて、社債の集団性との関係から、検討が必要ではないか。
- ③ 上記②が可能な場合、具体的割合について、法令解釈上の制約はあるか。
- ④ 例えば、倒産手続きにおける債権届け出については、請求又は決議がなくとも、当然に行う義務を負うことにするなど何らかの例外を設ける必要はないか。

(5) 社債管理者の調査権限

社債管理委託契約において、「社債管理者は、一定割合以上の社債権者の請求又は社債権者集会の決議がなされるまでは、調査義務を負わない」と定めた場合には、その定めに依拠して調査を行わなかったことについて善管注意義務違反とはならない旨を明文で規定する。

(検討課題)

- ・ デフォルトの前後で差異を設けなくてよいか。この場合、前記のとおり、日本のこれまでの実務では、デフォルト後は倒産手続きが進行することが通常であり、社債管理者が裁量権を行使する場面が限定されていることに鑑み、差異を設ける基準点をデフォルト時点とすべきか、もう少し前倒しとすべきか。

2. 公平・誠実義務について

社債管理委託契約において、「社債管理者が会社法 710 条 2 項に違反した場合の損害賠償責任の内容・範囲について、プロラタ弁済とすること、又はプロラタ弁済をする」と定めた場合には、有効であることを明文で規定する。

(検討課題)

- ① 日本法では米国法と異なり、誠実義務を「自らの利益よりも社債権者の利益を優先する義務」と捉えて、社債管理者にシェアを与えるプロラタ弁済を立法すべきではないという考え方もあり得る。誠実義務に関する考え方を整理する必要があるか。
- ② プロラタ弁済を具体的にどのような手続き・方法で行うか。

3. 社債管理者の報酬・費用について

(検討課題)

- ① 社債管理委託契約において、「一定割合以上の社債権者の請求又は社債権者集会の決議に従って、社債管理者が何らかの行為を行った場合には、社債管理者が発行会社から回収した資金の中から、社債管理者が優先的に報酬及び費用を取得できる」と定めた場合は、会社法 741 条の要件を緩和して、裁判所の許可を得ることなく、当該条項に従い報酬及び費用の償還を受けることができることを明文で規定する必要はあるか。
- ② さらに、社債管理者が、直接に資金回収に結びつかない行為（例えば調査権の行使等）を、一定割合以上の社債権者の請求又は社債権者集会の決議に従って行う場合について、当該行為に関する報酬及び費用の償還を受けられるような方法を明文で規定する必要はあるか。

4. 「社債管理人（仮称）」について

新しい社債管理のあり方については、現行の社債管理者制度を見直すほか、社債のデフォルト後の債権の保全・回収機能に特化し、原則として、社債のデフォルト時点以降、社債権者の代理人として、債権の保全・回収のための業務を担う「社債管理人（仮称）」の制度を設けることも考えられる。「社債管理人」制度については現行法の下でも契約に基づき実現する余地がないわけではないが、より整備された制度にするためには法律上の手当が必要と考えられることから、社債管理者制度の見直しの状況によっては、投資家及び発行会社のニーズ等を踏まえ、「社債管理人」の制度化の検討を行う。

Ⅱ－3 社債権者への情報伝達及び意思結集を容易にするための市場インフラの整備

日証協、証券保管振替機構（以下「ほふり」という。）、市場関係者は、米国における実務も参考に、社債権者への情報伝達及び意思結集を容易にするため、次の事項について検討を行い、一般債振替制度の下、ほふり及び口座管理機関等のインフラを活用した社債権者への通知・連絡方法及び社債権者の意思確認方法について、発行会社、口座管理機関等の事務・コスト負担を考慮しつつ、必要な制度整備を進める。

1. 検討課題

1－1 社債発行者（支払代理人）、社債管理者からほふりへの通知

- (1) 社債発行者（支払代理人）、社債管理者からほふりへの通知
- (2) 利用目的
 - ① 社債権者集会
 - ② 社債契約に定める発行会社の通知事項の連絡
 - ③ その他
- (3) 通知対象
- (4) 通知方法、通知事項等
- (5) その他
 - ① 法的対応の必要性
 - ② 費用負担
 - ③ その他

1－2 口座管理機関から社債権者への通知

- (1) 口座管理機関は、ほふりから通知があった場合には社債権者に通知を行う。
- (2) 通知対象（振替等により社債権者に変動があった場合の対応等）
- (3) 通知方法、通知事項等
- (4) その他
 - ① 法的対応の必要性
 - ② 役務提供の対価
 - ③ その他

