

「第3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10月29日（金）午前10時～12時
場 所 証券保管振替機構1階 会議室
出席者 神作部会長ほか各委員

議事概要

1. 社債管理者に期待する役割及び業務について

野村証券 月野委員から、社債管理者に期待する役割及び業務について、次のとおり、配付資料に基づき報告・説明があった後、意見交換が行われた。

○ 社債管理者に期待する役割及び業務について

【報告・説明】

1. 前提

- (1) 投資非適格債、適格機関投資家向け私募債などの日本で未発達市場ではなく、現存する市場
- (2) 対象：国内普通社債、国内転換社債型新株予約権付社債（以下「転換社債」という。）
- (3) 形態：公募
- (4) 上記の前提における母集団の特徴
 - ① 国内普通社債
 - イ. 発行段階ではBBB-以上の取得格付
 - ロ. 無担保債では個人向け社債を除くと社債管理者設置債は稀
 - ハ. 多数の社債権者の存在
 - ② 国内転換社債
 - イ. すべて社債管理者設置債
 - ロ. 発行段階でBB格台の取得格付は稀
 - ハ. 多数の社債権者の存在

2. 平成5年商法改正以降のトピックス

- (1) 多数の社債債務を負担する倒産事例の発生
 - ① 迅速な会社再建手続への移行

② 多数の無記名債権者

③ 社債権者集会の開催

(2) 立法手続

① 会社更生法の改正（平成14年法律第154号）

② 商法・会社法の改正（平成14年法律第44号、平成17年法律第86号）

イ. 社債権者集会（特別決議）の定足数の緩和

ロ. 供託の廃止

ハ. 社債権者集会の決議事項の事前許可制の廃止

ニ. 社債管理者の辞任

ホ. 訴訟行為及び法的倒産手続処理における社債管理者の権限（※1）

ヘ. 債権者保護手続における社債管理者の権限（※2）

ト. 誠実義務違反の行為の拡大

※1. 会社法第676条第8号の規定を定めない管理委託契約が一般的である（2010年4月以降に発行されたりテール債及び公募CBの計17本すべてに規定なし）。

※2. 会社法第740条第2項但書により社債権者集会の決議を必要とする管理委託契約が一般的である（2010年4月以降に発行されたりテール債及び公募CBの計17本すべてに但し書適用）。

(3) 決済制度改革

① 一般債振替制度の開始（平成18年1月10日）

イ. 匿名性の向上

3. 社債の「管理」に係る最近のトピックス

(1) デフォルトの再発

① 2008年の世界金融危機以降、上場会社の公募債についてデフォルトが再発

イ. デフォルトした社債の全が財務代理人（Fiscal Agent／（以下「FA」という。））債

・ 受託会社・社債管理会社設置債の残存額減少

ロ. 振替債（※3）

・ 特例社債の残存額減少

ハ. 事業再生ADRの活用

※3. 証券保管振替機構「『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）の公表について』」（保振社振20第435号、2008年12月26日）

(2) 負債の整理

- ① 組織再編等のイベント時の社債の繰上償還
- ② 事業再生ADRの活用

4. 市場仲介者の観点

(1) 社債管理者の設置が評価されるのは事実

- ① 平和不動産第10回債（2009年12月発行、70億円、5年債、R&I：BBB格、JCR：BBB+）

イ. DEALWATCH Awards 2009年度／Innovative Straight Bond Deal of the Year

- ・ 2009年9月から起債に向けて準備を進めていた平和不動産は、IRを通じて投資家から社債管理者の設置やコベンツの付帯を要請された。そこで、主幹事証券会社は、2ヵ月掛けて、投資家と発行会社の双方が受け入れられるスキームを模索し、最終的には、担付切替条項と純資産額維持条項を設定することで決着した。（※4）

