

「第3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 平成26年3月11日（火）午前10時 ～ 11時20分

場 所 日本証券業協会 第1会議室

出席者 神作主査ほか各委員

議事概要

I. 社債権者への情報伝達インフラの整備について（案）

社債権者への情報伝達インフラの整備について、証券保管振替機構（以下「保振」という。）、証券会社、銀行の実務家による検討結果について、事務局から、次のとおり、資料1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. 基本的な考え方

- ・ 社債権者への情報伝達インフラの整備は、社債権者が発行会社などからの情報に基づき判断を行い、また、意思結集が容易となるように社債権者への各種情報の通知・連絡方法について整備・拡充を図るものである。
- ・ 投資家、発行会社のニーズを踏まえ、まずできるところから整備を進めようというもので、当面、保振の現行制度「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）」（以下「現行ガイドライン」という。）の内容を拡充し、現行インフラを活用することとしている。
- ・ 具体的には、現行ガイドラインを拡充し、連絡事項、利用者を追加、明確化を図るものである。

2. 社債権者への通知・連絡方法の整備（現行ガイドラインの拡充）

(1) 社債権者集会に関する事項の連絡

- ・ 社債権者集会に関する事項の連絡は、現在は社債権者集会の開催が確実に見込まれる場合のみの利用としているが、新たなガイドラインでは、社債権者集会を開催するために必要と考えられる場合、実際に開催するかどうかにかかわらず利用できるようにするという趣旨で、具体的には、発行会社による社債権者への事前説明や、社債権者集会招集のための意向確認をする場合に利用できるようにし

たい。

- ・ 利用者は、発行会社・破産管財人、社債管理者、社債権者、社債管理人（仮称）を考えている。
- ・ 社債権者の利用については、他の利用者に比べてどのような方が利用するか分からないといった懸念もあり、濫用や目的外利用の回避のための方策を考えていきたい。具体的には、客観的基準を設け、会社法上社債権者集会の招集権を持つ社債総額の10分の1以上の保有者に限ることとし、今後、保振の一般債小委員会において、具体的な方策について検討を依頼したいと考えている。

(2) 社債デフォルト時における情報の連絡

- ・ 現行ガイドラインに規定はないが、現行の保振の取扱いでは、保振は破産管財人等からの依頼があった場合には通知を行っているとのことで、この点について、ガイドラインに定めて明確化する。具体的には、デフォルト時に法的整理等の手続開始や債権者説明会の開催、債権届出に関する情報等について、ガイドラインに定めて通知を行う。利用者は、発行会社・破産管財人、社債管理者、社債管理人を考えている。

(3) 社債要項に定める通知事項の連絡

- ・ 投資家から非常に要望が多かった。
- ・ 社債権者にとって有益であり、投資判断に重要な影響を及ぼすような事項で、かつ一般に公表された情報について連絡する。公表されていないものについては、インサイダー取引規制の問題があり、投資家からも、一般に公表された情報の方が、その後の投資行動に反映させやすいといった意見があったので、通知事項は一般に公表された情報とし、何が重要な事項であるか限定列举した。
- ・ 投資家から非常に重要で、一般に公表されていても個別に通知してもらいたいとの意見が多かった、イ. 組織再編の際の社債の取扱い、ロ. コベナンツへの抵触、ハ. 期限の利益喪失について本インフラを利用して連絡する。
- ・ 利用者は、発行会社、社債管理者、社債管理人を考えている。
- ・ 本インフラの利用による通知は、一般に公表された事項を通知するといった補完的な役割であり、これによって発行会社が法定公告等を免責されるということ

はない。

- ・ 証券会社等から顧客（社債権者）への通知・連絡は、現在行われている郵送、メール等の方法による。

(4) 発行会社の債務再編に係る事項の連絡

- ・ 発行会社からニーズが高かった。
- ・ 発行会社の債務再編が柔軟に行われるよう、例えば、社債の買入消却や、私的整理の際の意向確認のために、本インフラの利用を認める。
- ・ 利用者は、発行会社を考えている。

3. 社債権者からの照会等への対応

- ・ 本インフラを利用して通知された事項に関して社債権者から照会等があった場合の対応について、説明義務の所在を明確化しておく観点から、原則、利用者が照会に回答、説明義務を負い、間に入った保振や証券会社等は説明義務を負わないということをガイドラインで明確化する。

