

「第1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3月27日（水）午前10時～11時35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. 社債市場の現状と課題について

(1) 信用評価情報の深化による社債市場活性化

格付投資情報センター（Rating and Investment Information, Inc. 以下「R&I」という。）石渡委員から、信用評価情報の深化による社債市場活性化について、次のとおり、資料に基づき報告・説明が行われた。

【 報告・説明 】

○ ハイイールド市場が存在しない日本の社債市場（2ページ）

- ・日本の社債市場において2006年から2013年2月末までの社債発行金額のうち94%がA格以上の社債で、BB格以下、いわゆるハイイールドボンド市場はない。
- ・BBB格より下の市場がないということは、信用力がBB格以下に低下後は先行きが見えないことを意味する。現状のBBB格市場はその一步手前に位置することから、投資家の投資基準の大半が実質的にA格以上となっていることはいたし方ないことと思う。
- ・実は、BB格市場の創設は、BB格市場そのものもさることながら、むしろBBB格以上の既存市場活性化の大きなカギとなる、ということが認識として重要である。

○ 投資行動においてデフォルトが意識に入ってくる低格付（3ページ）

- ・R&Iの場合、BB格の格付符号の定義は「信用力に当面問題ないが、将来環境が変化する場合、十分注意すべき要素がある」としている。平時はデフォルトをそれほど意識せずに投資できたBBB格以上と異なり、BB格以下はある程度のデフォルトを意識していく必要がある。
- ・しかし、BB格以下の社債がほとんどないため、これまでは客観的で統計的に有意な形でBB格以下のデフォルト率を取得できなかった。

- ・そこでR & Iグループの金融工学研究所が開発した格付推計モデル「RADAR」を用い、信用格付がない上場企業を財務情報から格付することによりサンプル数を拡張した。

○ 格付推計モデルでデフォルト率集計対象を拡張（4ページ）

- ・2011年3月末のR & Iの格付分布は、A格が頂点でBBB-がほぼ右裾になっている。これに対して「RADAR」モデルで上場企業の格付推計をした評価分布では、上場企業約3,500社をカバーし、BBB-、BB+を頂点に、格付符号のレンジを全てカバーできている。ただし、上場企業の中には無借金会社があり、スプレッド水準や損失率を検討するに当たり、デフォルト率を過小評価することになってしまう。
- ・このような点を踏まえて、最終的には、R & Iの信用格付取得先を基本として、格付未取得の企業については有利子負債100億円以上の上場企業を分析対象とした。これにより、サンプル数は全体で約1,300社とR & Iの格付分布の2倍程度になる。またR & IのBBB-に相当する会社数は19社から129社に、BB格に相当する会社数は6社から216社に大幅に拡充され、デフォルト率が統計的に有意な水準となる。

○ 拡張された信用評価別デフォルト率（5ページ）

- ・この新しい集計対象について、2000年度から12年間にわたり平均した信用評価別の5年の累積デフォルト率を出すと、AAA格相当からB格相当まで、高い評価ほどデフォルト率が低く、低い評価ほどデフォルト率が高いということがわかる。
- ・当たり前のことのように思えるかもしれないが、このようなデフォルト率の階段が、信用リスクの違いを評価するという信用評価の最も基本的な機能を実績として表している。
- ・BBB格相当は格付符号の定義どおり、BB格相当よりもデフォルトしにくいということが客観的な数字として確認できる。これによってBBB格がA格とBB格の間にあるということが改めて明確になり、BBB格のスプレッド目線が安定することが期待される。
- ・BB格相当の水準を見ると、5年間で5.44%となっており、これは5年間で100社のうち5、6社程度がデフォルトするという水準である。ハイイールド市場に長い歴史を持っている米系格付会社のグローバル統計では、BB格の長期平均は8～9%程度であり、この数字はおおむね妥当な水準と言えるのではないかと。

○ BBB格相当の累積デフォルト率（6ページ）

- ・ BBB格相当の累積デフォルト率とは、デフォルト率の追跡調査を開始した年度ごとに BBB格相当で母集団を構成し、その後のデフォルトの発生を毎年度計測していったものである。
- ・ コホートとは、デフォルト率の追跡調査を行う母集団をあらわしている。例えば2007コホートは、2007年3月31日基準でBBB格相当の528社が母集団となる。
- ・ 2003コホートは5年間で1件もデフォルトがなく、2004コホートも1年目にわずかにデフォルトが発生しているものの2年目以降はデフォルトが発生していない。一方、2006から2008のコホートは5年累積で2%前後の水準のデフォルトが発生していることがわかる。このように一言でBBB格相当のデフォルト率と言っても、計測期間によって値は様々である。

