



「社債市場活性化懇談会 部会」報告公表 —期待されるレポーティング・コベンツの活用

大和総研 金融調査部 制度調査担当部長

吉井 一洋

1. 報告書公表に至る経緯

2012年7月30日に、日本証券業協会が主催する「社債市場の活性化に関する懇談会」（以下「社債市場活性化懇談会」）の部会報告が公表された。わが国の社債市場は、融資の代替として発展してきた経緯があり、米国や欧州と比較すると、経済規模に見合う市場規模とはなっていない。発行企業は、特定の業種の格付けの高い企業に偏っており、保有者を見ても銀行等が中心で、個人、投資信託、外国人投資家のシェアは低い。資金運用手段としての社債の比重も低水準に留まっている。

〈目 次〉

1. 報告書公表に至る経緯
2. 各部会の検討結果の概要
3. 次善の策としてのレポーティング・コベンツの活用

2008年のリーマン・ショック後の金融危機において、間接金融への依存度が高いわが国の企業金融の脆弱性が明らかになり、資金調達手段の分散化・多様化の必要性が強く認識されるようになった。それに伴い、改めて社債市場の育成の必要性が指摘されるようになった。

社債市場活性化懇談会は、このような状況・背景の下、2009年7月に設置された。座長には、福井俊彦前日銀総裁を迎え、発行会社、証券会社、投資家その他市場関係者、銀行の代表を委員、金融庁、財務省、経済産業省、日本銀行をオブザーバー（その後、法務省も参加）とした。具体的な論点については、当初は懇談会の下に設けられたワーキング・グループで検討が行われ、2010年6月に同ワーキング・グループの報告書（「社債市場の活性化に向けて」）がとりまとめられた。

この2010年の報告書では、社債市場の問題点として下記を指摘していた。

-
- ①景気低迷で設備投資が抑制されている中、借換え以外の長期資金の需要が低い。
- ②企業の資金需要が少ない中、銀行等からの借入により低コストでの資金調達が可能である状態が続いている。
- ③社債の流動性がきわめて低く、流通市場の状況が発行市場の状況に的確に反映されにくい状況となっている。社債の流通市場の価格透明性の向上や決済・清算システムの整備、社債レポ市場の整備の必要がある。
- ④社債の発行手続が硬直的で機動性に欠けている。あるいは、欧米では一般的な発行条件の決定方法であるいわゆるPOT方式(注1)が確立していない。
- ⑤機関投資家の一部でリサーチ態勢の整備やアナリストの育成が課題となっており、あるいは、社債投資にあたり、外部格付けに相当程度依拠しており、他の機関投資家と横並びの投資行動となる傾向がある。
- ⑥外国人投資家など、多様なリスクを許容する投資家が活発に参加しにくい市場となっていた(ただし非居住者が受け取る社債利子非課税制度導入により対応)。
- ⑦社債がデフォルトに陥ったケースはきわめて限られており、企業の信用リスクと社債の発行条件との関係についてデータの蓄積に乏しい。
- ⑧社債では、社債間同順位の担保提供制限条項が付与されることが多く、デフォルトの際に社債権者が他の債権者に劣後する懸念がある。
- ⑨社債以外の債務に付与されるコベナンツ等が十分に開示されておらず、社債と会社の他の債務との優先劣後関係が明らかにされていない。
- ⑩デフォルト事例が少ない中、社債管理者が不設置のことが多く、社債のデフォルトの際の社債管理者の役割や社債権者の債権保全についての共通の理解形成やコスト負担のあり方の検討も進んでいない。
- ⑪社債を発行できる企業は信用力の高い一部の企業と考えられている。
- ⑫社債の譲渡者によって税制が異なる(課税玉と非課税玉の問題)など税制の複雑性が残っており、流通性向上を阻害している。
- ①は制度上の問題ではなく経済の実態の問題である。
- ②は問題点としては一番大きいかもしれない。2010年の報告書では、銀行ローンのリスクプレミアムが社債と比べて小さい理由として、下記を挙げている。
- ・資金需要が乏しい中で銀行間の貸出競争が激しいこと
 - ・決済業務や外為業務など銀行が提供する他の業務も含めた総合採算的な観点から取引を行っていること
 - ・銀行が入手できる情報の範囲や深度が広いことが貸出条件に影響を与えていること
 - ・銀行等は、借り手企業が経営困難に陥った場合に、自らの債権の保全確保・回収のみならず、当該企業の破たん処理や再編、再生等について一定の役割を果たすことがあ

