

## 「第3回 社債市場の活性化に関する懇談会ワーキング・グループ」議事要旨

日 時 平成21年11月16日(月)午後4時～5時40分

場 所 日本証券業協会 第1会議室

出席者 吉野主査ほか各委員

(外部有識者)

徳島勝幸氏 ニッセイ基礎研究所 主任研究員

セオドア・パラダイス氏

デービス・ポーク・アンド・ウォードウェル外国法事務弁護士事務所 パートナー

### 議事概要

#### 1. デフォルトリスクへの対応について

外部有識者から、社債のデフォルトリスクへの対応について、次のとおり、配布資料等に基づき報告・説明があった後、意見交換が行われた。

##### (1) 低格付社債市場の活性化に向けて

###### (社債と融資との役割分担)

- ・ 日本の社債マーケットは、本懇談会において、銀行の融資に関する議論が多く行われているとおり、銀行の融資との関係について整理しない限り、社債市場の活性化は難しいのではないかと。
- ・ 日本では、銀行のみならず保険会社が融資の形態で企業に対して資金提供しており、大手企業においても、銀行等から一定程度の資金提供を受けている。一方、米国では、大手企業においても、銀行借入れの依存度が極めて低い。そのような構造を前提とせず、米国並みの社債マーケットを作ることは、おそらく机上の空論になるのではないかと。

###### (融資と社債の位置づけ)

- ・ 融資と社債の関係を整理すれば、融資は基本的に相対取引であり、資金提供者は銀行、広義の金融機関である。一方、社債は基本的に市場取引であり、証券取引所を経由しないが、相対で証券会社と投資家との間で行われる取引である。このように、社債は、市場取引であることが一つの大きな差であると思う。社債においては、資金提供者が機関投資家・個人な

どと様々であり、1対1、1対多、若しくは多対多の関係であるため、融資とは取引関係に応じた差が存在することになる。

- ・ 「兵庫銀行に対する劣後ローンと劣後債の取扱い」の事例では、兵庫銀行の経営状態が悪化した際、劣後ローン契約を結んでいた保険会社は、一部債権放棄に応じた。一方で、ユーロ市場で発行された劣後債は、社債権者集会で債権放棄が否決された。その後も、基本的に相対取引である融資では債権放棄が行われたが、社債では市場取引であるため、債権放棄に接することはなかった。
- ・ 事業再生ADR制度（2009年開始）は、私的整理であるため、社債権者に対して影響が及ぶのか及ばないのか大きな問題である。現時点において、その影響が及んだ事例は、日本エスコンであり、社債に関しても期限の権利が喪失した。その他、事業再生ADRの事例が数件あるが、社債権者への対応方法が必ずしも明確ではないことから、今後の事例を通じて、議論が深められることを期待したい。

（融資と社債の垣根が低下する動き）

- ・ 社債権者集会は、社債における唯一の議決機関であり、過去には社債権者集会を通じて転換社債（CB）の条件変更が行われる事例が散見された。今後、会社法の下、このような動きが社債にも生じるリスクがあるのではないかと懸念している。
- ・ 「アセット・マネージャーズ・ホールディングス」（ユーロ市場で発行されたCB）の事例では、社債権者が請求した場合には期限前償還を行う条項があったが、2009年2月13日開催の社債権者集会において、期限前償還額を額面の50%に減額、満期償還を1年延長、1年延長した場合満期償還額を額面金額の90%に減額、コールオプション条項による期限前償還の廃止について決議された。この事例では、社債額面の約65%を大口投資家（いちごアセット・トラスト）が保有していたため議決が成立した。
- ・ 「原弘産」（ユーロ市場で発行されたCB）の事例では、社債権者は同様に期限前償還を請求する権利を保有し、2009年2月20日に額面で償還することを請求する投資家の権利に対して、3月13日開催の社債権者集会において、「期限前償還をしなかったことはデフォルトに当たらない。」ことを決議し、更に今後の支払は、額面金額の計15%で行うといった元本の大幅削減が決議された。
- ・ 日本の国内公募社債は、社債権者集会において社債の条件変更等が行われることはないと考えてはいるが、これまで、社債権者集会に関する事例が殆どないことから、早急には判断できかねる。基本的に、社債権者集会では、会社法に規定する事項として、一定の場合

に期限の利益を喪失させる決議、減資や合併に異議を述べる決議、社債管理者が行うデフォルト等の手続に関する決議、社債管理者の辞任同意・代表社債権者の選任等、発行体による弁済等の取消しの訴え提起、さらに、会社法第716条では、「社債権者の利害に関する事項」が議決可能であり、特に、この会社法第716条に基づいて、どのようなことが決議されるのか懸念を持っている。

- ・ 社債権者集会の決議事項は、商法では、社債権者集会を開催する前に裁判所による認可が必要であったが、会社法では、裁判所による事後認可となった。裁判所は、社債権者集会の決議事項に該当しなければ認可しないが、今後、社債権者集会で元本を大きく減らすといったアクションを起こす発行体が出てくるのではないかと懸念している。

