

「第13回 社債市場の活性化に関する懇談会」議事要旨

日 時 平成 26 年 3 月 24 日 (月) 午後 2 時 ~ 4 時 20 分
場 所 日本証券業協会 第 1 会議室
出席者 福井座長、吉野副座長ほか各委員、日本証券業協会 稲野 会長
(ゲストスピーカー)
Winnie Wong 氏 (The Bank of New York Mellon)
Gary Lew 氏 (The Bank of New York Mellon)

議事概要

I. The Recent Trend in Capital Market from a Global Firm' s Perspective

The Bank of New York MellonのWinnie Wong 氏及びGary Lew 氏から、資料 1 「グローバル企業の視点からの資本市場の最近の動向について」報告・説明後、次のとおり、意見交換が行われた。

【意見交換】

1. アジアの資本市場の動向

- ・ 96年、97年は、アメリカによって流動性が提供され、アジアに広まり、株式市場、債券市場が高騰した。この2年間で、EUは非常な金融緩和を行い、アメリカも量的緩和を行った。マーケットには十分な流動性が供給されたが、今後数年間にわたってこうした状況が続くのか。今後数年間のアジアの資本市場はどのようになるのか。アジア金融危機が繰り返された場合には、大きな問題になると思われる。アメリカ、ヨーロッパにおいて金融引き締めが行われれば、アジアのマーケットも大きく影響を受けられると思われるが、これは成長市場の特徴であるといえるか。また、市場への影響は一時的なもので、すぐに終わるといえるのか。
- ・ マーケットの将来を予見することはできない。96年、97年当時は、極端な強気市場で非常に多くのIPOが行われ、市場が賑わい、事業活動が活発であった。
- ・ その理由は、中国のみならずアジア太平洋の国々がマーケットをこぞって自由化していたことがあげられる。例えば、国有企業が上場できるようになり、より自由にオフショアでの起債もできるようになった。また、例えば、96、97年以前韓国では、ソブリンや、非常に格付の高い政府機関しか起債できなかった。しかし96年、97年になって、銀行等がこぞって起債するようになり、どこも借入を増やした。また、タイでは、ソブリンだけがマーケットを利用してい

たが、96、97年になって、銀行や事業法人でもマーケットに入ってきた。

- ・ 金融危機を何度も経験し、アジア金融危機、ほかの地域の金融危機、債務危機からもいろいろ学んできた。そのため、マーケットは今後活発になるかもしれないが、96、97年のような規模のブームにはならないと思っている。マーケットはリスクも十分理解するようになったからである。例えば、デューデリジェンスも十分徹底してやるようになり、銀行の調査レポートを鵜呑みにすることもなくなった。ITの進歩や、インターネットの発達により、情報は今では効率よく誰でも取り出せるようになっている。今後ブームは起きるかもしれないが、規模は昔ほどではないと思う。
- ・ 昔のように3年、5年という短いタームで金融危機が起こるとは思えない。投資家は、単にリターンが高ければ何でも買うことはないし、仕組商品も今後はもっと少なくなってくると思う。商品自体が悪かったということではなく、濫用されたところに原因があった。マーケットはもちろん、プロダクトはより慎重に利用されると思う。
- ・ アジア金融危機があり、最近では世界的な金融危機があり、厳しくはあったが、規制当局、発行体、投資家、それぞれが教訓を学んできた。多くの人がかなりの損失を被り、傷ついてきたということもあるので、資本市場は、既により規律の効いた状態になっており、リスク許容度についてもより慎重になってきている。以前は集団思考が働いて、誰かが買ったならみんなと一緒に買うといったようなことがあったが、今はそういった集団思考みたいなことはないであろう。
- ・ 規律も効かせるようになってきたし、教訓も学んできたし、ガバナンス構造も改善してきたので、その先により持続可能な成長市場が待っていることを期待している。

2. 人民元市場

- ・ 人民元市場でのオフショアとオンショアの割合はどうなっているのか。仮にオフショアがどんどん大きくなっていくと、為替市場において、どのような介入が行われるのか、中国の中央銀行が為替レートを安定化させるためにどのような介入をするのか。
- ・ 人民元、為替レートを、どうやって安定化されるのか、あまりはっきりとしたことは言えない。中国政府はもちろん人民元を国際化しようとしている。しかしながら、「今日自由化する」、「人民元は5年間で即交換可能にする」とは言えない。その時間軸は誰にもわからない。当初は、マーケット関係者、投資家はオフショア人民元債券市場を育成する考えはなかったと思わ