(図表1) 「社債市場活性化に向けて」(2010年6月)で指摘された課題と対応方法

2010年報告書で指摘された課題		対応方法
I. 発行市場	1. 証券会社の引受審査の見直し等	第1部会で検討
	2. 社債の発行条件の決定手続の整備 (POT方式の導入等)	関係者の協力を得て課題の洗出し・検討を進める。
	3. デフォルトリスク等への対応	
	3-1 コベナントの付与及び情報開示等	第2部会で検討
	3-2 社債管理のあり方等	第3部会で検討
II. 流通市場	1. 社債の価格情報インフラの整備等	第4部会で検討
	2. 社債のレボ市場の整備及び決済・清算システムの機能拡充	関係者の協力を得て課題の洗出し・検討を進める。
III. 市場インフラ及び市場慣行	1. 税制	
	(1)非居住者の社債利子の非課税措置の定着化に向けた取組み	非課税措置の周知徹底と制度の恒久化に向けた働きかけ
	(2)金融所得課税一体化に向けた社債利子等の取扱い	実現に向けた働きかけ
	2. 社債の投資教育、社債市場に関する基礎データの整備及び社債IRの推進等	日本証券業協会が必要な措置を講じる。
	3. 社債市場の国際化の推進とアジア等との連携強化	ABMI (アジア債券市場育成イニシアティブ) への協力・支援の継続等

(出所)「社債市場の活性化に向けて」(平成22年6月22日 日本証券業協会 社債市場の活性化に関する懇談会)に基づき大和総研金融調査部制度調査課作成

り、その対応の不確実性が社債のリスクプレミアムを高めている可能性があること

最後の点は、⑦にも関連するが、わが国では企業がデフォルトに陥りそうな(又は陥った)場合に、メインバンク等の銀行が支払期限の延期や債権の一部の放棄などを行ってデフォルトを防止する(又は再建支援する)例が多く、銀行からの借入が、エクイティ的な役割を果たしてきた側面もある。そのことが、企業の借入への依存度を高めているものと思われる。

②の理由のいずれもビジネスの環境や慣行に根差す問題であり、短期間で解消は難しい。2010年の報告書では、銀行等が貸出に適切なリスクプレミアムを設定することが、わが国の金融システムにとって重要な課題であるとの指摘があった旨を述べている。メインバンク等が過度にリスクを負担する慣行の解消も望まれるところである。パーゼル規制で求められ

ているリスクに見合った資本の賦課や資本の質の改善、シンジケート・ローンのような流動性のあるローンの普及によりこれらの点が改善されていくことが期待されるが、最近では、中小企業等を対象としたリレーションシップバンキングの推奨や時限立法としての中小企業金融円滑化法の制定など、むしろ逆の方向ともみえる対応が求められている。

その一方で、2010年の報告書では、社債市場の側でも、効率性や透明性、流動性の向上を図り、銀行ローンと社債とのリスクプレミアムのかい離を縮小させる必要がある旨を指摘し、下記について検討を行うことを提案している。

(図表1)の対応のうち、第1部会から第4部会での検討は2010年7月から2年にも及んだ。ワーキング・グループや部会では、特に信用リスクが相対的に大きい低格付企業の

社債発行と当該社債への投資の拡大を図ることに重点を置いて検討が行われた。筆者はワーキング・グループと第2、第4部会、筆者が所属する制度調査課の課員が第3部会の委員を務めた。

Ⅱの2の社債のレポ市場の整備及び決済・清算システムの機能拡充は、「社債の決済・清算システムの機能拡充及び社債レポ市場の整備に関する勉強会」で検討が行われ、その結果が第4部会で報告された。

Ⅲの1の(2)の金融所得課税一体化は、いわゆる課税玉・非課税玉の問題の解消にも資する措置ではある。現在のところ、2013年度税制改正において検討が行われる予定である。

■ 2. 各部会の検討結果の概要

第1部会と第4部会では、相応の成果を挙げ、検討結果の実施、あるいは実施に向けた取組みが行われている。これに対して、第2部会、第3部会は重要な課題を積み残したまま、現段階で可能な範囲での対応を示している。

(1) 第1部会

2010年報告書では、証券会社の引受審査の枠組み、コンフォートレターの位置付け・取扱い、金融商品取引法（以下「金商法」）による責任分担の明確化・徹底について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みを進めることを提案していた。

