

社債市場の活性化に向けた具体的な取組(事務局整理検討メモ)

平成 22 年 4 月 16 日

I. 発行市場

1. 社債発行の機動性の確保

現状・課題	具体的な取組
<p>○ 社債発行に当たって、現在、四半期報告書の提出までの間は、社債発行を避けるという市場慣行があり、社債の起債可能期間の短縮・起債の集中化が生じ機動的な発行が難しくなったとの指摘がある。</p> <p>(1) 発行会社</p> <p>① 四半期決算短信では事実上重要な財務情報が開示されており、四半期決算短信の発表から四半期報告書の提出までの間（約 2～3 週間）に社債発行が可能となるよう市場慣行の見直しが必要である。</p> <p>② 上場会社では、財務情報の適正性を確保するため内部統制報告制度が講じられ、監査法人の確認が行われており、全体的な品質管理の下で財務情報・データが作成されている。上記市場慣行の見直しと合せて、四半期開示制度の下での証券会社の引受審査のあり方について検討願いたい。</p> <p>③ 財務情報に修正等が生じた場合には、基本的には発行会社の責任である。</p> <p>(2) 証券会社</p> <p>① 引受審査では一定のチェックが必要である。</p> <p>② 目論見書に虚偽記載があった場合には損害賠償請求の懸念がある。</p>	<p>○ 社債の機動的な発行を確保するため、次の事項について検討を行い、現在の市場慣行等の見直しが必要であると考えらるかどうか。</p> <p>① 証券会社の引受審査の弾力的運用</p> <p>② 監査法人におけるコンフォートレターの弾力的な取扱い</p> <p>③ 引受証券会社と発行会社との間の責任分担の明確化</p> <p>④ 四半期開示制度の下での証券会社の引受審査のあり方</p> <p>【参考 米国】</p> <p>米国では、投資適格債の起債について、「エクストラ・デューデリジェンス」の実施やコンフォートレターの弾力的な取扱い、引受証券会社と発行会社と間の求償契約（分担）等の実務上の手当が市場慣行として確立しており、起債可能期間の短縮・起債の集中化の問題は生じていない。</p>

<p>③ 監査法人において、四半期報告書提出前、決算数値等に大きな変更がない段階等でのコンフォートレターの提出の検討をお願いしたい（監査法人によっては提出される場合もある）。</p> <p>(3) 監査法人</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 四半期報告書が提出されるまでの間は、決算数値等に間違いがないという観点からのコンフォートレターの提出は難しい。 	
---	--

2. 社債の発行条件の決定手続の整備

現状・課題	具体的な取組
<p>○ 証券会社では、社債の発行条件の決定手続として、投資家の需要予測調査を実施するが、重複・カラ需要の申告により市場実勢を適切に反映した発行条件とはならない場合があり、流通市場での「ディスカウント販売」（発行条件を下回る条件での販売）の誘引の一つとなっているとの指摘がある。</p>	<p>○ 社債の適切な発行条件の決定を確保するため、社債の条件決定手続の一つとして、いわゆる「POT 方式」の検討・導入が考えられるがどうか。</p> <p>【参考 米国】</p> <p>米国では一般的に、社債の発行条件の決定に POT 方式が導入されている。POT 方式とは、主幹事証券会社が、投資家の正確な需要に基づいて社債の発行条件を決定するため、幹事証券会社が連帯して販売責任を負う部分（POT）を設け、大口投資家を中心とした需要は POT に集めて大口投資家の需要に関する情報を共有する方式で、オーダーの重複やカラ需要が排除できるとされている。</p>