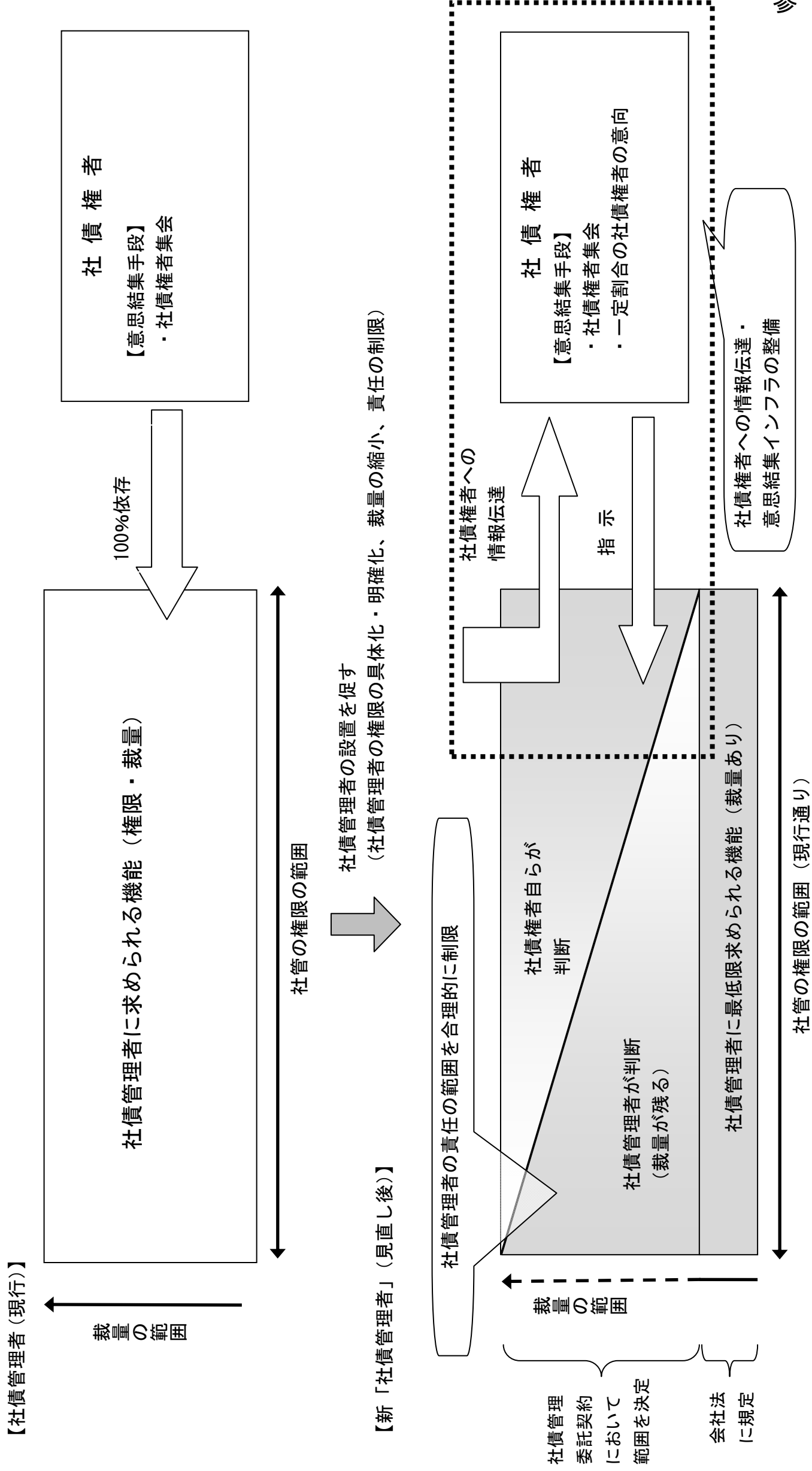
(参考) 社債権者集会における対応に関するガイドライン（一般債振替制度）

現在、ほふりにおいて、社債権者集会の開催・運営のための「社債権者集会における対応に関するガイドライン（一般債振替制度）」が策定されている。また、社債のデフォルト事案等では、管財人等からの要請に基づき、ほふりの個別措置として、ほふり及び口座管理機関を通じて社債権者へ連絡・通知が行われている。

以 上

新しい「社債管理者」の活用に向けた検討課題（イメージ図）

平成 24 年 4 月 4 日
社債市場の活性化に関する懇談会 第3部会



参 考

第 4 部会

（社債の価格情報インフラの整備等）

第4部会(社債の価格情報インフラの整備等)

I. 社債の価格情報インフラの整備

I-1 社債の取引情報の報告及び公表

社債の流通市場の活性化を図るためには、社債の取引情報を公表することにより社債の価格情報の透明性を高め信頼性を確保することが重要であり、米国・EU・韓国等の取組みを参考に、次のとおり、社債の取引情報の報告を求め、公表に向けた取組みを進める。一方、我が国社債の流通市場の現状を踏まえれば、社債の取引情報の公表による信用リスクが相対的に大きい企業の社債の流動性や、市場参加者の売買動向等への影響が懸念される。こうしたことから、社債の取引情報の公表に当たっては、公表対象銘柄、公表方法及び公表日に関して、段階的に公表を進める。併せて、下記IIの社債のレポ市場の整備その他社債の流通市場の活性化を図るための措置について、同時並行的に検討を行い、必要な制度整備を進める。

1. 社債の取引情報の報告

日本証券業協会（以下「日証協」という。）は、社債の取引情報の公表事務、社債の取引状況の分析及び公社債店頭売買参考統計値の信頼性の向上等に活用するため、日証協の自主規制規則に基づき、証券会社に対し、次により社債の取引情報の報告を求める。

(1) 報告対象取引・報告方法

- ① 証券会社は、当日に約定があった社債の取引について、日証協にその約定内容の報告を行う。
- ② 上記①の報告に当たって、証券保管振替機構（以下「ほふり」という。）の決済照合システムにより約定照合が行われた社債の取引については、ほふりから日証協への報告により行う。なお、同約定照合が行われなかった社債の取引については、その報告の取扱いの検討を行う。

