

「社債市場の活性化に関する懇談会 部会」検討状況について（２） 【 抜粋 】

平成 23 年 7 月 6 日

社債市場の活性化に関する懇談会 部会 事務局

社債市場の活性化に関する懇談会 各部会では、平成 22 年 12 月 24 日、各取組みの実現に向けた課題の整理・検討状況について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。

第 1 部会（証券会社の引受審査の見直し等）

I. 検討課題・取組

平成 22 年 6 月 22 日社債市場の活性化に関する懇談会 報告書「社債市場の活性化に向けて」では、次の事項が検討課題・取組とされている。

社債の機動的な発行の確保及びコンプライアンスコストの軽減を図るため、次の事項の検討を行うとともに、社債の機動的な発行を制約する市場慣行の解消に向けた取組を進める必要がある。

1. 証券会社の引受審査の枠組み
2. コンフォートレターの位置付け・取扱い
3. 金融商品取引法による責任分担の明確化・徹底

II. 検討状況の概要

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

第2部会（コベナントの付与及び情報開示等）

I. 検討課題・取組

平成22年6月22日社債市場の活性化に関する懇談会 報告書「社債市場の活性化に向けて」では、次の事項が検討課題・取組とされている。

信用リスクが相対的に小さい企業に加えて、信用リスクが比較的大きい企業も含めた多様な企業による社債発行及び投資の拡大を図って行くため、コベナントの付与及びコベナント等の情報開示について検討を行い、取組みを進める必要がある。

1. コベナントの付与

米国の事例等を参考に、信用リスクが相対的に大きい企業の社債発行に当たって、企業、投資家及び証券会社の参考となるよう標準的なコベナントモデルの作成、例示などの取組みを進め、市場慣行として、柔軟なコベナントの付与及び適切な発行条件の決定等を定着化させる。

2. コベナント等の情報開示

米国の開示制度等を参考に、次の事項の検討を行い、コベナント情報について、投資家保護の観点から、必要な情報の開示が適切に行われるよう取組みを進める。

- ① 有価証券報告書における開示（デフォルトに関するコベナントの開示の促進）
- 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

II. 検討状況の概要

1. コベナントの付与（多様化）

標準的なコベナントモデル（事例集）の策定に当たって、次のとおり、米国での運用の例・基本的な考え方、具体的なコベナントの内容及びコベナント抵触時の対応等について議論が行われており、引き続き、検討を進めることとしている。検討の過程では、次のような意見が出された。

(1) 米国での運用の例・基本的な考え方

- ① 米国の資本市場のコベナントは、レバレッジドローンでは、メンテナンステストが、ハイ・イールド社債では、インカランステストがあり、米国での運用の例

を参考に、コベナンツをインカラテストとメンテナンステストのコベナンツに分類、検討してはどうか。

- ② 発行会社にとって、定期的に財務指標をチェックするというメンテナンスコベナンツは、その遵守が必ずしも容易ではないが、一定の行動を起こすことを規制するインカラテストは、当該行動を起こさないことによって遵守が可能となり、特に信用リスクが相対的に大きい企業の社債のコベナンツとして、より適切ではないか。

(2) 具体的なコベナンツの内容

米国の事例も参考に、考えうる具体的なコベナンツの内容について、次のような事例が示されており、検討が進められている。

① 財務維持コベナンツ (Financial Maintenance Covenants)

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

② 追加負担制限コベナンツ (Incurrence Covenants)

- ・ 負債の制限
- ・ 担保提供制限
- ・ 配当等制限、支払制限
- ・ 新規投資制限
- ・ 資産の処分に関する制限
- ・ セール・アンド・リースバック制限
- ・ 子会社に関する制限
- ・ 関連当事者取引
- ・ 合併の制限
- ・ Change of Control 条項

