

# わが国社債市場の位置づけと 活性化策 [2]

## ～社債市場活性化策－議論から実行へ～

横山 淳

### 要 約

日本証券業協会が設置する「社債市場の活性化に関する懇談会」（およびその下に設置された各種のワーキング・グループや部会）では、2009年以來、わが国の社債市場が抱える課題として、長年にわたって指摘されてきた様々なテーマを取り上げて、その対応策を提言してきた。提言を受けて、例えば、社債の取引価格情報の報告・発表、コベナンツモデル、社債管理人などは実現に向かいつつある。その意味では、社債市場活性化策は、議論から実行の段階に来ているのかもしれない。これらの対応策が実を結び、わが国社債市場の活性化に向けた一つの契機となることを期待したい。

もっとも、わが国においては、社債市場について「市場」という意識が希薄であることは指摘せざるを得ない。社債「市場」と言いながら、その認識は、個別の債権債務契約や取引契約の集積の域を出ていない。社債「市場」の活性化を目指すのであれば、少なくとも将来像としては、社債を巡る諸問題を「市場」の視点から再構築する必要があると思われる。情報開示、インサイダー規制、社債管理などの仕組みも、小口・多数に細分化された均一な単位として転々流通する「社債」を前提に拡充することも検討すべきだろう。

### 目 次

#### はじめに

- 1章 日証協「社債市場の活性化に関する懇談会」における議論の経緯
- 2章 「社債の価格情報インフラの整備等に関するワーキング・グループ」
- 3章 「社債市場の活性化に向けたインフラ整備に関するワーキング・グループ」
- 4章 今後の課題

## はじめに

わが国社債市場が抱える課題を克服し、社債市場の活性化（発行体・投資者の裾野拡大、流通市場の発達など）を図ろうという議論は、最近始まったものではなく、古くからある根の深い問題である。社債の発行を直接制限するような各種の規制が撤廃された今日においても、なお、社債市場が小規模なままであることについては、間接金融中心の金融システム、倒産法制、税制、開示制度、投資者の行動など様々な要因が指摘されている<sup>1</sup>。

そうした中、日本証券業協会（以下、日証協）が設置する「社債市場の活性化に関する懇談会」（およびその下に設置された各種のワーキング・グループや部会）では、2009年以來、わが国の社債市場が抱える課題として、長年にわたって指

摘されてきた様々なテーマを取り上げて、その対応策を提言してきた。提言の一部については、これを踏まえた対応策が実現しつつある。これらの対応策が実を結び、わが国社債市場の活性化に向けた一つの契機となることを期待したい。

本稿では、「社債市場の活性化に関する懇談会」（およびその下に設置された各種のワーキング・グループや部会）における議論を振り返った上で、わが国社債「市場」の将来的な課題について考察したい。

まず、第1章において、2009年以降の「社債市場の活性化に関する懇談会」における主な取り組みについて、その概略を紹介する。次いで、第2章、第3章において、最近の動向として「社債市場の活性化に関する懇談会」の下に設置された「社債の価格情報インフラの整備等に関するワーキング・グループ」と「社債市場の活性化に向け

図表1 「社債市場の活性化に関する懇談会」における経緯

2009年	7月	日証協、「社債市場の活性化に関する懇談会」を設置
	10月	「社債市場の活性化に関する懇談会ワーキング・グループ」（懇談会WG）における議論開始
2010年	6月	報告書「社債市場の活性化に向けて」（2010年報告書）取りまとめ 4つの重点的な取り組みについて、第1～4部会を設置
	12月	金融庁「金融資本市場及び金融産業の活性化等のためのアクションプラン～新成長戦略の実現に向けて～」の中で「社債市場の活性化に関する懇談会」が進める社債市場の改革について、積極的に支援する方針を示す
2012年	7月	報告書「社債市場の活性化に向けた取組み」（2012年報告書）取りまとめ
	8月	「社債の価格情報インフラの整備等に関するワーキング・グループ」（価格情報WG）を設置
2013年	1月	証券会社による「社債の取引情報の報告」が開始
	2月	「社債市場の活性化に向けたインフラ整備に関するワーキング・グループ」（社債市場インフラWG）を設置
	9月	価格情報WG、報告書「社債市場活性化のための公社債店頭売買参考統計値制度の見直しについて」取りまとめ
2014年	3月	価格情報WG、「社債の取引情報の報告・発表制度について」公表
2015年	3月	社債市場インフラWG、報告書「社債権者保護のあり方について」（2015年報告書）取りまとめ
	11月	「社債の取引情報の発表」適用開始予定
	年内	証券保管振替機構における（社債の）「情報伝達サービス」開始予定

（出所）大和総研金融調査部制度調査課作成

1) 日本証券業協会（2010）pp.2-6

たインフラ整備に関するワーキング・グループ」における議論と、それを受けた日証協の施策などを説明する。最後に、第4章においては、わが国の社債市場の将来に向けた課題について、「市場」という観点から論じることとする。

なお、本稿においては、特に断らない限り、「公募社債」を前提に論じている。社債「市場」の活性化をテーマとする以上、「市場」における取引適格性を有すると考えられる「公募社債」を議論の前提とするのが適切だと思われるからである。

## 1章 日証協「社債市場の活性化に関する懇談会」における議論の経緯

### 1. 設立の背景

わが国社債市場を巡る近年の議論の出発点となったのが、平成21年（2009年）7月に日証協が設置した、「社債市場の活性化に関する懇談会」（座長：福井俊彦元日本銀行総裁、現キャノングローバル戦略研究所理事長）である。

当時の環境を振り返ると、2008年の国際的な金融危機において、短期金融市場が逼迫し、一部では銀行借入れも困難な状況が生じ、社債市場でも新規発行や借換えが厳しい状況となった。こうした中、企業の間で、資金調達手段の分散化・多様化の必要性がより強く認識されるようになった。

加えて、金融危機以降、国際的に金融規制が強化された。その中で、自己資本の充実やリスクの軽減などが要求されることで、銀行等の貸出し行動にも変化が生じることが想定された。

その結果、わが国においても、大量の資金を長期にわたって安定的に調達できる透明で流動性の高い社債市場の整備の必要性が一層認識されるようになった<sup>2</sup>。

そうした中で、幅広く市場関係者（機関投資家、発行会社、証券会社、銀行、監査法人、格付け会社、取引所、振替機関）、有識者（大学教授）が参加し、金融庁、財務省、経済産業省、日本銀行（その後、法務省も参加）をオブザーバーとする、わが国社債市場の現状および活性化に向けた様々な課題について議論を行う場として、「社債市場の活性化に関する懇談会」が設置されたのである<sup>3</sup>。

なお、「社債市場の活性化に関する懇談会」が設置された契機は2008年の金融危機ではあるが、（金融危機に限らず）わが国社債市場の課題が広範に取り上げられた。

### 2. 懇談会WGと2010年報告書

「社債市場の活性化に関する懇談会」においては、社債の発行市場、流通市場、格付け、税制など幅広い分野について議論が行われた。確かに、懇談会が設置された直接の契機となったのは、2008年の金融危機であった。しかし、懇談会が取り上げたテーマは、短期的な目先の問題ではなく、わが国の社債市場において長年にわたって議論の対象となってきた根の深い問題であることは、忘れてはならないだろう。

さらに、「社債市場の活性化に関する懇談会」の下に、より具体的な論点を検討するための「社債市場の活性化に関する懇談会ワーキング・グループ」（主査：吉野直行慶應義塾大学経済学部

2) 日本証券業協会（2010）pp.1-2 参照

3) 日本証券業協会「『社債市場の活性化に関する懇談会』の設置について」（平成21年7月1日）参照。  
[http://www.jsda.or.jp/katsudou/kaigi/chousa/shasai\\_kon/shasaikon/files/youkou.pdf](http://www.jsda.or.jp/katsudou/kaigi/chousa/shasai_kon/shasaikon/files/youkou.pdf)

教授〈現名誉教授〉。以下、懇談会WG)も設置され、平成21年10月から議論が開始された。

こうした議論を踏まえて、翌平成22年6月、報告書「社債市場の活性化に向けて」(以下、2010年報告書)が取りまとめられた。

2010年報告書が指摘したわが国社債市場の課題をまとめると、図表2の通りである。

全ての論点が網羅されていないとの指摘がある

ことも確かだが<sup>4</sup>、わが国の社債市場の課題がかなり幅広く取り上げられたといえるだろう。

なお、同年12月には金融庁が、「金融資本市場及び金融産業の活性化等のためのアクションプラン～新成長戦略の実現に向けて～」を公表したが、この中で、「社債市場の活性化に関する懇談会」が進める社債市場の改革について、「金融庁としても積極的に支援していく」方針が示された<sup>5</sup>。