(2) 報告内容（注）

銘柄名（ISIN 銘柄コード）、約定年月日、決済年月日、約定単価及び取引数量（額面金額ベース）、対顧客取引・業者間取引の別、課税玉・非課税玉の別

（注）ほふりへの約定照合内容とする。

(3) 実施時期

ほふりから日証協への報告システムの整備次第、実施する（下記2の(4)参照）。

2. 社債の取引情報の公表

日証協は、上記1により証券会社から報告があった社債の取引情報について、日証協の自主規制規則に基づき、次により公表を行う。ただし、社債の取引情報の公表が社債の流動性等に与える影響を考慮し、(1)の公表対象銘柄、(3)の公表方法及び公表日については、当分の間、例えば、当該各項目に掲げる公表対象銘柄、公表方法及び公表日とする。

(1) 公表対象銘柄

上記1により証券会社から報告があった全銘柄とする。

【当分の間の措置】

次の銘柄とする。

- ① 発行総額 500 億円以上の銘柄
- ② 一以上の格付機関から A 以上の格付を取得している銘柄
- ③ 過去の取引金額、取引件数等が一定以上ある銘柄

(2) 公表内容

約定年月日、銘柄コード、銘柄名、償還期日、表面利率、取引数量（額面金額ベース）及び約定単価

(3) 公表方法及び公表日

取引数量（額面金額ベース）10 億円以上、5 億円以上 10 億円未満、1 億円以上 5 億円未満、1 億円未満の 4 つに区分し、当該区分ごとに、取引日の当日、日証協ホームページに掲載すること等により公表する。

【当分の間の措置】

取引数量（額面金額ベース）5 億円以上、5 億円未満の 2 つに区分し、当該区分ごとに、取引日の翌日に、公社債店頭売買参考統計値と併せて、日証協ホームページに掲載すること等により公表する。

(4) 実施時期等

- ① 日証協は、ほふりにおいて平成 26 年 1 月に次期システムのリプレースが予定されていることから、同リプレースの状況を踏まえ必要なシステム整備を進め、同次期システムの稼働後に社債の取引情報を公表、実施する。
- ② 日証協は、社債の取引情報の公表の実施に向けて、社債の流通市場の活性化を図るための措置について同時並行的に検討、整備を進めるとともに、市場関係者との間で、引き続き、社債の取引情報の公表が社債の流動性に与える影響等についての検証を行い、具体的な実施日、公表対象銘柄、公表方法、公表日その他必要な事項について定める。
- ③ 日証協は、公表実施後、市場関係者との間で、定期的に社債の流動性に与える影響等について検証を行い、必要に応じて公表対象銘柄、公表方法及び公表日等について見直しを行う。

I－2 公社債店頭売買参考統計値の信頼性の向上について

- (1) 本部会では、報告書「社債市場の活性化に向けて」において、公社債店頭売買参考統計値の信頼性の向上に向けて重点的に取組むべき課題として指摘された事項について、次のとおり検討を行うとともに、日証協において、本部会での検討を踏まえた措置が講じられた。
- (2) 日証協において、引き続き、公社債店頭売買参考統計値の信頼性の向上に向けて、社債の取引情報の活用その他必要な措置の検討を行い、取組みを進める。

1. 日証協における指導・管理態勢の充実・強化（措置対応）

- (1) 日証協では、平成 23 年 4 月から、指定報告協会員から報告があった気配値について、継続的に平均値から大幅な乖離等があり市場実勢に合った見直しが行われていないなどと認められる場合、「管理レポート」を作成し、当該指定報告協会員に対してフィードバックを行う等の措置を講じた。
- (2) 日証協は、今後、上記 I により報告があった社債の取引情報を活用して、さらなる指導・管理態勢の充実・強化を図る。

2. 検討状況及び今後の対応

(1) 指定報告協会員名の公表

- ① 指定報告協会員名の公表については、次の意見があった。
 - イ. 投資家は、気配値と協会員名を同時に把握することができ、指定報告協会員への評価につながることから、指定報告協会員にとって、実勢に近い気配値を算出する最も効率的なインセンティブになるのではないかと。
 - ロ. 公社債店頭売買参考統計値の報告・公表は、社債の取引の気配値を広く一般に公表するという公共目的で行うものであり、協会員が直接の利益を得られるわけではないことから、報告を辞退する協会員が生じるなど報告のインセンティブを歪める結果になる可能性がある。
- ② 本部会での検討の結果、指定報告協会員名の公表には慎重な意見が多かったことから、指定報告協会員名の公表は当面は行わないこととした。

(2) 指定報告協会員の指定基準の見直し

- ① 指定報告協会員の指定基準の見直しについて、次の2点について検討を行った。
 - イ. 指定報告協会員は売買執行能力を有する協会員とすること。
 - ロ. 主幹事となった銘柄については指定報告協会員となることを義務化すること。
- ② 上記①のイについては、現在日証協に公社債の売買高等の指定報告協会員の指定基準があるが、当該基準の見直し・強化による社債の公表銘柄数の減少が懸念されとの意見があった。また、ロについては、日証協において調査の結果、主幹事となった銘柄については、当該証券会社は全て指定報告協会員として報告が行われている。
- ③ 日証協では、社債の公表銘柄数の減少等の影響を踏まえ、指定報告協会員の指定基準の見直しの検討を行う。

