

「第9回 社債市場の活性化に関する懇談会 第2・3部会合同部会」議事要旨

日 時 平成23年8月24日（木）午後4時～5時15分

場 所 日本証券業協会 第1会議室

出席者 神田第2部会長、神作第3部会長ほか各委員

議事概要

1. 第2部会及び第3部会の検討状況

事務局から、第2部会と第3部会のこれまでの検討状況について、次のとおり、配付資料「社債のコベナントの多様化及び社債管理等について②（整理検討メモ）」及び「『社債市場の活性化に関する懇談会 部会』検討状況について（2）」に基づき報告・説明が行われた。

【報告・説明】

- ・ 第2部会では、社債の標準的なコベナントモデルの策定、社債のコベナントや債務の状況の情報開示等について、第3部会では、社債管理のあり方等について検討を進めている。
- ・ 第2部会の検討項目として、まず、コベナント等の情報開示がある。これは社債と他の債権との弁済順位の優劣とも関連してくる論点であり、投資家保護の観点から開示が必要な情報について、有価証券報告書や臨時報告書等による開示を促すというもので、開示ガイドライン・事例集(案)のたたき台が示されており、今後、併せて示されている留意点も踏まえつつ、開示のあり方について、さらに検討を進めていくことになる。
- ・ 次に、第2部会の検討項目として、標準的なコベナントモデル（事例集）の策定がある。これは、コベナントを多様化することにより、社債という商品の多様化を図り、これまで社債を発行していない企業や信用リスクが相対的に高い（格付けが低い）企業による社債の発行を促すことを目指している。これまで、コベナントのモデルが例示されており、米国での運用の例を参考に、コベナントをインカランステストとメンテナンステストのコベナントの2つに分類し、検討を行っている。メンテナンス・コベナントは、財務数値を規制するものであり、定期的に財務指標をチェックする必要があることから、その遵守は発行会社にとって必ずしも容易ではない。一方、インカランス・コベナントは、一定の行動を起こすことを規制するものであり、そういった行動さえ起こさなければ遵守が可能である。そのため、信用リスクが相対的に大きい企業の社債のコベナントとして、より適切なものではないかと考えられている。この2つのコベナントの具体的な内容も提示されており、詳細について、さらに検討を進めていくこ

とになる。こうしたコベナンツモデルのパターンを例示し、発行会社において自社の信用状況や市場環境に応じて必要なコベナンツを選択していただくことで、条件決定を容易にし、社債の発行を促すことを目指している。

- ・ 社債には多数の社債権者・投資家が存在しており、コベナンツに抵触した場合の対応・結果は非常に重く、第2部会では、コベナンツ抵触時の対応が課題となっている。我が国の現状では、コベナンツに抵触した場合、多くの社債において、直ちに期限の利益の喪失となってしまうため、機動性・柔軟性に欠けるとの指摘がある。一方、米国では、コベナンツに抵触したとしても、直ちに期限の利益の喪失となるわけではなく、いくつかのステップを踏む建付けになっている。例えばコベナンツに抵触した場合でも、まずはトラスティ又は一定の比率、例えば10%以上、25%以上の社債権者から発行会社宛てに通知が行われ、それから30日から60日、90日程度の長さで、抵触した内容の治癒等の対応を行う期間が設けられている。治癒ができないまま、この期間が経過すると、イベント・オブ・デフォルトとなる。さらにこの後、トラスティ又は例えば25%以上の社債権者から発行会社宛てに改めて通知が行われ、そこで期限の利益の喪失が確定する。途中で2度ある通知は、一定の比率の社債権者、特に大口の社債権者からの通知という事例が多いようである。
- ・ 第2部会では、このように社債のコベナンツの多様化、コベナンツ抵触時の対応の柔軟化・機動性の確保に関する検討を行っているが、こうした内容は、第3部会で検討を行っている社債管理のあり方、社債管理者に期待する役割・業務等とも密接に関係してくる。
- ・ 第3部会では、社債管理人（仮称）について検討を行っている。社債管理人には、社債のデフォルト後の債権の保全・回収に特化した機能を持たせることを考えており、具体的には、デフォルト後に社債管理者が行う社債のデフォルトの確認や債権の届出、社債権者の債権の届出等の連絡・通知、配当の受領・支払といった権限・業務を考えている。社債権者集会の招集等、どこまでの機能・権限を持たせるかについてさらに検討を進めることとしている。
- ・ また、社債の期中管理、デフォルト前の管理について、社債管理者にどのような業務・役割が期待されるのかについても、第3部会で検討を行っている。現状、社債管理者には、責務と期待される役割のギャップの問題と、利益相反の問題があると指摘されている。利益相反の問題は、社債管理者の多くが発行会社のメインバンクであることから生じている。
- ・ 現在、社債管理者が主に行っている業務は、債権保全行為として行われる発行会社の財務内容、コベナンツの遵守状況のモニタリング、担付切替等である。これに対して、会社法上の公平誠実義務、善管注意義務の具体的な責務と、違反した場合の損害賠償の範囲が必ずしも明確ではないため、ギャップが生じている。現状では、社債管理者はその責任範囲を極めて広く考

