

社債市場の活性化に向けて（案）

平成 22 年 4 月 27 日

社債市場の活性化に関する懇談会
ワーキング・グループ

本報告書（タタキ台）の構成・項目は、平成 21 年 10 月 6 日『「社債市場の活性化に関する懇談会」における今後の検討の方向性について（案）」によるが、今後のご議論を踏まえて、必要な変更を行う。

第 1 我が国社債市場の現状及び構造問題

※ 作成中

※ 次回 5 月 17 日（月）開催のWGにおいて、ご議論をお願いしたいと存じます。

第2 我が国社債市場の活性化に向けた具体的な取組

I. 発行市場

1. 証券会社の引受審査の見直し

(1) 発行会社から、証券会社の引受審査のあり方及び社債発行の機動性の確保について、次の指摘があった。

① 上場会社等では、金融商品取引法（以下「金商法」という。）の下で、適時な財務・企業情報の開示を確保するため、四半期開示制度、内部統制報告制度、確認書制度が講じられ、公認会計士・監査法人による監査・レビューの対象となっている。このように全体的な品質管理の下で財務情報が作成されており、証券会社の引受審査の簡素化・弾力化が必要である。

② 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い状況にある。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。

(2) 証券会社では、投資家保護の観点から引受審査での一定の確認が必要である一方、同審査の簡素化・弾力化に当たっては、目論見書の使用者義務を確実に実施する必要があり、財務情報に誤りがあった場合の責任分担のあり方について、金商法上の考え方を明確にし、その徹底を図っていく措置が必要であるとの意見があった。

(3) 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、次の事項について検討を行い、証券会社の引受審査の見直しとともに、上記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 金商法による責任分担の明確化・徹底

○ 今後の具体的な対応

日本証券業協会（以下「日証協」という。）は、金融庁、日本公認会計士協会、発行会社及び証券会社の協力を得て検討を進め、本年12月までを目途に取りまとめを行う。

2. 社債の発行条件の決定手続の整備

- (1) 社債の発行条件の決定手続として、証券会社では、投資家の需要予測調査を実施しているが、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。
- (2) 米国では一般的に、社債の発行条件の決定手続として、いわゆる「POT 方式」が導入されている。POT 方式では、投資家からの重複・カラ需要が排除され条件決定の透明性が高まるとともに、社債の発行手続が標準化、起債期間の短縮化が図られ、起債が円滑に進むようになったとされている。
- (3) 我が国でも POT 方式による起債例があるが、社債の発行条件の決定手続の一つとして、POT 方式の本格的な導入が図られるよう、証券会社の顧客情報の管理の徹底などの実務上の課題等について、市場関係者が共有し、速やかに解消されるよう、必要に応じてガイドラインを作成するなどの取組を進めていく必要がある。

○ 今後の具体的な対応

日証協は、発行会社、機関投資家、証券会社の協力を得て課題の洗い出し・検討を進め、本年 12 月までを目処に必要な措置を講じる。

【参考】

○ POT 方式

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、重複・カラ需要が排除される。

3. デフォルトリスクへの対応

社債の発行市場の活性化のためには、投資適格社債の発行会社のみならず、信用リスクが相対的に大きい企業がこれを柔軟に利用できるよう低格付社債市場の整備が必要である。そのためには、投資家が安心して信用リスクが相対的に大きい企業が発行する社債に投資ができるよう、次のとおり、発行会社の経営の悪化や社債がデフォルトした際の社債権者保護の仕組みの整備を進める。

