

「第15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 2024年3月12日（火）午後4時～午後6時10分
場 所 日本証券業協会 第1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

○ 社債管理補助者の活用について

【説明】

- ・ 資料に基づき、社債管理補助者の活用について説明が行われた。

【意見交換】

（委員）

- ・ これまでの議論に参加した立場であることから、社債管理補助者（以下「補助者」という。）の活用について、改めて議論を行えることに感謝しており、大変嬉しく思っている。
- ・ まず、事務局案に賛成したい。その前提の下で、気になった部分について2点、補助者の更なる活用について1点意見を申し上げたい。
- ・ 気になった点の1つ目は、資料10ページのご議論いただきたい事項について、資料12ページ「コベナンツ抵触時に～」の箇所とも関連があるが、「社債管理補助者制度に関する実務検討部会」（以下「実務検討部会」という。）の議論においては、コベナンツが付与されていないプレーンな社債を前提にして、「基本的業務」としてどのようなものが想定されるのかという観点から議論を行ったものと認識している。コベナンツが付されている場合の「基本的業務」の内容についてはこれまで議論の対象ではなかったため、今回改めて議論を行うことは非常に重要であり、事務局案の方向性には賛成である。しかし、その際には、「基本的業務」という文言をどのように解釈するか整理が必要と考える。これまでどおりプレーンな社債を前提として補助者に最低限期待される業務を「基本的業務」としつつも、何らかのコベ

ナンツ等が設けられた場合に、そのコベナンツのトリガー等に係る業務をただし書きのような形で「基本的業務」に追加するという整理がよいのか。あるいは、「基本的業務」はプレーンな社債に係る業務のみを指すこととした上で、コベナンツ等に係る業務は「基本的業務」に準ずる別の枠組みとして整理したほうがよいのか。実際に補助者を担われる方、あるいは投資家側の使いやすさといった観点から考え方を整理する必要があると考える。

- ・ また、資料15ページにある「格付がBB格に下がったことやあるいは非上場化されたこと等の一定のトリガーの下で補助者が自動的に設置される」という考え方自体には賛成である。しかし、格付が投資適格から外れた後に、円滑に補助者を設置することが実務的に可能なのか。「社債市場の活性化に関する懇談会 第3部会」（以下「第3部会」という。）や実務検討部会における議論等を踏まえると、有事の際に社債権者の意思結集を図る場合、時間や手間もかかるため、実務上ワークしない場合も多々あると考えられる。第3部会において、破産法に詳しい先生方より、「有事が迫ってきており、危機感を持たなければならない状況ではあるが、まだ余裕のある平時の段階において社債権者が意思結集を行い、アmend等の方策を通じて、ハードランディングを避けることができるような解決方法を発行体と模索していくことが現実的ではないか」という意見があったと記憶しており、その考え方に賛成である。そのため、有事が差し迫った状態よりももう少し前の段階で補助者が設置されたほうが、発行体や投資家にとってもメリットになると考える。有事が差し迫った段階で補助者設置債へ切り替えた結果、補助者が十分な社債権者の意思結集の時間を確保できないことを理由に、投資家が期待していた役割を果たすことなく、総額での債権届出しかできなかつたとなると、補助者制度への評価にも関わってくる可能性もあるのではないか。有事が差し迫っている段階において補助者を設置する場合は、補助者が果たせる役割を規定例としてしっかりと示した上で、補助者への過度な期待を避けることができるよう明確化しておく方がよいのではないか。
- ・ 補助者の更なる活用については、資料15ページに記載のアンケート結果にもあったように、機関投資家の方々の中で補助者に期待する声が多いと認識している。一方で、これまでの経緯、議論などを踏まえれば、補助者は裁量のない形で活用されるという点は譲れない一線である。この二つをどのように調整すべきか考えると、社債権者同士、あるいは発行体と社債権者の間のコミュニケーションを円滑にすると

いう点が一番の大きなポイントになると考える。金融庁の「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」における検討において、スチュワードシップ責任の対象はエクイティ投資家だけではなく、他のアセットクラスに対しても適用されるとあったことから、当然その対象に社債投資家が含まれると認識している。社債投資家が受益者に対してスチュワードシップ責任を果たすという観点において、例えばサステナブルボンドにおいてESG要素を考慮するといった点も当然にあるが、社債管理の部分がスチュワードシップ責任の最も基本となると考える。社債管理を自らやるのではなく、社債管理者が設置されているものを中心に行うというやり方ももちろんあると思われるが、自ら社債管理を行うのであれば、発行体とコミュニケーションを取ってエンゲージメントしていく、あるいは社債権者同士でコミュニケーションを取って協働エンゲージメントをしていくことが本来あるべき姿ではないか。有事に差し掛かるタイミングにおいては、発行体自身も恐らくハードランディングは避けたいと思っている中で、投資家との建設的な対話を通じての何らかの解決策を模索しながら、意思結集を図ることへ繋げていくことがよいと考える。補助者自らがコミュニケーションを行う必要はなく、あくまで主体は投資家と発行体であるという前提の下、裁量のない形でコミュニケーションのハブのような役割を果たすことが大事ではないか。今のインフラの下でできることは何か、また、今後インフラが整うことで更にできることは何か、整理しながら補助者の活用を促していくことが本ワーキング・グループの趣旨にも鑑み、期待したいところである。

(委員)

