

「第2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9月10日（金）午後4時～6時

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. 社債管理者について

三井住友銀行（社債管理者）から、社債管理業務、コベナンツ及び社債管理者に期待される役割・業務等について、次のとおり、配付資料「社債管理者について」（注）に基づき報告・説明があった後、意見交換が行われた。

【 報告・説明 】

1. 社債管理業務について（3頁）

1-1 社債管理者とは ～ 会社法より ～

- (1) 社債管理者は、社債権者のために社債の管理を行う者として、社債の発行に際し原則設置が義務付けられている（会社法第702条）。
- (2) 社債管理者は、銀行及び法務省令で定める保険会社、担保付社債信託法に定める担保の受託会社の免許を有する者などが行うことができる（会社法第703条、会社法施行規則第170条）。ただし、実務上資金決済機能が求められているため、金融機関以外が社債管理者を行った事例は公募債ではない。
- (3) 社債管理者には、公平誠実義務及び善管注意義務が課せられている（会社法第704条）。メインバンクは、発行会社の財務状況等を一番詳しく把握していることから、メインバンクに社債管理業務を行わせただけで公平誠実義務及び善管注意義務を課して、自行の融資と同等の対応を行わせれば、社債権者にとって最良の結果となるという考え方に基づき、社債管理者の制度が整備されたものと理解している。
- (4) 社債管理者は、社債権者のために社債に係る債権の弁済を受け、又は債権の実現を保全するために必要な一切の裁判上又は裁判外の行為をする権限を有する（会社法第705条第1項）。
- (5) 社債管理者の権限は、上記の他に、① 社債権者集会の招集権限（会社法第717条第1項）、② 発行会社に対する調査権限（会社法第705条第4項）、③ 社債管理委

託契約に基づく約定権限（会社法第676条第12項に定める会社法施行規則第162条第4項）などがある。

- (6) 社債管理者がその責任を果たさず、法令・社債権者集会の決議に反する行為をした場合は、社債権者に対する損害賠償責任を負う（会社法第710条第1項）。
- (7) 特に、社債の期限の利益喪失前後3ヶ月以内の期間について、損害賠償責任を負う利益相反行為が法律上類型化されている（会社法第710条第2項）。

<参考> 財務代理人（FA：Fiscal Agent）とは

- (1) 平成7年にソフトバンクが国内企業初の社債管理会社不設置社債を発行した際に設置した役割の名称が一般化したものである。（「社債事務取扱者」といった名称を使用している発行会社もあるが、業務内容は同一である。）
- (2) 会社法第702条ただし書に基づき社債管理者を設置せず社債を発行する場合に、実務上の要請に基づき設置される役割である。
- (3) FAに求められる主な実務上の機能は以下の点である。
 - ① 証券保管振替機構（以下「ほふり」という。）の業務規程に定める発行・支払代理人機能
 - ② 元利金の支払にかかる期日管理、資金決済
 - ③ 利金に対する源泉税の徴求、管理、納付
 - ④ 社債原簿等関連書類の調製など
- (4) 社債管理者と異なり、社債権者保護のための義務、権能などは一切有しておらず、発行会社の事務代行といった位置付けである。
- (5) 銀行が発行する社債は、発行会社自身が上記発行・支払代理人業務や資金決済機能を有していることから、FAを設置せず発行されている。

1-2 社債管理者の主な約定権限

社債管理委託契約に定める社債管理者の約定権限には、以下のようなものがある。

- (1) 財務上の特約（担保提供制限条項のほか、利益維持条項、純資産額維持条項など、いわゆるセンサー条項を含む。）の遵守状況を管理する。社債管理委託契約では、決算期末にピンポイントで、社債管理者が純資産額を確認すれば良いことになっているが、現状の実務では、社債管理者において、月次で発行会社（融資先）の状況を管理しており、常時、財務上の特約への抵触の可能性を注視している。仮にその抵触の可能性があれば、発行会社との間で、今後の対応策を積極的に協議している。

- (2) 軽微な契約違反行為が発生した場合、社債管理者は発行会社に履行／補正を要求できる。
- (3) 期限の利益喪失条項への抵触の有無を管理する。
- (4) 担付切替条項の発動に際し、「担保の受託会社」へ就任するとともに、当該社債への担保権の設定を行う。
- (5) (転換社債(CB)の場合) 転換価額の調整／修正条項の発動に際し、必要に応じ発行会社と調整／修正内容につき協議を行う。

また、「発行会社に対する調査権限」の一環として、発行会社は、社債管理者に以下の義務を負う。

- ① 有価証券報告書等開示書類を作成、当局宛提出を行った場合、社債管理者に対しても当該書類の提出義務を負う。
- ② 組織再編行為等を行う場合、発行会社は社債管理者に対する通知義務を負う。

1-3 社債管理業務に影響を与えた出来事

(1) 社債浄化運動に起因する担保付社債の原則

- ・ 戦前の大恐慌時に公募社債が多数デフォルトしたことを機会に、担保付社債を原則とする慣行が成立した。戦後においてもその流れは変わらず、昭和60年にTDKが発行するまで国内公募無担保普通社債の発行実績はなかった。なお、当時は、「担保付」以外にも「定時償還方式」を原則とするなどの慣行があった。

(2) 受託銀行によるデフォルト社債の買取

- ・ 会社更生法の申請等により公募社債がデフォルトした場合、担保の受託会社が当該社債を一括して買い取る慣行が存在した。(最後の事案は昭和60年の三光汽船債。)

これは、① 社債全額が更生担保権と認定され、実損が発生する可能性が低いこと、② 社債権者集会開催に係る手間、負担(時間的な点を含む)が重いなどの事由が背景にあったと言われている。

- ・ 特に後者の問題は、平成10年に破綻した日本国土開発のCBに係る社債権者集会が定足数未達で流会した事例があるなど、長きに亘り懸案事項となっていた。
- ・ 現在は、会社法施行・振替制度の導入と体制面が整備されたことにより、以前より社債権者集会開催に係る負担は軽減されている。

(3) 適債基準

- ・ 平成8年に廃止されるまで、公募・私募、国内外の市場の別を問わず、「適債基準」を充足した企業のみ社債(私募債を含む。)を発行することができる規制が存在した。