図表2 わが国の社債市場の課題と取り組み (2010年報告書)

I. 発行市場	1. 証券会社の引受審査の見直し	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	⇒重点的な取り組みとして「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、市場実勢を適切に反映した発行条件の決定	
	3. デフォルトリスク等への対応		
	3-1 コベンタンの付与及び情報開示	柔軟なコベンタンの付与及び適切な発行条件の決定等の定着化 コベンタンの情報について、必要な情報の開示が適切に行われる取組みを進める	⇒重点的な取り組みとして「第2部会」で検討
3-2 社債管理のあり方	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の定着化 社債管理者の責務の信頼性・透明性の向上 米国のトラスティー等を参考に、社債管理者の役割・業務について検討	⇒重点的な取り組みとして「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	社債の価格情報の透明性を高め信頼性を確保(取引情報の公表、売買参考統計値の信頼性の向上)	⇒重点的な取り組みとして「第4部会」で検討
	2. 社債レポ市場の整備及び決済・清算システムの機能拡充	欧米の社債レポ市場、レンディング機能を参考に、証券決済関連サービス機能の充実策について検討 社債の清算機能の設置その他の社債の決済・清算システムの機能拡充について検討	
III. 市場インフラ及び市場慣行	1. 税制	非居住者の社債利子の非課税措置の定着化 金融所得課税一体化に向けた社債利子等の取扱い	
	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	基礎データの充実・整備 機関投資家との意見交換 発行会社の積極的な社債IRの推進	
	3. 社債市場の国際化の推進とアジア等との連携強化	アジア債券市場育成イニシアティブ(ABMI)に対する協力・支援の継続 積極的なPR活動や市場参加者の交流など	

(出所) 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)を基に大和総研金融調査部制度調査課作成

4) 例えば、吉井(2012) pp.53-54は、公募債の発行条件を決定する際のロードショーによる市場調査、機関投資家の運用規制(格付の偏重)、私募債の拡充などを挙げている。

5) 金融庁のウェブサイトに掲載されている。

<http://www.fsa.go.jp/news/22/sonota/20101224-5.html>

### 3. 4つの重点的な取り組みについての部会と2012年報告書

2010年報告書が指摘した課題のうち、次の4つの重点的な取り組みについて、新たに（取り組みごとに）部会が設置され、より具体的な内容について検討が進められることとなった。

「証券会社の引受審査の見直し等」  
「コベンツの付与及び情報開示等」  
「社債管理のあり方等」  
「社債の価格情報インフラの整備等」

#### 1) 第1部会（証券会社の引受審査の見直し等）の主な論点・問題意識

第1部会（会長：野村修也中央大学法科大学院教授）は、2010年報告書が取り上げた「4つの重点的な取り組み」のうち、「証券会社の引受審査の見直し等」について検討するために設置された。

第1部会における主な論点となったのは、次の事項であった<sup>6</sup>。

- ①引受証券会社の財務情報に係る責任の明確化
- ②いわゆる「またぎ」の問題
- ③コンフォートレターに係る諸問題

「①引受証券会社の財務情報に係る責任の明確化」は、社債の発行に当たって、その基礎となる法定書類に記載された財務諸表等に重要な事項の虚偽記載などがあった場合、金融商品取引法上、

引受証券会社に損害賠償責任（目論見書の使用者責任など）が生じるリスクがあることを受けたものである。

「②いわゆる『またぎ』の問題」でいう「またぎ」とは、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ること（あるいはそのような日程での社債発行）を意味する。この場合、提出された開示書類において、発行会社の財務情報等に重要な変更があれば、投資者の投資判断（ここでは、特に発行される社債の買付け）に影響を及ぼすことになるため、情報開示、投資者に対する説明、審査手続上の問題が生じる可能性がある。こうした問題を回避するため、証券会社が、「またぎ」が生じる場面における社債の引受けに慎重になり、社債発行を避ける市場慣行がある点が問題として指摘されたものである。

「③コンフォートレターに係る諸問題」でいう「コンフォートレター」とは、元引受証券会社が、引受審査に当たって、有価証券届出書等に記載される財務情報の正確性や、事後の変動に係る調査等を行うために、監査人に作成を依頼する調査報告である<sup>7</sup>。ところが、コンフォートレターによる調査を依頼しても、作業時間が確保できないなどの理由で拒否されるケースがあり、事務負担の増大を招いているというのが、③の問題意識である。

#### 2) 第2部会（コベンツの付与及び情報開示等）の主な論点・問題意識

第2部会（会長：神田秀樹東京大学大学院教授）は、2010年報告書が取り上げた「4つの重点的な

6) 第1部会第2回（平成22年10月6日）資料「第1部会における主な論点」参照。

[http://www.jsda.or.jp/katsudou/kaigi/chousa/shasai\\_kon/shasaikon\\_bukai/1bukai/1bukai\\_101006.html](http://www.jsda.or.jp/katsudou/kaigi/chousa/shasai_kon/shasaikon_bukai/1bukai/1bukai_101006.html)

7) 日本証券業協会（2012）p.4 参照

取り組み」のうち、「コベナンツの付与及び情報開示等」について検討するために設置された。

「コベナンツ」とは、「社債発行企業の債務履行能力の維持を図るため当該企業に課された社債契約上の特約条項（誓約事項）」<sup>8</sup>と説明される。

第2部会における主要な論点は、「コベナンツの付与」と「コベナンツ等の情報開示」であった。

「コベナンツの付与」については、社債市場の活性化のためには、特に信用リスクが相対的に大きい企業について「企業の資本・財務政策及び投資家のニーズに応じてコベナンツが柔軟・適切に設定され、それが社債の発行条件等に適切に反映されるような環境が整備される」<sup>9</sup>必要があるとの指摘を受けたものである。その背景には、わが国における社債のコベナンツは、これまで専ら「担保提供制限条項」であったことがある。

「コベナンツ等の情報開示」については、「投資家が社債発行企業の社債やローンのコベナンツ・債務の状況等の情報を把握することが重要」<sup>10</sup>との指摘を受けたものである。その背景には、わが国において社債に設定される主なコベナンツである「担保提供制限条項」は、社債間同順位にとどまり、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と、言い換えれば、社債は実質的にローンに劣後していることがある<sup>11</sup>。

なお、第2部会では、「コベナンツ等の情報開示」を巡って、「社債市場の活性化を図るため、必要なコベナンツ・債務の状況等の情報がどのように

開示されるべきか」<sup>12</sup>といったあるべき開示制度の姿に関しても議論が行われた。特に、（社債のみではなく）ローンも含めたコベナンツの開示を目指して検討が進められた。しかし、銀行や発行会社の反対意見も強く、一定の合意に達することができず、最終的な提言は、あくまでも現行の開示制度を前提とした取り組みとして取りまとめられた<sup>13</sup>。あるべき開示制度についての検討内容は、意見・指摘としての紹介にとどまっている。

### 3) 第3部会（社債管理のあり方等）の主な論点・問題意識

第3部会（部会長：神作裕之東京大学大学院法学政治学研究科教授）は、2010年報告書が取り上げた「4つの重点的な取り組み」のうち、「社債管理のあり方等」について検討するために設置された。

第3部会において、最初の重要な論点となったのは「社債管理に期待する役割」と「社債管理の担い手」であった。

会社法上、社債の発行に当たって、原則、社債管理者の設置が義務付けられている（会社法702条）。しかし、現実には、約8割の社債には、適用除外規定（各社債の金額が1億円以上の場合など）の適用を受けて、社債管理者が設置されていない<sup>14</sup>。

今後、信用リスクが相対的に大きい企業の社債発行を促進するためには、社債権者保護上、社債管理者の設置を促す必要があると考えられる。し

8) 日本証券業協会（2012）p.15

9) 日本証券業協会（2012）p.15

10) 日本証券業協会（2012）p.15

11) 吉井（2012）pp.58-59 参照

12) 日本証券業協会（2012）p.16

13) 吉井（2012）p.66

14) 日本証券業協会（2012）p.23 など

かし、「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、投資家が社債管理者の設置を求めても、メインバンク等は社債管理者としての義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可能性を否定できない<sup>15)</sup>と指摘されている。