- ・ 補助者の更なる活用と議論全体に関することで1つずつ申し上げたい。先ほどの発言については、私も同様に思っていたところである。補助者を担う立場としては、制度趣旨に鑑み、あくまで道具として補助者を使っていたいただきたいと考える。投資家が発行体に対して何かアクションを起こしたい、あるいは発行体が投資家に対して何かを問いたいというコミュニケーションを行う際の道具として補助者を使うことが、補助者に求められている役割であり、その役務は果たしていきたいと考える。しかし、補助者が裁量を持つことは制度趣旨からも外れており、仮に裁量を持つような業務を補助者の役割として織り込んだ場合には広範囲の責任を負うことになり、補助者を引き受けられる発行体を選ばざるを得なくなる。また、リスクを

判断しながら期中管理をしなければならず、コストがかかることから、補助者の成り手を増やすという点から離れてしまうのではないか。今回、補助者の「基本的業務」に何か加えるものはないかという提案をいただいているが、基本的という言葉をどのように捉えるか考える必要があるだろう。実務検討部会においては、基本的というのは必要最低限という定義であったが、補助者制度創設後3年も経たずに「基本的業務」の内容拡大が検討されることについて少々危機感を覚えるところである。これまでと同様に必要最低限という意味で「基本的業務」を捉えるのであれば、「基本的業務」の内容は広げないでいただきたい。前回会合の議論にもあった通り、補助者制度は自由度の高い仕組みであるため、様々なオプションを付すことはできるが、それを「基本的業務」と位置付けるのではなく、あくまでオプションとして捉えることができるように整理していただきたい。

- ・ 各論として、例えば資料11ページに「社債権者集会に向けた準備」とあり、例えば社債権者集会の会場確保といったオペレーションの部分においては補助者を活用していただきたいが、社債権者集会の目的となる事項の整理などは補助者として担うことができない。補助者制度を広げていくなかで、補助者の「基本的業務」に係る考え方等について適切に読み取ることのできる発行体や投資家が果たしてどれだけいるのか。もし、社債権者集会に向けた準備等を「基本的業務」の1つとして挙げるのであれば、補助者として担うことのできる業務とそうではない業務を明確に線引きできるようにする、もしくは、言葉や用語を整理した上で、誤解のないようにする必要がある。また、資料12ページに「社債権者が自身の投資情報を開示することを懸念することが考えられる」とあるが、例えばマスキングをした上で、10分の1以上の社債権者の意向が集まった場合、そこから社債権者集会の招集目的や決議事項を練ることになるが、自身の投資情報を開示することを懸念する社債権者が果たして音頭を取れるのかといった懸念があり、そのような状況においては補助者も役割を果たすことが難しいのではないか。また、補助者の更なる活用について、補助者を道具として使うという点に徹するのであれば、補助者が必要となった場面において効力を発して補助者が設置されることもあってもよいが、平時より発行体と投資家のコミュニケーションを迅速にする役割を果たす、つまり、何か状況が悪くなってからではなく、平時よりコミュニケーションの体制を整えるハブ的役割を補助者が担うべきではないかと考える。なお、発行時より補助者もしくは社債管理

者が設置されていれば、ある程度の保護機能があることをもって発行時のスプレッドにも反映されることが想定されるが、一定のトリガーのもとで補助者が自動的に設置されるなど期中に設置する場合においては、発行時スプレッドへの転嫁の考え方があやふやになるのではないかと思われる。

- ・ 実務フロー案にて、補助者が証券保管振替機構（以下「保振」という。）の社債情報伝達サービスを用いて通知するといった内容が書かれている。記載いただいたような状況において補助者を使っていただくことはよいが、発行体が社債情報伝達サービスを直接使う場面において、補助者も改めて社債情報伝達サービスを使って同じ情報伝達を行うのは重複感がある。社債情報伝達サービスを用いる場合には、口座管理機関にも負担がかかるため、発行体から社債権者の保護に資する十分な動きがあれば、補助者はよい意味で特に必要ないと思われる。補助者が一番力を発揮するのは不誠実な発行体の場合であり、本来通知すべきなのにそれを怠っている際に社債権者からアクションを起こしてレポーティングさせるといった際に役割を果たすことができる。仮に発行体が非協力的な場合に、社債権者からアクションを起こし補助者を通じてコベナンツを遵守させる、もしくは交渉のテーブルにつかせることを念頭にした実務フロー案があってもよいと考える。

（オブザーバー）

- ・ このWGは信用リスクの高い社債市場の創設に向けた検討を進めていると理解しているが、補助者制度は社債管理者が設置されておらず、財務代理人（FA）のみが置かれているFA債を対象としている。補助者が設置されていない社債を想定した話になるが、ネガティブな格付になったことでコベナンツに引っかかるよう事態が生じた場合、誰が事態の蓋然性を判断して情報を伝えることになるのか。補助者がいない場合は、当然に発行体が社債権者へ情報を伝えることとなろう。格付会社としてはホームページ等を通じて格付情報を公表するが、社債権者が多い場合は、ダウングレードが生じたことを把握できていない社債権者もいると思われるため、そのような状況における対応は重要と思われる。実際、BB格ゾーン以下に格下げとなった場合は足が早いことも想定され、BB格に下がった際に補助者を設置するという議論の中でもあったとおり、補助者を設置したものの対応が間に合わない可能性もある。したがって、その準備や対応をどうするかというのはトリガーとして考えてお