(3) 日証協への報告時限及び公表時間の繰下げ

- ① 日証協への報告時限及び公表時間の繰下げについては、指定報告協会員において気配値の算出時間が確保される一方で、市場関係者及び利用者の影響が懸念されることから、指定報告協会員の社内体制の整備の状況と合わせて、市場関係者及び利用者の公社債店頭売買参考統計値の利用状況の把握、検討の方向性・検討内容等の理解を得る必要がある。

- ② 日証協において、指定報告協会員の社内体制の整備に関するヒアリング及び市場関係者及び利用者へのアンケート調査を実施し、当該アンケート結果等を踏まえ、引き続き検討を進める。

Ⅱ．社債のレポ市場の整備その他社債の流通市場の活性化を図るための措置

社債の流通市場の活性化を図るため、日証協、ほふり、市場関係者は、上記Ⅰの社債の価格情報インフラの整備の取組みと同時並行的に、次の事項について検討を行い、必要な制度整備を進める。

Ⅱ－１ 社債レポ市場の整備及び決済・清算システムの機能拡充

- (1) 社債レポ市場の整備及び決済・清算システムの機能拡充に向けて、日証協において市場参加者等との勉強会（社債の決済・清算システムの機能拡充及び社債レポ市場の整備に関する勉強会）が設置され、平成24年2月、報告書「社債の決済・清算システムの機能拡充及び社債レポ市場の整備に関する勉強会における意見交換について」（以下「社債レポ市場整備等報告書」という。）が取りまとめられた。
- (2) 社債レポ市場整備等報告書では、具体的な検討課題が整理され、その検討・整備の方向性が示され、本部会において議論を行った。

1－１ 社債レポ市場の整備

- (1) 社債レポ市場の整備に向けて、社債レポ市場整備等報告書に基づき、次のレポ・レンディングサービスについて、段階的に検討、実施に移す。
- ① 証券貸借仲介サービス¹
 - ② 証券貸借サービス
 - ③ 担保管理サービス
 - ④ 清算機関による借入れ
- (2) 上記の検討、実施に当たっては、①の証券貸借仲介サービスから実施に向けた具体的な検討を行い、引き続き、②の証券貸借サービス及び③の担保管理サービスについて同時並行的に検討を進める。また、④の清算機関による借入れについては、次の1－2の決済・清算システムの機能拡充と合せて検討を行う。

¹ 決済機関等において、証券の借り手、貸し手双方のニーズを仲介するサービス（決済機関等において、残高情報等を基に取引の相手先を見つける、見つけやすくする仕組みを提供するサービス）

- (3) 併せて、一般債におけるフェイル慣行の見直し等について検討を行い、必要に応じて制度整備を進める。

1－2 決済・清算システムの機能拡充

- (1) 社債の決済・清算システムの機能拡充について、社債レポ市場整備等報告書において、次の具体的な課題が整理され、方向性が示された。
- ① 新しい清算スキーム（グロス＝ネット型DVP又はネット＝ネット型DVP）の導入（清算機関が設置された場合）
 - ② 現行のグロス＝グロス型DVP決済の発展形
- (2) 上記課題及び決済・清算システムの機能拡充・配置について、市場関係者及び関係するインフラ機関がコンセンサスを図りつつ、今後の社債の発行・流通規模及び清算機関設置のニーズの拡大及び清算機関の設置・運営等に係るコスト負担を見極めながら、段階的・発展的に検討、整備を進める必要がある。

Ⅱ－2 社債の追加発行（銘柄統合）

社債の追加発行（銘柄統合）は、社債の発行規模の拡大、流動性の向上に寄与するものであり、日証協、ほふり及び口座管理機関等において、発行会社及び投資家のニーズ等を踏まえ、その実現に向けての検討、システム変更その他必要なインフラ整備を進める。

Ⅱ－3 社債の取引単位の引下げ

- (1) 現状、多くの社債が機関投資家向け社債で、その額面金額が1億円以上となっていることから、社債市場が機関投資家向けと個人投資家向けに分断されているとの指摘がある。
- (2) 社債の取引単位の引下げが行われれば、流通市場における取引ロットの選択肢が広がり、より多くの多様な投資家の参加が見込まれる。
- (3) 今後の社債管理のあり方の検討、整備状況等を踏まえ、社債の取引単位の引下げに向けた具体的な検討を行う。

以 上

「社債市場の活性化に関する懇談会 第1部会」委員名簿

平成24年3月30日

部会長	野村修也	(中央大学法科大学院教授)
委員	朝比奈聡太	(大和証券キャピタル・マーケット引受審査部担当部長)
	阿部裕行	(S M B C 日興証券引受審査部長)
	宇佐美 慎	(東日本旅客鉄道財務部課長)
	大木 一也	(新日本有限責任監査法人公認会計士)
	大音厚智	(みずほ証券資本市場グループ副グループ長)
	小山考史	(東京海上アセットマネジメント投信債券運用部ニアフアントマネジャー)
	川崎 勉	(企業年金連合会年金運用部債券グループリーダー チーフ・ファントマネジャー)
	後藤 元	(東京大学大学院准教授)
	斎藤 昇	(有限責任あずさ監査法人公認会計士)
	佐藤友男	(三菱UFJモルガン・スタンレー証券引受審査部第二課長)
	辻 政利	(UBS証券引受審査部部長ディレクター)
	中谷朋喜	(三菱東京UFJ銀行CIB推進部次長)
	根本 泉	(三菱商事財務部資金チーム 資本市場担当次長)
	三浦 裕	(ゴールドマン・サックス証券法務部ネジング・ディレクター シニア・リーガル・カウンセラー)
	村上 そびゆ	(野村證券引受審査部次長)