3. コベンツの付与及び開示

現状・課題	具体的な取組
<p>○ 社債が他の債務・ローンに劣後する要因として、担保の取扱い・コベンツ（特約）の付与及び開示のあり方が指摘されている。</p> <p>(1) コベンツの付与</p> <p>① 社債に主に付与されているコベンツは、担保提供制限（ネガティブ・プレッジ）、クロス・アクセラレーションで、米国で付与されている「合併・買収・譲渡制限」、「クロス・デフォルト」、「チェンジ・オブ・コントロール」その他のコベンツは社債に付与されることは少ない。</p> <p>② 担保提供制限は、多くが社債間限定となっており、他の債務・ローンを対象としたものは、2009年は、2社の個人向け社債のみであった。</p> <p>(2) コベンツの開示</p> <p>① 社債に付与されるコベンツは、発行開示として目論見書に開示される。</p> <p>② 社債やローンなどの債務のコベンツは、有価証券報告書に記載され開示される（2009年3月期219社が開示）。</p> <p>③ 有価証券報告書において開示されるコベンツは、純資産維持・利益維持等の財務指標に関するコベンツが多く、クロス・アクセラレーション等のデフォルトに関するコベンツを開示している企業は少ない。</p> <p>④ 米国では、ローンのコベンツ情報について、</p>	<p>○ 社債の発行会社の拡大、特に低格付社債の発行の拡大を図るため、次の事項について検討を行い、社債権者が劣後した状況の解消及び他の債務・ローンに付与されているコベンツの的確な開示が必要であると考えがどうか。</p> <p>① コベンツの付与及び開示を市場慣行として確立</p> <p>② 他の債務・ローンのコベンツについて、</p> <p>イ. 有価証券報告書における開示</p> <p>ロ. 米国の臨時報告書フォーム8-Kに相当する法定開示</p> <p>ハ. 取引所による適時開示</p>

- イ. 年次報告書 10-K でコベナントの種類・有無・遵守状況等の基本的な情報が開示されている（コベナントがどの債務に付与されているかは明示されてなく、その詳細な内容は把握できない）。
- ロ. ローンが臨時報告書フォーム 8-K の提出が求められる重要事象に該当する場合には詳細な情報が開示されるが、我が国では、同 8-K に相当する法的な開示制度はなく、取引所の適時開示制度でも、ほとんど何も開示されていない。

4. 社債管理者の役割及び設置

現状・課題	具体的な取組
<p>○ 最近の社債のデフォルトによる社債管理者の設置の必要性や、メインバンクが社債管理者となった場合の利益相反の問題が指摘されている。</p> <p>(1) 社債管理者の設置及び役割</p> <p>① 会社法の例外規定（最低券面額 1 億円以上）を利用して、機関投資家向け社債では、財務代理人 (FA) が設置されることが多い。</p> <p>② FA は、社債管理者と異なり、社債のデフォルト時に社債権者の利益のために行動することが義務づけられていないとされている。</p> <p>③ メインバンクが社債管理者となる場合には、利益相反の問題が生じることが懸念される。</p>	<p>○ 社債の発行会社の拡大、特に低格付社債の発行の拡大を図るため、次の事項について検討を行い、社債管理者の設置により社債のデフォルト時の社債権者の負担の軽減が必要であると考えているかどうか。</p> <p>① 低格付社債への社債管理者の設置、市場慣行として確立</p> <p>② 社債管理者の業務</p> <p>③ 社債デフォルト時の利益相反防止措置</p> <p>④ 社債デフォルト後の社債管理者の報酬の確保</p>

【参考 米国】

イ. トラストティーの設置

米国では、トラストティーは、信託証券法によって、元本が1,000万ドル超の公募社債の発行時にその設置が義務付けられている。

ロ. 利益相反防止のための信託証券法の措置

- ・ 例えば、役職員の兼任、直接・間接の支配関係や、証券の10%以上の保有、債権者となっている場合には、トラストティーは、90日以内に辞任、又は利益相反の状況を解消しなければならない。
- ・ トラストティーが発行会社の債権者となっている場合には、社債のデフォルト時に最大6か月遡り、トラストティーが回収した債権を取戻し、特別勘定で管理されることが規定されている。

(2) 意見

- ① 証券会社では、発行会社に対して社債管理者の設置を要請している。
- ② 過去の破綻事例から見てもメインバンクが社債管理者となる場合には利益相反に当たる可能性が高く、社債管理者はメインバンク以外の者が引き受けることが適当ではないか。
- ③ 社債管理者は、受託者責任の観点から、投資行動について厳格に制限されるため、社債権者が優先し、社債権者を100%保護しなければならない。利益相反の問題は、社債とプロパー債権の双方に対する同順位（パリパス）での担保設定や、プロラタ（比例配分）による債権の回収等により対応できるのではないか。

<p>④ 機関投資家向け社債に社債管理者を設置しているが投資家の評価は高い。</p> <p>⑤ 社債管理者の設置コストは、以前と比べて低下し過大なコストとはなっていないのではないか。</p>	
---	--