かなければならない。

- ・ 2つ目として、予め補助者がついていない社債の場合、資料5・6ページにコベナンツのヒット条項の1つとして財務制限条項について記載がある。ダブルトリガーとして格付のトリガーをつけたついた場合に、補助者がモニタリングなどにより得たダウングレードの情報を社債権者へ伝える必要があるのかどうかというのは、実際は重要なポイントになるのではないか。ダウングレードが生じた旨は公表されるだろうから、その内容を見ればよいと言えよそこまでだが、格付会社からその旨を伝えるのはまず発行体となり、発行体は格付の確認などで、実質的には公表の数日前に認識することもできるため、実務的には数日間の準備期間が出てくるだろう。
- ・ 3つ目として、仮に補助者が社債権者の意見を求めて請求喪失をかける場合に、格付がある程度であれば補助者の有無を問わず信用力やスプレッドにも大きな差は出てこないと思われるが、格付が低い場合には、請求喪失を行うと代替の資金調達をどうするのかというのは当然に問題となる。資金調達ができない場合に請求喪失がかけられるとデフォルトとなる可能性が出てくるため、そこも予見しながら信用力を検討していくことになろう。社債権者・発行体・補助者との関係において、コベナンツにかかわる格付会社がどう対応して更に市場の役に立てるのかということも考えたい。また格付会社ごとの格付と信用力の対応、コベナンツへの取り入れ方、コベナンツヒットを念頭に格付の取下げなどが行われた場合にどう判断するかなどの点も少し考えておく必要があるとも感じた。

(委員)

- ・ 先ほど、格付が下がったことをトリガーとして補助者設置債へと切り替える場合における意思結集についての話があったが、本件については過去に法学者の先生方と議論を行ったことがある。当時の議論において挙げられた問題意識の一つは、既存のFA債に対して期中に補助者を設置する場合、これは投資家にとって利益があるように思われるが、期中で第三者のためにする契約を行うことになるため、社債権者集会が必要になるという点である。期中で補助者を設置するためには、発行時の社債要項に、例えば「格付がBB格ゾーンに下がった場合に、既存のFAが補助者に成り代わる」といった内容を織り込み、補助者の役割も規定することで、社債権者集会を開催せずに契約のみでスピーディーにFAが補助者に切り替わるということがで

きるという話であった。また、弁護士を補助者として期中に設置する場合はどうかという話もあったが、最初の発行時に社債要項に弁護士名を書いておかなければ難しいという話であり、現実的ではない。ただし、弁護士以外の補助者が法的整理を行う上では、実務上は委託という形で弁護士と一緒にやっていくということもあるかと思われる。

- ・ 社債権者集会を開催した上で補助者を設置する場合に、それだけで約2か月を要することから現実的ではなく、補助者の活用がこれまで進まなかった理由として、格付がA格やAA格である発行体がコストをかけてまで補助者を設置する必要がないということがあるだろう。当初の議論に戻るが、リーマンショックの際にFA債で混乱が生じたといったことを契機として検討が開始されたこと等を鑑みると、ダウングレード時にFAが補助者に切り変わるほうが現実に馴染む制度ではないか。
- ・ 社債要項に、期中にBB格へと下がった場合にFAが補助者へ切り替わることを書いておくことで、契約のみで補助者設置債へ切り替えることができると考える。しかし、証券会社も主幹事獲得競争が厳しい中個社毎に対応することは難しいため、ここで議論したような最低限のインフラという形で、社債要項のパターンを基本的あるいは原則とするのかという点はあるものの、一律のインフラに近いものということで、実態としては活用されるのではないかと思った次第だ。
- ・ また、補助者ができる業務を一律に考えることは難しいのではないか。投資家数の多い社債の場合は情報伝達の負担があると思われるが、補助者設置債の第一号案件として例示されているケースは社債権者が少なかったため、柔軟な対応を取ることができた。

(委員)

- ・ 補助者が裁量を持って行う業務は基本的にはないという前提の中で、補助者の設置が信用リスクの高い社債市場の創設に必ずしも有効とは考えていない。レポーティングコベンツは基本的に発行会社に課される規制であり、社債情報伝達サービスあるいは補助者を通じて社債権者への通知を機械的に行うのであれば、上場会社であれば基本的に社債情報伝達サービスを利用できるため、補助者を活用することでプラスアルファになることはないのではないか。先程、実務検討部会の話があった通り、補助者の役割は、発行体から受領した情報をそのまま社債権者に伝えること

であり、補助者はその情報の内容が正しいかどうかを確認する義務を負わない。また、銀行として個別に保有している情報等を加えた上での情報伝達は一切行わないという議論もあったと認識している。補助者の役割は、単に情報伝達に係るパイプ役と考えられ、あくまで不誠実な発行体がいる場合に社債権者自身がアクションを取る際のサポートとして、補助者がプラスに働くと考えられ、補助者が実態面のレポートニングコベンツの有効性にどれだけプラスなのかという疑問は持っている。

- ・ また、資料15ページの「一定のトリガーのもとで、補助者が自動的に設置される」という点について、他の委員からも発言があった通り、そのような方法も考えられる一方で、これを一律に求めるとなった場合には、FAIに就任する立場からすると、今まではFAIに就任するという観点でのみ考えていた社債に関して、将来的には補助者になる可能性があることを想定する必要がある。補助者の役割もある程度のレンジがあるため、発行体の事務を行う観点以外にも考慮する必要が生じ、結果としてFAIに就任できる場合とそうでない場合が発生する。そのため、ルール化することで、社債を発行できなくなる発行体が更に増えるのではないかと。我々自身の判断で補助者に就任すべきと判断した先は就任するだろうが、制度としてルール化することが、社債市場全体としてプラスかマイナスかということは判断に迷う部分である。また、FAIに補助者としての役割が加わることになるため、報酬も単にFAIに就任するだけのケースに比べて増加し、発行体にとってはコストにもなり得る。その点も考慮いただく必要があるのではないかと。
- ・ 10分の1未満の社債権者の意向集約という点についても、非常に難しい問題だろう。社債権者のニーズがあることは認識しており難しい点だが、その際もその社債権者は主体的に社債の管理を自ら行い、補助者が社債権者の意向をパススルーすれば、やりとりの受け手になっていただく必要がある。また、できれば意向集約の際のコストについては当該社債権者に負担いただきたい。極端な議論にはなるが、特定の社債権者がある事由に関して、社債権者集会の招集を何度も希望するという際に補助者が全て対応するのはいかがなものかという議論もあるため、意見集約が「基本的業務」という扱いとなることに関してためらいを感じている。

