

「第1回 社債市場の活性化に関する懇談会 第3部会」議事要旨

日 時 平成22年8月5日（木）午後4時～5時45分

場 所 日本証券業協会 第1会議室

出席者 神作部会長ほか各委員

議事概要

1. 社債管理のあり方等について(意見交換)

第1回会合ということで、社債管理のあり方等について、事務局から配布資料の説明後、次のとおり、自由な意見交換が行われた。

(1) 全般

- ・ 第3部会（以下「本部会」という。）のテーマである「社債管理のあり方等」は、平成5年の商法改正に伴い社債管理会社制度が導入されたときの様々な議論とオーバーラップする部分があるのではないかと感じている。
- ・ 社債管理者の立場としては、社債市場を活性化する観点から、改めて「社債管理のあり方等」について議論を行うことは有意義である。
- ・ 過去に、社債管理者に関する様々な問題が生じた際は、社債管理者間で議論を行ってきた。本部会には、証券会社、発行会社、投資家、学識者及び弁護士など様々な市場関係者が参加されており、「社債管理者に求められていることは何であるのか。」を整理した上で、市場関係者で可能な限りの知恵を出して議論を行いたい。
- ・ 平成5年の商法改正では、社債募集の受託会社が廃止され社債管理会社制度が導入されたが、当時は、大きな議論が行われることなく法律が改正されたと認識している。本部会では、社債管理のあり方等について、多くの業態の市場関係者が参加し議論が行われる。このような会合は、商法改正後初めて設置されるのではないかと思う。
- ・ 社債管理業務を行う立場としては、社債管理者の責任範囲や社債管理手数料などを含めて、今後の「社債管理のあり方等」は、非常に重要であると認識している。
- ・ 社債市場を活性化するために、発行会社及び投資家のニーズ等について、広く意見交換できれば良いと思う。また、社債管理手数料のあり方についても、十分に透明性のある議論を行わせていただきたい。

- ・ 社債市場の活性化のためには、投資者が安心して投資できる環境整備と発行会社にとっての利便性の二つを同時に実現すべきであると思う。
- ・ 我が国の社債市場は「閉鎖的であり発行件数も少ない。」と言われているが、平成5年の商法改正後様々な事例が積みあがってきており、こうした事例を踏まえ、証券会社、発行会社、社債管理者、学識者及び弁護士等の委員の皆様方と議論を重ね、より良い社債市場を構築して参りたい。
- ・ 証券会社の立場としては、今後、我が国において、是非とも低格付社債が受け入れられる市場を構築したいと考えている。
- ・ 「社債管理のあり方等」の議論は、社債市場の活性化のための大きなポイントであるが、議論の方向性を誤れば社債市場の縮小にも繋がりがかねないため、社債市場の参加者が増加できるように議論を行わせていただきたい。
- ・ 証券会社は、発行会社と投資家の仲介役であり、社債管理者や発行会社にとって過度な負担を強いることがないように、市場参加者が納得できる「社債管理のあり方等」について議論を行わせていただきたい。
- ・ 我が国の社債の流通市場では、低格付社債の流動性が相当劣っている状況である。「現在の社債を取り巻く環境は良い。」と言われているが、「低格付社債においてはBBB格の一部の銘柄のみが良い。」だけであり、BB格以下の銘柄で見れば発行も少なく流動性がない状況にあることから、米国の社債市場とは、常々大きく異なると感じている。
- ・ 我が国の社債の流通市場では、証券会社において、低格付社債の適正なスプレッドを探りながら流動性を確保すべく、様々な投資家を呼び込む努力が行われているものの、投資家層が拡大しない状況である。
- ・ 低格付社債の流動性を高めるために、投資家層の裾野を広げていくことは、非常に重要であり、そのためには「社債管理のあり方等」は不可欠なテーマである。
- ・ 我が国と米国では、投資家から社債管理者（米国におけるトラスティー）に対して期待されていることや、社債管理者のコストの負担などの点において、大きな違いがあると感じている。米国においては、例えば、バンク・オブ・ニューヨーク・メロンを筆頭として、社債管理業務に対して、ビジネスとしての魅力から戦略的な資源配分を行い、社債管理業務を専

