

## 「第10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22年4月27日（火）午後4時～5時50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

### 議事概要

#### 1. 社債市場の活性化に向けて（案）

事務局から、我が国社債市場の活性化に向けた具体的な取組について、次のとおり、配付資料等に基づき説明・報告があった後、意見交換が行われた。

#### I. 発行市場

##### 1. 証券会社の引受審査の見直し

#### 【事務局説明】

(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、内部統制報告書制度、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市場慣行があるため、その市場慣行を解消し、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）の社債発行を可能とする必要がある。

(2) 引受審査を行う証券会社では、投資者保護の観点から一定の確認が必要である一方、引受審査の簡素化・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、次の事項の検討を行い、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

(4) 証券会社の引受審査では、低格付社債や仕組債などにおいて慎重な審査が必要な一方、高格付社債において継続的に発行される社債の場合には、引受審査の簡素化・弾力化が必要ではないか。

(5) 金商法による責任分担の明確化・徹底については、例えば、社債の発行条件決定（ローンチ）から四半期報告書の提出までの間に払込みが行われる（いわゆる「マタギ」）場合の訂正届出書の提出の問題は、ノー・アクションレター等で金商法の考え方を明らかにすることが考えられる。また、目論見書の使用責任の問題は、米国を参考に、金商法に規定し責任分担の明確化を図るといった踏み込んだ検討ができれば良いと考えている。

○ 今後の具体的な対応

- ・ 今後の具体的な対応は、いわゆる「工程表」として取りまとめたもので、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、平成22年12月までを目途に取りまとめを行う。

## 【意見交換】

- ・ 目論見書の使用責任の問題は、監査法人による監査や内部統制報告制度及び確認書制度も講じられており、これらの制度に依拠すれば、引受証券会社が、目論見書のすべての責任を負う必要はないものと考えているが、弾力的な運営に向けて検討することが考えられる。
- ・ 監査報告書や内部統制監査報告書は、公認会計士・監査法人が責任を負う部分である。しかし、コンフォートレターにおける取扱いは、頻繁に議論になっている。
- ・ 例えば、決算短信が公表されて有価証券報告書・四半期報告書が提出されるまでの間は、公認会計士・監査法人による監査やレビューが完了していない。この段階で、公認会計士・監査法人としては、決算短信で公表された財務諸表について、責任を持つことができない。この点は、証券会社の引受審査の見直しの議論において、十分、理解願いたい。
- ・ 事務局資料に「現在、四半期報告書の提出までの間は、社債発行を避ける市場慣行がある。」と記載されているが、いわゆる「マタギ」の問題を指しているのか。

- ・ いわゆる「マタギ」の問題も含んでいるが、具体的な検討に当たっては、どのような市場慣行があるのか、更に議論を深めていきたい。
- ・ 発行会社としては、四半期報告書提出までに募集開始から払込が完了することは、現状も問題はなく、市場慣行により、四半期報告書の提出をまたいで、募集開始から払込ができない認識でいる。
- ・ いわゆる「マタギ」の問題は、金商法上の解釈において重要な論点の一つである。
- ・ コンフォートレターの提出の有無に関する論点も重要である。決算短信が公表されてから四半期報告書・有価証券報告書が提出されるまでの間は、監査法人によるレビュー・監査が終わっていないことから、コンフォートレターの提出がなければ、財務諸表の信頼性をどのように確保するのか、今後、議論を深める必要がある。
- ・ 発行会社からはコンフォートレターの取扱いの改善について意見をいただいている。証券会社社内では問題意識を持っているが、現状では、アクティブに動いていない。今後、是非とも議論を深めていただきたい。
- ・ POT方式が導入されれば、1日でプライシングができるようになり、社債の発行に要する準備期間が短くなる。また、速やかに社債が発行されることにより、いわゆる「マタギ」の問題も解消できるのではないかと。
- ・ 低格付の会社や、長く社債の発行実績がない会社が社債を発行する場合は、有価証券報告書又は四半期報告書を提出後に社債を発行した方が良い。高格付の会社で継続的に社債を発行している会社とは、議論を区別した方が良い。
- ・ 証券会社の引受審査の見直しの問題は、金商法の改正を行わなくても、実務として見直しできる部分があるのではないかと。
- ・ 米国では、引受証券会社は、過去の判例等を踏まえた上で、どの程度のリスクがあるかを把握しつつ進めることができ、また、エクストラ・デューディリジェンスとして何を行うべきかについて認識が共通化されているなど、実務が標準化されており、その標準化された中、個別の案件において、どの程度リスクを取るか否か判断していると想像される。
- ・ 日本では、過去の判例やデフォルトの事例等も少なく、エクストラ・デューディリジェンスとして、何をどこまでやるべきかについて、今後、市場関係者において議論を深めていか

なければならない。今後、引受証券会社としては、金商法上の解釈が明確になり、また、市場関係者の議論の中で、一定の標準化された指針などが構築され、どこまで引受審査を行うべきかが示されることになれば良いと思う。