えて業務を行わざるを得ず、信用リスクが相対的に大きい（格付けが低い）会社の社債については、社債管理者への就任が困難なケースがあるとのことである。

- ・ そこで、第3部会では、このギャップを埋めるために、社債管理者の裁量権を拡大する方向性と、社債管理者の裁量権を具体化・縮小する方向性の2つが示され、社債管理者の裁量権の具体化・縮小については、社債管理者の義務の明確化や社債権者の意思確認手段の多様化といった課題が挙げられている。

2. 社債管理者の新たなあり方

北原昭宏氏（三井住友銀行 証券ファイナンス営業部副部長）から、社債管理者の新たなあり方について、次のとおり、報告・説明があった後、意見交換が行われた。

【 報告・説明 】

(1) 現状の社債管理業務

- ・ 現状の社債管理業務は、平成5年の商法改正時において、それまでのいわゆる適債基準に替わるものとして、社債管理者（当時は社債管理会社）を強制設置することにより、一定以上の信用力のある発行体のみが公募社債市場に登場するように制度設計されたもの。社債管理者には、善管注意義務と公平誠実義務が課せられ、具体的な業務内容は定めず、基本的に裁量権に任せる制度設計で、裁量の結果及び利益相反行為に対する損害賠償責任という比較的重い責任を社債管理者に負わせることで、将来、そのようなリスクがある発行体に対しては、「社債管理会社に就任しない」という判断を社債管理者に行わせることとした。これにより、一定以上の信用力のある会社のみが公募のマーケットに登場できるような仕組みの制度（フィルタリング機能）となった。
- ・ 最近はF A債が主流になってきているため、フィルタリング機能の外で発行される社債が殆どである。そのため、社債管理者によるフィルタリング機能が本当に必要なかどうか議論の余地があり、第3部会で社債管理者のあり方が議論されていると認識している。しかしながら、社債管理者の義務、責任にかかる会社法の内容が全く変わっていないため、依然として一定以上の信用力がある発行体以外に対しては、社債管理者になりづらいという状態が現在も継続している。

(2) 検討の方向

- ・ 社債市場のすそ野の拡大を、社債管理者設置債の活用という形で検討しようにも、現在の社

債管理者が負う義務・責任からすれば、社債管理者のなり手が少なく、手詰まりに近い状況にある。こうした状況を踏まえ、社債管理者設置債のさらなる拡大を促すならば、社債管理業務の枠組みを見直す必要があり、第3部会では、2つの方向性について検討を行っている。着目したのは社債管理者の裁量権であり、方向性1は、社債管理者の裁量権を拡大させて、善管注意義務、公平誠実義務に更に期待した運営に切り替える、方向性2は、裁量権を極小化し、投資家自身が主体的に判断する制度にすることで社債管理者の負担を軽くし、それにより新規に金融機関の社債管理者への参入を促すというものである。

- ・ 第3部会では、債券の価格の透明性や、管理にかかる手数料といった発行会社のコストの観点等から考えると、社債管理者の裁量権を拡大する方向性は、現実的には難しいのではないかという意見が多かった。むしろ、欧米で一般的なトラスティに近い制度設計を行うことで、社債管理者の裁量権を縮小し、投資家の判断を促すというやり方のほうが現実的ではないかという意見が優勢であり、方向性2を中心に議論されている。

(3) 社債管理者の裁量権

- ・ 社債管理者が持つ裁量権は、破たん前後は、個別事案により対応が異なるため、一般論として例示することは難しい。そのため、破たんの懸念がない平時の状態でどのような裁量権を持っているかを、一般的な社債管理委託契約のベースで見て確認すると、最も強い裁量権は、社債管理者が本社債の存続を不適当と認めたとき、すなわち、いわゆる「信用害損事由」が発生した場合には、社債契約上の要件に外形的に抵触していなくとも、社債管理者の判断で期限の利益の喪失を宣言できるという権限が挙げられる。
- ・ 期限の利益の喪失関係では、発行会社による報告・通知が遅延、怠った場合には、その補正・履行期間を設定することができるという裁量権が認められている。契約によっては、何日間を下らないといった形で若干範囲が定められている場合もあるが、最長何日間に設定するかについては、完全に社債管理者の裁量で設定することができる。
- ・ 社債に担保権を設定する（担保付に切り替える）という裁量権がある。これは発行会社との協議のうえで行うことになるが、どの担保を取るか、その担保価値がいくらかといった判断の権限は、社債管理者が持っている。他には、調査権限も認められており、信用害損事由等の確認等のための調査を、裁判所の許可等の必要なく、いつでも行える。調査の範囲は、発行会社だけでなく、連結子会社も対象とするのが一般的な契約である。