※4. Dealwatch「Innovative SB Deal of the Year：コベンツ付帯でBBB格の起債に道筋」（2010年4月14日）より抜粋

(2) 高格付債に対して投資家から社債管理者設置の強い要請はない

- ① 社債管理者を設置しても発行条件の改善、発行額の増加には繋がりにくい。

(3) 社債管理者設置の効果があるか否かはケース・バイ・ケース

- ① 同格付であっても、セクター、業績モメンタム等によって投資家の評価は様々。
- ② 強制設置でない限り、一律の基準による社債管理者の設置は困難。

(4) 貸付債権等を有する者が社債管理者に就任する場合の重い責務

- ① 公平義務、誠実義務、善管注意義務

イ. 利益相反関係に陥ることを防ぐため、破綻前に担保付社債への切替え

(5) 最近のデフォルト債において社債権者から寄せられる要望

- ① 保有する債券はどのように扱われるのか教えて欲しい。
- ② 今後の流れを教えて欲しい。
- ③ 期日までに債権届出を行わないと何が起きるのか。

(6) 負債の整理において発行会社から寄せられる要望

- ① 発行会社による負債の整理案に対する社債権者の考えを知りたい。

イ. 繰上償還における価格設定、保証・特約条項の変更

- ② 社債権者集会の賛成票を確保すべく、社債権者を訪問したい。

(7) 現行の「社債管理者」の再考

- ① 社債管理者の欠格事由を設けるのか？
- ② 損害賠償責任に係る一般規定の再考
 - イ. all or nothingが良いのか？
 - ロ. 一定の適用除外事由を設ける？
- (8) 新たな「社債管理人」の制度創設
 - ① 平時は「管理」しない。
 - イ. 善管注意義務の軽減
 - ② 破綻時に発行会社に対する社債権者の代表
 - イ. 現行の特別代理人に近いのか？
 - ・ 債権の届出
 - ・ 同順位の債権に対して劣後しないよう「管理」
 - ・ 利益相反関係が生ずる場合は辞任

5. 参考（詳細は、配付資料を参照）

- (1) 最近の国内公募社債のデフォルト
- (2) デフォルト以外の事由による社債権者集会

【意見交換】

1. 平和不動産社債

- ・ 配付資料5頁「市場仲介者の観点（1）社債管理者の設置が評価されるのは事実 ① 平和不動産第10回債（2009年12月発行、70億円、5年債、R&I：BBB格、JCR：BBB+）」に関連して、平和不動産の社債について、社債管理者の設置状況を教えていただきたい。
- ・ 第10回債の前に発行され残存していた公募社債はFA債、第10回債及び2010年1月の第11回債は社債管理者設置債であった。
- ・ 現在、平和不動産では、社債管理者設置債とFA債が並存している。
- ・ 平和不動産の社債は、セカンダリー市場において、約定が成立しているのか。銘柄毎によって、セカンダリー市場の価格に差異が生じているのか。
- ・ 2009年12月、平和不動産が社債管理者設置債である第10回債を発行した段階では、同社が過去に発行し残存する公募社債は、すべてFA債であった。そのため、投資家から、「FA

債と社債管理者設置債において差があるのではないか。」といった声はあった。クロス・デフォルト条項は相互に付いているものの、ネガティブ・プレッジ条項の内容に差がある状況であった。しかし、第10回債の発行後、既発行債の値段が大きく動いたといった話は聞いていない。

- ・ 平和不動産が社債管理者を設置した理由は、同社の格付が低下したためか。
- ・ 平和不動産は、第10回債の発行前の11月、特別損失の計上を発表しており、投資家は、平和不動産の発行する社債を購入するに当たって、慎重に検討しなければならない時期であった。そのような状況下、「投資家の立場からすれば、第10回債の発行に際して社債管理者の設置を求めるのではないか。」と考え、社債管理者設置債を選択したものと考えている。
- ・ 第10回債より前に発行されたFA債を保有する社債権者には、どのようなプロテクションがあったのか。さらに、当該社債権者は、2009年12月、第10回債を社債管理者設置債とするときに、その議論に参加できたのか。このような状況であれば、多分、銀行の立場としては、不平不満を言うのではないか。
- ・ 新しいローンに対して担付切替条項が付与された場合は、既存の債権者との間で平仄を保たなければならないが、一方で、新しい社債に対して担付切替条項が付与された場合は、どのような取扱いになるのか確認が必要ではないか。
- ・ 第10回債（社債管理者設置債）には、純資産額維持条項が付与されているが、この条項は、投資家が要求したのか。
- ・ 証券会社としては、銀行ローンに純資産額維持条項が付与されることは良いと考える。その理由は、銀行と融資先との間で有事の際に交渉できるためであるが、純資産額維持条項が社債に付与される場合は、取扱いが異なる。具体的には、純資産維持条項は、銀行ローンのように、単一の債権者が債務者をモニタリング、交渉する場合には有用であるものの、社債のように、債権者が複数存在する場合に当該条項を付与すれば、債権の取扱いが画一的となり、かつ債務者の行動の自由度が低くなるため、逆に債務者の債務返済能力を低下させかねないのではないか。また、投資家にとっては、特に不動産業といった業種の社債発行であれば、純資産額維持条項を付与するメリットはあまりないのではないか。
- ・ 純資産維持条項の付与は、主幹事証券会社と投資家との間で意見交換を行った際、投資家から、ネガティブ・プレッジ条項以外の特約条項の付与を望む声があり、「我が国で最も馴

