

「社債市場の活性化に向けた合同ワーキング・グループ」

（「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」及び「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」の合同開催）

議事要旨

日 時 2021年9月16日（木）午後15時～午後16時30分
場 所 日本証券業協会 第4会議室及びWEB・電話会議
出席者 野村主査、神作主査ほか各委員

議事概要

1. 社債市場の活性化に向けたこれまでの取組みについて

【報告・説明】

- ・ 資料1に基づき、社債市場の活性化に向けたこれまでの取組みについて事務局より説明が行われ、その後意見交換が行われた。

【意見交換】

（委員）

- ・ コベンツ参考モデルや開示事例集をはじめとするこれまでの検討で取りまとめられた幾つかの成果物が、実際に市場において利用されているのかどうかということについて、日証協の評価を伺いたい。

（事務局）

- ・ 当協会としても、皆様に精力的に御議論いただいた取組みについて発行体や投資家等へ働きかけてきたが、コベンツの多様化は残念ながらなかなか進んでおらず、社債管理補助者の前進となった社債権者補佐人も利用されていない状況であり、事務局の力不足で申し訳ない。今回、これまでの取組みを皆様にも改めて思い起こしていただき、これらが利用されるよう一体となって働きかけを行ってまいりたいと考えているので、引き続き御協力をお願いしたい。

2. 我が国社債市場の動向について

【報告・説明】

- ・ 資料2に基づき、我が国社債市場の動向について事務局より説明が行われた。本議案について、委員からの質問・意見はなかった。

3. 社債レポ取引に関するアンケート結果について

【報告・説明】

- ・ 資料3に基づき、社債レポ取引に関するアンケート結果について事務局より説明が行われた。

【意見交換】

(委員)

- ・ 社債レポ市場の整備に向けた検討について、「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」（以下「価格情報WG」とする。）において検討を行い、「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「活性化WG」とする。）に意見照会をしていくとされているが、それぞれの会議体の役割分担はどうなっているのか。

(事務局)

- ・ 基本的な検討は全て価格情報WGにおいて行うことを想定しているが、本日お集まりいただいた活性化WGの皆様にも検討の方向性が固まった段階での御報告は行いたいと考えており、そのご報告の際に「方向性について何かお気付きの点があれば」という形で意見照会を行わせていただくことを想定している。その後、活性化WGの方々から御意見等を踏まえ、価格情報WGにおいて検討を行い、報告書等を策定してまいりたい。

(価格情報WG主査)

- ・ 社債市場の活性化に関する会議に参加されている皆様が一堂に会して議論する場がなかったため、このような形でこれまでの取組みを整理し、課題を共有して検討を進めることができることは画期的であると思う。価格情報WGでは、社債の価格情報を公表するインフラを整えてきた。当初は、セカンダリーマーケットの中で情報をきちんと開示することで流通の活性化を図るといふかなりチャレンジングな取組みであったが、システム投資も必要である中で証券会社の委員各社の精力的な御努

力、また会議における委員各位の様々な御意見により前に進めようという機運が高まった結果、今日までに徐々にインフラが整い、進化・拡大しつつある。ただ、御案内のとおり、価格情報に関するインフラという道具のみを研ぎ澄ましていくのも限界に近い。実際には、社債市場の活性化がより一層進んでいく中で価格情報も一段二段と開示されることで、さらに格付けの低い社債が発行・流通するマーケットが志向されていくものと思っている。そのような中で、これまでの価格情報WGでの議論においても、社債市場のインフラの中で価格情報だけに着目するのではなく他の施策についても幅広く議論すべきとの御意見を多くいただいていたのだが、全体的な枠組みのコンセンサスが十分に取れていない中では価格情報WG単独で検討を進めることはできなかったため、このような場で皆様から御了承をいただければと考えていた。もし、本日皆様の御了承をいただければ、まずは価格情報WGで検討し、活性化WGの委員各位にも御意見を伺いながら、最終的な着地点を見出したいと思っている。価格情報WG委員の皆様には御負担をお掛けすることになってしまうが、是非お引き受けさせていただければと思う。