## 2. 社債の発行条件の決定手続の整備

### 【事務局説明】

- (1) 証券会社が実施する投資者の需要予測調査では、残念ながら、投資家からの重複・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) 米国で一般的に導入されている、いわゆる「POT方式」では、投資者からの重複・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) 日本でも 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、平成22年12月までを目途に必要な措置を講じる。

### 【意見交換】

- ・ POT方式の導入は概ね賛成である。POT方式の導入に際して、何らかの弊害があるのであれば、市場関係者が、その弊害を取り除く議論を行わなければならない。実際の社債発行に際して、POT方式で実施するか否かは、発行会社、投資者及び証券会社の間で相談の上、個別の案件毎に決めれば良い。
- ・ POT方式によって集約される顧客情報は、発行会社においてどのように使われるのか、何らかのガイドラインの策定は必要ではないか。
- ・ POT方式によって集約される顧客情報の管理は重要である。例えば、投資者と証券会社との間で、情報管理の約束をするといった形式にするのか、それとも、日証協によるガイドラ

インを策定する形式にするのか、今後、議論を深めていきたい。

- ・ POT 方式はプライシングにおいて非常に透明性が高い制度であり、POT 方式の導入は賛成である。
- ・ POT 方式では、発行会社において個別の投資者の情報が実名で把握できるため、例えば、欧米では、POT の中にヘッジファンドが入っていれば、そのヘッジファンドを外すことができるという。仮に、当社が POT 方式による社債を発行する場合には、コアになる投資者から順番に社債を購入して欲しいと思う。
- ・ ただし、個別の投資者の情報が実名で把握できることが、どのようにプライシングに影響するのか、実際に、POT 方式による社債を発行してみなければ、どのような弊害があるのかわからない。
- ・ POT 方式のスキームの検討に当たっては、例えば、証券会社の税務上の取扱いなども確認しておく必要がある。
- ・ 今後、具体的な対応を進めて、可能な限り早く、POT 方式による社債発行が実現できれば良い。

### 3. デフォルトリスクへの対応

#### 【事務局説明】

- 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柔軟に社債発行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、発行市場での必要な整備や、証券会社での適切な投資勧誘の徹底と併せて、投資者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、具体的には、「コベナンツの付与及び開示」、「社債管理者の設置等」について整備を進める。

#### 3-1. コベナンツの付与及び開示

#### 【事務局説明】

##### (1) コベナンツの付与

- ① コベナンツは、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、コベ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ベナンツは、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者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担保提供制限条項が付与された社債は、平成 21 年において、個人向け社債の 2 社のみであった。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ベ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、社債のコベナンツは、企業の資本・財務政策及び投資者のニーズに基づき、多様なコベ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、投資者及び証券会社の参考となるよう標準的なコベナンツのモデル（すべてのコベナンツの開示を求めるものではない。）を作成、例示するなどの取組を進め、市場慣行として、柔軟なコベ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、平成 23 年 3 月までを目途に取りまとめを行う。

## (2) コベナンツの開示

- ① 社債権者は、コベナンツの付与の状況によって、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ナンツの情報の把握が重要であり、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 日本では、社債に付与されるコベナンツが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ナン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ローン等のコベナンツ情報を開示しているが、純資産維持・利益維持等の財務指標に関するコベナンツが多く、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ナンツを開示している企業は少なかった。
- ④ 米国では、ローンのコベナンツ情報について、
  - イ. 年次報告書フォーム 10-K でコベナンツの種類・有無・遵守状況等の基本的な情報が開示されている（コベナン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 投資者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、次の事項の検討を行い、コベナンツ情報について、投資者保護の観点から、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ナンツの開示の促進）

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

⑥ この取組は、発行会社に対して、すべてのコベナンツの開示、負担を求めることではなく、例えば、米国の臨時報告書フォーム 8-K を参考に、投資者保護の観点から、投資判断に重大な影響を与える場合について、何らかの開示の手立てができないかといった趣旨である。

○ 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金融庁及び証券取引所と協議を進め、平成 22 年 12 月までを目途に取りまとめを行う。

#### 【意見交換】

- ・ 米国では、臨時報告書フォーム 8-K により、ローンのコベナンツ情報が開示されているとのことであるが、具体的には、どのような情報が開示されているのか。
- ・ 2月に事務局の海外調査報告に添付した参考資料では、米国証券取引委員会（以下「SEC」という。）の規則により、公開会社は、定められた重要事象の発生後 4 営業日以内に、その情報について開示を行うこととなる。開示項目には重要な最終合意の締結、直接的金銭債務又はオフバランスシート上の債務の発生、債務の繰上げ・増加をさせる誘引となる出来事といった項目があり、これらに社債やローンが該当すると判断された場合、公開会社は、SEC に対して、重要な合意や債務の内容、誘引となった出来事の詳細について記載した臨時報告書フォーム 8-K を提出することとなっている。これにより、ローンのコベナンツ情報が開示されるものと理解している。
- ・ 「コベナンツの付与及び開示」の論点では、「今後の具体的な対応」で「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、平成22年12月までを目途に取りまとめを行う。」としているが、本件は銀行にとっても多岐に渡って関係の深い論点であるため、銀行界も議論に参加できるようにしていただきたい。

