

「第2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25年5月1日（水）午後1時 ～ 2時40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

1. 社債権者への情報伝達及び意思結集を容易にするためのインフラ整備について

社債権者への情報伝達及び意思結集を容易にするためのインフラ整備について、証券保管振替機構（以下「保振」という。） 栗津委員から、保振の「一般債振替制度」を利用して行われた社債権者への通知事例について、事務局から、「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。）等での議論の概要、検討事項について、次のとおり、資料に基づき報告・説明が行われた後、意見交換が行われた。

【 報告・説明 】

（保振からの報告・説明）

I. 保振の「一般債振替制度」を利用して行われた社債権者への通知事例

I－1 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）

現在、保振では、社債権者集会の開催・運営のための「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）」が策定されており、破産管財人等からの要請に基づき、個別の措置として保振、口座管理機関を通じて社債権者へ連絡・通知が行われている。

I－2 一般債振替制度の概要及び社債権者への通知事例

I. 一般債振替制度の構成（1ページ）

- ・ 資料1－2「一般債振替制度の概要 ～情報伝達の流れを中心に～」の1ページの図は、一般債振替制度に参加している構成者を、保振を中心に記載したものである。
- ・ 右上にある発行者は、発行代理人と支払代理人を選任する。発行代理人は発行に係る保振との手続きを担う者であり、支払代理人は利払い・償還時の処理を担

う者である。このため、発行者と保振との直接的な関係は、発行者が制度に初めて参加する際の手続き書類等のやり取りのみであり、実際に社債を発行する際、発行後の元利払い事務等では、保振は発行者とではなく、発行代理人又は支払代理人とデータの授受を行っている。

- ・ 左上の直接口座管理機関は、保振に直接口座を開設している口座管理機関である。保振は、直接口座管理機関との間で、銘柄ごとの数量の増減データ等の授受を行い、保振が備えている振替口座簿という権利を管理するための法定帳簿に残高を記録している。また、直接口座管理機関の先には、保振に口座を開設するのではなく、直接口座管理機関に口座を開設している間接口座管理機関がある。さらに、実際に社債を保有している投資家、制度上「加入者」と呼んでいる投資家が各々の口座管理機関にいる。
- ・ このように直接口座管理機関、間接口座管理機関、加入者と階層的に管理を行う形を、階層構造と呼んでいる。
- ・ その他、制度の関係者としては、日本銀行や資金決済会社がある。

(参考) 一般債振替制度の参加状況について (2 ページ)

- ・ 過去3年の一般債振替制度の参加者数で、このうち情報の伝達に関係するのは、直接口座管理機関と間接口座管理機関である。
- ・ 直接口座管理機関は、一般的に大手の証券会社や銀行、資産管理専門信託などであり、昨年末時点で88社であった。一方、間接口座管理機関は、中小の証券会社や地域金融機関が多く、昨年末時点で435社であった。したがって、情報伝達に関係する直接口座管理機関、間接口座管理機関は昨年末時点で523社であった。

この一般債振替制度は2006年1月に始まり、約7年経過していることもあり、口座管理機関の数は比較的安定してきているのではないかと考えている。今後、本ワーキング・グループの検討の際には、この直接口座管理機関、間接口座管理機関の数も参考にしていきたい。

(参考) 債券種類別発行状況 (3 ページ)

- ・ 一般債振替制度で取り扱っている本年3月末時点の債券の種類別の銘柄数及び残高の一覧表である。
- ・ 銘柄数の合計は58,266銘柄、残高は252兆7,840億円で相応の財産をお預かり

しているのではないかと考えている。

- ・ いろいろな債券をお預かりしているが、今回どの債券を情報伝達スキームの対象にするのかという議論があると思うが、おそらく全銘柄を対象にすることはありえないと思うので、その検討の際の参考にしていただきたく、この表を添付させていただいた。
- ・ 事務局から補足すると、まずは公募で発行された社債 2,717 銘柄を対象として良いのではないかと考えている。

Ⅱ. 一般債振替制度の階層構造（４ページ）

- ・ 多数の一般投資家の方が、振替機関としての保振に直接口座を開設するような単層構造も理論的には考えられる。しかし、あまり現実的ではないということで、一般投資家の方が既に口座を開設している証券会社や銀行など、一般債を広く取り扱う仲介者に保振の口座管理機関になっていただく構造になっている。また、各口座管理機関にはそれぞれビジネス形態があり、そうした事情も勘案し、口座管理機関が保振に直接口座を開設するというパターンだけではなく、間接的に口座を開設して制度に参加することもできる。
- ・ この図にあるように、振替機関を頂点として、振替機関に口座を有する直接口座管理機関、直接口座管理機関に口座を有する間接口座管理機関がそれぞれ加入者の権利を管理する多層的な構造となっている。この構造を「階層構造」と呼んでいる。
- ・ 「社債、株式等の振替に関する法律」では、振替口座簿の記録は、一般投資家の直近上位の加入者・口座管理機関に記録することにより、法的に権利の所在が定まることとなっている。その際、それぞれの投資家の数量を集約して上位の口座管理機関に包括的にまとめて記録されることとなる。ただし、上位の口座管理機関の振替口座簿上、そこに口座を開設している口座管理機関自身の保有分・自己分の残高と、顧客の預り資産である顧客分は分別して記録する。最終的には保振の振替口座簿において、保振に直接口座を開設している口座管理機関ごとにすべての残高の記録が行われる。したがって、保振では銘柄ごとの残高及び残高がある直接口座管理機関を把握できる仕組みとなっている。
- ・ 参考までに図を用いて例示をすると、左下に加入者 X がいて、X の残高自体は