○ BBB格相当のリスク・リターン分析（7～10ページ）

- ・ 累積デフォルト率のデータをもとに、期間5年の満期保有をベースに運用した場合の年度損益を試算してみる。
- ・ 先ず試算の前提となる信用スプレッドは、BBB格相当の流通利回りのデータを利用し、各月末のスワップスプレッドについて年度ごとに平均値を取ったスプレッド水準とする。
- ・ 次に回収率は、デフォルトした年度に回収できる値として10%を想定した。参考までにCDS取引で近年クレジットイベントに該当した日本企業の回収率に相当する最終価格を見ると、JALが20%、エルピーダメモリが21%である。実際の社債回収率はこれより少なかったと伝えられているが、10%の回収率の想定はやや保守的な水準と言えるかもしれない。
- ・ まず2003コホートを構成するBBB格相当の416社に対して、均等割合で2003年3月末から満期5年の投資を開始し、スプレッドを2002年度平均の1.217%と想定する。同様に、翌年2004コホートを構成するBBB格相当の462社に対して、均等割合で2004年3月末から満期5年の投資を開始し、スプレッドを2003年度平均の0.602%と想定する。このように毎年満期5年の投資を継続すると想定していくと、例えば2008年度損益については、資金収益率は実行年別のスプレッドを投資先数で加重平均することによって0.35%、デフォルト率は各コホートのデフォルト件数のデータを積み上

げることによって0.65%、損失率は計算の結果0.59%となり、資金収益率と損失率の差異が-0.24%となる。

- ・このような損益の試算をまとめると、損益が1%を上回ったのはスプレッドが下がり切る前、かつデフォルトの発生がなかった2003年度のみとなり、それ以外の期は1%に満たない。最終的な損益の認識は、経費率をどのように置くかにより異なってくる。例えば経費率を1%とすれば、2003年度以外は損益がマイナスとなる。また経費率を0.5%とすれば、2007年度から2010年度において損益はマイナスとなる。いずれにしても、想定したマーケットスプレッドと回収率をベースに考えると、必ずしも十分なリターンが得られていなかったということになる。
- ・以上のような分析は、BBB格の信用リスクに見合ったリターンはどの程度見ておけばよいのかということを考える糸口となる。

○ BB格相当のリスク・リターン分析（11・12ページ）

- ・社債市場がないBB格相当では、5年の累積デフォルト率が最も低かったのは2003コホートで3.18%、最も高かったのは2007コホートで9.45%である。ただし2008コホートが4年経過時点で10.27%、また2009コホートが3年経過時点で4%の水準であるため、このまま環境が大きく悪化しなければ2008コホートが最大値を記録しそうな状況である。BBB格相当と同様に、計測期間によって値はばらつきがあるということがわかる。
- ・BB格相当にはマーケットデータがほとんどないため、損失率についてBBB格相当と同様の前提で試算を行い、それをBBB格相当と比較した。BB格相当とBBB格相当の損失率の格差は、2006年度にはほとんどないが、2008年度には2.27%まで拡大している。また同時期の米国事業債の格付別スプレッドの指数でBB格とBBB格のスプレッド格差を試算したところ、大体同じ水準にある。
- ・このように信用評価パフォーマンスを用いることによって、客観的な形でBBB格とBB格の距離感を見ることができた。

○ 信用評価そのものの質の向上（13ページ）

- ・こうした分析の前提として、信用評価が尺度として十分に機能していることが必要になる。そして、信用格付を評価尺度として有用なものとしていくためには、そもそも投資判断に際して把握すべき主要な法人等に網羅的に評価がつけられていく必

要がある。ところが従来の格付会社の一般的なビジネスモデル、すなわち発行体の依頼に基づいて信用格付を付与するイシューペイズモデルでは、格付カバレッジが制約されることになる。

