

社債管理者に関するヒアリング結果について

2012年2月

大和総研資本市場調査部

制度調査担当部長

吉井 一洋

ヒアリング概要

[目的]

信用リスクが比較的大きい企業も含めた多様な企業による社債発行及び投資の拡大を図るための手段の一つとしての、コベナントの付与とその開示、及び社債管理者の設置について、投資家及び発行体のニーズを確認するため。

[ヒアリング対象]

機関投資家 13 社、発行会社（上場会社） 3 社を対象

[回答者の属性]

機関投資家：

アセットマネジメント、投資顧問、銀行・信託銀行等の債券運用部門のファンドマネージャー及びクレジットアナリスト

発行体：2 社（BBB）、1 社（BB+）

[ヒアリング期間]

平成 23 年 12 月 1 日～平成 24 年 1 月 26 日

回答はあくまで取材対応者の個人としての意見であり、所属する機関を代表するのではない。

機関投資家へのヒアリング結果

I.社債管理者に期待する役割と現状に対する評価

1.社債管理者に期待する役割

社債管理者にどのような役割を期待するか、コベナントとの関連で期待する役割は何かという質問に対して、期待していない・機能していない、社債管理者を意識したことが無い、どのような役割を果たしているかわからない・あまり知らない、期待はしているが事が起こった場合の対応に不満があるといった回答が過半を占めた。

期待していない・機能していない、どのような役割を果たしているかわからない・あまり知らない、期待はしているが事が起こった場合の対応に不満があると回答した投資家の多くは、昨今の被災企業の一般担保付社債への社債管理者の対応について、以下の

ように述べている。

- ・一般担保が付されているものの、売りやすい資産から換金されている中で、それを抑止する動きが無い。
- ・一般担保付社債であるにもかかわらず社債管理者は社債権者のための担保確保に動いてくれなかった。今回の事例を踏まえると、現行制度で実効性を確保するのは難しいと考える。
- ・社債権者集会を開くということも無く、一般担保の対象となる資産が売却されている。資産売却を抑止するよう社債管理者に言えるのかもわからない。
- ・一般担保付社債の社債権者として、同社が進めている資産売却を抑制するため、社債管理者を活用できないかと思うことがある。
- ・(発行会社の) 重要な資産売却が行われる際に、社債権者の利益のために本当に動いてくれるのか疑問である。
- ・発行会社に緊急融資が行われた際に、社債管理者に、当該緊急融資に担保が付いているかどうか確認を求めたが、答えられないという回答であった。社債管理者が発行会社に確認した上で開示をするぐらいはしてもいいのではないかな？
- ・この例を見ると社債管理者は何もしなくてもいいのかなと思う。

他方で、資産売却差し止めは、社債権者集会を経て社債管理者に依頼するという形ではないと難しく、社債管理者に判断を求めるのは期待しすぎなのかもしれないとの意見もあった。

自分たち以外の者(社債管理者)のコントロールをどの程度あてにしていかが疑問であり、社債管理者が公開情報以上の情報を持たない場合、そのような社債管理者に何を任せられるか疑問との意見もあった。

社債管理者の役割としては、下記のとおり、社債権者への通知を求める回答があった。

- ・コベナンツ抵触状況のウォッチは投資家側が行うべきものであり、社債管理者に社債権者への通知以上の役割を期待するのは無理であろう。
- ・社債管理者には、コベナンツ抵触等の重大な情報を正確に社債権者へ通知するといった、連絡の責任を期待する。適切なタイミングで適切な情報を投資家に責任を持って通知する役割を期待する。
- ・社債権者の代表として発行体とコミュニケーションをとり、発行体の状況に関する情報・発行体から収集した情報を積極的に社債権者へ伝達・開示して欲しい。重要な担保の設定があれば、それを確認して投資家に知らせて欲しい。コベナンツにヒットしそうになった時に、投資家に伝達する役割を果たして欲しい。対応自体(有事の判断)は投資家が決めていい。