- ・ 当初は起債会（銀行と証券会社の引受部門のメンバーで構成）が基準を定めていたが、社債の発行方式が一括起債方式からプロポーザル方式に変更されたタイミング、昭和63年頃より当局（大蔵省銀行局長）の事務連絡となった。
 - ・ 当時の事務連絡の中には、例えば、① 国内CBの発行時において、複数の格付機関から格付を取得した場合は、クーポンを0.1%優遇しなければならない、② A格であれば、担保提供制限条項とセンサー条項の二つを付与しなければならないなどが明記されていた。
- (4) 平成5年商法改正 ～「募集の受託会社」から「社債管理会社」へ
- ・ 商法改正により、事務受託的な側面の強かった「募集の受託会社」から「社債管理会社」に名称が変更されるとともに、善管注意義務、公平誠実義務、損害賠償責任等の責務が明確化された。
- (5) FA債（社債管理者不設置債）の広まり
- ・ 平成7年のソフトバンク債以降、機関投資家向け（＝各社債の金額1億円）の起債は、社債管理者を設置しない起債が増加した。
 - ・ 当初は、新日本製鉄などのAA格以上の「優良先」が中心であったが、現在では、格付によるFA債、社債管理者設置債の棲み分けは行われていない。
- (6) 無担保社債への事後担保設定（担付切替条項の発動）
- ・ 財務上の特約（利益維持条項、純資産額維持条項）に抵触し、期限の利益喪失条項ただし書を用いて、無担保社債、主にCBで担保付に切り換えた事案が、平成5年以降平成13年頃まで、相当数発生した。
- (7) 靴のマルチミ債事案
- ・ 当初無担保で発行された国内CBが、財務上の特約（センサー条項：純資産額維持条項）に抵触したため、担付切替（預金担保）を行った事案の一つである。
 - ・ 本件は、平成12年12月、民事再生法申立てにより、当該CBがデフォルトし、担付切替を行った社債がデフォルトした唯一の事例となった。なお、本事案では、預金担保の担保権実行により社債は100%弁済されている。
- (8) ダイエー債事案
- ・ 平成12年12月、無担保社債3銘柄のうち1銘柄の繰上償還と合せて、他の2銘柄について、償還期日まで預金担保を設定した。財務上の特約への抵触はなく、発行会社の意思で担付切替を行った事例である。

(9) 繰上償還条項の削除

- ・ 定時償還方式を原則としていた頃からの慣行で、満期一括償還型の公募普通社債に「任意繰上償還条項」が付されていたが、平成8年頃に発行した社債から、当該条項が削除されている。
- ・ 任意繰上償還条項は、業況の悪化、センサー条項への抵触など、やむを得ない場合にのみ、同条項は発動可能といったマーケットの暗黙のコンセンサスにより付されていた。
- ・ 平成8年頃から、コールオプションやプットオプション条項（繰上償還条項）が付されたCBが発行されるようになってから、市場参加者に、わかりづらい「任意繰上償還条項」が削除されるようになった。ただし、平成8年までは、「発行会社が繰上償還を行いたい。」と申し出たとしても、社債管理者は、契約書にはない実務として「繰上償還はマーケットが受け入れない。」旨の説明を行い、発行会社が繰上償還を断念していた。

(10) サムライ債のデフォルト

- ・ 平成12年から13年にかけて、HITIC、アルゼンチン等のサムライ債（社債管理者設置債）のデフォルトが連続して発生した。個人投資家も多く、クロスボーダー案件であったため、社債管理者としては、長期にわたり対応を迫られた事案である。
- ・ 社債管理にかかる費用は、弁済金から控除できる旨契約上の定めはあるが、現実問題として、弁護士費用等社債権者の理解が得られるものに限定され、対応のための旅費・人件費等、社債管理者にとって大きな負担が生じることとなった。銀行としても、社債管理業務のコストを強く認識した事案である。

(11) マイカル債における利益相反問題

- ・ 平成13年9月、マイカルは、民事再生法適用申請により社債がデフォルトしたが、その直前に社債管理会社が行った担保付緊急融資が利益相反の観点から社債権者と係争となった。結果的には、本件に関する社債管理者の誠実義務違反は認められない旨の判決となった。
- ・ 銀行界の常識では、倒産直前の会社に対して、担保付でなければ、取締役の誠実義務違反を問われるため融資は行えないという常識どおりの対応を行ったにもかかわらず、マイカル債で訴訟の提起を受けたことから、銀行としては、非常にショッキングな事案であった。そもそも、銀行としては、訴訟の提起を受けること自体がレピュテーションの観点で、著しく問題である。

2. コベナンツについて（10頁）

2-1 財務上の特約（財務コベナンツ）について

(1) 財務制限条項

- ・ 昭和60年から平成8年までは、国内で無担保社債を発行する場合、適債基準の中で「財務制限条項」を付すことが発行会社に義務付けられており（「担保提供制限」＋「利益維持」、「純資産額維持」、「自己資本比率維持」、「配当制限」）、各条項に抵触した場合、原則として当該社債の期限の利益は喪失することとなる。
- ・ ただし、社債管理者（募集の受託会社）が適当と認める担保権を設定した場合は、期限の利益喪失を回避することができるかとされており、財務制限条項に抵触した事案は、すべて担付切換が行われている。
- ・ 当時の目論見書では、期限の利益喪失条項が付与されているにもかかわらず、その記載がなかった。したがって、投資家は、社債の募集の段階で、財務制限条項を把握できなかった。逆に言えば、当局主導によるマーケットが、市場参加者に信頼されていた証と言えるかもしれない。

(2) 財務上の特約

- ・ 「適債基準」の廃止後、財務制限条項は「財務上の特約」と呼ばれるようになり、また、当該条項の付与の可否も任意とされた。（ただし、開示省令上、担保提供制限条項の概要のみ社債の名称に補記することが求められている。）
- ・ FA債の発行が主流になってきたため、担保提供制限条項（FA債間パリパス条項）のみを付与した起債が増加した。

(3) FA債の財務上の特約

- ・ FA債の財務上の特約は、FA債間パリパス（担保付切換条項が付されていない社債間のパリパス）であることが一般的である。
- ・ 社債管理者設置債は、発行会社が財務上の特約に抵触した場合、社債管理者が担保の受託会社となり、当該社債に担保を設定する（担付切換）ことで期限の利益喪失を回避するスキームを前提に特約が付与されていた。
- ・ 一方FA債では、担保の受託会社の選定や担保物の承認など、すべて社債権者集会が必要であり、招集通知発送から担保設定までに相当の時間が必要であること及びその間、発行会社は風評リスクに晒されることなどの理由から、担付切換を前提にすることができず、従前「財務制限条項」として定められていた条項をすべて外す現在の形態が主流となった。