II. 流通市場

1. 社債の価格情報インフラの整備

現状・課題	具体的な取組
<p>○ 日本証券業協会が公表する「公社債店頭売買参考統計値」について、実勢価格との乖離やタイムラグ等が指摘されている。</p> <p>(1) 公社債店頭売買参考統計値制度</p> <p>① 実勢価格（約定価格、ビッド・オファー等）と乖離し、タイムラグがある。</p> <p>② 投資信託の基準価格等の評価に利用できない。</p> <p>③ 社債の発行条件の決定に当たって、参考価格・指標として利用できない。</p> <p>④ 取引情報（約定データ）の公表など「公社債店頭売買参考統計値制度」の抜本の見直しが必要。</p> <p>⑤ 各社が算出する公社債店頭売買参考統計値の信頼性の向上が必要。</p> <p>(2) 取引情報の報告・公表</p> <p>① 流動性の低い銘柄・低格付社債では、取引情報の公表は、市場参加者にミスリーディングになるのではないか。</p> <p>② 社債の発行額が大きく格付も高い流動性が高い銘柄では、取引情報の公表は効</p>	<p>○ 社債の価格情報が実勢を適格に反映した価格となるよう、次の事項について検討を行い、社債の価格情報インフラの整備を図る必要があると考えるがどうか。</p> <p>① 公社債店頭売買参考統計値の信頼性の向上（指定報告協会の見直し、報告時限の繰下げ等）</p> <p>② 取引情報の段階的な公表</p>

果があると考えられる。

- ③ 取引情報の公表は、先ずは、流動性が比較的高い銘柄から公表していくのが効果的ではないか。
- ④ 証券会社のコスト負担の軽減を図るため、証券保管振替機構（ほふり）のシステムの活用などの検討が必要ではないか。

【参考 米国】

- 1. 米国 TRACE では、証券会社は FINRA に取引執行後 15 分以内に社債の取引情報（取引価格等）を報告、公表される。
- 2. 2002 年 7 月の TRACE 導入当時、流動性・収益の低下からディーラーの多くが反対したが、現在では、米国の社債市場の基幹インフラとして市場関係者に受け入れられている（定着している）。

【参考 英国】

- 1. 英国ボンドマーケットプライス・ドット・コムでは、個人投資家向けに流動性・格付が高い社債（残存年限 1 年以上、格付 A-以上、発行額 10 億ユーロ以上）で一定の取引（取引額 15,000～1,000,000 ユーロ）の社債の価格情報が公表されている。
- 2. 価格情報は、午後 5 時 30 分に高値、安値、仲値、さらに午後 9 時に取引終了時におけるビッド・オファーの平均値が公表されている（米国 TRACE は、同一の社債であっても取引ごとに価格情報が公表されている）。

2. 決済・清算システムの機能拡充及び社債レポ市場の整備

現状・課題	具体的な取組
<p>(1) 決済・清算システムの機能拡充</p> <p>① 社債には清算機関がない。社債の清算集中・清算機関の整備により、決済リスクが軽減、投資家・市場参加者にとって利便性が向上し、流動性が高まる。</p> <p>② 社債の発行規模が小さく業者間売買は限定的で、社債のネットィング効果は大きくない。</p> <p>③ 証券の決済・清算インフラは、株式、先物・オプション取引、国債など商品・取引ごとに複数の清算機関が分立しており、今後清算機関の効率的な活用・機能強化の取組の中で、社債の清算機関のあり方について検討が必要ではないか。</p> <p>(2) 社債レポ市場の整備</p> <p>① 我が国では、社債のレポ市場、レンディング機能が存在しない。</p> <p>② 欧米では、社債レポ市場、レンディング機能が整備され、市場参加者の資金調達・運用手段として定着しており、流通市場での流動性の確保、発行市場の拡大に寄与した。</p> <p>③ 証券保管振替機構（ほふり）において、欧米の決済機関と同様の資金決済機能、証券貸借等の機能が提供され、社債のレポ市場が整備されれば、流通市場の活性化、社債の発行市場の拡大に寄与する。</p> <p>④ 社債レポ市場のインフラ整備は必要ではあるが、現在の社債の発行規模では社債のレポ取引は進まない。社債の発行規模の拡大と併せて整備を図っていく必要があるのではないか。</p>	<p>○ 決済・清算システムの機能拡充及び社債レポ市場の整備を図るため、市場関係者のニーズを踏まえながら、次の事項について検討を進めておく必要があると考えるがどうか。</p> <p>① 社債の清算・決済集中の必要性の有無（決済機関、決済期間の短縮化等）</p> <p>② 資金決済機能、証券貸借等の機能の提供</p> <p style="text-align: right;">以 上</p>