(4) 新しい社債管理者設置債

- ・ 社債管理者の裁量権を縮小し、現在ではごく少数の金融機関のみが担っている社債管理者業務の担い手を増やすための業務等の見直しについては、次のようなものが考えられる。
 - イ. 平常時には、社債要項に定める発行会社が負担する義務の期日管理や、履行状況の管理といった、契約に定められた手続きを発行会社が確実に履行しているかどうかの確認が、社債管理者の最も基本的な業務になる。確認は、基本的には発行会社の開示書類と報告に基づき行い、現在のように、金融機関の融資業務を通じて知り得た情報・法人関係情報を使う仕組みは、想定しない方が良いのではないかと考えている。これは、融資業務で知り得た情報を用いることを前提にすると、いわゆるメインバンクへの期待が大きくなり、利益相反の問題がクリアできず、かつメインバンク以外の新規の社債管理者の担い手が増えないことに繋がると考えるからである。
 - ロ. 社債管理者が発行会社の義務違反・不履行を発見した場合には、直ちに、発行会社及び社債権者にその旨を通知し、社債権者の判断を仰ぐということを基本的な形としてはどうか。現状では、義務違反・不履行は、基本的にはコベナント違反で即デフォルトになってしまうため、義務違反・不履行が確定する前に、デフォルトにしない、又は軟着陸させるための対応策を発行会社と社債管理者の間で協議し、義務違反・不履行の開示と同時に当該対応策を社債権者に開示するという流れであるが、これでは裁量権がいつまでたっても小さくならず、かつ、社債管理者の管理負担も大きい。まずは、発行会社は、義務違反・不履行の発生もしくは発生懸念があることを遅滞なく開示し、それについて社債権者の判断を仰ぐこととしてはどうか。開示を受けた社債権者は、当該社債を売る、又はコベナント違反を理由にして期限の利益を請求喪失という形で失わせる権利を社債権者に持たせるといった、社債権者自らが対応を選択できる制度設計とすれば良いのではないか。
 - ハ. 担付切替については、担保付に切り替えた場合は担保付社債信託法の適用を受けることとなる。同法では、担保の受託会社は、担保価値等を金融庁に報告することとされているため、今までは社債管理者が担保の受託会社に就任する前提で評価等を行ってきた。これを、例えば、ABS等の評価でよく利用される不動産鑑定会社に、発行会社が担保価値の査定を依頼し、その評価を基に、社債権者と交渉するようにしてはどうか。
- ・ 社債管理者の判断による調査権は、（信用害損による期限の利益喪失を宣言しうる裁量を社債管理者に持たせないのであれば）その権限を行使することはなくなると考えられるが、社債権者の請求に基づき、調査が必要になるという状況も考えられるので、今後議論していく必要があると考える。

