

2024年8月

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』報告書(2024年7月報告)」について

弁護士 黒田 康之 / 弁護士 春山 麻衣

Contents

- I. はじめに
- II. 我が国社債市場の現状
- III. コベンナツ付与の在り方
- IV. コベンナツ抵触時の対応
- V. 社債管理補助者の活用
- VI. 社債権者に対する開示及び社債権者集会に係る論点
- VII. おわりに

I. はじめに

日本証券業協会が「社債市場の活性化に関する懇談会」の下部会合として2013年2月に設置した「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」(以下「本WG」という。)は、本年7月16日に「『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』報告書(2024年7月報告)」(以下「本報告書」という。)を公表した。本報告書は、日本の社債発行市場の課題を整理するとともに、相対的に信用リスクの高い企業を含む多様な企業による社債発行が可能な環境の整備に資する具体的な施策を提示しているため、本ニュースレターでは、その概要を紹介する。

II. 我が国社債市場の現状

日本の社債市場は、社債の発行額が2023年の1年間で14.9兆円、社債の発行残高が2023年12月末時点で90.4兆円と、いずれも米国の社債市場の10分の1にも満たない。また、日本の民間非金融法人企業の金融負債構成において、デットファイナンスにおける社債の割合は約1割と低水準であるが、米国ではその割合は5割を超えている。さらに日本では、社債発行額の9割以上が格付A格以上の銘柄であり、非投資適格とされるBB格以下の社債はほぼ存在せず、格付の面において発行会社に偏りがみられる。

社債権者保護の観点でみると、日本の社債は、電力会社などが特別法に基づいて発行する一般担保付社債以外は無担保であり、社債に付与されるコバナンツの大半が社債間限定同順位の担保提供制限条項(いわゆるネガティブ・プレッジ条項)のみであることから、デフォルトが発生した場合、社債権者は他の債権者に劣後することになる。また、額面1億円以上の社債においては、ほとんど社債管理者が設置されておらず、また、2021年3月に施行された会社法改正によって導入された社債管理者補助制度の利用例も1銘柄しかないなど、社債権者の保護のための措置が十分とはいえない状況にある。

2023年4月には、社債のデフォルト事案が発生し、上記のような日本の社債の課題が浮き彫りになった。昨今では、企業の合併・買収等の活発化に伴い、合併・買収等の後に非上場化したことにより社債権者への情報開示の質が低下し、社債権者が知らない間に格下げになるケースも発生した。

そこで、本WGでは、社債市場の規模拡大を企図して、相対的に信用リスクの高い企業を含む多様な企業による社債発行が可能な環境を整備するための検討が行われた。具体的には、①コバナンツの付与の在り方、②コバナンツ抵触時の対応、③社債管理補助者の活用、④社債権者に対する適時適切な開示及び⑤社債権者集会に係る論点を取り上げられた。

III. コバナンツ付与の在り方

1. 「基本的に付与すべきコバナンツ」

日本では、無担保の普通社債に付与されるコバナンツの大半がいわゆるネガティブ・プレッジ条項のみであり、その他のコバナンツ条項はほとんど付与されていない。本WGにおいては、米国のハイイールド債市場における実務を参考にし、特に発行会社の信用力の変化に対応する観点から、投資家が必要最低限の内容として求めるコバナンツ又は投資家保護上必要と考えられるコバナンツを「基本的に付与すべきコバナンツ」と位置付け、当該コバナンツが付与されるように一定の拘束力を持たせる必要があると指摘され、具体的には、チェンジオブコントロール条項及びレポーティングコバナンツをこの「基本的に付与すべきコバナンツ」として位置付けることが適当であるとされた。

チェンジオブコントロール条項は、主として、発行会社の組織再編や大株主の異動などの発行会社の所有・経営権に変化が生じる場合に発動されるものであり、この場合にプット・オプション(社債権者が発行会社に対して予め定められた価格での繰上償還を請求できる権利)を付与することは、社債権者に投資判断を再考する機会を与えるものとして有用であるとされている。また、所有・経営権の変化の有無にかかわらず、発行会社が非上場化する場合も、社債権者の投資判断に重大な影響を及ぼすものであり、さらに、非上場化の局面において、発行会社が既発行の社債の取扱いに苦慮する場合もあるため、発行会社の非上場化をプット・オプション又はコール・オプション(発行会社が繰上償還する権利)の発動要件とすることが有用であるとされた。