直近上位である間接口座管理機関 甲の口座簿に記録されている。次に、間接口座管理機関 甲の残高については、同じく直近上位の間接口座管理機関 C の口座簿に C の自己分と顧客分を分別して記録されている。さらに、間接口座管理機関 C の残高は直近上位の直接口座管理機関 B の口座簿に自己分と顧客分については甲口座分と加入者乙の残高が集約され直接口座管理機関 B の振替口座簿に記載されている。同様にして直接口座管理機関 B の残高が振替機関に記録されているという階層構造で成り立っている。

- ・ 1 番下にあるように、「※一般債振替制度の業務規程上、通知（情報）伝達の効力が及ぶ範囲は、間接口座管理機関まで」となっている。これは、一般債振替制度へ参加する間接口座管理機関までが、保振が定める業務規則の影響が及ぶ範囲である。

Ⅲ. ガイドラインに基づく社債権者への情報伝達フロー（5 ページ）

- ・ 保振では、2008 年 12 月、「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）」を定めた。
- ・ 一般債振替制度において、現在、特定の銘柄のすべての社債権者を把握するものはない。そのため、多数の社債権者が関係する公募債等の社債権者集会関連情報の通知などを行う際に、標準的な手順を用意することが社債権者の公平な取り扱い、及び社債権者集会の円滑な開催に有益だと判断し、このガイドラインを定めた。
- ・ ガイドラインの前提は、第一に、このガイドラインはあくまでも運用指針として定めているものであり、法令及び保振の規程・規則に基づくものではない。第二に、ガイドラインで定める社債権者集会は、会社法に規定する社債権者集会に加えて、それに類似するものについても適用範囲としている。
- ・ 次に、社債権者集会招集時の情報伝達フローの概要であるが、手順 1 として、招集者は、発行者、代理人、及び社債権者集会の招集者で、保振に社債権者集会の開催予定日や開催目的等を連絡する。手順 2 として、保振は直接口座管理機関に招集者より依頼があった社債権者集会の開催予定の連絡を行い、併せて直接口座管理機関には、招集者に連絡先を通知するよう要請を行う。手順 3、直接口座管理機関は招集者に自らの連絡先を通知する。手順 4、招集者は、連絡先の通知を受けた直接口座管理機関に対して関係書類等を通知する。手順 5、招集者から

関係書類等の通知を受けた直接口座管理機関は、残高を有する加入者及び間接口座管理機関に対して関係書類を通知する。通知を受けた間接口座管理機関も、同様に残高を有する加入者に通知する。

Ⅳ．一般債振替制度における社債権者への通知事例（６ページ）

- ・ 制度開始から約７年が経過しており、ガイドラインに沿った社債権者集会の対応の通知が６件、社債デフォルト案件における社債権者への通知が２３件、合計２９件の通知事例がある。
- ・ ガイドラインを定めたころは、保振も口座管理機関も不慣れなところがあり、招集者と相談しつつ行っていたが、その後、通知事例を積み重ねたことで、口座管理機関の理解を深めていただいたと認識している。
- ・ 保振では、ガイドラインに沿わない事例、例えばデフォルト案件では、緊急性や重要性を鑑み、必要な情報伝達には協力し行っている。

（事務局から報告・説明）

Ⅱ．社債権者への情報伝達及び意思結集を容易にするためのインフラ整備について

１．基本的な考え方

- ・ 資料１－１は、左側に第３部会等での検討・確認事項、右側に主な意見と基本的な検討の方向性を取りまとめている。
- ・ 第３部会では、「１．基本的な考え方」にあるように、社債権者が判断・行動を起こしやすいように、社債に関する情報について発行会社等から社債権者への通知・連絡方法の整備・拡充を図るということで、具体的には、一般債振替制度の下で保振と証券会社等の口座管理機関を通じた通知・連絡方法の検討を進めるということになった。
- ・ 当面は実施可能な範囲で対応することとし、現在の保振の制度を拡充した仕組みを構築するということで検討をお願いしたい。