4. 今後の対応についての意見交換

【意見交換】

(委員)

- ・ 過去、第二部会及び第三部会等においてコベナンツモデルや開示例示集を作成してきたが、市場の皆様を作成したものを公表するのみに止まっており、これらをどのように利用できるのかということについての検討が不足していた。どうすれば十分に利用されるのか、利用されないのは何が原因であるのかを検討し、結果これ以上取組みを進めることが難しいという結論になるとしても、それらについて明らかにする必要があると思っている。

また、社債市場の活性化全般については、社債市場の活性化のために何ができるかということをも改めて考えなければいけない中で、今年度の金融庁の金融行政方針から社債に関する文言が削除されている。一方で、米国証券取引委員会（SEC）の委員長の公聴会における証言原稿の中では、同委員会のスタッフに対し、非国債市場の統一性と透明性をより向上させるために何ができるか検討するよう指示があり、こうしたことを御参考にしながら進めることも考えられる。レポというのも大きなテーマだが、2012年～2016年で議論が止まっているという現状から、次のステップ

として何が出来るかということ、改めて知恵を絞って検討する必要があると考えている。

(委員)

- ・ 今後の具体的な課題として大きく2点挙げたい。一つは、社債に関する発行開示についてはそれなりに整備されているが、継続開示の在り方については議論の余地があるということである。例えば、先般「社債管理補助者制度に関する実務検討部会」で取りまとめた報告書「社債管理補助者制度に係る実務上の対応について」の18頁にもあるとおり、EDINETに発行登録を行った場合、発行登録書類の公衆縦覧期間は届出から2年までと限定されており、それ以降は開示されていないというのが大きな問題になっている。同検討部会での審議の際にもこの点が争点となる中で、皆様に御協力いただき、補助者の役割に社債要項等の備置を追加したという経緯がある。発行登録が発行開示の仕組みである以上、これはある程度やむを得ないことは理解する。それだけに、社債の継続開示のあるべき形は引き続き考えていくべきテーマである。また、資料2の17ページにも挙げられている「ソーシャルボンドガイドライン（案）」を見ると、随所に「説明すべき」「開示すべき」という文言が記載されている。とりわけ、ソーシャルボンドのようにプロジェクト単位のボンドについて、プロジェクトの詳細や進捗状況等の開示や説明をどこで行うのかという問題もあると思料する。開示に関する対応という意味では、コベナンツも重要テーマの一つだが、それに限らず、もう少し幅広く社債の継続開示の問題を検討すべきと提言させていただく。

もう一つは、日本版ステewardシップ・コード再改訂により、「『ステewardシップ責任』の遂行に資する限りにおいて、他の資産に投資を行う場合にも適用することが可能」とされ、社債にも適用される可能性が高まってきており、ボンドホルダーのステewardシップについても考える局面を迎えているが、それを支えるインフラが十分に整備されているのかについては疑問に感じるところである。日証協としてどこまで取り組むことができるのかという問題があることは承知のうえだが、先ほどの継続開示の話と同様、流通市場というものを考えるときに、ボンドホルダーのステewardシップ責任も組み込んでいくべきではないか。フォワードルッキングな考えだが、そういった問題意識も一つのテーマとして考えられる。

(委員)

- ・ 金融庁の「ソーシャルボンドガイドライン（案）」では、「レポーティング」として「プロジェクトの概要、充当した資金の額、社会的な効果等を開示すべき」とあるが、先ほど他の委員から御指摘のあった継続開示の問題から継続的なチェックが困難となる可能性がある。これらの具体的確認方法等は実務に委ねられるということだと思うが、実際に資金使途を限定する、プロジェクトの管理・開示を行うといった話になると、例えば公益信託の仕組みを利用する等して、法的な枠組みを構築する必要があると考えられ、そういった検討が必要かと思う。