(事務局)

- ・ レポーティングコベナントに係る補助者の役割について、発行体から直接社債権者に情報を伝えることも可能であるため重複感があるのではないかという意見は、ご指摘の通りである。補助者を通じた実務フロー案を提案した理由は、補助者を使った場合も保振の社債情報伝達サービスを使用することになるが、社債権者への情報伝達に要する時間が短縮できるのではないかと考えたからである。社債情報伝達サービスの利用に当たって、発行体が当該サービスに不慣れであるため、利用申請書等の手続き面への対応に時間を要しているとの認識である。現状では、発行体が社債情報伝達サービスを使う場面はほとんど見られない中で、補助者が金融機関である場合には従来より様々な面で保振とのコミュニケーションもとられていると想定されるので、補助者を活用することで社債情報伝達サービスをスムーズに活用することができると考えている。

(委員)

- ・ 現時点において、補助者であっても社債情報伝達サービスに習熟しているわけではない。

(事務局)

- ・ ご指摘の点はごもっともだが、補助者は担い手が限定されているという観点から発行体比で利用頻度が高まる可能性が高いのではと考えた次第である。

(委員)

- ・ 資料12ページに記載の通り「10分の1未満の社債権者からの請求に基づく他の社債権者への社債権者集会招集の意向確認」の社債権者への通知の結果、10分の1以上の社債権者から社債権者集会招集の意向の表示がなされた場合において、社債権者集会の招集の準備も補助者が担うことを前提とすると、10分の1未満の社債権者から要望があった際の他の社債権者の意向確認の集計だけを当該社債権者が行うこととするのは、無理があるのではないか。補助者から他の社債権者への通知が行われる際に、要望した社債権者の保有数量等の情報が全て知れ渡ることになるが、特に機関投資家は社債保有の事実を他の社債権者に知られるのを嫌がるということである。したがって、自己の持分だけでは10分の1に届かないことを認識している

社債権者は、自己の社債保有の事実を他の社債権者に知られることを恐れて、社債権者集会の招集を要望しないのではないか。社債権者集会の招集に係る意向確認の集計を行う作業にそれほど手間がかかるとも思えないため、この仕組みに実効性を持たせるためにも補助者にこの集計業務を引き受けていただきたい。

- ・ 補助者設置債一号案件は社債権者の数が少なかったとのことだが、社債権者側から連絡先を補助者に通知する形になっている点は非常に有用であると感じた。社債権者の同意があれば、そのような方法で通知をすることも法律上可能であるため、なるべく効率のよいコミュニケーションが図れるようにできないものか。
- ・ コベンツ抵触時に請求喪失とする場合の、請求喪失意向の集計についても補助者が中心となり対応いただかないと難しいと思われる。この辺りのコミュニケーションについては、社債権者を補助する方向で検討いただければと思う。
- ・ 期中に補助者を設置することは難しいのではないか。補助者を設置しなければいけない状況では発行体が危なくなっていることから、そのタイミングで補助者を引き受けるには手間やコストがかかることが想定されるため、その期に及んで補助者を引き受ける金融機関や弁護士がいるのだろうか。現実的に考えるとかなり無理があるだろう。
- ・ 低格付債を実際に発行する場合にはコベンツが必要だろうという前提の下で検討をしているが、コベンツを付与する場合には、補助者や社債管理者等が中心となり、社債権者に連絡を取れる人がいないとコベンツの管理が相当難しい。そのため、低格付債の発行を視野に入れて検討をするのであれば、補助者を最初から設置しないと実務が回らないのではないか。

(委員)

- ・ 本日の直接の議案ではないが、まずコベンツについて2点コメントさせていただきたい。チェンジオブコントロール条項の発動に関して、ダブルトリガーや非上場化についての考え方には議論の余地があるという認識である。そのため、資料5ページの記載では、本会合の総意として非上場化がチェンジオブコントロールの発動事由に該当し、ダブルトリガーについては考慮しないという受け止め方をされかねないのではないか。チェンジオブコントロール条項が発動した場合には、このような実務フローが考えられるといった整理としてはどうか。

- ・ 次に、レポーティングコベナンツについて、レポーティング自体は発行体の義務である。これまでの会合でも発言した通り、「期限の利益の喪失事由」、「経営・業況の重大な悪化」や「財産・資産の変化」等の報告対象となる事象について、どのような基準で判断をするのか。まず一つは臨時報告書の基準があると思われるが、既に社債を発行している限り、継続する義務である。それを越えたところでもう一つレポーティングする情報をどのように判断するのかという点が明確にならないと、発行体としては何をもちて義務の履行とするのか判断が難しいため、基準を明確にする必要があるだろう。
- ・ 続いて補助者については、発行体としては社債情報伝達サービスを使ったこともなく、その実効性を事前に確認することもできないこともあり、社債情報伝達サービスを通じて伝達する際に補助者がいるのは安心である。
- ・ 格下げ等をトリガーとして補助者が自動的に設置されるという点について、発行体としても恐らく厳しい状況にある中で、急に補助者を探すのは難しいため、社債管理者や補助者を最初から設置する、あるいは最初から社債要項に記載をすることで後から補助者を設置できるようにする必要がある。しかし、期中から自動的に設置される設定とする場合にも発行体のコストメリットがないと思われるため、最初から補助者を設置した方が安全という議論になるかもしれない。
- ・ 補助者について、発行体としてはまだニーズをあまり理解できていないというのが正直なところである。コベナンツが付与されたことでモニタリング等が必要になるのであれば、社債管理者をつけるという対応が第一に来るのではないか。その辺りの啓蒙を発行体に対してしていかないと、補助者活用事例の増加には繋がらないのではないか。新しい制度ということもあり、発行体の認識はあまりないと思われる。

