

「第5回 社債市場の活性化に関する懇談会 第2・3部会合同部会」議事要旨

日 時 平成23年1月27日（木）午後4時～6時10分
場 所 日本証券業協会 第1会議室
出席者 神田第2部会部会長、神作第3部会部会長ほか各委員

議事概要

1. 今後の検討の方向性について

事務局から、第2・3部会の検討課題・検討状況及び今後の検討の方向性について、次のとおり、配付資料「社債のコバナンツの多様性及び社債管理等について（整理検討メモ）」に基づき報告・説明があった後、意見交換が行われた。

【報告・説明】

- ・ 配付資料は、社債のデフォルト前後に区分して、第2・3部会での検討課題及び検討状況を整理した。
- ・ 現在、社債は、社債権者保護の仕組みとして社債管理者制度が整備されている。
- ・ 社債管理者制度では、期中管理として発行会社の財務内容のモニタリング機能とデフォルト社債の債権の保全・回収機能があるが、現在発行されている社債の約8割は、財務代理人（Fiscal Agent／以下「FA」という。）債・社債管理者不設置債である。
- ・ （資料左上の）社債の期中管理では、社債管理者は、会社法上、その公平誠実義務・善管注意義務の具体的な責務及び損害賠償の範囲が不明確なため、重い責務となっている。
- ・ 多くの社債では、メインバンクが社債管理者に就任していることから、デフォルト前後の利益相反の問題があり、特に低格付社債を発行する企業においては、社債管理者への就任が困難なケースも考えられる。
- ・ 次に、（資料右上の）第3部会において検討が行われている「デフォルト社債の管理」に関する検討課題及び検討状況を説明させていただきたい。
- ・ 2008年の金融危機後にデフォルトした社債は、すべてFA債であったが、機関投資家においても、債権の届出やその他必要な手続で混乱が生じ、回収不安が広がった。
- ・ 当時、証券会社や社債管理者である銀行では、機関投資家から、こうした債権の届出や手続について、多くの照会を受けた。
- ・ 第3部会では、こうした投資家のニーズに対応し、現状の問題点の解決を図るため、社債

権者の法定代理人として、社債のデフォルト後の債権の保全・回収機能に特化した「社債管理人」制度（仮称）について提案があり検討を行っている。

- ・ 「社債管理人」に期待される具体的な役割・機能は、次のとおりであり、特に④は、制度設計をしていくうえで大きなポイントである。

- ① 債権の届出
- ② 同順位の債権に劣後しないよう「管理」
- ③ 社債権者間の利害調整
- ④ 社債権者集会の招集（招集権付与）

- ・ 「社債管理人」制度の構築に当たっての具体的な課題は、次のとおりである。

- ① 社債のデフォルト後の役割、機能、必要な権限

⇒ 今後、具体的な内容を定めていく必要があり、①の具体的な内容が固まれば、②の「資格要件」の検討が進むものと考えている。

- ② 資格要件（担い手、利益相反・欠格要件等）

⇒ 「社債管理人」制度は、社債のデフォルト後の業務に特化するのであれば、倒産法制・実務に明るい法律専門家・弁護士でも良いのではないかといった意見がある。

⇒ 「社債管理人」制度は、今後具体的に検討を行う役割・機能にもよるが、安定的な制度とするため、法律上の手当て、会社法での規定が必要ではないかといった意見がある。

- ③ 社債管理者、FA との分担、「社債管理人」の活用

⇒ 社債管理として3つの形態となるが、どのように活用し設置していくかは、投資家及び発行会社のニーズに応じて、社債管理者、FA、「社債管理人」が選択・設置される仕組みとし、社債の魅力を高めていくためには、このような柔軟な対応が必要ではないかといった意見がある。

- ④ コスト負担

⇒ コストは、市場メカニズム、ニーズにより決まるものではあるが、発行会社からは、コストについて整理・理解ができなければ、「社債管理人」の活用が進まないのではないかといった意見がある。

- ⑤ 社債のデフォルト前（期中）に期待される役割

⇒ 社債のデフォルト前・期中の役割にも期待する投資家やそのニーズがあるのではないかと
といった意見がある。

⇒ これは、第2部会でのコベンツの多様化やコベンツの管理の議論に関係する。

- ・（資料左側の）第2部会における検討課題及び検討状況を説明させていただきたい。
- ・ 現在、社債に付与されているコベナンツは、担保提供制限条項と、その実効性を確保するための担付切替条項がセットされた非常にシンプル（ワンパターン）なものである。
- ・ 多様なコベナンツが社債に付与されることにより、社債という商品を多様化し、市場参加者も多様化を図ろうということで、「1-1 標準的なコベナンツモデルの策定・例示」が検討課題となっている。
- ・ コベナンツの主な機能は、次のとおりである。

(1) 劣後性回避機能

① 担保提供制限条項（社債間限定同順位）

② 担付切替条項

⇒ 現在、発行されているほとんどの社債は、社債間限定同順位になっているため、他の債務・ローンに劣後することから、全債務間同順位が必要ではないかという意見がある。

⇒ 一方、全債務間同順位とすれば、発行会社の財務活動に制限を与えることになり、特に、格付の低い会社では、社債の発行が進まないのではないかといった意見がある。

⇒ 米国の社債市場では、原則として全債務間パリパスであるものの、多くのケースでは投資家と発行会社の間の交渉によって例外規定が存在している。我が国社債市場においても、例外規定といった中間的・柔軟なものも考える必要があるとの意見もあり、コベナンツに関する多様化の取組みが必要ある。