(事務局)

- ・ 金融行政方針において社債市場の活性化に関する記載が今年度から削除されているということについてだが、そもそもの記載について、過去7～8年に亘り、社債市場の活性化は我が国資本市場の最後のフロンティアであるとしてこちらから強く促してきたところである。確かに今年は言及されていないがこれは金融行政方針のスタイルの問題で、必ずしも金融庁の本件に対する熱意の低下を反映したものではないと認識している。従前から金融庁としても本件については熱意を持っていたものの、具体的にはどこから手を付けていくべきかイメージができていないことと、他に優先的に着手すべき短期的な課題がある中で長期的に本腰を入れて検討しなければ解決しないことが想定される本件が劣後してしまったというのがこれまでの状況である。一方で、本事務年度のディスクロージャーワーキングにおいては、サステナビリティに関する企業開示について検討するほか、「重要な契約」の議論の中でローンのコベナンツについても検討される予定である。このようなところに金融庁の社債に対する問題意識が表れており、こうした機会を利用して少しでも社債に関する制度整備をしてまいりたい。また、色々なところに働きかけて現状存在するローンと社債との均衡点をシフトさせていくとともに、我々だけで取り組むことのできるインフラ整備については、潮目が変わった場合に問題なく社債市場の活性化につながられるよう準備を進めておくことが大事だと考えている。

(活性化WG主査)

- ・ 社債権者補佐人制度は私的な契約ベースで行うと打ち出されたが、利用されることはなかった。その理由の一つとして、社債権者補佐人が破産手続等時に総額（非顕

名)での債権届出を行うには法改正が必要であること、また裁判所に対して社債権者補佐人が社債権者集会の招集の申し立てを行うにも法的な障害があった等、私的な契約ベースで本制度を構築したところに限界があったと考えられる。令和元年の会社法改正により、社債権者補佐人制度を大いに参照した社債管理補助者制度が創設され、この新制度の下では先述したような問題は立法的に解決されるに至った。社債権者補佐人制度が発展的に社債管理補助者制度に解消されており、社債権者補佐人に関する議論は、そのような法制度の創設に結び付いたという点で非常に大きな成果を挙げたと評価できると思う。

そして、社債権者補助者制度が実際に利用されることが重要である。実務上の問題点を解決するために、本年6月に「社債管理補助者制度に係る実務上の対応について」という報告書を公表いただいている。これにより、実務上の問題点がかなり明らかになり、一部については解決の方向が示されている。そのような中で、一例でも利用されることにより制度が世間に知られることとなるので、まずは一例でことに非常に意味があると思っている。まずは一例目が出るように、制度が利用されるように実務者の方々に知恵を出していただければ幸いである。

また、ステュワードシップ活動がデットにも広がったという御指摘があったが、デットにおいてステュワードシップが重要になる典型的な場合としては破綻の局面で社債権者集会が開催されるような場面である。社債管理補助者制度というのは、社債権者集会の開催を容易にし、社債権者のイニシアチブにおいて意見を集約するという機能を持っているため、そういった意味でも本制度が多面的に存在意義を認められて活用されることを期待しており、私自身も協力してまいりたい。

(委員)

- ・ グリーンボンド、ソーシャルボンドの資金使途は訂正発行登録書、追補書類で資金使途等を公表するが、E D I N E Tでは償還期限まで継続して開示されないため、縦覧期限後は発行時に決めた資金使途やレポーティング予定事項が確認できず、発行体のWEBサイトに任意で出ているものを参照するしかないという状況。また、日本では問題となる事例がないと認識しているが、計画通りに資金をグリーンプロジェクトに充当できない、また環境改善効果を報告するにあたり当初予定していた事項が実務上はうまく計算ができなくなるというようなことが起こり得る。こういった問題への対応は継続開示の環境整備として検討すべきである。これらについ