門として行う信託会社が存在している。我が国の枠組みの中で、どのように米国の社債管理の仕組みを吸収できるのか見極めることは、非常に重要であると思う。

- ・ 米国は、低格付社債が発行され厚みのある市場であるため、米国の市場から学ぶべき点が多いと思われる。日米においては、金融に対する考え方の違いから、どうしても越えられない部分があるかもしれないが、共有できる部分も少なくないのではないか。社債を取り巻く環境は随分変化しているため、改めて、日米において共有できる部分は検討しておく必要がある。
- ・ 発行会社の立場としては、今後、個人向け社債や、幅広い格付の発行会社が機関投資家向け社債を発行しやすい状況になれば良いと考える。
- ・ 社債管理者の設置は、社債権者の地位を確立する上で不可欠であると考えており、現在発行されている殆どの社債が財務代理人債（FA：Fiscal Agent。以下「FA債」という。）であることについて、強く違和感を覚えている。
- ・ 平成20年9月のリーマン・ブラザーズ証券破綻時、社債市場では、起債できなかった案件が多かったと認識している。したがって、「社債管理のあり方等」に関する検討は、どのような社債を取り巻く環境下においても、起債の可能性を高められるように議論が行えれば良いと思う。
- ・ 平成5年の商法改正では、原則、社債管理者が設置されることになったが、実態としては、会社法の考え方に逆行している状況である。この状況は、社債管理者制度に問題があるのではなく、発行会社及び投資家によるニーズや、格付の充実に伴いコベナンツなどのないシンプルな商品性が好まれてきたことから、結果として、我が国の社債市場は、市場関係者の合理的な判断の下、FA債の発行が主流となっているのではないかと感じている。
- ・ 本部会では、社債管理者に対する役割や期待といった議論に限らず、制度的な位置付けを含めて議論を行うことが有益であると思う。
- ・ 会社法第702条では、社債管理者の設置を義務付けているものの、その条文のただし書きを活用することにより、現実問題としては、FA債の発行が主流となっている。本部会は、議論の取りまとめ時期が平成23年6月までと限られているものの、オブザーバーとして法務省に参加いただいております、必要があれば、会社法の見直しを含めて議論ができれば良いと考えている。

- ・平成21年、銀行法や金融商品取引法の一部改正に伴い、金融機関に対する利益相反管理態勢の整備が義務付けられた。本部会では、一つの論点として利益相反が挙げられているため、社債管理者の立場としては、その観点から議論に参加させていただきたい。
- ・「社債管理のあり方等」の一般的な考え方としては、集団性の観点で、倒産と似ている部分があると思う。社債権者集会は、決議を必要とし、また、裁判所の認可を必要としており、倒産法においても、裁判所の認可を必要としている。
- ・社債の発行会社が倒産して社債がデフォルトになった場合、社債権者は、自ら又は弁護士を起用して権利行使を行うことになる。大口の機関投資家であればこのような権利行使を行うにつき問題は少ないが、個人の社債権者が権利行使を行う場合においては、タイムリーに必要な書類を揃えたり、自ら弁護士を起用することは簡単ではなく、個人にとってはかなり負担が大きいといわざるを得ない。
- ・社債管理者の役割の議論を行う際には、デフォルトしたときに、社債管理者にどのような権利義務があるのかを明確にすることが非常に重要であると思う。現行の会社法には、利益相反の問題等の規定は存在するが、現行の法律で社債管理者の権利義務の内容が十分に明確かどうか検討する必要があると思う。
- ・社債管理手数料は、社債管理者の権利義務が明確になった段階で、その義務に見合った報酬及び費用の償還を受けられるように適切に整備しなければならないと思う。現行の破産法、会社更生法及び民事再生法には、社債管理者の報酬や費用の規定があるものの、制限的な条項になっていると考えられることから、この点についても、検討の余地があると思われる。
- ・社債管理手数料の議論は、例えば、「社債管理者に対して求められていることは何であるのか。」など、市場関係者が考えていることを具体的に把握した上で、社債管理者の業務内容がコストの内訳に反映されているのか確認、料金体系や契約内容の検討が必要ではないか。
- ・当社は、多額の設備投資資金について社債を中心に調達しており、今後とも、資金ニーズは非常に高水準であると見込まれるため、引き続き、社債市場を活用させていただきたい。最近数年において、当社では、社債償還年限の多様化への対応、起債運営の改善及び投資家との双方向コミュニケーションの充実といった観点から、様々な取組みを進めており、社債市場の動向について、大変強い関心を持っている。
- ・報告書「社債市場の活性化に向けて」では、効率的で透明性の高い社債市場の実現に向け

た課題が適切に取りまとめられていると思う。我が国社債市場は、国際化の観点からも、この課題の解決に向けて、市場関係者において積極的に検討を進めていかなければならない。