染みが深い純資産額維持条項が分かりやすい。」との意見があったため、その意見が考慮された結果である。

- ・ 担付切替条項の付与は、証券会社と社債管理者との間で意見交換を行った際、社債管理者から、「社債管理者としては、利益相反を回避する手段として、担付切替条項が付与されていなければ、有事の際の対応が困難となるため、社債管理者への就任が難しい。」との意見が寄せられたことが背景にある。
- ・ 平和不動産では、投資家や社債管理者の意見を踏まえて、FA 債よりも社債管理者設置債の方が様々な制約を受けることも把握したうえで、2ヶ月強の議論を重ねて、社債管理者設置債である第10回債の発行にいたった。
- ・ 平和不動産の社債は、第10回債（社債管理者設置債）より前に発行されたFA債にも、コベナンツとして純資産維持条項が付与されている。通常のFA債と比べれば、センサー条項という投資家にとって分かりやすい条項が付されているものの、そのコベナンツに抵触した場合は、社債権者集会を開催して担保を設定する必要がある、債権保全の実効性に乏しいスキームと考えられる。第10回債（社債管理者設置債）の発行に際して、我が国社債市場が荒れていたこともあり、投資家からは、従前のコベナンツの付与に加えて、「コベナンツに抵触したときの実効性を高めて欲しい。」という要請があり、社債管理者設置債とした経緯と認識している。
- ・ 第10回債に担付切替条項を追加した理由は、担付切替条項が付与されない場合、仮に純資産額維持条項に抵触し、その社債に担保権を設定する場合、それより前の社債に「担付切替条項が付されていない社債」を対象としたネガティブ・プレッジ条項が付与されているため、FA債である第6回債等にも担保を設定しなければならなくなる。FA債への担保設定は、前述の通り容易ではなく、10回債に担保設定しなければ純資産額条項違反でデフォルト、設定したら6回債等がネガティブ・プレッジ条項違反でデフォルトし、結果10回債もクロスデフォルトするという救いようがない状態になる。そのため、結論として、過去に発行された社債は、ある程度切り離さざるを得ず、実効性を確保する観点で、担付切替条項を付与することになったものである。
- ・ 平和不動産第10回債に関連して、担付切替条項は、低格付の発行会社にとって、大きな重荷になっているのではないのか。担保余力がない、若しくは与信を受けられる能力がない低格付の発行会社にとっては、担付切替条項の付与が必須であれば、実務上の限界が生じる

のではないのか。

- ・ 発行会社においては、担付切替条項以外のコベナントが付与されることによって、投資家が十分な理解を得られる社債を発行できる余地があるのか。
- ・ 担付切替条項とは、諸外国にほとんど存在しないコベナントで、我が国特有なものではないのか。
- ・ 担付切替条項について、我が国独自の条項であると認識している。社債管理者は、有事の際に適切な行動を取るために、発行会社に対して、担付切替条項の付与を求めている。その理由は、担付切替条項を活用して担保を設定できる手段を用意しておかなければ、訴訟の提起を受ける可能性があるためではないかと推察している。
- ・ 平和不動産としては、条件面において、銀行借入れよりも、第 10 回債の発行の方が良かったのか。
- ・ 平和不動産が、単純に調達コストのみで、社債発行を選択したわけではなく、様々な要素を検討した結果、社債管理者設置債である第 10 回債の発行を決断したと考えている。
- ・ 投資家の立場からも、平和不動産第 10 回債について非常に注目していた。2009 年 12 月当時は起債市場が非常に荒れており、平和不動産のような BBB 格の社債の発行は難しい状況であったと思われる。そのような状況下、コベナントを付与したうえで社債管理者を設置したことによって社債を発行したことは貴重な実績であると考えている。
- ・ 本部会では、議論の一つとして、いかに発行会社の裾野を広げるかという議論を行っており、現状のように社債を取り巻く需給環境が良好であれば、様々な会社が社債を発行できるものの、平和不動産のように起債市場が荒れているときに、BBB 格といった高くない格付の社債が発行できる環境・体制を整備する必要があるのではないのか。
- ・ 当時 BBB 格の社債がほとんど発行できない状況下において、平和不動産は、様々な工夫を行うことによって、BBB 格として社債を発行することができたが、平和不動産に続く社債発行がなく、現在の我が国社債市場は、今後、リーマン・ブラザーズ証券破綻のような有事が起こった際に、円滑な社債発行による資金調達が難しい状況である。