4. 費用負担

- ・ 費用負担は、原則として、利用者負担、通知を行った者の負担とする。現在費用負担は求めているが、今後利用実績等を踏まえ費用のあり方について検討を行う。

5. ガイドラインの見直し

- ・ 日本証券業協会（以下「日証協」という。）と保振は、原則として3年ごとに、ガイドラインの内容や費用負担等について、見直しを行う。

6. 今後の取組み

- ・ 上記2から4については、保振に対して要請を行い、保振では、保振の「一般債小委員会」で検討が行われる予定である。
- ・ 社債要項に定める事項など、新たに通知・連絡事項が増えており、保振の兼業業務に該当する可能性も考えられることから、保振の対応可否については監督官庁の協力を得て検討を行う必要がある。

【意見交換】

1. 社債権者集会に関する事項の連絡

- ・ 社債権者集会に関する事項の連絡は、単に一方的な通知をするだけで、あくまでも社債権者の意向確認（返答）は、この制度の外でやるという理解でよい。
- ・ 社債権者の意向確認は、発行会社や社債管理者、社債権者などの本インフラの利用者が行う。本インフラは通知機能だけである。
- ・ ②の社債権者の利用について、備考欄に「社債権者集会の招集権を持つ社債総額の10分の1以上保有者とする。」という会社法の規定に則った記載がある。これが単独権でないこと、合算して10分の1以上であれば複数の社債権者が集まって要求することができるという認識を共有しておいていただきたい。
- ・ 会社法においても、そのように解釈することについては異論がないところである。

2. 社債要項に定める通知事項の連絡

- ・ インサイダー取引規制の兼ね合いで、重要な事項で、かつ一般に公表された情報を通知するという基本的な考え方自体は理解するが、ここでの公表概念がインサイダー取引規制での公表概念と同一と考えてよいかどうかという問題もある。
- ・ 例えば、今後コベナントが多様化する中で、あるコベナントに抵触したが、当該コベナント抵触の事実は、インサイダー取引規制上の重要事実、あるいは適時開示の開示項目に該当しないことも考えられる。この場合、そもそもインサイダー取引規制上の重要事実には該当しないから公表はされない。公表されないから、通知もされないという整理でよい。
- ・ また、公募社債の発行会社の中には非上場の会社もある。非上場会社の場合、法令で公表が求められる事項は、必ずしも上場会社とイコールではないというケースもあるかと思う。公募社債の発行会社の上場、非上場で通知される項目が変わるという整理でよいのか。
- ・ 発行会社において、重要な事実として公表されたものを原則としており、公表されていないものは、本インフラは利用できない。

- ・ 現在のところ、上場会社の公募社債について検討を行っており、非上場会社の公募社債の取扱いの検討は行っていない。今後、非上場会社の事例があれば検討は必要だと考える。
- ・ 重要であるかどうか、一般に公表されたかどうかについて、保振が判断、確認する義務を負うということになるのか。
- ・ 保振が、重要かどうかの判断や確認義務を負うことはない。①のイ～ハに掲げる事項で、かつ公表された事項について、保振に連絡、本インフラを利用するというスキームである。
- ・ 仮に、発行会社が一般に公表した重要な事項（①のイ～ハ）に虚偽があった場合、保振は、当然責任も一切負わないという整理か。
- ・ 保振や証券会社等は、責任は負わないという整理をしている。
- ・ 社債の投資家の立場から2つ質問がある。まず、(3)の①で、これらイ、ロ、ハの事項は連絡するということであるが、当該事実が発生した場合には、遅滞なく、証券会社等を通じて投資家に平等に情報が届くのか。
- ・ 次に、(4)で債務再編の意向確認があるが、例えば、発行会社が保振を通じて大口投資家に連絡し、大口投資家の意向を確認するという選択的な取り扱いをするのか。それとも、あらゆる投資家を平等に取り扱って情報の格差が生じないようにするのか。
- ・ 1点目は、遅滞なく、保振、証券会社等を通じて投資家・顧客に連絡がなされる。どのような形で連絡するのかは、今後、具体的に検討していきたい。
- ・ 2点目は、大口投資家に限定するということではない。証券会社等に口座を開設、社債を保有する全ての投資家に連絡をすることになる。
- ・ 原則として、社債要項に通知事項として規定した以上、当該通知事項について発行会社は適切な公表手段をとりつつ、通知しなければならない趣旨と理解して良いか。
- ・ そうした理解である。

