

「第11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

日 時 2021年6月16日（水）午前10時～午前11時10分
場 所 日本証券業協会 第3会議室及びWEB・電話会議
出席者 神作主査ほか各委員

議事概要

1. 「社債管理補助者制度に係る実務上の対応について（案）」について（「社債管理補助者制度に関する実務検討部会」報告）

【報告・説明】

- ・ 資料1-1及び1-2に基づき、報告書「社債管理補助者制度に係る実務上の対応について（案）」の検討経緯及びその内容等について、「社債管理補助者制度に関する実務検討部会」（以下、「検討部会」という。）の主査である大和総研 横山委員より説明が行われ、その後意見交換が行われた。

【意見交換】

（委員）

- ・ 質問とコメントがある。まず、主査に伺いたいが、法定の業務というのは、法律上は権限として書かれているが、実際、その権限に伴う義務を社債管理補助者が負っていると考えべきなのか。それとも権限があるということは必ずしも義務と一体化しているものではないと考えるのか。先ほど、強制執行及び担保権の実行手続きにおける配当請求は、債務不履行の際に必要な債務名義の要求の実行が困難ということで、要項の規定例を示さないという話であったが、つまり、できなければやらなくていいということなのか。それとも、それを行う義務を補助者は負っていると考えべきなのか。

（主査）

- ・ 法定権限がある以上は、善管注意義務が課されているものであり、それに基づく

行為に関する義務は生じうると考えている。ただし、法定権限がある場合に、それを行使しないと必ず義務違反となり、責任が生じるかという、必ずしもそういう結びつきにはならず、個別具体的に事案ごとに善管注意義務の判断になると思っている。検討部会においてこの点について議論があれば、ご紹介いただきたい。

(検討部会主査)

- ・ まず、この部分については、検討部会として明確な法令解釈を示せる性質ではなく、また、検討部会メンバーもそのように認識していたことをご理解いただきたい。そのうえで、市場関係者が社債管理補助者に対してこの権限行使をどの程度期待するかについては、担い手の皆様がネガティブなお立場であるのはご理解いただけたと思うが、投資家の皆様からも、あるに越したことはないが、現実問題としてどの程度回収されるかを考えると難しいだろうとされ、基本的業務として規定例を示してほしいというところまでは至らなかったというのが検討部会での議論の状況であった。
- ・ ただ、ご発言のとおり、規定例を示していないからと言って、やらなくていいという意図ではない。法定権限としてはあるわけであり、主査がおっしゃったように、善管注意義務との関係でやるべき局面であればやらなければならないことは前提としたうえで、規定例を示してまで、この業務のフローを固める必要性について強い要望が委員から出されたわけではなかったという状況である。

(主査)

- ・ 今の説明でよろしいか。社債権者が自ら債務名義を取得した場合には、自ら配当要求するようなケースも考えられる。このような場合には、社債管理補助者は、権限があっても行使する必要がない。権限があるからと言ってそれを行使しないことが一概に義務違反となるとは言えないと理解している。

(委員)

- ・ 法的には必要であるけれども、リスクは非常に低いということと理解している。
- ・ もう1点気になることがある。今回、弁護士や弁護士法人も社債管理補助者にな

りうるとされたことは良いことだが、弁護士や弁護士法人にとっては初めての業務であり、心配なことも色々ある。弁護士は、社債管理者になる金融機関と比較すると、資本的にも組織的にも零細であり、大きなリスクを負うことは難しいと思う。そこで、弁護士が引き受けるうえでの一つの重要な要件として、おそらく報酬や費用の支払いが確保されていることがある。しかし、報告書22頁を見ると、実際には発行会社から社債管理補助者の報酬や費用を取り立てることは難しくなる可能性があるとされている。報告書には発行会社が格下げになったら費用を預託させる方法が記載されているが、発行会社が他の債務にもデフォルトした場合には、預託金も差し押さえられてしまう懸念がある。発行会社が財務上困難な状況に陥り、社債管理補助者の費用を払ってくれず、また、社債権者がこれを払ってくれるかも定かではない中、社債権者集会を招集する必要性が生じる可能性がある。過去にはサムライ債などで債券管理者である金融機関が自ら費用を負担して対応したケースはあるが、弁護士は金融機関とは資力も違うことから、費用を自己負担しなければならないかも知れないという懸念を持つと、社債管理補助者を引き受けることにも影響が出ると心配している。せっかく創設された制度であり、社債管理補助者を引き受ける弁護士が出てくることが望ましいと私は考えているが、報告書には、社債権者保護が必要と書いてあるものの、社債管理補助者の費用負担について何らのアシュアランスも弁護士の不安を払しょくする記載もないので、弁護士として非常に心配である。

(主査)

- ・ 弁護士が社債管理補助者に就任した場合の報酬や費用の在り方についての議論の過程について、横山委員からご紹介いただけるか。

(検討部会主査)