(5) 検討事項

- ・ 社債管理者の資格要件やあるべき体制を、いわゆる利益相反の問題と絡めて整理する必要がある。利益相反行為の要件を定義した上で、現行法のように利益相反状態になること自体は可とするのか。それとも利益相反行為になること自体を禁止するのかという問題や、特に後者の場合、それともチャイニーズ・ウォールのように体制で整理するのか、それとも專業会社のよな形としたほうがよいのか、といった点をしっかり議論する必要がある。もっともそもそも裁量権がなく法人関係情報を利用しないという前提であれば、利益相反を考慮する必要はないという考え方もできるかもしれない。
- ・ 社債管理者が各種義務に違反した場合の損害賠償責任等の範囲を整理する必要がある。新規に社債管理業務への参入を検討する金融機関については、社債管理業務により発生するリスク量がおおよそ把握できない限り、新規参入は困難ではないか。このような点からも社債管理者はどの程度まで責任を負うのか、明確化する必要があると考える。
- ・ コベンナツにも関係するが、期限の利益喪失について、現状の当然喪失条項（一定の事実が生じれば自動的に期限の利益が失われる条項）のみという方式から、請求喪失条項（一定の事実が生じ、かつ、社債権者からの請求があれば期限の利益が失われる条項）を併存させることの検討が必要ではないか。例えば、元利金の不払いや法的整理については、当然喪失条項で良いが、例えばクロス・デフォルトや担保提供制限条項のようなフィナンシャルコベンナツ違反については、直ちに、デフォルトとするのではなく、請求喪失条項として、アmend（契約修正）やウェーブ（適用免除）する対応を含め、投資家が判断できるような形にしたほうが、手続きがスムーズに進むのではないか。
- ・ コベンナツについては、コベンナツ抵触時の対応の整理が必要である。当然喪失条項のコベンナツを、そのまま当然喪失条項に残すのか、あるいは請求喪失条項とするのか。他にも、コベンナツに違反した場合には、そういった状況であることを投資家に開示することを義務づけることで、それを見た投資家に対応を判断してもらうという形にする方法も考えられる。仮に、適切な開示が行われない場合には、デフォルトという整理の仕方でもできると思われる。
- ・ 請求喪失条項の場合のデフォルトの失期には、一定以上の社債権者から請求があった場合には、社債の全額について失期するという仕組みがある。また、一部のサムライ債、例えばアイスランドのカウプシグ銀行の社債では、請求した投資家の分のみが失期するという仕組みがあった。全部が失期するのか、一部が失期するのか。また、全部が失期する場合の要件は、どの程度にしたら妥当なのかといった点も整理する必要がある。ただし、請求分だけ失期するという仕組みは、現在の我が国の商慣習や、証券保管振替機構（以下「ほふり」という。）等の

インフラの面で、実務的に対応できるのかしっかり検証する必要がある。

- ・ 社債権者に対してこういった事象を開示していくのか、また、開示が必要なのかについても整理する必要がある。当然喪失、請求喪失のどちらの形を取るとしても、社債管理者が、事前に軟着陸の方策を検討するということを行わないという前提で考えれば、投資家が投資判断、特に売るという判断を適切にできるような情報提供の仕組みが重要になる。現状では、弁済遅延、銀行取引停止処分、担保提供、資産処分、休止、廃止、再編といったことが、社債管理者に対する通知義務として課せられているが、社債権者に対してもこういった事象が発生した場合にディスクロージャーが必要なのか、整理する必要がある。
- ・ 通知の方法については、発行会社が通知する場合には、発行会社の定款所定の方法で電子公告するという方法が可能であるが、社債管理者が通知する場合、発行会社の電子公告を利用できないため、基本的には全て新聞公告、具体的には東京都及び大阪市で発行される各1紙以上の日刊新聞紙に掲載するという方法を取っている。しかし、新聞に公告を行うためには、2週間程度要し、タイムリーなディスクロージャーにはならない。社債権者への通知の方法について、時代に合った機動性が確保できる方法を考える必要がある。
- ・ 発行会社において、意図しないところで義務違反となってしまった場合、いつ期限の利益が喪失するのか分からないという不安定な状態がずっと継続するということになり、発行会社にとっては非常に重い負担になる。そのため、社債権者集会をうまく活用し、アmendやウェブを活用することとなるか、アmendやウェブの方法として、社債権者集会以外の方法、例えば公告して何日間以内に通知がなければ適用免除とする等、アmendやウェブの手続きについても、もう少し考えていく必要があるのではないか。

【意見交換】

1. 社債管理者の善管注意義務、公平誠実義務

- ・ コベンツの管理及び社債管理者のあり方について、市場仲介者から見ると、コベンツを多様化し、様々なコベンツを付すようになると、当然その管理は複雑に煩雑になり、社債管理者等が適切に管理していく必要が出てくるが、それを裁量に任せるということになると、相当な負担になるのではないか。やはり、相当パッシブな形で管理していけるような制度設計としなければ、社債管理者に就任しにくいという状態の解消にはつながらないのではないか。現在、社債管理業務を行っていない金融機関に社債管理者を積極的に引き受けていただくには、まずは社債管理業務の負担の軽減を図る必要があるのではないか。実際にどこまでの管理をしていけば、会社法の善管注意義務等を果たしたと言えるのか明確化されれば、社債市場の活性