- ・ 高格付社債を発行する会社では、コベンツの開示を行ったとしても、社債と銀行ローンとの間で優先・劣後関係が変わらないため、特段、コベンツにおいて開示すべき重要な事項がないと思われる。高格付社債を発行する会社の場合は、コベンツの重要性の観点から、議論していただきたい。
- ・ 「コベンツの付与」の問題では、社内において議論をした際、「現在まで規制緩和の流れであったにもかかわらず、逆戻りして、再び規制を戻すのか。」といった意見があった。具体的に言えば、現状では、社債間パリパスが主流であるものの、今後は、すべての債権についてパリパスにするのか（以下「国内債務間パリパス」という。）といった議論である。
- ・ 平成7年以前は、旧大蔵省の通達があり、適債基準及び財務制限条項規定において、担保提供制限は、ローンも含めた国内債務間パリパスと定義されていた。通達行政が廃止されたと同時に適債基準が撤廃され、以後は、財務制限条項を財務上の特約と称して、コベンツの内容や設定数が自由化された。その後、証券会社、銀行（社債管理者）、投資者及び市場関係者の総意をもって、現在の社債間パリパスが主流となったと理解している。
- ・ 社債間パリパスが、国内債務間パリパスになれば、銀行のスタンスとしては、融資を行う、行わないといった単純な話ではなく、銀行のローンの返済順位が社債に優先、同列、劣後している場合で、それぞれ信用リスクに応じて、融資条件を変えるということになる。例えば、銀行の保有する債権が優先債権であったが、今後、国内債務間パリパスの条件になるのであれば、銀行としては、現状の融資の条件では貸すことができなくなり、銀行ローンがパリパスで同順位、若しくは劣後になる場合の融資の条件について、融資先に条件変更をお願いしなければならない。社債の信用リスクが上下すれば、当然ながら発行条件も変化し、また、銀行ローンの条件も変化することになる。
- ・ したがって、「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ベ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。」の記載は、若干、正確性を欠くと思われるため、修正願いたい。
- ・ 多様なコベンツの付与は、旧大蔵省の通達では、BBB 格の財務制限条項として、二つのセンサー条項を入れる必要があり、具体的には、純資産額と利益の維持条項であったが、適債基準撤廃後、コベンツの自由化の中で、センサー条項を一つ若しくはセンサー条項を付



与しないといった形で社債が発行されるようになった。コベンツの自由化の流れに逆行するのであれば、自由化された過去の歴史を踏まえた上で、議論願いたい。

- ・ コベンツ抵触時の対応としては、期限の利益の喪失、担保付社債に切り替えるためのウェーバー、社債権者の集会決議によるウェーバーなどの規定が整備されていないため、今後の課題として議論できれば良い。
- ・ 社債を発行する会社の信用リスクは、投資者や市場が判断すべきである。発行会社によって、厳格なコベンツが必要な会社もあれば、緩やかなコベンツで十分な高格付企業もある。コベンツを付与した発行会社は、その内容及び開示が適切に行われる必要がある。
- ・ コベンツの開示が適切に行われるための取組は、規制を強化する若しくは時代に逆行するといったものではないことから、報告書の取りまとめに際しては、その点を踏まえた上で取りまとめていただきたい。
- ・ 社債市場を活性化するためには、信用リスクが相対的に大きい会社の社債について、コベンツの開示が適切に行われるよう取り組む必要があると思われる。高格付社債のコベンツの開示が強化されることは、昔の規制が強かった時代に戻ることになるため、本末転倒である。
- ・ 高格付社債について、コベンツの付与が義務付けられていた時代に戻す必要は全くないと思う。ただし、生命保険業界としては、過去に公表したレポートで分析しているように、BBB 格などの低格付社債について、コベンツの付与の撤廃は過剰な自由化であったと考えており、その結果、低格付社債市場では、全く買い手が不在であり機能していない状況となっていることが、歴史上の事実ではないか。
- ・ 社債市場の活性化を図るためには、低格付社債について、すべて強制的にコベンツを付与すべきであるとは考えてはいない。企業の資本・財務政策及び投資者のニーズに基づき、多様なコベンツが柔軟に付与され、スプレッドや年限といった社債の発行条件等に適切に反映させることができれば良いと思う。
- ・ 「コベンツの付与・開示」の問題は、穿った見方をすれば、時代の逆行といった指摘を受けるため、そのような指摘を受けないために表現の工夫が必要である。高格付社債は、コベンツの開示・付与を義務付ける必要がないといった意見で、概ね、本ワーキング・グループ（以下「WG」という。）においてコンセンサスが得られており、その点を配慮し、報告書の取りまとめに際しては、慎重な文章の表現をお願いしたい。