社債の機動的な発行を制約する市場慣行の問題として取り上げられたのは、社債の発行登録追補書類等の提出日から払込期日までに決算短信や四半期決算短信、有価証券報告書や四半期報告書の提出があった場合（いわゆる「マタギ」による社債発行）に、これらの書類において、発行会社の財務情報等に重要な変更があったときの問題である。この場合、投資家の投資判断に影響を及ぼすことになるため、証券会社が社債の引受に慎重になり、社債発行を避ける市場慣行がある点が問題点として指摘された。引受証券会社のリスクとしては、金商法第17条に基づく目論見書の使用責任義務に係るリスクやこれに係る行政処分のリスク、社債の発行条件決定後の募残のリスク、レピュテーションリスクがある。

このうち目論見書使用者責任については、金商法の責任分担の明確化・徹底—開示書類に関する元引受証券会社の同法上の責任について、元引受証券会社と監査法人の役割分担のあり方等を踏まえ、その明確化を図る—と密接に関係する。元引受証券会社は、公認会計士や監査法人（監査人）による監査証明を受けた財務諸表等に重要な事項の虚偽記載等や重要な事項・事実の記載欠如があった場合には、金商法第21条1項第4号に基づき、発行会社・会計監査人とともに投資家に対して損害賠償責任を負う可能性があり、また、金商法第17条に基づき目論見書の使用者としての損害賠償責任も負う。後者の責任は、引受証券会社自身が「相当な注意」を用いたこと

を立証しなければ、免れることはできない。第1部会では、この「相当の注意」について、監査人の監査と同様の行為を再度行うことが要求されているわけではなく、監査人の監査証明の適切性を疑わしめるような事情の有無を確認することに主眼を置くべきとし、2012年5月に日証協が「財務諸表等に対する引受審査ガイドライン」をとりまとめることで対応した。

証券会社の引受審査の枠組みに関しては、発行会社は、引受証券会社から有価証券報告書・四半期決算報告書提出後の継続開示審査と社債発行時における起債時確認を受けており、かなりの時間と労力を割いている旨が指摘された。これについて、第1部会では、引受証券会社の社債の継続開示審査は、有価証券報告書提出時には「共通質問事項」などにより発行会社や監査人に確認を行い、四半期報告書提出時には社内において公開情報を中心に審査等を行い、引受スタンスを更新する位置づけに変更すること、社債の引受審査にあたっては、投資家の社債の投資判断に影響が大きいと考えられる元利金支払能力及びリスクファクターの開示（将来キャッシュ・フロー創出力に影響のある事項の分析及び開示）の審査に重点を置いた確認を行い、財務諸表等の審査は疑わしい事象が認識された場合に発行会社や監査人に合理的な説明を求め、などにより対応することとし、日証協がこれに沿った「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2011年5月にとりまとめて公表している。

コンフォートレターは、元引受証券会社が引受審査にあたって、有価証券届出書等に記載される財務情報の正確性、事後の変動に係る調査を行うために、監査法人に作成を依頼する。日証協と日本公認会計士協会との間で、コンフォートレターの取扱いに関する実務上の課題の洗出し・整理を行い、対応について意見交換が行われている。最終報告書では、引受証券会社から監査人宛て質問事例集の作成など具体的な対応策の検討、取りまとめが「期待される」としている。

(2) 第2部会

コベナンツとは、債務履行能力の維持を図るため、社債発行企業又は借入企業に課された社債契約上又は借入契約上の特約条項のことをいう。2010年報告書では、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な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るため、コベナンツの付与とコベナンツ等の情報開示について以下の検討・取組みを進めることとしている。

- ・コベナンツの付与：標準的なコベナンツモデルの作成、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ツの付与及び適切な発行条件の決定等を定着化させる。
- ・コベナンツ等の情報開示：社債のみならず銀行のローン等のコベナンツも対象に、米国の開示制度等を参考に、有価証券報告書

(図表 2) 社債のコベナンツモデル

(1)追加負担制限コベナンツ (インカランス・コベナンツ)	①負債の制限 ②担保提供制限 ③配当等制限 ④支払制限 ⑤資産の処分に関する制限 ⑥セール・アンド・リースバック制限 ⑦合併等の制限 ⑧Change of Control条項 (大株主の異動による償還) ⑨子会社・関連当事者に関する制限
(2)財務維持コベナンツ (財務メンテナンス・コベナンツ)	①純資産額維持 ②自己資本比率維持 ③利益維持 ④負債額維持、負債比率維持 ⑤インタレスト・カバレッジ・レシオの維持 ⑥有利子負債/EBITDA倍率の維持 ⑦有担保負債比率維持 ⑧格付維持
(3)レポートニング・コベナンツ	①コベナンツ充足についての代表取締役等による証明書の提出 ②特定の事象が発生した場合の社債権者への迅速な報告 ③コベナンツの対象となる財務指標の定期的な報告