すなわち、会社法上、社債管理者には極めて大きな権限<sup>16)</sup>が与えられている。他方、社債管理者が、会社法上、負うべき善管注意義務（会社法704条2項）、公平誠実義務（同条1項）、利益相反行為に伴う損害賠償責任（同710条2項）の範囲は不明確である。その結果、社債のデフォルトが生じた場合における社債管理者の責任の範囲が、極めて広範となるリスクがあると考えられるのである。

こうした問題を解決する方法として、「社債管理の担い手」の権限・裁量の範囲を限定することで、その責任の範囲もコントロール可能なものにするというものがある。この場合には、社債権者自身が、「能動的に行動し、環境変化に柔軟に対応することを可能とする」<sup>17)</sup>必要がある。

そのような環境を整えるという観点から、「社債権者への情報伝達及び意思結集を容易にするための市場インフラの整備」も第3部会における重要な論点となった。

なお、第3部会では、「社債管理者制度の見直し」に関しても議論が行われた。ただ、最終的な提言は、あくまでも現行制度の下での枠組みとして取りまとめられた。そのため、「社債管理者制度の見直し」の検討内容は、複数案の併記、課題の整

理といった形での紹介にとどまっている。

#### 4) 第4部会（社債の価格情報インフラの整備等）の主な論点・問題意識

第4部会（部会長：吉野直行慶應義塾大学経済学部教授〈当時〉）は、2010年報告書が取り上げた「4つの重点的な取り組み」のうち、「社債の価格情報インフラの整備等」について検討するために設置された。

第4部会では、諸外国（米国、欧州、韓国）の制度を参考に、「社債の取引情報の報告・公表」制度のあり方が議論された。その際、「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、取引のマージンが縮小し、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」<sup>18)</sup>ようである。しかし、最終的には「社債の流通市場の活性化を図るためには、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」<sup>19)</sup>であるとして、社債の取引情報（約定単価など）の報告・公表に向けた取り組みを進めることとされた。

#### 5) 2012年報告書

こうした4つの部会での議論を踏まえて、平成24年7月、各部会の報告を受けた報告書「社債市場の活性化に向けた取り組み」（2012年報告書）が取りまとめられることとなった。その概要を示すと、図表3のようになる。

一部の事項については、早速、日証協による規則・ガイドラインの改正が実施された。

15) 日本証券業協会（2012）p.24

16) 「社債権者のために社債に係る債権の弁済を受け、又は社債に係る債権の実現を保全するために必要な一切の裁判上又は裁判外の行為をする権限」（会社法705条1項）

17) 日本証券業協会（2012）p.27

18) 吉井（2012）pp.77-78

19) 日本証券業協会（2012）p.39

図表3 社債市場の活性化に向けた取り組み (2012年報告書)

	主な論点	主な提言	対応
第1部会 (証券会社の引直し審査の見直し等)	証券会社の引直し審査の枠組み	社債のより機動的な発行に向け、証券会社の引直し等が必要(引直し審査の合理化・簡素化の実現など)	「証券会社による発行登録制度の下での社債の引直し審査に関するガイドライン」策定 「共通質問事項 (参考モデル)」策定 (以上、平成23年5月)
第2部会 (コペナンツモデルの付与及び情報開示等)	元引証券会社による財務諸表等に対する引直し審査のあり方	金融商品取引法上の目録見書使用者責任として元引証券会社が払うべき「相当な注意」は、監査人の監査と同様の行為を行うことが要求されているわけではなく、専門家である監査人による監査証明を信頼することの可否について、その適切性を疑わしめるような事情の有無について主眼を置いて行うことが合理的かつ実務的	「財務諸表等に対する引直し審査ガイドライン」策定 (平成24年5月)
第2部会 (コペナンツモデルの策定)	コペナンツモデル (参考モデル) の策定	日本証券業協会・日本公認会計士協会において引き続き緊密な意見交換の下、対応策の検討、取りまとめを期待	「コペナンツモデル」策定 (平成24年9月)
第3部会 (社債管理のあり方等)	コペナンツ等の情報開示	現在の開示制度を前提として、コペナンツ・債務の状況等について、発行企業による情報の開示が進むよう、事例集等を作成し、例示する社債権者が必要とする情報について、必要に応じて「レポーターリング・コペナンツ」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	⇒「社債市場の活性化に向けたインフラ整備に関するワーキング・グループ」に引き継ぎ
第4部会 (社債の価格情報インフラの整備等)	社債の取引情報の報告及び公表	社債権者が社債管理者からの情報や発行会社の開示情報等に基づき判断をし、社債権者の意思を結集することができるように、社債権者への情報伝達及び意思結集を容易にするための市場インフラの整備	⇒「社債市場の活性化に向けたインフラ整備に関するワーキング・グループ」に引き継ぎ
第4部会 (社債の価格情報インフラの整備等)	社債の取引情報の報告及び公表	日本証券業協会の自主規制規則に基づき、証券会社に対し、社債の取引情報の報告を求める 証券会社から報告のあった社債の取引情報について、日本証券業協会の自主規制規則に基づき、公表を行う。ただし、社債の流動性等に与える影響を考慮し、公表対象銘柄、公表方法、公表日について、当分の間の措置を講じる	⇒「社債の価格情報インフラの整備等に関するワーキング・グループ」に引き継ぎ
	社債のレポ市場の整備その他の社債の流通市場の活性化を図るための措置	引き続き、公社債店頭売買参考統計値の信頼性の向上に向けて、社債の取引情報の活用その他の必要な措置の検討を行い、取組みを進める 指定報告協会の見直し、報告時限・公表時間の繰下げは検討を進める	⇒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 (平成24年2月)

(出所) 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た取組み」(平成24年7月30日)を基に大和総研金融調査部制度調査課作成

さらに検討が必要とされた事項については、「社債の価格情報インフラの整備等に関するワーキング・グループ」（第2章）、「社債市場の活性化に向けたインフラ整備に関するワーキング・グループ」（第3章）に場を移し、より突っ込んだ審議が進められることとなった。

## 2章 「社債の価格情報インフラの整備等に関するワーキング・グループ」

### 1) 検討事項

第4部会での議論を引き継ぎ、2012年報告書に掲げられた対応策のうち、「社債の価格情報のインフラ整備」「社債のレポ市場の整備その他社債の流通市場の活性化を図るための措置」について、実施に向けた必要な措置等の検討を行うため、2012年8月に設置されたのが、「社債の価格情報インフラの整備等に関するワーキング・グループ」（主査：野村修也中央大学法科大学院教授。以下、価格情報WG）である。

価格情報WGの検討事項としては、次のものが掲げられた。

- (1) 社債の価格情報のインフラ整備
  - ①社債の取引情報の報告
  - ②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
  - ③社債の取引情報の公表
- (2) 社債のレポ市場の整備その他社債の流通市場の活性化を図るための措置
  - ①一般債におけるフェイル慣行の見直し

### ②その他

### 2) 議論の経緯

価格情報WGは平成24年9月、価格情報の「公表」の前提となる、証券会社による「社債の取引情報の報告」に関する制度から審議をスタートさせた。

価格情報WGにおける議論を踏まえた日証協の規則改正に基づき、平成25年から証券会社による「社債の取引情報の報告」が開始したことを受けて、報告された取引情報の分析が実施された。なお、詳細には立ち入らないが、その際、分析方法を巡り、売買参考統計値と売買価格の乖離の問題を含めて、活発な議論があったことを明記しておきたい<sup>20</sup>。

また、売買参考統計値の信頼性向上に関しても、乖離の実態・要因と対応策（指定報告協会の指定基準、適正でない気配値を排除する仕組み、制度の理解促進）、算出方法・発表方法（異常値の排除、報告時限・公表時限）などについて議論が行われた。

同年秋以降は、先の取引情報の分析結果を踏まえて、社債の取引情報の公表について、その具体的な仕組み（公表時間、公表基準〈格付け、発行総額等〉、公表停止措置など）について検討が進められた。

### 3) 提言等

価格情報WGは、平成25年9月に報告書「社債市場活性化のための公社債店頭売買参考統計値制度の見直しについて」を公表した。これを受けて、日証協は、関係規則（「公社債の店頭売買の

20) 価格情報WG第3回（平成25年1月29日）、同第4回（平成25年2月28日）議事概要など参照。  
<http://www.jsda.or.jp/katsudou/kaigi/jisyukisei/gijigaiyou/syasaiinhura.html>

参考値等の発表及び売買値段に関する規則」及び同細則の改正)、ガイドライン(「売買参考統計値に関する取扱いについて」(ガイドライン))の制定を行った(平成27年11月適用開始予定)。その概要は、図表4の通りである。