れる。最初は人民元だけを国際化すればいいと考えていて、商品開発まで考えていなかったようだ。しかしマーケット関係者は政策、戦略を考え、人民元を使って商品を開発できるではないか、マーケットもできるではないかとなり、現在にいたっている。急速にオフショア人民元市場が大きくなってきている。オンショアボンドマーケットについて数字はないが、全然比較対象にならない。オンショアの場合には非常に厳しいガイドラインがあり、誰が発行体になって、誰がリードできて、誰が売れるかと、ルールが決まっているので、厳格に機関投資家用のマーケットになっている。十分規制が効いているマーケットということで、第三者がサービサーとなってトラスティー、エージェンツになれない状況になっている。中央の振替機構しか利用できず、債券を引き受けるときも、投資するときもその都度承認を受ける必要があり、全て認可制になっている。

- ・ 最近のニュースで話題となったが特定の会社が中国で最初のデフォルトになった。これは機関投資家相手ではなく、リテール債で、一般方が投資していた。そのため、投資家は大打撃して、誰に訴えたらいいのかわからない大変な状況になっている。信託法というのはあったが、トラスティー、エージェンツがいなかった。そのため、証券会社がこれをまとめて自身が自称トラスティーとなっていた。証券会社は、引受業者として、当該債券を引き受け、リテールに販売してきたので、当該証券会社自身も信用を損なった。現在、リテール向け債券は大変な状況になっている。
- ・ オフショア人民元マーケットでは、いろいろな商品が出てきた。発行される債券も増え、ファンドも多く組成されるようになり、人民元建てのファンドがどんどん増えてきたし、デリバティブ、先物関連商品も出てきた。
- ・ また、現在、具体的なオフショア人民元、インデックスの組成の検討も行われている。オフショア人民元ボンドは、すべて固定金利で起債されているが、LIBOR や TIBOR に相当するものはない。マーケットではどうやって価格がフェアかどうか判断する必要がある。例えば、3年債で2%金利を付与するとしても、何と比べてこれが公正な価値か計る基準がない。現在投資家は、人民元が強くなるということだけでも買いを入れている。しかし、人民元は比較的強くはあるが、今少々調整局面に入っているため、今後安定化するかわからない。インデックスも今から準備するというので、デリバティブ市場や、派生市場も創設し、今後スワップ等も考えることになっている。
- ・ 人民元マーケットは、明らかに今後はもっと活況を呈してくると考えている。例えば、清算センターでの人民元の精算額が増えている。センターとして香港からロンドン、シンガポール、

台北にまで広がっており、他のセンターも育ちつつある。それから、人民元の利用、通貨利用度は、少し前は大体ランク的には25位から30位ぐらいであったが、ごく短期間にトップ10に仲間入りするということまでできた。このように人民元の利用がどんどん増えている。今後も多くの商品が登場し、人民元建ての発行も増えると思う。

3. トラストティー業務

- ・ The Bank of New York Mellon (以下「BONY」という。)では、銀行のコミッションとトラスティーのフィー、どのような収益構造になっているのか。債券がデフォルトになった場合には、どのような割合でリスクを共有するのか。コミッション、トラスティーのベースにあるのは何か。
- ・ BONYは、どうやって収益を上げているかということであるが、例えば、プレーンバニラであれば、トラスティーエージェンシーということで、大きな収益源にはならない。トラスティーとして適切なサービス対価をもらっている。
- ・ その他プロジェクトボンド、レバレッジファイナンス、M&A関連の取引や証券化の取引もあり、多岐にわたってサービスを提供している。BONYは、トラスティーとしてワンストップでソリューションを提供でき、これが収益源になっている。CDO、CLOのマーケットがなくなってしまったらどうするのか、損しているのかということ、むしろ逆である。金融危機があつて、我々の同業者であるアメリカや、ヨーロッパの銀行は格下げとなったが、BONYの格下げは軽微であった。BONYは、引受や融資も行わないため、ライバル他社と比べると、リスクに直結していないということが認められている。ストラクチャーとのトランザクションなどを行うと、貸付業者は、その分だけ格付には厳しい要件がある。
- ・ BONYの手数料は投資銀行のような手数料体系にはなっていない。例えば、5億ドル発行するとして、年間ベースポイントもらうといった料金体系にはなっておらず、パーセンテージではなく、固定でもらっている。規模にかかわらず、90億ドルのディールでも5億ドルのディールでも、BONYが同じ役割を果たすのであれば料金は同じである。
- ・ ディールでリスクをシェアすることもある。アジア太平洋、ユーロ圏もしくはアメリカにおいては、多くのいろいろな有担保のディールがある。BONYはトラスティーエージェントの役割も果たしているが、差入担保について委託を受け担保エージェントとしても役割を果たすことができる。BONYでは、受益者、ボンドホルダーなどの投資家の代わりに、サービサーとして担保をプーリングするというサービスも提供している。何も問題なく、債務が履行され

ているのであればいいが、金融ストレス、もしくはデフォルトとなると担保エージェントの果たす役割がぐっと増すことになる。なぜなら、単に1つのディールだけではなく、コモンセキュリティ、もしくはインタークレジットのエージェントといったように、この担保のプールは、いろいろなクラスの債権者のために委託管理されている場合があるので、受益者の序列に対応して処理するという役割がある。