アドバイザー 金融庁 総務企画局企業開示課

東京証券取引所

経済産業省 経済産業政策局

以 上 委 員 16 名
(敬称略・五十音順)

「社債市場の活性化に関する懇談会 第2部会」委員名簿

平成24年3月30日

部会長	神田秀樹	(東京大学大学院教授)
委員	赤井泉	(サリヴァンアンドクロムウェル 外国法共同事業法律事務所 弁護士)
	浅谷幸彦	(新日本製鐵 財務部 資金第一グループリーダー)
	東正憲	(野村證券 キャピタル・マーケット部 マネージングディレクター)
	栗津哲也	(証券保管振替機構 社債投信業務部次長)
	飯田一弘	(TOKYO AIM取引所 自主規制グループマネージャー)
	井潟正彦	(野村資本市場研究所 執行役研究部長)
	伊東誠	(三井住友銀行 投資銀行統括部 部長代理)
	井上正基	(JPモルガン証券 債券資本市場部長 エクゼクティブディレクター)
	大音厚智	(みずほ証券 資本市場グループ 副グループ長)
	加藤章夫	(国際投信投資顧問 債券運用部 円債運用グループリーダー)
	亀井純子	(新日本有限責任監査法人 公認会計士)
	河口大輔	(日本生命保険 金融投資部担当課長)
	河越美乃	(SMBC日興証券 資本市場業務部長)
	北原一功	(格付投資情報センター ストラクチャードファイナンス本部 副本部長)
	木村明子	(アンダーソン・毛利・友常法律事務所 弁護士)
	具志堅喜光	(三井物産 総合資金部 コーポレートファイナンス室次長)

小 泉 泰 郎	(ゴールドマン・サックス証券	投 資 銀 行 部 門)
		資本市場本部共同本部長
越 澤 一	(野村アセットマネジメント	ク レジ ャット 調 査 部 長)
小 松 原 秀 樹	(み ず ほ 信 託 銀 行	信託フ ロタ クツ 企 画 部)
		信託協会 担 当 室 長
渋 川 敦	(みずほコーポレート銀行	管 理 部 参 事 役)
高 尾 大 介	(有限責任監査法人トーマツ	公 認 会 計 士)
徳 島 勝 幸	(ニッセイ基礎研究所	金 融 研 究 部 門)
		上 席 主 任 研 究 員
中 谷 朋 喜	(三菱東京UFJ銀行	C I B 推 進 部 次 長)
平 井 克 弥	(大和証券キャピタル・マーケット	コーポレート・ファイナンス第二部)
		フ ロタ クツ 課 担 当 部 長
堀 内 将 道	(三菱UFJモルガン・スタンレー証券	デ ッ ト ・ キャピ タル ・ マーケ ャット 部)
		エグゼ クティブ ・ デ ィレ ク ター
吉 井 一 洋	(大 和 総 研	資 本 市 場 調 査 部)
		制度調査 担 当 部 長

オヴ ザー バ ー 金融庁 総務企画局企業開示課

日本銀行 金融市場局

経済産業省 経済産業政策局

以 上 委 員 27 名
(敬称略・五十音順)

「社債市場の活性化に関する懇談会 第3部会」委員名簿

平成24年3月30日

部会長	神作裕之	(東京大学)	法学政治学研究科教授)
委員	栗津哲也	(証券保管振替機構)	社債投信業務部次長)
	井潟正彦	(野村資本市場研究所)	執行役研究部長)
	伊東誠	(三井住友銀行)	投資銀行統括部部長代理)
	大音厚智	(みずほ証券)	資本市場グループ副グループ長)
	小峰琢磨	(オリックス)	財務部資本市場チーム主任)
	河口大輔	(日本生命保険)	金融投資部担当課長)
	吉良俊志	(S M B C 日興証券)	資本市場本部長補佐)
	小泉泰郎	(ゴールドマン・サックス証券)	投資銀行部門投資資本市場本部長共同本部長)
	小出篤	(学習院大学)	法学部教授)
	小島伸	(大和証券キャピタル・マーケット)	コーポレート・ファイナンス第二部プロダクト課共同課長副部長)
	小畠弘之	(三菱UFJモルガン・スタンレー証券)	デット・キャピタル・マーケット部エグゼクティブ・ディレクター)
	小松原秀樹	(みずほ信託銀行)	信託プロダクツ企画部信託協会担当室長)
	佐野隆美	(ニューヨークメロン信託銀行)	プロジェクト・マネージャー)
	渋川敦	(みずほコーポレート銀行)	管理部参事役)