(3) コベナンツ抵触時の対応

次のような議論が行われている。

- ① 米国の社債市場では、コベナンツへ抵触した場合、直ちには期限の利益の喪失とはならず、トラスティー (Trustee) 等から発行会社に通知が行われ、一定期間経過後に治癒しない場合にイベント・オブ・デフォルト (Event of Default) となる。さらに、イベント・オブ・デフォルト発生後、トラスティー等から発行会社に通知が行われ、社債の期限の利益が喪失する。一方我が国では、多くの社債が、コベナンツに抵触すれば、直ちに期限の利益の喪失となり、機動性・柔軟性を欠いたものとなっている。
- ② 米国の社債市場を参考に、コベナンツ抵触後、直ちに期限の利益の喪失とはせずに、コベナンツの抵触状況の治癒やコベナンツの内容の変更などによる対応が可能となるよう期間を設けることとしてはどうか。
- ③ コベナンツの遵守状況のモニタリング等については、第3部会と連携を取りながら検討を進める必要がある。

2. コベナンツ等の情報開示

投資家保護の観点から、必要なコベナンツ等の情報がどのように開示されるべきかについて、次のとおり、考え方、開示方法・内容案 (タタキ台) について報告・説明があった。

(1) 考え方、開示方法・内容案 (タタキ台)

① 考え方

- イ. 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を継続的に開示することが適当ではないか。
- ロ. すべての債務についてコベナンツ等の内容を詳細に開示するのではなく、「重要な情報」について簡潔に記述することとしてはどうか。
- ハ. 「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・内容等に関するガイドラインを提示することとしてはどうか。

② 開示方法・内容案

イ. 有価証券報告書による継続開示

- a 「重要性がある」と判断されるコベナンツについては、有価証券報告書の (連結) 貸借対照表の注記事項として、「具体的な内容」及び当該コベナンツが付されている債務の種類、残高、最終弁済期限を開示することとしてはどうか。

b 開示の対象とするコベナンツは、維持すべき一定の財務比率等の条件に抵触した場合、若しくは債権者が要求した場合に当該債務の弁済時期を繰り上げなければならないもの、又は担保提供等を強制されるものとしてはどうか。基本的には当該企業の個別の状況を踏まえて実質的な観点から行われるが、当該コベナンツによって弁済時期の繰り上げや担保提供を強制される可能性のある債務の総額が（連結）資産総額の10%以上である場合は、原則として「重要性がある」とみなすこととしてはどうか。

c 「具体的な内容」には、維持すべき財務比率等の数値や、抵触した場合に求められる対応（他の債務にも影響が及ぶ場合にはその範囲や内容）を含むこととしてはどうか。

ロ. 臨時報告書による開示

次の事象が発生し、それが「重要性がある」と判断される場合には、速やかに、臨時報告書によりその内容を開示することとしてはどうか。

a 新たな債務の受け入れ（ただし、有価証券届出書等の開示書類を提出して発行される社債を除く）

b 既存の債務に対する新たな担保提供等

c 既存の債務に対する新たなコベナンツの付与、又は既存のコベナンツの内容変更

ハ. 社債発行時のコベナンツの開示の充実

a 現状

(a) 現在、投資家は、EDINETで発行登録書及び発行登録追補書類を閲覧、社債の発行条件（コベナンツを含む。）の確認ができるが、発行登録が失効すると確認・閲覧できなくなる。

(b) 新規発行社債に付されるコベナンツは、発行登録追補書類等において「財務上の特約」欄に開示され、その他の主要な要項の内容（期限の利益喪失に関する特約、代理人の設置状況、公告及び社債権者集会開催の方法等）については、欄外に注記されている。

b 対応案

(a) 発行登録方式による起債の場合、

- ・ 発行登録書の「発行登録書の有効期限」の経過後（又は発行登録書の取下げ後）も、引き続き社債が償還されるまでの間、EDINET上で発行登録書及び発行登録追補書類を閲覧できるよう措置の検討が必要ではないか。

- ・ 「コベナンツ」の内容を投資家へ事前に周知させる必要があるときは、（発行登録追補書類ではなく）予め発行登録書上に開示しておくこととしてはどうか。
- (b) 既存の債務に付されている「コベナンツ」の内容については、有価証券届出書の「第二部【企業情報】」において、有価証券報告書による継続開示に準じて開示することとしてはどうか。（継続開示会社の場合は、開示済みの有価証券報告書及び臨時報告書等の存在が参照書類として記載される。）