- ・ ディールにトラブルがあったときに、利益相反がとても重大になる。例えば、アジアにおいては、シンジケートローンなどかなりの相対のローンがあり、ローンのエージェントがシンジケートに入っている場合がある。全てがうまくいっているときは全く問題ないが、借り手にトラブルがあると、エージェントはレンダーでもあるので同じくトラブルに陥ることがある。

Ⅱ-1 売買参考統計値制度の見直し及び社債の取引情報の報告・発表制度の創設について

社債の価格情報インフラの整備に向け、日本証券業協会（以下「日証協」という。）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」の検討結果及び日証協の関係規則の改正について、同WG主査の野村委員（中央大学法科大学院教授）から、次のとおり、資料2に基づき説明・報告が行われた後、意見交換が行われた。

【 報告・説明 】

Ⅱ-1-1 売買参考統計値制度の見直し

- ・ 売買参考統計値制度の見直し及び社債の取引情報の報告・発表制度の創設は、言うまでもなく「社債市場の活性化に関する懇談会」（以下「社債懇」という。）での提言を受けて、日証協において、その具体的な制度化を図るべく検討を進めてきたものである。我が国社債市場において、投資家がバイ・アンド・ホールドの形で長期にわたって社債を保有するという市場を放置しておく、結果的には格付の高い社債に発行や売買が偏るといった硬直的なマーケットになるので、流通市場の活性化を図るため、社債の価格情報インフラの整備が重要であるという問題意識の下で検討を進めた。
- ・ 売買参考統計値は、実勢価格との間に乖離が大きいという指摘があったため、実態調査を行った。その結果、ほとんどの社債について大きな乖離はなく、クレジットイベント等が発生した幾つかの社債について、その気配値を算出する証券会社の中に、その状況を十分把握しきれていない証券会社があるときに、実際の取引価格と売買参考統計値との間に少しタイムラグ・乖離が生じる場合があるということが判明した。さらに、売買参考統計値の性質上、実際の取引

価格と売買参考統計値には一定の乖離が生じ得るものであるということが一般の方々にあまり認識されていないという問題点なども指摘された。

- ・ このような乖離の実態を踏まえると、売買参考統計値の信頼性の向上を図るためには、マーケットの動きをよく承知しているような協会の参加を増やすことと、売買参考統計値制度の理解を促進するという2つの課題がある。
- ・ それから、いわゆるタイムラグの解消に向けて、平均値等から一定基準を超えて乖離している気配値がある銘柄について、日証協から気配値に間違いがないかどうか確認のチャンスを提供して、自社の気配値を再度確認してもらうというプロセスを導入することとした。

Ⅱ-1-2 売買参考統計値制度の見直しの概要 … 別紙1

(1) 指定報告協会の指定基準の厳格化

- ・ 指定報告協会の指定基準を厳格化した。具体的には、現在の指定基準である「公社債全体の売買高ランキング50位以内」という基準に加えて、「社債の売買高ランキング20位以内」という新たな基準を追加した。これにより、社債のマーケットの動きを反映した適切な気配値を報告できる会員を指定報告協会とすることができる。

(2) 日証協における指導・管理態勢の充実・強化

- ・ 日証協において、平均気配値や社債の取引価格から一定基準を超えて乖離している気配値がある銘柄について、当該銘柄の気配値を報告する全ての指定報告協会に対し、自社の気配値の確認のプロセスを導入することで、その精緻化を図ることとした。

(3) 売買参考統計値の決定方法の見直し

- ・ 現行の制度では、売買参考統計値の算出に当たって、誤った数値は極端に上と下にあると通常は考えられることから、上下の気配値をカットしたうえで売買参考統計値を算出している。しかしながら、実際には、イベントにいち早く気づいた証券会社は他社の気配値から乖離した気配値を報告しているので、一番上や下の気配値の方がむしろ実勢価格に近いケースがあるため、それをカットすることは不合理で、むしろ精緻化のためには上下カットしない方がよいとの結論になった。このため、上記(2)の措置と合せて、上下カットせずに、平均値、中央値、最高値、最低値を発表することとした。

(4) 報告時限及び公表時間の繰下げ

- ・ 報告時限を現行の4時30分から5時45分に繰り下げ、それに伴い公表時間を現行の午後5時

30分から午後6時30分を目途に繰り下げることにした。これにより、これまで報告が間に合わないということで社債の気配値の報告への参加を控えていた協会員が参加するチャンスを広げることになる。そうすることで幅広く適切な気配値を報告できる協会員の参加を促すことになる。

(5) 公社債店頭売買参考統計値に対する理解の促進

- ・ 売買参考統計値がどういうものなのか必ずしも世間一般に知られていないということがあったので、今後は、日証協のホームページ等を通じて、より分かりやすい説明を充実させることとした。