- ・ 高格付社債においては、社債間パリパスが良いのか。それとも、国内債務間パリパスが良いのか。
- ・ 高格付社債においても、国内債務間パリパスが望ましいと思うが、信用リスクの低い高格付社債には、これまでの市場慣行もあり、国内債務間パリパスを要求するのではなく、プライシングの問題で解決すれば良いと考えている。
- ・ 社債と銀行ローンとの間が国内債務間パリパスとなった場合、当然に社債の発行条件、銀行ローンの条件が変わってくるが、条件が違うところで議論を行えば、解決策も見つかるのではないか。
- ・ 社債が銀行ローンに劣後している状況にあれば、投資者は社債投資に慎重になり、買付けない。市場の透明性を高め、社債市場の活性化を図るためには、国内債務間パリパスとすべきであると思う。担保の有無は非常に重要であり、社債を発行する会社が倒産すれば、更正担保債権、一般更生債権のいずれかとなることから、この点も含めて議論していただきたい。
- ・ 例えば、新興企業やM&Aを繰り返す企業などの中には、本業黒字でも暖簾の償却などで赤字が続いている企業もあり、従来型の純資産維持条項、利益維持条項などのコベナンツでは、必ずしも企業内容が的確に把握できず、また、コベナンツに抵触することになり社債発行が難しい。
- ・ 米国のハイ・イールド債の市場では、投資者から、コベナンツとして、チェンジ・オブ・コントロール、配当制限、強制弁済条項などの有無が注目されており、これらのコベナンツの有無によって、投資者と発行会社との間でプライシングが決定される。
- ・ メザニンなどでは15-20%等の利回りも珍しくないが、日本では利息制限法などで元本が100万円以上の場合、15%以上の利回りを得るのが難しく法制面も含めたマーケットの構築に向けた検討が必要ではないか。
- ・ コベナンツの付与は、それが社債の発行条件や銀行ローンの条件などに適切に反映されるのであれば、基本的には、発行会社と投資者・銀行との間で決めるものであろう。
- ・ 投資家が社債を購入するに当たっては、自分が購入しようとしている社債の債権としての順位が、銀行融資も含めた他の債権と比較してどの程度劣後しているのか把握した上で購入する必要があるし、購入して社債権者となった後も継続して把握しておく必要がある。そのためにも他の債権も含めたコベナンツの開示は重要である。特にプロ以外の投資家にも販売される公募社債の場合は、投資家の情報収集能力に限りがあることから、コベナンツの開示

の必要性は一層高いと考える。

- ・ 少なくとも、格付が下がったときなど信用リスクが高まった場合は、コベンツの開示を義務付けるといった対応は必要ではないか。社債を発行している会社が破綻した場合の、社債権者と他の債権者との間の優先順位がわからない状態は改善する必要があると考える。
- ・ 事務局においては、コベンツの付与及び開示の問題について、時代の逆行といった印象を受けないよう、文章を修正していただきたい。

### 3-2. 社債管理者の設置等

#### 【事務局説明】

##### (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、社債権者の法定代理人として設置される。
- ② 投資者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、同社債への多様なコベンツの柔軟な付与とともに、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・回収機能を持つ社債管理者ができるだけ設置され、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) すべての社債に設置する。(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) による信用リスクが相対的に大きい社債への設置を市場慣行として確立する。社債管理者の業務のあり方の検討、例えば、社債管理者の業務が整理され、責務・コスト負担が軽減されるようであれば、すべての社債に設置するといった方向性も念頭において、柔軟に検討・対応を図る。
- ④ 市場慣行として、信用リスクが相対的に大きい企業の社債への社債管理者の設置を定着化させるため、企業、投資者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、平成23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。財務内容のモニタリング機能は免責されている。
- 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、平成23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、社債管理者の責務の実効性を高めていくには、その責務の明確化といった社債管理者のあり方の基本的な問題の検討が必要であることから、上記(2)の社債管理者の業務と併せて協議を進め、平成23年6月までを目途に取りまとめを行う。

**【 意見交換 】**

- ・ 「社債管理者の業務」の論点では、「今後の具体的な対応」で「社債管理者（銀行・信託銀行等）の協力を得て協議を進める。」とあるが、多岐にわたって社債管理者が関係していることから、銀行界が議論に参加できるようにしていただきたい。
- ・ 平成5年の商法改正では、社債管理者の原則設置の規制について、従来の純資産を基準とした社債発行限度額の規定に代わる新たな社債権者保護の仕組みとして導入されたと理解

している。ただし、現行の金商法では、投資者保護の観点でプロ・アマ規制が規定されており、プロは自己責任、アマは保護といった形となっている。したがって、個人を中心としたアマはやはり然るべき保護をすべきである。低格付社債市場は、むしろプロを中心とした市場として位置づけられるべきではないか。つまり、投資者保護の議論が今まで若干弱かったのではないか。現行の市場慣行で社債管理者としての役割を期待されているメインバンクとしては、低格付社債への社債管理者設置の定着化といった方向性について、必ずしも賛同できない。