3. 発行会社の債務再編に係る事項の連絡

- ・ (4)では、社債の買入消却や私的整理について通知項目となっているが、逆にこれらの項目がインサイダー取引規制上、例えば、バスケット条項などに該当するようなリスクが懸念される場合に、何らかの追加的な対応を求めるのか。
- ・ 社債の買入消却や私的整理は、本インフラを利用して通知される前に、発行会社から公表されていると考えている。
- ・ (4)の①は「例えば」とあり、必ずしも限定されたものではないという理解で良いか。
- ・ (4)の①のイで、「社債の買入消却」とあるが、例示であれば厳密にしておく必要もないのかもしれないが、買入れた社債は必ずしも消却されるとは限らないし、最近では取得事由を定めておいて取得するという可能性もあるので、もう少し広く、「社債の買入れ及び取得」としてはどうか。
- ・ (4)の①で、「社債権者の意向確認のため」という条件がついているが、社債権者の意思を確認する以外にも、社債権者に対して一方的に通知したいような事項についても使えるようにするため、この「意向確認のため」という条件は、削除、又は、「通知又は意向確認のため」としたほうがよいのではないか。
- ・ (4)の①は、基本的には例示であるが、イとロの範囲で考えている。
- ・ いずれも、ご指摘いただいた内容で修正したい。
- ・ (4)の通知項目は、(3)の社債要項に定める通知事項と重複しないような関係に整理できるか。
- ・ (3)はあくまでも社債要項に定める事項で、(4)とは違うと整理できると考えている。
- ・ (4)の私的整理について、私的整理が始まったときには、例えば、社債権者集会の開催の可能性もある。さらに破産になり、法的手続に入ったら、管財人が情報収集制度を利用することも考えられる。1つの事件でいろいろな場面で通知の要請、社債権者の確定の要請が出てくることが考えられる。そういう可能性があるという前提で、いろいろなところから要請がくると、保振としても大変で、全て

対応しなければならないのかという問題も若干出てくるのではないか。どういう場合には拒絶できるのか、ある程度決めておいたほうが良いのではないか。

- ・ 利用者に破産管財人は認められているが、更生管財人も認める必要はないのか。再生債務者、再生手続における管財人などの利用も想定される。これらの者を除外する趣旨ではおそらくないと思うので、例えば、「等」を入れたらいいのではないか。
- ・ 裁判所が、この保振の通知インフラを使うことは想定できないか。例えば、開始決定があったときは、公告と同時に「知れたる債権者」には通知をすることになっているが、厳密に考えて知れたる債権者に社債権者が含まれるとすると、裁判所が、保振を使って社債権者を確定するというような状況も一応可能性としてはあると思う。
- ・ 更生管財人等を排除するものではなく、ご指摘を踏まえ、破産管財人等と修正したい。
- ・ 裁判所の利用については、現状、開始決定があった場合に、裁判所が、発行会社へ通知するように指示をして発行会社が通知していると理解している。裁判所、が直接保振に通知の要請を行うということか。
- ・ 「知れたる債権者」がどういう範囲なのか、裁判所は、直ぐには分らないので、保振まで使って特定したいということも可能性としてはありうるのではないか。また、発行会社が裁判所にお願いをする場合もあるのではないかと考え、検討しておく必要があるのではないかという趣旨である。
- ・ 本インフラを使って発行会社や破産管財人等から直接社債権者に通知をすることは、新聞などに公告が載っているのと違って、非常に便利で効果的であり、ぜひ拡充していただきたい。あまり限定せず、いろいろな可能性に応じられるようなルールづくりが望ましいと考える。
- ・ 同時に、基本的に、これは保振のガイドラインの形になっており、法律家としては、もっとしっかりした拘束力のある規則にすることを希望するが、諸般の事情でそれは非常に困難だと理解している。保振の通知インフラを裁判所関係の手続に活用できればいいと思うが、裁判所がガイドラインベースのものを利用するのは、現実には少し難しいかもしれない。

- ・ 各段階での利用について、当然排除するものではなく、再生管財人や裁判所等の利用などいろいろ課題もあるが、事務局では、まずは現在使われている現行ガイドラインの中で、できるところからスタートさせることを考えており、利用実績等を見ながら、3年ごとに必ず見直しを行う。
- ・ 本ワーキング・グループにおいては、基本的な検討の方向性を定めていただき、要件や具体的な確認方法等については、現行ガイドラインを所管している保振に検討をお願いし、保振の「一般債小委員会」において、さらに具体的に検討をしていただく予定としている。

4. 保振の「一般債小委員会」での検討について

- ・ 保振としては、基本的に、本日取りまとめたいただいた案をベースに、今後具体的な検討を進めていきたいと考えている。
- ・ 何にでも利用できたら良いという意見もいただいたが、保振としては、本業に影響のない範囲でできるだけ協力をさせていただくが、何もかも全て保振でやるということにはならない可能性があることには御留意いただきたい。

Ⅱ. 「社債管理人（仮称）制度」の概要について（案）

「社債管理人（仮称）制度」の創設に向けて、法的論点について、法律を専門とされる委員を中心に検討を行い、その検討結果・法的見解について、事務局から、次のとおり、資料2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. 社債管理人の設置