#### (融資を取り巻く環境変化)

- ・ 社債を取り巻く環境が変化している一方、融資を取り巻く環境も変化しており、一番のポイントは、時価情報の開示である。基本的に、社債は時価主義であり、金融商品の時価会計において財務諸表に影響する。一方で、融資は完全な簿価主義であり、破綻等不良債権化しない限り財務諸表等に影響しないという点においてある種のメリットがあった。ところが、2010年3月期より、融資についても時価情報の開示が義務化されることから、今後の融資への取り組み姿勢の変化を注視したい。
- ・ 社債市場を中心に見れば、バブル経済崩壊後、いわゆる貸し渋りの懸念が強い状況下、金融機関に対し中小企業に向けて潤沢に資金供給を行かせたという政策スタンスが、社債市場の発展に対してネガティブに働いたと考えられる。また、東京都が債券市場構想を創り、中小企業金融の新しい方向性を模索したものの、現時点では、証券化商品マーケットがサブプライムローンショックの影響で機能不全に陥っており、行き詰まっていると感じている。
- ・ 金融機関に対する自己資本比率規制(バーゼル )が強化されるため、今後、金融機関としては、貸付けで収益性を求める動きが出てくるかどうか。バブル経済崩壊後の過程において、メガバンクは、「適正な」スプレッドの確保を目指す動きがあったが、実際には「政府系金融機関」の存在と横並び競争とがあったため、スプレッドの「適正化」に向けた動きは収束した。

#### (財務上の特約の歴史)

- ・ 日本における財務上の特約の歴史は、僅か30数年であり、1973年に三菱商事が無担保転換社債を発行した際に、担保提供制限条項及び配当制限条項が付されていたことにはじまる。

これらの特約は、融資における銀行取引約定書が意識されており、純資産維持条項、利益維持条項、配当制限条項といったセンサー条項や、担保提供制限条項、担附切替条項といった劣後性回避条項が付されていることが一般的であったが、1996年に財務上の特約が自由化された。

- ・ 財務上の特約が自由化された以降、高格付社債は、徐々にセンサー条項が付かなくなり、担保提供制限条項についても社債間限定同順位特約が一般的な形態となった。この流れは、徐々に低格付社債へ波及している。なお、センサー条項は、社債管理者を設置しなければ、的確にはワークしないのではないかと考えられる。

#### (個人投資家向け社債での財務上の特約)

- ・ 機関投資家向け社債では、純資産維持条項が殆ど付されなくなったが、「ソフトバンクによる個人投資家向け社債」の事例では、第27回債及び第29回債において、純資産維持条項が付されており、純資産額を維持していれば、期限の利益は喪失しないとすることで、社債権者保護を意識した仕組みとされている。第27回と第29回の個人向け社債の間に募集された機関投資家向けの第28回債では、この特約が付いていないことから、一部の発行体やアレンジした証券会社では、財務上の特約の意味を正確に理解しているものと考えられる。

#### (社債間限定同順位特約による融資の優位性)

- ・ 社債間限定同順位特約による融資の優位性について、「アーバンコーポレイション」の事例では、融資に担保が付され、社債は無担保になるケースが確認されている。具体的には、シンジケート・ローンによる借入金において、「JCR(日本格付研究所)若しくはR&I(格付投資情報センター)はBBBマイナス格を維持する。」といった格付トリガー条項が付いており、2008年6月4日に、JCRがBBBマイナス格からBBプラス格に格下げを行った結果、このトリガー条項にヒットした。社債には、当然、パリパスが働かないため無担保の状態であったが、トリガー条項が付されているシンジケート・ローンのみ繰上げ返済された結果、融資債権者は保護されたが、社債権者は無担保の状態で、8月13日にアーバンコーポレイションは破綻することとなった。
- ・ 「DAオフィス投資法人」の事例では、同投資法人は、無担保の借入と投資法人債で資金調達を行ってきたが、2008年に有担保による借入を再開し、銀行融資との間でパリパスを維持することになり、既存の無担保融資はすべて担保が付された。一方で、投資法人債は、パリパスの範囲ではなかったため、無担保の状態では放置される現象が生じた。

## (低格付社債のマーケットの拡大)

### 情報開示

- ・ 低格付社債のマーケットを拡大するためには、投資家の立場から見て、少しでも安心して購入できる仕組みを増やしていくことが一つのソリューションであると思う。そのソリューションとしては、情報開示、財務上の特約及び社債管理者、格付の3点が挙げられる。
- ・ 情報開示は、有価証券投資において基本であることは疑うべくもなく、発行企業の財務内容は、証券投資の前提である。例えば、社債の特約や既存融資において、どのような特約が付されているのか、情報開示されない限り、安心して投資することはできない。
- ・ 社債に付されている財務上の特約は、購入段階で事前に適切な説明が行われているか、甚だ疑わしい例がある。例えば、投資する段階で目論見書で確認すれば良いが、簡単な発行要項でしか提示されていないことも珍しくなく、社債の名称でカッコ書きされている「社債間限定同順位特約付」の記載を確認し、それ以外の特約は、別途、十分に確認しなければ把握できない状況である。したがって、現状では、融資にどのようなコベナントが付いているのか、社債権者は完全に蚊帳の外である。今後、他の社債や既存融資に付されている特約について、情報提供の拡充ができれば良いと考えられる。