- ・ 現実的な問題としては、低格付の発行会社であるため社債管理者に就任する者がいない、あるいは利益相反を懸念されるローン債権者が就任を回避するといった事態を招く可能性が否定できない。したがって、起債を行いたくても実現できず、発行会社の資金調達に及ぼす影響等についても検討願いたい。
- ・ ローン債権を有するメインバンク等の取引銀行が社債管理者に就任することは、利益相反の状態にあると形式的には位置付けることができるかもしれない。しかし、米国の市場と異なり、日本の社債市場の慣行としては、大口債権者のメインバンクが社債管理者に就任する場合、当該利益相反を充分認識した弊害防止措置を講じている。また、会社法には、罰則規定があるほか、利益相反的行為を行えば、当然銀行はレピュテーション・リスクも負う。これらを勘案して、各行では自らの債権を優先して回収・保全を図るような行為により社債権者に不利益を与えることがないよう、適切に管理をしていることを鮮明に宣言している。その事実が違うのであれば、概念論ではなく、具体的な例を挙げていただきたい。
- ・ 証券会社が、米国市場のように銀行が社債管理者の立場に立つことは利益相反であると問題視されるのであれば、ローン債権を有するメインバンクが社債管理者に就任すること自体を禁止するのかがどうか方向性を明確にすべきである。会社法第 703 条、会社法施行規則第 170 条には、社債管理者の資格が明記されており、専門信託会社や保険会社なども含まれている。市場関係者又は公的機関で、こうした利益相反のない独立した信託会社などを設立した上で、市場関係者共有の社債管理者とすることまで考えるのか、ある程度の方向性を示すべきである。ただし、利益相反のない独立した信託会社は、銀行のような決済機能を持たない可能性があり、その場合、ユーロ市場のトラスティーと支払代理人が別法人となっている形態を志向して、社債管理者と発行・支払代理人、いわゆる決済機能の分化まで考えるのか。
- ・ 社債管理者には、会社法に基づく善管注意義務の下、無限責任に近い責任義務が課されていると考えているが、その義務の範囲の具体化・明確化が必要であり、銀行界としても、その議論に入っていきたい。ただし、信用リスクが相対的に大きい企業への社債管理者設置の

実質的な強制化のみが先行するのであれば、社債管理者に就任する者が存在しない状況下で、議論のみ先行することになるため、会社法上の義務・責任の範囲の明確化とともに、この議論を進めていかなければ、銀行界としては受け入れがたい。

- ・ 日本では、1970年代当初、社債は担保付社債が前提であり、無担保社債は認められておらず、受託銀行が設置された担保付社債のみの市場であった。1990年代に、受託銀行がなくなり社債管理者となったことで、受託銀行より若干責任が軽い立場になったが、社債管理者の設置は義務であった。発行会社としては、1億円券面の機関投資家向け社債について、ある程度の格付であれば投資者に迷惑を掛けるようなことはしないにもかかわらず、あえて社債管理者を置き、殆ど業務がなくても、社債が償還するまで手数料(いわゆる「眠り口銭」)を払わなければならないことに違和感を覚えていたが、その後、1997年になって、漸くユーロ市場で一般的な財務代理人 (FA:Fiscal Agent) 設置債が認められるようになったという歴史がある。
- ・ 米国市場はトラスティーが前提であるが、欧州市場はFAが前提の市場として拡大してきた経緯がある。「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」の論点では事務局の説明に、社債管理者の業務が整理され、責務・コスト負担が軽減されるようであれば、すべての社債に設置するといった方向性も念頭において、柔軟に検討・対応を図るとの提言があるが、高格付社債にも社債管理者の設置を義務付けることは、社債の活性化に必ずしも繋がらず、時代に逆行した提言となってしまう。社債市場の活性化の観点からは、低格付社債に社債管理者の設定を義務付けることで低格付社債の発行が市場に受け入れられるかという視点が重要と考える。低格付社債は、社債管理者が適切にモニタリングを行い、社債権者が不利な取扱いを受けないような機能を果たすことで、投資家が低格付社債に投資しやすい市場環境の整備に繋げることが重要と考える。
- ・ 社債管理者の利益相反の問題は民法の詐害行為取消し(倒産前6ヶ月以内の詐害行為の取消し)等でも対応できる問題であり、メインバンクが社債管理者に就任しているから利益相反であるといった理屈にはならないのではないかと考える。
- ・ 社債管理者の設置は、現状の社債管理者の業務を勘案すれば、高格付社債への設置は望ましくないといった議論であったが、社債管理者の役割を見直し、例えば、米国のトラスティーなども参考に、もう少し高格付の発行会社においても、社債管理者を設置するメリットを打ち出せば良いと思う。社債の発行時は高格付であっても、将来的に格付が下がった際に、