２．保振・口座管理機関を通じた社債権者への通知・連絡

２－１ 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）

- ・ 上記Ⅰのとおり。

2-2 社債権者への通知・連絡方法の整備

(1) 社債の発行者・社債管理者等から保振への通知

- ・ 「①利用目的」として、「イ. 社債権者集会に関する事項」が考えられ、開催が未確定の段階でも、例えば社債権者への説明会等の開催通知に利用できないかという意見をいただいた。
- ・ 「ロ. 社債契約に定める社債発行者の通知事項の連絡」は、コベナントの抵触など、社債権者にとって重要な事項に限定してはどうかという意見をいただいた。また、「社債市場の活性化に関する懇談会」第2部会では、「コベナントモデルの（参考モデル）」を取りまとめたが、この中で発行会社から社債権者へのレポーティングコベナントの事例として、「① コベナント充足についての代表取締役等による証明書の提出」や、「② 特定の事象が発生した場合の迅速な報告等」があり、この情報インフラの整備と併せて検討することになっている。
- ・ 「ハ. その他」は、社債契約に定めがない場合についても情報伝達インフラを利用するケースがあるのか、整理をしておく必要がある。
- ・ 「② 利用者」については、社債の発行者には管財人等も含むが、他に社債管理者も考えられる。検討課題には、社債権者や、その代理人である「社債管理人（仮称）」の利用があり、例えば、特定の社債権者が社債権者集会の招集の請求を行うために必要な10分の1の社債権者を集める際、他の社債権者へ連絡する場合などが考えられる。
- ・ 「③ 通知内容」については、社債権者とその他の投資家との間の情報格差が生じないように、通知内容は、原則として公告等により一般に公開されている情報に限定してはどうか。
- ・ 仮に非公開情報の通知を認める場合、例えば、社債管理者設置債で、社債管理者が融資部門等で知り得た情報を伝えるといった場合には、チェーンズウォールなど情報管理体制の整備が必要になってくるのではないかと。
- ・ 「(2) 口座管理機関から社債権者への通知」は、保振から証券会社等の口座管理機関へ通知があった場合に、その内容を社債権者へ通知するということである。当然、ワーカブルな仕組みにする必要があると、実務負担、義務及び責任の程度によっては費用の問題が生じ、費用の負担者や金額について検討が必要になってくる。
- ・ 「(3) その他」では、情報が社債権者へ円滑・確実に連絡・通知が行われ、安定

的な制度とするためには、保振の兼業規制との関係の整理や、保振の業務規程や証券会社の約款などの法的手当てが必要になるのではないかという意見もあった。

【意見交換】

1. 新株予約権付社債

- ・ 公募債に関するデフォルト事例には、転換社債型新株予約権付社債（以下「CB」という。）も含まれている。CBの場合、保振の制度上、新株予約権者への通知のために予約権保有者のデータを吸い上げる仕組みがある。これは、会社法において取得条項が行使された場合に予約権の置き換えが発生するためである。したがって、社債について社債権者のデータを吸い上げる仕組みがないものの、CBについては新株予約権者通知を使ってデータを吸い上げることができる。ただし、会社法において社債権者を特定することが求められていないので、保振としてはできないという理解で良いか。
- ・ ご認識の通りである。

2. 費用負担

- ・ 保振の維持運営コストには、債券を発行する際の新規記録手数料や、口座管理機関に対する元利金支払手数料等があるが、どのシステムにどれくらいのコストがかかり、誰が負担するようになっているか。ユーロクリアなどでは、カストディーフィーとして、投資家にある程度負担を求めるような制度設計になっている。レポーティングコベナントについても、レポーティング等を進めていく際には新たなコストが発生し、誰がこういった形で負担するのか、課題になる。
- ・ 保振では、銘柄の新規記録に係る手数料は発行者、口座間の振替に係る手数料は口座管理機関にというように、基本的に便益を受ける方にコストを負担していただくという前提で手数料体系を組んでいる。
- ・ 保振全体として、基本的には収支均衡を目指して運営している点をご理解いただきたい。
- ・ 振替制度が始まる際、登録債から振替債に切り替わるときに、元利金支払手数料についてどの程度が適正な水準かという議論があった。今回、新しく制度を作

るということになれば、新たなコスト負担も生じる可能性がある。この社債マーケット全体のインフラの維持コストを誰が負担するのか、現在の仕組みの中でどうやってコストを負担していくのかという点も、併せて検討できれば良い。

- ・ 資料１－２の６ページを見ると、保振は数多くの通知サービスを行っているが、これらについては、特に手数料や報酬は請求していないということか。
- ・ これまではいただいていない。件数としては制度開始以降の７年間で合計 29 件、年間にすると数件で、あえて新たな手数料体系を制定するよりも、一般債振替制度全体の安定的な運営という観点から吸収可能と判断し運営してきた。

３．ガイドライン

- ・ 規則や法律ではなく、比較的柔軟に対応可能なガイドラインで対処しているのは、何か事情があるのか。
- ・ ガイドライン策定当初は、事例がなかった。ガイドラインを作ったものの、本当に機能するのかどうか疑心暗鬼だった。とりあえずガイドラインを策定し、事例を積み上げていったうえで、何か問題があれば修正する、もしくは必要があれば規則化する前提で、策定した。その後、特に大きな問題も生じていないため、ガイドラインの大きな見直しは行っていない。また、規則化した方が良いのではという話も特にないまま、現在に至っている。