- ・ ご懸念事項はおっしゃるとおりであり、検討部会でも非常に重要なテーマと認識し、様々な議論をさせていただいた。例えば、ご指摘のあった社債権者集会については、まさに先ほどの法定権限の話と平行な関係になると思うが、現実問題として、その段階で社債権者からの招集請求があるかと言われると、なかなか考えにくいのではないかという意見があった一方、絶対ないとは言い切れないと

いう意見、また、社債管理者とは異なり、前提としてあくまでも社債権者が自ら社債管理を行い、社債管理補助者はそれをサポートするという建付けを考えると、これまでなかったからと言って、この先ないとは限らず、むしろ中心となってくる可能性もある。それらを踏まえて相当議論させていただいたが、検討部会としてコンセンサスを得られるまでには至らなかった。アシュアランスがないというご指摘はごもっともではあるが、そのような中で一つの可能性として書かせていただいたのが、格付低下時に費用概算額を預託してもらうことで担保するものであるが、これも実務として回していくのが難しいという問題があり、加えて、実際にどの程度有効性があるかわからない点もネックになり、規定例として盛り込むには至らなかった。

- ・ 受益者負担については、ある意味で新しい世界でもあるので、社債権者補佐人と同様、社債権者のための業務と位置づけ、受益者負担という考え方もできるのではないかという議論も出た。ただ、やはり伝統的に社債権者集会の費用は社債権者に費用負担を求めるべきではないという考え方も強く、我々としては、受益者負担という考え方もあるという程度に記載することが限界であったということである。ただ、今回の報告書が終着点とは思っておらず、いただいたご指摘なども踏まえて今後も議論できるとよいと考えている。

(主査)

- ・ 今のご説明でいかがか。また、弁護士のお立場から何かお知恵、アイデアなどがあればご披露いただけないか。

(委員)

- ・ 以前、社債懇でも議論があったが、社債権者に費用を負担させることは、確かに社債要項にそのような規定が入った例はないかもしれないし、実際にどのように支払いを求めるのかなど、より実務的な困難もあると思う。ただ、社債管理補助者は社債権者の社債管理を補助する立場であるので、社債権者が費用を負担するのはある意味当然ではないかという気もしている。社債管理補助者は、いわばサービス提供会社になるので、自腹を切ってまでやることを求めるのは経済的には無理だと思う。最大の懸念は、せっかく弁護士が参画できるようになったのに

引き受け手を探すのが難しいという状態になるのではないかということである。それを考えると何らかのアシュアランスを報告書に追加していただけるとありがたいと弁護士としては思う。

(検討部会主査)

- ・ 実は、事務局にお願いして、法務省に対して、受益者負担の考え方をある程度取り入れることは可能かどうか照会したが、残念ながら、結論としては「否定するものではないが肯定するものではない」というニュアンスの回答であった。否定されたわけではないから記載するかどうかということについては、日本証券業協会の報告書としてそこまで法解釈に踏み込むことには躊躇せざるを得なかった。先生の懸念事項については検討部会メンバーのほとんどが共有している問題意識ではあるが、残念ながら、検討部会のなかで結論を出すことはできなかったものであり、ご理解いただきたい。

(委員)

- ・ しつこく言うつもりはないが、免責条項などについては、法律上それが有効と認められるか不明ではあるものの記載を入れており、踏み込んだ形をとられているので、法務省からだめだと言われていない以上、この点についても同じ判断ができないものかと考えた。他の弁護士の先生からいかがか。

(委員)

- ・ 社債権者補佐人に関する議論では、社債権者補佐人には裁判上の行為を行う権限がなかったため、例えば債権届出をしても異議が出されたら争えないというような法的な問題点があり、そこで担い手として金融機関だけでなく、弁護士も入れようということになったと記憶している。このような流れで、今回の社債管理補助者についても弁護士が担い手になりうるとされたと認識している。ただ、改正会社法において社債管理補助者には必要な裁判上の一切の行為をする権限が与えられたので、弁護士以外の者、例えば金融機関が社債管理補助者になった場合でも、必要に応じて弁護士を起用すれば足りるということになったと理解される。この点を踏まえると、実際に弁護士自身が社債管理補助者補助者になるという

ケースは多くはないのではないかと想定される。ご指摘の点はもっともであると考え。例えば先ほど議論のあった強制執行における配当請求のために債務名義を取るという行為を考えると、弁護士として社債管理補助者になった場合、債務名義を取るために訴訟を起こす際に自分がやっていいのかとか、その場合の報酬をどのように考えたらよいかというような懸念点があり、このような点を事前に適切に詰めておかないと、弁護士としては社債管理補助者にはなりにくいのではないかという印象である。

(委員)