- ・ 社債管理人（仮称）は、社債権者保護を図るため、社債管理者非設置債・機関投資家向け社債に設置が進むよう、その設置や業務内容について、法的、実務的な観点から検討をお願いした。
- ・ 1の(2)にあるように、社債管理人は、社債要項や業務委託契約書で定めるところにより、法的には「第三者のためにする契約」構成として、社債権者のために、社債権者を代理し、委託を受け、次の2に掲げる業務及びその他社債に係る事務手続を行う者と位置づける。

2. 社債管理人の業務

- ・ 2の社債管理人の業務であるが、これまでの議論、投資家、発行会社、証券会社からの意見を踏まえ、社債の期中業務、デフォルト後の業務ともに、社債管理人の裁量の余地を抑えたコンパクトなものとしている。ただし、検討に当たり、資料3-1のとおり、リテール向けに発行されたアルゼンチン債の債券管理会社について訴訟、判決があり、法律家会合では、この判決内容を踏まえて検討を行っていたとしている。
- ・ 資料の最後のページに、社債管理人の業務・フローについて、期中とデフォルト後に分けて記載しており、併せて御参照いただきたい。

(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

- ・ 期中の業務であるが、社債管理人は、発行会社から社債要項に定められた事項の通知・連絡を受け、保振の新たなインフラを利用して、具体的には、イ. 組織再編の際の社債の取扱い、ロ. コベナンツへの抵触、ハ. 期限の利益喪失について社債権者へ通知する。
- ・ ②では、発行会社からデフォルト発生の通知を受けた場合や、若しくはデフォルトの未発生の証明が当初予定どおり行われない場合には、社債管理人は、その事実の確認を行い、保振の新たなインフラを利用して社債権者に通知する。例えば、代表取締役等が社債コベナンツの充足に関する証明書を社債管理人へ提出するというレポーティングコベナンツが付与されていた場合、当初の期限（半期や1年に1回）までに、当該証明書が社債管理人に提出されなかったときには、社債管理人が「提出がないが、どうなっているのか」と発行会社に確認するといったことを考えている。
- ・ 社債管理人自らが、社債管理者のように信用情報等を使ってデフォルトの発生を能動的に確認することはしない。

(2) 債権の届出（検討中）

- ・ 次にデフォルト後の業務であるが、債権の届出方法について、これまで投資家から一番ニーズが高かったのは、デフォルト後に失権しないよう、社債管理者のように、社債管理人による総額での債権届出である。
- ・ この総額の届出については、現行法では少し難しいということで、ほかの方法

を考えている。具体的には、社債管理人は、先ず社債権者を代理して、債権届出の期間内に総額で債権の届出を行う。併せて、社債管理人は、総額の届出と同時に、保振の新たなインフラを利用して社債権者へ債権の届出を促すとともに、個別に社債権者から委託を受けて、当該社債権者の債権届出を裁判所に行う。

- ・ 社債管理人が、一旦期間内に総額での届出を行った場合は、その後の個別の届出については債権届出の期間経過後も認めてもらえないか検討を行っており、この方法については、今後、裁判所等へ確認が必要な事項である。
- ・ 備考欄にあるが、この総額での届出行為に一定の法的な意義が認められるためには、少なくとも代理権が社債管理人に授与されている必要がある。そのためには、代理権授与の法律構成として考えられる「第三者のためにする契約」に基づき債権届出に係る代理権が社債管理人に付与される必要があり、そのために必要となる方法について、さらに法的な検討を行う必要がある。
- ・ こういった方法がとれなかった場合、括弧書きにあるように、社債管理人は総額での届出は行わず、個別に社債権者から依頼があった場合に、その委託を受けて債権の届出を行うことになる。
- ・ 総額での届出を行わない方法でも、社債権者自身で債権届出手続を行えない者にとっては、代わりに行ってくれる人（社債管理人）がいたほうが良いといった意見・ニーズが確認されたので、この方法も検討している。

(3) 社債権者による社債権者集会の招集・請求のサポート

- ・ (3)の社債権者による社債権者集会の招集・請求のサポートについて、会社法では、社債権者集会を開催できる者は、社債総額（未償還残高ベース）の10分の1以上を保有する者に限られているが、社債権者集会をできるだけ開けるようにする、社債権者の意向をより多く酌み取れるようにするため、社債管理人設置債については、10分の1に満たなくても、社債権者に社債権者集会の開催の意向があるときは、社債管理人に連絡を行い、社債管理人から保振の新たなインフラを通じて他の社債権者に社債権者集会開催の意向があるかという通知をし、賛同する社債権者が10分の1以上集まったら、社債管理人は、それをもって社債権者集会の招集の請求を行う。
- ・ 賛同する社債権者が10分の1以上集まった、若しくは10分の1以上を保有する社債権者が社債権者集会の開催を希望する場合は、社債管理人は、発行会社に