- ・ 平成20年9月のリーマン・ブラザーズ証券破綻以降において、当社がIRの一環で投資家を訪問した際、その投資家から、「社債管理者の設置の有無が投資判断の際の関心事である。」と聞いた。したがって、本部会の検討テーマである「社債管理のあり方等」は、その他の部会の検討テーマと比べても、非常に重要ではないかと感じている。
- ・ 発行会社の立場としては、本部会において今後検討を進める際、次の3つのポイントを踏まえて議論願いたい。
 - ① 本部会において、信用リスクが相対的に大きい企業の社債、言い換えれば、低格付社債市場の整備の観点から議論を進めていただきたい。我が国社債市場の活性化の流れの中では、社債募集の受託会社の廃止、社債管理者制度の導入、社債適債基準の撤廃及び財務制限条項の自由化などの重要な取組みが行われてきた。今後の議論に際しては、是非とも、その自由化の経緯を踏まえながら、高格付社債市場を含めた一律の議論とならないようお願いしたい。
 - ② 投資家保護に関するコストの問題である。この問題は、社債管理者の責務との兼ね合いがあると思われるが、リスクに見合うコストとなるように市場メカニズムが適切に働く仕組みを構築できるように議論をお願いしたい。
 - ③ 我が国経済を支えてきたメインバンク制度を中心とする間接金融システムの存在である。今後、金融機関に対する国際的な自己資本規制強化の流れの中では、メインバンク制度を維持することが厳しいと予想されるものの、社債のデフォルト前後に利益相反などが生じる問題の検討に際しては、間接金融システムの存在や意義を勘案しながら、短期的・中期的に取組むべきことと、長期的に取組むべきことを選別しながら議論を進めていただきたい。
- ・ 発行会社、証券会社及び投資家は、社債管理者に対してどのような機能を期待しているのか。社債管理者の立場としては、「社債管理のあり方等」の議論において、この期待が何であるかに最も関心がある。
- ・ 本部会では、この社債管理者に期待される機能について、議論の中で明確にしていくことで、今後の「社債管理のあり方等」が浮き彫りに出来ると思う。
- ・ 社債管理者の立場としては、社債市場の活性化に伴い、ビジネスチャンスが増えることになるため、非常に前向きに議論へ参加させていただきたい。

- ・ ただ、会社法による利益相反の問題、善管注意義務の問題が社債管理者の業務の足かせとなっているため、これらの点についても、議論を進めさせていただきたい。特に、信用リスクの観点から幅広い企業に市場へ参加頂くためには、非常に関心のある論点である。
- ・ 本部会においては、会社法の改正の検討、誰が社債管理者に就任すべきかの議論や、場合によっては企業の信用リスクに応じて社債市場を区分するなど、幅広い観点での検討が行われることを期待している。
- ・ 社債市場における銀行は、社債管理者であるとともに、発行者及び投資家であるため、今後は、あらゆる立場の視点で、社債市場を活性化するための議論に参加させていただきたい。
- ・ まず、社債管理者の立場としては、これまでの「社債市場の活性化に関する懇談会」等で検討があった点を中心に社債市場の活性化に向けた思いを説明させていただきたい。
- ・ 平成8年に社債の適債基準及び財務制限条項が撤廃されたことに伴い、社債管理者の不設置債であるFA債が一般的に発行されるようになったこともあり、現状では、会社法における社債管理者の設置の強制が形骸化している状況と認識している。
- ・ 本来であれば、社債への投資は、投資家の自己責任によって行われるべきものであり、社債管理者の強制設置によって投資家を保護する必要はないのではないかといった意見もある。つまり、現在の会社法のように、各社債の金額で一律的に規制を行う必然性はないといった意見があることも事実だと思う。
- ・ 本部会においては、各社債の金額で、一律的に社債管理者の設置・不設置を規制するのではなく、例えば、「個人向け社債」と「個人向け社債以外の社債」を区分することや、格付によって区分すること等について、議論を行っていただきたいと思います。また、会社法における社債管理者の設置を強制するのではなく、情報開示や販売時の説明責任の範疇で対応することができないのかといったことも一案であると思う。
- ・ 一方、近時のデフォルト事例を踏まえると、社債の集団的処理の観点から社債管理者を設置する方が望ましいとの考え方もある。この場合には、現状の過重ともいえる社債管理者の義務を軽減した上で設置強制とする考え方は取れないか、皆様と良く議論をさせていただき、前向きな検討をさせていただきたい。
- ・ 本部会で、「社債管理者がどのような業務を行っているのか」について、今後具体的に説明させていただきたいが、具体例を一つ挙げれば、社債管理者の立場としては、経済合理性を欠く保全や回収行動に至るまで、会社法の善管注意義務の一つとして課せられているというのが実感である。