3-1 コバナンツの付与及び開示

(1) コバナンツの付与

- ① コバナンツは、社債やローンなどの債務契約に予め付与される特約であり、コバナンツの付与の状況によっては、社債がデフォルトした際の資金回収に影響を及ぼす。
- ② 現在、社債に主に付与されているコバナンツは、担保提供制限条項（ネガティブ・プレッジ）及びクロス・アクセラレーションである。
- ③ 担保提供制限条項は、他の無担保債務への担保提供を制限する投資家保護のための特約であるが、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。一方、一般にローンでは、社債等の他の債務と同順位とするコバナンツが付与されることが多いことから、特に信用リスクが相対的に大きい企業が発行する社債では、他の債務・ローンに劣後する状況となることが懸念される。
- ④ 本来、社債のコバナンツは、企業の資本・財務政策及び投資家のニーズに基づき、多様なコバナンツが柔軟に付与され、社債の発行条件等に適切に反映されるべきである。
- ⑤ 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バナンツのモデルを作成、例示するなどの取組を進め、市場慣行として、柔軟なコバナンツの付与及び適切な発行条件の決定等を定着化させていく必要がある。

○ 今後の具体的な対応

日証協は、発行会社、証券会社及び日本公認会計士協会の協力を得て検討を進め、来年3月までを目途に取りまとめを行う。

(2) コベンナツの開示

- ① 社債権者は、コベンナツの付与の状況によっては、社債がデフォルトした際の資金回収に影響を受けることとなり、他の社債やローンのコベンナツの情報の把握は重要で、適切な開示が行われなければ、安心して社債に投資することができない。
- ② 我が国では、社債に付与されるコベンナツは発行開示として目論見書により開示され、社債やローンなどの債務のコベンナツは有価証券報告書により開示される。
- ③ 2009年3月期では、219社が有価証券報告書によりコベンナツを開示しているが、純資産維持・利益維持等の財務指標に関するコベンナツが多く、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ナツを開示している企業は少なかった。
- ④ 米国では、ローンのコベンナツ情報について、
 - イ. 年次報告書フォーム10-Kでコベンナツの種類・有無・遵守状況等の基本的な情報が開示されている（コベンナツ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。
- ⑤ 投資家が安心して社債投資ができる環境を整備するため、米国の開示制度等を参考に、次の事項について検討を行い、コベンナツ情報について、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を進める必要がある。
 - イ. 有価証券報告書における開示（デフォルトに関するコベンナツの開示の促進）
 - ロ. 米国の臨時報告書フォーム8-Kに相当する法的開示
 - ハ. 取引所による適時開示

○ 今後の具体的な対応

日証協は、発行会社、証券会社及び日本公認会計士協会の協力を得て金融庁及び証券取引所と協議を進め、本年12月までを目途に取りまとめを行う。

3-2 社債管理者の設置等

(1) 信用リスクが相対的に大きい企業が発行する社債への社債管理者の設置

- ① 社債管理者は、会社法の規定に基づき、原則として社債発行時に設置され、社債権者の法定代理人として、発行会社の財務内容のモニタリング機能及び社債デフォルト時以降の債権保全・回収機能を持つ。
- ② 投資家が安心して信用リスクが相対的に大きい企業が発行する社債に投資ができるようにするためには、同社債への上記3-1の多様なコバナンツの柔軟な付与とともに、社債管理者が設置され、社債の発行条件等に適切に反映されるべきである。
- ③ 社債管理者の設置は、(イ) 全の社債に設置する。(ロ) 格付機関の格付などに依拠し信用リスクが相対的に大きい企業が発行する社債に設置することが考えられる。当面は、現状を踏まえ、(ロ) による設置を市場慣行として確立するとともに、下記(2)の社債管理者の業務のあり方の検討に応じ(イ)の方向性も念頭において、柔軟に検討・対応を図る。
- ④ 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、同社債への社債管理者の設置を定着化させていく必要がある。

○ 今後の具体的な対応

日証協は、発行会社、証券会社及び日本公認会計士協会の協力を得て検討を進め、来年3月までを目途に取りまとめを行う。

(2) 社債管理者の業務

- ① 多くの発行会社が社債管理者不設置債とする理由の一つとして、社債管理者に期待する業務内容とコスト負担の問題があり、一方、社債管理者からは、会社法上、重い責務が課されているとの意見があった。
- ② 米国では、トラスティー (Trustee。「社債管理者」に相当。) の業務は、社債のデフォルト前とデフォルト後では大きく異なり、特に社債のデフォルト前は、基本的には、年次報告書等の定期的な開示書類の受領などの事務的な業務を行い、財務情報の請求やモニタリング、レビューを行うことはない。
- ③ 米国のトラスティーを参考に、社債管理者の責務の明確化や、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など社債管理者の設置を促すための取組を進める必要がある。