招集の請求手続を行う。一方、発行会社において社債権者集会が招集されない場合には、社債管理人は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。ただし、こうした裁判所関係の手続については、弁護士法上の問題等あることから弁護士である場合に限られるので、担い手が限られてくるという問題がある。

- ・ 社債権者集会招集の許可申請手続を行い裁判所の許可を得た場合には、社債管理人は、社債権者の委託を受け招集手続の代行、例えば、通知や開催場所の確保といった事務の代行を行う。

(4) 社債権者集会決議の裁判所への認可申立て手続

- ・ 社債権者集会が開催され決議があったときには、社債管理人は、招集者の委託を受けて、裁判所に対し、当該決議の認可申立てを行う。この業務についても、弁護士法上の問題等あることから社債管理人が弁護士である場合に限られる。

(5) 債権者集会における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より、債権者集会において、社債権者集会の決議を執行する。

3. 社債管理人の業務の終了

- ・ 社債管理人は、例えば、再生計画において債権が会社法上の「社債」から「指名債権」になった場合など「社債」が消滅したときには、当然その業務を終了する。
- ・ 社債要項等において、社債管理人の業務の終了事由・時期を定めておく。

4. 社債管理人の報酬・費用

- ・ 社債管理人の報酬と費用であるが、期中については、基本的に発行会社が社債要項の定めにより社債管理人の報酬や管理に関する費用を負担する。
- ・ デフォルト後の業務については、個々に社債権者が社債管理人に委託をするといった形態をとっているため、これらの業務については、当該依頼する者（社債権者）が個別にその費用を支払う。

5. 社債管理人の担い手

- ・ 社債管理人の担い手であるが、現状の社債管理者の担い手である銀行などの金融機関と弁護士事務所（弁護士）が考えられる。ただし、裁判所への手続は、弁護士法や非訟事件手続法に抵触するおそれがあるので、弁護士に限られてくる。

【 意見交換 】

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（社債管理人の法的位置付け）

- ・ 発行会社からデフォルト未発生の証明書が提出されなかったときに、まず未提出という情報が投資家に伝達されたうえで、社債管理人は確認を行い、その確認結果を投資家に伝達するのか。それとも未提出の段階では何ら行わず、最終的に確認された段階になって、初めて何らかの情報が投資家に伝達されるのか。
- ・ 具体的にどの段階で社債権者に通知を行うかは今後の検討となるが、現時点においては当初の証明書が提出されなかった段階では通知することは想定しておらず、確認（督促）した後に通知を行うという整理をしている。
- ・ レポーティングコベナントについて、例えば、社債要項でこれは誰に対する通知義務という形で規定されるのか。仮に、社債権者に対して通知をするということであるならば、社債管理人に何らかの形で代理権が与えられ、社債管理人が通知を受け取った段階で社債権者が受け取ったという効果まで認めるようなことを想定しているように考えるが、斯かる理解でいいのか。この前提に立った場合、代理権の付与はどのように法律構成するのかという問題があるものとする。また、仮に、全く社債権者と関係なく社債管理人という第三者が通知を受け取れるということのみを、社債要項に規定しておくとした場合には、社債管理人の通知の受領行為が社債権者に対してどのような法的な意味を持つのかという点がよくわからないものとなるように考えられる。
- ・ また、レポーティングコベナントで、代表者からコベナントに抵触しないと証明書が提出されたときに、例えば、代表者の名前が違っていた、コベナントとしてレポートされるべき事項が明らかに3つあるがそのうちの2つし

か記載されていなかったときに、社債管理人は、コベナント違反の内容を確認するのか。レポートすべき事項が1つ足りませんと確認をするような義務について、何らかの代理権的なものが付与されていて確認する義務があるのか、確認義務の有無やその程度について、整理をしておいた方が良いのではないか。

- ・ これらの事実行為については、社債管理人は、特段の代理権が付与されて通知するということは考えていない。
- ・ 社債管理人は、あくまで通知があったという事実を伝える役割のみであるため、その内容は確認する義務までは負わないということか。
- ・ コベナントが3つあるうちの2つしか記載されていなかった場合には、当然確認するのではないかと考えている。
- ・ 社債管理人が、発行会社との契約において、発行会社から提出されたものの内容が間違っていないか、社債権者の代わりに確認するという義務を負っているということか。
- ・ これまでのところ、どこまで確認をするのか具体的な検討は行っていない。基本的には、社債管理人は、裁量を持って確認・調査するのではなく、発行会社から通知されたものを社債権者に連絡するという役割・業務である。
- ・ 欧米のやり方を見ても、社債管理人には、デフォルトが発生しているかどうか、その事実を調査する義務は負わせるべきではないと考える。ただし、証明書が形式的な要件を満たしていることの確認は、社債管理人の義務に含まれると考える。
- ・ それは、すなわち、社債管理人に通知受領に係る代理権的なものが与えられ、当該権限においては、社債権者のために最低限一定の確認を行う義務を社債管理人が負うものとするのか。
- ・ 社債管理人は、形式的な不備の確認は最低限行うべきではないかと考える。仮に提出された書類に不備があった場合に、それは提出がなかったという扱