- ・ また、発行体が社債管理者不設置債を志向する一つの理由として、社債管理手数料が高いという声を聞く。発行体の格付が低く業績管理の必要性が高い場合、財務上の特約（センサ一条項）が付され、期中の管理負荷が高い場合や、デフォルトの懸念がある場合等においては、社債管理者としては現状の社債管理手数料でも不足があるとの思いが強いのも事実。
- ・ 社債管理手数料体系を根本的に見直し、期中管理の負荷が低く正常に償還がなされる限りにおいては名目的な手数料としつつ、格下げされても発行時の格付により定められる料率が償還まで適用されるという現在の状況から、発行後に格下げとなった場合にはリスクに見合った手数料率に変更されるという手数料体系とすることはできないかなど、いろいろな制度を検討していきたい。
- ・ 現在の社債管理手数料は、社債の発行時の格付によって決定されることから、将来的に格付が低下した場合でも、その手数料が適用される状況である。したがって、社債の発行後に格付が低下した場合には、社債管理者の業務内容に応じた手数料率に変更する制度を導入できるのか、議論を行わせていただきたい。
- ・ 現行法制における社債管理者を前提にするのではなく、ゼロベースで議論していきたいと考えており、社債管理者の機能・役割や権限・義務の見直し、米国のトラスティーに近づけるというアプローチだけでなく、社債管理者の担い手を変える、例えば、与信取引のある金融機関は就任しない、就任できないというアプローチも含めて議論したい。
- ・ 「社債のデフォルト前後、メインバンクに利益相反が生じる可能性があることを懸念する。」といった意見があったが、現実問題として、メインバンクは、社債管理者に就任している現状である。その現状は、本当に良いのか、それとも悪いのか。
- ・ 現状の実務では、メインバンクが社債管理者に就任するか否か、その決定自体が社債発行の可否に影響しており、例えば、メインバンクが社債管理者への就任を謝絶したことに伴い、その発行会社の風評被害になるといった事態は起こすべきではないと思う。
- ・ 「社債管理のあり方等」の議論は、現行の会社法における社債管理者制度を前提とするのではなく、新しい市場を構築するイメージで、これまでの経験や知識を集約した上で議論を行わせていただきたい。社債管理者の機能、その役割の軽減、義務の見直しなどの議論は、単純に米国のトラスティーに近づくアプローチではなく、これまでの日本の金融制度の歴史を踏まえた上で、日本を出発点とするクリエイティブな社債管理制度の下の社債市場を構築するための議論を行いたい。

- ・ 「社債管理のあり方等」について、これまで決済インフラに直接的に関わる議論は多くなかったと認識しているが、社債管理者と証券保管振替機構（以下「ほふり」という。）との関りとしては、社債管理者等が一般債振替制度における発行者の代理人として業務を行う場合が多く、ほふりとの間で情報のやり取りが発生するということがある。この他、ほふりでは、社債権者集会が開催されるケースが今後増加すると想定されたことから、代理人を中心とする実務関係者の意見等を集約し、「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）」を作成・公表したという経緯がある。これらが本部会の議論に直接関連することとなるかどうかかわからないが、決済インフラの立場としてお役に立てることがあれば、是非とも貢献させていただきたい。

(2) 社債管理者の役割・業務等について

- ・ 「市場関係者が社債管理者に対して期待していることは何であるのか。」、非常に見えにくい状況であると思う。社債の発行会社の財政状態が苦しくなれば、個人投資家である社債権者は、その社債管理者に対して、保証に近い行為を求めてくる。社債管理者の立場では、その社債権者からの求めに対して、様々なことを行いたいと考えているが、会社法の規定が十分に整備されていない、又は、会社法における解釈が市場関係者で共有されていないため、その様々なことを行えない状況にある。
- ・ 「投資家は、社債管理者に対して何を期待しているのか。」については、少しくリアにしていきたい。証券会社の立場で言えば、投資家は、社債管理者に対して、社債を発行する会社の財政状態が悪化し信用不安が起きたときのモニタリングや、最終的にデフォルトした場合に債権回収の極大化を期待しているのではないかと感じている。
- ・ 例えば、社債がデフォルトした場合、その社債に社債管理者が設置されるケースと設置されないケースでは、どの程度、債権回収に違いがあるのか。我が国では、極めてデフォルトの事例が少ないことから、例えば、ウィルコム（平成22年2月18日：会社更生手続開始の申立て）の発行した社債がデフォルトした事例を参考として、議論が行えれば良いと思う。
- ・ そもそも、銀行は、社債管理者に就任するメリットがあるのか。これまでの議論では、銀行である社債管理者の委員から、「銀行では、非常に厳しいウォールが設けられており、貸出人としての銀行と社債管理者としての銀行とで、厳格に分けて内部管理をしなければならない。」との意見があった。銀行において厳格な管理・社債権者として非常に重い義務は、銀行の投資家等から見てそもそも必要なのか。社債管理者である銀行では、社債のデフォル