(6) 規則改正等の施行時期

- ・ 上記措置内容を実現するため、日証協において、昨年12月17日に関係規則の改正が行われた。

2. 社債の取引情報の報告・発表制度の創設の概要 … 別紙2

(1) 社債の取引情報の報告・発表制度の創設

- ・ 売買参考統計値は、気配値であるので、実際の取引の有無にかかわらず幅広い銘柄の価格情報が発表されるが、社債の取引情報の発表は、実際に取引された銘柄について取引価格等を発表するものである。このため、必ずしも全銘柄について価格情報が発表されるものではないが、実際に取引された価格であるので、そういった観点では、売買参考統計値とは、違った重要な情報として活用できるものと理解している。
- ・ 社債の取引情報の発表は、長年、懸案事項とされていながら、これまで我が国ではこれを制度化することができていなかった。今回、社債懇の提言、本ワーキング・グループでの検討を通じて、我が国で初めての取組みとして実施されることになった。
- ・ 社債の取引情報の発表に当たって、いくつかの課題がある。社債懇の報告書にもあるように、不用意に全銘柄の取引情報を発表すると、かえって流通市場に悪影響を及ぼす可能性があるという指摘があった。そこで、段階的に制度を進化させていく必要がある。

(2) 発表対象の社債

- ・ 本ワーキング・グループでは、取引情報の発表が社債の流動性に悪影響を及ぼさないカテゴリーは何かという観点で検討を行った。最終的な結論として、「①銘柄格付がA A格相当以上である」、「②銘柄格付を2以上取得又は発行体格付を2以上取得している」の両方を満たす社債を発表対象とした。②については、複数格付の取得を阻害することのないよう、①の条件

に加えて複数の格付が取得されていることを条件にした。

- ・ 「AA格相当以上」という基準で良いのかという点は、流動性への悪影響の恐れが少なく、また、カバー率から見ても合理的ではないかということで合意ができたので、この基準とした。
- ・ 発表対象の銘柄は、毎月15日に見直しをして、対象銘柄の入替え等を行った後、毎月20日に翌月の発表銘柄を公表することにより、マーケットに予告しておく。
- ・ 流動性への悪影響を及ぼさないという観点から「AA格相当以上」という基準を設けたが、「AA格相当以上」であっても大きなクレジットイベントが起こり、「AA格相当以上」に相当しない状況が生まれてくる場合が考えられる。このような場合について、実際に格付が下がった段階で発表対象から外すのは当然であるが、クレジットイベントの発生から格下げまでにはタイムラグが生じることがあり得るので、格下げまでの間は一定の算定式を設け、実質的には「AA格相当以上」に相当しないものと判断できるような状態となった銘柄については、当該銘柄の取引情報の発表を停止するという措置を用意している。

(3) 社債の取引情報の報告

- ・ 報告については、フロー図のとおり、証券会社から日証協に直接報告する場合（直接報告）は、前日の15時から当日の15時までの間の取引が全て報告される。ただし、取引数量1,000万円未満の取引は報告を省略することができる。
- ・ 保振経由の報告では、前日の16時45分から当日の16時45分までの間の取引が報告される。
- ・ 直接報告と保振経由の報告とでは、報告対象の時間帯に若干のずれがあるが、証券会社が直接報告を行う場合は、さまざまな作業、事務処理時間を要することから、この時間がぎりぎりではないかということで15時とした。
- ・ 例えば当日でも、直接報告では15時を過ぎた取引、保振経由でも16時45分を過ぎた取引については翌々日に報告がずれ込むことになるが、24時間を0時から24時まで切っていくことは難しいので、どこかで区切りを設けることとなった。

(4) 社債の取引情報の発表

- ・ このような形で報告された社債の取引情報は、発表対象の銘柄と対象外の銘柄とに分けて、発表対象の銘柄の取引情報を翌営業日の午前9時に発表する。
- ・ 以上のような形でスタートすることで合意を得たが、本件については、そもそも証券会社に大変な負担があるという前提に立って議論したところ、証券会社からいろいろなアイデアをいただき、合理的かつ実現可能な方法でスタートできることとなった。将来的には、アメリカや

韓国で行われているように、全銘柄についてリアルタイムで情報が発表されることを目指しつつ、とりあえずファーストステップとして、今回、我が国で初めて社債の取引情報の報告・発表制度が導入できることになったことは非常に喜ばしいことである。

(5) 今後のスケジュール

- ・ 今後のスケジュールは、売買参考統計値の見直し、社債の取引情報の発表についても、日証協、保振、証券会社において実務面・システム面の準備があることから、平成27年秋以降遅くとも28年初を目途としてスタートするということで準備を進めている。

【意見交換】

- ・ 保振では、本WGの検討結果及び日証協の関係規則の改正に基づき、現在、証券会社から報告があった社債の取引情報を日証協に提供するためシステム開発を行っている。保振では、その他大型案件のリリースもあるが、日証協での稼働に間に合うよう、平成26年末までには同システム開発を終了させる予定である。