⇒ 全債務間パリパスの問題は、コベナンツに関する開示を促せば解決できるとの意見もある。

(2) センサー機能

⇒ 例示した事例は、これまで多くの社債に付与されてきたコベナンツである。

① 純資産維持条項

② 利益維持条項

③ 配当制限条項

⇒ ①～③は、会社の信用リスクの変化を把握するコベナンツである。

④ その他

⇒ チェンジ・オブ・コントロールといった業務内容を把握するコベナンツがある。

⇒ その他、様々なコベナンツを組み合わせることによって、柔軟に多様化させて、標準的なコベナンツモデルの策定・例示の検討をお願いしたい。

- ・ コベナンツは、債権保全の効果や、期限の利益の喪失のトリガーとなることから、多様な

コベンツが社債に付与されれば、「1-2 社債管理者によるコベンツ管理」が必要となる。

- ・ コベンツ管理は、現行の制度の下で、社債管理者の管理が必要なコベンツや、発行会社の開示に伴って投資家が把握できるコベンツ、第3部会の「社債管理人」制度（仮称）との関連で「社債管理人」が受動的に管理するコベンツなどが考えられる。
- ・ コベンツの多様化と併せて、コベンツの管理も、柔軟に対応していく必要がある。
- ・ 次に「1-3 コベンツ抵触時の対応」が課題となる。「社債では、コベンツ違反で、直ちにデフォルトになるものの、ローンでは、契約内容をアmendすることができる。米国では、社債においてもコベンツに抵触したときには、デフォルトする前に、発行会社と投資家との間で活発な相談が行われている。」とのことであり、このような柔軟な条件変更等が可能になれば、社債という商品が多様化し、魅力が増すと考えられる。
- ・ 現状、社債の条件変更は、事実上、社債権者集会の決議が必要になるため、社債権者集会の柔軟な開催や、「証券保管振替機構（以下「ほふり」という。）のシステムを使った投資家の意向が確認できる仕組みが考えられる。」といった意見がある。
- ・ 「1-4 社債管理者の責務」、利益相反の問題については、次のような検討課題がある。
 - ① 社債管理者の責任範囲の明確化
 - ② 欠格事由の要否の検討
 - ③ 損害賠償責任に係る一般規定の検討
- ・ 「2. コベンツ等情報開示」とは、投資家保護の観点から、必要なコベンツ等情報の適切な開示として、次のとおりである。
 - ① 有価証券報告書における開示
 - ② 米国の臨時報告書フォーム8-Kに相当する法的開示
 - ③ 取引所による適時開示
- ・ ローンのコベンツ・担保の開示は、標準的な情報開示モデルの策定・例示が進めば、発行会社の情報開示が進むのではないかといった意見や、一定の情報について開示が必要ではないかといった意見がある。
- ・ 社債のコベンツ情報の一層の充実は、例えば、現行の発行登録追補書類で、社債に付与されたコベンツが開示されているが、その開示自体が、募集日当日に限られるといった問題点が指摘されている。

【意見交換】

- ・ 本日の合同部会では、事務局から説明があった「社債のコベナントの多様化及び社債管理等について（整理検討メモ）」の内容等を踏まえて、第2・3部会の各課題に対する今後の検討の方向性及び連携方法等について、各委員より忌憚のない意見をいただき、議論を深め、次回以降の各部会の検討につなげていきたい。

(1) 金融危機と社債市場の機能維持について

- ・ 社債市場の活性化に関する懇談会（以下「本懇談会」という。）は、2008年9月のリーマン・ブラザーズ証券破綻を契機に議論が開始されたことから、第2・3部会での各課題の検討に当たっては、平時に限らず、2008年の国際的な金融危機のような有事において、どのように、我が国社債市場が対応できるのか念頭に置いて議論を行う必要がある。
- ・ 過去の有事の際には機関投資家が社債投資を行わなかったため、個人向け社債の発行が増加したことがあった。個人向け社債の場合は、社債管理者において、通常のモニタリングが必要であり、また、コベナントの付与のあり方も若干考えなければならないのではないか。このような観点で、各部会では、議論を行う必要があると考える。
- ・ 機関投資家としては、平成20年9月のリーマン・ブラザーズ証券破綻時は一時的に社債の発行が出来なかったことから、将来の有事を想定して、どのように、我が国社債市場が対応できるのかについて議論を行うことは賛成である。
- ・ 発行会社としては、平時に限らず、有事を想定した議論を行うことについて賛同するものの、有事を想定した議論を行った結果、発行会社の財務活動が制限されないように議論を行っていただきたい。

(2) 「社債管理人制度（仮称）」について

- ・ 投資家は、「社債管理人（仮称）」に対して、社債のデフォルト前に何を期待しているのか。その期待される内容によっては、社債管理者制度と相違点がないのではないかと。
- ・ 社債管理者制度と「社債管理人」制度で相違点がないのであれば、発行会社からは、「なぜ、新たに類似する制度を構築するのか。『社債管理人』制度は、使い勝手が悪いのではないかと。」といった指摘を受ける可能性がある。そのような指摘を受けないためには、「『社債管理人』に対して何を求めるのか。」について、明確化を図る必要がある。