- ・ もともと社債管理者はほとんどの社債に設置されておらず、設置されているのは大きな公募債に限られ、滅多にデフォルトも起こらない。一方、社債管理補助者が設置される社債の発行会社としては公募債より信用力の低い会社が想定されているので、更にリスクが増えるのではないかということを経験者は心配する。そのときに、おっしゃるように、弁護士が直接社債管理補助者になるのではなく、金融機関が社債管理補助者になり、弁護士がそれを補佐するというストラクチャが想定されるかということ、安全性の高い社債ですら社債管理者を引き受ける金融機関があまりないのに、リスクの高い社債の社債管理補助者を引き受ける金融機関が、そもそもたくさんあるのかという懸念はある。そのあたり、弁護士が社債管理補助者を引き受けるかどうか検討する場合には、標準フォームとして公表されている報告書を判断材料に思う。個別案件については個別の要項によることになるが、まず標準フォームをみて判断すると思うので、そこにインセンティブが記載されておらず、リスクばかり記載されているとなると、なかなか引き受け手の増加に結びつかないのではないかと思っている。

(委員)

- ・ 2点伺いたい。1点は、今回の制度では、複数の補助者を選び、分掌するという新しい方向が出ていると思うが、分掌する場合、委託契約は別々になるだろうと思われる。そのあたりについてどのような議論があったのか。例えば、金融機関と弁護士の場合、社債権者集会の招集に関するものはどちらがやるかという問題があると思うが、契約が別々の場合に、約定権限をどのように分担させ、契約に

反映させるかということについて議論があればご紹介いただきたい。更に、金融機関と弁護士との間で、例えば、法定権限である債権届出をどちらがやるかというような、内部関係としての分担契約が必要になってくるのではないかと思うが、議論があれば教えていただきたい。

- ・ 2点目は、報告書案8頁だが、債権届出を総額で社債管理補助者が行い、その後の手続きは基本的に社債権者自身で行うとの考えが記載されている。これ自体は良いと思うが、例えば、民事再生で言うと、社債権者集会の決議に基づいて補助者が議決権を行使するというときには、社債権者自身は議決権行使ができないという規定が民事再生法の169条の2第3項第1号にある。そういう意味では、債権の届出以降を社債権者自身が個別にやるだけでなく、社債権者集会を開き、その決議に基づいて補助者が議決権を行使するという選択肢もある。8頁のところは、決議に基づいて補助者が議決権を行使するという可能性に触れる必要がないのか。

(検討部会主査)

- ・ ご指摘のとおり、今回、金融機関や弁護士、弁護士法人がコラボレーション、単独で担うのではないこととしてコラボレーションという表現を使った、が考えられ、これについても色々なパターンが想定される。実務部会の議論のテーマとしても挙げたが、場合分けをすると最低4パターン考えられる。ご指摘のように、それぞれ個別の委託契約を結んでそれぞれが個別に権限を持つ場合や、約定権限を両者で分担する場合、金融機関がいったん社債管理補助者となったうえで業務の一部を弁護士に委託する場合、弁護士が社債管理補助者として受託したうえで業務の一部を金融機関に委託する場合の4パターンが最低限あり、それぞれで実際の権限、法的義務が大きく異なってくる。そのため、問題意識はあったものの、議論の比較的初期の段階で、これに対応するとなると相当に細分化された規定例を示さなければならなくなることから、今回そこまで踏み込むことは時間的にも難しく、今回は間に合わないという判断になった。ただ、ご指摘のとおり、今後、分掌について考えていくのであれば、それぞれのパターンに応じて細かく検討していかなければならないと考えている。
- ・ 2点目については報告書19頁から20頁にかけて記載している。約定権限に関わる

業務として、債権届出をして終わりではなく、債権者集会における議決権行使まで行うことについても検討の対象として挙げられた。ただ、強制執行の話などにも関係してくるが、それなりに分散している社債権者を短期間で集めて社債権者集会を開くというプロセスが実務上回るかという点について、実務家の皆様から疑問が呈されたところである。また、投資家（機関投資家）からも、そこまで強い要望がなかったため、議論の対象から外させていただいた。これは、やらなくていいという意図ではなく、最低限期待される役割の中には入ってこないだろうということである。ただ、例えば私募債のためそもそも社債権者が少ないとか、今後ディストレスト市場が発達して分散していた公募債の投資家を集約できるようになったといった場合には、今回の改正会社法の書面決議なども使いながらやっていくことは当然考えられる。こうした点を留保したうえで、今回の検討部会として前提とした、公募債で、幅広い機関投資家に持たれているものを考えると、時間的制約もあり、そこまで強く基本的業務とはまでは言えないという結論であった。ただ、論点としての重要性は認識しているため、19～20頁に記載し、その後の社債権者自身が行うべき手続きについて周知すべき旨を記載した。