- ・コベナントに対する周知徹底を望みたい。社債管理者の役割として期待するのは、コベナントの内容を確認し、追跡（トラッキング）して、コベナントにヒットした場合、それを社債権者に伝えて、社債権者の代弁をしてもらうぐらいである。

回答した上記投資家からは、社債管理者には社債の保有者がわからないのではないかとの指摘もあった。これに対して保管振替機構による対応を検討中と説明したところ、夜 10 時など保管振替機構の営業時間外だった場合はどうするのかといった指摘があった。

発行会社に対するモニタリング機能を期待するとの回答も 2 件あった。このうち 1 件は、公開情報では開示されない情報の収集に努めた上でモニタリング機能を果たすよう、機能強化を求めている。

さらに、下記のように、コベナントヒット時等の窓口となることや社債権者の意思決定の補助を求める意見があった。

- ・社債を発行していた新興不動産がコベナントにヒットした際に、どこにコンタクトをとればいいのかわからなかったため、発行体と常にコミュニケーションをとれる仕組みを構築して欲しい。
- ・企業の信用力が悪化して仮にデフォルトした場合、融資と異なり、誰が社債権者であるのかを権者同士で把握していないため、意思決定のサポート（最終判断は投資家）を行って欲しい。
- ・コベナントへの抵触時に社債権者集会を開催するためのルール付けを社債管理者に期待したい。具体的なアmend案を社債管理者にやってもらうためには、一定のインセンティブスキームが必要であり、実際には社債権者がこれらを決定し、社債管理者には事務窓口を勤めてもらうくらいが限界と考えている。会社法が定めている社債管理者の善管注意義務や公平誠実義務は建前であり、本当にトラブルが生じた場合は、利害関係者で決めるしかない。

社債権者が意思決定したことを確実に実施することを求める意見が複数あった。

他方で、社債管理者がある程度主導的な役割を果たすよう求める意見も 4 件あった。

- ・金融機関ならともかく、アセットマネジメント会社のような機関投資家は、デフォルト時の対応について経験もノウハウも持ち合わせていないため、社債管理者にはデフォルト時の対応案についての提示や社債権者集会開催の主導等を望む。社債権者の代表として、社債権者が不利益を被らないよう最善の行動をとってほしい。機関投資家が自ら判断しなければならない場合は、セカンダリーに売却することになるであろう。

- ・社債権者集会の開催を主体的に行って欲しい。
- ・デフォルトした際の迅速なオペレーション（通知、社債権者集会の開催等）。
- ・社債管理者については、回収のバックストックとなりうるよう実効性を確保して欲しい。

2.社債管理者の現状に対する評価

(1) FA 債（社債管理者の有無）

現状は、ほとんどが社債管理者を設置しない FA 債となっていることについて問題視する意見が下記のとおりあった。

- ・デフォルト時の対応を考えると FA 債では不安である。社債権者集会を自ら召集・開催して意見を集約、対応というのが現実的ではない。
- ・社債管理者は、海外のサムライ債では必須となっている。FA 債でデフォルトをしている例があるのを見ると、格付の低い会社には義務付ける必要があると思う。
- ・社債管理者が必要と思われる企業が社債管理者を置いていない。
- ・社債管理者が置いているかどうかは投資判断の材料になる。
- ・社債管理者の存在の有無によって、投資家の安心感は異なる。

(2) 利益相反問題

社債管理者には社債発行会社のメインバンクが就任することが多く、社債管理者としての地位と、発行会社の債権者としての地位の利益相反が問題視されている。この点について次のような意見があった。