- ・ 発行会社の立場からは、社債管理者の役割を整理すれば、必然的に、社債管理者と「社債管理人」の枠組みが類似してくるのではないかと考えている。各々の制度は、可能な限り、シンプルであれば良いと考えており、仮に、類似する複雑な仕組みが2つ存在すれば、発行会社にとって使い勝手が悪く、「社債管理人」制度が構築されても、活用されない可能性があるのではないか。
- ・ 発行会社としては、起債に当たって、シンプルな社債管理者制度の下に、投資家との間で、意見交換を通じて様々なオプションを付与していく方法が良いと考える。
- ・ コベンツへの抵触状況を注視する役割が「社債管理人」に求められるのであれば、発行会社としては、社債管理者と「社債管理人」との間に、どのような違いがあるのか不明確となるため、どこかで線引きを行い、良い解決策を検討しなければならない。
- ・ 第2部会の参加者から見て、第3部会において検討されている「社債管理人」について、どのような制度を想定しているのか十分に理解できないところがある。
- ・ 「社債管理人」を社債権者の法定代理人と呼ぶからには、会社法の改正を想定しているのか。「社債管理人」に期待される役割・機能として、① 債権の届出、② 同順位の債権に劣後しないよう「管理」、③ 社債権者間の利害調整、④ 社債権者集会の招集（招集権付与）が検討されているが、仮に、「社債管理人」に法定の権限を与えないのであれば、社債の発行要項に定めることによって権限を付与することができるのか。
- ・ 「社債管理人」は、米国トラスティーのように発行会社に対するモニタリングの責任を負うものではないと理解している。一方、社債管理者については、責任の範囲・程度を見直す必要があるのではないか。
- ・ 個人向け社債の発行の場合は、投資者保護の観点から、コベンツの遵守状況についてモニタリングが必要ではないかといった考え方がある。今後、多様化されたコベンツの遵守状況について、常にモニタリングを行うことは、現実的とは言えないのではないか。仮にモニタリングを行えば、社債の発行コストの増加につながるため、さらに、社債の発行量が減少することになるのではないか。
- ・ 今後、低格付の企業に対して社債の発行を促すのであれば、現行の社債管理者によるモニタリングと比べて、更に強いモニタリングが必要となるのではないか。したがって、第2・3部会においてターゲットとする発行会社が低格付の企業であれば、第3部会において議論が行われている「社債管理人」制度と合致していないのではないかと感じた。

- ・ 「社債管理人」制度は、そもそも、「社債管理者が必要であるのか。」といった観点から提案された内容である。具体的には、「社債管理者は、平時において、特段何も行っていないにもかかわらず、発行会社から、高い社債管理手数料を支払っている。」といった指摘や、「FA債がデフォルトした場合、社債権者（投資家）は、どのような行動をすれば良いのかわからない。」といった問題点を解決すべく、「社債管理人」制度が提案されている。出来合いの制度への批評でなく、当事者のニーズを満たす一類型として見るべきではないか。
- ・ 社債がデフォルトした後の債権の届出手続等について、不安に感じている投資家が存在するため、社債管理者としては、「社債管理人」制度を整備して、そのような不安を感じる投資家を呼び込むことができれば良いと考える。
- ・ 社債管理者制度の問題点としては、社債管理者の責任範囲が明確ではないといった意見があり、今後、「社債管理人」制度を構築したとしても、社債管理者制度と同様の問題が生じてくるのではないかと考える。
- ・ 「社債管理人」制度は、発行コストを含めて社債に関するコストの削減を図ることが意識されているが、そのコスト削減を主たる目的として、新たな制度を構築すべきではないと考える。
- ・ 社債のデフォルト前後では、社債管理者の業務内容が異なることから、その前後で分業化したうえで、専門的な知識を持つ経験豊かな者が対応すれば良いと考える。
- ・ 「社債管理人」制度では、どのような者が就任することが最も適切であるのか。例えば、法律の専門家が就任することが適切であるのか。どのような組織を有する者が就任すれば良いのか検討する必要があるのではないか。
- ・ 「社債管理人」は、投資家のニーズを満たすために、パッシブな役割が良いのか、若しくはアクティブな役割が良いのか。アクティブな役割が求められる場合は、「社債管理人」の責任を明確化するとともに、社債管理手数料の考え方も整理しなければ、「社債管理人」に就任する者は存在しないのではないか。
- ・ 第3部会では、「社債管理人」制度について、会社法の改正を想定しているのか。それとも、現行法の枠組みの下、発行会社と「社債管理人」との契約によって、実務を進めていくのか。
- ・ 「社債管理人」は、社債権者の法定代理人であることを想定しているため、会社法上の手当が必要であると考えている。FAに若干の機能を付加した「社債管理人」であれば、十分に機能しないと考えている。

- ・ 「社債管理人」制度は、理想として会社法の改正が望ましいため、会社法を改正せず、契約に基づく代理人である「社債管理人」は想定していないといった考え方で良いのか。
- ・ 平成20年9月のリーマン・ブラザーズ証券破綻時における我が国社債市場の混乱を振り返れば、引受証券会社の立場で見れば、「社債管理人」制度について、法律上の手当を明確にしておかなければならないと考える。
- ・ 「社債管理人」制度について、法律上の手当を明確にしておかなければ、我が国社債市場は、有事となったとき、適切に機能しないのではないかと考える。
- ・ 社債の発行を活性化させたい主たる対象は、基本的に機関投資家向けの公募普通社債であるものの、個人投資家向け社債、私募債や転換社債型新株予約権付社債についても、会社法上の規定により発行されるため、「社債管理人」制度の構築に当たっては、会社法の改正を視野に入れた、十分な議論が必要であると考えます。