(出所) 社債市場活性化懇談会第2部会

の開示、米国の臨時報告書フォーム 8-K に相当する法的開示、取引所における適時開示の検討を行い、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みを進める。

コベナンツについては、わが国では社債管理者を設置しない社債の発行が一般的であり、その多くは他の無担保債務への担保提供を制限する担保提供制限条項のみが付されている。その対象は社債間に留まり、ローンも含めて同順位 (いわゆるパリパス) を確保する条項となっているものはほとんどない。この点について当初は投資家から、米国ではパリパスが確保されていることなどを踏まえ、わが国でもパリパスの確保を求める意見が示された (注2)。しかし、直接金融中心の米国と間接金融中心のわが国とでは事情が異なること、米国でもパリパスに多様な例外条項を付すことが一般的であること、社債がローンよりも劣後することを前提に議論をした方が現実的との意見があったことなどを踏まえ、

パリパス確保のための方策までは議論はされず、低格付社債への投資が容易となるような多様なコベナンツを発行企業が設定できるよう、社債のコベナンツモデル (参考モデル) を策定するに留まった。社債のコベナンツモデルとして、下記に分類して具体的な内容を例示している。このうち追加負担制限コベナンツの中の担保提供制限の中にはパリパス確保のモデルも含まれている。

- ①一定の負担行為を規制する追加負担制限コベナンツ
- ②一定の財務指標の維持を義務付ける財務維持コベナンツ
- ③①、②の実効性を確保するための財務諸表等に関する報告を求めるレポートニング・コベナンツ (単独の条項としても可能)

さらに、発行企業の事業特性や信用状況等に応じてコベナンツモデルが適切に組み合わせられ、設定されるよう、社債コベナンツの組合せ (参考モデル) が例示された他、コベナンツ抵触時における柔軟な対応を可能とする

(図表3) 「社債市場活性化に関する懇談会 部会」の経過報告で提案された開示内容

考え方	<ul style="list-style-type: none"> ◇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 ◇「重要な情報」について簡潔に記述 ◇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
有価証券報告書における継続開示	<ul style="list-style-type: none"> ◇「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下記を開示 <ul style="list-style-type: none"> ・コベナンツの具体的な内容：維持すべき財務比率等の数値、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 ・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 ◇開示対象となるコベナンツは、維持すべき一定の財務比率等の条件に抵触した場合や債権者が要求した場合に、当該債務の弁済期限を繰り上げなければならないもの又は担保提供を強制されるものに限定 ◇数値基準を設定(当該コベナンツによって弁済期限の繰り上げや担保提供が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」とみなすなど)
臨時報告書における開示	<ul style="list-style-type: none"> 次の事項が発生し、それが「重要性がある」と判断される場合に、速やかに、臨時報告書によりその内容を開示 <ol style="list-style-type: none"> a. 新たな債務の受入れ(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
社債発行時のコベナンツの開示の充実	<ul style="list-style-type: none"> ◇発行登録書の有効期限経過後はコベナンツも含んだ発行条件の確認・閲覧ができなくなる状況を改善するため、社債が償還されるまでの間は、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検討が必要 ◇コベナンツの内容を投資家に事前に周知す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。 ◇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、有価証券届出書において有価証券報告書に準じて開示する。

(出所)「社債市場活性化懇談会 部会」検討状況について(2)(平成23年7月6日)に基づき、大和総研金融調査部制度調査課作成

ための具体的な内容(参考モデル)も例示された。抵触時の対応のモデルとしては、期限の利益の喪失(クロス・デフォルト)、繰上償還、利率の引上げ、ウェイバーが挙げられており、最後のウェイバーについては、担保付社債の切替、特定資産の留保などが挙げられている。担保付社債の切替条項は、わが国では個人向けの社債に付されることが多い。しかし、最近のデフォルトの例では、実際には機能しなかった。

他方で、社債がローンよりも劣後することを前提とするのであれば、ローンの担保の内容やコベナンツの内容などが、社債と比較できるような形で開示される必要がある。審議の途中段階においては、(図表3)の事項の開示を求める提案がなされた。前述した筆者