- ・社債管理者となっているメインバンクは自らの取り分を減らしてまで、社債権者を保護するのか？
- ・そもそも社債管理者が、自行のローンのためでなく社債権者のために戦うことを求めることに無理がある。そのためのインセンティブを与えるために社債管理者に社債を持たせたとしても、ローンと社債とでは、保有金額が全く違う。
- ・マイカルの社債管理者の利益相反に係る問題は記憶しているので、こうした問題が再発しない仕組みを作って欲しい。
- ・メインバンクが社債管理者となっていることにより利益相反的な色彩があり、もう少し社債権者集会の開催などに主体的に動いて欲しい。
- ・社債管理者はメガバンクではなく、メガ信託などが行う方がいい。

その一方で、下記のような意見もあった。

- ・メインバンクが社債管理者を行うことによる利益相反の問題は、社債と融資の担当者が異なるし、厳しい善管注意義務が課されていることを考えれば、それほど気に

はならない。むしろ、ローンの出し手がCDSの買い手となることによる利益相反の問題の方が気になるとの意見もあった。

II.社債管理者の見直しの方向性について

1.質問内容と回答の概要

第3部会での議論を踏まえ、機関投資家に下記の質問をした。

Q：第3部会では、既存の社債管理者の枠組みの見直しを議論しています。具体的には、契約などによって社債管理者が単独の判断で実施できる権限を限定し、それ以外のことは、その都度、社債権者の意思を確認することを義務付けるという仕組みを検討しています。

これが実現すれば、メインバンク以外による社債管理者就任が容易になるほか、社債管理者の業務負担が低下することで、利益相反問題の軽減、より多くの会社（特にB格レベル）が社債を発行できるようになることなどが期待されます。

その一方で、モニタリングは行われず、あくまでも発行会社が開示・提供した情報のみが社債権者に伝達される（モニタリングの範囲の限界）、予め決められている各種の条件変更などについて、逐一、社債権者集会の開催などが必要となる可能性がある、との危惧も指摘されています。

投資者として、こうした仕組みについてどのように評価しますか？

また、この仕組みの下では、社債権者の意思確認が必要とされる事項が、従来よりも大きく増加することも想定されます。投資者として、このような意思確認を求められたときに、どのような対応が可能ですか？

上記の質問で示された仕組みに対しては、社債管理者が適切な情報を投資家に伝達することや社債管理者への支払い手数料が減少することなどを条件に、認める意見が多数であった。米国型の治癒対応についても、概ね好意的であった。社債権者が意思確認を行うことについても、抵抗はほとんど無かった。

2.具体的な回答内容

(1) 提案されている仕組みに対する評価

下記のように提案されている仕組みに対して肯定的な回答が多数あった。

- ・この方向性でよいのではないか。受託者責任を考えれば投資者の意思確認が必要とされる事項が増えてもやむを得ない。ただし、コベナントの抵触に関する適切な情報開示は必須である。

- ・意思確認の機会が増加しても、社債権者は蚊帳の外にいるよりも、より積極的に絡んでいく方がよいことから、この方向感でよいのではないか。利益相反の軽減という観点も正しい。ただし、担い手が増加するかどうかはわからない。
- ・現在のメインバンクが行っている社債管理業務の実態は、Q で示された内容に近いのではないか。
- ・現状のような責任の重い社債管理者は必要ないと考える。
- ・社債管理者の責任の縮小と明確化については、現状社債管理者へ支払っていたフィーが軽減される分、金利が引き上げられ、社債権者へ還元されるのであれば良いと思う。
- ・社債管理者の役割が簡素化され社債管理者の担い手が増えることで、低格付け社債が起債されることになれば、投資家の目も向くであろう。
- ・大枠としては望ましい。社債管理者の義務や責任が大きいというのはそのとおりで、縮小するという方向性については賛成である。
- ・もともと社債管理者に期待していないため、社債管理者の義務を縮小するという方向性については賛成である。今の FA 債よりはましであり、これで十分である。手数料も安くなる。
- ・現状の FA 債より、良いと思う。
- ・コベンツのモニタリングはあった方がよいが、現在の社債管理者でもモニタリングを適時・適切に行っているのか疑問なので、方向性としては、提案されている仕組みでよい。情報が伝達されれば、社債権者が自分でチェックを行う。コベンツに抵触した場合は、予め決めてあることをしっかりやって欲しい。