(3) 標準的なコベナンツモデルの策定・例示について

- ・ 最近発行された社債に付与されているコベナンツの中で、担保提供制限条項（ネガティブ・プレッジ）は、各社各様の内容であるが、引受証券会社から見て、コベナンツの内容が、調達コスト、プライシング及びスプレッドに影響を与えているとは言えない状況である。
- ・ コベナンツモデルの策定に当たっては、いくつかのポイントがあるが、コベナンツは、モニタリングを必要とするのか、必要としないのか。例えば、銀行のように、発行会社との間で取引関係を有していなければ、発行会社のモニタリングはできないのか。一方で、発行会社の財務諸表を確認すれば、簡単にモニタリングができるコベナンツなのか。
- ・ 現在、引受証券会社及び発行会社（社債管理者設置債の場合は、社債管理者を含む。）では、起債毎に、オーダーメイドでコベナンツの内容等を決定しているが、ある程度、標準的なコベナンツモデルが存在すれば、社債の多様化が図られるとともに、商品組成の時間とコストが相当軽減できると考える。
- ・ 社債に付与されるコベナンツの内容は、発行会社と投資家の関係によって決定されている。標準的なコベナンツモデルは、多くても4つ程度、策定・例示できるのではないかと考える。
- ・ 米国社債市場においても、標準的なコベナンツは4パターン程度であり、第2部会においては、① コベナンツライト、② コベナンツヘビー、③ ノーマルコベナンツの3つのパターン

に区分して議論を行えば良いのではないか。

- ・ 我が国社債市場に投資家が存在しない場合、外国人投資家を呼び込まなければならず、ドキュメンテーションは、日本語と英語の両方を準備しておく必要があり、コベナンツの内容は、ある程度、グローバル化しておく必要があるのではないか。
- ・ 引受証券会社の立場では、我が国社債市場が有事となったときに使いやすい内容のコベナンツを準備しておかなければならないのではないかと考える。
- ・ 社債管理との関係では、「社債管理者又は『社債管理人』に対して、何を期待するのか。」が具体的に抽出できれば、複数のコベナンツモデルを策定・例示できるのではないか。例えば、担保提供制限条項（ネガティブ・プレッジ）についても、複数のパターンを準備しておけば、発行会社は、その業況に応じて、複数のコベナンツモデルの中から選択できるようになるのではないか。
- ・ 標準的なコベナンツモデルが策定されれば、社債管理者としては、モニタリングすべき内容を特定しやすいのではないか。「投資家は、何を期待して、どのようなコベナンツを必要としているのか。」について、第2・3合同部会で検討することが必要ではないか。
- ・ 投資家が、社債の購入条件として、コベナンツに抵触しやすいコベナンツの付与を求めるとであれば、発行会社は、そのようなコベナンツを付与した社債の発行は回避すると考える。
- ・ 社債とローンの債権者間で平等性の確保・完全なパリパスを求めることは困難であると考え
- ・ 引受証券会社の立場から見て、担保提供制限条項（ネガティブ・プレッジ）における社債と一般金銭債務の債権者間の平等性の確保・パリパスは、発行会社、社債管理者及び投資家から理解を得るのは難しいと考える。
- ・ 社債管理者が、一般金銭債務に担保を設定しているか否かについて常時モニタリングすることは、実務的に非常に難しく、ワークしないのではないか。また、ワークしたとしても相当なメンテナンスコストを強いられるのではないか。
- ・ 社債に対して、債権保全の確実性を高めるためのメンテナンス・コストをどの程度負担するのか。一方で、社債がデフォルトした後の債権の保全についてどの程度まで確実性を追求するのか。両者の関係は、トレードオフであるため、第2部会では、メンテナンスコストの極小化

と債権保全の確実性の極大化との均衡点を探るような形で、コベンツの内容を検討するのが望ましい。

- ・ 米国社債市場の実務によれば、社債とすべての金銭債務の担保は、パリパスとするのではなく、例外規定を設けてモニタリングコストを低くしているとのことであった。第2部会では、トレードオフの関係の中で、いくつかのレベルのコベンツを提案して、メリットとデメリットを検討しながら議論を進めれば良いのではないかと考える。
- ・ 発行会社の立場から見た場合、コベンツの多様化の議論は重要であるものの、コベンツの多様化が進むことは、一步間違えれば、企業の財務活動が制限されることになるため、銀行ローンと比較して、社債の発行がわずらわしいと感じるのであれば、新たな企業を呼び込むことはできない。
- ・ 投資家は、発行会社に対して、多様なコベンツ（担保提供制限条項（ネガティブ・プレッジ）のパリパスを考慮したもの）が付与された社債や、社債管理者設置債の発行が増えることを期待する一方で、投資家の要求によっては、発行会社のコストが押し上げられ、財務活動に影響を与えるのであれば、発行会社は、社債の発行を選択せず、銀行ローンに頼るのではないかと考える。

(4) 社債管理者によるコベンツ管理及び社債管理者の責務について

- ・ 投資家は、社債管理者に対して、何を求めているのか。社債管理者に対して過度な負担を掛けているのであれば、その負担を取り除いても良いのではないかと考える。
- ・ 社債管理者は、どのようにコベンツの管理を行えば良いのか。現在社債に付与されているコベンツは、平成8年1月に社債の適債基準及び財務制限条項が撤廃されたにもかかわらず、当時のままで付与されており、現状の経済実態に即していないのではないかと考える。
- ・ 発行会社の負担感を踏まえたうえで、投資家は、どのようなコベンツが社債に付与されていけば購入するのかについて、検討が必要ではないかと考える。
- ・ 社債管理者は、何を管理すれば良いのか。この論点は、数年来の商法改正及び会社法改正時において、議論が行われていなかった。
- ・ 現行の社債管理者制度では、社債管理者の責任が重く、責任の範囲も不明確であるため、社債管理者へ就任する者が少ないのであれば、社債管理者の責任の軽減化に向けた検討が必要であると考える。