ト前後に利益相反が生じる可能性があるにもかかわらず、その業務を行う目的とは何であるのか。各委員から意見を聞いてみたい。

- ・ そもそも、我が国では、かつて、担保付社債の発行が主流であり、受託会社である銀行の役割は、担保の資産価値を維持・管理することであった。したがって、銀行では、その役割が原点にあるため、基本的に無担保社債の社債管理について、デフォルトする前に、どのように担保を設定するかが最大の関心事であった。
- ・ 社債を発行する会社が倒産した場合、社債管理者の設置の有無にかかわらず、社債権者が回収できる債権額は変わらないのではないかと。極端な例ではあるが、会社更生手続の開始の申立てを行った会社の社債に社債管理者が設置されていた場合でも、その申立て後は、社債管理者は法律に基づく対応しかできず、むしろ回収専門の弁護士が法律に基づき適切に対応した方が良い結果になるのではないかと。
- ・ このように法的処理を行った債務者であれば、銀行も一定のノウハウを有しているものの、回収専門の弁護士の方がより多くのノウハウを有していると思われる。それであれば、投資家は、社債管理者である銀行に対する債権回収に対する期待は、それほど大きくないのではないかと。
- ・ 社債管理者は、社債がデフォルトする前に、どのようにすれば、社債権者に配分できる社債の発行会社の資産を確保できるのかが重要であると考えている。
- ・ 社債管理者である銀行は、会社法の善管注意義務及び公平・誠実義務の範囲で、社債の発行会社の資産を確保することによって、自行債権の保全を図ることができるとともに、利益相反が生じる状態に追い込まれることによって、社債を保全しなければ自己の債権も保全できない状態となった。社債の発行会社の財政状態が悪化すれば、社債管理者である銀行は、相当注意深く社債管理者の業務を行っており、この業務への取組み方が社債管理者としての基本的な考え方であると思う。
- ・ 社債管理者としては、会社法の規定が十分に整備されていない、又は、会社法における解釈が市場関係者で共有されていないため、大義名分がなければ、社債権者のために、様々な取組みを行うことができず、非常に辛い状況である。
- ・ 例えば、センサー条項に抵触していないにもかかわらず、社債管理者である銀行が社債に担保を設定した場合、若しくは、その設定に近い行動をした場合は、市場関係者において、「メインバンクが担保を取りに来ている。」と考えられるため、社債の発行会社は信用不安を起す可能性がある。社債管理者である銀行としては、その発行会社に信用不安を起し

たくないため、ある程度、市場関係者に伝わらない方法で実務を行わざるを得ない。

- ・ ある上場会社が担付切替条項に基づき、無担保社債から担保付社債へ切り替えることを公表した瞬間に、過去の事例としては、公社債店頭売買参考統計値や東京証券取引所の取引価格が跳ね上がったことがあった。この様に、社債管理者は、インサイダー取引に利用されかねない情報を保有することになるため、情報管理の観点から、極めて負荷が重たいと感じている。
- ・ 社債管理手数料の議論においては、社債管理者が社債の発行時に決定した手数料で報酬を受け取っているため、何事もなく社債の償還を迎えることができれば、いわゆる「眠り口銭」と言われてもやむを得ないだろう。ただし、コベナンツに抵触するようなことがあれば、社債管理者は、その業務内容に見合った報酬を得ることができない。
- ・ 現在の我が国社債市場は、FA 債の発行が主流であり、社債管理者設置債が極めて少ない状況にあり、仮に、現状で社債管理者を務める銘柄がコベナンツに抵触することが多くなれば、情報管理に関するコストも相当負担しなければならず、社債管理者としての収支は赤字となることも考えられる。
- ・ 社債管理者である銀行としては、投資家が社債管理者に求める最大の期待は担付切替だと考えており、社債の発行会社に何かが起こった場合には、その社債に対して担保を設定しなければならないプレッシャーがある。「市場関係者が社債管理者に対して何を求めているのか。何を期待しているのか。我々と同じ考えなのか。」について、是非ともお聞きしたい。
- ・ 倒産手続においては、確かに社債管理者の働く余地はそれほどないかもしれない。ただし、個人向け社債と機関投資家向けの社債では、倒産した際の債権のカット率が異なるケースがあるため、その際には、社債管理者の役割があるのではないかと感じている。
- ・ 社債管理者の役割は、社債権者の保護が基本であるが、倒産手続に入れば、管財人との窓口としての役割があると思う。
- ・ 社債管理手数料は、会社更生法の下、更生に貢献したのであれば、共益債権（更生債権・更生担保権に優先して弁済を受けられる。）として認められると思う。ただし、社債管理者が社債権者のために働いても、更生のために貢献していなければ共益債権とは認められないため、倒産時における社債管理者の役割は、非常に複雑であり、簡単ではないと感じている。
- ・ 社債管理者である銀行としては、それを怠ると会社法上の善管注意義務違反になるか否かという法的問題とは別に、社債の発行会社が信用不安になれば、実務の趨勢として、その社