また、「社債の取引情報の公表」については、価格情報WGでの議論を踏まえて、日証協が次のような規則改正などを実施している。

平成26年3月、「社債の取引情報の報告・発表制度について」

同 規則改正等(「公社債の店頭売買の参考値等の発表及び売買値段に関する規則」及び同細則の改正、「社債の取引に関する報告要領」改正、「社債の取引情報の発表に関する取扱いについて」制定、平成27年11月2日規則施行〈制度の開始〉予定)

平成24年12月、規則改正(「公社債の店頭売買の参考値等の発表及び売買値段に関する規則」等の一部改正、平成25年1月施行)

その概要は、図表5の通りである。

図表4 公社債店頭売買参考統計値の見直し(価格情報WG)

項目	内容	関連規則等
1 指定報告協会の指定基準の厳格化	社債については、現行の指定基準(「公社債種類別売買高における総売買高ランキング50位以内」に、「社債の売買高ランキング20位以内」又は「主幹事銘柄」という基準を加える。	「売買参考統計値に関する取扱いについて」(ガイドライン)別紙1
2 日本証券業協会における指導・管理態勢の充実・強化	平均気配値や取引価格(社債のみ)から一定基準を超えて乖離している報告気配値等がある銘柄を抽出し、気配を報告した全ての指定報告協会員に対し、自社の報告気配値の確認を求める。	ガイドライン5
	指定報告協会員は、報告気配値の水準について、事前の情報交換や調整などを行ってはならない。	「公社債の店頭売買の参考値等の発表及び売買値段に関する規則」(規則)9条2項
	その他、日本証券業協会における指導・管理態勢を充実・強化する(注)。	ガイドライン5
3 算出方法の見直し	社債については、報告気配値を上下カットせず、すべての報告気配値により平均値、中央値、最高値、最低値を算出する。	ガイドライン6
4 報告時限及び公表時間の繰下げ	社債については、次の通り繰り下げる。 報告時限：午後5時45分(改正前4時30分) 公表時間：午後6時30分(改正前5時30分) 目途	規則7条1項、ガイドライン9
5 公社債店頭売買参考統計値に対する理解の促進	日本証券業協会のホームページ等において、売買参考統計値の性質等について、より分かりやすい説明を充実させる。	—

(注) 指定報告協会員の報告態勢のチェック、適正な気配の報告を怠った指定報告協会員に対する措置などが規定されている

(出所) 日本証券業協会「社債の価格情報インフラの整備等に関するワーキング・グループ「社債市場活性化のための公社債店頭売買参考統計値制度の見直しについて」(平成25年9月2日)、関連規則等を基に大和総研金融調査部制度調査課作成

図表5 取引情報の報告・発表制度について（価格情報WG）

項目	内容	関連規則等	
取引情報の報告	証券会社は、原則、毎営業日 17 時 15 分までに当日の社債の取引を日本証券業協会に報告	「公社債の店頭売買の参考値等の発表及び売買値段に関する規則」（規則）11 条の 2、同規則に関する細則（細則）6 条 1 項 4 号、「社債の取引に関する報告要領」（報告要領）6	
取引情報の発表	発表対象の取引	取引数量が額面 1 億円以上	細則 7 条 1 項 2 号
	発表対象の社債	①当該社債の銘柄格付が A A 格相当以上かつ ②当該社債の銘柄格付を二以上取得、又は、当該社債の発行体が発行体格付を二以上取得	細則 7 条 1 項 1 号
	発表方法	日本証券業協会ホームページにより、毎営業日、午前 9 時を目途に発表	「社債の取引情報の発表に関する取扱いについて」（ガイドライン）4、5
	発表事項	イ 約定年月日 ロ 銘柄コード ハ 銘柄名 ニ 償還期日 ホ 表面利率 ヘ 取引数量（額面金額ベース） ト 約定単価 チ 売買参考統計値（平均値）	細則 7 条、ガイドライン 3
	発表停止措置	発表停止基準（注）に該当した社債は発表を停止 発表停止基準に該当しないものの発表停止が真に必要であると認められる社債について、会員による発表停止の申請に基づく審査を経て、発表停止の決定を行うことができる	ガイドライン 8
		取引情報の発表を停止した社債について、発表停止日の属する月の翌々月第 1 営業日から発表を再開する	ガイドライン 9
発表中止措置	銘柄格付が A A 格相当以上であることを満たさなくなった社債は発表を中止	ガイドライン 10	

（注）発表停止基準の算定式は、下記の通り。

$$(A - B) - (a - b) \geq X$$

A：当該社債の当日の売参値

B：当該社債の前営業日の売参値

a：参照国債の当日の売参値

b：参照国債の前営業日の売参値

X：一定の数値（具体的な数値は、日本証券業協会が別に定め、マーケットの状況に鑑み、必要に応じて、見直しの検討を行う）

（出所）日本証券業協会「社債の取引情報の報告・発表制度について」（2014 年 6 月 17 日）、関連規則等を基に大和総研金融調査部制度調査課作成

### 3章 「社債市場の活性化に向けたインフラ整備に関するワーキング・グループ」

#### 1. 検討事項

主に、第2部会、第3部会での議論を引き継ぎ、2012年報告書に掲げられた課題等の検討を進めるため、2013年2月に設置されたのが、「社債市場の活性化に向けたインフラ整備に関するワーキング・グループ」（主査：神作裕之東京大学大学院法学政治学研究科教授。以下、社債市場インフラWG）である。

社債市場インフラWGが当面、検討を行うべき事項としては、次のものが掲げられた。

- ①コベナンツ・債務の状況等に関する情報開示（事例集の作成等を通じた開示の充実のあり方についての検討）
- ②社債権者保護の充実のあり方
  - ・社債権者への情報伝達及び意思結集のインフラ整備
  - ・社債管理人（仮称）の検討
  - ・社債権者保護のあり方についての課題の検討

また、これらの事項のほか、必要に応じて社債市場の活性化に向けた課題について検討を行うこととされた。

#### 2. 議論の経緯

##### 1) 社債権者への情報伝達及び意思結集のインフラ整備

社債市場インフラWGの議論は、まず、第3部会での検討を踏まえた「社債権者保護の充実のあ

り方」のうち、「社債権者への情報伝達及び意思結集のインフラ整備」がテーマとして取り上げられた。

社債がデフォルトし法的整理等が開始された場合や、コベナンツに抵触した場合などには、社債権者が適切な判断を行う上で必要な情報が伝達され、必要があれば社債権者集会などを通じてその意思結集を図ることができる環境の整備が求められる。このことは、信用リスクが相対的に高い企業による社債発行を促進する上では、特に重要な問題となる。そこで、発行会社や社債管理者などが、社債権者に各種情報を通知するためのインフラ整備・拡充を進めようというのが、ここでの問題である。

社債市場インフラWGでは当面、実現可能な範囲で対応するという観点から、既存の証券保管振替機構（以下、保振）による仕組みを活用することを軸に議論が進められた。すなわち、保振においては、既に（保振が取り扱う）振替社債について、社債権者集会の開催・運営のための「社債権者集会における対応に関するガイドライン（一般債振替制度）」（平成20年12月26日）が策定されていた。このガイドラインに基づいて、社債のデフォルト事案等では、破産管財人等からの要請に基づき、保振の個別措置として社債権者への連絡・通知が行われていた。この仕組みを拡充することで「社債権者への情報伝達及び意思結集のインフラ」とすることが、社債市場インフラWGにおいて想定されたのである。

社債市場インフラWGからの要請（平成26年3月）を受けて、保振の一般債小委員会においても、具体的な検討が進められた。

## 2) 社債管理人（仮称）の検討

「社債管理人（仮称）」とは、第3部会が提言した新しい社債管理の仕組みである。具体的には、米国のトラスティ制度を参考に、会社法上の「社債管理者」が設置されない社債（社債管理者不設置債）を対象として、社債のデフォルト後に、社債権者の代理人として、債権の保全・回収を行うなど、デフォルト後の債権の保全・回収機能に特化した業務を担う仕組みがイメージされている。

「社債管理人（仮称）の検討」については、制度を構築するに当たっての法的な論点を検討するため、「法律家会合」が設けられ、社債管理人の法的地位などについて検討が行われた。

また、「法律家会合」での議論を受けて、社債市場インフラWGにおいても、社債管理者による発行会社からの通知等の受領・確認、社債権者への通知、コベナンツ抵触や証明書未提出などの公表・開示のあり方などが審議された。