(委員)

- ・ 資料6ページの「経営状況の重大な変化」「財産・資産の変化」という点について、社債情報伝達サービスの規定のいずれにも当てはまらないように思われる。社債権者集会に関する事項やデフォルトに関する事項、その他通知をする必要がある事項というものはあるが、コベナンツに抵触する前段階の常時的な状況のレポーティングは含まれていないのではないか。

(事務局)

- ・ 資料内に記載の社債情報伝達サービスを使った報告事項については、現行制度下でも通知可能と理解している。また、保振より社債伝達サービスを用いた通知情報一覧が公表されており、特定の事象の発生は通知情報の一つとされている。

(委員)

- ・ 現状の日本の社債マーケットの実態から考えた際に、BBBレンジですら発行できていないという中で、BBBプラスというA格に近いところはともかく、BBBフラットやBBBマイナスといったBBレンジが視野に入っている会社が社債を発行したいという場合に、資料15ページに掲げるような事項を意識しなければならないと理解している。自動的に補助者が設置される可能性があるということであれば、補助者をつけた場合にコストがどのくらいかかるのかという部分を勘案し、発行を見送る可能性が出てこないのか。自動的に設置されるという点について、現実的に即座に設置できるものなのかどうかという点は少し疑問である。また、BBレンジに差し掛かった中で、補助者に就任することを受け入れてもらえるのだろうか、それに見合ったコストを取りに行く中でうまく機能するのか少し気になったところである。また、BBレンジからBBBレンジへと格付が上がった場合には、補助者の設置は自動的に排除されるものなのか。格付は変動するものであるため、柔軟に社債補助者の設置や解除はできるものなのかという点は少し疑問に感じる。

(委員)

- ・ これまでの長年の議論を踏まえると、社債管理者は非常に大変であるため、インフラとして投資家のために最低限できることを用意すべきではないかということで、補助者制度が創設されたと認識している。そのため、社債権者同士の意思結集をどこまでやるかという点は、すぐに結論を出すことは難しいかもしれない。
- ・ 先ほど、総額での債権届出のみの対応で終わってしまうのではないかという話もあったが、裁量は持たないけれども、投資家への情報提供を始めとする最低限の機能を発揮できるよう、FAが補助者になることができるといった考えを提示させていただいた。経済合理性という観点について、BB格となった際は補助者の手数料を追

加で払うことになるが、BBB格へと格上げした際の手数料の考え方は悩ましい部分があると感じた。BBB格への格上により補助者を外す場合に、投資家にとって不利益になることから社債権者集会の開催といった話になるのではないかと。しかし、BBB格クラスにおいて償還までの期限が長い社債は発行できていないと思われるため、少なくともその社債が償還するまでは、補助者設置のままで頑張ってもらいたいということではないか。少なくともBBB格より上の格付である場合は追加のコストはかからず、BB格になったら追加の手数料を負担していただくといった発想である。補助者の役割も、少なくともインフラとして最低限必要な業務を行うという認識である。現在は、例えばA格やBBB格のFA債において社債要項に補助者の自動設置に係る記載がない中で、社債権者集会を行わず契約のみをもって補助者を設置することはできないと理解している。FA債の社債要項の慣行を変える大きな話であり、社債市場の縮小につながるという懸念も分からなくはないが、いざという時のインフラという意味において、このような対応を行わないと結局市場の拡大は進まないのではないかと。

(主査)

- ・ 御指摘のあった通り、社債の総額について倒産手続等で届出るいわゆる総額届出は、法律上の手当てがなされている社債管理者か社債管理補助者にならないと契約関係だけによっては実現するのが困難な業務であるので、それだけでも重要な意味があると考えます。

(委員)

- ・ これまでは、BBB格以下の社債について引受審査においてコベナンツの付与状況に係る審査を求めるという建付けにした上で、それ以上の格付けの社債にはコベナンツをつけないことがあってよいのではないかと議論が行われていたと認識している。BB格以下もしくはBBB格の社債にコベナンツをつけた際には、コベナンツを管理する人として、補助者制度を案内することはできるかと思う。補助者に就任する場合に、「基本的業務」を常に行うという建付けにするのではなく、あくまで委託契約の範囲内でサービスを提供すると認識しているが、最初の社債要項においてFAから補助者への自動設置について示すことで、格付がBB格に下がった等の危機

的な状況において、FAが補助者に就任することを予め決めておくということはプランニングとして十分あり得ると考える。その他の業務も追加で行えることを考慮し、FAのコスト自体が上がるのか、それともオプション特約に係る価格を少し高めにするのかという点は設定方法により異なる部分かと思うが、補助者の就任先を予め決めておくことは可能ではないか。実務における工夫により対応可能であれば、社債権者にとって非常によいことではないか。

- ・ 10分の1未満の社債権者による社債権者集会の招集意向に関する話について、先ほど、同じ社債権者が何度も社債権者集会の開催を望むという懸念の声があった。株においてはかなり問題になる点だと思われるが、コストや時間をかけて何度も社債権者集会を開催しようという社債権者はあまりいないという感覚である。そのため、本当にそのような課題が出てきた際に具体的に検討することでよいのではないか。

(委員)