が機関投資家に対して行ったヒアリングでも、(図表3)の情報開示について支持する意見が多かった。ただし、開示対象を、「維持すべき一定の財務比率等の条件に抵触した場合や債権者が要求した場合に、当該債務の弁済期限を繰り上げなければならないもの又は担保提供を強制されるものに限定」することについては、これによりローンのコベナンツの大半は開示対象から除外されてしまうとして反対する意見が多かった。筆者は、社債発行企業のみを開示を義務付けた場合、かえって社債発行を抑制してしまうおそれがあることや、(図表3)で示されている有価証券報告書や臨時報告書の開示事項は、最劣後の投資家である株式投資家にとっても重要性が高いと思われることから、社債発行企業に限

定せず、有価証券報告書や臨時報告書での開示を求めるべきと考えている。

しかし、この情報開示についても銀行や発行会社の反対が強く、一定の合意には至らず、現行制度の枠組みの中で、自主的な開示を促すこととされた。反対意見としては、開示負担の増加や開示増加に伴う経営リスク回避のため社債の発行を回避する企業が出てくる、社債発行企業に限定せず開示を求めた場合は、証券市場全体を委縮させる可能性がある、開示の充実により低格付社債市場の活性化につながるか疑問であり、現行制度下で開示を促進すべきといったものの他に、銀行が設定するコベンツの設定目的や抵触時の対応などの意図は第三者にはわからないため、かえってミスリーディングな開示になるという意見も出された。コベンツの意図はあくまで銀行側の意図であり、通常、発行会社は把握しえないといった問題もはらんでいる。

最終報告書では、現在の有価証券報告書等における継続開示制度においても、コベンツや債務の状況等について、追加情報の注記等（注3）や重要な後発事象の注記（注4）による開示が求められるケースがありうることから、発行企業による情報開示が進むよう、日証協が事例集等を作成し、例示することとしている（注5）。なお、有価証券報告書等の「等」には四半期報告書も含まれる点には留意する必要がある。

さらに、上記の開示を補完するものとして、社債権者が必要とする情報について、必要に

応じて、「レポート・コベンツ」を設定することにより、社債発行企業に社債権者への報告・公表を求めることとしている。

(3) 第3部会

2010年報告書では、社債管理者設置債の比率が低い現状を踏まえ、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発行できる仕組みを維持しつつも、信用リスクが相対的に大きい企業の社債発行と当該者社債への投資の拡大を図るため、社債管理のあり方等について検討・取組みを進める必要があるとしている。その上で、下記の検討を求めている。

- ・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あたって、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みを進め、このような社債への社債管理者の設置を定着化させる。
- ・今後の社債管理者のあり方として、
 - ①米国のトラスティ等を参考に、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みを進める。
 - ②今後、社債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。社債管理者は、会社法上、社債権者の法定

代理人として、公平誠実義務・善管注意義務の下で、発行会社の財務内容のモニタリング・債権保全機能と、デフォルト社債の債権の保全・回収機能などを果たしている。

社債管理者の権限や善管注意義務の内容が具体的でないことから、社債管理者はその責任の範囲を広範に考えざるを得ない。また、現在、社債管理者の多くは、メインバンクが就任している。社債管理者に貸付債権を有する者が就任することは排除されておらず、メインバンクの知見や与信取引で得た情報を活用することが念頭に置かれている。メインバンクが社債管理者に就任する場合、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が、会社法で定める公平誠実義務の内容は明確といえず、利益相反行為に関する損害賠償責任の範囲も明確でない。そのため、信用リスクが相対的に大きい会社が社債の発行を検討する場合、メインバンク等は、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を躊躇する傾向がある。他方で、そのような企業に対して与信取引が無い銀行や信託会社も、発行会社への財務内容等のモニタリングなども含んだ、広範な善管注意義務を果たせるかとの懸念から、社債管理者への就任を躊躇する。そもそも、現行の社債管理者の制度では、このように、信用リスクが相対的に大きい企業が発行する社債については、社債管理者が就任しないことでフィルタリング機能が働くことを期待している面がある。

そこで、第3部会では、社債管理者の設置を促すため、社債管理者の権限の具体化・明確化、裁量の縮小、責任の制限を図る方向で検討を進めた。社債管理者に最低限求められる機能を明確にし、発行会社や社債投資家のニーズに合わせて社債管理委託契約に社債管理の内容を定め、社債管理者が単独の判断で実施できる機能を限定し、それ以外のことは、その都度社債権者の意思を確認する。これにより、社債管理者の善管注意義務の範囲を制限することを検討した。

また、米国のトラスティ制度を参考に、社債のデフォルト前のモニタリング等を行わず、社債のデフォルト時点以降の債権の保全・回収業務のみを行う社債管理人（仮称）の導入などが検討された。