Ⅲ-1 社債権者への情報伝達インフラの整備及び社債管理人（仮称）制度について（中間報告）

「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」において検討が進められている社債権者への情報伝達インフラの整備及び社債管理人（仮称）制度について、同WG主査の神作委員（東京大学大学院法学政治学研究科教授）から、次のとおり、資料3に基づき報告・説明が行われた後、意見交換が行われた。

【報告・説明】

1. 基本的な整備の方向性

- ・ 社債権者への情報伝達インフラの整備と社債管理人（仮称）制度は、セットになっている。社債市場の活性化には、社債の発行者を増やし、社債の投資家の裾野も拡大する必要があるが、当然デフォルトが生じた後の社債権者の保護をどのように図るのか、どのような仕組みを構築するのかという点が重要な課題となってくる。
- ・ 現状、実務的にはそもそも社債権者が誰かを確定することさえ容易ではなく、社債権者集会を開催して、社債権者が能動的に集団的意思決定等を行うことが困難な状況になっている。社債懇報告書では、情報を確実に、かつ迅速に社債権者に伝達するとともに、社債権者が、その

情報に基づいて自己判断を行うという方向で、社債権者を保護していく仕組みを考えるべきであるとの提言がなされた。

- ・ 本ワーキング・グループでは、以上の2つの課題につき、それぞれ法律家・実務家を中心に検討を進めてきた。社債権者への情報伝達インフラの整備については、保振に、このインフラの中心となって協力してもらうこととなり、別紙1の1の(2)で示しているように、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することによって、社債権者への情報伝達のインフラ整備を図るという方向で検討を行った。
- ・ 他方、社債管理人制度については、社債管理人から社債権者に迅速かつ確実に情報が伝達され、社債権者が、それに基づき自己決定を行うことを社債権者保護の本質と捉えた場合、社債管理人の仕事は、それをサポートするという位置づけになってくる。そういう意味では、社債の情報伝達インフラの整備と社債管理人制度は、まさに車の両輪として社債権者の保護に資するものであり、両者は非常に関係の深いものであることから、同一のワーキング・グループの下で検討を進めてきた。
- ・ 社債権者保護のあり方については、社債懇報告書では、立法論も視野に入れたグランドデザインを描くという方向で議論がなされた。しかし、社債市場の活性化のためには、法改正を行わなくてもまず現時点においてできることから検討を進めるという考えに基づき、社債管理人制度についても、現行法の枠内で創設・設置するために、現行法の枠内で、解釈論上どのような問題があるかを検討の中心に置いた。

2. 社債権者への情報伝達インフラの整備について … 別紙1

- ・ 現行の保振のガイドラインの内容を拡充することによって対応するという非常にフィージビリティの高い提案である。別紙1の最後に概念図を示し要約しているので、これを用いて説明する。
- ・ 制度設計を行うに当たっては、いたずらに情報を増やし、利用者を拡大すれば良いということでもない。情報伝達インフラを用いてどのような情報を伝達するのかという情報の種類、さらにインフラの利用者は誰かという観点の問題となった。例えば、情報の種類・範囲によってはインサイダー取引等の問題が出てくる可能性もあり、利用者の拡大についても濫用的な利用や悪用の危険もある。そういった観点からバランスを図ることが、実務的には極めて重要な視点と考えられたことから、通知・連絡事項（情報の種類・範囲）と利用者の範囲をそれぞれ

きめ細かく考えた上で、以下の提案を行ったものである。

- ・ 具体的にどのような事項を通知・連絡するかであるが、4つに分かれる。
(1)が社債権者集会に関する事項、(2)が社債デフォルト時における情報、(3)は、社債要項に定める通知事項、(4)は、発行会社の債務再編に係る事項である。
- ・ 利用者について、(1)から(4)の情報伝達については、発行会社が利用できる。破産管財人等は(1)及び(2)が利用できる。社債権者については、当面は(1)の社債権者集会に関する事項についてのみ利用できる。社債管理者及び社債管理人については、(1)から(3)の事項について利用できる。
- ・ 社債権者への情報伝達インフラは、社債管理人制度を視野に入れており、社債管理人制度も情報伝達インフラの利用が当然の前提となっている。すなわち、情報伝達インフラを通じて社債権者に情報を伝達し、集団的意思決定が行われることを想定しており、まさに2つで車輪で両輪を構成することになる。