- ・そこでR&Iでは現在、発行体からの格付依頼の有無にかかわらず、信用力を把握すべき法人等を業種別、クレジット水準別に選定し、網羅的にカバーする体系構築を進めている。業種を横軸、クレジットを縦軸に見立てた格子を網羅するという意味で、この体系を「Grid」と呼んでいる。
- ・「Grid」を構成する法人等は現時点で約900社ある。このうち依頼格付のない対象が約300社ある。そのうち海外企業は、日本企業を評価する上で重要と考えられる約60社を選定している。
- ・「Grid」の構築は、第一に、信用分析をより深いものにする。格付依頼のない法人等の分析については、基本となる公表情報以外に依頼格付業務を通じて得られた業界の知見を加えることによって、より質の高い分析を行うことができる。その上で依頼のあった法人については、依頼先と非依頼先、双方のリスク要素を比較検討することによって信用分析の質を向上させる。第二に、「Grid」の構築により評価対象を拡大することは、業種とクレジット水準の格子の上に物差しを当てることを意味するため、これによって信用評価の考え方がよりわかりやすくなることが期待される。このように信用分析の深化と評価対象の拡大を通じて、評価尺度の重要性を高めていくことが、「Grid」の構築という新しいコンセプトの狙いである。
- ・ただし、格付依頼のない法人等について勝手格付の形で格付符号のみを公表することは、現時点では考えていない。

○ 符号以外の信用評価情報—リスク要素の整理・分析（14ページ）

- ・そこで、現在格付符号の提供よりも、むしろ投資家が自身の投資判断においてリスク要素の洗い漏れを確認したり、それらのウエートづけを確認したりすることが可能となるように、格付方法に基づきリスク要素を整理して分析したりレポートを投資家に提供していくことを考えている。
- ・信用リスク分析は大きく事業リスクと財務リスクに分けられる。事業リスクは、さらに産業リスクと個別企業リスクに分けられる。まず産業リスクには市場の規模、成長性、ボラティリティー、競争状況等の要素があり、これらのリスク要素を分析

した上で、発行体の属する業界の産業リスクの大きさを評価している。その上で、例えば鉄鋼メーカーでは個別企業リスクとして製鉄所の競争力、製品構成と技術力、顧客基盤などの要素を分析する。これらの分析によって認識された事業リスクに対して、どの程度の耐久力や投資余力があるのかということを見極めるために、今度は財務リスクに関して収益力、規模・投資余力、債務償還年数、財務構成という要素に分けて、産業リスクに応じた目安を設定して分析している。最終的に事業リスクと財務リスクを総合的に評価し格付符号を決定するが、その基礎となっている分析情報自体も、格付符号と並んで投資家にとって有益な信用評価情報であると考えている。

○ 信用評価情報の深化による社債市場活性化（15ページ）

- ・信用評価パフォーマンス分析により客観的な形でBBBとBBの距離感が見えるようになると、BBBの投資目線に相対感が醸成されてくることになる。それによって、既存市場においてBBBへの投資が促され、既存社債市場が活性化されることが期待される。
- ・さらにBB以下の市場を創設するとなると、投資家がデフォルトを意識するゾーンになるため、本懇談会でもテーマとされているコベナントの情報開示や社債管理のあり方など、社債投資のインフラ整備のさらなる推進が重要になってくる。そこに信用リスクに見合ったリターンについての客観的な目線を入れる必要がある。また、そのようなリスクアペタイトを持つ投資家を育成していくことが、もう一方において重要である。これらの条件を全て整えていくことによって、「社債投資はBBB格以上」という既成概念を打ち破って、新たなリスクプロファイルの企業に対してハイイールド市場から資金を調達する道を開くことが可能となってくると考えている。
- ・なお、ハイイールド市場を意識すると、従来とは異なる発想に立った満期保有ベースのベンチマークも必要となるかもしれない。この場合、デフォルト率という情報が必要となるため、R&Iとしては、この分野において多少とも貢献できるのではないかと自負している。

(2) 地域経済活性化支援機構法について

金融庁 西田課長補佐から、地域経済活性化支援機構法における社債の元本減免の確認に係る規定について、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 】