最終報告書では、社債管理者の権限や責任の制限の方法として、会社法において社債管理者に最低限求められる機能を求めるとともに、個別案件ごとに、発行会社や社債投資家のニーズに合わせて、社債管理委託契約における社債管理の内容を具体的に定めるA案、情報収集能力と専門的知識・経験を有する機関投資家を対象とする社債に任意に社債管理者を設置する場合には社債管理者の権限を限定・具体化することを認めるB案が示され、いずれによるべきか結論は示されていない。ただし少なくともA案による場合には会社法の改正が必要になると思われる。

そもそも、社債管理者に最低限求められる権限は何か、社債管理委託契約で社債管理者

(図表 4) 社債管理者制度の見直し案

A案		
	機関投資家向け (社債単位 1 億円以上 (会社法702条))	個人向け (社債単位 1 億円未満 (会社法702条))
高格付社債	社債管理者不設置債 (FA債)	新しい「社債管理者」設置債 〔 現行の社債管理者制度の下での社債権者の機能が実質的に維持されるよう措置を講じる。 〕
低格付社債	新しい「社債管理者」設置債 〔 ①会社法において社債管理者に最低限求められる機能を定める。 ②個別案件毎に、発行会社や社債投資家のニーズに合わせて、社債管理委託契約に社債管理の内容を具体的に定める。 〕	新しい「社債管理者」設置債 〔 現行の社債管理者制度の下での社債権者の機能が実質的に維持されるよう措置を講じる。 〕
B案		
	機関投資家向け (社債単位 1 億円以上 (会社法702条))	個人向け (社債単位 1 億円未満 (会社法702条))
高格付社債	社債管理者不設置債 (FA債)	社債管理者設置債 〔 現行の社債管理者制度を維持する。 〕
低格付社債	新しい「社債管理者」設置債 〔 現行の会社法で定める社債管理者の権限を限定・具体化し、義務の具体的な内容の明確化を図る。 〕	社債管理者設置債 〔 現行の社債管理者制度を維持する。 〕

(出所) 日本証券業協会「社債市場の活性化に向けた取組み (平成24年 7月30日)」36頁、37頁

の責任を制限できるのかといった点は検討課題として残っている。仮に取締役の善管注意義務における経営判断原則に準じて善意で行った判断については、責任の範囲を限定する旨を社債管理委託契約で定めたとしても、メインバンク等の社債権者と利益相反関係にある社債管理者に対してはこのような対応は認められないのではないか、社債管理を公表情報と発行会社からの提供情報のみに依拠できるか、依拠できる場合に発行会社からの報告の真偽について確認義務を負うのか、負うと

したらどの程度の義務を負うのか、融資部門と情報隔壁を設けているか否かで責任の程度が異なるのか、デフォルトの前後で、社債管理者の権限・義務に差異を設けるべきではないかなど検討すべき問題も残されている。

公平・誠実義務についても、社債管理者に利益相反が生じているケースにおいて社債管理を怠るなど社債権者に対する責任を果たさなかった場合の損害賠償責任が会社法第710条第2項に明記されている。社債管理者が発行体から自らの債権を回収しこれに違反した

ときの損害賠償の範囲について、社債管理契約に社債権者とのプロラタ弁済を受ける旨を規定した場合、拘束力を有するか（注6）なども検討課題として挙げられている。

社債管理者の報酬・費用を誰が負担するかという問題も残されている。また、コベナンツの活用と整合性を図る必要性も指摘されている。

最終報告書では、社債権者への情報伝達・意思結集を容易にするための市場インフラ整備を除けば、具体的な提言を示すまでには至らず、日本証券業協会が関係者と引き続き検討課題の整理を行うこととされた。

情報伝達・意思結集のインフラに関しては、一般債振替制度の下で証券保管振替機構（ほふり）及び口座管理機関等を活用した社債権者への通知・連絡方法及び社債権者の意思確認方法について、発行会社、口座管理機関等の事務・コスト負担を考慮しつつ、必要な制度整備を進めることとしている。

なお、社債管理人については、現行会社法下でも契約のみに基づき実施することが可能であるとして、その実施に向けた検討が必要との意見もある。

(4) 第4部会

日証協が公表している公社債の店頭売買参考統計値については、かねてから実勢価格とのかい離が指摘されていたところであり、2010年報告書では、米国・英国の制度を参考に、社債の取引情報の公表、公社債店頭売買