3. 社債管理人（仮称）制度について（中間報告）… 別紙2

1. 社債管理人（仮称）の設置

- ・ 社債管理人は、あくまでも社債権者のために置かれている制度であることを法的にも明確化するため、「第三者のためにする契約」構成としている。発行会社と社債管理人との間で締結する社債管理人業務委託契約を、「第三者のためにする契約」とし、社債権者を「受益者」として位置づけたものである。
- ・ 「第三者のためにする契約」構成をとった場合には検討すべき事項がある。昨年1月28日に、アルゼンチン債に設置された債券管理会社に関する重要な東京地方裁判所の判決が出され、第三者のためにする契約において必要とされている「受益の意思表示」は明示的なものでなければならないという判断が下された。さらに、本年1月30日には、東京高等裁判所の控訴審判決が出され、基本的には前掲東京地判と同様の判断が下された。そこで、社債管理人制度の検討に当たっては、上記判例の動向についても意識しながら議論を進めてきた。

2. 社債管理人の業務

(1) 発行会社からの通知等の受領・確認及び社債権者への通知

- ・ 社債管理人は、発行会社から通知等を受領・確認した後、社債権者へ通知・連絡するという業務を行うが、保振の新たなインフラを用いて社債権者に通知・連絡することが予定されてい

る。

(2) 債権の届出（検討中）

- ・ 発行会社に破産等が生じて債権の届出が必要となった場合に、社債管理人が社債権者を代理又は社債権者のために社債総額により債権の届出を行う。これができれば、社債権者にとっては便利である。事務局において、発行会社、投資家等へのインタビュー・調査を行い、実務的にもこのようなニーズが確認されたとのことであった。
- ・ 社債の総額届出の後、債権届出期間経過後に社債権者の氏名等を確定して債権届出を行うことができれば、社債権者にとっては大きなメリットになり得る。一方備考欄に記載のとおり、社債総額届出の段階では、まだ社債権者が誰かは特定されておらず、非顕名での届出となり、現行法上それが可能かどうかは、さらに検討、確認を要する。
- ・ アメリカでは、代理には3つの形式がある。本人が誰かということを示して行う顕名代理、それから日本も商行為の場合には認められている代理人の名前だけで行う非顕名代理、そして、「特定されていない代理（アンアイデンティファイド・エージェント）」と呼ばれる顕名はしがないが、代理人の背後に誰がいるということはわかっている形式、すなわち本人が特定されていない代理というものがある。
- ・ 社債管理人による社債総額届出は、アメリカ法の下では、この「特定されていない代理（アンアイデンティファイド・エージェント）」の形式による届出となるが、日本法の下では認めることは困難であるという意見が強いようであった。したがって、社債総額届出の可否については、さらに検討を行う必要がある。
- ・ 上記のような社債総額届出が認められなかった場合、3ページの括弧内のとおり、社債管理人は、発行会社に破産等が生じて債権の届出が必要となった場合には、保振の新たなインフラを通じて社債権者へ通知し、個別に社債権者の委託を受けて債権の届出を行う。これは、個々の社債権者から個別に明確な授權をもらう方式であり、社債総額届出の場合に比べると法的には問題がない。

(3) 社債権者による社債権者集会の招集・請求のサポート

- ・ 社債管理人は、社債権者集会の開催に向けた社債権者への連絡等を行う。これも保振の新たなインフラを通じて行うことを予定している。社債管理人は、会社法上、社債権者集会の招集権を有する社債総額10分の1以上を有する社債権者（特定少数社債権者）から招集請求の要請があった場合には、発行会社に対し、請求手続（事務の代行）を行う。

- ・ 社債管理人は、発行会社において社債権者集会の招集が行われない場合、特定少数社債権者の委託を受けて、裁判所に対し社債権者集会招集の許可申請手続を行う。この手続を行う場合には、弁護士法等の関係から社債管理人が弁護士である必要がある。

(4) 社債権者集会決議の裁判所への認可申立て手続

- ・ 社債管理人は、裁判所に対し、社債権者集会決議の認可申立てを行う。この事務を代行する場合にも、社債管理人が弁護士である必要がある。

(5) 債権者集会において再生計画又は更生計画の議決権行使

- ・ 社債管理人は、社債権者集会の決議に基づいて、社債権者集会決議の執行者として、債権者集会において再生計画又は更生計画の議決権行使を行う。

4. 社債管理人の報酬・費用

- ・ 実務では非常に重要な問題である。(1)発行会社は、社債要項等に定めるところにより、社債管理人の報酬及び社債管理に関する費用を負担する。(2)発行会社が社債管理人の報酬若しくは費用の負担に応じない場合、又は社債管理人が社債権者の個別の委託に基づき業務を行う場合には、当該社債権者が社債管理人の報酬及び費用を負担する。(2)は受益者負担の原則の考え方によるものである。

5. 社債管理人の担い手

- ・ 銀行などの金融機関、弁護士事務所（弁護士）を主たる社債管理人の担い手として考えている。ただし、一定の裁判所への手続については、弁護士法及び非訟事件手続法等との関係で、弁護士以外の者はできないことから、社債権者が直接弁護士に委託することが必要となる。