- ・ 補助者に期待される役割として、社債権者の意向の形式的な取りまとめを追加すべきかという点に関して、事務局案に賛成である。その前提の下でコメントさせていただきたい。
- ・ コベンанツ抵触時の取扱いに関しては、請求喪失は二者択一的な判断であるため、難しいところは比較的少ないと思われる。これに対し、社債権者集会の招集に関しては、社債権者集会でどのような議題で議論するかといったアジェンダセッティングの問題が生じるので、実務上、社債権者間で意見がある程度調整する必要が生じるであろうと思われる。しかし、補助者は、裁量的業務は行わないというのが制度の建前であり、補助者が意見調整を実質的に行うことは基本的には想定されていないと認識している。実務検討部会の報告書においてもこのような前提が記載されており、意見調整が難しいという点を一つの理由として、取りまとめについては「基本的業務」に含まないという判断がされたと理解している。今回、補助者の役割を追加するにあたっては、社債権者から、補助者の役割について過大な期待を持たれることがないように、あくまで形式的な取りまとめであって、実質的な調整の役割までを担うものではないのだということを注記しておくのがよいだろう。先ほどの委員の言葉を借りると、補助者はコミュニケーションのハブのような役割を担うものであり、あくまでその限度にすぎないのが原則である。したがって、社債権者集

会の招集後の意見の調整については、社債権者自身が主体的に行うということが必要になることから、その旨の認識を共有することもあわせて必要になるのではないかと。

(委員)

- ・ 先ほど、発行体として必ずしも補助者への理解が十分に進んでいないという発言があったが、投資家サイドにおいても理解が十分ではないと思っており、場合によっては、社債管理者と補助者の違いも十分に浸透していないと感じている。資料15ページに「投資家の殆ど約9割は、社債管理補助者の設置が必要だとの意見だった」というアンケート結果の紹介があるが、アンケートへ回答した者は、補助者を設置したほうがよいか悪いかと聞かれれば、何となく無償で社債管理者が設置されるようなイメージの下で、補助者してほしいと回答しているのではないかと。
- ・ 初回会合にて、コベンタツの実効性を担保する上で補助者を活用することがよいのではないかと提案したが、これまでの議論を通じて、テクニカルな部分において難しい問題があると理解した。また、補助者に対して過度な期待を持たないようにといった発言もあったが、対応を徹底しないと、補助者が面倒を見てくれるという投資家の誤解を招きかねないと思う。
- ・ 格付がBB格に下がった場合に補助者が自動的に設置されることについて、格付をトリガーにすべきではないのではないかと。例えば、ユニゾホールディングスの例では、2020年6月に上場廃止し、半年ほど経過してからBB格に格下げとなっているが、様々なベンダー等で確認すると、その時点で債券の価格は既に20円程度まで下がっていたため、格下げによる補助者の設置によって何か実効性が高まるものではないと感じている。

(委員)

- ・ 補助者設置に伴うコストは発行体負担のため、補助者の設置による投資家側のデメリットはないと思っている。その中で、社債債権者集会を開催しないと補助者が後から設置できないという点について検討の余地はないのか。あくまで投資家保護のために行う行為であることから、何か法的な解釈はできないものか確認したい。

(委員)

- ・ 期中でFA債に社債管理者を設置する、あるいは補助者を設置するという行為は、投資家にとってメリットしかないように思われるが、法律論としては、発行体と社債管理者や補助者間で締結される契約は第三者のために行う契約であり、受益者である投資家が全く知らない間に補助者や社債管理者がついているとなった場合に、投資家によってはA銀行ならよいがB銀行ではダメだといった意見もあるかもしれず、設置には投資家の合意が必要となるだろう。そのため、最初の社債要項にて定めずに期中で社債管理者や補助者が設置される場合には、社債権者集会の決議が必要だという点が、これまで有識者の方々と議論した中での理解であり、そのためハードルが高いとされる問題と認識している。

(主査)

- ・ 補助者は昨年一号案件があったところであるが、まだ学会でもあまり議論がないため、過去の座談会等における議論は非常に貴重であろう。ただし、補助者を設置した場合であっても社債権者の権利が縮減することはあまりないのではないかと。一方で、例えば社債管理者の場合には、社債管理者は固有かつ裁量のある権限を持っており、場合によっては社債権者の権利が縮減する部分もあると認識している。社債権者の権利に影響が生じるような場合には、社債権者集会が必須とも思われる。
- ・ そのため、補助者にどのような役割や権利を与えるかという点と密接に関連する論点であると認識しているが、現在の議論において補助者に想定している役割等は、社債権者の権利に対してはあまり影響を与えることがないと思っているが、委員より補足があれば伺いたい。

(委員)

- ・ 過去の議論においては、社債権者集会の開催が必要であるかどうかは、補助者の就任の条件や補助者の業務としてコンプライアンスされる内容について、あらかじめ社債権者の合意を得ていることが重視されるという話であったと思うが、その前提として、補助者の権限に係る契約内容によるという留保がついていたと認識している。補助者が何か積極的に働きかけをするということではなく、あくまで社債権者集会の開催に係る手伝いをするだけであれば、あまり社債権者の不利益はないように思

われる。また、補助者に係る手数料がどのくらいかかるのか、それが社債権者にどのくらいの負担となるのかということもあるが、そのような点を特に反映しないのであれば、補助者を設置することについて社債権者に不利益はないのではないか。

(委員)