- ・ 我が国では、1本の社債が期限の利益を喪失した場合、その他のすべての社債がデフォルトすることになるため、その発行会社の破綻に繋がる可能性が高い。その破綻の流れが嫌われているため、FA債において、財務上の特約が付与されていないと思われる。

2-2 期限の利益喪失条項について

最近の国内公募債においては、以下のような期限の利益喪失条項を付すことが一般的である。

- (1) 元利金の不払（猶予期間を設定する場合あり）
- (2) 他の社債とのクロスデフォルト（金額の制限なし。私募債を含む。）
- (3) ローン等他の債務とのクロスデフォルト（5～10億円までは適用除外とすることが一般的）
- (4) 法的整理の申立て、開始決定

<社債管理者設置債のみ>

- (5) 社債管理委託契約、社債要項に違背した場合（報告義務違反、CBの転換価格調整不履行等）
- (6) その他社債管理者が本社債の存続を不適當であると認めた場合（実質的に期限の利益喪失条項に抵触しているとみなされる場合）

<財務コベナント設置債のみ>

- (7) 財務コベナント抵触（ただし、担保付社債に切り換える場合は適用除外）

3. 検討事項（13頁）

3-1 社債管理者に期待されること

現在の社債管理者の機能

- (1) 平時
 - ① モニタリング機能
 - イ. コベナント管理
 - ロ. その他一般的な業況管理
- (2) 異例事態の発生／業績悪化時
 - ① 組織再編等の事態に際し、社債権者への影響の検証（CBの場合、転換価額の調整の要否、調整を行う場合の算出手法の妥当性の検証等も行う。）
 - ② 社債権者集会の招集
 - ③ 担保付社債への切替等の債権保全行為

(3) 期限の利益喪失時

- ① 債権届の提出等債権回収実務
- ② 弁済金の受領、社債権者への配分

3-2 実務の視点から

(1) 社債管理者の権限等の適切な開示

- ・ 今後、社債管理者設置債の多様化を図っていく場合、個別案件毎に社債管理者の権限、行為範囲、免責事項などが異なっていく可能性がある。この場合、投資家に対して社債管理者に関する事項を従前以上に丁寧に開示、説明を行う必要があると考える。

(2) 社債管理コストの負担

- ・ 社債の発行会社から、「社債権者保護のために社債管理者を設置する以上、そのコストは社債権者が負担すべき。現状では、社債管理者を設置しても、社債管理手数料に見合うクーポンプレッドの低下はなく、社債の発行会社が社債権者保護のコストを負担している形となっており合理性に欠けるのではないか。」といった意見がある。
- ・ また、コベナンツについても同様の指摘があり、「社債管理者・コベナンツを付すメリットがない。」といった発言は、多くの発行会社から聞いている。

(3) 社債管理者のなり手

- ・ 新しい発行会社のための社債管理マーケットは、手数料ベースで年間約7億円程度の規模と想定される。

<前提条件>

- ・ 年間発行額 1,000億円 (50億円×20銘柄)
- ・ 平均発行年限 5年
- ・ 平均事務代行手数料 発行額の0.20%
- ・ 平均社債管理手数料 残高に対し年0.10%
- ・ 破綻時対応、破綻前の利益相反管理、損害賠償請求対応等に係るリスク・コストを勘案すると、このマーケットに社債管理者として参入する経済合理性は、銀行にとって乏しいと思われる。
- ・ 社債管理者の責務、損害賠償の範囲を明確化することにより、社債管理者が受託の可否の検討を行う際にリスク・リターンを定量化して判断できるような環境整備が必要と考える。

(4) 利益相反問題

- ・ 平成5年の商法改正は、「メインバンクが、善管注意義務、公平誠実義務に従い、社債の管理・保全・回収を行うことは、社債権者の利益に適うもの。」といった考え方に基づき行われたと認識している。また、この考え方は、会社法にも引き継がれていると認識している。
- ・ そのため、会社法は、社債管理者を務める金融機関が「利益相反状態」に陥ることを禁止しているものではなく、むしろ「利益相反状態」に陥ることを前提に、社債管理者に善管注意義務、公平誠実義務、損害賠償責任を課し、社債権者の権利保全を図る建てつけと認識している。
- ・ 従前より社債管理者である銀行は、利益相反の問題について真摯に対応しており、この問題が生じた事例は殆どない。逆に、問題が生じなかったため、損害賠償の範囲などの実務的な面で明確化されていない事項があり、社債管理者として業務を行うに際し、リスク・リターンの定量化ができず、外形的にリスクが高い発行会社の社債管理者に就任することを躊躇する要因となっている。
- ・ 上記より、比較的信用リスクの高い社債の社債管理業務を検討するに際し、以下の点を再度整理する必要があると考える。
 - ① 社債管理者に求める機能及びその機能を遂行するために必要なスペック
 - ② 禁止行為
 - ③ 損害賠償の範囲
 - ④ 社債管理者の免責要件

また、近年、私的整理事案（事業再生ADRなど）のように、銀行ローンが社債に劣後する事例や、いわゆるDIPファイナンスの提供（銀行の観点からすれば、支援に当たっては担保徴求が必須）などの事例についても、今後整理していく必要があると考える。

(5) 発行会社の視点

- ・ 自社がBB格以下（＝投資不適格企業）であると公表することに抵抗感がある企業は多く存在する。また、「当社の信用リスクは比較的高い。」ことを自ら認める企業も、それ程多くないと考える。そのような発行会社の視点からも受入可能なスキームの検討が必要と考える。