いで、「提出がなかった」という通知をするというのは、あまりにも形式的であると考える。

- ・ 社債要項では、発行会社は、何らかの通知書を送るという義務を投資家に対して直接負い、それを代わりに受け取る社債管理人がいて、社債管理人が最低限受け取った内容について確認するという実務までが担保される規定になるのか。
- ・ どこまで社債要項に規定するかは非常に難しい問題であるが、少なくとも最低限の確認は行われるべきではないかと考える。
- ・ 社債管理人は、最低限の内容確認は行うが代理権は与えられていないという整理か。
- ・ 社債管理人は、サービスとして業務を行い、その一環として、投資家に代って通知を受けるという整理ができるのではないか。
- ・ アルゼンチン債の高裁判決は、通常の債券管理業務については、訴訟追行ほど厳しくなく、「黙示の受益の意思表示」を認めるとも読める。地裁の判決にはこのような文言はなかった。高裁判決に照らして、社債管理人がサービス的な業務を行うことについては「黙示の受益の意思表示」で足りると判断される可能性が高く、これは通説とも合致する。
- ・ 社債管理人が通知を受け取ったというのが、まさに投資家が受け取ったのと同様の法的効果を持ち、そういう法律効果を持つ商品設計をするという前提で社債管理人を構成するのか。
- ・ 構成としてはそうせざるを得ないと考える。
- ・ 通知について、投資家本人だったら普通やるだろうという確認について、代わりにやることがある程度限定されたものというイメージか。
- ・ 社債管理人は、社債管理者ではないので本格的に通知の内容を調査することとはしないが、少なくとも形式的な整合性は確認すべきではないかと考える。
- ・ 「第三者のためにする契約」の下で、それは代わりに受領するという権限

にするという構成か。

- ・ その程度のことは、おそらく認められるのではないか。
- ・ 社債管理者ほど重たくないが、また、投資家に対し、直接、法的なオブリゲーションがあるかどうかは別として、少なくとも投資家のサイドに立って、そういった通知等の作業を確実に誠実にやってくれる人、投資家単独では難しい事務を代行してくれる人がいてくれると、投資家としては、非常にありがたいという認識が多分出発点だと考えている。ただし、それをどう法的に担保づけるのか、実務上どう動かすのかは非常に難問であることは分かっている。ただ出発点としては、そういった認識からこの社債管理人という考え方が出てきていると理解している。

2. 社債管理人の報酬・費用

- ・ 現在社債管理者を行っている者から見ると、社債管理人が、個別に社債権者の委託を受け、その都度、費用をもらって業務を行うというスキームが、果たして実務上スムーズに行くのかイメージがわからない。社債管理人の業務内容と費用負担は、実際の実務の構築の可能性のところも含めて今後さらに議論を深めていただけるという理解している。
- ・ さらに、議論、検討を深めて行く必要がある。

Ⅲ. アルゼンチン債判決について

社債管理人制度の検討に当たって参考としたアルゼンチン債判決の内容について、事務局から、次のとおり、資料3に基づき報告・説明があった。

【 報告・説明 】

1. サムライ債の債権管理会社と訴訟概要

- ・ サムライ債は会社法の適用がなく、社債権者保護の観点から、市場慣行として管理委託契約書及び債券要項に基づき債券管理会社が設置されている。債券管理会社は、会社法の社債管理者に係る条項に倣って、「債権者のために債権の実現を保全するために必要な一切の裁判上の行為をなす権限と義務」などが、管理委託契約書及び債券要項に規定され業務を行っている。発

行会社と債券管理会社との間の管理委託契約は、発行会社を要約者、債券管理会社を諾約者、債権者を受益者とする「第三者のためにする契約」として構成されている。

- ・ 原告は債券管理会社（銀行）、被告はアルゼンチン共和国、2014年1月30日に東京高裁判決が出されている。
- ・ 請求の趣旨は、デフォルト後に実施されたエクスチェンジオファーに応じなかった債券の元本、利息及び遅延損害金の支払いを求めるもので、利息請求権が消滅時効にかかる可能性があることから時効中断のために提訴したものである。