４．社債権者の捕捉率

- ・ 資料１－２の、６ページにある 29 件の事例について、全体として最終的な社債権者の捕捉率はほぼ 100%に近いという理解で良いか。
- ・ その点については、保振では把握できていない。社債権者の把握率が低い場合には、招集者からリマインド要請等をいただくケースもあるが、具体的な捕捉率は分からない。

５．情報伝達フローの裏付け

- ・ 保振が直接的に関係するのは直接口座管理機関であるが、資料１－２、５ページの手順５では、直接口座管理機関から、さらに間接口座管理機関へと社債権者集会関連書類等を通知することになっている。この直接口座管理機関と間接口座

管理機関の間には、何かあれば社債権者に連絡するという契約等の裏付けがあるのか。それとも、何か別の裏付けが手順５を担保しているのか。

- ・ 直接口座管理機関から間接口座管理機関までは、保振の規程・規則が及ぶ。その先の証券会社と社債権者（顧客）との間も、口座管理約款で対応可能なのかもしれないが、明確には規定されていない。そのため、あくまでもボランティアベースで運営されている。

Ⅱ. 社債管理人制度（仮称）について

事務局から、社債管理人制度（仮称）について、次のとおり、資料に基づき報告

- ・ 説明が行われた後、意見交換が行われた。

【 報告・説明 】

- ・ 社債管理人制度（仮称）については、第３部会で議論していただいた。その報告書、検討内容に基づいて、資料の左側に主な意見、右側に検討の方向性、法的論点、実務的な論点を取りまとめている。

○ 基本的な考え方

- ・ 現在、４分の３の社債が社債管理者不設置債という状況の中、社債制度の充実を図るため、現在は設置が強制されていない機関投資家向け社債について「社債管理人」の設置を促そうというのが基本的な目標である。
- ・ 社債管理人は社債権者の代理人として、まずは現行の会社法の下で発行会社と投資家のニーズを踏まえて、発行会社との「社債管理人業務委託契約書（仮称）」や社債要項といった契約に基づく業務を行う。
- ・ 業務・職務範囲はできる限り具体的に限定し、例えば①から⑦のような業務が考えられるのか。
- ・ 「社債管理人業務委託契約書（仮称）」が第三者のためにする契約だとすれば、次の基本的な位置付けに関する法的論点がある。
 - イ. 何をもって社債権者の受益の意思表示とみなすのか。
 - ロ. 代理権が付与できるのか。
 - ハ. 社債管理人の責任義務の範囲も限定することはできるのか。

○ 基本的な役割・業務（１）発行会社からの通知等の授受及び社債権者への通知

- ・ 社債管理人の役割として、デフォルト発生前は、発行会社からの証明書や通知等を受け取って、それがコベナントの抵触など、社債権者の意思決定に影響を及ぼす重要な事項である場合は、社債権者へ通知することとしてはどうか。
- ・ これを実現するため、①「社債管理人業務委託契約書（仮称）」等において、発行会社から社債管理人への報告義務を定めてはどうか。②通知方法については、通知インフラを活用してはどうか。
- ・ （法的論点）社債管理人がすべての社債権者を把握できない場合の対応として、社債権者への通知基準日や責任範囲等を整理しておく必要があるのではないか。

○ 基本的な役割・業務（２）デフォルト発生の確認及び社債権者への通知

- ・ 社債管理人の役割として、自らデフォルト発生の有無について判断を下すことはなく、発行会社からの報告にのみ依拠して社債権者へデフォルト発生の通知を行ってはどうかという整理である。
- ・ （法的論点）デフォルトの発生について、発行会社からの報告のみに依拠する場合、社債管理人の善管注意義務の範囲についてどう考えるか。

○ 基本的な役割・業務（３）社債権者集会の招集手続き

- ・ 現行の会社法上、社債権者集会の招集権を有するのは、①発行会社、②社債管理人、③10分の1を有する少数社債権者だが、社債管理人が社債権者集会の招集を行うために、次の①から③の対応・方法が考えられる。
 - ① 社債権者から社債権者集会開催の意向があった場合には、社債管理人はそのほかの社債権者の意向を確認し、社債総額の10分の1以上の意向があった場合には、社債権者を代理して発行会社に対して招集を請求する。
 - ② 発行会社が①の招集の請求に応じない場合の対応として、「社債管理人業務委託契約書（仮称）」等において、発行会社は社債権者の授権に基づく社債管理人からの請求があれば招集する義務を負うことを規定しておく。
 - ③ 発行会社が経営状態等により社債権者集会の招集が困難な場合、社債管理人は、社債権者からの授権に基づき、裁判所の許可を得て、集会の招集を行う。
- ・ （法的論点）社債管理人は会社法に規定がないため、個別の社債権者との契約に基づく代理人としての構成を確保することが必要ではないか。

- ・（実務的論点）社債管理人には、社債総額の10分の1に達する社債権者の意思を集集したり、社債権者集会を招集したりという、取り仕切る能力が求められるため、担い手は限定されてくるのではないかと。また、開催に係る費用負担について整理しておく必要がある。特定の社債権者の要望による社債権者集会の開催費用を、すべての社債権者に負担させることは難しいのではないかと。