(注) 配付資料「社債管理者について」は、発表者個人の意見を纏めたものであり、三井住友銀行としての公式な意見・見解ではない。また、本資料は会社法に基づく普通社

債を想定して作成しており、電力債等のいわゆる「一般担保付社債」の社債管理業務は前提としていない。

【意見交換】

1. メインバンク（与信取引銀行）以外の者の社債管理者への就任等について

(1) メインバンク（与信取引銀行）以外の者の社債管理者への就任

- ・ 9頁の「1-3(11) マイカル債における利益相反問題」について、銀行の立場では、マイカルのような破綻寸前の状況の会社に対して融資を行う際には、担保の設定が当然であるとする。今後もこのような融資を行わざるを得ない状況も予想されるが、訴訟リスクを回避するため、社債管理者を引き受けないといった動きがなかったのは、どのような理由があるのか。社債管理者にとって、経済合理性がない状況であったとしても、発行会社とのリレーション上、社債管理者の就任を受けざるを得なかったのか。
- ・ 弊行では、マイカル債以降、社債管理者への就任要請を断った案件は相当ある。その結果、社債管理者設置債として社債市場に出てこなかった案件も相当数存在していたのではないか。
- ・ 現在、社債管理者設置債は、BBB 格クラスでは、業種として鉄道のみではないか。A 格や AA 格の個人向け社債では3年債が中心であり、BBB 格以上の個人向け社債では、5年債は殆どないのではないか。
- ・ メインバンク（与信取引銀行）以外の銀行が社債管理者に就任しない理由は、社債管理者に就任する経済合理性に欠けるためか。
- ・ 社債管理者に就任しない理由について他行のことはよくわからないが、当行の場合、「メインバンクが社債管理者の就任を断ることは、融資先の財産を保全しなければ支援できない。」と言っていることと同義と考えている。
- ・ 融資先の担保を設定する際にメインバンクと下位行において情報量に大きな差があるため、仮に下位行が社債管理者に就任し、社債がデフォルトした場合、下位行は、メインバンクと比較して自行の債権や社債の保全ができず、商業銀行部門もダメージを受け、さらには、社債権者から訴訟が提起される可能性もある。このため現行の社債管理者制度の枠組みの下では、下位行が社債管理者に就任するという判断にはならないのではないか。
- ・ メインバンク以外でも発行会社と融資取引等のある銀行では、利益相反の観点からはメイ

ンバンクと事情は同様なため、社債管理者を引き受けがたいと思われる。発行会社と融資取引等のない銀行であれば、メインバンクと別の判断が有り得るかもしれないが、そのような話は聞いたことがない。発行会社では、融資取引等の全くない銀行に対して、社債管理者の就任要請を行っていないのではないか。

- ・ 発行会社が融資取引の全くない銀行に対して社債管理者の就任要請を行わないのは、どのような理由、事情があるのか。
- ・ 発行会社のご判断の理由は承知していないが、次のような事情は考えられるのではないか。すなわち、社債管理者の設置が問題となるのは、事実上個人向け社債の場合に限られると思われるが、メインバンクを含む取引銀行が社債管理者に就任しないで個人向け社債を発行することは、発行会社のレピュテーションリスクに影響する可能性があり、結果として、発行会社は、社債以外のファイナンスを選択するのではないか。
- ・ 当社グループ内の信託銀行では、社債管理者への就任依頼を受けると、慎重に検討したうえで対応している。融資の規模が非常に小さく、メインバンクに比べ発行会社に関する情報量が圧倒的に劣っているため、いざという時に社債権者から善管注意義務を果たしていないと訴えられるリスクを踏まえると、信用リスクが相対的に高い発行会社の社債管理者への就任は、非常に躊躇するようである。したがって、発行会社の純資産の規模や利益水準等を踏まえたうえで、社債管理者に就任するか否か判断しているようである。
- ・ 当社グループの信託銀行では、社債管理者に就任している発行会社の有価証券報告書等をチェックし、また、その発行会社の市場における評価を注視しているが、メインバンクと比べて、発行会社に関する情報が少ないため、発行会社の業況がある一定水準を超えて悪くなった段階では、発行会社のほとんどの資産に対して、既にメインバンクの担保が設定されていることもありうる。
- ・ 社債がデフォルトしたときに他の債務・ローンと比べて保全面で劣後している場合、社債管理者は、社債権者に対して、どこまでやれば善管注意義務を果たしたと言えるのか。会社法第704条では、「社債管理者は、社債権者に対し、善良な管理者の注意をもって社債の管理を行わなければならない。」とされており、社債管理者は、「『善良な管理者の注意』による『管理』について、どこまで求められるのか。」について非常に神経質になっているのではないか。

- ・ 3頁に「1-1(2)ただし書 社債管理者は実務上資金決済機能が求められるため、金融機関以外が社債管理者を行った事例は公募債ではない。」とあるが、一般債振替制度移行後は、支払代理人（IPA/Issue Payment Agent）などを設置することになっていることから、現行制度においても、社債管理者は、資金決済機能を求められるのか。
- ・ 現行制度上、社債管理者に資金決済機能が求められるのかどうかは議論の余地がある。
- ・ 第二次世界大戦前は、社債の発行会社は、受託銀行に償還資金を渡したが、社債権者が償還金を取りに来ないままその間に受託銀行が破綻したケースがあった。このケースでの大審院の判決は、社債の発行会社は、社債権者に対して支払義務がなく、受託銀行に対して償還資金を渡した段階で完全に弁済し債務を免れるとのことであった。この大審院判決を踏まえて、以前から「受託銀行や社債管理者は、償還資金を受け取らなければならないのではないか。」といった議論がある。
- ・ 社債管理者である銀行では、発行会社から、一旦償還金額を受領して、支払代理人経由で社債権者に支払っているため、償還金額を受領することと社債権者への支払いの各々のオペレーションを行うことができることから、「金融機関に対して資金決済機能が求められている。」と考えている。このことは、会社法における「社債に係る債権の弁済についてどのように解釈するのか。」によって、異なった対応があるのかもしれない。
- ・ 社債管理者である銀行は、大審院の判決を踏まえた保守的な対応を行っており、発行会社に対して、「一旦、償還資金を受領させていただきたい。」旨のお願いをしている。
- ・ 銀行以外の社債管理者が資金決済機能を求められた場合は、償還資金を法務局に供託するなどの対応を行えば良いのではないか。

(2) 過去の受託銀行によるデフォルト社債の買取り慣行

- ・ 6頁の「1-3(2) 受託銀行によるデフォルト社債の買取（最後の事案は昭和60年の三光汽船債）」について、確認になるが、当時受託銀行では、法令上、デフォルトした公募社債を買い取ることができる扱いとなっていたのか。
- ・ 担保を取っていた受託銀行によるデフォルトした公募社債の買取りは、法律上の根拠ではなく、当時慣行として存在していた。
- ・ 当時の商法では、社債権者集会を開催するためには、裁判所の許可を取って招集通知を発送し、さらに、社債権者集会終了後に、もう一度、裁判所の許可を取っていたため、社債権