2. 判旨

- ・ アルゼンチン共和国が日本で発行したサムライ債に関して、債券管理者がアルゼンチン共和国に対して償還を請求した事件について、債券管理会社が任意的訴訟担当として当事者適格を有するかどうか争われた事案である。
- ・ 裁判所は、まず管理委託契約が「第三者のためにする契約」であることは認定している。その上で第三者のためにする契約において訴訟追行権を授与することは可能と認めたが、管理委託契約及び債券要項上の規定だけでは受益の意思表示があったとは言えず、「債権者の明示的な受益の意思表示」があることが必要と判示している。
- ・ 明示的な受益の意思表示が求められた主な理由は、

(1) 選択機会の不提供

訴訟追行の結果は債権者に不利益をもたらす可能性があり、そういった可能性がある場合は、債権者が授權するか否か選択する機会を与えるべきである。

(2) 利益相反の存在

債券管理会社と債権者は、注1の利益相反の関係にある。債券管理会社は発行体から手数料を受領、発行体への助言、エクスチェンジオファーの事務の請負があるにもかかわらず、社債管理者と同様の社債権者を保護するような規定がなく問題である。

(3) 債券管理業務からの逸脱

仮に債券管理会社と債権者との間に債券管理を行う関係が形成されていたとしても、「黙示の受益の意思表示」が認められる債券管理業務は、基本的に

債券及び利札の調整と交付、元利金の管理、債券原簿の作成管理、期限の利益の喪失宣言等であり、任意的訴訟担当は債券管理の側面を超える。

(4) 商慣習の不存在等

原告は、これまでもソブリンのサムライ債には同様の規定が置かれており、商慣習が存在すると主張したが、それだけをもって商慣習が存在すると認めることはできない。また、債券要項に規定されている授權の内容について、「一切の裁判上の行為をなす権限」との書き方は非常に抽象的であり、これを見ただけでは、投資家は、債券管理会社に訴訟追行権が授權されているとは理解できない。

3. 社債管理人（案）業務との関係（社債総額での届出）

- ・ 社債管理人の業務はかなり限定しており、裁量も持ってなく、基本的には、アルゼンチン債判決が影響を及ぼすものはないと考えられるが、1つだけ、社債管理人が個別に社債権者の委任を受けず行う社債総額での債権届出については、「受益の意思表示」の問題を考慮しておく必要がある。
- ・ アルゼンチン債判決において「明示的な受益の意思表示」が必要とされた行為は、任意的訴訟担当という当事者に代わって自身の裁量に基づいて他人の権利を左右することが可能な行為である。一方、社債管理人による社債総額での債権届出は保存行為で、任意的訴訟担当とは異なり、第三者の利益を害する可能性がない行為と考えられる。
- ・ また、判決では、「本件債券等保有者の債権譲受行為をもって、控訴人らに対し、通常の債券の管理を委ねる趣旨と解することはできても」と判示しており、通常の債券の管理の委託については、「黙示の受益の意思表示」が容認される可能性もあると考えられる。
- ・ 「第三者のためにする契約」における受益の意思表示は、③にあるように、一般的には受益者に負担を強いることのない行為については、「黙示でもよい」というのが確立した判例通説である。このような点を考慮しても、「受益の意思表示」の方法については、付与される代理権の内容、第三者に与える負担の程度によって差が認められることは明らかである。
- ・ 社債総額での債権届出は、社債要項に規定することで、社債の売買があった場合には、買い方・社債の譲受人には、社債管理人に債権の届出業務があ

ることはわかり、その時点で「黙示の受益の意思表示」を受け入れたと考えることもでき、その内容と第三者に与える負担の程度を踏まえても特段問題があるとも言えないので、アルゼンチン債判決が判示した考え方の射程外であるとも考えている。

- ・ 一方、債券の管理業務から逸脱した行為は、「明示的な受益の意思表示」も求められており、仮に社債総額での債権届出が債券の管理業務にとどまらないと考えられた場合には、「明示的な受益の意思表示」も必要とされる可能性もある。
- ・ 社債総額で一旦届出て、その後に個別の社債権者の委任を取るといった方法について裁判所に確認がとれなかった場合は、社債管理人は、個々の社債権者から委任を受けて、代理をして個別に債権届出を行うという方法を考えている。