はないか。

- ・ 社債管理者によれば、社債がデフォルトした後の手続は、明確であり負担感がないものの、社債がデフォルトする直前では、非常に負担感が大きいとのことである。
- ・ したがって、社債がデフォルトする直前において、一体、社債管理者は、どこまで何をすれば良いのか（例えば、担保権を取得する際は、どの程度適切に行わなければ損賠賠償請求の対象となるのか等）について、明確化する必要があるのではないか。
- ・ 社債がデフォルトする直前における社債管理者の負担感が大きければ、信用リスクが相対的に大きい企業においては、社債管理者に就任する者が存在しないのではないか。この問題点が解決しないのであれば、議論が前進しないと考える。
- ・ まず、第2・3部会において、どのようなコベナントが必要とされており、どの程度、社債管理者によって管理される必要があるのかについて議論を行ったうえで、社債管理者の責任を明確化することが非常に重要ではないか。
- ・ 投資家や市場関係者には、銀行である社債管理者が社債の発行者である融資先との間で利益相反の問題を抱えていることを承知のうえで社債管理者に就任していることから、デフォルト直前に、不適切なことを行うことはないといった期待がある。銀行としては、当然ながら、不適切なことを行うわけがなく、法律的にも許されないが、このような状況下、社債管理者は、利益相反の問題に非常に気を遣って業務を行っている。
- ・ 利益相反の問題を抱えるメインバンクは、今後とも、社債管理者に就任して本当に良いのか。デフォルト前は、メインバンクが社債管理者に就任する役割は大きいですが、デフォルト後においては、利益相反の問題を抱えているため、今後、根本的な検討を行わなければならないのではないか。

(5) 社債のコベナント抵触時の対応等について

- ・ 引受証券会社の立場からは、現状のコベナントの問題点の一つは、担付切換条項によるウェーバー (waiver/権利放棄) が効くか否かが非常に大きなポイントになっているため、担保を提供することが難しい発行会社の社債には社債管理者が設置されにくく、このことによって社債の発行が困難になっているケースがあることだと考えている。担保を提供できない企業であっても、何らかのコベナントを社債に付与することによって、投資家に対して社債の購入を促す余地があるのではないか。

- ・ これまでの議論では、「発行会社のモニタリングは、投資家自身が行えば良い。」といった意見がある一方で、「発行会社のモニタリングは、投資家の代表が見て欲しい。」といった意見もあった。いずれにせよ、投資家自身は、社債がデフォルトになることを望んでなく、コベナンツ抵触時において、発行会社と社債権者（投資家）との間で柔軟な条件変更が可能となるかどうかという点が、より重要で難しい論点であろうと思う。
- ・ 現行の社債管理者制度では、コベナンツ抵触時において、発行会社と社債権者（投資家）との間で条件変更を行うことが可能かどうか。それが難しいのであれば、社債管理者の役割を何らかの形で明確化する、或いは変更することが必要かどうか。社債管理者が十分な役割を果たせないのであれば、現在検討を行っている「社債管理人」が、社債権者（投資家）の代表として役割を果たすことができるのか。そういった点に第2・第3部会の議論の接点があると認識している。
- ・ 社債管理者の立場から見れば、社債に多様なコベナンツが付与されたとしても、その実効性が伴わなければ意味がないため、コベナンツ抵触時の対応について、非常に重要な論点であると考えている。
- ・ シンジケートローンでは、コベナンツ抵触時において、金融機関・貸手側の総意によって、ウエーバーすることができる。一方、社債では、社債権者集会を開催しなければならないため、シンジケートローンと社債の間では、コベナンツ抵触時の対応において大きな差異が生じている。この問題を解決するためには、社債権者集会を開催する前に、社債権者の意向を集約できるシステムが存在すれば良いのではないかと。例えば、ほふりのシステムを活用して、そのルールの中で社債権者の意向を集約できれば、コベナンツに関する議論は、更に深掘できるのではないかと。
- ・ 社債のコベナンツ抵触時において、新たに担保を設定する、又はデフォルトとするといった極めて重い対応ではなく、例えば、社債のクーポンレートの引上げ（プライシンググリッド）を行うなど、リスクに応じたリターンを投資家の意向を集約したうえで要求できるシステムが存在すれば、社債は、シンジケートローンに近い商品となるのではないかと。
- ・ シンジケートローンでは、コベナンツ抵触時において、金融機関・貸手側の総意によって、ウエーバーすることができるものの、市場関係者からは、相対取引による銀行ローンとシンジケートローンを比較した場合、シンジケートローンは、柔軟な条件変更が相当困難であると聞いている。社債のコベナンツ抵触時の対応において、社債権者集会を活用した条件変更は相当