者集会を開催するのであれば、議案の効力が発生するまでに約2ヶ月間も要していた。

- ・ 社債権者集会は、法令上、予め定められた議案に関する諾否を取るのみであり、同集会において、意見交換や緊急動議を行うことは想定されていない。仮に、社債権者集会において、議案の否決や修正要望があるなどの事態になれば、改めて、社債権者集会を開催することとなり、さらに約2ヶ月間を要し、債権保全の観点からは、債権が劣化するリスクが大きい。
- ・ 当時、公募社債は担保付で、受託銀行は担保処分により実損が発生する可能性が低かった。
- ・ 受託銀行はメインバンクが務めていたため、デフォルトした社債の発行会社に対して多くの債権を有していた。デフォルトした社債の方向性が定まらなければ、その間、発行会社の債権は日々劣化していくため、受託銀行は、自行の債権を保全する観点から、デフォルトした社債を買い取って担保を保全するとともに、受託銀行が社債権者になることによって、発行会社の速やかな再建に協力していた。受託銀行がデフォルトした社債を買い取ることは、結果として、銀行のロスを少なくし、発行会社の速やかな再建につながったため、メインバンクとして経済合理性を踏まえたうえで、デフォルトした社債を買い取る判断を行っていた。
- ・ 銀行以外の市場参加者から見れば、デフォルトした社債は、常に受託銀行が買い取るイメージであったと思われるが、受託銀行としては、マーケットにおいて、自行の経済合理性を踏まえたうえでの判断であることを理解されない状態で、そのイメージが独り歩きしているのではないかと感じている。

2. 社債管理者に期待する役割・業務について

- ・ 発行会社は、どのような基準に基づいて社債管理者を設置するのかFA債として発行するのかを判断しているのか。
- ・ 当社は、個人向け社債は社債管理者設置債、機関投資家向け社債はFA債を発行している。投資家のニーズに基づいて社債管理者の設置を決定したわけではなく、会社法に基づいて、社債管理者の設置の有無を決定している。
- ・ 証券会社では、社債の引受に当たって、発行会社との間で、社債管理者の設置が強制されない機関投資家向け社債について社債管理者を設置するか否か検討を行うケースがある。特定のセクターのため起債が困難な市場環境の一方で、発行会社に直間比率の是正の観点から直接市場からの資金調達意向がある、あるいは投資家から社債管理者の設置要請がある、といったことが背景にあり、例えば、投資家からの「社債管理者が設置されるのであれば購入を検討する。」といった意見を受けて、発行会社はコストを負担しても社債管理者設置債と

するケースもある。一方、社債管理者の設置を前提に起債の準備を開始したところ、「社債管理者が設置されていなくても2年債であれば購入する。」、「この程度のスプレッドが付くのであれば、社債管理者を設置しなくても良い。」といった投資家の意見により、最終的にはFA債の発行となるケースもある。

- ・ 投資家は、どのような判断で、何を期待して社債管理者を設置して欲しいのか。若しくは、FA債を発行して欲しいのか。
- ・ 投資家は、社債がデフォルトしたとしてもその社債の回収率と比較して十分なリターンが見込まれるのであれば低格付社債への投資を行うが、一方でリターンが少ないと見込まれるのであれば、その投資を行わない。したがって、ハイ・イールド債には、リスク・リターンに見合うのであれば、社債管理者を設置する必要がないのではないか。
- ・ 我が国の投資家が、ハイ・イールド債への社債管理者の設置を要望したとしても、社債管理者である銀行は、15頁の3-2(3)にあるように採算が取れないため、その就任を断ると思う。投資家は、ハイ・イールド債に社債管理者が設置されないことについて、リスク・リターンの観点でどのように考えているのか、投資家の意見を聞く必要があるのではないか。
- ・ 仮に、BB格の社債に社債管理者が設置されているケースと設置されていないケースでは、その社債がデフォルトした際に、どの程度回収率が異なるのか。米国では、同じ発行会社の債券であっても、有担保と無担保の違いから、格付が1ノッチか2ノッチの差がある。この格付の違いは、倒産するまでの時間の問題ではなく、倒産したときの回収率の違いによるものと思われる。この点についても、投資家及び発行会社から意見を聞く必要があるのではないか。
- ・ 機関投資家から見て、社債管理者設置債とFA債を比較する場合には、様々な要素がある。
- ・ 投資信託委託会社では、社債投資を行うとき、社債管理者設置債かFA債かを確認する前に、第一に、その社債の流動性に注目する。オープンエンド型の投資信託は、日々、投資家の買付、解約があり、常にポートフォリオに組み込まれた社債の売却や買付を行っていかなければならない。そのような状況下、投資信託委託会社としては、市場の規模が大きく、流動性が高くなければ、日々の社債取引を行うことができない。
- ・ 投資信託委託会社は受託者責任があるため、仮に社債がデフォルトした場合は、リスク・リターンがファンドの投資運営方針を適切に満たしていたのかどうか重要になってくる。具体的には、投資信託委託会社は、受益者に最善の投資を行っていたと説明を行うため、例

えば、「社債権者集会の取扱いがどのようになる。」といったことまで踏まえて、社債管理者設置債を購入した理由が必要になる。

- ・ 社債の流動性の議論に関しては、取引価格の妥当性の問題がある。理論値としてフェアバリューで評価していた社債を売却しようとしたとき、実際の需給関係で、価格が大きく変動することがある。つまり、その社債の取引終了後、アセット（金融資産）として保有していた評価を修正する必要があり、その結果、投資信託の基準価格が変動することになるため、その点をどのように考慮するのかといった問題がある。
- ・ 機関投資家から見て、現行の社債管理者制度は改善する必要があり、社債管理者には、次のことを期待している。
 - ① FA 債の社債権者は、発行会社の信用力が低下し社債がデフォルトに近づく状況であるとき、債権者として行えることが非常に限られている。会社法第 718 条では「ある種類の社債の総額（償還済みの額を除く。）の 10 分の 1 以上にあたる社債を有する社債権者は、社債発行会社又は社債権者に対し、社債権者集会の目的である事項及び招集の理由を示して、社債権者集会の招集を請求することができる。」とされているため、仮にその社債の 20 分の 1 を保有していても、その社債権者は、何も行うことができず、結局、その社債を売却せざるを得なくなる。
 - ② FA 債の社債権者としては、社債を売ると判断したものの、コベナンツが開示されてなく、社債管理者も設置されていなければ、社債がデフォルトしたときに、どのような回収率になるかわからない状態で、その社債を売らなければならない。本来であれば、社債を投資する前から、どのような回収率になるのか判断できる材料が開示されていれば良いが、現状では、その回収率の判断材料がない状態にある。従って、不透明要素が多く、実際の売却価格も低くなってしまいう状況である。この点について、今後、コベナンツの開示と合わせて社債管理者に対して期待したい。
 - ③ 15 頁に「3-2 (3) 新しい発行者のための社債管理マーケットは、手数料ベースで年間約 7 億円程度の規模と想定される。」とあるが、例えば BBB 格の銘柄であればどの程度の社債管理手数料収入になるのか。
- ・ 社債管理手数料は目論見書において開示されており、BBB 格の社債管理手数料であれば、残高に対して、年 0.045%（4.5 ベーシスポイント）のケースが一番多いのではないかと。