債に担保の設定を行う努力をしなければならないと理解しているということか。

- ・ 最近では、社債管理者設置債を発行している発行会社が信用不安になるケースが殆どないので、社債管理者がどのような行動を採るのか推察できないが、少なくとも、約10年前は、社債管理会社では、社債がセンサー条項に抵触したときは、社債を直ちにデフォルトさせるのではなく、その社債に担保を設定していた。当時の市場関係者は、「社債の発行会社が信用不安になったときは社債をデフォルトさせるよりも、その社債に担保を設定して社債のキャッシュフローを維持しなければ困る。」といった意見が大勢であり、当社では、実際に、過去数回社債に担保を設定したことがある。
- ・ ただ、社債管理者としては、「過去に銀行が信用不安のある発行会社の社債に担保設定をしてくれた。」というような取り上げ方をされ、市場関係者から過度の期待感を煽られることになるのは、困惑してしまう。
- ・ 社債管理者は、社債の発行会社が、いわゆるオン・ゴーイングであるときに機能を発揮すべきなのか。それとも、デフォルトしたときに機能を発揮すべきなのか。我が国では、どちらに軸足を置くべきであるのか。勿論、各々のときに機能を発揮できれば良いが、この論点は、非常に重要なポイントであると思う。
- ・ 理論上は、そもそも、いわゆるオン・ゴーイングであるときは、社債の発行会社に対して、法令に基づく投資者への十分な開示を行わせることで対応すべき問題と整理されるだろう。十分な開示が行われているのであれば、その開示情報に基づいて、投資家は適切に投資判断ができると、理論上、考えられるからである。
- ・ 米国のトラスティーからのヒアリングでは、いわゆるオン・ゴーイングであるとき、「基本的には、定期的な開示書類の受領などの事務的な業務を行っており、その業務に見合った報酬しか受け取っていない。」とのことであった。また、「コベナンツに抵触した状態、いわゆるトリガーが引かれた状態になれば、社債権者の利益を最大化するために、可能な限り、多くの債権を回収する使命を課せられており、その使命に見合った報酬体系が用意されている。」とのことであった。
- ・ こうした米国のトラスティーの仕組みは、先ほどの考え方に照らして、理論的に完結したシステムであると感じている。もちろん、果たして、その仕組みをそのまま我が国に導入して良いのかという問題はある。米国のシステムの背景には、社債市場に非常に厚みがあり高格付社債だけではなく、低格付社債についても一定の取引が行われているという事情がある。

- ・ デフォルトした社債は、トラスティーが債権回収を行いながら、どの程度、債権回収ができるのか見込みながら、ディストレス市場にて取引が行われている。さらに言えば、米国では、デフォルトした社債に特化したディストレス・チームを作って投資を行うディストレスト・ファンドも存在している。
- ・ とはいえ、こうした環境の違いも考慮した上で、我が国社債市場として、何ができるのかを前向きに検討すべきだと考える。
- ・ 「社債管理のあり方等」の議論では、どのような投資家を想定するのも、重要なポイントの一つであると思う。例えば、機関投資家を想定を中心として、個人投資家は投資信託を通じて投資するケースを想定するのか。又は、個人向け社債が一般化するスキームを想定するのか。これらの想定次第によっては、いわゆるオン・ゴーイングであるときに、社債管理者として何が必要とされるのかが変わってくると思われる。
- ・ 「社債管理のあり方等」の議論では、個人投資家と機関投資家は峻別して考えなければならぬだろう。さらに、機関投資家の中でも、銀行や信託銀行といった金融機関系の投資家とそれ以外の投資家とは、峻別して考える必要があるのではないか。なぜならば、金融機関系の投資家は、自ら回収のノウハウを有しており、融資を行っていれば、デフォルト局面を経験しているためである。
- ・ 社債市場の活性化を図るためには、投資家の裾野を広げることも重要である。債権回収といったノウハウを有していない投資家を社債市場に呼び込むためには、その役割を社債管理者にお願いすることも一つの案であると思う。
- ・ 社債がデフォルトした場合は、社債管理者の設置の有無により、債権回収率が上がることは有り得ないと思う。したがって、社債の発行会社が、いわゆるオン・ゴーイングとアフター・デフォルトの間であるクリティカルなときに、社債管理者は、社債権者の代理人として、どれだけ活躍できるかが鍵となる。その場合、社債管理者は、メインバンクが就任することが適切であるのか。本部会においては、これらの論点について、いくつかのセグメントに分けて議論を行えば良いと考えている。
- ・ 会社法 703 条及び会社法施行規則 170 では、銀行及び信託銀行以外の者も社債管理者に就任できることとなっており、この点についても議論が必要ではないか。
- ・ 社債管理者である銀行では、自行の利益相反の問題が生じない場合、どのような行動となるのか。