### 財務上の特約及び社債管理者

- ・ 財務上の特約は、社債のパリパス範囲の拡大が重要であると思う。例えば「イトーヨーカドー」の事例では、同社は、社債間ではなく国内債務間同順位で社債を発行した。高格付社債の場合は、社債間と国内債務間の差について、大きな影響を及ぼすことはないと思われるが、低格付社債の場合は、その差を意識した方が良いだろう。
- ・ 起債拡大のためには、典型的な財務上の特約以外で、特約を工夫する方法もあると思う。例えば、格付が下がった場合にクーポンがステップアップする条項、格付が下がった場合に繰上償還（格付維持条項）する条項（償還の延長条項、Change of Control 条項（サッポロホールディングスが実施した「主要株主の変更と格付の要件を加える条項」）等）を付けることも可能であると思う。このように、発行体の内容が大きく変わった場合は、期限前償還をするのか、担保を付けるのかなど、様々な特約について工夫する余地があると思う。
- ・ シンジケート・ローンでは、様々な財務上の特約が付されており、M&Aに関連するシンジケート・ローンでは、更に細かい財務上の特約が付いている。社債のマーケットでは、シンジケート・ローンのような財務上の特約が付いていないが、そもそも、社債権者の要請がないため、財務上の特約が付いていないのではないかと懸念される。

- ・ 財務上の特約に関連して、低格付社債においては、社債管理者を設置すべきであると思う。社債管理者の設置は、会社法第702条では、あくまでも社債管理者の設置が本来義務であり、ただし書において、社債の金額が1億円以上等であれば設置しないことができると規定されている。現状では、本来義務とただし書が逆転しており、投資家側の一つのアイデアとしては、例えば、低格付社債の発行に際して、社債管理者の設置に向けて、引受証券会社から発行体を少し誘導することを考えたら良いのではないか。特約のセンサー条項である純資産維持条項や格付維持条項、社債管理者の設置について、引受証券会社から発行体を誘導できれば良いと思う。
- ・ 1996年の財務上の特約の自由化や、社債管理者不設置が可能になった頃、投資家の立場から、発行体に対して、社債管理者の設置等を提案したところ、「コストがかかるため設置しない。」との回答であった。社債管理者の設置に伴うコストについて、「小田急電鉄第48回債」の事例では、1年で金額100円あたり1銭であり、決して過大なコストではないと思われる。

#### 格付（複数格付けの取得促進）

- ・ 基本的に、日本においては複数格付を徹底すべきであると考えている。昨年の起債実績では、公募社債において発行企業の半分以上が1社格付のみであった。確かに、格付の高い発行体においては、複数格付の取得コストが余分であることは理解できるが、格付の低い発行体であれば、本当に1社格付の取得で良いのか問題提起したい。
- ・ 格付会社の格付は、万全ではないと思っているが、昨今の投資家は、格付会社の格付符号を注視して投資せざるを得ない。格付会社は、多くのアナリストを配置して、社債発行体の分析を行うことができるが、投資家では、人員面でも十分な分析はできない。その意味では、複数格付の取得を推進していただきたい。例えば、韓国では、基本的に、複数格付の取得がルール化されている。

#### （各市場参加者に期待する役割）

- ・ 低格付社債が活性化していないことは、誰が悪いといった問題ではないと思う。各々のセクターが、一定の規律、自制、節度といったものを持つべきではないかと思う。例えば、発行体としては、公募増資のコスト、社債調達のコスト、融資のコストを各々検証して、表面的な数字のみではなく、マーケット・レピュテーションなどを含めたトータルのコストで判断して欲しい。
- ・ 投資家は、国債プラスアルファの部分について本当にリスクに見合っているのか、適切に

考えた上で、社債を買わなければ、マーケットの育成に繋がらない。銀行等の融資提供者は、私募債、融資、公募社債を各々適切に検討した上で、私募債の運営を行って欲しい。低格付社債、低格付の公募債のマーケットは、容易には育たないと思う。証券会社には、マーケットを育成するための枠組みと収益のバランスを良く考えて欲しい。具体的には、証券会社と発行体との間で、財務上の特約を付けるか否か議論があると思うが、一定の規律を意識して対応して欲しい。

- ・ また、短期的に中小企業を潰してはならないことも重要であるが、監督当局には、長期的な資本市場育成の観点からも、適切なバランスを持って、監督行政を進めて欲しい。