① 地域経済活性化支援機構法

- ・「株式会社企業再生支援機構法の一部を改正する法律」は平成25年2月に成立、3月18日に施行、企業再生支援機構を改組・拡充し、地域経済活性化支援機構（以下「機構」という。）とするものである。旧機構による支援決定期限は25年3月までであったところ、これを5年間延長し、併せて機能が拡充された。
- ・本法の概要は別添のとおりであり、内閣府が所管の法律であるが、ここに記載があるものの他にもいくつか見直しが行われており、その中には本WGでの議論に関係する社債関連の事項も含まれているので、ご紹介させていただきたい。具体的には、34条の2に「社債権者集会の決議に基づき償還すべき社債の金額について減額を行う旨が記載された事業再生計画に従って事業の再生を図ろうとする再生支援対象事業者は、機構に対し、当該減額が再生支援対象事業者の事業の再生に欠くことができないものとして主務大臣が定める基準に該当するものであるかの確認をすることができる」とある。これは、社債の減免が再生計画に入っている場合には、再生支援対象事業者が、機構に対して、減額が一定の基準に該当するかどうか確認を求められることができるという内容である。
- ・また、34条の3には、「裁判所は、前条第一項の規定により機構が確認を行った償還すべき社債の金額について減額を行う旨の社債権者集会の決議に係る会社法第七百三十二条に規定する認可の申し立てが行われた場合には、当該減額が当該再生支援対象事業者の事業の再生に欠くことができないものであることが確認されていることを考慮した上で、当該社債権者集会の決議が同法第七百三十三条第四号に掲げる場合に該当するかどうかを判断しなければならない」とある。これは、会社法では、社債権者の利害にかかわることを決定するものである社債権者集会の決議が効力を有するには、決議に裁判所の認可が必要とされているところ、機構法34条の2にある基準に該当するかどうかを機構が確認したことを、認可の判断に当たって裁判所が考慮すべきだということである。あくまで考慮するということであり、裁判所の決定を事前に縛るものではないが、一定の予見可能性を高めるものだと聞いている。
- ・機構が社債の元本減免について確認する基準は、主務大臣が、告示において定めている。条文を配布しているが、第一に、事業再生のために合理的に必要となる社債の減免であること、すなわち社債の減免が事業再生のために真に必要であるかどうか

かということ、第二に、社債の社債権者にとって経済的合理性を有すると見込まれること、すなわち事業再生における社債の減免後の金額が、事業再生手続に入らずに社債権者が受けることのできる金額よりも高まることが見込まれること等である。

- ・さらに加えて、「当該社債に係る債務以外の債務の免除の状況その他の事情に鑑み、当該事業再生計画における社債に係る債務以外の債務の取扱いとの実質的な衡平についても十分に考慮するものとする。」とされている。すなわち、機構が確認を行うに当たって、事業再生計画の中で、社債以外の債務から見た取り扱いの衡平性を考慮するという事になっている。

② 内閣府の担当者による寄稿

- ・この点については、本法の作業に係る実務担当者から、金融法務の専門誌に寄稿がなされるものと承知しているのが、担当者の個人的な見解とされているが、ご紹介させていただく。寄稿では、社債の元本減免に関する「枠組みが整備されたことにより、社債権者集会の決議により社債の元本減免が行われ得ることを前提としつつ、機構が必要性を確認した社債の元本減免であることから、社債権者集会の決議が裁判所に認可される蓋然性も高いとの予見を事業者に与えることができる等の効果が期待されている」とされている。これは、今回の法改正について、会社法上の解釈について一定の方向性を与える効果と、これを前提に裁判所の認可について予見性を与える効果があるということであろうかと理解している。
- ・機構による確認の基準については、「ここでいう『実質的な衡平』については、個々の事例に即して判断されることとなるが、債権の減額率等の形式的・画一的な基準によって判断するのではなく、例えば、貸付債権者である金融機関と一般の社債権者を比較すると、一般的には、以下のような事情が認められることも十分考慮した上で、両者の取扱いに実質的な衡平が取れているかどうかを判断することが求められるものと考えられる」とされている。「以下のような事情」としては、「金融機関は、社債権者と比較して、債務者に係る情報収集能力が高く、債務者の経営に対する関与の度合いも大きい」こと、及び「金融機関が有する貸付債権は、一律に条件が定められる社債と比較して、条件設定の自由度が著しく高い」との記載がある。
- ・また、「機構は、個々の事業者の事業再生のみならず、それを通じた地域経済の活性化を図ることを目的とするものであることから、個々の社債の元本減免が社債市場