レポーティングコベナンツ(社債権者の投資判断に重大な影響を及ぼす事象が生じた場合等に、発行会社に対し社債権者に報告を行う義務を課す条項)に関しては、発行会社の非上場化後は、適時開示が行われなくなり、IR 情報等の質・量も低下する傾向があることを踏まえ、社債権者の投資判断に重要な影響を与える事項をレポーティングすることが重要であると指摘された。具体的には、第 1・第 3 四半期の財務情報、発行会社の決定事実(解散、業務上の提携又はその解消、固定資産の譲渡又は取得等)、発行会社の発生事実(筆頭株主の異動、有価証券報告書の提出遅延、監査報告における不適正意見等)、有担保負債比率といった担保に係る指標及びコベナンツの充足状況に関する代表取締役による証明書の四半期ごとの公表が挙げられた。

これに対し、財務コベナンツ(発行会社に対し純資産額や自己資本比率等の一定の財務指標を維持する義務を課す条項)については、相対的に信用リスクの高い社債において投資家が重要視するものとして、発行会社の状況等に応じて付与することは重要であるとはされたものの、多くの会社に共通する考え方を整理することが難しいことから、「基本的に付与すべきコベナンツ」には位置付けないこととされた。

2. 「基本的に付与すべきコベナンツ」の付与を求める対象

本 WG では、「基本的に付与すべきコベナンツ」をすべての社債に付与することを求めるのではなく、格付区分ごとに検討された。

BB 格以下(いわゆる非投資適格)の社債については、日本ではほとんど発行事例が存在しないため、投資家の投資を阻害する要因を排除する観点及び投資家保護の観点から、「基本的に付与すべきコベナンツ」の付与を求めることが適当であり、また、チェンジオブコントロール条項及びレポーティングコベナンツにおいて、非上場化の発生を発動事由に加えることが適当とされた。

BBB 格の社債については、投資家の投資を阻害する要因を排除し、より厚みのある市場とするため、「基本的に付与すべきコベナンツ」の付与を求めることが適当であるものの、BBB 格の社債については既に発行実績があることを踏まえて、コベナンツ本来の発動事由に加えて、「格付が BB 格以下となった場合」などの格下げの発生を発動事由に加えた、いわゆる「ダブルトリガー」の仕組みとすることも考えられると指摘されている。

これに対し、A 格以上の社債については、コベナンツの付与を求めることによる社債発行への影響を考慮し、「基本的に付与すべきコベナンツ」を求める対象とはしないこととされた。

「基本的に付与すべきコベナンツ」の実効性を確保する方法としては、証券会社の引受審査の際に、「基本的に付与すべきコベナンツ」の付与状況に関する審査が行われるよう、日本証券業協会の「有価証券の引受け等に関する規則」等に規定を設けることが適当であるとされている。

3. 社債発行が見込まれる企業の属性に応じたコベナンツ等

今後社債発行が見込まれる企業として、LBO(レバレッジドバイアウト)の後に非上場となった企業及びスタートアップ企業に対するコベナンツ付与の在り方も検討された。

LBO における買収資金は、現状、主に銀行からのローンで賄われているが、今後は、LBO 後に被買収企業が非上場会社として社債を発行することにより、ブリッジローンの一部又は全部を社債に置き替え、パーマネント化を図ることが想定される。その場合、LBO ローンに付与されているコベナンツを勘案して、支払制限や DSCR(デッド・サービス・カバレッジ・レシオ)/ICR(インタレスト・カバレッジ・レシオ)の維持等のコベナンツを付与することや、非上場化後の情報開示の質・量・適時性の低下をカバーするためにレポーティングコベナンツを

活用することが有用であると指摘された。

スタートアップ企業の場合には、業容、創業からの年数、担保資産の状況、キャッシュフローの状況等のスタートアップ企業の特徴を踏まえたコベンツの付与を検討する必要があることや、公募社債における実務慣行の形成についても課題が指摘される中で、主として私募社債の発行が想定されるスタートアップ企業についてコベンツ付与の実効性確保を求めることは時期尚早であることから、スタートアップ企業の社債については、現時点では問題提起にとどめることとされた。

IV. コベンツ抵触時の対応

コベンツ抵触時の対応として、社債権者集会を開催せずに社債権者の権利放棄(以下「ウェイブ」という。)や社債要項等の変更(以下「アmend」という。)を行う場合も含めた実務フローや、チェンジオブコントロール条項及びレポーティングコベンツの発動時に発行会社が行う社債権者への通知やレポーティングの実施方法等について、「コベンツ抵触時の対応の実務フロー」(仮称)という形で今後取りまとめて公表することとされた。