- ・ 補助者制度においては会社法714条の4第4項の扱いが特殊である。同項においては、補助者は社債の管理に関する事項を社債権者に報告し、又は社債権者がこれを知ることができるようにする措置を取らなければならない、と法律上の義務として定められている。しかし何を報告しなければならないかという具体的な内容は契約に従うこととされ、約定権限的な側面が強いという非常に特殊なものである。先ほどの「債権の総額届出しかできなかった」との発言はネガティブに申し上げたわけではなく、仮に補助者が総額届出及び会社法714条の4第4項に基づく報告しか業務として行わない場合であっても、当然ながら投資者保護には役に立つため、補助者の設置の可能性が高まるご提案には賛成である。しかし、会社法714条の4第4項に基づき何を報告してもらうのかについての社債権者の間でのコンセンサスがあるのか、という点が重要になる。実務検討部会の報告書の内容がデファクトスタンダードであり、これ以外考えられないということであれば問題ないが、そうでない場合には、やはり最初に契約上で示しておかないと、投資家としては報告業務という一番大事な部分が不確定なまま決まってしまうため、抵抗感があるという印象である。

(委員)

- ・ 特殊な契約において、投資家に黙って補助者が設置される場合は困ることもありうるのかもしれないが、社債要項のひな形はすでに開示されており、補助者の役割についても、投資家からすればウェブサイト等ですぐに分かるようなものである。社債権者の権利を縮減しないということであれば、例えば補助者が就任したということや社債情報伝達サービスで社債権者にお伝えできれば、期中で補助者が就任したことについて社債権者集会を開催せずに柔軟に補助者を設定できると感じたが、感触をお伺いしたい。

(委員)

- ・ 会社法第676条の「募集社債に関する事項の決定」において、補助者を定めるときはその旨を定めるという項目があったと認識しているが、その部分の扱いはどのようになるのか。発行時において補助者の設置を想定していなかった銘柄では補助者を設置する旨は当然定めていないため、途中から設置することがその要件に反しないかというところは少し疑問である。

(主査)

- ・ 社債が無担保から担保付になったときは、社債権者にとってプラスになるだけであるから募集要項に記載する必要はないという理由づけだとすると、会社法の文言との関係は問題にはなると思うが、解釈論として全く不可能ではないようにも思われる。ただし、ご指摘の規定により、ハードルは高まったと感じている。

(委員)

- ・ FAは発行体の代理人で、補助者は社債権者側の立場である。そのため、利益相反関係からすると完全に反対側の立場に変わることになるが、問題はないのか。

(委員)

- ・ 補助者が社債管理者とFAのどちらに近いかというと、実態としてFAの方に近いと認識している。補助者は社債権者の主体的な管理を補助する立場であり、会社法と契約に書かれている内容のサポートしかしないため、社債管理者のように自己債権の保全回収に影響を及ぼすような利益相反の重い責任を負うわけではない。契約に定められた範囲での社債権者のコミュニケーションのハブという話もあった通り、社債管理者の場合は、自己与信が同時にある場合に他方の回収や担保を取ると、損害賠償を訴えられた場合に勝てないといった厳しい規定があるが、補助者は事務代行の延長と捉えており、債権届出も機械的にやればよいという話である。意向の取りまとめについても、右から左への意向を流す作業等の最低限の役割を行うことを中心にしておけば、FAでも補助者になる形で対応できるのではないかと考える。

(委員)

- ・ FAと補助者を兼ねるわけではないという認識でよいか。

(委員)

- ・ 兼ねるわけではないが、結果として、FAのような機能も担っているので、FAをこれまで担っていた者が、補助者の役割も追加で担当することになる。最初の社債要項に、FAが補助者に切り替わる旨とその際の補助者の役割も明記するイメージである。

(委員)

- ・ 一応の確認ではあるが、建付けとして補助者は社債権者側の立場であるという認識でよいか。FAと補助者を兼ねるのは問題ないのか。

(委員)

- ・ 714条の4の規定上はバリエーションがあるという理解である。これまでの議論では、補助者の役割についてFAの業務に近い範囲で議論がされていると思われるが、一般論から申し上げると、契約の内容によっては社債管理者に限りなく近いような権利義務を担うことにもなるのではないか。

(委員)

- ・ ご指摘の点は認識しており、おっしゃるとおりである。補助者は契約に基づきバリエーションがあるため、社債管理者の役割に寄った補助者も契約上つくることができる。また、期中で社債権者集会を開催せずに補助者を設置できるということであれば、発行時の社債要項にFAから補助者になる旨を定めるまでの必要はないのかもしれないと感じた。期中で補助者を設置することが社債権者集会の決議事項になる場合には期中に柔軟に補助者を設置することが難しいため、最低限の投資家保護のインフラという観点から予め社債要項に記載した上で対応することも一案ではないかということで申し上げた次第だ。

(委員)

- ・ 金融機関としては問題ないということで理解したが、FAが補助者に切り替わるという点について、心理的に抵抗がある。

(委員)

- ・ 社債管理者に近いような業務を担う補助者の場合は難しい部分もあるかと思うが、補助者の役割はある程度契約の範囲内でコントロールができるため、補助者として最低限のことを行うのであれば実務の中で補助者の活用も増えていくのではないかと。

(委員)

- ・ 兼務という場合、補助者関係の規定の中に「社債権者のために」という大前提を置くことになるだろう。

(委員)