(2) 留意点・検討事項

上記(1)の考え方、開示方法・内容（タタキ台）について、次のような留意点・検討事項の指摘があった。

① 開示対象企業の範囲

イ．借入金等にコベナンツが付与されてのるは相対的に信用力の低い中堅・中堅企業で、有価証券報告書提出会社ではない企業と考えられ、開示の充実を求められる企業の多くが社債の発行企業でないとするれば、「投資家保護の観点から必要な情報開示を行い社債投資を拡大を図る」という本懇談会での検討目的から逸脱するのではないか。

ロ．企業がコベナンツの開示を回避しようとする意向が強い場合、社債発行に対する消極対応のみならず、有価証券報告書の提出自体を負担と感じ、未上場企業の上場敬遠指向、既上場企業の非公開化への傾斜さえ招きかねないのではないか。

ハ．有価証券報告書において、上記の内容（タタキ台）をすべて開示することとなれば、有価証券報告書提出会社の内部管理コストが高くなるのではないか。

ニ．すべての有価証券報告書提出会社に対してコベナンツ等に関する情報開示を求める必要性はなく、例えば、社債発行時に社債要項の中で開示を行うべき事象を定めるなど、投資家の反応を確認しながら全体の枠組みを整理し議論を行っていくべきではないか。

② レピュテーション・リスク（風評被害の可能性）

財務制限条項のトリガー水準を開示することにより、抵触の可能性が高まった際に多くの社債権者・債権者がいち早く保全に走るリスクが生じ、当該発行企業の信用力を悪化させるなどのレピュテーション・リスクや、社債市場の変動・混乱を増幅させる事態が懸念される。

③ その他の情報開示方法

発行会社や証券保管振替機構のホームページその他の情報開示方法について検討してはどうか。

(3) 上記(1)、(2)を踏まえて、引き続き、コベナント等の情報開示のあり方について検討を進める。

第3部会（社債管理のあり方等）

I. 検討課題・取組

平成22年6月22日社債市場の活性化に関する懇談会 報告書「社債市場の活性化に向けて」では、次の事項が検討課題・取組とされている。

信用リスクが相対的に小さく社債市場で知名度が高い企業が、現在のように柔軟かつ低コストで社債を発行できる仕組み、また、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行くため、社債管理のあり方等について検討を行い、取組を進める必要がある。

1. 企業の信用リスクと社債管理のあり方

社債管理者の業務のあり方を検討しつつ、信用リスクが相対的に大きい企業の社債発行に当たって、企業、投資家及び証券会社の参考となるよう標準的な社債管理者の設置モデルを作成、例示するなどの取組を進め、市場慣行として、まず、このような社債への社債管理者の設置を定着化させる。

2. 今後の社債管理のあり方

- ① 米国のトラスティー等を参考に、例えば、社債デフォルト時以降の債権保全・回収機能に特化した社債管理者や発行会社の信用リスク・投資家の区分等に応じた社債管理者の業務内容や設置のあり方の検討などの取組を進める。
- ② 今後、社債の発行会社のイベントリスクへの対応についても、社債管理等の問題として検討を行う。

II. 検討状況の概要

1. 社債管理者の業務等

(1) 現状・主な意見

- ① 2009年発行の社債374銘柄について見ると、社債管理者設置債76銘柄(20%)、FA債250銘柄(67%)、不設置債48銘柄(13%)が発行され、社債管理者設置債は、主に個人向け社債、一般担保付社債となっている。
- ② 社債管理者は、会社法で定める公平誠実義務・善管注意義務の具体的な責務が明確ではないこと及び利益相反行為に関する損害賠償責任を負っていることから、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。また、社債管理者は、

多くは発行会社のメインバンクが就任し、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。

- 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発行する社債では、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が困難なケースもある。
- ④ 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」）が導入されたが、同制度の基本的な考え方は、銀行・メインバンクの知見を活用し、信用リスクが相対的に大きな企業の社債発行を回避させ投資家保護を図ろうというもので、これまで、見直し等は行われていない。一方、本部会では、低格付企業の社債発行及び社債投資の拡大を図るため、社債管理のあり方の検討を行っており、平成5年の改正商法の基本的な考え方を見直す余地が生じている。