○ 基本的な役割・業務（４）債権の届出等

- ・ 社債管理人による債権の届出については、次の2つの方法が考えられる。
 - ① 総社債権者のために総額で行う方法と、
 - ② 個々の社債権者に確認をしたうえ、個別に行う。
- ・ 社債権者の債権の届出漏れなどを回避するために、①総額で届出を行うという方向性で検討してはどうか。
- ・（法的論点）社債管理人は会社法に明文の規定がないため、個別の社債権者の同意及びその表示なしで債権届出を行えるのか。法律上の根拠のない債権届出については、弁護士法72条の問題があるのではないかと。また、債権届出に異議があった場合の対応についても同法72条の問題があるのではないかと。
- ・（実務的論点）異議が出された場合の対応についても検討しておく必要があるのではないかと。

○ 基本的な役割・業務（５）社債管理人が総額債権届出を行った場合の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

- ・ 債権者集会における議決権行使について、そもそも機関投資家に、社債管理人に委ねるというニーズがあるのかどうかを確認する必要があると考えており、事務局でヒアリングを行いたいと考えている。
- ・ 仮に機関投資家にニーズがあり、社債管理人が議決権を行使する場合、社債権者集会の決議に基づいて行使をすることとなる。
- ・（実務的論点）例えば、特に債権額カットを伴う事項を社債権者集会で可決する場合には、社債権者が能動的に手続きに関与することが必要であるとの指摘がある。
- ・ 社債管理人が議決権を行使せずに各社債権者が個別に議決権を行使する場合で社債管理人が総額の届出を行っているときには、社債管理人は各社債権者へ議決

権行使に必要な情報をまず提供する必要がある。その上で、各社債権者が自ら行うのか、代理人に依頼するのか、もしくは社債管理人に依頼して、必要な書類を提出し、議決権の行使を行うという流れになるのではないかと考えている。

- ・ 社債権者が消極的な場合には再生計画等が成立しないという事態が考えられるとの指摘がある。

○ 基本的な役割・業務（６）その他

- ・ 考えられる業務として、配当の受領や支払いの他に、社債権者からの要望、質問等を受け付け、発行会社に伝達するといった連絡調整機能もある。
- ・ 担い手については、資格要件を債権回収の専門家である弁護士や法律事務所、その他に現在の社債管理者と同じように銀行、信託銀行、保険会社と、範囲を広く考えてはどうか。資格喪失時の対応・後任の選任については、あらかじめ社債管理人業務委託契約書等で後任を選任できる旨を定めておいてはどうか。
- ・ （法的論点）社債管理人に資格要件を設ける場合、法律の規定による以外に、どのような方法があるのか。社債管理人業務委託契約書等であらかじめ後任の社債管理人を選任できることを規定する場合でも選任は可能か。
- ・ 費用負担については、社債管理人の設置を促していくには、できるだけコストを低く抑えることと、誰が負担するのか整理が非常に重要である。発行会社のコスト負担を考慮し、原則、社債権者負担とし、発行時にはデフォルト発生を想定しない報酬額、例えばF Aの相応額やそれ以下の額というものが考えられないか。実際にデフォルトが発生した場合には、社債権者から追加報酬を徴収する仕組み、例えば債権の回収額の中から社債管理人が優先的に報酬を取得するといったことを社債要項に規定し、実行できないかという案である。
- ・ （実務的論点）米国のトラスティのような慣行がない我が国の社債市場において、社債権者から追加報酬を徴収することは、実務上難しいのではないかという指摘がある。

【 意見交換 】

1. 社債管理人制度の前提

- ・ 新たな社債管理人制度（仮称）の検討は、おそらく、資料２、１ページのこれまでの意見「社債権者を保護する者が誰もいないというF A債の現状を改善しな

ければいけない」という考えに基づいているのだと思う。しかし、F A 債のすべてがよくないのか。

- ・ 今回は、現行法の下で、社債管理人制度を米国のトラスティ等も参考にしながら検討するということだが、現行の日本の制度は米国のトラスティ制度に基づいて作られており、会社法改正時に、より投資家保護を徹底するための制度として、現行の社債管理者制度が設けられたと理解している。そうだとすれば、現行の社債管理者制度が持つ問題点を再確認し、整理した上で、それを補完するか、あるいはそれにとって代わる制度として、どのような社債管理人制度を考えるのかということではないか。
- ・ この5年ほどで日本の社債市場の法的インフラはかなり整備されてきたと思っている。例えば従来の私募制度、すなわち少人数私募ないしは従来のプロ私募に加えて、特定投資家私募の制度が創設され、それに基づいて東京プロボンドマーケットができた。まだできたばかりの発展段階の市場で、これから整備されていく市場だろうと思っている。あるべき社債管理人制度とは、このような私募市場も含めた取り扱いで考えられるべきものなのか、そもそも、どのような市場を対象としているのか。現状、F A 債のほぼ100%が、会社法702条ただし書の1億円の例外に基づいて存在している。新たな社債管理人制度の構想にあたっては、この1億円の例外については現状維持として触れないという前提なのか、あるいは、すべてのF A 債を一応の対象とするということなのか。
- ・ 資料2の「社債権者を保護する者が誰もいないというF A 債の現状を改善すべく」については、社債に社債管理者がついていないことを問題視する意見ではないと理解している。社債市場の活性化に関する懇談会や第3部会の議論の中心は、現在日本で発行されている社債が比較的高格付け、信用力の高い会社に限られており、信用力の低い会社は社債が発行しにくい状況にある。また、あるいは信用力が落ちてしまったときの借り換えが非常に難しいという点であった。こうした問題の背景にどのような原因があるかを考える中で、社債管理のあり方も論点に挙げられた。
- ・ 信用力の高い社債の場合には社債管理者の必要性は低いが、信用力の低い会社が社債を発行する際にはニーズがあるかもしれない。一方、現在の仕組みでは、社債管理者は信用力の低い会社への就任は難しいという状況にある。そこで、そ