困難ではないかと感じている。

- ・ コベンツ抵触時の対応として、社債権者集会を開催のうえ、発行会社と社債権者の間で条件変更を行うことは、非常に手間の掛かるものである。そのため、米国の実務にあるように、発行会社が、公告により社債権者に対して、エクスチェンジ・オファーを公表する方法もある。第2部会においては、エクスチェンジ・オファーの議論も検討していただきたい。
- ・ 社債管理者としては、我が国社債市場において、何が求められているのかといった視点で、議論を行っていきたく強く考えている。コベンツの抵触時の対応として、「発行会社は、エクスチェンジ・オファーを行えば良いのではないか。」といった意見があったが、社債管理者としても、一つのアイデア（投資家が発行会社へアクセスする動機付け）として、例えば、直には社債のデフォルトにならないコベンツを付与することができないかと考えている。
- ・ コベンツ抵触時の対応として、社債権者集会の活用以外の方法を念頭に置くのであれば、「社債管理人」に対して、社債権者集会の招集権を与える必要がないため、会社法の改正ではなく、ソフト・ロー的な対応も可能であると考えられる。
- ・ 他方、コベンツ抵触時の対応として、発行会社と社債権者の間で条件変更等を行うべく、社債権者集会の活用等を想定しているのであれば、「社債管理人」制度についても、社債権者集会の招集（招集権付与）が必要不可欠な条件となり、会社法改正が必要となってくる。
- ・ その意味で、「社債権者集会の活用『等』」における「等」とは、どのようなことを想定しているのかについて、両部会でコンセンサスを得ておく必要があるのではないかと。
- ・ コベンツ抵触時の対応として、発行会社と社債権者（投資家）との間で柔軟な条件変更等を行うべく社債権者集会を活用する場合に、ほふりのシステムを利用して事前に社債権者の意向を確認できれば望ましいといった意見があった。ほふりとしては、社債市場の活性化のためにお役に立つのであれば、是非とも貢献させていただきたい。
- ・ ほふりは、振替に関する業務が主たる業務であり、現行制度の枠組みで、社債権者の意向を確認できるのか検討しなければならないが、今後、第2・3部会の議論が深堀されていく中で、ほふりに対して、どのようなものが求められているのか、各委員とともに検討を行ったうえで、可能な限り、我が国社債市場の活性化を図るべく、お役に立ちたい。

(6) コベンナツの多様化と社債管理のあり方について

- ・ コベンナツの内容を検討するうえで、社債管理のあり方を区分すれば、① 平常時のモニタリング、② コベンナツに抵触しそうなときの対応、③ 実際のコベンナツに抵触したときの条件変更等の対応、④ 社債がデフォルトし社債権者に対して通知を発出した時期以降 となるのではないか。
- ・ 社債管理のあり方は、コベンナツの内容によって影響を受けるといった意見もあったが、逆にコベンナツの内容を検討するうえで、社債管理のあり方を考える必要がある。そもそも、パッシブな社債管理の場合、コベンナツに抵触するまで対応がなされないという問題があるのではないか。また、アクティブな社債管理は現実問題としてデフォルト前にあり得るものなのか。
- ・ パッシブな社債管理であれば手遅れとなり、社債権者が望まない結果となる可能性がある。かかる可能性のある社債管理であることを念頭に置きながら、標準的なコベンナツモデルの策定・例示を検討しなければならないと思う。
- ・ 社債のデフォルト前にアクティブな社債管理を行う場合は、社債管理者の責務について、① 社債管理者の責任範囲の明確化（利益相反のある状況でどのような法的責任を負うことができるのか）、② 欠格事由の要否・内容の検討（利益相反のあるままでアクティブな社債管理を許容してよいのか）、③ 損害賠償責任に係る一般規定（利益相反のなかで必要な法的責任を尽くさなかったというクレームをどこまで認めるのか）などについて、何らかの手当を行ったうえで対応しなければならないのではないか。米国の社債市場では、約 20 年前にトラスティーの欠格事由や責任範囲などが整備された。その整備の議論の過程で、政治的な配慮によって決着した内容があり、その内容は、「社債発行会社のレンダー（貸手）は、トラスティーになるうえで欠格事由があるとされるものの、あくまでも、デフォルト後についてのみの欠格事由であり、デフォルト前であれば、レンダーもトラスティーに就任できる。」というものである。
- ・ その代わりに米国のトラスティーは、デフォルト前においては、原則としてパッシブな管理しか行わないという考え方であり、何らジャッジメントを行わない。だからこそ、レンダーは、デフォルト前にトラスティーに就任することができる。仮に、社債がデフォルトすれば、トラスティーは辞任して、発行会社に無関係な者が新たなトラスティーとして就任し、そのトラスティーが、デフォルト社債についてアクティブな管理を行うという考え方である。
- ・ なお、米国での約 20 年前の議論でも、デフォルトの前からアクティブな社債管理が行われなければ、デフォルトの発見機能を持たず社債権者保護のための制度として不十分であるという批判もあったが、政治的な配慮もあって、上記のようなデフォルト前とデフォルト後とを区別して社債管理のあり方を変えるという制度となっている。

- ・ 第3部会では、社債管理のあり方について、アクティブなモニタリングとするのか、若しくは、パッシブなモニタリングとするのか、整理が行われていないのであれば、制度面の検討を行った方が良いのではないかと考える。
- ・ 現行の社債管理者制度は、メインバンクが就任することを前提として、アクティブな社債管理を期待しているのではないかと考える。個人向け社債を発行する場合は、パッシブな社債管理で良いのかについて、議論を行う必要があるのではないかと考える。
- ・ BBB 格の企業が社債を発行した場合は、どのようなコベナントが社債に付与されていれば良いのか。社債管理者設置債、それとも FA 債が良いのか。若しくは、アクティブな社債管理が良いのか、それともパッシブな社債管理が良いのか。これらの選択肢について、マトリックス化しながら検討を行えば、様々な問題点を見つけることができるのではないかと考える。
- ・ 個人向けの低格付社債では、社債管理として、常に強力（アクティブ）なモニタリングを必要とするのか。それとも、事後的（パッシブ）なモニタリングで良いのか。
- ・ 第2・3部会では、次の論点について、コンセンサスを取っておくべきではないかと考える。なぜなら、第2部会の検討事項である「コベナント抵触時の対応」及び「コベナント等情報開示」と第3部会の検討事項である「社債管理人によるコベナント管理」は、第2・3部会の接点だと考えられるためである。
 - ① 発行会社に対するモニタリングは、次のとおり、分類できるのではないかと考える。
 - イ アクティブ・モニタリング