#### 【意見交換】

- ・ 低格付の会社は、スプレッドが高ければ、発行コストが高むことになるが、低格付の会社が社債を発行するインセンティブはあるのか。
- ・ 現状、低格付の会社では、銀行融資の方が格段に調達コストが安い。ただし、銀行と発行会社との関係が強固であることが条件である。昨今、デフォルトした社債の事例では、メインバンク又は取引銀行と発行会社との間で取引関係が希薄であった。銀行と強い絆がなければ、低格付の会社は、社債マーケットを選択せざるを得ない。
- ・ 外部から見ると、社債発行会社の既存ローンにコベナンツが設定されているかどうか分からず、突然担保が設定されたり、返済されたり、ローンのほうが有利になるケースがある。社債投資家が様々な判断をするうえで、コベナンツの開示は、ディスクロージャー上の義務ではないが、今後、前向きに考えることを提言してはどうか。
- ・ ローンと社債のパリパス条項は、現状、広がりを見せずに消滅しているため、その観点では、社債はローンに劣後した状況である。このパリパス条項を入れることで、社債の地位向上に繋がると思う。
- ・ 社債管理者の設置は、古くはBBB格以下の社債で、その設置が一般的になされていた。デフォルトとなったような場合、社債管理者は、社債権者の保全のために重要な役割を担うため、低格付社債の発行量を増やすためには、社債管理者の設置は重要であると思う。
- ・ 複数格付の議論は、各格付会社によって格付決定のプロセスも異なるため、投資家の立場で言えば、特にBBBゾーン以下については、複数格付であった方が良いと思う。
- ・ コベナンツのディスクロージャーは、目論見書を確認すれば把握できるが、目論見書を確認しなければ把握できない状況について、改善の余地があると思う。かつては、全国銀行協会策定の銀行取引約定書の雛形が融資取引において利用されていたが、現在は、ローンの形態が様々であり、銀行取引約定書も様々な形態となった。したがって、発行会社が意識的に

コベナンツを情報開示しなければ、社債投資家は増えないと思う。

- ・ 最近半年間において、高格付社債のマーケットは正常化したと思うが、A格からBBB格の社債を発行した会社は、鉄道業の会社とソフトバンクのみである。この状況について、どのように考えるかといった問題はあと思う。
- ・ 公認会計士の立場で言えば、社債は有価証券であるため、クレジットコストは減損会計となる。一方、融資は貸倒引当金による会計処理であるため、社債と融資は非常に性格が似ているが、会計処理においては全く違う性格である。昨今、議論されている国際会計基準では、両者の処理を一本化する動きである。社債マーケットの活性化に関連して低格付社債のマーケットが整備されれば、この会計処理の違いについて、投資家の立場から、何か違いが生じてくるのか。
- ・ 基本的に融資は会計処理において簿価であり、融資先が要注意の状況にならない限り、財務諸表に与える影響が一切ない。そのため、融資の場合は、十分なリスク管理が行われない可能性があり得ると思われる。
- ・ 満期保有目的の社債は、減損されない限り簿価で計上され、必要があれば時価評価しなければならない。融資と比較して、結果的に心理的なプレッシャーになるのではないかと思われる。
- ・ 日本では、メインバンクが社債管理者を引き受けているが、米国では、利益相反になるため、取引銀行は社債管理者を引き受けていない。メインバンクが社債管理者になれば、コンフリクト（利害の衝突）の問題が起こる。証券会社としては、発行会社に対して、社債管理者を設置した方が良いと提案しているが、社債発行後デフォルトなどが発生した場合、迅速・公平な手続で、債権回収の最大化を図るためには、どのような方法が良いのか問題提起したい。
- ・ 誰が社債管理者を引き受けるかといった問題はあがあるが、メインバンクが社債管理者になることは利益相反にあたる可能性が高く、社債管理者はメインバンク以外が引き受けるべきであると思う。例えば、センサー機能を取り扱う社債管理者と破綻以降の社債管理者を替えてみるといった選択肢もあるのではないか。
- ・ 米国では、原則、公募債について社債管理者を設置しているが、一方、日本では、誰が社債管理者となるのが適切であるか、現時点においては、特定の業態が適切であるという明確な意見を持ち合わせていない。

## (2) 米国を中心とした社債に関する考察

(投資適格債と投資不適格債)



- ・ 米国の社債市場は、格付がB B B格以上の投資適格債( investment grade )とそれ以外( B B B格未満又はレーティングなし)のハイ・イールド債( high yield)の二つに分類することができ、両者は全く違う市場である。
- ・ ハイ・イールド債のポイントは、一般的に covenants 等が多く付されていることである。それには credit(信用)の analysis が背景にあり、B B B格以上の社債であれば covenants を入れる必要が少ないが、ハイ・イールド債の場合は多く入れる必要があるためである。