(2) 今後の検討の方向性

今後の社債管理者の業務のあり方について、次のとおり社債管理者の裁量権の拡大及び社債管理者の裁量権の具体化という2つの検討の方向性の議論が行われており、引き続き、検討を進めることとしている。検討の過程では、次のような意見が出された。

① 社債管理者の裁量権の拡大

- ・ 平成5年の改正商法の基本的な考え方を強化し、社債管理者に、その善管注意義務を果たしうるだけの広範な裁量権を付与することを認めてはどうか。
- ・ 具体的には、禁止行為を限定列挙し、その他の部分は社債管理者に広範な裁量権を認め、自己が有する貸付債権と同等の社債権の保全を目的とした業務運営とするもので、社債管理者の権限の大幅な拡大の検討が必要となる。
- ・ 社債管理者である銀行から見れば、現在公募社債を発行している企業と比較して若干格付が劣る企業であっても、この考え方であれば社債管理者に就任できる企業があるのではないかと考えられる。
- ・ 問題点としては、発行会社の信用力ではなく、社債管理者である銀行の力量により社債の価値が変動しうることや、発行会社の信用リスクに比例して社債管理手数料が高騰し、発行会社の負担増となる可能性があることなどが挙げられ、社債市場の商品の多様化に繋がらないのではないかと懸念がある。

② 社債管理者の裁量権の具体化

- ・ 米国の社債のトラスティ（Trustee）を参考に、社債管理者の裁量権を具体化・縮小することとしてはどうか。
- ・ 具体的には、契約書等により社債管理者が単独の判断で実施できる権能を限定し、それ以外のことは、その都度、社債管理者が社債権者の意思を確認することを義務付ける運営とするもので、社債管理者の義務の明確化及び社債権者の意思結集手段の多様化の検討が必要となる。
- ・ 銀行による社債管理者への就任が容易になることで、社債市場に幅広く企業を呼び込むことができるのではないかと考えられる。
- ・ 問題点としては、現在の社債管理制度から大きく転換することから、法令等の整備に加え、市場関係者のコンセンサスや投資家への説明を慎重に行う必要がある点があげられる。

2. 「社債管理人（仮称）」制度（案）

(1) 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（仮称）」の考え方について、次のような検討、整理を行っている。引き続き、「社債管理人（仮称）」制度の考え方について取りまとめることとしている。

① 基本的な役割・業務

「社債管理人（仮称）」は、基本的に、社債管理者が設置されていない社債のデフォルト後の債権の保全・回収機能に特化し、社債のデフォルト時点以降、社債権者（投資家）の代理人として、債権の保全・回収のために、次の業務を行う。

イ. 社債のデフォルトの確認

社債のデフォルトにつき、発行会社の開示情報に基づき、社債要項に定める事由（期限の利益の喪失事由）の有無につき確認を行う。

ロ. 債権の届出

総社債権者のために債権の総額につき届出を行う。

ハ. 社債権者への債権の届出等の連絡・通知

- ・ 上記ロの債権届出につき、証券保管振替機構及び証券会社等（口座管理機関）を通じて社債権者に連絡・通知する。
- ・ 債権届出額を確定する。

ニ. 社債権者集会の招集の可否

ホ. 配当の受領・支払

- ② 選任、選任時期及び地位等について
- ③ 利益相反の問題
- ④ 資格(担い手)

イ. 資格要件

ロ. 資格喪失時の対応・後任の選任

- ⑤ 報酬及び諸費用

(2) 「社債管理人」の設置

- ① 「社債管理者設置債」では、社債管理者が上記の「社債管理人」の業務を行うことから、「社債管理人」は設置しない。
- ② 「社債管理人」は、社債管理者設置債以外の社債（F A債）について、発行会社、社債権者のニーズに合わせて、選択・設置する（任意設置）。

3. 第2部会との連携

上記の社債管理者の業務等、「社債管理人（仮称）」制度については、第2部会でのコベンナツの検討と合せて、検討を進めることとしている。

(参考資料) 社債管理者の設置状況及び社債管理の多様化について

社債管理者の設置状況及び社債管理の多様化について