○ 今後の具体的な対応

日証協は、社債管理者（銀行・信託銀行等）、発行会社及び証券会社の協力を得て法務省及び金融庁と協議を進め、来年6月までを目途に取りまとめを行う。

(3) 利益相反の懸念

- ① 多くの社債で、メインバンクが社債管理者に就任している。市場関係者においては、こうした状況について、社債のデフォルト前後に利益相反が生じる可能性が高いとの懸念も表明されている。
- ② 社債市場の透明性・信頼性の向上には、社債管理者の責務の実効性を高めていく必要性があり、こうした懸念の解消に向けた取組を進めていく必要がある。

○ 今後の具体的な対応

日証協は、上記(2)と合わせて協議を進め、来年6月までを目途に取りまとめを行う。

【参考】

○ 米国のトラスティー (Trustee)

(1) 設置

① 米国の社債のトラスティーは、我が国の会社法第 702 条に基づく「社債管理者」に相当し、社債権者の利益を代表して社債の管理を行う受託者である。信託証券法 (Trust Indenture Act of 1939) に基づき、元本が 1,000 万ドル超の公募社債の発行時に設置が義務付けられ、社債のデフォルト時には社債権の保全のために裁量的に行動しなければならない。

② 米国法で設立された純資産 15 万ドル以上の事業法人であればトラスティーに就くことができる。

(2) 利益相反防止のための信託証券法の措置

① 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。

② トラスティーが発行会社の債権者となっている場合には、信託証券法では、社債のデフォルト時に最大 6 か月遡り、トラスティーが回収した債権を取り戻し、特別勘定で管理されることが規定されている。

(3) 業務

① 社債のデフォルト前

基本的には、信託証券に定められた年次報告書や四半期報告書等の定期的な開示書類の受領などの事務的な業務を行う。

② 社債のデフォルト後

イ. 信託証券法に基づき、プルーデントマン・ルールに従って社債権者の利益を最大化するための行動が義務付けられ、発行会社に財務情報等を請求するとともに、直に社債権者に元利金の支払の遅延等を通知する。

ロ. 破産の申立てや、破産裁判所の債権者委員会への参加、事業再編計画案を作成・承認などを行う。

ハ. 社債のデフォルト後のトラスティーの報酬は、通常破綻処理に最低限必要なコストとして、破綻会社に対する優先債権と認められ、一般的に信託証券にこの旨が記載されている。

Ⅱ. 流通市場

1. 社債の価格情報インフラの整備

- (1) 社債の流通市場の拡大・流動性の確保には、基本的には社債の発行量の拡大が必要であるが、そのためには、流通市場の透明性を高め、取引価格や気配値が適切に開示されなければならない。
- (2) 我が国では、社債の価格情報インフラの一つとして日証協が運営する「公社債店頭売買参考統計値制度」がある。同制度では、日証協が証券会社から気配値の報告を受け、銘柄ごとに平均値、中央値、最高値、最低値等を公表している。
- (3) 公社債店頭売買参考統計値（以下「売買参考統計値」という。）は、広く投資家、市場参加者に利用され、金融・証券市場に必要なインフラであり、社債の売買の参考価格、担保等の時価評価や、投資信託の基準価格の算定、社債の発行条件決定の参考価格・指標等として広く利用されている。
- (4) しかしながら、売買参考統計値については、実勢価格（約定価格、ビッド・オファー等）と乖離し、タイムラグがあり、その見直しや改善が必要であるとの指摘がある。
- (5) 社債の価格情報の透明性を高め信頼性を確保するため、米国・英国の制度を参考に次の取組を進める必要がある。

① 取引情報の公表

- イ. 当面、流動性が高い銘柄について、1日1回、取引終了後に、取引価格等を公表する。その後、取引状況等を踏まえ、公表頻度、迅速性、公表対象銘柄等の拡充を図る。
- ロ. 投資家（取引者）の匿名性を確保する。
- ハ. 既存のシステムの活用などにより証券会社及び利用者のコスト負担の軽減を図る。