#### (銀行借入の優位性)

- ・ 一般的に銀行ローンには、厳格な covenants が付されている。同じ会社が銀行ローンと社債発行を行う際、pari passu(同順位)であっても銀行ローンの方が covenants は多いほか、その形も違う。
- ・ 銀行ローンの covenants はメンテナンスの形が多い。例えば「equity の net worth (純資産)がこれ以下になれば event default になる。」が、社債の場合は event default ではなく、「net worth がある程度以下になれば配当できない。」となる。
- ・ 銀行ローンと社債が異なる理由は、銀行の方が waiver (権利放棄: default の効果を生じさせることを放棄すること)を行いやすいためである。銀行は、昔から会社との関係が強く、会社に関する知識が深かった。また、銀行の数も限られていたため、その会社に何らかの財務上の問題が発生した場合、貸し手( lender )を集めて説明してから、waiver を受け入れることができる。しかし、社債の場合は流動性があり多くの投資家が保有しているため、waiver を行いにくいという違いがあることから、covenants の形も重さも異なる。
- ・ 銀行ローンの場合は、waiver があり得るため、可能な限り default にならないようにするが、もし default があっても何とかできる考え方であり、社債の場合は、最初から、可能な限り default にならないようにしなければならないという考え方である。

#### (社債権者の保護 1)

- ・ 銀行ローンの covenants の方が厳しいにもかかわらず、なぜ投資家が比較的弱い covenants の社債を買うのかといった疑問については、いくつかの説明ができる。
- ・ まず、cross-default 条項と cross-acceleration 条項である。銀行ローンでも社債でも、いずれかの条項が入っている。
- ・ cross-default 条項について、例えばA、Bの2つの銀行があり、A銀行は比較的厳しい covenants で、一方、B銀行は緩い covenants であったとする。借り手の会社がA銀行の

covenants に違反して event of default になった場合、B 銀行のローンでは event of default ではないとしても、B 銀行の event of default の条件として cross-default 条項が入っていれば、当該ローンが default でなくても、他のローン（A 銀行）に default があれば、B 銀行のローンも default になる。したがって、事実上、事前に他のすべてのローンと同じ程度の covenants が入ることになる。

- cross-acceleration 条項は、cross-default より少し弱い条件である。cross-acceleration は、A 銀行のローンが acceleration（期限の利益喪失）、つまり「デフォルトが発生したから払え。」といった状況になれば、B 銀行のローンも同じ権利が発生する。cross-default と cross-acceleration は銀行ローンにも社債にも付されるが、一般的に銀行ローンの方が厳しいために cross-default が付いており、社債は cross-acceleration の方が多い。社債でもハイ・イールド債と B B B 格以上（投資適格債：investment grade）を比べれば、投資適格債は cross-acceleration が多く、ハイ・イールド債には cross-default が多く付いている。
- これらの条件が一つの protection（保護）となり、銀行ローンに default か、少なくとも acceleration があれば、社債も acceleration の権利が発生する。

#### （社債権者の保護 2）

2 つ目の protection として、event of default に幾つかの条項が入っている。発行会社が破産の状態になる、又は insolvent（債務超過）になれば event of default になる。

#### （社債権者の保護 3）

3 つ目の protection は negative pledge（担保提供制限条項）である。

negative pledge が社債権者にとって良い点は、銀行ローンと社債のいずれも担保を付さない場合、発行会社の状況が悪化すれば、銀行が covenants の default を waiver（権利放棄）する際に担保を請求する場合は多くあるが、その場合には当該銀行ローンのみでなく、社債にも担保を付さねばならないことである。この条項により、銀行が担保を先取りする（社債権者が銀行に劣後してしまう）ことを避けられる。

#### （社債権者の保護 4）

4 つ目の protection は preference（偏頗行為の否認）である。

破産した会社が、破産する前の米国法では 3 ヶ月以内に、特定の債権者に返済を行った場合、

そのお金を破産した会社(管財人等)が取り戻す(recover)ことができる。この法律により、銀行ローンをすべて返済して3ヶ月以内に破産した場合、銀行は支払われたお金をすべて発行会社に戻さねばならない。このため、状況が悪化した会社に対し、銀行が自身の融資を先にすべて返済せよと言うことはない。

#### (社債権者の保護5)

5つ目の protection として、銀行がキャッシュの返済を要求しても、状況の悪化した会社には返済する余裕がないため、銀行が先に弁済を受けることは珍しい。こうした場合、当事者間でどのように返済するか negotiation が始まる。

#### (開示)

- ・ 米国の法律では、開示は二つに分けられる。1つは新たに社債を発行する際の発行開示である。社債の発行時には、投資家に対して covenants 及び担保に関する情報を含みうる重要な情報を開示する義務がある。また、同様に公募社債の場合には、SEC に登録される社債の登録届出書にコベナンツ及び担保の情報が記載されうる。銀行ローンはSEC には登録されない。
- ・ もう1つは annual report で、有価証券報告書(10-K)、四半期報告書(10-Q)等の継続開示である。いずれにも十分な経営者による討議及び分析(MD & A)を付さなければならない。
- ・ MD & A は経営者による会社の財務状況の説明である。その中の一つの必要な説明が、liquidity and capital resources (流動性と資本資源)である。ここでは特に債務の状況について説明する。一般に、A格以上の会社では細かく説明しないが、A格未満の会社では、債務の説明や、covenants の状況について説明が詳しくなる傾向にある。