田 頭 章 一	(上 智 大 学 法 科 大 学 院 教 授)
月 野 朝 美	(野 村 證 券 キ ャ ピ タ ル マ ー ケ ッ ト 部 次 長 兼 企 画 課 長)
徳 島 勝 幸	(ニ ッ セ イ 基 礎 研 究 所 金 融 研 究 部 門 上 席 主 任 研 究 員)
中 谷 朋 喜	(三 菱 東 京 U F J 銀 行 C I B 推 進 部 次 長)
難 波 修 一	(桃 尾 ・ 松 尾 ・ 難 波 法 律 事 務 所 弁 護 士)
西 山 賢 治	(日 興 ア セ ッ ト マ ネ ジ メ ン ト チ ーフ ・ コ ン プ ラ イ ア ン ス ・ オ フ ィ ー)
松 井 智 予	(上 智 大 学 法 科 大 学 院 准 教 授)
藪 田 敬 介	(日 立 製 作 所 財 務 二 部 担 当 部 長)
横 山 淳	(大 和 総 研 資 本 市 場 調 査 部 制 度 調 査 課 次 長)

ワザバー
 法務省 民事局参事官室
 金融庁 総務企画局市場課
 財務省 大臣官房信用機構課
 経済産業省 経済産業政策局
 東京証券取引所

以 上 委 員 24 名
 (敬 称 略 ・ 五 十 音 順)

「社債市場の活性化に関する懇談会 第4部会」委員名簿

平成24年3月30日

部会長	吉野直行	(慶応義塾大学)	経済学部教授)
委員	池上裕司	(証券保管振替機構)	社債投信業務部長)
	泉川恒明	(大和証券キャピタル・マーケット)	金融市場部企画課長)
	江口弘尚	(メリルリンチ日本証券)	グローバル・マーケット部門債券本部 マネージング・ディレクター)
	大堀智彦	(S M B C 日興証券)	N B A 業務部長)
	小川知博	(三菱UFJモルガン・スタンレー証券)	市場商品統括部副部長)
	笠間貴之	(ゴールドマン・サックス証券)	証券部門、債券為替 マネージング・ディレクター イ・グループクレジット・トレーディング 部長マネージング・ディレクター)
	河口大輔	(日本生命保険)	金融投資部担当課長)
	川崎勉	(企業年金連合会)	年金運用部債券グループリーダー チーフ・ファントム・マネージャー)
	小松原秀樹	(みずほ信託銀行)	信託プロダクツ企画部 信託協会担当室長)
	園生裕之	(有限責任監査法人トーマツ)	公認会計士)
	高尾憲久	(大和証券投資信託委託)	債券運用部 シニア・ファントム・マネージャー)
	手島大介	(野村證券)	グローバル・マーケット業務 推進室ヴァイス・プレジデント)
	徳島勝幸	(ニッセイ基礎研究所)	金融研究部門 上席主任研究員)
	中谷朋喜	(三菱東京UFJ銀行)	C I B 推進部次長)
	中塚富士雄	(格付投資情報センター)	市場研究室長)

根 本	泉（三 菱 商 事	財務部資金チーム）
藤 沼	誠（みずほインベスターズ証券	資本市場担当次長 債 券 部 長）
安 間	豊（野村アセットマネジメント	債 券 運 用 部 長）
藪 田 敬	介（日 立 製 作 所	財務二部担当部長）
山 口 典	男（み ず ほ 証 券	金融市場業務部副部長）
湯 原	尚（新日本有限責任監査法人	公 認 会 計 士）
吉 井 一	洋（大 和 総 研	資本市場調査部 制度調査担当部長）
和 田	康（東 海 東 京 証 券	債 券 部 国 内 債 券 ク`ループ`マネージャ`

オブザーバー 金融庁総務企画局

日本銀行金融市場局

東京証券取引所

以 上 委 員 24 名
(敬称略・五十音順)

「社債市場の活性化に関する懇談会 第1部会」における検討状況

平成24年3月30日現在

開催日		議 題・プレゼンター
第1回	平成22年 9月1日	1. 「『社債市場の活性化に関する懇談会』部会」の設置及び運営について 2. 報告書「社債市場の活性化に向けて」の概要等について 3. 証券会社の引受審査の見直し等について（意見交換）
第2回	10月6日	○ 社債発行における引受審査について ・ 朝比奈聡太氏（大和証券キャピタル・マーケット 引受審査部長：部会委員）
第3回	11月4日	○ 社債の機動的な発行について
第4回	11月25日	○ 社債の機動的な発行について
第5回	平成23年 2月7日	○ 証券会社の社債の引受審査の枠組みについて ・ 村上そびゆ氏（野村証券 引受審査部次長：部会委員）
第6回	3月9日	○ 証券会社の社債の引受審査の枠組みについて (1) 証券会社の社債の引受審査に期待される役割 (2) 社債の引受審査の簡素化・弾力化に向けた検討課題 (3) 証券会社の引受責任・役割分担 ・ 村上そびゆ氏（野村証券 引受審査部次長：部会委員）
第7回	4月28日	○ 社債の引受審査の簡素化・弾力化について ・ 村上そびゆ氏（野村証券 引受審査部次長：部会委員）
第8回	7月25日	1. 証券会社による社債の引受審査、役割分担のあり方について (1) 米国の法制度・判例 ・ 松澤 馨氏（森・濱田松本法律事務所 弁護士） (2) 金商法上の責任の範囲、ガイドラインの基本的な考え方