途中で社債管理者を探すことは難しいと考えられるため、社債管理者の役割を見直し、社債発行当初から設置ができれば良いのではないかと。

- ・ 米国のトラスティーは社債のデフォルト前後で業務が異なるが、このように、社債管理者の役割を見直すことにより、すべての社債に社債管理者を設置することは考え方の一つであり、今後、具体的な議論をしても良いのではないかと。
- ・ ホールセール向け社債とリテール向け社債、あるいは高格付社債と低格付社債では、段階的に社債管理者の役割や社債管理者への支払手数料を考えれば良いのではないかと。例えば、格付が下がった際に、社債管理者が、社債権者保護のために何らかの業務ができるようになれば、低格付社債の市場に新たな投資者が参入できるといった効果を期待できるのではないかと。
- ・ 発行会社、社債管理者の金融機関、決済機能を持った法人には、それぞれの事情があり、接点が見つからない状態であると思う。社債管理者は何のために設置するのか。社債権者保護を目的とするのであれば、少し時代に逆行するかもしれないが、社債権者保護を目的とした第三者機関の社債管理者の設置は、一つの課題として検討に値するのではないかと。第三者機関であれば、利益相反の問題も解決できる。米国では、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任することができるため、日本においても、少し観点を改めて議論しても良いのではないかと。
- ・ 第三者機関による社債管理者は、総論として賛成である。しかしながら、社債管理者は、開示情報に基づく相対のコバナンツのモニタリングではなく、メインバンクの立場で発行会社の業績の悪化を察知した上で、どのように判断・対応するのかといった知見をバリューとして行ってきており、第三者機関による社債管理者の設置は、現状のメインバンクの社債管理者に対する期待感とは真っ向から逆の考えで、相当大きな問題点の投げかけである。
- ・ 今後の社債管理者のあり方では、一つは保全のみの社債管理者が、もう一つはメインバンクではない社債管理者が示されているが、従来像を否定するような内容では、簡単に取りまとまらないのではないかと。
- ・ 社債管理者を第三者機関とするのであれば、社債管理者のコスト・ベネフィットを考慮しなければならないだろう。
- ・ 小口の個人向け社債には、社債管理者を必ず設置している。この点は維持し、今後、社債

管理者の設置の問題の見直しを行うのか。また、社債管理者によるモニタリングの論点では、破綻前のモニタリングとレビューを行わないことは、コストの点で良いと思うが、個人向け社債においてモニタリングが本当に不要なのか否か議論が必要ではないか。したがって、主要な販売先の投資者によって、社債管理者の役割を変えるとといったことも考えて良いと思う。

- ・ 第三者機関が社債管理者の業務に参入し競争すれば、発行会社や投資者が最も良いと思われる社債管理者が選択され、マーケットは活性化し中長期的には一番安定した社債管理者が残るのではないか。
- ・ 利益相反の問題は、会社法上の罰則もあるため、誰が社債管理者を務めるのか議論が必要である。
- ・ 受託銀行の流れを受け継いで社債管理者の責務が重いことや、銀行が会社法の精神に基づいて社債管理者を務めてきたことは紛れもない事実である。
- ・ 社債市場の活性化のためには、そもそも社債管理者はどのような役割を果たすべきか考える必要がある。米国では、低格付社債にはプロの投資家が投資をし、特にノン・インベストメントグレードではプロが中心である。社債管理会社の必要性として、メインバンクの知見といった意見もだが、それこそまさに利益相反の可能性を残すものであるため、米国におけるトラスティーの役割は、破綻後に社債権者の利益が最大化できるようにデュー・プロセスを遂行することに注力しているため、メインバンクの知見といった実務は不要である。
- ・ 日本における社債管理者の議論は、着地点として、どのあたりに日本の社債市場を位置付けるのかであると思う。日本の社債管理者の役割や、誰が社債管理者に就任するのかといった議論は、幅広く市場参加者から意見を聞く必要があるのではないか。
- ・ 社債権者がローン債権者と比較して不利な立場に置かれない。つまりフェアであることを担保することが最も望ましく、フェアや透明性を中心に考えて議論を行うべきである。視点を間違えて最初に目的を失ってしまえば、各課題が間違った議論になってしまう。
- ・ 日本の社債市場において、誰が社債管理者として最も適切か選んでいくやり方もあると思う。幅広い業態の者が社債管理者に就任できるようになれば、そこから適材適所の社債管理者が現れるかもしれない。
- ・ メインバンクが社債管理者に就任して良いのかといった利益相反の問題は、非常に重要で



あり、全く新しい第三者機関の方が良いのかといった議論もある。メインバンクと第三者機関が競って支払手数料が安い方を選ぶことと、社債管理者の利益相反を防ぐことは別の問題である。