#### (銀行借入条件の変更)

- ・ 一般的に、銀行ローンの条件を amend (変更)しても、社債の条件を破るわけではないことから 社債の条件の中に amend の禁止条項は入っていない。
- ・ 一方で、銀行ローンを amend する場合、社債投資家にとって重要な情報であれば、当該 amend を十分に開示しなければならないというSECルールがある。

#### (1939年信託証券法)

- ・ 米国の1939年信託証券法 (Trust Indenture Act of 1939) の目的は社債投資家を保護することであり、2つの重要な項目がある。
- ・ その1つは indenture (信託証券) である。これは発行会社と indenture trustee (信託管理人)、投資家との間の「契約」である。その契約の中に様々な必要条件、禁止条件が入っている。例えば、欧州の社債に多くある条件として、発行会社が金利を支払わない場合、零細投資家は自身で訴訟を起こす権利がなく、10%以上の社債権者が信託管理人が訴訟を起こさねばならないが、米国の1939年法ではこうした条件を indenture に入れることが禁止されている。
- ・ もう1つの重要な項目は trustee である。trustee の役割は、社債投資家が多く存在する中で、一人の社債投資家が10%以上を持っていないケースが一般的であるため、社債投資家を保護する役割を indenture trustee (信託管理人) が担っている。

#### (社債管理人の義務)

- ・ 社債管理人の義務は、デフォルトがある状況とデフォルトがない状況の2つに分けられる。デフォルトがない状況における社債管理人の義務は事務的であり、自身が何らかの判断をすることはない。
- ・ デフォルトが発生すれば、社債管理人の義務は変わる。いわゆる "prudent man" standard (「慎重な者」基準) による管理が必要になる。prudent man の基準は、trustee が「自分の財産を保護するのと同程度の注意を持って行動しなければならない。」ことである。default した会社では、indenture trustee が積極的にその会社の状況を判断し、請求を行うこともある。

#### (利益相反)

1939年信託証券法には、10種類の conflict of interest (利益相反) が列挙されている。例えば、ある会社の trustee となるためには、その発行体の引受会社や債権者にならないようにしなければならないが、この基準は次第に弱くなってきており、default がなければ利益相反があっても殆ど問題ないとされている。したがって、銀行がある会社の trustee を務めながら、その会社に融資したり、引受会社になったりすることも多くある。ただし、その会社が default になれば、その銀行は別の trustee を見付けなければならない。このため、default 後に、その trustee が辞任し、別の trustee を見付けることは珍しくない。

## 【 意見交換 】

### (1) trustee

- ・ 銀行が trustee を務めていて、会社がデフォルトした場合、その銀行はどのように別の trustee を見付けるのか。 trustee の候補はどのような機関であるのか。
- ・ デフォルト後には、専門的な銀行が trustee の役割を担うことが多い。どのように見付けるかは、費用の問題等もあるが、その社債 (unsecured bond) が一定の弁済を得られそうであれば trustee を見つけやすい。なぜなら、仮にその社債の弁済金額が僅か 1 ドルだったとしても、その弁済金額を投資家ではなく trustee が優先的に受け取る条件があるためである。
- ・ デフォルトした企業に関して、ある程度の情報がなければ、trustee は務まらないのではないか。
- ・ デフォルトしそうな会社についても SEC に対するディスクロージャーが適切に行われていることから、情報は豊富である。ディスクロージャーが行われなければ、経営者は訴訟を起こされ、又は逮捕されることもある。
- ・ trustee の資格は、利益相反を起こしていること以外に資格制限はあるか。
- ・ trustee になるためには、米国に登録されている銀行である必要がある。外国銀行の米国支店も登録すれば可能である。あとは、一定の net asset (純資産) がなければ登録できないが、それほど高い条件ではないため、比較的小さな銀行でも登録可能である。
- ・ trustee は、発行体の債権者であることが利益相反条項に入っているが、融資もできないのか。
- ・ ある銀行が trustee ビジネスと同時に private equity ビジネスも行っている場合、ある PE ファンドが会社を買収すれば、銀行持株会社が銀行を持つと同時に PE ファンドのポートフォリオ・カンパニーを持っている状況が発生する (注: これは「発行体が indenture trustee の関係会社である。」として利益相反に該当する例)。
- ・ trustee を務めると同時にローンを貸すと利益相反になるが、default がなければ利益相反があっても trustee を辞める必要はない。ただし、実際の利益相反は、1939 年信託証券法のみの問題ではなく、最近 10 年では、債権者が利益相反を理由に trustee に訴訟を起こす事例が頻繁に起きている。このため、米国のメガバンクは、trustee ビジネスから手を引くようになった。なお、trustee ビジネスを行っている主要な銀行は、ステート・ストリート銀行とメロン銀行の 2 つである。