2. 新たな「社債管理人」制度の創設

(1) 社債管理人の機能、要件

- ・ 市場環境、特に2010年夏以降は、一時期社債の発行実績が全くなかった会社の社債やBBB格の社債であっても、相当良い条件で発行できる状況であるが、一方で、今後、また2008年の国際的な金融危機のような有事が発生すると、我が国社債市場が閉ざされるスピードは非常に速いと思われる。
- ・ 2008年9月のリーマン・ブラザーズ証券破綻時においては、銀行が、資本市場から資金調達を実施できない会社に対して、短期資金を融資していた。今後、間接金融から直接金融へボリュームを移行させるのであれば、そのような状況下においても、社債の発行が維持できるように、社債市場が適切に機能しなければならない。
- ・ 現状では、発行会社は、社債管理者設置債又はFA債のいずれかを選択することになる。発行会社が社債管理者設置債を選択すれば、社債管理者は、非常に重たい義務を有する。社債管理者は、高格付社債であれば、償還期限までほとんど何も実務を行わないと想定されるものの、一定レベルの格付の社債の場合、社債管理者の実務負担もかなりある。一方で、発行会社からコスト負担が重いと言われることもある。したがって、社債管理者設置債とFA債の中間的な位置付けである「社債管理人」設置債の発行が広がっていけば、有事に際しても、急激に社債市場が閉ざされることはないのではないのか。今後、我が国社債市場を恒常的に開かれる市場とすることが、「社債管理人」制度の発想の原点である。
- ・ 配付資料7頁「市場仲介者の観点 H 新たな『社債管理人』の制度創設」で提案される「社債管理人」設置債は、現行のFA債の一部を移行することを想定しているのか。それとも、現行の社債管理者設置債の一部を機能が限定されたタイプの「社債管理人」設置債に移行させることを想定しているのか。
- ・ 社内において「社債管理人」の制度創設の議論を行った際には、次のような意見があった。
 - ① 現行の社債管理者の負担を軽くすることは可能か。
 - ② 社債管理者の負担が軽くなるのであれば、例外なく、社債管理者を強制設置とすれば良いのではないか。
- ・ 懇談会の議論は、基本的にホールセール債を念頭に置いているが、証券取引所に上場している転換社債は個人向けである。個人向け社債や上場転換社債といった個人投資家を念頭に置いた場合、「基本的に、社債の管理としては何も行わず、社債のデフォルト後に債権の届出のみを行う制度としても良いのか。」といった意見もあった。

- ・ その他社内では、新たな社債管理の制度を設けた場合について、次のような意見があった。
 - ① 社債管理者か社債管理人のいずれかの設置を義務づける。
 - ② 社債管理人の設置は任意であり、社債管理者設置債、社債管理人設置債、FA 債が併存するのが良い。
- ・ 証券会社（市場仲介者）としては、最終的に、社債管理者設置債、FA 債に加え、新たに「社債管理人」設置債の3つの選択肢を用意しておけば、市場ニーズに合わせていずれかが選択されていくのではないかと考えている。
- ・ 2008年の国際的な金融危機において、多くの投資家から、「FA債は、どのように取扱われるのか。」といった問い合わせを受けたため、FA債が「社債管理人」設置債へ移行することを想定している。ただし、発行会社の過度な負担とならないように可能な限り、実務の軽減を図りたいと考えており、「社債管理人」は、最低限、発行会社の有事の際に何らかの手助けをしてくれる者を想定している。
- ・ 前回の会合において、社債管理者である銀行から、「メインバンクが社債管理者に就任しないことは、発行会社にとって非常にリスクがある。」といった意見があったが、その意見は、投資家の立場としても、十分に理解できるものであった。
- ・ 今回提案があった「社債管理人」制度の創設は、投資家の立場としては、「社債管理人」といった新たな制度を設けることが、一つの解決策であるため、この提案に同意したい。
- ・ 現行の会社法を改正しないのであれば、例えば、「代表社債権者」を設置する方法も考えられるが、この場合、「代表社債権者」に就任する者は、社債権者に限られることになる。
- ・ 「社債管理人」の制度を創設した場合は、誰を「社債管理人」に想定しているのか。例えば、弁護士事務所も「社債管理人」に就任できるのか。会社法第703条及び会社法施行規則第170条では、銀行及び信託会社以外の保険会社等でも社債管理者に就任できるため、この法律の枠組みの中で「社債管理人」を限定するのか。
- ・ 「社債管理人」の表現では、敢えて「人」といった言葉を用いており、自然人も想定している。
- ・ 「社債管理人」が、発行会社の破綻時などの有事において、緊急事態として対応せざるを得ないとき、再建手続のプロフェッショナルな者が求められると考える。したがって、「社債管理人」には、弁護士の就任も有り得ると考えている。
- ・ 会社法第707条の特別代理人には、特段の資格を必要としない。したがって、「社債管理