- ・ BBB 格で 4.5 ベーシスポイントの社債管理手数料率は、発行会社の信用力や市場環境によって異なると思われるが、投資家が負担する手数料として受け入れられない水準ではないと思う。
- ・ 社債管理手数料は、格付に応じて異なり、BBB 格よりも高格付であれば、さらに、その手数料率は低くなっていると認識している。従って、すべての社債に社債管理者を設置し、格付に応じた手数料率で、発行会社あるいは投資家に相応の負担を求める仕組みであれば、銀行は社債管理者を受けられるのではないか。
- ・ ただし、「社債管理者の設置を求めない見返りとして、スプレッドを上乗せして欲しい。」といった投資家も存在すると考えられ、社債管理者の設置の有無は、投資家によって考え方が異なることは認識している。
- ・ 15 頁の 3-2 (3)にある新しいマーケットの手数料規模（年間約 7 億円程度）では、社債管理者は採算が取れないのではないか。
- ・ 運用会社としては、社債管理者から、タイムリーに社債がデフォルトしたときなどの情報をいただきたい。具体的には、運用会社では、年金スポンサーから投資一任の運用権限を受けて運用指図を行っているが、年金スポンサーとの契約では、ポートフォリオに従属する債権債務について、運用会社が 100%判断して良いと明らかにされていない。したがって、運用会社は、社債のデフォルトが起きた又はその可能性があるときは、運用会社の投資権限として判断するのではなく、運用会社の受託者責任として、年金スポンサーに対して、現状を説明し、今後の対応方針を相談しなければならない。
- ・ 運用会社としては、社債管理者から適切な通知が行われる方法を整備していただきたい。
- ・ FA 債の場合は、FA から運用会社に対して、社債がデフォルトしたときの情報などの提供を義務付ける仕組みはないと思われる。
- ・ 運用会社において、「社債がデフォルトした後に情報が欲しいのか、若しくは、社債がデフォルトしそうな風評が立っているときに情報が欲しいのか。」によって、随分事情が異なるのではないか。
- ・ 本来は、社債管理者や FA に対して社債権者へのデフォルト関連等の情報に関する通知を義務付けるのではなく、発行会社に義務付けるべきではないのか。社債の起債時における契約等を工夫すれば、速やかに発行会社から社債権者に対して情報が通知できるかもしれないが、発行会社が通知すべき情報の範囲等について、事前に契約等で決めておかなければ、実

効性は確保できないものと思われる。

- ・ 社債管理者は、善管注意義務による社債保全行為の権限の範囲外であれば、発行体から情報を取得し、社債権者に通知することはできない。
- ・ コベンツには、フィナンシャル・コベンツ、ネガティブ・コベンツ及びレポーティング・コベンツがあり、例えば、発行会社から運用会社へ社債のデフォルトした情報を通知する仕組みは、レポーティング・コベンツに該当すると思う。レポーティング・コベンツの内容によって対応が異なると思われるが、社債管理者としては、基本的に後追いで、フィナンシャル・コベンツを確認しており、財務諸表が開示された後にテストするため、細かい月次のモニタリングを実施することが難しく、結局のところ、クレジット・リサーチに頼らざるを得ないのではないか。
- ・ 当社は、個人向け社債と機関投資家向け社債（FA 債）を発行しているが、機関投資家向け社債では、社債管理者を設置するメリットを感じていない。当社が発行した社債管理者設置債と FA 債は、流通市場において、同じ価格で取引が行われており、リーマン・ブラザーズ証券破綻後のマーケットが混乱したときでも、同じ価格で取引が行われていた。したがって、市場参加者は、社債管理者設置債のメリットを感じていない状況にあるのではないか。
- ・ 流通市場における高格付の社債管理者設置債と FA 債の価格がほとんど変わらないことは事実である。ただし、その社債は、デフォルトを含む特殊なイベントが起こる可能性が低い銘柄であり、例えば、BBB 格の社債であったとしても、そのようなイベントが起こる可能性が低い銘柄であると思う。したがって、我が国社債市場では、社債管理者設置債と FA 債において、価格の差が明確にわからないと思う。
- ・ 我が国社債市場においては価格情報が適切に整理されていないことから、社債管理者設置債と FA 債との間において、有意な差があるのか否か確認することができない状況である。一方で、我が国社債市場では、デフォルトに近い銘柄が多くないものの、例えば、デフォルトに近い銘柄が社債管理者設置債と FA 債を発行している場合、投資家に対して、「どちらの社債を購入するのか。」と質問すれば、「社債管理者設置債を買う。」との回答になるのではないか。したがって、ある銘柄がデフォルトに近い状態になれば、社債管理者設置債と FA 債との間で、ある程度、有意な価格差が生じるのではないか。
- ・ 社債管理者設置債と FA 債の間では、基本的に、流通市場の価格に差がないものの、多くの市場参加者は、社債に何かイベントが起こったときに備えて、社債管理者設置債を好む