化の一つの方策にはなるのではないか。

- ・ コベンツの多様化については第2部会で議論を行っているが、決して多様化イコール複雑化ではない。単純なコベンツをいくつも作ることで多様化していくと整理すれば良いのではないか。
- ・ 現存している社債は、非常にシンプルな担保提供制限条項（ネガディブプレッジ）のみが付与されたものが多いが、過去には、巨額の損失計上により純資産維持条項にヒットしたものの、会社の経営自体には影響ないという事例があった。純資産維持条項は、期末から4カ月以内に担保付に切り替えれば、デフォルトとはならないというルールになっているので、発行体としては担保付に切り替えたいが、そのためには、その他の社債や借入金も全て担保付に切り替える必要があり少々負担が重く、そこで、4カ月の期間中に社債権者集会を開き、要項をウェーバーして繰上償還したという事例である。
- ・ この事例では、純資産維持条項にヒットしたことについて特に通知はなかった。決算発表を見れば明らかにヒットしているものの、それについて指摘する社債権者はなく、決算発表から1カ月ほど後に、いきなり発行体から社債権者集会を開くという通知があったという経過であった。社債権者集会の開催通知で初めて気づいた社債権者が多かった点を踏まえると、やはり、社債要項が守られているのかどうかについては、社債管理者に頼りきりになってしまっているのではないか。この事例の社債では社債管理者が設置されており、実際にどのように対応していくかについて、まず水面下の交渉があったのではないかと想像される。コベンツにヒットしたという事実自体が、なかなか表に出てこなかったという点を見みると、たとえ単純な社債要項であっても、守られているかを確認し、必要があれば社債権者に通知する機能が必要ではないか。そうでなければ、投資家が、保有している社債を個別に確認していく必要があり、社債要項が複雑化してくると、投資家の負担が非常に増してくる。
- ・ 社債市場の活性化を図るためには、方向性2、裁量権を極小化し、投資家自身が主体的に判断していくような制度とする方向で考えていく必要があるのではないか。そのために様々な実務の見直しを検討していく中で、会社法の改正を必要としないものと、会社法の改正が必要なものという区別が必要ではないか。また、善管注意義務の問題なのか、公平誠実義務の問題なのかについても、明確に区別して検討していく必要がある。「(4) 新しい社債管理者設置債」において、様々な提案があったが、主として公平誠実義務よりも善管注意義務の問題にかかわるものが多い印象である。善管注意義務については、社債要項等に明確に規定し、その内容を

明確化しておけば、会社法上も善管注意義務違反にはならないと認められる余地がかなり大きいのではないかと。また、発行会社に対して貸付をしていない金融機関であれば、そもそも公平誠実義務、すなわち利益相反の問題は基本的にないと考えられる。善管注意義務について、社債要項等で明確化すれば、新たに、金融機関が社債管理者の担い手として出てくるのではないかと。

- ・ 逆に、メインバンクである金融機関の公平誠実義務、すなわち利益相反の問題については、会社法でかなり厳しく規定されているため、社債要項等で明確に規定したとしても、問題の解消は難しいと解される。公平誠実義務・利益相反の問題は引き続き今までと変わらないとしても、善管注意義務の内容が明確化されれば、発行会社に対して貸付をしている金融機関であっても、従来よりは社債管理者になりやすくなるのではないかと。こういった整備には、非常に意味があるのではないかと。
- ・ 社債管理者の負担・義務が過重であるとの認識があり、社債管理者のなり手が不足していること、特に比較的リスクの高いハイ・イールド債の発行を促そうにも、社債管理者のなり手がいないことから、社債管理者の負担・義務をバランスのとれたものとしその適正化を図ることが、第3部会での問題意識と解決の方向性と認識している。
- ・ 社債管理者の負担・義務については、善管注意義務と公平誠実義務とを明確に区別して考える必要があるのではないかと。善管注意義務に関する負担の適正化を図る手段としては、まず、提案されているように、社債管理委託契約（社債要項）において職務の範囲を明確化し、裁量の余地を限定することにより、善管注意義務違反のリスクを適正化するという方向性が一つある。もう一つは、裁量権はある程度しっかり残しながらも、裁量権行使についての法的責任を、ビジネス・ジャッジメント・ルール（適切な情報収集と適切な意思決定プロセスを経たと判断されるときには、善管注意義務違反に問わないとする原則）のような措置を導入することにより、軽減してゆくという方向性もあるのではないかと。前者の方向性が本当に適切かどうかを考える視点として、社債権者の保護という観点から、社債管理者の職務を本当に絞り込んで限定してしまってもよいのかという点が、根本的に問われるべきではないかと。例えば、提案では、社債管理者は通知を社債権者に対して送ることを求められるが、通知を送ったあとは、当該事由についての評価や検討は行わず、義務違反不履行に対処する義務も負わないとされている。要するに、義務違反に対処するのは社債権者の自己責任であるという考え方である。これで、果たして本当に、社債権者の保護ができるかどうか、慎重に検証すべきではないのか。
- ・ 社債は、基本的に無関心な多数の社債権者が保有している。無関心であることは、決してネ