- ・ 一つの思考実験として、単にハブ役に徹するというところであればできるのではないかと話があったと思うが、我々としては、期中から補助者を設置する点についてネガティブな方向で考えている。ネックになる点は会社法第704条の善管注意義務及び公平誠実義務が補助者にも準用されているという点であり、会社法第710条の損害賠償規定は準用されていないが、有事に差し掛かって社債権者集会を開催しようとする段階において、銀行のプロパーローンの担保を取りに行く行為や早期弁済を図る対応について、本当に何も言われぬのか。確かに会社法第710条第2項の規定には反しないが、会社法第704条の善管注意義務及び公平誠実義務の部分で指摘されるのではないかと懸念は拭えない。それが拭えない場合、我々の中では、補助者を担うに当たって利益相反の管理や他のプロパーローンの担保を取りに行かないようにするといった対応が必要になるため、社債管理者に近い管理体制を敷かなければいけない。その際には当然に期中の管理コストが発生するため、発行体よりコストをもらった上で管理しなければいけない。そのため、補助者が設置されてからコストが発生するという整理は成り立たないのではないかと。また、有事の際に事務を行うだけでなく、プロパーローン側の対応も制限される可能性があるのであれば、その点も考慮して発行時からして補助者を引き受けるかどうか決めなければならないことがハードルとなり、結果として補助者の担い手は増えないのではないかと。今お話ししたように補助者を担う場合には会社法第704条の

善管注意義務が課せられるため、そのような意味では、どちらかという補助者について我々としては社債管理者に近い考え方をしている。

(委員)

- ・ 公平誠実義務が厳しいため社債管理者の成り手がいないという観点から、補助者はその点を極力軽減した制度であり、最低限の一般的な公平誠実義務及び善管注意義務を残したと理解している。そのため、社債管理者と同等の公平誠実義務及び善管注意義務を補助者が負うという点については、制度の成り立ちからして違うと思っている。

(委員)

- ・ 法制審議会の場でも、会社法第704条の義務を適用除外としてほしいということを法務省へ申し上げたが、駄目だと明確に言われたと認識している。その際には、委託契約の内容によっては社債管理者に近い義務も当然課せられるということについて、銀行として覚悟した上で、補助者に就任できる時はするという話であったと認識している。FAになるつもりが、規定により将来的に補助者になる可能性がある場合に、FAの成り手もかなり限定的になる可能性があるのではないかと一般論としてこれを規定化するというよりは、個別の判断での対応になると認識しており、少なくともルール化はしないでいただきたい。

(委員)

- ・ 補助者制度を立法するときには、業務及び権限について限りなく契約で明文化、実現され、当該契約の内容に応じて会社法第704条の義務が課せられると認識していたが、実務者の話をお伺いし、ハードルが高いものと改めて実感した。
- ・ FAから補助者への切り替えという点について、FAとして有していた情報を補助者として使うことに問題がないのか、また、不真面目な発行体があるときにこそ補助者が役に立つのだという認識であれば、問題が出てくる場合とそうでない場合があるのではないかと感じた。そのため、引き続き議論をしたほうがよいのではないかと。

(委員)

- ・ FAが期中に補助者に就任することの是非について、FAは確かに発行会社の代理人という立場で、発行会社の委託を受けて事務処理をしているものではあるが、発行会社の代理人として何か社債権者と相対立するような関係にあるわけでは必ずしもなく、単なる事務処理を担っているだけという認識である。実質的に利益相反問題があるという感覚ではなかったが、認識に誤りがあれば訂正いただきたい。
- ・ 補助者の公平誠実義務については、社債管理者とは権限の範囲が違うという点が一番重要なポイントである。社債管理者は権限が広範であるがゆえに、一方で社債管理者としてではない自己勘定で自らの利益のために何か行動しておきながら、他方で社債管理者として社債権者のためにすべきことをしなかったということが、善管注意義務及び公平誠実義務の問題になるのだと考えることができる。これに対し、補助者は契約で定められた範囲内に権限が限定されているため、事実上そういった問題が起こりにくいのだと思っていた。しかしながら、実務で先ほどのような懸念が示されていることを踏まえると、さらに議論を深めていく必要があるのだと思う。

(主査)

- ・ FAが発行体から元利息を受け取り社債権者へ配るという行為は、発行体の立場ではなく社債権者の立場に立つとしても可能な仕事と考えている。そのため、補助者になると同時に、「社債権者のために」そのような業務を行う旨を予め明記しておけば形式的にも問題ないと思われるが、その場合には補助者のコストをだれがどのように負担するかという問題が大きいのではないかと。FAは発行会社、補助者は社債権者の側に立つため、形式的には一種の利益相反性があるが、業務の性質自体に利益相反があるということではないため、実質的にはあまり問題はないのではないかと。むしろ問題は、コストの負担が当初考えてきた想定と異なる可能性があるという点ではないかと感じた。

(委員)

- ・ リテール債で社債管理者が設置されている場合は、社債管理者が支払代理人を兼ねている。支払代理人は支払事務をやっているだけという考え方だが、補助者についても同じでよいということか。

(委員)

- ・ 社債管理者は元利金を発行体に請求し口座管理機関経由で投資家に分配する。また、社債管理者は弁済受領権も持っているため、実務上は元利金の取りまとめと社債管理がセットになってきたのが元々の姿であると思われる。FA債の場合は、例外として社債管理機能を外して元利金の取りまとめだけを行う形となっている。口座管理機関も最大で400社程度あるため、元利金の取りまとめだけでも大変な仕事だが、元々、この立場について「社債事務取扱者」という名称とするかという検討があった経緯からも、FAはどちらかというと純粋な事務代行を担うものと認識している。結局のところ、社債の事務代行と社債管理は銀行内の同じセクションで行われるため、FAが決められた範囲で補助者になるというのは、感覚的には可能と思われるし、ワークするものと考えている。期中においても補助者を柔軟につけるための議論が進むことで、FAが補助者になれば選択肢も広がるだろう。
- ・ 社債権者の意思結集についてはこれまでも話が出ているが、当行で社債権者集会の効率化や電子化、プラットフォームの在り方等を検討してきたことから、次回会合の際に、可能であれば紹介させていただければと思う。

(配付資料)

- ・ 資料 社債管理補助者の活用について

以 上