



最近の事例を踏まえた社債市場の現状と課題

～インフラ面での課題を中心に～



平成25年2月15日

社債市場の活性化に関する懇談会

ニッセイ基礎研究所

金融研究部門

徳島勝幸

1. 課題認識



Finance

○日本の社債市場は活性化が必要

- 相対的に規模が小さい
 - 米国のように、金融機関による融資と社債市場が激しく競合しない国とでは、条件が異なる
 - 市場整備面での遅れが存在する
 - 会計・市場インフラ等でアジア諸国にも遅れる状況
 - インフラ等の整備が必要な領域の整理
 - 発行市場の問題
 - 流通市場の問題
 - 市場参加者の問題
- ⇒ 発行体の拡大(特に、信用力の低いもの)を優先的に取組む課題・目標として検討すべき(直接的及び間接的な手段)



- これまでの検討・議論で明らかになって来たことは、複数の課題が絡み合っているために、少しずつ丁寧に解きほぐす必要があること

「鶏か卵か」=原因と結果の循環構造

… 一足飛びの劇的な活性化は不可能

- 従来から挙げられている課題の中でも、
社債市場におけるインフラの整備
投資家の活性化
が喫緊の課題



○流通市場の課題

社債流通市場の特徴：相対取引である（必ずしも一物一価でない）
⇒流動性確保のための取組み

→価格透明性の確保

店頭売買参考統計値の精度向上・・・LIBOR事件と同様の危惧
取引情報の集計（公表）

欧米等では様々な目的はあるものの、取引終了後速やかに取引
価格等が公表されている

→社債レポ取引市場の創設

（適正時価が把握できなければ担保価値の判断は不可）

→社債取引単位の見直し

一般的な1億円単位という取引が参入を阻害（特に投信や年金）



○発行市場の課題

融資と社債の優劣関係の整備

“日本の無担保普通社債は劣後債である”という批判

※銀行ローンの存在を無視して議論することはできないが、
同じ無担保債権でありながら、必ずしも同順位でないこと

☆社債に付されているのは一般的に“社債間限定同順位特約”

融資・・・相対取引・債権放棄が可能／資金フローが把握できる
社債・・・市場取引・債権放棄は容易でない(社債権者集会)

同じ無担保の確定利付債務であるが、回収順位に差の生じる可能性
⇒プライシングで反映することも考えられるが、実際の市場はそうっていない



・融資と社債の優劣順位に関する問題

(いわゆる「後出しジャンケン」の問題)

- ・既存の社債権者に対して、後から優先される可能性のある債権者が参入して来ることをどう考えるか
また、その可能性を知らされていない可能性もある

例1: 不動産関連A社

例2: セラミックメーカーB社

例3: 電機メーカーC社



例：不動産関連A社

社債間限定同順位特約による融資の優位性
－融資に担保が付されても、社債は無担保

※A社の借入金（シ・ローン）に付されていたコベナンツ：
“日本格付研究所または格付投資情報センターの長期債
務格付けについてBBB一格を維持すること”
（格付けトリガー条項）

JCRがBBB一格からBB+格へ格下げ

→社債は無担保のまま、当該融資のみ繰上返済となり、
その後、同社は破綻



例：セラミックメーカーB社

シンジケート・ローンに付された財務上の特約適用回避

純資産維持： 75% (対前年度末)

レバレッジ制限： 5倍以内

→ 年度末に純資産維持条項に抵触の恐れ

金融機関と協議し、適用しない旨合意

併せて、契約内容を変更

+ 金融機関への担保提供：建物・機械・土地等

⇒ 既発行社債は無担保のまま放置

(社債間限定同順位特約付)

・・・即時に破綻させなかった点は評価できるが

その後、社債権者集会を開催して契約内容を変更



(参考)社債権者集会決議による社債契約の変更

[当初案]

- ・満期一括償還を分割償還に(最大6年の一部返済猶予)
(同時に社債の買付け@60%を実施)

[変更後]

- ・利率の引上げ
- ・満期一括償還を分割償還に(最大4年の一部返済猶予)
- ・繰上償還及び償還請求権条項の追加
- ・減債基金・支払制限・負債制限条項の追加
- ・社債権者に対する定期報告の実施
(同時に社債の買付け@76%を実施)

※社債権者集会の決議後に、裁判所の認可を得て有効に



例：電機メーカーC社

元来金融機関からの借入れはないものの、社債によって
資本市場から調達を行っていた

財務内容の悪化から、融資による調達を実施

新規の融資は担保付（有価証券及び不動産）

→新規に担保付融資が実施されても、社債は無担保
（しかも、この事実が社債権者には直接通知されない）

- ・社債間限定同順位特約による融資の優位性
- ・社債権者への通知の問題

3. 社債に関するインフラ面の整備



Finance

投資家による過度な期待の排除は必要

- ・受託銀行による買取り(1990年頃までの慣行)
- ・公募社債はデフォルトしないという思い込み

⇒必要なのは、適切かつ健全な市場慣行の形成

○パリパスの確保(債務間同順位)か

○影響するコベナントの適切なディスクロージャーか

(外部からの確認は容易でない)

→開示を前提としてプライシングで差を設ける



融資のコベナント開示はある程度必要

→主な開示例は、

- ①継続企業の前提に疑義
- ②事業等のリスク＋財政状態懸念 がある場合
任意に開示されるのは稀

- ①継続企業の前提に疑義のある場合の開示は必須
- ②の場合には、“継続企業の前提に疑義を生じさせるような事象”、
もしくは“経営に重要な影響を及ぼす事象”とされており、必ずしも
「社債権者にとっての重要性」ではない

☆一般的な開示に問題があるなら、格付会社が格付けの付与時に
内容を確認し、格付けの公表時にリスクの存在を明示する仕組み
を導入してはどうか



社債管理者制度の見直し

- ・設置義務があるのに付されない社債管理者
- ・財務内容に問題がないと手数料の無駄と言われ、問題があると手数料が不足だという批判
- ・社債管理者の権限・義務は広範囲に及ぶ
- ・社債権者の代理人であるが、利益相反の懸念が存在
(歴史的には、受託銀行の制度を修正して継続)

☆今日的な見直しが必要

契約等によって権限・義務・役割を限定・明確化(“社債管理人(仮称)”等)した上で、会社法の本則に戻り、信用力の低い社債に関して設置の強制化を図ってはどうか



社債権者に対する情報提供の充実

- これまでは、様々な意味において、投資家である社債権者に対して、必ずしも十分な情報提供が行われていない
 - 確定利付債務であるから、特に不要という思い込み
 - 実際のところ、投資家が誰かを発行体は知らない
 - ステークホルダーとしての扱いを明確化(責任の分担)
- 発行体と投資家の間での情報伝達
 - 募集時は仲介者である証券会社が機能しているが、その後については、必ずしも期待されていない
 - 公告に代わる情報伝達手段の確立(ほぶりの活用等)
 - 社債権者の意思結集(社債権者集会以外のアクション)

以上