なお、コベンツ抵触時の対応を検討するにあたっては、社債権者の利益を保護する観点から、コベンツ違反時には期限の利益を喪失とする事でコベンツのエンフォースメントを確保する要請がある一方で、重要性の低いコベンツ抵触については治癒を可能とすることや、発行会社及び社債権者にとって合理的であればアmendやウェイブを可能とするという柔軟性を備えるべきという要請もある。そこで、コベンツの内容や抵触事由に応じて、コベンツへの抵触によって自動的に期限の利益が喪失する当然喪失とするか、社債権者からの請求によって期限の利益を喪失する請求喪失とするかといった抵触時の対応を規定することが重要であることが指摘されている。

また、社債権者集会の決議によらずにウェイブやアmendを行うことについては、多くの法的・実務的な課題が指摘され、その解決については今後の実務の積み上げに委ねられることとされた。

V. 社債管理補助者の活用

社債権者の適切な保護の観点から、社債管理補助者に期待される役割についても検討が行われ、社債権者集会の招集に関する社債権者の意向や請求喪失のコベンツについて抵触が生じた場合の社債権者の請求喪失に関する意向を集計する等の形式的なとりまとめは、社債管理補助者の「基本的業務」とであると位置付けることが適当であるとされた。

社債管理補助者の設置を促す方策として、社債発行時には社債管理補助者を設置しないが、一定の条件の下で、社債管理補助者が自動的に設置される対応について、設置の条件について考えられる例を示しながら、社債要項の規定例等としてまとめることとされた。

VI. 社債権者に対する開示及び社債権者集会に係る論点

「企業内容等の開示に関する内閣府令」等の改正により、ローン契約と社債に付される財務上の特約(有価証券報告書等の提出会社の財務指標があらかじめ定めた基準を維持することができない事由が生じたことを条件として当該提出会社が期限の利益を喪失する旨の特約)について一定の情報開示が求められることとなった。当該改正により、社債権者にとって重要な情報の提供が進むことが期待されるため、上記のレポーティ

ングコベンナツの整備との関係で、このような情報開示の定着状況を注視する必要がある旨が指摘されている。

また、社債権者集会の機動的な開催についても議論が行われ、①完全電子化(バーチャルオンリー)による社債権者集会の開催を可能とする制度的手当が行われるべきである、②ハイブリッド型(物理的に社債権者集会を開催しつつ、社債権者集会の開催場所に存在しない社債権者がインターネット等により遠隔地から参加又は出席することを許容すること)での開催が可能であることが解釈上明確化されるべきである、③社債権者が事前に議決権を行使する際の電子化について、株主総会における電子的議決権行使のフローを参考に検討しておくことが重要である、④社債権者集会に関する諸手続の効率化と併せて、社債要項において定められる社債権者集会の公告期間の定めについて柔軟化を検討することが望ましいといった指摘がなされた。

Ⅶ. おわりに

本報告書の冒頭において指摘されているとおり、米国においてはいわゆるハイイールド債の発行が一定の規模で行われ、一つの業務分野を形成しているのに対して、日本においてはいわゆる非投資適格の社債の発行実績はほとんど存在しない。企業における資金調達手段の多様性を確保して事業活動を推進する観点からも、投資家における投資対象商品の拡充を図り、より一層の投資活動の促進を図る観点からも、日本においてもハイイールド債の発行が増加していくことが望まれる。他方で、当然のことながら、ハイイールド債への投資にはより多くのリスクが伴うことになるため、投資家のリスクを適切にコントロールする観点から、必要な社債権者保護の措置が講じられる必要がある。米国のハイイールド債発行における実務はもちろん参考にされるべき点が多いが、単にその実務を日本に移植するだけでは日本においてハイイールド債の発行が定着するとは考えられず、既存の日本市場の慣行や法制度、日本の投資家のマインド等に適合した形での施策が講じられる必要がある。

本報告書における提言を契機に、日本市場の実情に即したハイイールド債発行促進のための施策について議論が進められることが期待される。

以上

-
-
- 本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供であり、具体的な法的アドバイスではありません。お問い合わせ等ございましたら、下記弁護士までご遠慮なくご連絡下さいますよう、お願いいたします。
 - 本ニュースレターの執筆者は、以下のとおりです。
弁護士 黒田 康之(yasuyuki.kuroda@amt-law.com)
弁護士 春山 麻衣(mai.haruyama@amt-law.com)
 - ニュースレターの配信停止をご希望の場合には、お手数ですが、[お問い合わせ](#)にてお手続き下さいますようお願いいたします。
 - ニュースレターのバックナンバーは、[こちら](#)にてご覧いただけます。
 - Capital Markets Legal Update 発行責任者
弁護士 吉井一浩、福田直邦、野原新平

アンダーソン・毛利・友常 法律事務所

www.amt-law.com