（委員）

- ・ 議決権行使だけではないが、社債権者集会の決議に基づいて補助者が何らかの行為を行う可能性がある場合に、色々な選択肢が複雑に絡んできて、補助者の選択肢だけでなく、社債権者の選択肢もあり、整理が必要ではないかということで質問した次第である。

（委員）

- ・ 報告書案41頁にも記載されているが、この制度をどのようにして使われる制度にしていくかということが重要である。本WGが過去に議論し公表してきたことを振り返ると、コバナンツの事例を作ったり、社債権者補佐人について検討したり、制度的な検討を意欲的に続けてきた。ただ、残念ながら、全くと言っていいほど、それらが使われてこなかった状況である。制度を作った後にそれが使われるようになるためには、発行体への働きかけ、日証協の会員である証券会社への働きかけ、機関投資家への働きかけといった各主体への働きかけが不可欠と考え

るが、日証協としては、どのようなロードマップを描かれているのか。単に制度を作った、報告書を作ったということだけでなく、今後の推進委に向けた方策や取組みを併せて打ち出していないと、単に制度が変わったというだけではマーケットに定着しない。例えば、社債権者補佐人の検討について時間をかけて行ったことは、今回の補助者制度のベースになったという点で意味があったものの、実態としては、かなり無駄な作業をしていたように見えると言わざるを得ない。近年、日証協企画部として社債市場の活性化に向けた動きはほとんど見えないが、今後、企画部としてどのように動いていくのか。

(事務局)

- ・ 企画部門として社債市場の活性化にどのように取り組んでいくのかという点については、今のご発言のとおり、十年来色々な取組みを進め、皆様のご尽力もいただいたが、なかなかその成果が出ていないことについては私どもとしても申し訳なく、忸怩たる思いである。私どもとしても、社債市場の活性化に向けた取組みをあきらめているわけではなく、これまでの議論を踏まえつつ、挙げられたアジェンダの一つひとつ取り組んできた次第である。ただ、その結果としての評価は大変厳しいものがあるので、その現実を踏まえながら、今後の社債市場の活性化は日証協にとっても重要課題として取り組んでまいりたい。
- ・ 今般の新制度についても、このような形で実務要領をまとめているので、その普及に向けてしっかりと協会として取り組んでまいりたい。会員である証券会社に対する周知はもちろんであるが、どうしても社債の場合には発行体への働きかけが必要であり、社債懇、本WGにも発行体や投資家の皆様にもお入りいただいているが、我々としても皆様のご協力のもとでやってきた施策が社債市場の活性化につながるよう、汗をかいてまいりたい。

(委員)

- ・ 決して日証協だけに汗をかいてほしいと求めるのではなく、この議論に参画した皆が意識を共有し、積極的に発信し努力していくことが重要であると思うので、私も含め皆で頑張ってまいりたい。

(委員)

- ・ 最近、委員のお書きになった論文も拝読しており、我々の十数年の取組みもレビューしていただいた。マーケットや社会環境の変化に応じて、一つの論点も時代とともに変わるものであるので、過去の成果とその反省を踏まえ、新しい目線でまた考えていきたい。皆様のご協力、ご支援もよろしくお願いしたい。

(検討部会主査)

- ・ ご指摘の箇所については、私から事務局にお願いし、会員証券会社は当然のこと、発行体、機関投資家にも呼びかけをしてほしいとのことで入れていただいた部分である。目にとめていただいてありがたいし、私としてもできるだけ努力してまいりたいと考えている。

(主査)

- ・ 本日、社債管理補助者を引き受ける弁護士の報酬、費用の件で議論があったが、基本的には報告書の原案をご承認いただけたと思う。そこで、日証協のウェブサイトにて公表するとともに、今後社債懇にも報告させていただくこととしたい。

(委員)

- ・ 費用については、弁護士を引き受け手とする制度としてもったいないと思言した次第であり、ここから変更が難しいということであれば、反対するものではない。よろしくお願いしたい。

(主査)

- ・ ご理解をいただき感謝申し上げます。これをもってご承認いただいたとさせていただく。横山委員におかれては取りまとめにご尽力いただき、厚く御礼申し上げます。

2. グリーン／ソーシャルボンド等に関する国際資本市場協会（ICMA）との連携、各種ガイドライン協力について

【報告・説明】

- ・ 本議案については、資料2「グリーン／ソーシャルボンド等に関する国際資本市

場協会（ICMA）との連携、各種ガイドライン協力について」の配付により、情報共有を行った。

（配付資料）

- ・ 資料 1 - 1 報告書「社債管理補助者制度に係る実務上の対応について（案）」概要
- ・ 資料 1 - 2 報告書「社債管理補助者制度に係る実務上の対応について（案）」本文
- ・ 資料 2 グリーン／ソーシャルボンド等に関する国際資本市場協会（ICMA）との連携、各種ガイドライン協力について

以 上