の動向等の経済活動に与える影響等にも配慮しつつ、その必要性を判断することが期待される」との記載がある。

- ・以上まとめさせていただくと、地域経済活性化支援機構法による再生手続の中で、これまで会社法上の解釈について議論があった点についての措置が行われており、すなわち、一方で社債権者集会の決議を行う前に機構が一定の条件に該当するかどうかを確認する手続を設け、その内容を裁判所が考慮することにより再生手続の円滑化を図りながら、他方で実質的な衡平や、社債の減免額が社債権者にとって経済合理性を有するものであると見込まれることなど、社債権者の保護についても一定の配慮をしながら進めていくという内容も盛り込まれている。

※ 本寄稿は、守屋貴之＝國吉雅男＝堀越友香「株式会社企業再生支援機構法の一部を改正する法律および関係政令等の概要 ——企業再生支援機構の地域経済活性化支援機構への改組・機能拡充」金融法務事情No. 1968（2013年4月25日号）。

【 意見交換 】

1. 機構への確認

- ・機構への確認は、事業再生計画を踏まえた減額等について社債権者集会に諮る前に確認を取るのか。それとも社債権者集会の決議後、裁判所の認可が下りる前に確認を取るのか。
- ・一般的な手続きの流れは、事業者が社債減免を盛り込んだ事業再生計画をもって機構に申し込み、機構が支援を決定する。その後、事業者が機構に対して確認を依頼し、機構が社債減免の不可欠性等を確認し事業者に通知したうえで、事業者が裁判所に認可を申し立てるという形になるものと理解している。すなわち、機構が確認し、社債権者集会が行われ、その後裁判所の手続きということである。

2. 社債の減免の可否

- ・会社法では、社債の減免が可能かどうかについて説が分かれている。「和解」において読むことができるというのが通説で有力な見解だが、東京地裁においては、そうではない取扱いがなされているとも聞いている。学説においても、会社法に社債の減免を認める明文の規定がないためできないという見解がある。今日の報告では、社債の減免は会社法上可能であるということを前提にするものの、社債権者集会で

減免の決議をしても最終的にその効力が裁判所の認可にかかっているため、法的安定性には問題があるということであった。これは、デフォルトが発生する可能性が特に高い低格付の社債市場の活性化を目指す本ワーキング・グループの議論にとっても、関係が深い重要な問題である。

- ・ 現在の実務において、社債権者集会の決議による社債の元本減免を裁判所が認可する際、債権の減額率等が形式的・画一的な基準によって判断されているという問題があるために、こうした立法をするのか。それとも、そもそもあまり実例がないのか。
- ・ 社債の元本減免は、そもそも解釈上可能かどうかが議論になっているぐらいである。いわゆるリスケジュールは外債から始まり、国内債でも幾つか例が見られているが、画一的に判断されているのかどうか言えるほど十分な事案の積み重ねはないのではないか。
- ・ そうだとすれば、やはり会社法上の手当てができなければ、この法律を作っても必ずしも社債の元本減免がスムーズに進むとは限らないのではないのか。
- ・ 寄稿には「こうした枠組みが整備されたことにより、社債権者集会の決議により社債の元本減免が行われ得ることを前提としつつ」とあるので、申請があれば必ず裁判所が認可するとはもちろん言えないものの、行われ得ないということではないということについては、明確になったと理解している。
- ・ 論点として2つの局面があると理解している。1つ目は、そもそもの入り口として、社債の元本減免が社債権者集会の権限としてできるのか、2つ目は、できるとして、どのような内容の減免であれば、社債権者集会の決議を裁判所に認可してもらえるのかということである。
- ・ 1点目については、経済産業省に設置された「事業再生関連手続研究会」では、少なくとも、和解の内容として行われるような場合はできるという結論にいたったと理解している。ただし、和解の場合には、民法上、互譲の要件を満たす必要があり、どのような場合に互譲があったものとされるかという論点がある。また、社債権者集会の決議により一方的な意思表示で社債を減免することが果たしてできるのかと

いう論点は別途残っている。したがって、社債の元本減免が全て社債権者集会の決議でできるという前提にまでは立っていないと理解している

- ・ 2点目については、最終的には裁判所の判断であるので、裁判所の判断が出てみないとわからないものの、このような枠組みを作ることにより、機構による確認がされているという事実を裁判所に尊重してもらえて、認可についての予見可能性が一定程度確保されると期待されているものと理解している。