ガティブなことではなく、無関心でいてもそれほど問題がないので、管理負担の面からみても比較的小口でも保有できるということである。知識や経験のある投資家であっても、小口で細かく保有する金融商品一つ一つに対して注意を配るのは、かなりの負担になる。社債は、ある程度無関心でも合理的に問題ないようになっていて、そこに社債という商品のメリット、制度の本質的な部分があるのではないかと。（ちなみに、無関心でも小口で保有できるという点に加え、流動性を有することがもうひとつのメリット。）社債権者の自己責任という方向性は、ローンのレンダーに求めるような管理負担を社債権者にまで求めることになり、社債の本質的なメリットを減殺する恐れがないかについて、慎重に検討する必要があるのではないかと。仮にこの点が大丈夫ということであれば、社債管理者の裁量権を限定するという方向性に舵を切れるが、やはり裁量権をある程度確保しておく必要があるということであれば、ビジネス・ジャッジメント・ルールのようなものをくみいれながら、負担の適正化をはかってゆくという方向性になるのではないかと。ただし、その場合には利益相反の問題が残る。ビジネス・ジャッジメント・ルール的なものをくみいれながら裁量権を残すという方向性は、基本的には利益相反がないという前提のもとでのものであり、そこに非常に根本的な問題がある。どちらの方向性にも、一長一短がある。

- ・ 公平誠実義務の問題については、現在の法制を前提とする限り、たとえ社債管理者の権限を絞ったとしても、誠実義務の問題はクリアできない、すなわち、社債管理者の裁量権を限定したとしても、社債権者の利益より自己の利益を優先的に図った社債管理者は、誠実義務違反に問われる。もし、誠実義務が、社債管理者の負担の重さの一つになっているのであれば、その解消の方法は、別の方向性から考える必要があるのではないかと。
- ・ メインバンクのようなそもそも利益相反の状態にある者が社債管理者となって良いのかどうかを、要件のところでしっかりと議論しておく必要があるのではないかと。米国のトラスティには当然資格要件があり、利益相反の状態になったときの辞任についても、法律上で明確に手当てされており、そのような措置についても検討が必要ではないかと。
- ・ 社債管理の新たなあり方では、公平誠実義務違反が起きないような者だけが社債管理者になるというイメージなのか。例えばメインバンクであっても、チャイニーズ・ウォール等の体制を整備すれば良いという問題提起があるが、どのようなイメージなのか。
- ・ 今後クレジットが比較的低い発行体の社債管理を行う場合、例えば、受託専業の子会社を作る方法や、社内にチャイニーズ・ウォールを構築する方法で、商業銀行部門と情報遮断を図り、

利益相反や公平誠実義務違反状態に陥るリスクを低減できないかという意図で問題提起した。銀行としても、リスクを排除するための基準がほしいと考える。

2. 請求喪失

- ・ デフォルトには、請求喪失という方法があり、全部喪失なのか、それとも請求分の喪失（一部喪失）なのかという論点があったが、社債は、どこまで集合性が保たれるものであるのか、なかなか確定的に示されているわけではないが、我が国では社債の集合性（一体性）は相当に維持されているというイメージである。そのため、請求した人の分だけデフォルトとすると、極論すれば請求したものの勝ちの世界になりかねない。やはり、どのように公告・通知をしていくのか、非常に重要であるが、難しい問題である。
- ・ 上場会社であれば、TDnet（取引所の開示システム）があり、投資家サイドとしても、情報の取得が非常に容易であるが、ホールディングを上場会社として、傘下の未上場のオペレーティング・カンパニーが社債を発行しているというケースも多く、未上場会社の社債では、個別の発行体のホームページを見るぐらいしか方法がない。そうなると、投資家は、保有する社債の状況に目を配りながら、個別の発行体のホームページまでチェックすることになってしまう。また、気づいて届出したのが早い人ほど、弁済率が高いといったことにもなりかねない。社債は附合契約に基づく債務なのか、ほとんど相対の融資なのかという境界が非常に曖昧であるので、請求した分だけがデフォルトするという仕組みは、投資家からすればかなりショッキングで受け入れがたいのではないか。
- ・ ユーロ債では、請求した分だけ失期するという点について、どのような考え方なのか。
- ・ 正確には分かりかねるが、実際に、サムライ債の中には請求分だけ失期するという契約があり、かつ、当該サムライ債がデフォルトした事実（カウプシング銀行社債）があるため紹介したもの。当該サムライ債は、F A債（社債管理者不設置債）であったので、投資家は、日本国内の代理人弁護士宛てに、ほふりの残高証明書を添付した請求書を送り、併せてそのコピーをサムライ債の発行会社にも送るという作業だけを行った。実際にこのような債券もあるので、そういったものも含めて検討した方がよいのではないか。
- ・ しかしながら、実際の社債管理業務としては、同一の発行会社で特定の社債はデフォルトしているが、他の社債はデフォルトしていないという事態が起きると、コントロールがしにくくなる。社債管理者の立場から見れば、我が国の商慣習、インフラ、倒産法制といった観点から、