人」の「人」とは、「社債管理人」に就任したい人であれば、誰でも就任できるようになっても良いと考えている。

- ・ 投資家としては、FA 債が新しい「社債管理人」設置債に移行し、社債管理者設置債が現状維持といった想定であれば、非常に受け入れやすいと感じている。
- ・ 「社債管理人」設置債と社債管理者設置債を、どのように区分するのが良いのか、格付とするのか、それとも業種とするのか。その区分が適切に機能するのであれば、基本的には、投資家にとって受け入れやすい制度となるのではないかと思う。
- ・ 「社債管理人」制度は、期中管理やデフォルト前の利益相反防止対応という現在社債管理者が抱えている一番重たい問題を切り離すイメージのものであり良い提案であると思う。
- ・ 社債管理人は、社債の銘柄毎に異なる「社債管理人」を設置する必要があるのかどうか検討が必要ではないか。社債管理者は、コベンタツの管理等の責務があり、銘柄毎に多様なコベンタツが付されるという前提のもとで設置されているが、社債管理人であれば、コベンタツ管理の点は考える必要はなく、企業が発行した社債全体の保全を図るため、その企業の社債全部を管理するという大きな枠組みの中で整理しないと実務的に機能しないのではないか。
- ・ 社債管理者として実務にたずさわるものとして、「社債管理人」というアイデアは一考に値すると思う。会社法で社債管理者に求められている各種役割を整理し、社債のデフォルト後の手続・サポートの役割に注目して機能的に区分することには、一定の意義があろう。
- ・ その場合、「社債管理人」の役割、位置付けを明確にする必要がある。具体的には、破綻後に必要となる各種事務手続を社債権者に代わって行うエージェント（事務代行）とするのか、それとも破綻手続において同順位の債権に対して劣後しないように管理する等、債権保全機能も求めるのか。債権保全も行うのであれば、「社債管理人」と社債権者との間のみならず、社債権者間の利益相反についても配慮する必要がある。例えば、機関投資家向け社債と個人向け社債を発行している場合、小口の債権（すなわち個人向け社債）の弁済率を上げるといった再建計画案であれば、「社債管理人」は、社債権者を代表する立場として、どちらの立場で代表を務めれば良いのかといった問題が生じうる。
- ・ まずは、事務代行としての「社債管理人」を検討するのも一案ではないか。
- ・ 平和不動産第 10 回債については、社債管理者が設置されていたことよりも、適切なコベンタツが付与されていたことが高い評価を得た理由ではないか。したがって、適切なコベナ