## 3) コベナンツ・債務の状況等に関する情報開示

第2部会での検討を踏まえた「コベナンツ・債務の状況等に関する情報開示」については、社債市場インフラWGにおいて現在、検討中である。

## 3. アルゼンチン債判決の影響

社債市場インフラWGの議論、特に「社債管理人（仮称）の検討」に対して大きな影響を及ぼしたのが、アルゼンチン共和国の発行したサムライ債（以下、アルゼンチン債）を巡る判決（第一

審；2013年1月28日東京地方裁判所、第二審；2014年1月30日東京高等裁判所）である<sup>21</sup>。

この訴訟は、対象となったアルゼンチン債について、利息請求権が消滅時効にかかる可能性があることから、時効中断のため、債券管理会社（銀行）が、発行者であるアルゼンチン共和国に対して、元本、利息、遅延損害金の支払いを求めて提訴したという事案である。

サムライ債には、会社法上の「社債管理者」に相当する法令に基づく仕組みが存在しないことから、市場慣行として管理委託契約等に基づき債券管理会社が設置されることが多い。対象となったアルゼンチン債についても、管理委託契約等に基づいて債券管理会社（銀行）が設置されていた。裁判では、こうした（法令に基づかない）債券管理会社が、契約等に基づいた任意的訴訟担当として（訴訟の）当事者適格を有するかが、重要な争点の一つとなった。

判決の中で裁判所（東京地方裁判所、東京高等裁判所）は、（法令に基づかない）サムライ債の債券管理会社について、債権者からの「受益の意思表示」が存在しないとして、訴訟追行権の授与等を否定する判断を下した。

こうした裁判所の判断は、社債市場インフラWGにおいても、重く受け止めざるを得なかった。すなわち、社債市場インフラWGが検討を進めていた「社債管理人」も（法令に基づかない）任意の仕組みである以上、判決を踏まえれば、一定の権限の行使については（債権者による）「明示的な『受益の意思表示』を求められるリスクも否めない<sup>22</sup>と考えら

21) 本節は、主に、日本証券業協会（2015）pp.56-68、社債市場インフラWG第3回（平成26年3月11日）「資料3 アルゼンチン債判決を踏まえて」（[http://www.jsda.or.jp/katsudou/kaigi/chousa/shasai\\_kon/infra\\_wg/20140523110444.html](http://www.jsda.or.jp/katsudou/kaigi/chousa/shasai_kon/infra_wg/20140523110444.html)）に基づいている。

22) 日本証券業協会（2015）pp.22-23

れた。その結果、投資者からニーズの高かった、社債デフォルト時における「総額での債権届出」、具体的には、社債発行会社が破産、民事再生、会社更生手続を開始した際に、社債管理人が（個別の委任を受けることなく）社債権者を代理して、社債総額について債権の届出を行うことなどは困難と判断せざるを得なくなったのである。

その意味で、最終的な「社債管理人」の機能は、第3部会での議論と比較して、スペックを落としたものとならざるを得なくなった。

#### 4. 提言、制度整備等

平成27年3月、これまでの議論を踏まえて、社債市場インフラWGは、報告書「社債権者保護のあり方について」（以下、2015年報告書）を取りまとめた。

2015年報告書は、「社債権者への情報伝達及

び意思結集のインフラ整備」について、保振の現行制度である「社債権者集会における対応に関するガイドライン（一般債振替制度）」の内容を拡充した新ガイドラインを策定し、社債権者への各種情報の通知インフラを整備・拡充することを提言した。新ガイドラインの下での、制度の概要をまとめたのが図表6である。

なお、保振においても、一般債小委員会での検討を踏まえ、平成27年1月に「情報伝達サービス概要」が公表されている。今後、より詳細な事務手続が定められ、平成27年中の開始が予定されている<sup>23</sup>。

他方、「社債管理人（仮称）の検討」について、2015年報告書は、おおむね図表7のような制度を導入することを提言した。

今後、平成27年中に社債管理人設置債に係る「社債要項」および「社債管理人業務委託契約書」

図表6 情報伝達インフラの整備（2015年報告書）

通知事項	利用者（通知者）	費用負担
(1) 社債権者集会に関する事項 イ 社債権者への事前説明 ロ 社債権者集会招集のための意向確認 ハ 社債権者集会招集の通知	発行会社・破産管財人等、社債管理者、社債権者、社債管理人	
(2) 社債デフォルト時に係る事項 イ 法的整理等の手続開始 ロ 債権者説明会の開催 ハ 破産管財人等への連絡先等の提供依頼 ニ 債権届出に関する情報 ホ 債権者集会の開催	発行会社・破産管財人等、社債管理者、社債管理人	○情報伝達インフラ利用者（通知者）が負担 ○サービス開始後の利用実績等を踏まえ、費用のあり方を検討
(3) 社債要項に定める通知事項 イ 組織再編の際の社債の取扱い ロ コベンツへの抵触 ハ 期限の利益喪失	発行会社、社債管理者、社債管理人	
(4) 発行会社の債務再編に係る事項 イ 社債の買入消却の際の意向確認 ロ 私的整理の際の意向確認	発行会社	

（出所）日本証券業協会 社債市場の活性化に向けたインフラ整備に関するワーキング・グループ「社債権者保護のあり方について～新たな情報伝達インフラ制度及び社債管理人制度の整備に向けて～」（平成27年3月17日）などを基に大和総研金融調査部制度調査課作成

23) なお、「社債管理人」による利用（通知）については、社債市場インフラWGにおける議論終了後、平成28年から保振において検討が開始される予定である。

図表7 社債管理人（2015年報告書）

項目	内容
1. 社債管理人に関する基本的な考え方	<p>○信用リスクが相対的に大きい企業も含めた多様な企業による社債発行及び投資家の裾野拡大を図るため、社債管理者不設置債を対象に、現行法の下、特にデフォルト後の社債権者の債権を保全する社債権者保護の効率的な実務上の仕組みとして社債管理人制度を創設する。</p> <p>○社債管理人のフィージビリティを確保するため、（会社法上の「社債管理者」と比較して）社債管理人の業務を明確化するとともに、社債管理人の裁量を排除するような仕組みとする。</p>
2. 設置対象	社債管理者不設置債
3. 設置根拠	「社債要項」及び「社債管理人業務委託契約書」（仮称）に基づき、設置可能とする（任意設置）。
4. 法的地位	<p>①総社債権者のために行う業務</p> <p>○発行会社と社債管理人の間で締結する「社債管理人業務委託契約書」（仮称）を、発行会社を「要約者」、社債管理人を「諾約者」、社債権者を「受益者」とする「第三者のためにする契約」と構成する。</p> <p>②個別の社債権者のために行う業務</p> <p>○別途、当該社債権者と社債管理人との間の委任契約又は準委任契約で規律する。</p>
5. 業務内容	<p>【社債の期中業務】</p> <p>(1) 社債要項等の備置等</p> <p>(2) 発行会社からの通知の受領及び社債権者への通知</p> <p>①社債要項に定める下記通知事項の受領及び社債権者への通知（注1）</p> <p>イ 組織再編の際の社債の取扱い</p> <p>ロ 期限の利益喪失事由の発生</p> <p>ハ 期限の利益喪失</p> <p>②期限の利益喪失事由の発生状況に係る証明書の受領・確認及び社債権者への通知</p> <p>イ 発行会社から期限の利益喪失事由の発生状況に係る証明書を定期的に受領・確認</p> <p>ロ 当該証明書に期限の利益喪失事由が発生している旨が記載されている場合の社債権者への通知</p> <p>【社債のデフォルト後の業務】</p> <p>(3) 債権の届出</p> <p>①発行会社等からの法的手続開始等の通知の社債権者への通知</p> <p>②社債権者からの個別委任に基づく債権の届出</p> <p>(4) 社債権者による社債権者集会の招集・請求のサポート</p> <p>①社債権者集会の招集のための意向確認（他の社債権者への通知・連絡など）</p> <p>②発行会社への社債権者集会招集の請求手続</p> <p>③裁判所への社債権者集会招集の許可申請手続</p> <p>④社債権者集会の招集手続（社債権者への通知、会場の手配等）</p> <p>(5) 社債権者集会決議の裁判所への認可申立て手続</p> <p>(6) 債権者集会における再生計画又は更生計画の議決権行使（注2）</p>
6. 費用・報酬	<p>次の①～③を除き、原則、発行会社の負担</p> <p>①社債権者の個別の委託に基づき業務を行う場合</p> <p>②裁判所が、社債権者集会の認可申立てに関する費用を発行会社以外の者が負担すべき旨を決定した場合</p> <p>③発行会社が破産等により費用を支払えない場合</p>
7. 担い手	銀行などの金融機関、弁護士法人・弁護士（注3）