## (2) 開示

- ・ 社債発行時の開示は、社債に付いている条項のみでなく、他の債務に関する情報も開示されるのか。
- ・ 社債の発行条件を詳しく説明し、契約内容をSECに登録しなければならないが、他の社債や銀行ローンの情報をどこまで説明する必要があるかは状況によって異なる。
- ・ 例えば、他の社債や銀行ローンに担保があれば、その担保の存在や、どこまで担保が及ぶのかを説明しなければならない。それは、新しい社債を買う投資家にとって重要な情報だからである。しかし、他の銀行ローンのコベンツをどこまで説明するかは場合によって異なり、コベンツの程度について、数字や期限などを説明することもあるが、一般的には不要である。投資適格の社債を発行する場合、担保の状況は説明するが、他の債権のコベンツの説明は限られている。
- ・ 発行する社債の条件として、最低限、開示しなければならない項目は何か。
- ・ 法律上は「重要な情報を開示せよ。」の要件のみであり、特に開示しなければならない項目はない。
- ・ 銀行ローンのコベンツや条件を開示することについて、銀行の抵抗は強くないのか。あるいは、銀行の抵抗が強いことによって、社債発行が阻害されることはないのか。
- ・ SECに登録されている会社は、confidentiality（秘密保持）の意向を持っているが、法律の方がpowerfulであるため、銀行のconfidentialityのために開示しないことはないと思う。SECルールに基づくディスクロズの義務があれば、適切に開示されている。
- ・ 米国の法律では、コベンツの開示についてmaterial informationが開示されているかどうか重要であると思う。materiality（具体性・重要性）の問題は、多くの訴訟の事例があり、ケースが確立されていることから、このケースの場合には開示するかどうか、プラクティスとして確立しているのではないか。
- ・ コベンツ開示におけるmateriality（具体性・重要性）は、プラクティスとして確立している。ただし、多くの事例はあるが、その状況は複雑である。
- ・ 米国、ユーロ市場、あるいは日本で、日本の企業が社債を発行する場合、多くの制度的な違いがあると思う。日本企業が、日本ではなく外国で発行することを選択する場合、どのような法制度やプラクティスが最も影響していると思うか。
- ・ 大きく分けて2つのパターンがある。
  - 1つは、日本企業が米国で社債を発行する場合、引受会社は米国のリスクを分かっている

ため、米国で社債を売る際には、万が一、その日本企業が破産する場合に十分なディスクロージャーが行われているかが重要であると考えている。特に米国で社債を発行する場合、日本企業は、米国法律事務所に対して、10b-5 意見書 (10b-5 disclosure opinion) の作成を依頼しており、当該法律事務所が満足できる程度の開示を行わなければ 10b-5 意見書は出せない。

10b-5 意見書がない場合には、引受会社が自身の責任で、米国で社債を売ることをしないため、ユーロ市場で売ろうとしても、ユーロ市場では発行会社の希望の条件で売ることができないかもしれない。

米国のディスクロージャーは、ユーロ市場と比較して厳しいのではないかと。

- ・ 実務上、米国で社債を発行している会社は、基本的に日本の銀行である。日本の銀行が発行している債券は、劣後債や Tier1 (優先出資証券) であるが、米国では、144A (私募証券市場) で私募債としてプロの適格機関投資家に限定することにより、ディスクロージャーの負担を減らしている。あえて米国で発行する目的は、コストを払ってでも発行量を確保したいためである。
- ・ 他の企業の場合は、まず、ディスクロージャーに耐えられないことと、コストが高すぎることから、現実的に、日本の企業は米国では社債を発行しないと認識している。

## 2. 決済・清算システムの機能拡充について

証券保管振替機構 (以下「ほふり」という。) から、決済・清算システムの現状及び論点等について、次のとおり、配布資料等に基づき報告・説明があった後、意見交換が行われた。

(証券決済制度改革への取組みとほふりの対応)

- ・ 10 年前に米国では決済期間の短縮が議論されていたが、日本においても、決済システム強化の必要性が認識され、一連の証券決済システム改革の動きに繋がったと認識している。
- ・ これまでほふりが取り組んできた内容は、STP 化の実現、DVP 決済の実現、有価証券のペーパーレス化である。今年の 1 月に株券の電子化が完了したため、これまでの課題は、一通り解決されたと考えているが、これから国際競争の中で日本が勝ち進んでいくためには、更なる改革が必要であると認識している。
- ・ 有価証券の種類によって、清算機関の有無や DVP 決済の仕組みが異なっているが、基本的にそれぞれの商品の特性に合った形で整備されてきた。株式は、取引が非常に多く、1 件あたりの取引金額が非常に小さいため、1 件ずつ個別に決済を行うのは非効率であることから、特に資金の部分はネットィングすることとし、ネット = ネット型若しくはグロス = ネット

ト型の決済が行われている。CP及び一般債は、振替件数はそれほど多くないものの、1件あたりの決済金額が大きいことから、元本リスクを最大限排除するため、グロス＝グロス型の仕組みを用意した。