下記のような指摘もあった。

- ・ヒットしたコベンツの内容にもよるが、コベンツヒット時は、発行企業は、大抵、経営が困難な状況にあるため、社債権者集会を逐一開催し、意思を結集するといった対応は困難だと想定される。他方で、社債管理者の担い手を増やすためには、責任を限定せざるを得ない。とすると、担保提供やクロス・デフォルトがあった場合に、社債管理者が社債権者に通知できるよう、発行会社が開示を充実させることを前提とする必要がある。
- ・社債管理者の能力をどう判断するかがポイントであろう。

その他、下記の理由から、社債管理者にコベンツ抵触時の助言や提案を求める回答も 1 名あった。

- ・請求喪失について、投資家が主体的な意思決定を明確に行う態勢にあるのか疑問であり、社債管理者にイニシアティブをとって欲しい。
- ・重大事故の発生時には、社債管理者に社債権者集会の開催を主導してもらえると投

資家としては安心感がある。

- ・コベナンツ抵触などに際し、対応案の助言や提案などを社債管理者から示してもらうことで、投資家の意思決定のハードルは下がる。
- ・機関投資家であっても、社債のデフォルト事例等に対応する経験が少ない。
- ・社債管理者のアドバイス機能がないと、投資家の業務負担は非常に重くなり、現在の態勢では業務が回らなくなる。

この回答では、社債管理者の責任について、次のような提案をしている。

- ・社債管理者の助言をもとに行った投資家の意思決定の結果についてまで社債管理者に責任を負わせないのは当然であり、そのような枠組みを作る必要がある。
- ・投資家は、売却という手段を持っており、信用害損などの際の調査権まで社債管理者に期待すべきではない。

(2) 社債権者による意思確認

下記のように、社債権者の意思確認が必要となることについて、肯定的な回答が寄せられた。

- ・米国型のマジョリティがコンソーシアムを設けて対応方針を決定する方式は違和感はない。社債管理者が、モニタリングは行わず、投資家が判断するための情報を提供するに留まるという点も現実的にはそうせざるを得ない。
- ・社債権者が能動的に行動すべきことが増えるが、米国でワークしているのなら、日本でも導入してしまえば馴染んでくるのではないか。
- ・米国のような大口債権者のコンソーシアムによる解決について、自分たちに好ましい方向に動くのならいい。自分たちが小口債権者の場合、好ましい方向に動くとは限らないが、投資から抜けるか否かは自分たちの発行企業に対する分析次第であり、残ると決めたなら仕方が無い。よほど逃げ遅れない限り、社債権者集会には参加することは無い。
- ・投資者側の意思確認は対応可能であると思う。現在、社債権者集会を開催するか否かの判断は社債管理者に求められているが、どのような場合に社債権者集会を開催するかを目論見書に記載すればどうか。あるいは米国のように大口債権者がとりまとめるとしても、自分達の意思を発行体へ伝えられる仕組みが設けられることは有難い。ただし、社債管理者がついたからといってそれだけで投資するわけではない。
- ・現状でも海外ものについては、コベナンツ抵触時の対応は、社債権者でアクションを起こす必要があり、当社としてはある程度のノウハウが蓄積しているため、日本においてもコベナンツ抵触時の最終的な判断を社債権者が行うことについては問題ないと考える。

他方で、下記のような指摘もあった。

- ・株式の議決権行使のように、委託者（年金等）と受託者と社債管理者に分かれた場合、委託者の意見をどのように社債管理者に伝達するのか、三者の統一した意思決定をどのようにガイドラインに盛り込むか等、難しい問題になるのではないかと。また、委託者が複数いるファンドについてはその意思統一にも問題が出る。社債権者集会で期限の利益を喪失させないと判断しても、委託者は回収したいと考える場合があり、ある程度社債管理者に委ねること自体がリスクである。社債管理者には、格付機関がどう反応するのか確認を取ってほしい。クレジットイベントとみなされるのであれば、投資先としてはそぐわなくなる。