4. 債権管理会社を設置したサムライ債への影響

- ・ 債券管理会社は、サムライ債が会社法の適用を受けないことから、リテール向けに発行されたサムライ債のデフォルト時に、リテール投資家の保護の役割を果たすようにと設置されてきた。ところが、この判決によると、このような役割の重要な一部がなし得ないこととなり、リテール向けのサムライ債の発行実務に影響があるのではないかという問題意識を持っている。
- ・ 判決で示された課題について、1から5まで挙げている。1では「債権の実現を保全するために必要な一切の裁判上の行為をなす権限」と債券要項に規定されているが、これだけをもって債券保有者が債権管理会社に対して訴訟追行権を授与したとは認められないとしている。
- ・ 2の債権者の特定、債券管理会社が債券保有者を特定し得ない、把握していない状況では、任意的訴訟を許容する合理的必要性は認めがたいとしている。
- ・ 3の受益の意思表示では、訴訟追行権の授与は、明示的に行うことを要求している。
- ・ 4の債券管理業務がデフォルト宣言までとされると、その後の債券管理会社の債権の届出、訴訟追行、判決に基づく元利金の受領等ができなくなるおそれがある。
- ・ 5の利益相反の問題は、特殊な事情があったかもしれないが、非常に難し

い問題である。

- ・ 本件については、日証協に市場関係者の方からいろいろな意見等が寄せられている。日本の社債市場の活性化とは直接関係はないかもしれないが、日本の資本市場において、サムライ債の発行実務が非常に大きな影響を受け資本市場の役割が十分に果たせなくなるのではないかという懸念である。

IV. 公社債店頭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・発表制度について

「社債市場の活性化に向けた懇談会」の提言を受け、流通市場の活性化に向け、日証協で取組みを進めている社債の価格情報インフラの整備等について、事務局から、次のとおり、資料4に基づき報告・説明があった。

【 報告・説明 】

1. 公社債店頭売買参考統計値制度の見直し

- ・ 公社債店頭売買参考統計値（以下「売買参考統計値」という。）は、指定報告協会員から、午後3時現在における額面5億円程度の売買の参考となる気配の報告を受け集計・公表している。懇談会の提言では、社債の一部の銘柄、具体的には、イベントの発生により信用リスクが高まった銘柄や流動性が低い銘柄について、実勢価格との乖離が大きいという指摘があった。社債の価格情報の透明性を高めて信頼性を確保することが重要だということで、売買参考統計値制度の見直しを行った。
- ・ 1から5まで措置をした。1では指定報告協会員の指定基準の厳格化を図った。2では日証協における指導・管理態勢の充実・強化として、平均気配値や取引価格から一定以上乖離している気配値があった銘柄については、当該銘柄の気配値を報告している全ての指定報告協会員に対して自社の気配値を再度よく見てもらうという措置を講じることとした。
- ・ 3が算出方法の見直しで、現在は上下一定数の気配値をカットして、平均値、中央値、最高値、最低値を発表しているが、今後は社債、特定社債及び円建外債については上下カットを行わないこととした。
- ・ 4の報告時限・公表時間の繰下げは、社債については報告時限を午後5時45分頃、公表時間を6時30分を目途に繰り下げる。これにより、社債の売買

高の多い証券会社や主幹事証券会社など、幅広い銘柄について適切な気配値が報告できる協会の参加が期待される。

- ・ 5 は日証協の取組みで、市場関係者による売買参考統計値の正しい理解が進み、利用の拡大を図るため、日証協のホームページ等での説明を充実させる。

2. 社債の取引情報の発表・報告制度（案）

- ・ 売買参考統計値制度は、証券会社が算出する気配を基に算出した価格を公表する制度であるが、社債の取引情報の発表・報告制度は、米国 T R A C E のように、社債の実際の取引価格等を公表する制度であり、わが国で初めての制度の創設である。
- ・ 証券会社と投資家との間で社債の売買取引があった場合、証券会社では、約定があった社債の取引について、取引価格等を保振を経由し、又は直接日証協に報告する。日証協では、毎月 20 日に、前月 15 日時点で銘柄格付 A A 格相当以上などの基準を満たす銘柄を公表銘柄として決め、発表する。
- ・ 具体的には、毎営業日午前 9 時に、日証協のホームページ等で、発表対象銘柄の取引数量が 1 億円以上の取引の取引価格等を発表する。発表のイメージは、取引数量は実際の数量ではなく「5 億円以上」又は「5 億円未満」と掲載し、約定単価は実際の単価を掲載する。併せて、参考までに売買参考統計値も掲載する。
- ・ 売買参考統計値については、昨年 12 月に関係規則の改正を行った。社債の取引情報の発表・報告制度についても、3 月中にも関係規則の改正を予定している。
- ・ 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、日証協や、保振、証券会社において実務・システム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。これらの措置によって流通市場の透明性と流動性が増すと期待している。

(配付資料)

資料 1 社債権者への情報伝達インフラの整備について (案)

資料 2 「社債管理人 (仮称) 制度」の概要について (案)

資料 3 アルゼンチン債判決を踏まえて

【アルゼンチン債判決 2014 年 1 月 30 日 第二審判決】

資料 4 社債市場活性化のための公社債店頭売買参考統計値制度の見直しについて

以 上