現行の社債管理者が行うモニタリングである。社債管理者に大きなモニタリングの責任が課される。
 - ロ パッシブ・モニタリング

「社債管理人」制度の議論において想定しているモニタリング形態だと考えられる。イとハの中間的な位置付けである。
 - ハ ノー・モニタリング

現在の FA 債がこれに該当するものと思われる。基本的に投資家の自己責任によるモニタリングである。
 - ② ①のイ～ハのモニタリング形態に対して、それぞれ必要とされるコベナントに関する情報開示のあり方は、どのようなものかと考える。

この点を整理しておかないと、例えば、「社債管理人」制度についてパッシブ・モニタリン

グを想定して議論を進めても、それに対応したコベナントの情報開示が困難ということになれば、「社債管理人」制度の議論を全面的に修正せざるを得なくなるといったことが懸念される。

- ・ コベナントのモニタリングは、責任義務を伴うことから、発行会社の開示情報等に基づき、シンプルな形でモニタリングを行うことができれば良いのではないかと考える。

(7) コベナント等情報開示について

- ・ 社債管理者である銀行は、日常的に、発行会社との間で取引関係を有しているため、様々な発行会社の情報を入手できる。社債権者（投資家）と銀行との間における情報格差が大きい問題は、どのように対処すれば良いのか検討が必要ではないか。
- ・ コベナントが多様化した場合は、どのレベルになれば、開示を行わなければならないのか。また、多様化したコベナントが開示された場合、財務諸表の利用者がどのように判断・理解するのか整理が必要である。
- ・ 監査法人としては、コベナントが多様化した場合、抵触の可能性があるとして、ある発行会社のコベナント情報が開示されたとしても、必ずしも、開示のない他社と比べて、クレジット・リスクが高いことを意味しないため、当初は、多少混乱が生じるのではないかと危惧している。
- ・ コベナントに関する情報は、コベナントに抵触する可能性があれば、有価証券報告書の「事業等のリスク」や「財務諸表の注記（重要な後発事象を含む。）」において開示が行われている。
- ・ 今後、我が国社債市場の活性化を図るためには、どのようなコベナントの開示を行えば良いのか。発行会社及び投資家は、どのような開示を求めているのか。監査法人としては、我が国社債市場の活性化を図るために、どのような開示が望ましいか、各委員とともに検討していきたい。
- ・ コベナント等情報開示は、可能な限り、透明性が高い方が良いため、発行会社に対して、どのような開示を行うことができるのかについて、アンケート調査を実施してはどうか。
- ・ 発行会社及び銀行は、基本的に、コベナント等の情報開示については消極的である。したがって、上場会社に適時開示を求めている東京証券取引所やマーケットメイカーの証券会社（どのようなコベナントが開示されていればマーケットメイクできるのかといった観点）の意見を踏まえて、どのようなコベナント等の情報開示が望ましいのか議論を行っていただきたい。

- ・ 投資家は、一般に開示された情報に基づいて社債を購入する一方で、銀行のローン担当者は、インサイダー情報を取得することが可能な立場で社債を購入することができる。第2・3部会においては、インサイダー情報の管理の観点についても、議論の対象に加えていただきたい。

(8) 今後の第2・3部会の検討の進め方等について

- ・ 第2・3部会で議論されている内容は、法令の改定が必要になるものも含まれている。そのため、以下のような形で議論を整理し、ひとつひとつ形を作りながら進めた方がよいのではないかと。
- ① 第2部会のテーマであるコベナンツは、法令等により定められているものではなく、契約書で規定されるもの。そのため、まず標準的なコベナンツモデルを、具体的に契約書に記載できるような形で取りまとめることをまず実施する。
- ② その上で、法令の改正が必要になる可能性がある事項、例えば、複雑なコベナンツを設定した場合に必要な社債管理者／「社債管理人」によるコベナンツ管理・モニタリング機能や、有価証券報告書等によるコベナンツの開示などは、その整理を踏まえて議論を行うべき。
- ③ 第3部会では、まずは、社債権者集会の招集権を付与しない「社債管理人」制度のあり方に絞って議論を行えば良いのではないかと。その議論の中で合意できることは、「社債管理人」制度として構築すれば良いのではないかと。
- ④ まずは、「社債管理人」の枠組みを構築し、次のステージで、法改正が必要となる可能性が高い先述したコベナンツの管理機能等のデフォルト前の社債権者保護機能や、社債権者集会の招集権を「社債管理人」に付与することについて、検討を進めれば良いのではないかと。

(9) 社債の投資スタンスについて

- ・ 現在、多くの機関投資家は、社債に付与されるコベナンツの内容を確認したうえで社債投資を行ってなく、そもそも、安心して投資を行うための過去データを蓄積していない。
- ・ 機関投資家は、社債投資に当たって受託者責任を全うしなければならないことから、社債とローンにおける情報格差が大きいこと（ディスクロージャーの問題）や、社債とローンの債権者間で平等性が確保されていないこと（パリパスの問題）について、何らかの解決策を導いていきたいと考えている。