(3) 社債管理者の担い手

下記の回答が寄せられた。

- ・モニタリングを行う社債管理者において、利益相反の問題は、その銀行内部だけでなく、グループの証券会社との間でも生じている。チャイニーズウォールはあるものの、どう解消するのか疑問である。間接金融と近い関係にある中で、社債権者が優遇される状況を作れるのか？
- ・利益相反の問題があるため、メインバンク以外の融資のない信託銀行等が社債管理者を担うほうが制度としてはシンプルでよいが、一方、社債が融資に劣後することを踏まえれば、メインバンクが社債管理者になることでデフォルト時に融資ばかりを優先しなくなるといった抑止力にもなるのではとも考える。
- ・社債管理者の担い手が増えることで素人同然の業者が社債管理者を担うことになるかと困る。また社債管理者が社債権者のポジションを把握することになるのであれば、信託銀行の場合、銀行ローンと同額程度に社債を大量保有しており、それが把握されてしまうため、低格付け投資は難しくなるであろう。

(4) 社債管理者に期待する役割

社債管理者に期待する役割として、コベナンツに抵触した場合（又は「しそうな」場合）、担保提供やクロス・デフォルトがあった場合などの適切な情報開示・伝達・提供（(1)参照）の他に、下記の回答が寄せられた。

- ・有事の場合の問い合わせ先、通知の徹底を行って欲しい。
- ・社債管理者にはフィーを払う分、ウォッチをして欲しい。当社は膨大な銘柄に投資しており、膨大な量の情報を分析している。四半期決算により、情報開示の頻度も増えており、開示の時期も集中しているところから、社債管理者には、平常時には、モニタリング業務を期待する。社債管理者は、コベナンツに抵触しそうな場合の警告、格付会社との関係の分析、投資判断に近いところまで踏み込んだモニタリングをしてくれるのか？。発行会社と社債権者のパイプ役を果たすというのが現実的であろう。
- ・融資の条件変更の伝達については、社債管理者にやってもらうことも考えられる

- ・社債管理者は（責任が軽減され）手数料が減る分、発行会社と、コベナンツにヒットしそうな場合、ディスクロージャーを適時・適切に行ってもらうことを約束できればよいのではないか。
- ・社債権者同士はお互い誰が権者であるか知りえず、コミュニケーションは難しいため、社債権者の意思の取りまとめは行って欲しい。主幹事は社債管理者ではないため、そのような意思の取りまとめには動けない。
- ・コベナンツにヒットした場合、社債管理者はあいまいな治癒を行うことなく、オートマティックに期限の利益を喪失させるという姿勢が望まれる。治癒をするなら格付機関の判断が必要である。格付機関が治癒に対して、格付の安定性や現状の維持に寄与すると判断するのであれば、治癒も一つの手段として投資家も認めやすい。その方が運用ガイドラインは守られる（運用ガイドラインでは、格付けが BBB を割って BB になるなら売却する）。

Ⅲ.社債管理人の導入について

1.質問内容と回答の概要

第3部会での議論を踏まえ、機関投資家に下記の質問をした。

Q：第3部会では、既存の社債管理者に対する議論とは別に、新たな制度として、平時のモニタリングなどは行わず、社債のデフォルト後の債権の保全・回収機能に特化した「社債管理人（仮称）」制度を議論しています。基本的には、法律上の社債管理者が設置されない社債を対象に、契約ベースで設置することが想定されています。