Ⅲ-2 アルゼンチン債判決の概要（リテール向けサムライ債への影響） … 別紙3

1. サムライ債の発行スキームと債券管理会社

- ・ 社債管理人制度の検討に当たって、参考とすべき論点としてアルゼンチン債判決がある。現在最高裁に上告されており、最高裁においてどのように判断されるのかを十分に意識しながら検討を進めていく必要がある。
- ・ いわゆるサムライ債については会社法の適用がないため、社債権者保護の観点等から、市場慣行として、リテール向けに発行されるサムライ債には債券管理会社が設置されている。債券

管理会社は、現行法の枠内で設置されているものと認識しており、同じく現行法の枠内で設置・運用するという前提で検討を行っている社債管理人制度にとって問題状況が共通しているため、参考になる点が多い。

2. 訴訟概要

- ・ 時効中断を目的として、債券管理会社が発行体に対して訴えを提起した。第一審、第二審も、本件における債券管理会社には、任意的訴訟担当として当事者適格がないと訴えを退けている。訴えを起こす以上は敗訴のリスク等があるということ等に鑑みると、訴訟を提訴するという権限まで含めて債券管理会社に授権するものであるという、債権者による明示的な意思表示が必要である。債券者へ選択の機会を提供した後に、「明示的な受益の意思表示」が必要であると判示している。結論として、本件事案のもとでは「明示的な受益の意思表示」がない以上、訴訟追行権についての授権を認めることはできないと判示したものである。
- ・ 本訴訟では訴訟追行権の授与が問題となっており、社債管理人制度では、これほど大きな権限を授権することは想定されていないが、社債権者から一定の権利を授権されることを前提としていることには変わりはないので、第一審と第二審の判決について精査するとともに、上告審の判決が出された際には、十分な検討が必要である。

3. 債券管理会社が設置されたサムライ債への影響

- ・ 判決で示された課題は、4ページに1から5まで列挙している。サムライ債判決は、本ワーキング・グループで議論している社債管理人制度に非常に大きな影響を与えるのみならず、我が国の金融・資本市場に対して影響を及ぼすという問題意識もワーキング・グループで出された。

【 意見交換 】

1. 社債管理人制度について

- ・ 社債懇では、社債管理人については、現在社債を発行していない企業も取り込めるように、裾野を広げるためには必要だという議論であったが、本日の資料を見ると、そもそも社債管理者が設置されていない状況において、社債管理人を設置したほうが良いのではないかと読めてしまい、これまでの議論とのつながりが資料を見るだけでははっきりしない。現在当社が発行した社債には社債管理者は設置されていない。当該社債に社債管理人を設置しなければならな

いということか。

- ・ 費用負担については、2通り示されているが、これも資料を読んだだけではよく分からない。社債発行時は発行会社が費用を払い、期中に何か起きたとき、発行会社が費用を払えない状態のときには投資家が社債管理の費用を払うというスキームなのか。どういう議論をされているか、補足願いたい。
- ・ 社債管理のあり方、社債管理人については、社債懇の大きなテーマとして、議論してきた。社債管理人は、発行会社に強制的に設置させるというのではなく、市場関係者において選択が可能であるという制度として議論を進めていただいている。議論を進めるためには、現行法の下で、具体的に何ができるか検討が必要であり、ワーキング・グループにおいて法律家・実務家の方にその検討をお願いしている。
- ・ 費用負担については、期中は発行会社に、デフォルト後は個別に委託を受ける業務は社債権者（受益者）に負担いただくという基本的な考え方を整理したもので、今後、ワーキング・グループにおいて具体的な検討が必要である。
- ・ 社債管理人制度については、引き続き、法律専門家の協力を得て法的課題を中心に検討を行い、発行会社、投資家のニーズをさらに確認したうえで、制度要綱を策定したいと考えている。

2. アルゼンチン債判決について

- ・ アルゼンチン債判決は、格付会社として、債券の投資者保護という観点で非常に注目してきた問題で、相応に大きな影響があるものと認識している。サムライ債は、厳密に言えば国内社債と制度面では異なる点はあるが、今後の発展のためには個人投資家を視野に入れた投資者保護を考えていかなければならない点は、社債懇で検討していることと大きく重なる部分がある。
- ・ 今後、投資者保護を考えていくに当たっては、本訴訟が上告され今後の帰趨にもよるが、法的な解釈を踏まえつつ、日本のマーケットに最適なスキームを図ることを念頭に、実務的にできる限りワーカブルな保護の仕組みを考えていくことが、日本の金融・資本市場の健全な発展にとって肝要であると考えている。
- ・ アルゼンチン債判決は、債券管理会社（銀行）としても非常に大きな問題だと考えている。仮に本判決がこのまま確定した場合、次のような大きな影響がある。
 - ① 発行体のデフォルト状態、債務不履行状態に対する方策がないままデフォルトが放置されるということになり、投資者保護上大きな問題である。