② 売買参考統計値の信頼性の向上

- イ. 指定報告協会員制度の見直し
 - ・ 指定報告協会員名を公表する。
 - ・ 指定報告協会員は売買執行能力を有する協会員とする。
 - ・ その他
- ロ. 報告時限の繰下げ等
 - ・ 市場関係者・利用者の協力を得て報告時限の繰下げに努める。

ハ. その他

○ 今後の具体的な対応

日証協は、証券会社及び機関投資家の協力を得て検討を進め、来年6月までを目途に取りまとめを行う。

【参考】

1. 米国 TRACE

(1) TRACE (The Trade Reporting and Compliance Engine) は、FINRA (米国金融取引業規制機構) が 2002 年 7 月から運用を開始し、現在、約 30,000 銘柄の社債の取引情報 (取引量、取引価格、売買の別、取引執行時間、利回り) がリアル・タイムで市場参加者 (有料) 及び個人投資家に提供・公表 (無料) されている。

(2) 会員は、FINRA の規則に基づき、社債の流通市場の取引情報を FINRA に 15 分以内に報告することとなっており、FINRA は、同報告を受け上記①の公表を行っている。

2. 英国ボンドマーケットプライス・ドット・コム (BondMarketPrices.com)

ボンドマーケットプライス・ドット・コム (BondMarketPrices.com) は、Xtrakter が 2007 年末から運用を開始し、現在、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) の価格情報について、午後 5 時 30 分に高値、安値、仲値、午後 9 時に取引終了時におけるビッド・オファーが公表 (無料) 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

社債の流通市場の活性化には、決済・清算システムや社債レポ市場といったインフラの整備が必要であり、発行市場の拡大に寄与する。

(1) 決済・清算システムの機能拡充

- ① 清算機関は、決済リスクの軽減を図り、投資家・市場参加者の利便性の高め流動性を確保していくためには必要であるが、現状では、社債の発行規模が小さく売買が限定的で社債のネットィング効果が大きくないことから、社債には、国債のような清算機関が設置されていない。
- ② 今後社債の発行規模が拡大する中では社債の清算機関の設置の必要性が高まることから、日証協では、今後の清算機関の効率的な活用・機能強化の取組の中で、社債の清算機関の設置その他社債の決済・清算システムの機能拡充について、市場関係者で将来のニーズをにらんで前向きに必要な検討を進めることとする。

○ 今後の具体的な対応

日証協は、市場参加者のニーズを踏まえ、社債の清算機関の設置その他社債の決済・清算システムの機能拡充について、市場関係者と必要な検討を進める。

(2) 社債レポ市場の整備

- ① 社債レポ市場は、市場参加者の資金調達・運用手段としての機能が期待されるが、現在の発行規模では社債のレポ取引のニーズは大きくない。
- ② 日証協では、欧米の社債レポ市場、レンディング機能を参考に、今後社債の発行規模の拡大する中で、資金決済機能、証券貸借等の機能の提供について、市場関係者で将来のニーズをにらんで前向きに必要な検討を進めることとする。

○ 今後の具体的な対応

日証協は、市場参加者のニーズを踏まえ、社債レポ市場の整備に必要な資金決済機能、証券貸借等の機能の提供について、市場関係者と必要な検討を進める。

第3 今後の取組

1. 日証協では、第2の各課題について、今後の具体的な対応の下に、行政当局、関係機関及び市場関係者の協力を得て検討を行い、早期の実現を目指す。
2. 日証協は、上記検討・取組状況について、「社債市場の活性化に関する懇談会」に報告を行うとともに、必要なフォローアップを行う。
3. 日証協は、同懇談会の下、引き続き、社債市場の活性化に向けて、さらに発行会社、投資家及び市場関係者のニーズの把握に努め、必要に応じ提言を取りまとめ、また、諸施策の実現に向けて積極的に対応する。

以 上