の原因について考え、制度の柔軟化、プラクティスの柔軟化を試みてきた。また、現行制度の下で、例えば社債の元利金の減免やリストラクチャなど、様々なニーズが出てきた場合に柔軟に対応するためにも、担い手が増えるような仕組みが考えられないかという点が問題の中心になっていると理解している。

- ・ 趣旨は大賛成である。ただし、法律改正なくそのような方向性を目指すとなると、F A債を前提としつつ、たとえば、追加的に社債権者の委託を受けたサービサーという新たな任意の制度の中で「社債管理人」を設置することになるのか。すなわち、社債管理者制度は変えずに、社債管理人制度というものを私的なサービスの一つとして位置付けるということになるのではないか。
- ・ そうだとすれば、社債管理者必置制度に対して「必置ではない」という前提条件を打ち出していく必要があるかもしれない。現在、我が国の企業が発行する社債には事実上社債管理者必置原則があり、社債管理者を置かずに外債（ユーロ債）を発行しようとする、英国法準拠債でしか発行できないという問題がある。したがって、社債管理者必置原則を一度クリアにしないといけない。なお、本 WG では、このような法律問題の整理とは別に、国内市場の新たなプラクティスをどのように作っていくかという段階でのリコメンデーションを検討していくものと理解している。

2. 債権の届出

- ・ 資料 2、6 ページの「基本的な役割・業務（4）債権の届出等」の「方向性の整理」の中に、債権の届出方法が 2 つ挙げられている。①総社債権者のために総額で行う。②個々の社債権者の確認のうえ個別に行う。①と②にはかなり大きな違いがある。①は、社債管理人が全社債権者のために届出を行うため、倒産があっても、社債権者としては、とりあえずは何もしなくて良い。ところが、②では、おそらく社債管理人が、情報インフラを通じて各社債権者に連絡を取り、各社債権者の社債権額を確認のうえ、届出をするということになる。この場合、各社債権者もある程度は能動的に関与していかなければならないことになる。
- ・ 法律問題を検討するうえで、実際に社債管理人に期待される役割として②で良いのか皆さんにお聞きしたい。社債権者が社債管理人に期待する役割としては、どうしても①ということであれば、その実現に向けて様々な角度から法的に検討

を行う必要があり、②でもいいということであれば、その方向で検討することになる。どちらのニーズが強いのかということ、特に今までの議論にかかわってきた皆様から、参考までに意見をお聞きしたい。

- ・ 口座管理機関の立場からは、①である。前提として、個人向け社債と異なり 1 億円以上のものを対象としていると理解しているが、やはりマイカルの事例などでは、F A 債で最後まで社債権者が特定できず、証券会社が投資家に「持っていますか」と聞いて回った。振替制度になってから、投資家の把握は以前に比べて容易になっているが、券面 1 億以上であってもうっかり忘れることもある。新たに制度を作るのであれば、一括・総額で届出ができる方がありがたい。
- ・ 当社（機関投資家）では、幸いにも倒産手続きに基づく社債の届出をしたことはないが、第一生命の基金流動化の際には株式会社化に伴い社債の期限前償還が必要となり、口座管理機関から連絡があり債権届出を行ったことがある。債権の届出だけであったため、事務的な負担が重かったということはない。むしろ、その後の期限前償還の価格や買取価格が妥当な価格かどうかといった判断が、仮に 1 週間しか時間がなったら難しかったと思う。
- ・ 仮に②になった場合、社債管理人が保振の通知インフラを利用して、直接口座管理機関から直接加入者（社債権者）に、もしくは直接口座管理機関から間接口座管理機関を通じて加入者には伝達事項を通知し、最終的には、加入者から社債管理人宛てに「届け出てください」という書類が提出され、その上で各社債権者毎に届出るといったフローが考えられる。現在、招集者から加入者に通知するまでどのくらいのタイムスパンで行われることが想定されているのか。
- ・ 参考の 2/2 ページ、なお書き以降にある。「招集者は、社債権者集会日程等の検討にあたり、すべての口座管理機関が社債権者に関係書類等を交付するために必要な時間（招集者が直接口座管理機関に対して関係書類等を通知してから 1 週間程度）を考慮するものとする」として、一つの指針として記載している。