参考統計値の信頼性の向上に向けた取組みを進めるよう提案していた。

証券会社のトレーディング担当者からは、価格を公表することで、取引の-marginが縮小し、かえって流動性が低下するという懸念から、かなり強い反対意見もあった。しかし、海外では米国のみならず、韓国においても取引情報をリアルタイムで公表する仕組みが導入されており、欧州においても、社債を始め株式以外の金融商品の価格の公表に向けたMiFID（金融商品市場指令）の見直しが進められている。これらも踏まえ、社債の取引情報を公表することにより社債の価格情報の透明性を高め信頼性を確保することが重要であるとの考えに基づき、最終報告書では、証券会社に対して当日約定があった社債の取引について、日証協に約定内容の報告を行うよう求めることとした。報告内容は、銘柄名、約定年月日、決済年月日、約定単価及び取引数量（額面金額ベース）、対顧客取引・業者間取引の別、課税玉・非課税玉の別である。「社債村」の慣習に基づく閉鎖的な市場から、より透明性の高い多様な投資家が参加できる市場への脱皮を図るということであろう。社債が銀行ローンの補完的な役割を果たすに留まる現状から脱却する上でも重要な措置であると思われる。なお、取引情報の報告にあたっては、証券保管振替機構（ほふり）の決算照合システムにより約定照合が行われた社債の取引について、ほふりから日証協に報告を行うことで証券会社の負担を軽減することと

している。

公表対象銘柄は、証券会社から報告のあった全銘柄である。ただし、わが国ではそもそも社債の取引が少ないことから、社債の流動性等に与える影響を考慮し、当分の間は次の銘柄を公表対象とすることとしている。

- ①発行総額500億円以上の銘柄
- ②1以上の格付機関からA以上の格付けを取得している銘柄
- ③過去の取引金額、取引件数等が一定以上ある銘柄

公表内容は、銘柄コード、銘柄名、償還期日、表面利率、取引数量（額面金額ベース）及び約定単価である。10億円以上、5億円以上10億円未満、1億円以上5億円未満、1億円未満の4つに区分し、当該区分ごとに、取引日の当日、日証協のホームページに掲載する。ただし、当分の間は、5億円以上、5億円未満の区分ごとに、取引日の翌日に、公社債店頭売買参考統計値と併せて、日証協のホームページに掲載する。

なお、個々の取引の具体的な数量を開示すると、誰が取引したかがわかってしまうことがあるため、個別の取引数量の開示は想定しておらず、上記の取引数量の区分に応じて約定単価を公表する方法が想定されている。

実施時期は、2014年1月にほぶりの次期システムのリプレースが予定されていることから、リプレースの状況を踏まえて必要なシステム整備を進め、次期システム稼働後に社債の取引価格の公表を開始することとしている。

る。ただし、証券会社の要請を考慮し、後述する流通市場活性化のための措置について同時並行的に検討・整備を進めるとともに、市場関係者との間で価格の公表が流動性に与える影響等について検証を行い、具体的な実施日、公表対象銘柄、公表方法、公表日その他必要な事項を定めるといった条件、さらに公表実施後も市場関係者との間で流動性に与える影響の検証を行い、必要に応じて公表対象銘柄、公表方法及び公表日等の見直しを行うといった条件が付されている。

日証協では、社債の価格情報インフラ整備のためにWGを設置して2012年秋から検討を開始する予定である。

他方で、公社債店頭売買参考統計値の信頼性の向上については、報告する気配値に継続的に平均値から大幅なかい離等があり市場実勢にあった見直しが行われていないと認められる指定報告協会員に対して、「管理レポート」を作成しフィードバックを行う措置を2011年4月から導入しており、今後は社債の取引情報の報告を活用してさらなる指導・管理体制の充実を図ることとしている。2010年報告書で提案された指定報告協会員名の公表については反対意見が多く、当面は行わないこととされた。その他、指定報告協会員の指定基準の見直しを行うこと、日証協への報告時限及び公表時間の繰下げについては、関係者へのヒアリングやアンケート調査を実施し、検討を進めることとしている。

証券会社からは、価格の公表と併せて、流

通市場の活性化を図る措置を実施することが求められた。最終報告書では、社債の取引情報のインフラ整備の取組みと同時並行的に、社債レポ市場の整備^(注7)、社債の決済・清算システムの機能拡充^(注8)、社債の追加発行（銘柄統合）、社債の取引単位の引下げについて検討を行い、必要な制度整備を進めることとしている。社債レポ市場整備に向けて、レポ・レンディングサービスについて、証券貸借仲介サービスから実施に向けた具体的な検討を行い、引き続き、証券貸借サービス、担保管理サービスについて同時並行的に検討を進めること、清算機関による借入を社債の決済・清算システムの機能拡充と合せて検討を行うこととしている^(注9)。