② 海外の発行体から見た場合、日本の資本市場の信頼性が低下し、ひいては日本の債券市場の発展に対する阻害要因となる。

- ・ さらに、本件はサムライ債の発行市場だけにとどまらず、いわゆる地方三公社が発行する債券への影響も考えられるので、早急に皆様の御協力も得て、官民一体となった対応が必要ではないかと考えている。
- ・ 証券会社がサムライ債を販売するに当っては、債券要項を投資家に提示している。特に今回問題になっているのは、いわゆる個人の投資家、購入単位が1億円未満の券面の小口の投資家に販売したもので、より保護が重要である投資家が対象になっている。
- ・ 証券会社は、例えばサムライ債がデフォルトとなった場合の対応等については、債権管理会社が、債券要項に規定されている「裁判上、裁判外の権利を行使できる」権限に依拠し投資家に代わって対応するという前提で、サムライ債の販売を行っている。また、投資家においても、基本的にそういう期待をして投資しており、個別に訴訟を提起するということは可能性としてないわけではないが、多数の個人投資家が個別に訴訟を提起することは、その合理性等も考えると、かなり難しいのではないかと考えている。
- ・ 社債懇では、社債市場の活性化、ひいては広く債券市場の活性化という観点でいろいろ議論しているが、もともと大丈夫だと言っていた社債管理あるいは債券管理の部分がほころんでしまったのは驚きであり、社債管理人制度を検討する以前の問題として、仮に、このまま判決が確定してしまうと、特に既発のサムライ債のうち債券管理会社が設置されているものが相当程度残高があることを踏まえると、今後のサムライ債市場に非常に大きな悪影響を及ぼすのではないかと懸念している。
- ・ 法律論については確かにいろいろな議論があると思うが、少なくとも、時効の中断ないし債権の保全についてまで、「合理的な暗黙の受益の意思表示」ではできないというのは、本当にそうなのかと疑問を禁じ得ない。この訴訟の結果次第では、社債管理人の設計についても非常に難しくなると懸念している。
- ・ マーケットの概念や制度については、昔から、市場から構成するという発想と、取引ルール、民法から全て物事を構成するという発想がある。例えば社債の定義についても、昔は、公衆に対する起債であるとして公募債を当然だと考えていた。旧商法では、社債の定義そのものはなかったが、299条2項に、「各社債の金額は均一なるか又は最低額を以て整除し得べきもの」と規定され、つまり割り切れる単位であるとされていた。それは、市場取引の適格性があると

いう意味であった。株式の場合も同様で、1人が全株を持っている場合もあるが、均一同質な割合的単位であると考えてきた。それ故に、マーケットの形成が可能となる。社債について、会社法では民法上の債務だとしか規定されてなく、今申し上げたような発想は消えてしまっている。

- ・ 例えば債権譲渡の取り次ぎの場合でも、背後が不特定多数のマーケットでありディスクロージしようがないため、市場の論理を持たないアメリカではアンディスクロージドエージェンシー（匿名代理）といった発想にならざるを得ない。アンディスクロージドエージェンシーの概念は、アメリカのほうが進んでいるわけではなくて、日本のほうが進んでいると思っている。
- ・ それから、昔は、証券会社は商法上の問屋だと言っていたが、今では、そう書いてある本はあっても、そう言っている人はいなく、金融商品取引法上の登録会社であると言っている。したがって、証券会社については、法の目的に則って、法が作った概念であると考えざるを得ない。同様に、銀行も銀行法上の概念として考えざるを得ない。
- ・ 債券管理会社についても、「第三者のためにする契約」という前提に立ってしまうと、アルゼンチン債判決のように、これは民法の分野であるということになり、民法の分野であるなら、裁判所が本判決のような結論を出すのは普通のことである。理論の前提が「第三者のためにする契約である」と言っておきながら、その結論を否定するのはなかなか大変である。そうであれば、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が必要ではないかと考えている。
- ・ 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から、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ばよいと考える。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。株式においても、全くマーケットが形成されていない株式もあるが、そのような一番プリミティブな状態を前提として概念は作られていない。現行法を前提にすれば、本当にそのような考え方なのかと思うかもしれないが、均一同質な、そして大量性があるからマーケットが形成できるという観点で概念を作ってきたと思う。会社法の社債の定義は、ただ民法上の債務だとしか言っていないので、マーケットを前提にすれば、実は旧商法の社債のほうが優れていたし、あるいは戦前の社債の概念、公衆に対

する起債であるというは優れていた。

(配付資料)

- 資料1 The Recent Trend in Capital Market from a Global Firm' s Perspective (グローバル企業の視点からの資本市場の最近の動向)
- 資料2 売買参考統計値制度の見直し及び社債の取引情報の報告・発表制度の創設について
- 資料3 社債権者への情報伝達インフラの整備及び社債管理人(仮称)制度について

以 上