- ・ 現状、社債管理者であるメガバンクでは、ほとんどがその発行会社に対して融資を行っており、自行の利益相反の問題が生じないケースはない。したがって、自行の利益相反の問題がない場合は、どのような行動を採るのか想定が難しい。
- ・ 社債管理者は、個人投資家や機関投資家の期待を背負っているため、社債管理者が不適切な行動をとった場合は、「この社債管理者は使えない。」ということとなり、間違いなく、社債管理者の業界から退場を余儀なくされることが容易に想像される。
- ・ 社債管理者である銀行は、このように大きなレピュテーション・リスクがあることから、可能な限り社債権者のために行動しており、不適切な行動をすることはできない。
- ・ 「社債管理者である銀行は、会社法の善管注意義務及び公平・忠実義務の範囲で、社債の発行会社の資産を確保することによって、自行債権の保全を図ることができるとともに、利益相反が生じる状態に追い込まれることによって、社債を回収しなければ自己の債権も保全できない状態となった。」との発言があったが、自行の利益相反の問題が生じない場合、どのような回収行動となるのか。
- ・ 社債管理者である銀行では、利益相反が生じる可能性を考え、社債の償還期日まで、社債権者のために適切な行動ができるかどうか検討を行い、社債管理業務を受託するか否か判断を行っている。
- ・ 例えば、「BB 格の会社が 10 年債の発行を計画している。」と相談を受けた場合、社債管理者では、償還を迎えるまでに利益相反の問題が顕在化する可能性が高いと考えられることから、経済合理性の観点で見れば、社債管理業務を受託することは難しくなる。
- ・ 我が国の社債市場において、メインバンクが融資先から社債管理者の受託を断った話が広まってしまえば、機関投資家は、メインバンクの融資先に対する姿勢を把握できることとなるため、事実上、メインバンクが社債管理者の受託を断った段階で、融資先の起債が中止となる事例は多いと聞いている。
- ・ BB 格の 10 年債の社債管理業務の受託は経済合理性の観点からその受託は難しいとの意見は、現状の社債管理手数料体系を踏まえれば、当然ではないかと思う。しかし、この問題は、我が国社債市場において低格付社債の発行を促す上で、非常に重要な問題である。
- ・ 米国では、機関投資家が自身の判断で、発行会社に対して、適切なクーポンやコベナンツの付与などを求めている。したがって、米国の社債市場では、BB 格の社債においても、適切なコベナンツが付与され、適切なクーポンであれば、起債を行うことができる。一方で、