て投資家の目線としては、この2～3年は発行時にグリーンボンドに投資するということへの関心が強い一方で、現在のところは期中に開示されたレポートング事項について情報の不足があるなどの問い合わせはほとんどない。しかし今後、アセットオーナーがグリーンボンド等の購入に関する判断基準として期中にインパクトが測定できることなどが求められるようになったとすれば、継続開示の法的な枠組みの整備の必要性が高まると思う。現在、EUのグリーンボンド基準の規制案では、集中的な継続開示システムなどを規定するのではなく、発行時の情報や期中のレポートングについて発行体のWEBサイトに開示することを規制上のルールとして定める形となっている。継続開示の方法は色々あると思うが、インパクトレポートングについては投資家から要望が出てくるのが想定されるため、開示の枠組みの整備が必要である。

最近発行されるようになったサステナビリティ・リンク・ボンドにおいては、例えばCO₂の削減目標を達成することを目的とし、達成できなかつたらクーポンを上げることとされるといった仕組みになっており、あらかじめ定められた目標達成の判定日が来ると、利払代理人が判定結果に基づいて利息の金額を計算して証券保管振替機構に通知する事務手続きが想定されている。この場合の目標達成に関するチェックの担い手についても検討が必要ではないか。社債権者補佐人の役割について議論した際には、このようなコベナントの判定情報の確認や能動的なモニタリングは負担が重いという議論があった。現状ではグリーンボンド等の外部評価者などが任意にこのようなチェックの担い手として取り組み始めている。サステナビリティ・リンク・ボンド原則において達成状況の検証はマストとされているが、民間の自主的な取り組みだけでは5年、10年先にチェックの担い手が存続しているかもわからず、事務手続きに不確実なところがある。社債管理者などには業務が継続できない場合の交代措置がある。リンク・ボンドのチェックについても担い手の位置づけや要件などについて検討が必要なのではないか。

また、このように目標が達成できなかった時に金利を上乗せして払う、あるいは金利の上乗せ分に相当する金額を寄付するなどの規定が組み込まれているボンドにおいてそれらの履行をどのように担保するのか。あるいはグリーンボンドの発行体がインパクトレポートングを開示しなかった場合に、投資家はこういったアクションを取れるのか。社債権者集会の枠組みは金銭債権を訴求することを念頭に置かれていると認識しているが、サステナビリティ・リンク・ボンドの義務の履行やグリー

ンボンドのインパクトレポーティングが争点となる場合に、社債管理補助者を通じて社債権者集会の開催を請求し発行体に改善を求めることは、法律の設計上可能な
のか。金銭的価値以外の価値を見出す新しいタイプの社債投資家を現れてくる環境
において、社債権者の金銭債権以外の権利の実現について法律の観点から一度考え
ていただきたい。スチュワードシップコードとの関連では株主総会における議決権
行使を背景としたエンゲージメントと同じように社債権者集会の枠組みが社債にお
けるエンゲージメントに使えるのかどうか等についても議論していただければと思
う。

(委員)

- ・ 社債管理補助者制度の最初の案件を世に出すべくニーズを聞いているが、BB格の社債がFA債で問題なく発行出来てしまう現状において、発行体及び投資家から社債管理補助者のニーズが感じられない。潜在的ニーズなど何か切り口があれば教えてほしい。なお、今回の資料2「社債市場の動向」の一部で個人向け社債にフォーカスした部分があるのだが、敢えて個人向け社債にフォーカスした理由は何かあるのか。

(事務局)

- ・ 個人向け社債に関する部分は、社債市場がプロの市場と言われるなか、リテール投資家への裾野の広がりの一つの視点としてお示ししたものである。

(事務局)