■ 3. 次善の策としての レポーティング・コベナンツ の活用

リーマン・ショックから約4年を経て、わが国では、社債市場活性化に向けた検討が開始された頃の危機感は薄れつつある。積み残しとなった第2部会、第3部会のうち、第2部会での検討結果は投資家にとっては決して満足のいく内容ではなかったと思われる。しかし、他方で投資家も自ら積極的に意見を述べるという姿勢に乏しかったことは否定できない。もっともこれは社債投資家に限ったことではなく、また意見を述べることで自らの投資判断手法をさらすことにならないかとい

う懸念もあるかもしれない。

今回の最終報告書では検討の対象とはなっていないが、そもそもわが国の情報開示、特に適時開示は、主として株式投資家を念頭に置いた制度となっており、社債投資家のニーズには十分に応えていないように思われる。たとえば、発行会社の他の無担保債務への担保の提供やローンのコベナンツの変更等の情報などは、それだけでは金商法の臨時報告書の開示対象にはならないし、東証の適時開示の対象にもなっていない。したがって、企業が自主的に適時開示を行うとしても、そのためのツールは、マスコミを除けば、発行会社のウェブサイトぐらいしかない。東証の適時開示は、金商法のインサイダー取引規制における重要事実をベースとした開示内容となっている。社債はインサイダー取引規制の対象となっているものの、インサイダー取引規制の重要事実の規定は主に株式投資家を念頭に置いた内容となっており、社債取引とは必ずしもマッチしていないように思われる。社債に関する適時開示の推進のためには、金商法における臨時報告書やインサイダー取引規制の重要事実の規定を社債にも対応した内容に見直す必要があるのではないかと考えられる。

それまでの次善の対応策としては、第2部会で提案されたレポーティング・コベナンツの活用に期待したいところである。

レポーティング・コベナンツを設定し、社債投資家にとって重要な事実が生じた際に、社債投資家への報告・伝達を発行会社に対し

て求めることで、適時開示の代用とすることができる。発行会社にとっても、報告・伝達の範囲をレポート・コベナンツを設定した債務の出し手に限定することができる。加えて、レポート・コベナンツの設定の有無やその内容が社債投資家の投資判断の材料となり、それが発行企業に報告・伝達内容の充実を促すといった効果が期待される。インフラ整備という問題はあるが、第3部会では、社債権者への情報伝達・意思結集を容易にするための市場インフラ整備が提案されており、これを実現し活用することで対応は可能であると思われる。当面の現実的な対応策として、レポート・コベナンツの積極活用に期待したいところである。

なお、レポート・コベナンツの内容を社債権者が確認するためには、発行登録書及び発行登録追補書類でその内容を開示するとともに、社債が償還されるまでの間は、EDINET上でこれらを閲覧できる状態にしておくことが望まれるところである。

(注1) 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て需要は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、これにより重複・カラ需要が排除される(「社債市場の活性化に向けて」(平成22年6月22日)の説明による)。

(注2) 筆者が機関投資家を対象に実施したヒアリング調査でも、パリパスの確保を求める意見が多

数あった。社債市場活性化懇談会第2部会第12回資料「コベナンツに関するヒアリング結果について」(http://www.jsda.or.jp/katsudou/kaigi/chousa/shasai_kon/shasaikon_bukai/2bukai/files/2bukai_240130s2.pdf)。

(注3) 社債市場の活性化に向けた取組み(平成24年7月30日)の18頁 III-2 現在の開示制度(1)の第1段落を参照。

(注4) 社債市場の活性化に向けた取組み(平成24年7月30日)の18頁 III-2 現在の開示制度(1)の第2段落を参照。

(注5) 社債市場の活性化に向けた取組み(平成24年7月30日)の19頁 III-3 今後の取組み 1. 事例集等の作成を参照。

(注6) 誠実義務を「自らの利益よりも社債権者の利益を優先する義務」と捉えて、社債権者にシェアを与えるプロラタ弁済を立法すべきではないとの考え方もありえる旨が示されている。

(注7) 「社債の決済・清算システムの機能拡充及び社債レポ市場の整備に関する勉強会における意見交換について」(2012年2月)を受けて検討。

(注8) 注7と同じ。

(注9) 注7と同じ。

【参考文献】

- 日本証券業協会 社債市場の活性化に関する懇談会
・「社債市場の活性化に向けて」(平成22年6月22日)
- ・「社債市場の活性化に向けた取組み」(「社債市場の活性化に関する懇談会 部会」報告)(平成24年7月30日)
- ・その他、懇談会・部会各種資料