- ・ 一昨年、社債間同順位の担保提供制限条項（他の社債に担保を入れない限り同順位の社債には担保が入らない）を財務上の特約で規定した社債（社債管理者不設置債・FA債）を発行していたある不動産会社の財務状況が急激に悪化、格付機関がBBB-からBB+に格下げ、1ヶ月後に破綻した事例があった。格付機関は、格付リリースで、銀行貸付には全額担保が入っている一方で、社債については、社債間同順位で他の社債に担保を入れない限り同順位の社債に担保が入らないことから、社債の劣後性を反映させた格付を付与する旨、公表していた。社債管理者設置債では、会社法上、破綻する数ヶ月前に担保が設定されることは認められないが、破綻の可能性が高まった時点で、銀行が貸付に担保を設定していた事実が判明すれば、当然、銀行のレピュテーション・リスクは高くなる。その銀行には、利益相反の問題も生じるが、その前に市場からバッシングされる抑止力が働くと思われるため、こうした点も議論のポイントとなると考えられる。
- ・ 社債市場を活性化させるためには、当然、これまで様々な市場参加者が果たしてきた役割は重要であるが、社債の投資者、発行会社及びその他の市場関係者にとって、そういった役割についてどのような形が良いのかといった議論をゼロベースで行うことが必要ではないか。
- ・ 個人向け社債以外の機関投資家向けの社債は、現在の社債管理者の枠組みではなく、米国のトラスティーのように、新しい役割が必要かどうか十分に議論し、例えばFAや社債管理者の業務を見直すことによって、既存の社債管理者やFAの役割を損なわない範囲で変更できるのであれば変更すれば良いと思う。もし、その変更によって、個人向け社債の投資家に対する保護機能が損なわれるのであれば、機関投資家向け社債に関する社債管理者の設置について、新たに法改正を含めて検討した方が良いのではないか。本WGには、金融庁はじめ関係の省庁の方が参加しており、法改正も含めて、本当に必要なことは何か議論できれば良い。
- ・ 社債市場の活性化に向けて最も重要なことは、投資者保護ではないかと考えている。投資者の保護の観点では、社債管理者がメインバンクであることは、非常に大きな意味を持っている。

- ・ 当行では、利益相反行為を防止するため、社債管理者を受託すれば、毎月、例えば約定返済以外の回収があったのか、債権保全の強化（例えば、担保を新たに取るといった行為があったのか。）などを厳しくモニタリングしており、このようなことを一切行わない社内ルールの下に、社債管理者の業務を行っている。銀行としては、社債管理者の業務を行うことを重く考えており、他に多くのローン債権を保有しながら、喫緊のときに、回収する道を半ば捨てるような覚悟の下に、社債管理者の業務を行っていることを理解願いたい。
- ・ 銀行では、ローン債権者の立場を捨てる覚悟で、社債管理者の業務を行っているとのことであるが、非常に重いコスト負担になっているのではなからうか。
- ・ 根本的な議論として、現行の会社法上で求められている社債管理者としての非常に重い義務は、投資者等の立場から見て、そもそも必要なのか。銀行ではローン債権者としての立場があるにもかかわらず、社債管理者を受託したために、約定弁済も含めて、毎月、社債の発行会社のモニタリングを行っているのであれば、銀行では、どの程度のコストを必要としているのか、更に言えば、社債管理者の責務が重い中、どの程度、社債管理者の業務で収益を得ているのか。そろそろ社債管理者とはどのような存在であるのか、見直す時期ではないのか。
- ・ 銀行及び高格付社債の発行会社としては、証券会社がジャンクボンドマーケットを構築するために、これに関連して高格付社債の市場の規制が強化されることは受け入れられない。低格付社債の発行規模を増やしたい、つまり、ジャンクボンドマーケットを構築したいのであれば、別途、高格付社債の市場とは別のルールを策定していただきたい。
- ・ 第三者機関の社債管理者が設置されれば、銀行は利益相反の問題もなく当然に万が一の際には自行の債権回収・保全を図る。社債市場でジャンクボンドマーケットが構築され、利回りは良いが、デフォルトが発生した場合には、銀行の責任や社債管理会社の問題では当然なくなるのであるが、証券会社は発行会社として責任を持った対応ができるのか。プロ向けに市場を構築するのであれば、市場関係者は賛成すると思うが、もう少し市場の制度設計を適切に考えなければ、既存の高格付社債の市場に悪影響を与えるのではないか。
- ・ 社債市場の活性化には、低格付社債の市場を構築するだけでなく、高格付社債の市場を更に拡大する必要があると考えている。低格付社債の市場の構築のみを議論の対象としているわけではなく、あくまでも、社債市場を活性化するための議論の一つである。欧米の社債市場のように、低格付の発行会社が社債発行・市場での資金調達ができ、投資者が参加しや

すい市場を構築できれば良いのではないか。

- ・ 社債を発行している会社が破綻した場合、社債権者と銀行との間で意見が衝突する虞があるが、日本の銀行では、ローンの実務において、メイン寄せと呼ばれる固有の慣行があり、この慣行について十分な議論を行っておく必要がある。
- ・ 日本では、低格付社債のインデックスが存在しない。多くの年金では、A格やBBB格の社債は購入してならないと指示が出ていると聞いており、低格付社債の発行規模の拡大のためには、広く市場参加者が行動しなければならないだろう。
- ・ プロ向け・アマ向け市場の論点や高格付・低格付社債の論点は、今後、議論を深めていきたい。