請求失期について検討したが導入は難しいというコンセンサスが得られるのが良いと考える。

- ・ 請求喪失については、既に、サムライ債だけではなく、我が国の著名な発行体も請求喪失の条項で起債を行っている。
- ・ デフォルトしていない社債の社債権者、請求していない社債権者については、何か特別扱いすることでバランスを取るという方法は考えられないか。
- ・ 更に、複数の社債がある場合のクロス・デフォルトをどうするのかという問題がある。異なる社債間ではクロス・デフォルトとなるが、一方、同一社債内ではクロス・デフォルトとならないとするのは無理のある話である。また、社振法は従来の記番号管理を廃し、残高管理を導入しており、現在の一般債振替制度においても、特定銘柄の一部残高について期限の利益が喪失していることは、振替口座簿上管理できていない。そのため、ある社債権者が期限の利益喪失を請求し、その後転売された場合には、振替口座簿上はデフォルト分が振替えられたかどうか全く分からない。請求喪失を導入する場合には、一つの銘柄については一律的に処理されるという仕組みでなければ、機能しないのではないか。
- ・ ペイメント・デフォルトや法的整理の場合は、引続き当然喪失とするのが妥当だと考える。請求喪失は、いわゆるコベナント違反の場合や、当初の社債要項で規定されていなかった特別な事象が起こったケースを想定している。このような場合には、発行会社に行方能力が残っているため、ノーティス（通知）と同時に、社債権者集会を開催したり、投資家に事態を説明して理解を求めるといった動きが行われ、投資家が判断するために必要な各種情報提供がなされる前提で考えている。したがって、請求できる状態になったので、請求したければ請求してもいいという旨の通知だけが社債権者のところに届き、後は連絡がないというようなことは想定していない。万一、そのような対応を取る発行体であるならば、おそらく早急に請求失期させ、場合によってはそのまま法的処理に持ち込み、早急に財産を分配させるような対応をとることになるのではないか。社債権者に対して説明責任は果たせないような発行会社を存続させていいとは考えてなく、厳しい対応でよいのではないか。
- ・ 請求喪失は、アmendやウェーブとセットで検討を行うものである。また、テクニカルデフォルトの状態になった場合でも、社債権者に請求喪失という機会を与えることにより、発行会社にしかるべき対応を取ってもらうという効果も期待できるのではないか。しかるべき対応には、エクステンジ・オファーや、利率アップということも考えられ、軽微であれば対応なし

という形でも社債権者に容認されるのではないかと。いずれにしろ、発行会社は、テクニカルデフォルトの状態を放置することは考えにくく、発行会社から社債権者が受け入れ可能な提案がなされると思われるので、実際に請求喪失させる事態は、それほど発生しないと考える。

- ・ 証券会社では、実際に、請求喪失があった時には、困ったことがいくつもあった。まず、投資家から多数の問合せが寄せられるため、その返答が必要になる。当該社債の口座管理機関、いわゆるカストディになっている場合には、通知の内容を伝えればよいが、そうではない投資家からの問合せに対しては、どう対応すべきか非常に悩ましかった。また、発行会社等からは必要事項を記入して提出する書類がいきなり届いたが、どの項目に何を書いたらいいのか、非常に分かりづらく、そのため投資家からの問い合わせも多く、その点も非常に困った。投資家の中には、そもそも提出する必要があるのか、この手続きはやったほうが得なのか、提出しなかったらどうなるのかといった、質問を投げかける投資家もいて、証券会社の立場で何をどこまで対応できるのかという判断に非常に苦慮した。
- ・ 当社（証券会社）は、自己勘定で当該サムライ債を保有していたので、同じ債権者の立場として、同じフォームの書類を提出する立場にあったため、当社の対応を参考までに例示する手法で、投資家に対して説明を行った。この事例では、デフォルトがかなりクリアな事例であったので、届出を出す、出さないという点について議論の余地はなかったので問題とはならなかったが、実際に請求喪失という考え方を取り入れていくなれば、アクセラレーションをかけたほうがいいのかどうか、投資家によって判断が分かれてくるような事例も出てくるのではないかと。その際には、社債管理者なのか、社債管理人（仮称）かは別として、きちんと投資家に投資家の立場で案内する者が必要ではないか。
- ・ 発行会社による各種報告、通知をコベナント化してはどうかという提案であるが、検討が必要な課題ではないか。