（注1）発行会社は、①イ～ハの事項について速やかに一般に公表する。社債管理人は公表されていることを確認してから通知する

（注2）社債権者集会が開催され、社債管理人による債権者集会における議決権行使が決議された場合

（注3）5（4）③、（5）の手続きを行う場合、社債管理人が弁護士法人・弁護士であることが必要。社債管理人が弁護士法人・弁護士でない場合、社債権者はこれらの手続きについて、直接、弁護士法人・弁護士に委任する

（出所）日本証券業協会「社債市場の活性化に向けたインフラ整備に関するワーキング・グループ「社債権者保護のあり方について～新たな情報伝達インフラ制度及び社債管理人制度の整備に向けて～」（平成27年3月17日）などを基に大和総研金融調査部制度調査課作成

の雛形の策定が予定されている。

なお、「コベナンツ・債務の状況等に関する情報開示」に関しては、社債市場インフラWGでは、「コベナンツ事例集」についての議論を継続中である。

## 4章 今後の課題

### 1. 議論から実行へ

日証協において「社債市場の活性化に関する懇談会」の議論が開始してから、既に6年が経過した。まだ、一部、議論が継続しているものもあるが、主要分野の多くの事項について制度整備が進められてきた。その意味では、社債市場活性化策は、議論の段階から実行の段階へと進んだとも言えるだろう。

もちろん、これまでの制度改革に対しては、様々な立場から意見、批判、指摘などが寄せられている。

例えば、第4部会、価格情報WGでの検討を経て導入された「社債の取引情報の報告・発表制度」は、対象が高格付けの社債（AA格相当以上）に限定されている。そのため、このままでは、ハイ・イールド債を含めた発行体の多様化に寄与するとは考えにくい。取引情報の公表対象の拡大は、今後の課題として積み残されている。

また、第2部会、第3部会、社債市場インフラWGで検討された（検討されている）コベナンツモデル、コベナンツ開示事例集、社債管理人は、あくまでも任意の仕組みとされており、強制力を持つわけではない。社債市場に対する投資者の信頼向上などに、どの程度、実効性があるのかは未知数だと言わざるを得ない。

筆者も、議論の末席に加わった者として、これ

らの意見等を真摯に受け止めなければならないと感じている。

しかし、「最初の一步」を踏み出さなければ、どのような改革も始まらないことも事実である。多種多様な利害関係者の中で対立が先鋭化することも多いこの分野において、どのような形であれ、「最初の一步」を踏み出せたことには、一定の意義があると考えている。

今後、制度整備が実行される中で、指摘されている議論を詰め切れなかった事項や、先送りされた事項などについても、「走りながら」改善の努力をすることが望まれるだろう。

### 2. 社債市場の将来に向けて

#### 1) 社債と「市場」

今回の議論に参加して、つくづく感じたことは、株式などと比較して、社債市場について「市場」という意識が希薄だということである。つまり、社債「市場」と言いながら、その認識は、個別の債権債務契約や取引契約が集積されたもの（「束」）の域を、十分に出ていないという印象を受けた。

もちろん、わが国の社債「市場」の流動性がそもそも乏しいことや、いわゆる「バイ&ホールド」の手法を採る社債投資者が多いことなどが影響しているという事情はあるだろう。しかし、社債「市場」の活性化を目指すのであれば、少なくとも将来像としては、社債を巡る諸問題を「市場」の視点から再構築する必要があると思われる。

「社債の活性化に関する懇談会」でも、委員の一人から次のような指摘があったことは、重要であると考えられる<sup>24</sup>。

24) 平成26年3月24日「社債市場の活性化に関する懇談会」（第13回）議事要旨。

[http://www.jsda.or.jp/katsudou/kaigi/chousa/shasai\\_kon/shasaikon/20140702133525.html](http://www.jsda.or.jp/katsudou/kaigi/chousa/shasai_kon/shasaikon/20140702133525.html)

「…前略…社債、債券管理会社についても、マーケットを維持するため、一種の公序といったものを守るための制度として、制度上の位置づけがきちんとなされることが必要ではないか。」

「流通市場の整備や流動性の確保、すなわち市場機能を問題にしながら、そこでの概念の一切を民法ないし取引ルールのみで把握しているところに根本的な矛盾がある。」

「社債とは何かというと、市場取引の適格性のある均一な単位の債務といえよと考える。最大にマーケットが展開したときを標準に概念をつくるか、一番プリミティブなところで概念をつくるかというのは方法論の違いであるが、最大限に機能したときにその特色というものが最大に発揮されるのだから、私は前者の考え方に立つ。…以下略…」

個々の債権債務契約・取引契約という次元から離れて、「市場取引の適格性」を有する均一な単位としての「社債」を観念する。こうした「社債」は、小口・多数に細分化されて、転々流通しているが、「市場」という観点からは「社債」全体として「一個の大きな塊」となる。このように考えたとき、開示の問題についても、社債管理の問題についても新しい局面が展開できるのではないかと思われる。

ただし、これは、いわゆる公開会社法につながり得る立法論を伴う問題であることも事実だろう。

## 2) 社債と情報開示

社債市場インフラWGは、その提言の一つとして「社債権者への情報伝達及び意思結集のインフラ整備」を掲げ、保振などでも提言に沿った準備を進めている。もちろん、社債権者に対して、必要な情報を提供するためのインフラ整備は重要な論点である。特に、社債権者集会など、社債権者が意思結集を図る必要がある場面を想定すれば、不可欠のインフラであるといえるだろう。

しかし、「市場」を意識するのであれば、個別の社債権者に対する情報提供にとどまらず、(潜在的な社債投資者を含めた)「市場」に対する情報開示を中核として考えるべきだろう。すなわち、社債に対する投資判断に重要な影響を及ぼす情報は(それが何であれ)、適時、適切な開示が義務付けられるべきということになるはずである。

わが国における社債に関する開示制度および実務を見る限り、発行開示(有価証券届出書、発行登録)については、比較的、整備されていると評価できる。例えば、社債のコベナンツは、有価証券届出書や発行登録追補書類で「財務上の特約」として開示されている。担保提供制限条項も開示されているし、クロス・デフォルト、クロス・アクセラレーションなども注記されている。それでも問題がないわけではない。例えば、社債権者に重要な影響を及ぼす可能性がある銀行融資に関する情報(担保やコベナンツの内容)は、必ずしも開示されているわけではない<sup>25</sup>。今後、社債市場インフラWGで議論されるコベナンツ事例集などの活用が進むことが期待されよう。

他方、継続開示(有価証券報告書、臨時報告書など)は、株式等を前提に構成されており、必ず

25) 吉井(2012) pp.62-63

しも「社債仕様」になっているとは言えない。

例えば、有価証券報告書においては、定型的な開示として、社債明細表、借入金明細表、担保資産の注記、主な資産及び負債の内容開示が行われている。しかし、担保資産と債務の対応関係(償還・返済期限との関係など)は詳細には開示されていないし、社債やローンのコベナンツの内容の開示も義務付けられていない。事業等のリスク、追加情報、配当制限に関する注記で開示要件に該当する場合に、コベナンツの内容を開示している例や財務諸表の注記として自主的に開示している例はあるが、統一的な開示は行われていない<sup>26</sup>。

社債については、コベナンツの内容の詳細を確認しようと思えば、発行開示書類(有価証券届出書や発行登録追補書類)で見ることができる。しかし、これらの発行開示書類には、公衆縦覧期間が定められている(金融商品取引法 25 条)。特に、発行登録追補書類の場合は、「発行登録が効力を失うまでの期間」(=2年)と定められている(同条 1 項 3 号)。これを経過すると、社債が償還前であっても、公衆縦覧の対象から外れてしまい、閲覧が困難になるという問題が生じることとなる<sup>27</sup>。

ローンのコベナンツについては、(社債のコベナンツにおける)発行開示書類に該当するものはない。そのため、コベナンツの内容の詳細を確認しようにも、そもそも手段がないというのが現状

である。

また、臨時報告書は、その提出事由を見る限り、有価証券報告書以上に「株式仕様」のものとなっている。例えば、「海外における有価証券の募集等」や「私募による有価証券の発行」は、臨時報告書の提出事由であるが(企業内容等の開示に関する内閣府令〈以下、開示府令〉19 条 2 項 1、2 号)、対象となるのは主にエクイティ関連であり、(新株予約権付社債以外の)社債は対象から除外されている(同前)。「主要株主の異動」(開示府令 19 条 2 項 4 号)や「株主総会の決議結果」(同項 9 号の 2)などは、臨時報告書の提出事由とされているが、重要なコベナンツや担保設定などは、明文上、提出事由とはされていない。臨時報告書の提出が必要となる「重要な後発事象」についても、その重要性の判断は、純資産額と当期純利益が基準とされている(同項 12 号など)。