のではないか。

- ・ 機関投資家向け社債は、個人向け社債以外の社債であるため、当然ながら、機関投資家に限らず、法人、医療法人及び一部の富裕な個人投資家も購入している。我が国社債市場では、そのような投資家の存在を踏まえて、米国のトラスティー（Trustee／我が国の社債管理者に相当）を参考に、すべての銘柄・個人向け社債以外の社債に設置できる新たな社債管理者の枠組みを検討してはどうか。現行の会社法では、社債管理者の責務が重いことから難しいと思われるが、発行会社が納得できて、投資家も受け入れられる新たな社債管理者の枠組みを探ることができれば良い。
 - ・ 社債管理者設置債と FA 債が、リーマン・ブラザーズ証券破綻後のマーケットが混乱したときでも、同じ価格で取引が行われていた理由は、同じ業種の銘柄にデフォルトがなかったためではないのかと思う。
 - ・ 有担保のデフォルト社債と無担保のデフォルト社債では、流通市場の価格においても、10円程度の差異が生じると考えられる。
 - ・ 社債管理者に信用リスクの判断を委ねるのか、それとも、投資家自身が時間と手間を掛けてハイリスク・ハイリターンの社債に投資を行うのかといったことがテーマになるのではないか。
 - ・ 社債に関するコストは、誰がどのように負担するのか。発行会社が多くのクーポンを支払うのか、社債管理者が多くの手数料を受領してその手数料に見合うことを提供するのか、若しくは投資家が、相応のコストを負担し、クレジットアナリストを雇って審査機能を充実させ、投資を行うのか。最終的には、何が良いといったことではなく、誰がどのようにコスト負担をすれば、社債市場の活性化のために利便性が向上するのが重要である。
 - ・ 社債市場を活性化するためには、「投資家層をどのように捉えるのか。」が、一つの大きなポイントであると思う。個人投資家の立場を代弁する観点から、次のとおり問題点を取り上げてみたい。
- ① 個人投資家を前提としたマーケットを構築するのであれば、機関投資家に限定したマーケットとは、異なるロジックを考えなければならない。
 - ② 社債管理者が発行会社のモニタリング等を行うのではなく、投資家自身がコストを負担して発行会社のモニタリング等を行うべきであると整理するのであれば、我が国社債市場は、基本的に個人投資家をターゲットとしないとの結論にならざるを得ないと思う。

- ③ 逆に、個人投資家もターゲットとするのであれば、投資家自身がコストを負担して発行会社のモニタリングを行うことは非常に難しいのではないかと。ただし、発行会社に対するモニタリングのコストは、誰が負担するのかといった問題が浮上してくるため、今後、検討しなければならない問題である。
- ④ なお、機関投資家であっても、保有する社債のシェアが低ければ、モニタリングとして発行会社に対して行えることが限られているとの指摘にも留意すべきである。
- ⑤ もちろん、発行会社に対するモニタリング機能は社債管理者が行わなければならないという考え方の一方で、モニタリング機能は社債管理者に要求しないという考え方もあると思う。その場合、社債管理者とは、どのような位置付けになるのか、改めて整理する必要がある。
- ⑥ 社債管理者の設置の有無は、社債がデフォルトしたときの回収率の増減に大きく影響しないとの指摘もあるようだが、個人投資家にとっては、実際の回収率の増減以上に、社債管理者が設置されていることにより、「自分たちの味方になってくれる者がいる」という納得感を得られることが重要なのではないかと。例えば、社債がデフォルトして 50%の弁済率となったときに、個人投資家自身がその結果について満足はしていないものの、「社債管理者が自分たちのために頑張ってくれたのだから、この結果でやむを得ないだろう。」と受け入れることができるのかどうか非常に重要であると思う。このような場面で、社債管理者においては、社債権者のために可能な限り努力したことについて、どのようにして社債権者から理解を得るかが非常に重要になってくるのではないかと。
- ・ 発行会社に対するモニタリング機能を社債管理者に求めるのであれば、社債管理者は発行会社のことを熟知する必要があるため、多少の弊害があるとしても主力取引銀行が就任する現状の枠組みを変更することは難しいように思う。今日のご意見をお聞きしていて、投資家も、ある程度、現状の社債管理者の役割を評価しているのではないかと感じる。
 - ・ 社債管理者にモニタリング機能を期待しないとしても、社債がデフォルトした際の代理人としての役割だけでも必要という考え方はあるのではないかと。このあたりについて投資家のご意見を伺いたい。

3. コベナントについて

- ・ 11 頁に「2-1 (3) FA 債は、担保の受託会社の選定や担保物の承認など、すべて社債権者集会が必要であり、招集通知発送から担保設定までに相当の時間が必要であること（及びその間、発行会社は風評リスクに晒されること。）などの理由から、担付切換を前提にするこ

とができず、従前『財務制限条項』として定められていた条項を全て外す現在の形態が主流となった。」と説明されているとおり、FA債については多くのコベナントを付与しなくなったことは必然ではないか。

- ・ 社債管理者設置債では、例えば、担付切替が可能であるときは、コベナントが非常に精緻であった方がうまく機能するのではないかと考えられるが、現状では、社債管理者設置債においても、コベナントが減少・簡素化されている。社債管理者としては、担付切替以外にコベナントに抵触したときにどのような善後策を取りうるのか。
- ・ 社債管理者では、発行会社に対して、コベナントの付与を行わないよう要請しているわけではない。FA債では、FA債間パリパス（担保付切替条項が付されていない社債間のパリパス）といった極めて緩いコベナントに限って付与されている状況下、FA債に付与されているコベナントよりも厳しいコベナントを付与して社債管理者設置債を発行することが発行会社にとって経済合理性の観点から乏しいため、コベナントの付与が減少しているのではないか。
- ・ 平成8年に適債基準が廃止されるまでは、適債基準（一定規模の純資産額があり、担保に供する資産がある会社）を充足した企業に限って、社債を発行することができる規制が存在した。その後、我が国社債市場では、FA債の発行が主流となり、社債のコベナントの議論を行うことなく、現在にいたっている状況である。したがって、社債に担付切替条項を付与していても、そもそも設定できる担保があるのかといった問題がある。
- ・ 発行会社のコベナント抵触時における担付切替以外の方策は、現行の会社法上社債権者集会の決議を必要とすると考えられることから、何らかのコベナントを付与していたとしても、結果として、機動性の点で使い勝手の悪いコベナントとなるのではないかと思われる。
- ・ 一般的に、銀行では、融資先の業況が悪化したとき、その融資先に対して担保の設定を求めており、担保の設定ができない場合の事後策として、返済条件の変更や繰上返済を検討している。例えば、融資先が不稼働資産を保有していれば、その資産を売却することによって、繰上返済を求めている。これによりにより、有利子負債債務を削減し利払い負担を減少させる方法を検討する。一方、融資先に不稼働資産がない場合には、まず営業キャッシュフローを債務の返済に充てて、一旦、財務状況にあった経営に戻すことを検討してみる。これらを行っただうでも、銀行としてリスクを取る必要があるのであれば、銀行では、融資先に対して、金利の上乗せをお願いしている。このような実務が、銀行と融資先との間における基本的な交渉パターンである。