## II. 流通市場

### 1. 社債の価格情報インフラの整備

#### 【事務局説明】

- (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、発行量の拡大には、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) 日本では、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」があるが、同制度では、日証協が証券会社から気配値の報告を受け、銘柄毎に平均値、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、広く投資者、市場参加者に利用され、金融・証券市場に必要なインフラとして、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・指標等に広く利用されている。
- (4) しかしながら、売買参考統計値は、かねてから、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. 英国の例を参考に、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. 投資者（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っていく必要がある。

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（英国のバリデーション・ルールの導入など）

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、平成 23 年 6 月までを目途に取りまとめを行う。

【 意見交換 】

- ・ 社債の価格情報の論点では、欧米のように個人投資者向けに公表するのか、それとも、すべての投資者向けに公表するのか、議論を深めた方が良い。
- ・ 取引情報の公表の論点では、現在、経過利子を課税で売買できる社債と非課税で売買できる社債が存在しており、市場の商慣行として値段が異なることから、この点について、取引情報を公表するのであれば議論を行う必要がある。
- ・ 社債の価格情報に関連して、ローンの価格情報は非常に重要であると考えている。米国では、ローン・プライシング・コーポレーションによって、ローンの価格の透明性が図られている。具体的には、クレジット・デフォルト・スワップ（CDS）、社債及びローンの各々の値段にある程度の透明性があり、その透明性があるため流動性もある状況である。
- ・ 日本では、ローンの価格について、殆ど透明性がないことから、日本ローン債権市場協会（以下「JSLA」という。）、機関投資家、証券会社及び銀行との間で、日本の資本市場の発展のために、ローンの価格情報について議論できれば良いと思う。

- ・ 譲渡を前提とするシンジケート・ローンは、価格の透明性が非常に重要であり、現在、ブルームバーグを利用すれば価格を把握することができる。価格の透明性がなければ、流通市場は発展しないため、現在、JSLA において、価格を算出する検討が行われていると聞いている。
- ・ 日本における個別ローンの価格情報の公表は、ローンの条件を開示することが非常に難しいため行われていない。
- ・ 果たして、ローンの価格情報の透明性が高まることは、日本の資本市場にとって歓迎すべきことであるのか。市場参加者の中には、透明性が高まることを望んでいない者も存在するため、時価評価のある社債とローンとの関係について考え方を整理できれば良いと思う。

## 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

### 【事務局説明】

- 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基本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、投資者・市場参加者の利便性を高め、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、現在も進めている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睨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睨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。

**【意見交換】**

- ・ 今後の具体的な対応について、具体的な時期を明記することはできないか。
- ・ 事務局としては、まず、社債市場の規模の拡大が必要であると考えており、具体的な日程は記載していない。ただし、この論点は、非常に重要な問題であると考えており、日証協としては、今後の清算機関の機能強化等の取組の中で責任を持って、検討を進めていきたい。
- ・ 2006年に一般債振替制度が導入された直後の証券保管振替機構（以下「ほふり」という。）のホームページでは、今後、海外の証券決済機関に比肩する機能を提供する旨が掲載されていた。
- ・ 資金決済機能や証券貸借等の機能提供は、欧米の証券決済機関において、既に整備されているシステムである。流通市場を活性化することによって、発行市場に刺激を与え、その結果、発行市場が大きくなるといった逆転の発想をしなければ、社債市場は活性化されないのではないか。
- ・ 現在の日本における社債の発行規模では、社債のレポ取引のニーズが大きくないことから、社債レポ市場を整備しないという考え方では、社債の流通市場の規模は、現状に留まることになる。社債レポ市場の整備には、多額の投資が必要となることは理解できるが、資金決済機能や証券貸借等の機能提供の仕組みを整備することによって、流通市場を活性化させることが可能となり、それがひいては発行市場の活性化に繋がると考えている。したがって、今後、もう少し強い決意をもって対応していただきたい。
- ・ ほふりとしては、海外に比肩し得るサービスを提供したいと考えているが、一方で、インフラとして、市場参加者にしっかりと利用していただけることが重要である。利用者として、具体的にどのような機能が必要と考えておられるのか、是非、これからの議論の中で洗い出しをしていただきたい。

- ・ アジアの資金は、米国で長期に流れている。アジアの流通市場が存在しないことが、米国に資金が流れる大きな理由であると思う。流通市場の発達が発行市場の発展に繋がると考えられるため、是非とも、社債レポ市場の整備は、実現願いたい。
- ・ 社債のレポ市場は、投資者が特定の社債をショートしたいとき、非常に大きな役割を果たすと考えられる。社債をショートできれば、市場の厚みが増して、価格の透明性に寄与すると考えられる。このような観点からも、今後、もう少し積極的な対応をお願いしたい。
- ・ 事務局においては、委員の意見を踏まえて、「今後の具体的な対応」について、もう少し見直しをお願いしたい。

## 2. その他

- ・ 第11回WGを5月17日（月）に開催する。

（配付資料）

- ・ 社債市場の活性化に向けて（案）（事務局作成タタキ台）

以 上