3. 社債管理人の業務の範囲

- ・ 社債管理人にどのような機能を求めるのかは、第 3 部会でも議論が行われたが、必ずしもコンセンサスが得られたわけではないと理解している。そこで、今回は、

現行法の下でできることから開始するという方針の下に、まずは、例えば資料２、６ページの①総社債権者のための総額届出は、現行法の下でそもそも可能なのか、可能だとしたら、どのように行うことができるのか等々の問題があり、法律家の事前打合わせで論点をピックアップした上で検討を行い、その後、必要であれば実務家との検討会とも摺り合わせをして、準備・検討を進めさせていただければと考えている。

- ・ 現行法上社債管理者に求められている義務が非常に重く、一方ＦＡ債が比較的軽いとすると、両者の間の空白を埋める制度があれば、比較的格付けの低い会社も社債を発行しやすくなるのではないかというのが、このワーキング・グループの前提である。
- ・ しかし、社債管理者に就任する者が少ないのは、義務が重いからではなく、善管注意義務や経営責任がどこまで問われるかがわからないからではないか。当社グループ内にも銀行を持っているが、社債管理者には就任しにくいという意見がある。
- ・ やはり社債管理者がどこまで何をしなければならないのかを明確にする必要があるのではないか。契約次第ではもう少し柔軟な運用等もできるのだということであれば、社債管理人制度を設けることは必須ではなくなるのではないか。後々、社債管理者と社債管理人の区別が不明確になる可能性もあるのではないか。
- ・ 第３部会の議論では、社債管理人に対してどういった機能・役割を求めるのかについて、必ずしも意見が一致したわけではなかったと私も認識している。また、第３部会の議論では、社債管理人について、これから検討しようとしている、現行法を前提としたものとして仕組みを設けるという議論ではなく、法改正を視野に入れて、社債管理者制度をより使いやすいものにするという議論に力点があったように思う。
- ・ 社債管理人にどういう役割・機能を求めるのかについて意見がまだ一致していない現状で、資料２の１ページにあるように、「『社債管理人』は社債権者の代理人として位置付ける」と決め打ちをしなくてもよいのではないか。
- ・ 第３部会の議論では、社債管理人の役割を機械的作業に限定し、事務代行的なものとして位置付けてもいいのではないかという意見もあった。今後の議論の結

果、社債管理人に求められる役割が絞られれば、あえて代理人という位置付けをしなくても済むかもしれない。

- ・ 2 ページに、代理人とする場合にどのような法律構成とするかが記載されているが、法律上の根拠のある、現行会社法上の社債管理者や旧商法上の社債管理会社についてすら、どのような法律構成とするのか等について、様々な議論があった。社債管理人は、法律上の根拠がないものである以上、代理とするのであれば、任意代理しかあり得ないが、どのような法律構成で代理権が発生すると解するのか、また、社債が譲渡された場合における譲受人との関係でも代理人として位置付けることができるのか等、難しい問題がある。
- ・ 社債権者集会の招集を行うための方法・対応について、資料 2 の 5 ページに①から③まである。社債権者集会の招集に関し、社債管理人が社債権者を代理するとすれば、弁護士法の問題も生ずると思われる。
- ・ 資料 2 の 5 ページに「③発行会社が社債権者集会の招集が困難な状態にある場合には、「社債管理人」は、社債権者からの授権に基づき、裁判所の許可を得て、社債権者集会の招集を行う」とあるが、裁判所の許可を得る手続は、非訟手続であり、その手続を代理する場合は、原則として弁護士代理となる。そのような代理の役割まで社債管理人に求めるのは難しいのではないか。
- ・ ①のように「発行会社に対して社債権者集会の招集を請求する」までは、社債権者の意見を結集するという点で意味があるかもしれない。しかし、③の「発行会社が社債権者集会の招集が困難な状態にある場合には、…[中略]…裁判所の許可を得て、社債権者集会の招集を行う」といったことまで社債管理人に担わせる必要があるのか。株主総会ですら、弁護士を代理人としてつけて招集請求をするものの、基本的には株主自身が招集している。
- ・ 資料 1－2 の 6 ページには、「「社債管理人」には、社債総額の 10 分の 1 に達する社債権者の意思を結集して社債権者集会を招集し、これを取り仕切る能力が求められる」という議論まであり、どんどんハードルを高くしているように思う。必要性の観点から吟味し、ハードルを下げていったほうがいいのではないか。
- ・ 個別の論点について述べると、今後議論する社債管理人は、法改正を前提としないものであるということであるが、資料 2 の 9 ページの議決権行使では、「『社債管理人』は、社債権者集会の決議に基づき、自己の名義において議決権を行使する」とある。このような仕組み自体は、会社法や民事再生法、会社更生法の改

正をせずに果たしてできるのだろうか。社債権者集会の決議に基づく社債管理人による議決権行使によって個々の社債権者を拘束する仕組みが、法律の改正なしにできるのかどうか、検討が必要である。