- ・ 機関投資家は、商品性に応じた受託者責任を有しており、その商品性によって、例えば、格付の高低や流動性の有無などにより投資スタンスが異なっている。例えば、多くの年金の場合には、格付基準があり、損得を考えずに流動性を最優先に考えて、格下げとなれば社債を売らなければならない。したがって、機関投資家の運用及び投資判断は、受託者責任との関係で、非常にバラツキがある。
- ・ 現在発行されているほとんどの社債は、社債間限定同順位の担保提供制限条項が付与されており、機関投資家としては、決して、この状態が望ましいとは考えていないが、基本的に、社債間限定同順位の担保提供制限条項を付与した社債が発行される前提で投資判断を行っているため、現状の実務では、社債の発行要項を確認する必要がない。
- ・ 今後コベンナツの多様化が進めば、機関投資家は、社債の発行要項を確認のうえ、付与されたコベンナツに応じたスプレッド、若しくはプライシングであるのか、投資判断を行う必要がある。現状では、当社は、その投資判断を行うための人員・体制が十分ではないことから、その対応が難しい。
- ・ 現在の利回りの低い社債が多く発行されている状況下、機関投資家自身でコベンナツを管理し、モニタリングできる体制が整備された機関投資家は、少ないのではないか。
- ・ 今後、多様なコベンナツが付与された複数の社債が流通するようになれば、機関投資家は、その社債の取引は手間がかかると考えるのではないか。
- ・ 当社では、ハイ・イールド債への投資を行っていないが、ハイ・イールド債がローンに対して、ディスクローズやパリパスの問題で劣後しているのであれば、当該社債の投資は困難である。ハイ・イールド債投資に当たって、今後、コベンナツの多様化等に関する議論は非常に建設的である。

(10) 社債の発行会社及び投資家の拡大について

- ・ 新たに社債の発行企業を呼び込むうえで、信用リスクが相対的に大きい企業とは、どのようなイメージであるのか。例えば、BB 格クラスの企業をイメージしているのか。それとも、A 格や BBB 格クラスの企業も含めてイメージしているのか。我が国社債市場において、新たに社債を発行して欲しい企業のターゲットを明確にしておかなければ、社債管理者制度で良いのか、それとも、「社債管理人」制度が良いのかについて、議論が取りまとまらないのではないか。また、コベンナツを多様化することが良いのかについても、同じ議論が必要ではないか。

- ・ どのような発行会社を呼び込むことをターゲットとするのか。どのような投資家層を呼び込むのか。例えば、機関投資家の層を広げるのか。それとも、個人投資家又は外国人投資家を呼び込むのか。今後、第2・第3部会では、これらの論点について、深掘した議論が必要ではないか。
- ・ 機関投資家の立場から見れば、新たに社債を発行して欲しい企業のターゲットは、BBB 格以下の低格付社債であると考えている。
- ・ 新たなマーケットへのアクセスの可能性を追求する観点で言えば、BBB 格の社債やハイ・イールド債を有効活用できるか否かが一番大きなポイントではないか。

(11) 発行会社及び投資家のニーズの把握について

- ・ コベンナツの多様化の議論は、我が国社債市場を活性化するうえで、個人投資家及び機関投資家が、どのようなコベンナツを求めているのか、若しくは、どのようなコベンナツが社債に付与されていれば、社債投資を行うのかについて、マーケティングする必要があるのではないか。
- ・ 現在、我が国で発行されている社債は、発行会社の格付が高く、また、多くの機関投資家が、受託者責任の下で社債が格下げとなれば、社債を売却するスタンスであり、BB 格やB格の社債を積極的に購入しない。第2・3部会では、結論を導く前に、低格付の発行会社や、低格付の企業へ投資意欲のある海外の投資家に対して、意見を求める必要があるのではないか。
- ・ 「社債管理者又は『社債管理人』は、アクティブであるべきか。若しくは、パッシブであるべきか。」といった意見があったが、我が国社債市場の活性化を図るために、どのような発行会社及び投資家を対象とするのかによって、アクティブであるべきか、若しくはパッシブであるべきかについて考え方が異なるのではないか。
- ・ 今後の議論を進めるうえで、様々なコベンナツの設定や社債管理人設置の候補企業として、BBB格程度の発行会社、あるいはそれと同等程度の信用力の企業のニーズを把握する必要があるのではないかと考える。例えば、それら発行会社等に対して、次のようなアンケートを実施し、その回答を集約すれば、何らかのソリューションが見えてくるかもしれない。
 - ① どのようなコベンナツであれば、受け入れ可能か。

- ② ローンを含めたコベナンツ等情報開示としては、どの程度の範囲まで開示を行うことができるのか。
 - ③ 仮に「社債管理人」制度があれば、利用しようと思うか。利用しないとした場合、どのようなメリットがあれば利用しようと思うか。
- ・ 複数の委員から、「発行会社及び投資家野のニーズを把握する必要があるのではないか。」といった意見があったため、発行会社及び投資家へのヒアリング方法は、今後、事務局と相談していきたい。
 - ・ 本日、各委員からいただいた意見は、事務局において整理し、さらに部会長同士で相談したうえで、次回以降の第2・3部会において、フィードバックさせていただきたい。

2. 次回会合

- ・ 第2部会第6回を3月8日（火）に開催する。
- ・ 第3部会第6回を2月25日（金）に開催する。

（配付資料）

- ・ 社債のコベナンツの多様化及び社債管理等について（整理検討メモ）

以 上