発行会社（投資者）として、この制度（案）をどのように評価しますか？

社債管理人に対しては、FA債よりはいい、デフォルト時の窓口があった方がいい、回収率が上がるのであればいいなど好意的な回答が大多数であった。

2.具体的な回答内容

社債管理人に対しては、下記のような好意的な回答が寄せられた。

- ・望ましい。
- ・対価との見合いであり、低コストで代わりにやってくれるのであればお願いしたいが、フィーが高ければ自分でやると思う。制度としてあるに越したことはなく、投資家からすると、回収に忙殺されてしまうことがないことから、ありがたい制度である。
- ・現状社債管理者へ支払っていたフィーが軽減される分、金利が引き上げられ、社債権者へ還元されるのであれば良いと思う。
- ・現状のFA債より、良いと思う。

- ・誰にどうやって連絡すればよいかわかる分「FA 債」よりはいい。「社債管理人設置債」のデフォルト時の回収率が「FA 債」より高いのであれば、有効であろう。
- ・発行体との直接交渉は社債権者にはハードルが高いため、ニーズはあるであろう。多少信用のグレードが下がる場合でも、社債管理人がついていれば投資するニーズはあるのではないか？
- ・有事の際の窓口役として、これがあればよいと思う。当該業務の担い手が相当増えるのではないか。
- ・会社分割の場合なども、社債管理人を設けた方がいい。

他方で、下記のような回答もあった。

- ・社債管理人が事業再生 ADR の申請に対抗できる権限があるならよい。回収率の向上が期待でき、それを顧客に説明できるのであればよい。格付けが BBB 以下となった場合でも、社債管理人を付けることにより、実際の回収率が、売却するよりもよいのであれば売らないこともありうる。それが無理なら売却しかない。
- ・社債管理人の機能自体に対してネガティブには考えていないが、我々が実際にその場にいるのか（保有を続けているか）は疑問である。運用ガイドラインに基づく売却を思いとどまらせるほどの存在であればよいが、リスクの高い投資は顧客に拒否感がある。運用会社が、リスク管理能力について、トラックレコード等に基づき、説明できるかが重要である。もっとも、社債管理人を導入することで、対応のメニューが増えるよさはあるかもしれない。
- ・投資家のリスク許容度からいくと、コベナントへの抵触をより重視する。BB クラスの場合、デフォルト後の回収率を見ないといけないのはわかるが、デフォルト後の回収率を意識するような投資行動は行っていないので、デフォルト後のことは、現状ではあまり意識していない。

下記のような問題点を指摘する回答もあった。

- ・いざというときの窓口があるのは有難いが、どこまで意見が言えるかやコストといった問題がある。
- ・手数料を誰が負担するのかという問題がある。発行会社が自社のデフォルトを想定して手数料を払うのはおかしいので、理屈から言えば、コスト（社債管理人の手数料）は投資家が払うべきものだが、フリーライダーが出るという問題はあるし、デフォルトがなければ払い損になる。
- ・デフォルト後のみ動く主体であれば、平常時には手数料収入がないことになるが、それでも社債管理人のなり手はいるのか。制度としてはよいが、ワークするかどうかは難しいと感じた。
- ・事務手続きが減り便利だと考えるが、社債管理人に任せただけの場合、自社で回収を行う場

合に比べ、回収率の予想が立てにくくなるおそれがある。

発行会社へのヒアリング結果

回答企業のうち1社から、下記の回答があった

- ・以前社債を発行した際、メインバンクに社債管理者への就任を拒否された。利益相反が理由だが、結局メインバンクではないところに社債管理者になってもらった。社債管理者の選定が発行のネックになった。
- ・社債管理者には事務に徹して頂くとか、資料の案（社債管理人）はいいかもしれない。メインバンクには今の制度は重いようである。
- ・社債管理者の成り手がいないのが問題である。銀行でなければいけないのだろうか？証券会社でもいいと思うし、独立系機関などができればいいのではないか。弁護士でもよいと思う。銀行の機能が必要なのは基本的に入口と出口の資金決済だと思う。それ以外は誰が機能を担ってくれてもよい。