		・ 後藤 元氏（東京大学大学院 准教授：部会委員） (3) 財務諸表等に対する引受審査ガイドライン（案） ・ 村上そびゆ氏（野村証券 引受審査部次長：部会委員） 2. 「証券会社による発行登録制度下での社債の引受審査に関するガイドライン」等の追加検討事項
第9回	9月26日	1. 「財務諸表等に対する引受審査ガイドライン（案）」について ・ 後藤 元氏（東京大学大学院 准教授：部会委員） ・ 村上そびゆ氏（野村証券 引受審査部次長：部会委員） 2. 「証券会社による発行登録制度の下での社債の引受審査に関するガイドラン」に一部改正について（案）
第10回	11月1日	1. 「財務諸表等に対する引受審査ガイドライン（案）」について ・ 後藤 元氏（東京大学大学院 准教授：部会委員） ・ 村上そびゆ氏（野村証券 引受審査部次長：部会委員） 2. 「証券会社による発行登録制度の下での社債の引受審査に関するガイドラン」に一部改正について（案）
第11回	平成24年 3月27日	1. 「財務諸表等に対する引受審査ガイドライン（案）」の取りまとめ ・ 後藤 元氏（東京大学大学院 准教授：部会委員） ・ 村上そびゆ氏（野村証券 引受審査部次長：部会委員） 2. コンフォートレターの取扱いの検討状況について 3. 「社債市場の活性化に関する懇談会第1部会」検討状況について

「社債市場の活性化に関する懇談会 第2部会」における検討状況

平成24年3月30日現在

開催日		議 題・プレゼンター
第1回	平成22年 8月27日	1. 「『社債市場の活性化に関する懇談会』部会」の設置及び運営について 2. 報告書「社債市場の活性化に向けて」の概要等について 3. コベンナツの付与及び情報開示について（意見交換）
第2回	10月15日	○ 米国のハイ・イールド債市場の現状等について ・ 小泉泰郎氏 （ゴールドマン・サックス証券 資本市場本部マネージング・ディレクター：部会委員）
第3回	11月5日	1. 社債投資とコベンナツ等について ・ 越澤一氏（野村アセットマネジメント クレジット調査部長：部会委員） 2. 社債のコベンナツ等の情報開示について ・ 徳島勝幸氏 （ニッセイ基礎研究所 金融研究部門上席主任研究員：部会委員）
第4回	11月26日	○ 米国の社債に付与されるコベンナツの内容と開示の状況について ・ 井渦正彦氏（野村資本市場研究所 執行役研究部長：部会委員）
第5回 第2部会・第3部会 合同	平成23年 1月27日	○ 今後の検討の方向性について
第6回	3月8日	○ 「標準的なコベンナツモデルの検討」について ・ 東 正憲氏（野村証券 キャピタル・マーケット部マネージング・ディレクター：部会委員）
第7回	4月12日	○ コベンナツ等の情報開示について ・ 大音厚智氏（みずほ証券 資本市場グループ 副グループ長：部会委員）
第8回	6月7日	1. 本邦メザニン・ファイナンスとコベンナツ ・ 笹山幸嗣氏（株式会社メザニン 代表取締役） 2. 「標準的なコベンナツモデルの検討」について

		・ 東 正憲氏(野村証券 キャピタル・マーケット部マネージングディレクター：部会委員)
第9回 第2部会・第3部会 合同	8月24日	○ 社債のコベナントの多様化及び社債管理等について ・ 北原昭宏氏(三井住友銀行 証券ファイナンス営業部副部長)
第10回	10月19日	○ コベナント等の情報開示のあり方について ・ 浅谷幸彦氏(新日本製鐵 財務部資金第一グループリーダー：部会委員)
第11回	11月18日	○ コベナント等の情報開示のあり方について ・ 中谷朋喜氏(三菱東京UFJ銀行 CIB推進部次長：部会委員)
第12回	平成24年 1月30日	○ コベナント等の情報開示のあり方について ・ 吉井一洋氏 (大和総研 資本市場調査部制度調査担当部長：部会委員)
第13回	2月20日	1. 米国のハイ・イールド債市場の現状と投資家から見たハイ・イールド債市場について ・ 小島三津雄氏 (ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント マネージング・ディレクター) ・ 石橋孝能氏(ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント ヴァイス・プレジデント) 2. コベナントモデル(事例集)の策定について(案)
第14回	3月15日	○ 「コベナントモデル(参考モデル)」の策定について ・ 東 正憲氏(野村証券 キャピタル・マーケット部マネージングディレクター：部会委員) ・ 大音厚智氏(みずほ証券 資本市場グループ 副グループ長：部会委員) ・ 河越美乃氏(SMBC日興証券 資本市場業務部長：部会委員)
第15回	3月30日	1. 「コベナントモデル(参考モデル)」の取りまとめ ・ 大音厚智氏(みずほ証券 資本市場グループ 副グループ長：部会委員) 2. 「社債市場の活性化に関する懇談会第2部会」検討状況について