- ・ 例えば、社債管理者では、発行会社に社債の繰上償還を求めることができないが、これは、会社法第706条（社債管理者の権限等）に基づき、繰上償還の判断は、社債権者集会の決議が必要であると考えられるためである。したがって、現行の会社法の下では、社債管理者は、発行会社に対して、「繰上償還を行ってはどうか。」といったアドバイスはできない状況である。
- ・ 社債管理者は、例えば、発行会社に対し金利の上乗せの要望はできなくはないと考えるが、「どの程度の金利を上乗せすれば、社債権者が満足してくれるのか。」ということもよくわからない。
- ・ 金利の上乗せの決定や、金利の上乗せの交換条件として償還期限の延長に関する議論を行うのであれば、社債管理者の一存では対応できず、社債権者集会の決議が必要であると考えられる。したがって、社債管理者が、社債権者集会の決議を必要とせず、発行会社のコベナンツ抵触時に速やかに対応できることと言えば、現状の実務では、担付切替の方法に限られてくる。
- ・ 社債管理者である銀行としては、銀行界の実務にない債権回収・保全のノウハウがあるのであれば、是非とも、実務に取り入れていきたい。一般論として、銀行が行っている債権回収手段は、善管注意義務を強く意識しながら行っているため、発行会社のコベナンツ抵触時の速やかな対応策は担付切替といった手段で対応せざるを得ない状況である。
- ・ 担保の設定は、海外では、基本的に、ハイ・イールド債は無担保であり、銀行ローンが有担保であるが、我が国では、例えば、BB格やB格の社債の発行会社に担保を設定しようとしても、そもそも、担保を設定できる状況ではない。銀行は、発行会社の業況が悪くなっていれば、その発行会社に対して、事前に担保設定を行っているため、新たな担保を設定できる状況ではない。
- ・ 我が国では、基本的に債権保全の方法について、これまで担保の設定に終始してきたが、その他、様々な方法があると思う。例えば、ハイ・イールド債では、スプレッドの変更が起債時点で決まっている。今後、我が国においても、投資家と発行会社との間で、起債条件決定時に債権保全の方法に関する取決めができれば良いのではないかと。
- ・ 投資家は、社債管理者が設置されている社債であるという事実自体を評価しているのか、それともコベナンツの内容を評価し、それを社債管理者が監視実行してくれると期待するが故に評価しているのか。

- ・ 現状、クレジットに懸念があるような先が社債管理者設置債を発行しているわけではないので、個人の投資家を含めそこまで厳しいコベンツを投資判断として求めていないのではないか。
- ・ 例えば、社債管理者が、ある発行会社に「次の起債から純資産額維持条項を付与してください。」と要請し、そのコベンツが付与された場合、それが社債管理者の要請ということがマーケットに伝われば、市場参加者において「発行会社に何か起こったのではないか。」と騒がれ、レピュテーションリスクが生じることとなる。従って、社債管理者である銀行としても、相当な合理的な理由がなければ、発行会社にコベンツを付与するよう要請することはないし、社債管理者が要請しても発行会社は受けてくれないだろう。
- ・ 社債管理者設置債やコベンツが付与されている社債は、「各々、どのような方法でコベンツの実効性を確保していくのか。」がポイントではないか。
- ・ 現状の社債管理者設置債では、コベンツヒットによる期限の利益の当然喪失と、デフォルト回避のため、社債管理者は担保の受託会社となって担付切替を行うことがセットとなっており、社債管理者の設置がコベンツの実効性確保の前提となっている。
- ・ しかし、例えば、発行会社が買収提案を受けた場合、プットオプションの行使（発行会社に対する社債権者の請求による繰上償還）ができるというコベンツであれば、社債管理者が設置されていないFA債においても、コベンツの実効性は確保されよう。そもそも、起債においては、「投資家は、どのようなコベンツが付与されることを求めているのか。」、「発行会社は、どのようなコベンツであれば、投資家との間で共有できるのか。」といったことが前提ではあるが、コベンツの付与と社債管理者の設置の有無との関係を切り離せるケースと切り離せないケースがあると思う。

4. 我が国ハイ・イールド債市場について

- ・ 我が国にもハイ・イールド債市場は存在し、流通市場において外国人のヘッジファンドを中心に多くの取引が行われている。この流通市場において、社債管理者の設置の有無について議論を行う市場参加者は、一人も存在しない。
- ・ 我が国では、社債の流通市場の流動性が非常に低い。投資信託委託会社では、市場の流動性が低いことから、敢えてハイ・イールド債を組み入れた投資信託の設定を絞っているのではないか。
- ・ 投資信託委託会社では、流動性の問題があるため、ハイ・イールド債を買いづらい状況で

ある。一方で、海外のヘッジファンドでは、毎日、基準価格を算出する必要がないことから、ハイ・イールド債を買いやすい環境が整備されている。

- ・ ハイ・イールド債市場を構築するためには、誰が買い手となるのかわからないことから、我が国の投資家の資金量などの実態を調べてみる必要があるのではないかと。
- ・ 現在我が国ハイ・イールド債市場は、海外のヘッジファンドが中心である。新しい非居住者債券所得非課税制度（J-BIEM）も導入されていることから、今後とも、ハイ・イールド債市場に海外のヘッジファンドが参入し、その市場が大きくなることは悪くないと思う。一方で、社債市場の活性化を図るためには、プロ・アマ問わず、我が国の投資家が参加したうえで、ハイ・イールド債市場を大きくしなければならないと思う。したがって、ハイ・イールド債市場を構築するためには、我が国の投資家がどのようなルールを求めているのかを念頭に置きながら、検討しなければならないと思う。
- ・ 当社では、海外のヘッジファンドや年金から、我が国のハイ・イールド債について、過去複数回、調査等の依頼を受けており、「日本のハイ・イールド債はほとんどないため、銀行が保有しているローンが投資対象になるだろう。日本の銀行は、どのくらいローンを保有しているのか。」といったことを聞かれたことがある。
- ・ 我が国の銀行は、保有するローンを時価評価していないものの、不良債権の区分において、引当率に基づいて行っていることから、70円～95円と20円～30円の区分を保有しており、その間の区分では保有していない状況である。海外のヘッジファンドが、銀行が引き当てた不良債権を安く買おうとしたものの、全く売ってくれなかったようであり、我が国資本市場は、海外のヘッジファンドから諦められているところがあると思う。
- ・ 銀行が保有するハイ・イールド債やローンなどのローントレーディング（貸出債権売買）ができるようになれば、社債市場の活性化のために参考となるのではないかとと思われるため、今後、議論を行わせていただきたい。

2. 次回会合

第3回会合を10月29日（金）に開催する。

（配付資料）

- ・ 社債管理者について

以 上