3. 地域経済活性化支援機構法から会社法への影響

- ・ 今回、地域経済活性化支援機構法が成立・施行されたことは、会社法にも影響を与えていくのではないかと。社債の減免ができるという方向の立法的な根拠が与えられたという意味では、大きな意義がある。
- ・ 経済産業省の「事業再生関連手続研究会」の議論との関係でも、今後は立法的な措置がテーマになってくると思う。研究会の主たるテーマは、いわゆる事業再生ADRの中で社債の減免を認めたいということであった。今後は、事業再生ADRにおいて社債権者集会による社債の減免がしやすいように、産活法の改正も検討対象になってくるのではないかと。社債格付等においても、回収場面での考慮要素を見直すなどの影響があるのではないかと。
- ・ こういった法制ができてきたのは、やはり企業における社債による調達的重要性・存在感が大きくなってきたということの裏返しだと思ふ。そういう意味では非常に良いことではないかと。
- ・ 地域経済活性化支援機構法は会社法上の解釈にどういった影響を与えてくるか。とりわけ本法の期限が切れた後に、会社法上、裁判所が社債権者集会の決議を不認可とする場合、第733条第4号「決議が社債権者の一般の利益に反するとき」をどういったふうに解釈していくか。考え方の一つとして、経済合理性を重視し、事業再生した場合の減免額が、事業再生をしなかった場合の減免額よりも少ないことが挙げられていた。しかし、第733条第4号の解釈として、決議が社債権者の一般の利益に反するときというのは、民事再生法で言うところの清算価値保証原則を満たしていれば良いというような解釈もあり、そこが重なってくるようにも思ふ。地域経済活性化支援機構法第34条の3の「考慮した上で」という文言はそこについて改めて念を押

しているのではないか。いずれにしても、会社法上、どのように解釈するかということを含めていく必要があるのではないか。

4. 実務から見た社債の減免

- ・投資家から見れば、債務の減免をしなくとも社債の償還を延長すれば、予定された期限に償還されないのだから、実質減免と同じである。社債契約の場合にはデフォルトの成立する可能性が高く、格付は大きく下がるだろう。会社法、破産・倒産法の先生方と、投資家・実務家との間で形式的なデフォルトと実際のデフォルトとの間に認識の違いがあるのではないか。もちろん、デフォルト宣言を回避することも実際可能ではあるが、手続上は容易ではない。
- ・会社法では、条文上、支払いの猶予は明文の規定があるが、減免については明文の規定がないために解釈の余地が生じている。
- ・社債管理等の実務的な観点から、最近の破綻事例やリスケジュールされた事案を見ていると、信用状況が悪化した段階で社債の価格が下がり、その段階で、ファンドが安い価格で買っている。要するに社債権者層や投資家層が、信用状況が悪化した段階で入れかわっている。そうした場合、例えば当初100円であったものを60円で購入した者からすると、社債の元本が減免され70円で返ってくるとしても利益が出ることになる。また、そういう投資家であれば、おそらく事業再生プロセスにも積極的にかかわっていくだろう。他方で、過去の社債のデフォルト事例などでは、会社更生等に入った段階では個人投資家がほとんどだったという例も存在している。そうした中で、実際の具体的事例においてどう適用していくかということを考える場合には、やはり個別銘柄ごとに投資家層などを十分に考えなければならないのではないか。枠組みができたとしても、個人向け社債もこうした枠組みに入れていくのが良いのかというようなことが実際の実務運用面では重要になるのではないか。

5. 債権間の実質的な衡平

- ・今回、裁判所による認可の基準（告示）の中に、経済合理性やその他の要件にプラスして「実質的な衡平」という要件が入っている。これは、例えば金融機関のカット率が3割だから社債も3割カットとするなどのように、自動的に他の債権者と同

じようなカット率にしてはいけない、他の債権者との相違等の実質的な要素を考慮して合理性をよく吟味した上で案をつくらなければならないということだと理解した。そうだとすると、例えば金融機関のカット率が3割だとしたら、社債権者は1割5分にするなどといったことが想定されているのか。

- ・実質性を考慮せず、こちらが3割だからあちらも3割というような形で一律にすべきでないというのは、ご指摘のとおりではないか。他方、寄稿にもあるように、金融機関と比べて社債のカット率を具体的に何割にすべきという議論よりも、個別の事例に即して、債権者全般と事業再生全体でカット率が決まる中で、実質的な判断をしていくべきだという議論ではないか。