さらに、適時開示制度は、そもそも金融商品取引所の制度である。そのため、あくまでも、その金融商品取引所に上場している有価証券の投資者を念頭に、その投資判断に重要な影響を及ぼす情報の開示を中核とするものである。

言うまでもなく、現在、金融商品取引所に上場される有価証券は、主に株式であり、社債が上場されることは(新株予約権付社債などを除き)極めて稀である<sup>28</sup>。その結果、適時開示制度も、当

26) 吉井(2012) p.63

27) こうした事態に対処するためには、公衆縦覧の対象から外れる前に、あらかじめダウンロードなどしておく必要があるだろう。また、公衆縦覧の対象から外れている銘柄を流通市場で買い付けるに当たって、そのコベナンツの内容を確認しようとするのであれば、発行会社や証券会社などが(コベナンツ情報を記載した)社債要項などを保管していないか照会することが考えられるだろう。なお、社債市場インフラWGは、社債管理人制度に関する提言の中で、「社債管理人は、社債要項及び社債管理人業務委託契約書を備え置き、社債権者の閲覧に供する。…中略…なお、社債管理人は、社債要項及び社債管理人業務委託契約書を、社債権者に限らず、一般の閲覧にも供することができるものとする」としている(日本証券業協会(2015) p.12)。

28) 例外は、外国金融機関による TOKYO PRO-BOND Market への上場くらいであろう。なお、TOKYO PRO-BOND Market の適時開示は、本則市場の適時開示とは異なる制度となっている(特定上場有価証券に関する有価証券上場規程の特例(東京証券取引所) 215 条など)。

然ながら、あくまでも「株式市場」を前提に構築されている。これを社債に関する情報開示に活用しようとしても、株式市場の仕組みに「間借り」するような形にならざるを得ない。

こうした状況は、そもそも社債が「市場取引の適格性」を有し、市場において流通しているという前提が、必ずしも受け入れられていないことから生じたものだと考えられるだろう。今後、流通市場を含めた社債市場の発展を進めるためには、(社債の)流通市場の存在を前提とした継続開示制度の拡充が不可欠であろう。

### 3) 社債とインサイダー取引規制

社債に関するインサイダー取引規制についても、前記の情報開示(特に、継続開示)と同様の問題が指摘でき、さらなる議論が必要だろう。

現行法令の下でも、会社関係者に対するインサイダー取引規制の対象となる「特定有価証券」には、社債も含まれている(金融商品取引法施行令27条の3)。従って、職務等に関し未公表の重要事実を知った会社関係者による社債の売買等についても、インサイダー取引規制の対象となる(金融商品取引法166条1項)。

ところが、社債(新株予約権付社債を除く。以下、普通社債)の売買等に関する「重要事実」の範囲は、株式等と比較して大幅に狭くなっている。具体的には、次の事項のみが(普通社債の売買等に関する)「重要事実」と定められている(金融商品取引法166条6項6号、有価証券の取引等の規制に関する内閣府令58条)

- ◇解散(合併による解散を除く)
- ◇(上場会社等自身による)破産手続開始、再生手続開始、更生手続開始の申立て
- ◇債権者等による破産手続開始、再生手続開始、更生手続開始、企業担保の実行の申立て・通告
- ◇手形・小切手の不渡り(支払資金の不足を事由とするものに限る)、手形交換所による取引停止処分

つまり、普通社債の売買等に関しては、基本的に発行会社のいわゆるデフォルト情報のみが「重要事実」として掲げられていることになる<sup>29</sup>。ちなみに、いわゆるバスケット条項は、社債の売買等についての「重要事実」には含まれていない。

私見ではあるが、社債投資者の投資判断に重要な影響を及ぼす事項が、これらに限られるかといえ大いに疑問があると言わざるを得ない。例えば、社債発行会社の重要な資産に(銀行など他の債権者のために)担保を設定する行為などは、社債投資者にとって無視できるような情報ではないように思われる<sup>30</sup>。

今後、流通市場を含めた社債市場の発展を進めるためには、前述の継続開示制度と併行して、(普通社債についての)インサイダー取引規制のあり方に関しても、改めて検討する必要が生じるのではないかと思われる。

### 4) 社債管理の意義

会社法上、社債を発行する場合には、社債発行会社に対し、社債管理者の設置が、原則として義

29) 木目田・上島(2014) pp.372-373

30) こうした情報は、社債権者のみならず、社債権者に劣後する(会社財産に対する)請求権しか有さない株主にとっても重要であり、株式投資者の立場からも重要事実に含まれていないことに問題があるとの指摘もあり得るだろう。もちろん、こうした指摘は首肯できるものではあるが、株式の売買等においては、いわゆるバスケット条項の適用があるのに対し、社債の売買等においては適用がないという点を看過すべきではないだろう。

務付けられている（会社法 702 条）。ただし、各社債の金額が 1 億円以上である場合（同前）、又は社債の総額を各社債の金額の最低額で除して得た数が 50 未満である場合（会社法施行規則 169 条）には、社債管理者設置義務が免除されている。その結果、わが国において発行される社債のうち、社債管理者が設置されているのは「主に信用力が高い会社が発行した個人投資家向けの社債に限られている」<sup>31</sup>とされている。

こうした状況を受けたものか、あるいは現行会社法が定める「社債管理者」制度が、幅広い権限と重い責任を伴う「重装備」の仕組みとなっているためか、社債管理者設置の要否の問題は、個人投資家保護のコンテキストで論じられることが多いように感じられる。また、その裏返しとして、適格機関投資家など、いわゆるプロ投資家には（社債管理者は）不要との主張や、個人投資家についても金融商品取引法に基づく販売・勧誘規制（適合性原則など）で対応すれば足りるといった主張も、時折耳にすることがある。しかし、これらは制度の理解として、適切ではないと筆者は考える。

会社法が定める社債管理者設置義務の適用除外要件は、金融商品取引法上の「プロ」・「アマ」の区分（適格機関投資家、特定投資家）よりは、むしろ、「募集」・「私募」の区分に近いと考えるのが一般的な理解である<sup>32</sup>。

そもそも、金融商品取引法上の「プロ」概念（適格機関投資家、特定投資家）は基本的に、有価証券等に対する投資に係る専門的知識および経験という観点からの「プロ」、言い換えれば、「投資判

断」の「プロ」という概念だと考えられる<sup>33</sup>。あくまでも「投資判断」のプロである以上、必ずしも、企業破綻手続や債権回収などに精通しているとは限らず、いわゆるデフォルトが問題となる局面において、必ずしも自力で債権の保全等を図ることができるというものではない。仮に、企業破綻手続や債権回収などについて専門的知識を有していたとしても、いわゆる分散投資を行っていることにより、デフォルトとなった社債について保有する持分が小さい場合には、独力で個別債権の保全・回収を図ろうとしても、費用対効果の問題が生じることもある。

その意味で、社債管理者の設置義務は、金融商品取引法上の「アマ」投資家保護と同列に論じるべきではなく、むしろ、小口・多数に分散した社債権者の保護という趣旨で理解すべきではないかと考えられる。

社債管理者の設置を、原則として要求する会社法の規制は、「小口かつ多数の社債権者が存在する社債の場合、発行会社が経営困難に陥っても社債権者が自ら適切に社債の管理を行うことが難しいところから、社債権者の利益のため社債管理者の設置を強制する」<sup>34</sup>という米国の信託証書法（Trust Indenture Act of 1939）に倣うものだと説明されている。

すなわち、社債が「市場取引の適格性」を通じて、小口・多数に分散し、流通市場において転々流通する以上、個々の社債権者（「アマ」であれ、「プロ」であれ）が単独で自らの債権の保全・回収を図ることは言うに及ばず、いわゆる社債権者の団体性<sup>35</sup>を

31) 日本証券業協会（2012）p.23。なお、事業再生研究機構（2012）p.13 も参照

32) 神田（2014）p.316、江頭（2014）p.716 など

33) 金融商品取引法 2 条 3 項 1 号、近藤・吉原・黒沼（2013）pp.252-253 など参照

34) 江頭（2014）p.716

35) 神田（2014）pp.322-323 参照

踏まえた団体行動を起こすための意思結集を図ること（社債権者集会など）も非常に困難となる。そのような前提に立つ以上、社債権者のために「社債の管理」をサポートするゲートキーパーが必要とされると考えるべきだと筆者には思われる。