- ・ 社債管理人は社債権者の「代理人」とあるが、発行者ではなく社債権者のための制度として構築する方向で考えようという出発点から、法的な意味の代理権を有するかどうかにかかわらず、英米法の fiduciary 的な地位を持つという広い意味での「代理」という言葉が使われているのだと理解している。それが法律的な意味での「代理権」まで有することが現行法の下でどのような仕組みで可能かについては、今後法律専門家の中で整理して参りたい。
- ・ 資料2は、立法論と、解釈論としても可能なものが含まれているので、それらを仕分ける作業も必要だと考えている。
- ・ 社債管理人は、事務代行等を想定して考え出された。現在、ほとんどの社債が F A 債で発行されていて、社債権者を保護する立場にある者がいないが、法律の改正を待っていては何年かかるか分からないので、少しでも状態を改善しようというのが基本的な姿勢だと理解している。法律上は社債管理者が社債権者の代理人として規定されているので、社債管理人があまり大きな権限や裁量権を持つと、実質的には社債管理者なのではないかという疑問を生じて、会社法と抵触しかねない。そういうことのないよう、社債管理人の職務を限定する必要があると考えている。
- ・ 社債管理人はサービサーであると考えている。したがって、社債権者のために業務委託を受けてサービスを提供するという、ある程度の割り切りが必要である。すべての社債権者について利益が想定されるサービス、例えば、発行体から様々な通知を受け取り、スクリーニングをかけて社債権者に伝えるなど、経常的なサービスを提供することが考えられる。しかし、社債権者に代わって議決権を行使するといった、適法性に疑義が生じるようなサービスを提供することは、避けた方が良いのではないか。サービサーの業務範囲は、法律上疑義なく遂行できるものに限定するのが現実的な解決策ではないか。そうすることによって、コストも現在の社債管理者のように高くないようにできるのではないか。経済的にも、法的にも、現実的な対応が望ましいと考えている。

- ・ 仮に社債管理人が任意代理人だと考えると、届出は総額なのか個別なのか、報酬をどうするのか、事項によっては社債権者集会を開かなければならないのではないか、弁護士法との関係はどうなるのか等の問題が出てくる。このように、任意代理では、法的な倒産処理手続きでは位置付けがかなりあいまいになり、手続き外の事項ということになってしまう。
- ・ 倒産法上「代理委員」という制度がある。これは、裁判所の許可の下、多数の消費者が被害を被っている場合に、共同の利益を持つ人たちが一部の代表者を選任する、あるいは代理人を選任するという制度である。民事再生法第 90 条第 3 項に「代理委員は、これを選任した再生債権者のために、再生手続に属する一切の行為をすることができる」とある。つまり、倒産手続きの機関として認められている。
- ・ この代理委員の仕組みを見据えて、社債管理人を、任意代理人的なものではあるが、裁判所の許可などの手続きを経たうえで、手続き機関として溶け込ませるようなことも考えていいのではないか。そうすれば、社債権者集会の決議は要らないし、裁判所の選任であれば、報酬についても第 90 条の 2 第 5 項により、報酬の優先的な支払いについても手続き的な基礎が与えられる。また、第 91 条には「裁判所は、再生債権者若しくは代理委員又はこれらの者の代理人が再生債務者の再生に貢献したと認められるときは、再生債務者等の申立てにより又は職権で、再生債務者等が、再生債務者財産から、これらの者に対し、その事務処理に要した費用を償還し、又は報奨金を支払うことを許可することができる」とあるので、その活動基準がそれなりに明確になるのではないか。
- ・ 代理委員制度の利用の可能性など、既存の倒産法上の制度との接合や関係について、これまでは必ずしも十分に議論されてこなかった。そういった点についても検討が必要ではないか。
- ・ 倒産や更生、民事再生にいたった際に、社債権者に代わって債権届出等を行うことは、すべての社債権者にとって利益があるし、事務的に処理できる事柄なので、これを社債管理人の職務に含めることが望ましいが、そのような事務処理の範囲を超えて、社債管理人が広範囲な職務を行うことになると、単なるサービスの立場を逸脱して、社債管理者に近づいてくるのではないか。現在の社債管理

者が、非現実的になってきたのは、裁量や権限の範囲が広すぎ、その結果フィーが高いためでもある。社債管理人の職務の範囲を広げることによって権限や義務も広がり、引き受け手がなくなる、あるいは経済的に成り立たなくなるといったことは、できるだけ回避すべきだと考えている。

- ・ 社債管理人は、任意代理を基礎として、権限や責任は契約である程度絞れるのではないか、社債管理者のような法定代理に基づく善管注意義務とは少し異なる形が取れるのではないかというイメージを持っている。
- ・ 善管注意義務などが低減できるということか。
- ・ 契約によって、ある程度は調整、軽減できるのではないか。

（配布資料）

- ・ 社債権者への情報伝達及び意思結集を容易にするためのインフラ整備について（案）
- ・ 一般債振替制度の概要（～情報伝達の流れを中心に～）
- ・ 「社債管理人制度（仮称）」について（案）

以 上