我が国社債市場では、メインバンクが社債管理者を断った段階で、起債することができない現状にあり、問題であると考える。

- ・ 「格付が低い場合は社債管理者を設置して欲しい。」といった投資家や、「社債管理者が存在しなくても、投資家自身でモニタリングを行う。」といった投資家の存在が必要である。
- ・ メインバンクが社債管理者に就任すべきかどうかの論点として利益相反がある。米国では、社債がデフォルトした場合には、発行会社に融資を行っているトラスティーは、利益相反が生じる可能性が懸念されることから辞任しなければならないが、デフォルト前には発行会社に融資を行っていても、トラスティーに就任している。したがって、米国では、社債の発行会社に対して融資を行っていても、トラスティーに就任できないことはない。
- ・ 社債に担保を設定する場合は、通常、担保提供制限条項に基づき、社債間同順位が主流であるが、社債の発行会社の財政状態が悪化したとき、社債間同順位の社債と銀行ローンは、どのような関係であるのか。この点についても、是非とも議論を行っていただきたい。
- ・ 社債管理者とは、社債の発行に際してのデバイスであり、いわゆるサポーターである。証券会社が、社債の発行に際して引受審査が行っているが、例えば、BB 格の 10 年債を引き受ける投資家を証券会社が見つけてきて、社債管理者が過大な義務（社債の償還までの期中管理業務）を負わない制度があれば、我が国社債市場においても、社債管理者を設置した BB 格の 10 年債は発行できると思う。
- ・ 社債間パリパスと国内債権間パリパスの関係は、時代の流れによって変化してきていることから、第 2 部会の検討テーマである「コベンナツの付与及び情報開示等」の議論と組み合わせながら、今後、議論を行わせていただきたい。
- ・ 証券会社では、どのような投資家を見つけてくるのか、社債管理者に対して、どのような役割を期待するのか、是非とも各委員の意見を聞いてみたい。
- ・ 本部会において今後検討を進める際は、次の 2 つのポイントを踏まえて議論願いたい。
 - ① コベンナツに関する議論を行う場合、財務コベンナツと非財務コベンナツを明確に区分して発言、検討願いたい。センサー条項に抵触することと、テクニカルなコベンナツ条項に抵触することとは、全くレベルが異なる話である。
 - ② 社債管理者において、形式的な利益相反が生じる可能性が高いことをクローズアップすれば、実りのない議論になるため、そもそも、「社債管理者とは、どのようにあるべきか。」について議論願いたい。

- ・ 社債管理者である銀行では、社債の発行会社に対して、短期と長期の融資を行っており、短期融資であっても、期日に回収する行為を「利益相反ではないか。」と言われる場合がある。また、長期融資に関しては、社債の発行会社から融資の繰上げ返済をしたい要望があった場合、銀行では、その要望に沿う場合もあるが、社債の償還期限を迎えていなければ、「銀行が優越的地位の乱用で期日前に回収を図ったのではないか。」と言われる可能性がある。このように、社債管理者である銀行では、社債の発行会社との間で、どのような方法で回収したのか、融資を行ったのかなどを含め、利益相反にならないよう細心の注意を払って対応している状況である。
- ・ 積極的に低格付社債を購入したい我が国の投資家からは、「社債管理者は必要ない。社債管理者が設置されることにより、スプレッドが小さくなるのであれば、投資家自身で社債の発行会社のモニタリングをする。社債管理者を不設置として、それに見合うスプレッドを上乗せして欲しい。」といった意見を聞いたことがある。この点は、今後、投資家から更に意見を聞いてみたい。
- ・ 財務制限条項のコベンツに抵触すれば、自動的にデフォルトになるケースがあると思うが、そのような場合は、社債管理者と発行会社との間で事前相談を行うなど、直ちにデフォルトとしない対応について意見交換できれば良いと思う。
- ・ 本日の本部会では、「社債管理者が社債の発行会社に対して融資を行っている場合は、利益相反の生じる可能性がある。」といった意見が非常に多かった。しかし、利益相反が生じる可能性がある問題は、融資に限られず、社債権者間の利益相反に社債管理者がどのように対処すべきかといった局面でも発生する。いずれにせよ、「社債管理のあり方等」を検討する際、広い意味での利益相反問題は、非常に重要な論点であると感じた。

(3) 第2部会(コベンツの付与及び情報開示等)との連携等について

- ・ 本部会の「社債管理のあり方等」の議論は、第2部会の検討テーマである「コベンツの付与及び情報開示等」と密接に関係している。両者は、新しい発行会社・投資家を社債市場に呼び込むために必要な大きな二つの問題である。例えば、センサー条項やチェンジ・オブ・コントロール条項など、どのようなコベンツが社債に付与されていて、当該条項に基づき社債をどのように管理する法的義務があるのかということは、社債管理者の役割や機能に対し大きな影響を与えることになると思われる。

- ・ 事務局では、本部会と第2部会の検討テーマは密接に関連していると認識している。したがって、各々の部会には、発行会社、社債管理者、証券会社及び投資家等の立場で、できる限り同一の会社の方に委員の就任をお願いしており、今後、議論を進める予定である。
- ・ 4つの部会の検討状況は、本年12月、来年3月、6月に本懇談会に報告、議論をお願いしたいと考えている。事務局としては、必要に応じて、例えば、部会長同士の意思疎通を行う会合や、本部会と第2部会との合同開催などの実施を考えており、各部会間の情報共有を図って参りたい。

2. 次回会合

第2回会合を9月10日(金)に開催する。

(配付資料)

- ・ 社債市場の活性化に向けて（平成22年6月22日）
- ・ 社債市場の活性化に関する海外調査報告（平成22年4月6日）

※ 配布資料は報告書「社債市場の活性化に向けて」に掲載しております。

以 上