6. 社債の一体性

- ・社債の一体性はいつまで続くものなのか。ここ数年のデフォルト事例においても、FA債のように社債管理者がいないものは、更生手続に入った瞬間から債権者が個々に行動することを求められている。トータルで見ると、100億という固まりの大口の債権のようにも見えるし、個々の1億の債権者と見ると、小口の債権者のようにも見える。ここ数年様々な事例が出てきている中で、現場ではこういう処理で良いのか、何かメルクマールがあれば助かる。
- ・社債の投資家層を分けることができるか、若しくは分けるべきかといった議論において、事前にどういうグループとして社債を買ったのかということと、倒産してみたらどういうグループだったのかということと、そのときにどういう手続が選択されたのかということによって、社債権者をどのように扱えるのかが変わり得る。概念的な議論というよりは、現実的にどういうふうに対処することができるかという議論が必要なのではないか。
- ・和解で社債の元利金の減免はできると考えているが、一部に主張されているように、個別に同意を求めることになると、結局集合行為の問題となるために減免ができなくなり、会社自体が再生できないというようなことにつながってしまう。したがって、多数決で縛らなければいけない局面とも考えられる。

7. 立法論

- ・社債権者集会における裁判所の関与が議論されているが、これはF A債の問題等とも相互にリンクしている。2005年に新しい会社法ができ、社債の定義、社債管理者、そして社債権者集会における裁判所の関与の問題がいわば一つのパッケージになって考えられてきたのではないか。これは商法から会社法に変わる際に、小さい会社も含めてほとんど全ての会社が社債を発行できるようにしようという当局の配慮によると考えられる。一方で、社債の定義や実態が狭められた可能性があるのではないか。F A債に象徴されるように、プロに売られる社債に社債管理者が必要なのか。実際、外債には、過去には日本法準拠のものがあったが、現在は全くない。全て英国法準拠にせざるを得ない状況になっている。
- ・会社法では、社債権者集会を公的コントロールの下に置くために、和議の制度を参考に社債権者集会の制度が創設されたようである。純粋な私的な団体による決定というよりも、一定の公的コントロールが必要であるという前提の下、破綻処理手続と平行で考えられたのが立法の経緯であるようである。

2. 今後の本ワーキング・グループの進め方について

事務局から、本ワーキング・グループの進め方について、次のとおり、資料に基づき報告・説明が行われ、了承された。

【 報告・説明 】

(1) コベナント・債務の状況等に関する情報開示

- ・投資家が社債投資に当たって必要な情報・重要な事項と考えられるローンのコベナント・債務の状況等について、事例集の作成等を通じて、開示を充実していこうという取組みである。
- ・現在事務局で事例集（案）を検討しており、9月頃から、本ワーキング・グループにおいて検討をお願いしたい。

(2) 社債権者保護の充実のあり方

- ・現在4分の3の社債が社債管理者不設置債で、デフォルト時や、企業を巡る外部環境が大きく変わったときに柔軟に対応できるよう取組みを進め、社債権者の保護の

充実を図る。具体的には、

① 社債権者への情報伝達及び意思結集のインフラの整備

社債権者が自主的に判断し能動的に行動できるよう、証券保管振替機構や証券会社のインフラを整備し、社債権者に情報を伝え社債権者の意思決定を容易にする。

② 社債管理人（仮称）の検討

社債権者の代理人として債権の保全・回収業務を行うもので、現行の会社法の下、契約ベースでどのようなことができるか、仕組みの検討を行う。

③ 社債権者保護のあり方についての課題の検討

上記①及び②を検討した上で、さらに、社債権者保護の充実に向けて、社債管理や企業の債務再編といった課題やあり方の整理、検討をお願いしたい。①と②は12月末までに検討を終え、③は10月頃から、検討を開始したい。

（配布資料）

- ・ 信用評価情報の深化による社債市場活性化
- ・ 地域経済活性化支援機構法案の概要（株式会社企業再生支援機構法の一部改正）
- ・ 株式会社地域経済活性化支援機構法（抄）
- ・ 内閣府告示 | 総務省告示 | 財務省告示 | 経済産業省告示 第二号
- ・ 社債市場の活性化に関する懇談会・WG当面のスケジュール（案）
- ・ 「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」の設置について

以 上