「社債市場の活性化に関する懇談会 第3部会」における検討状況

平成24年3月30日現在

開催日		議 題・プレゼンター
第1回	平成22年 8月5日	1. 「『社債市場の活性化に関する懇談会』部会」の設置及び運営について 2. 報告書「社債市場の活性化に向けて」の概要等について 3. 社債管理のあり方等について（意見交換）
第2回	9月10日	○ 社債管理者について ・ 北原昭宏氏（三井住友銀行 証券ファイナンス営業部副部長）
第3回	10月29日	○ 社債管理者に期待する役割及び業務について ・ 月野朝美氏（野村証券 キャピタルマーケット部次長：部会委員）
第4回	12月1日	○ 社債管理者に期待する役割及び業務について
第5回 第2部会・第3部会 合同	平成23年 1月27日	○ 今後の検討の方向性について
第6回	2月25日	○ 「社債管理人（仮称）」に期待する具体的な役割・機能について ・ 月野朝美氏（野村証券 キャピタルマーケット部次長：部会委員）
第7回	4月15日	○ 「社債管理人制度（仮称）」について ・ 難波修一氏（桃尾・松尾・難波法律事務所 弁護士：部会委員）
第8回	6月10日	○ 社債管理者の業務及び責務について ・ 北原昭宏氏（三井住友銀行 証券ファイナンス営業部副部長） ・ 野間要司氏 （三井住友銀行 証券ファイナンス営業部営業推進第三グループグループ長）

第9回 第2部会・第3部会 合同	8月24日	○ 社債のコバナンツの多様化及び社債管理等について ・ 北原昭宏氏(三井住友銀行 証券ファイナンス営業部副部長)
第10回	10月7日	○ 新しい社債管理者設置債について(案) ・ 中谷朋喜氏(三菱東京UFJ銀行 CIB推進部次長:部会委員)
第11回	11月18日	○ 米国におけるトラスティ業務について ・ Mr. Lincoln Finkenberg, Assistant General Counsel & Managing Director, The Bank of New York Mellon ・ Ms. Christine Johnson, Senior Product Manager & Vice President, The Bank of New York Mellon
第12回	12月16日	○ 新しい社債管理者設置債について(案) ・ 難波修一氏(桃尾・松尾・難波法律事務所 弁護士:部会委員)
第13回	平成24年 2月7日	○ 社債の期中管理について ・ 吉井一洋氏 (大和総研 資本市場調査部制度調査担当部長:部会委員)
第14回	2月27日	1. 会社法改正要望に向けた検討課題について ・ 難波修一氏(桃尾・松尾・難波法律事務所 弁護士:部会委員) 2. 社債権者への情報伝達・意思結集のためのインフラ整備について
第15回	3月16日	○ 新しい「社債管理者」の活用に向けた検討課題について
第16回	3月23日	1. 「社債管理人制度(仮称)」について 2. 「社債市場の活性化に関する懇談会第3部会」検討状況について

「社債市場の活性化に関する懇談会 第4部会」における検討状況

平成24年3月30日現在

開催日		議 題・プレゼンター
第1回	平成22年 7月30日	1. 「『社債市場の活性化に関する懇談会』部会」の設置及び運営について 2. 報告書「社債市場の活性化に向けて」の概要等について 3. 社債の価格情報インフラの整備について（意見交換）
第2回	9月8日	1. 社債の取引情報の公表について 2. 公社債店頭売買参考統計値の信頼性の向上について
第3回	10月13日	○ 社債の取引情報について ・ 池上裕司氏（証券保管振替機構 社債投信業務部長：部会委員）
第4回	11月15日	○ 社債の価格情報インフラの整備について
第5回	平成23年 2月16日	○ 社債の価格情報インフラの整備について (1) 社債の取引情報の公表 (2) 公社債店頭売買参考統計値の信頼性向上のための具体的な措置
第6回	4月14日	○ 米国における価格情報インフラ等について Mizuho Securities USA, Inc. ・ Mr. Vincent P. Murray (Managing Director, Head of Fixed Income Syndicate) Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) ・ Mr. Steven A. Joachim (Executive Vice President, Transparency Services) ・ Mr. N. Ola Persson (Director, TRACE, Transparency Services) ・ Mr. Alie Diagne (Associate Director, Fixed Income, Fixed Income Transparency Services)

第7回	6月2日	○ EUにおける価格情報インフラ等について International Capital Market Association (ICMA) ・ Mr. John Serocold (Senior Director, Market Practice and Regulatory Policy) Association for Financial Markets in Europe (AFME) ・ Mr. Mark Austen (Chief Operating Officer) ・ Mr. Rick Watson (Managing Director, Capital Markets) ・ Ms. Giulia Ferraris (Associate, Capital Markets) Xtrakter ・ Mr. Adrian Gill (Compliance Manager)
第8回	6月9日	○ 韓国における価格情報インフラ等について ・ チャ・サン・キ氏 (韓国金融投資協会 債券市場部長) ・ ジョン・ヒョンス氏 (韓国金融監督院東京事務所 課長)
第9回	9月20日	1. 証券監督者国際機構 (IOSCO) 「社債市場の透明性」報告書 ・ 松尾直彦氏 (西村あさひ法律事務所 弁護士) 2. 社債の取引情報の公表について
第10回	11月30日	○ 社債の取引情報の公表について
第11回	平成24年 2月29日	1. 社債レポ市場の整備及び決済・清算システムの機能拡充等について ・ 吉田 聡氏 (大和証券キャピタル・マーケット グローバル・マーケット業務部担当部長) 2. 社債の追加発行、社債の取引単位の引下げ等について
第12回	3月12日	○ 社債の価格情報インフラの整備等について
第13回	3月26日	○ 「社債市場の活性化に関する懇談会第4部会」検討状況について