このことについて、理論だけではなく実務の立場からも、例えば、社債市場インフラWGにおいて、次のような指摘がなされていることは示唆的である<sup>36</sup>。

「投資家は、個々の社債についてチェックなどとてもできない。代わりに誰かが、何が起きているのかチェックし、判断する者がいなければ、複雑なコベナンツが付与された社債には投資できない。」

今後、流通市場を含めた社債市場の発展を進めるためには、「市場取引の適格性」を有する社債についての「社債管理」のあるべき姿を改めて考える必要があるだろう<sup>37</sup>。その際には、投資者の中に「社債管理者の設置をルール化すること」<sup>38</sup>を求める声があることを謙虚に受け止めるべきだろう。

また、社債のコベナンツの多様化を進める上で、

ウェイバー（社債に担保提供を行って保全を図る代わりに、一部のコベナンツの適用を免除すること）を活用するためには、「担保の受託会社となり得る社債管理者の設置が必要」<sup>39</sup>とされている点も考慮する必要があるだろう。

## 5) 社債権者とガバナンス

2015年6月から適用開始されたわが国の「コーポレートガバナンス・コード」において、上場会社に対して「株主以外のステークホルダーとの適切な協働」に努めることが要求されている。この「ステークホルダー」には「債権者」も含まれている（基本原則2）。「社債権者」も、「債権者」の一員である以上、上場会社が「協働」すべき者に含まれることとなろう。これを裏返して社債権者の立場からみれば、社債発行会社との「協働」を通じて、（その社債発行会社の）コーポレート・ガバナンスにおいて、社債権者は、どのような役割を果たすべきか、という論点が、理念的には存在することとなる。

わが国の「コーポレートガバナンス・コード」がモデルとしたOECDの「コーポレート・ガバナンス原則（“OECD Principles of Corporate

36) 平成26年8月22日「第4回社債市場の活性化に向けたインフラ整備に関するワーキング・グループ」議事要旨。  
[http://www.jsda.or.jp/katsudou/kaigi/chousa/shasai\\_kon/files/20141021giziyoushi.pdf](http://www.jsda.or.jp/katsudou/kaigi/chousa/shasai_kon/files/20141021giziyoushi.pdf)

37) もちろん、ここで言う「社債管理」について、現行会社法の規定する「社債管理者」レベルの機能を前提とするのか、2015年報告書が提言する「社債管理人」レベルの機能を前提とするのかに関しても、議論の余地があるだろう。

38) 事業再生研究機構（2012）p.31

39) 日本証券業協会「コベナンツモデル（参考モデル）」（平成24年9月18日）。

[http://www.jsda.or.jp/katsudou/kaigi/chousa/shasai\\_kon/files/covenant120918.pdf](http://www.jsda.or.jp/katsudou/kaigi/chousa/shasai_kon/files/covenant120918.pdf)

なお、担保付社債信託法上の受託会社の機能について、「多数でかつ変動する社債権者に対し個々に担保を提供することは困難なので、受託会社が総社債権者のため信託の受託者として担保を取得し、それを保存・実行する方法をとる」（江頭（2014）p.715）と説明されている。

40) Organisation for Economic Co-operation and Development（OECD）の下記ウェブサイトに掲載されている。  
<http://www.oecd.org/corporate/oecdprinciplesofcorporategovernance.htm>

なお、引用部分の翻訳は、平成26年9月4日開催の「コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議（第2回）」に「参考資料1-1」として提出された「OECDコーポレート・ガバナンス原則」から引用している。

<http://www.fsa.go.jp/singi/corporategovernance/siryou/20140904/06.pdf>

41) OECDのウェブサイトに掲載されている。なお、引用部分の翻訳は筆者による。

[http://www.oecd-ilibrary.org/governance/corporate-bonds-bondholders-and-corporate-governance\\_5js69lj4hvnw-en](http://www.oecd-ilibrary.org/governance/corporate-bonds-bondholders-and-corporate-governance_5js69lj4hvnw-en)

42) いわゆるデット・エクイティ・スワップ（DES）などを想定しているものと思われる。

Governance 2004”<sup>40)</sup>」でも、その「コーポレート・ガバナンスにおけるステークホルダー（利害関係者）の役割」の中で「コーポレート・ガバナンスの枠組みは、有効かつ効率的な倒産処理の枠組み及び、債権者の権利の有効な執行により補強されるべきである」と規定している（OECD「コーポレート・ガバナンス原則」IV.F.）。

また、最近、公表された、OECDのワーキング・ペーパー「社債、社債権者、コーポレート・ガバナンス（“Corporate Bonds, Bondholders and Corporate Governance”<sup>41)</sup>）」が、社債権者のコーポレート・ガバナンス上の役割として、財務が悪化するなどした企業のリストラクチャリングにおけるエンゲージメントを論じている。具体的には「リストラクチャリング後、社債権者は、一般に（typically）、株式の保有<sup>42)</sup>や、新規の債券・融資について求める厳格な条件を通じて、ガバナンスにおいて、より大きな発言力を持つようになる」とした上で、「こうしたメカニズムを通じて、建設的な社債権者（constructive bondholders）は、情報を与えられたエンゲージメント（informed engagement）を通じて、財務が悪化した企業（financially distressed companies）について、価値を創造し、正常な状態（right track）に戻すことができる」との見方も紹介している（pp.58-59）。

もっとも、発行会社のコベナンツ抵触を利用して、例えば、より良い条件の債券への交換（exchange offer）などを要求して短期的な利益を上げる「アクティビスト」（ヘッジ・ファンドなど）の存在も指摘されている（pp.52-54）。

わが国において、社債権者とコーポレート・ガバナンスの関係を論じるのは、時期尚早かもしれない。将来、社債「市場」が十分に成長した場合には、改めて議論が必要となるだろう。

#### 【参考文献】

- ・日本証券業協会（2010）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）  
[http://www.jsda.or.jp/katsudou/kaigi/chousa/shasai\\_kon/files/100622\\_r1.pdf](http://www.jsda.or.jp/katsudou/kaigi/chousa/shasai_kon/files/100622_r1.pdf)
- ・日本証券業協会（2012）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た取組み」（平成24年7月30日）  
[http://www.jsda.or.jp/katsudou/kaigi/chousa/shasai\\_kon/files/120730\\_bukai\\_houkoku.pdf](http://www.jsda.or.jp/katsudou/kaigi/chousa/shasai_kon/files/120730_bukai_houkoku.pdf)
- ・日本証券業協会（2013）社債の価格情報インフラの整備等に関するワーキング・グループ「社債市場活性化のための公社債店頭売買参考統計値制度の見直しについて」（平成25年9月2日）  
[http://www.jsda.or.jp/katsudou/kaigi/chousa/shasai\\_kon/files/20140226houkousyo.pdf](http://www.jsda.or.jp/katsudou/kaigi/chousa/shasai_kon/files/20140226houkousyo.pdf)
- ・日本証券業協会（2015）社債市場の活性化に向けたインフラ整備に関するワーキング・グループ「社債権者保護のあり方について～新たな情報伝達インフラ制度及び社債管理人制度の整備に向けて～」（平成27年3月17日）  
[http://www.jsda.or.jp/katsudou/kaigi/chousa/shasai\\_kon/infra\\_houkokusyo.html](http://www.jsda.or.jp/katsudou/kaigi/chousa/shasai_kon/infra_houkokusyo.html)
- ・上村達男（2002）『会社法改革 公開株式会社法の構想』（岩波書店）
- ・江頭憲治郎（2014）『株式会社法 第5版』（有斐閣）
- ・神田秀樹（2014）『会社法 [第16版]』（弘文堂）
- ・木目田裕・上島正道（2014）『インサイダー取引規制の実務 [第2版]』（木目田裕・上島正道監修、西村あさひ法律事務所・危機管理グループ編、商事法務）
- ・近藤光男・吉原和志・黒沼悦郎（2013）『金融商品取引法入門 [第3版]』（商事法務）
- ・事業再生研究機構（2012）『事業再生と社債—資本市場からみたリストラクチャリング』（商事法務）
- ・松尾直彦（2011）『金融商品取引法』（商事法務）
- ・吉井一洋（2012）「社債市場の活性化に向けて—日本証券業協会の報告書を踏まえて—」（神作裕之責任編集『企業法制的将来展望—資本市場制度の改革への提言—2013年度版』〈資本市場研究会〉所収）

〔著者〕

横山 淳（よこやま じゅん）



金融調査部  
主任研究員  
担当は、金融商品取引法、会社法、  
取引所規則、金融制度