- ・ 当初、一般債の振替制度実現までの検討において、DVP決済の方式について関係者間で色々と議論を行った。それ以前に稼動していた株券のグロス＝ネット型DVPと同じ仕組みとし、決済インフラの共通化を図ってはどうかといった意見があった一方で、一般債は国債に近い商品であり、株式と同じ仕組みとすると業務面・システム面とも非常に負荷が大きいとの意見もあった。さらに、そもそも一般債は取引量が少ない中で、取引があったとしても売切り、あるいは買切り、若しくは国債との入替えといった一方通行が多いことから、証券あるいは資金をネットリングするメリットがないのではないかとといった意見があった。また、清算機関を構築することとなれば、参加者のデフォルトの発生に備えて担保や基金(ファンド)を積まなければならないため、そのコストとの見合いで、デメリットの方が大きいとの意見もあり、最終的に清算機関を介さない、グロス＝グロス型のDVP決済が良いとの結論に至った。
- ・ 本懇談会において、社債に清算機関を導入すべきとの意見があった。清算機関とは、取引が行われた後、決済に至るまでの資金と証券を確定させる主体であるが、最近ではCCP (Central Counterparty) として、証券取引における売り手と買い手の間に立って、決済の保証を行い、リスクの軽減を図る役割を担っている。更に清算機関に大量の取引・決済が集中することにより、資金や証券の決済件数・金額を圧縮できるといった面でのリスクの削減もできる。社債を清算機関の取扱対象とするか否かについては、証券や資金の圧縮ニーズがあるのか、他の有価証券と同じインフラに乗せるメリットがあるのか、削減が期待されるリスクとはそもそも何であるのか、コストに見合うメリットが得られるのかという点を検証する必要がある。
- ・ 懇談会において、ほふりが清算機能や資金決済機能を持つことで、欧州あるいは米国のように、レンディングサービスやレポ取引のサポート等の付加価値サービスを提供してはどうかという意見があった。米国では、清算機関であるNSCCが、渡方からの受渡がフェイルした場合に、受方への引渡し債務を履行するために、他の参加者から証券を借りる仕組みを持っている。欧州では、ユーロクリアが参加者間で決済が履行されないことを回避するためにレンディングのサービスを提供している。しかし、ユーロクリアは清算機関ではなく、引き受けた債務の履行のために証券を借りるNSCCの仕組みとは異なる。レポ取引については、必要な管理業務を当事者に代わって行っている。また、ユーロクリアは銀行であり、参



加者に資金口座を開設させ、日中資金OD（当座貸越）の供与や、高格付に限定されるが元利金の建替え払いのサービスを提供している。他の欧州各国のCSDは直接資金の受渡しは行っておらず、中央銀行の中でCSDが計算した結果に基づいて資金の受渡しが行われており、ほふりの仕組みと同様である。

- ・ 価格情報について、米国のTRACE制度では、証券取引が行われた場合、証券会社は15分以内にFINRA(自主規制機関)に対して取引の内容を報告しなければならない。NSCCのシステムを経由して報告する方法も認められているが、NSCCを通じた報告は取引全体の5%程度とのことである。ほふりの決済照合システムで持っている取引価格を公表してはどうかとの意見があったが、現状流通がほとんどない中、銘柄数・データ数とも極めて限られている。そもそもそのようなデータを公表することが取引の透明性向上に繋がるのか、また流動性との関係はどうかという点について、しっかり議論する必要がある。
- ・ ほふりとしては、利用者の方々からの改善要望に対しては、ニーズをヒアリングしながら実現に向けて進めていきたいと考えている。

#### 【意見交換】

- ・ TRACE制度でNSCCを通じて報告される取引の情報は全体の5%程度とのことであるが、代表的な銘柄が取引されていれば、取引情報が必ずしも全部カバーされていなくても、市場全体の動向を表す指標になり得るのではないか。それによって、市場機能・市場の透明性がかなり改善される面があると思うがどうか。
- ・ 把握できている取引情報が少ないことを根拠として、TRACEと類似するシステムを用意することについて否定的な考えではなく、まずは、どのように情報が市場関係者にとって有益であるのかについて議論を行うことが必要であると考えており、その結果、ほふりが役に立っている部分があるのであれば、是非協力したい。
- ・ ほふりの今後の検討課題については、早く実施できればと思うが、進めて行く上で何らかの障害があるのか。
- ・ 例えば、ほふりが、新規の機能を提供する場合には、当然システム対応が必要であり、コストがかかる。ほふりは、利用者からの手数料で業務を運営しており、まずは、ニーズを確認することが重要であると思っている。
- ・ また、現状の法律の中でほふりが資金の決済を行うことはできないなど、振替法の枠組み

の中で何ができるかという点について、当局とも相談をしながら進めて行く必要がある。

- ・ 海外で決済機関が提供している付加サービス機能について、我が国においては、振替機関・決済機関というよりは信託銀行が提供するサービス機能ではないかとの印象を持っている。とはいえ、マーケットのニーズありきにつき、証券会社等セルサイドのレポニーズ等確認が必要であると考えている。

### 3. その他

第4回ワーキング・グループを12月14日(月)に開催する。

(配付資料)

- ・ 低格付社債市場の活性化に向けて
- ・ 米国を中心とした社債に関する考察
- ・ 決済・清算システムに係る論点等について

以 上