- ・ 日本はアメリカに比べ、投資家の裾野の広がりが少ないということで一例として個人向け社債が少ないことを示している。SDGs債においても個人向けの発行が少ない状況にある中で、個人の金融資産約1900兆円を有効活用すべく、グリーンボンドを含めて個人の社債への投資機会を拡大すべきということも考えており、お示しさせていただいた。

(委員)

- ・ 先ほど御指摘があったとおり、ボンドホルダーのスチュワードシップが重要になってくると思う。そもそも論として、これまで、必ずしも機関投資家であれば適切に

社債管理を行うことが出来るというものではない、という前提において議論を行ってきたと認識している。だからこそF A債に問題があり、プロ向けだからといって社債管理の補助が必要ないということではない。デフォルトの実例がないと中々取り組まれないという側面はあるが、この点が認識されるようになれば、自社単独で社債管理のための十分な体制を整えることができない機関投資家には、スチュワードシップ責任を果たす観点から、社債管理補助者がつくことが評価されるようになるのではないかと期待している。

(委員)

- ・ 社債権者補佐人は会社法改正を伴わない範囲での検討が前提になっていたと認識しているが、この前提に問題があったのではないかと感じている。会社法第702条の但し書き（1億円以上の場合の例外措置）を前提とした社債管理者を必要としないF A債について、日本国内ではよく知られるところだが海外からは認識されない。そうしたこともあり、アジアの海外投資家の視点からF A債が大半を占めている日本の社債市場を見ると、一般投資家向けのフル開示を求めるような市場とプロ向けの市場が混在しているといったイメージである。フル開示を前提とした一般投資家向けの市場と、フル開示を必要としないプロ投資家のみが参加できる市場を完全に分けて市場を再編するということが非常に大事だと考えており、そうした対応について会社法改正を見据えて検討すべきである。

また、日本におけるプロ投資家のそもそもの定義について、適格機関投資家と認識されがちであり、特定投資家私募という枠組みが十分に使われていない。日本の一般企業で、TOKYO PRO BOND MARKETで国内のプロ向け社債を発行している企業はほとんどない。先述の会社法702条の但し書きが作成された当時においては、1億円という額は個人では手が出ないという認識が前提とされていたが、今や個人で1億を出すのはそれほど難しくない。これらのようなことを踏まえて、法改正も含め、今一度改めて検討する時期に来ているのではないか。

(価格情報WG主査)

- ・ レポ市場の整備について検討する過程において、本日のフルメンバーの皆様の意見は積極的に受け入れてまいりたいと思っているので、意見照会の際は遠慮せずに意見をお寄せいただきたい。

グリーンウォッシュのような、グリーンに対して成果が確認されないまま、グリーンボンドという名前だけが独り歩きするようなことは望ましくない。

これまでは、報告書として取りまとめて世に出せば世の中が動くと考えられていたがそうではなかったことが分かってきている。課題があれば実際にその課題をどう乗り越えていくのか直接対処することが必要となっていて、今後、何か検討等する必要があるのであれば、会議体等を設定していただいて議論できればありがたいと思っている。

最後になるが、社債管理補助者について、活性化WGでの議論がなければ法制審で取り上げられることもなく、会社法改正の話もなかったと思う。そういった意味では、活性化WGも含め、我々のWGは非常に大きな成果をあげているし、その可能性があると考えている。是非推進してまいりたい。

(委員)

- ・ 社債権者集会の実態について共有したい。この1～2年、LIBOR対応で発行体とやり取りする中で、FA債の発行体に対して社債権者集会のサポートについて提案しているが、発行体の社債権者集会を開催することへの心理的抵抗感が思った以上に強いことを実感している。これは、そもそも日本での社債権者集会の開催例が、(定期的にかかっている株主総会とは異なり)デフォルト時など限定的であることに起因していると思う。

(配付資料)

- ・ 資料1 社債市場の活性化に向けたこれまでの取組みについて
- ・ 資料2 我が国社債市場の動向について
- ・ 資料3 社債レポ取引に関するアンケート結果について

以 上