3. 社債権者に対する通知、公告

- ・ 現在の社債の振替システムでは、個別の請求に応える手当てができていない。これまでは、同一銘柄の中で、請求喪失するものと、そうでないものとを区分する必要な事例がなかったため、想定しないまま運用してきたというのが現状である。現在、ほふりでは、特定の参加者から、そういった手当てに関する具体的な相談を受けており、今後、どう手当てしていけばいいのか、検討課題としているところである。

- ・ 仮に、ほふりのネットワークで、現時点での投資家（社債権者）に確実に通知が届くような仕組みができれば、新聞広告やネット上での通知が必ずしも必要ではなくなってくる。ほふりのシステムを介して、通知できるような仕組みを構築できれば良いのではないか。それには、最終的には口座管理機関（証券会社）が現時点での投資家に確実に情報を送ったという事実が記録として残るよう手当てする必要がある。システム面ではかなり大がかりな課題ではあるが、そういった方法もあるのではないか。
- ・ 通知については、社債権者への通知以外にも、これから社債への投資・社債権者になろうとしている者にも伝わる形で通知がなされなければ、マーケットの中での公正さが保てないのではないか。ほふりに全面的にお願いしたいところではあるが、ほふりからの通知では、これから社債権者になろうと考えている者へのアナウンスメントには不十分であり、プラスアルファの方法の検討が必要ではないか。
- ・ 過去の記番号管理の時代には社債に個別性があったので、「この社債はデフォルトしている」という区別ができた。しかし、現在は個別性がないので、属人的、ある人に属している限りデフォルトしているという言い方になるのかもしれないが、ユーロ債ではそういう考え方なのか。あるいは記番号管理のように社債に個別性があるという考え方なのか、いずれにしても検討が必要な問題ではないか。
- ・ 米国のトラスティでは、コベナント抵触時の対応やデフォルトの決定時においては、具体的に何%以上と決まっているわけではないが、必ずマジョリティのボンドホルダー（大口の社債権者）の意向や決定を確認し、それに従って、社債権者集会等の対応を決定している。トラスティには、全てのボンドホルダーに対して、一律公平に業務を行う義務があるので、当然、すべての社債権者に対する決定になる。一方で、その決定に対して不満を持つ少数のボンドホルダーが現れる事例は、しばしばあり、その際には、ボンドホルダー同士の集会を開き、少数の者が話し合いの形で解決を図るといった方法が取られるようである。あくまでトラスティは、全てのボンドホルダーを一律公平に扱うということになる。
- ・ 米国では、トラスティはボンドホルダーに対してどのように通知し、連絡を取るのか。
- ・ 上場・非上場等ケース毎にいろいろと考えられるが、例えば、発行体に有事が発生した場合の通知・報告義務は、当然発行体の側にあり、例えば、何日以内にこの方法で通知しなければならないといった内容があらかじめ決められている。一方、トラスティ側でも、例えば、

dissemination agent（公告代理人）を請け負ってれば、発行体に替わって、決められた期日以内に所定の方法を用いて公告のようなイメージで連絡することとなっている。

- ・ 現状、欧米においてデフォルトやそれに準ずる何かのイベントがあった場合には、米国ではDTC、欧州ではユーロクリアやクリアストリーム等の決済機関を通じて、ボンドホルダーへの通知が行われている。
- ・ ほふりを通じて通知を行う仕組みは、欧米の仕組みとよく似たものになるのか。
- ・ 本懇談会の検討結果として、「ほふりが公告に関与すべきである」という結論であれば、ほふりとしては、是非、前向きに検討していきたいと考えている。
- ・ しかしながら、そのためにはクリアすべき課題がある。まず、ほふりのホームページによる公告が、法令上の公告として認められるのかについては、法律を読む限り直接的には認められなく、法改正等の何らかの手当が必要ではないか。次に、ほふりの業務にかかわることであるが、振替業を行うことについては何ら問題ないものの、それ以外の業務については法律で様々な規制がある。公告を行うことについて許可を得るためには、監督官庁との確認・調整が必要になってくる。

2. 次回会合

第2部会第10回を10月19日（水）に、第3部会第10回を10月7日（金）に開催する。

（配付資料）

- ・ 社債のコバナンツの多様化及び社債管理等について②（整理検討メモ）
- ・ 「社債市場の活性化に関する懇談会 部会」検討状況について（2）【抜粋】
- ・ 【参考】会社法（抜粋）

以 上