ンツの存在を前提として、以下の論点について本部会で議論を行っていければよいと思う。

- ① どのように、コベナンツの実効性を確保していくのか。
 - ② コベナンツの実効性の確保のために、社債管理者制度が利用できるのか。
 - ③ 社債管理者制度を改正することによって利用しやすくなるのか。
- ・ 2008年9月のリーマン・ブラザーズ証券破綻後、FA債を保有する社債権者にとっては、不満や不安を相談する相手が存在しなかったことがストレスとなったのではないかと。「社債管理人」とは、発行会社に対して不満や不安を伝達する責務を負うのであれば、社債権者の代理人の位置付けとなるのではないかと。一方で、「『社債管理人』は、発行会社の管理も行うべきである。」とするのであれば、今後、本部会において、議論を深めていきたい。
 - ・ あくまでも、FAは、発行会社の代理人であるため、有事においても沈黙している状態である。投資家の立場として沈黙しているFAであれば不安であり、社債を購入できないと考えるのであれば、発行会社の有事の際に、「社債管理人」が社債権者の代理人として、投資家の不安を解消する役割を發揮しても良いのではないかと考えている。
 - ・ 「社債管理人」に何らかの問題が生じて辞任させたいときは、発行会社が辞任させる権利を持つことを想定しているのか、それとも、社債権者が辞任させる権利を持つことを想定しているのか。
 - ・ 「社債管理人」が社債権者の期待している業務を行わないのであれば、例えば、社債権者集会を開催して、「社債管理人」を交代する仕組みを設けた方が良いのではないかと。
 - ・ 社債権者が「社債管理人」に対して辞任を求めるケースは、発行会社も投資家も、発行会社の倒産を予期できないようなケース（銀行がトリガーを引いたことによる黒字倒産など）であり、我が国における特殊事例として整理した方が良いのではないかと。
 - ・ 「社債管理人」は、平時は「管理」しない。とあるが、投資家の立場からは、例えば、BB格以下の社債であれば、平時においても管理して欲しいのではないかと。社債管理者のあり方は、高格付社債と低格付社債で区分して議論を行う方が良いのではないかと。
 - ・ 我が国社債市場では、そもそも、BB格の社債が発行されていないが、投資家自身が社債を管理するとして、社債管理者の設置を必要としないのであれば、FA債が発行されることになる。一方、有事に際して社債管理者の存在があった方が良いとするのであれば、社債管理者設置債若しくは「社債管理人」設置債が発行されるのではないかと。いずれにせよ、FA

債、社債管理者設置債又は「社債管理人」設置債の判断は、市場が決めていくのではないか。

- ・ 「社債管理人」は、ハードロー（法令）での設置の義務化を想定しているのか。それとも、ソフトロー（協会の自主規制ルールなど）として設置を想定しているのか。
- ・ 「社債管理人」制度では、例えば、社債がデフォルトした後、実際に発生したコストを優先債権として確保できる仕組みが必要であることから、社債権者の代理人として役割を担うためにも、法律での設置でなければ、「社債管理人」制度が安定的に機能しないのではないかと考える。
- ・ 法律による「社債管理人」の設置の義務化を前提として、例えば、信用力の高低で「社債管理人」の業務を定めることや、企業の格付が低下すれば「社債管理人」の業務内容を追加するなどといった枠組みが構築できるのではないか。

(2) コベンナツとの関係

- ・ コベンナツと社債管理人の関係を整理したい。現在発行されている多くのFA債は、社債間限定のネガティブ・プレッジ条項に限ってコベンナツが付与されている状況である。
- ・ 我が国で発行される社債は、社債管理者が設置されなければ、コベンナツが付与されにくい状況であるのか、若しくは社債管理者の設置とコベンナツの付与状況との間には、基本的に関連性がないのか。
- ・ 「社債管理人」には、例えば、期中にコベンナツに抵触した場合などにおいて、何らかの役割があるのか。その点について、何らかの議論が行われているのであれば、教えていただきたい。
- ・ 「今後、会社が起こりうる可能性に備えて、投資家が、十分な投資判断を持って社債を購入するためには、どのようにすれば良いのか。」といった議論を行ったとき、投資家に権利を持たせるために、プットオプションを付与した案件があった。
- ・ 最近、発行されている社債では、会社の組織再編が起こった後に投資家が社債を継続保有したくなければ、プットオプションを行使することにより期中に社債を償還できる仕組みを設けているケースがある。
- ・ 社債管理者は、コベンナツへの抵触ではなく、プットオプションの条項に抵触したため、投資家に期中償還の権利が発生するのであれば、発行会社の財務内容をモニタリングしな

ればならないといった責務から開放されるのではないか。

- ・ 投資家によるプットオプションの行使件数が多く、社債の期中償還への資金が不足するのであれば、その社債は、デフォルトといった処理へ進むことになる。今後、第2部会における「コベナントの付与及び情報開示等」の議論が進めば、コベナントへの抵触に伴い、社債権者集会が開催されて、発行会社と社債権者との間で交渉が行われることがあるかもしれない。
- ・ 投資家の立場から見て、コベナントが付与されたうえで、プットオプションが付与されることにより投資家の利益が確保される仕組みであれば、必ずしも社債管理者が設置されていなくても良いと考えられるのかどうか。投資家の意見も伺いたい。
- ・ プットオプションとコールオプションの考え方を整理すれば、プットオプションとは、投資家が行使する権利であり、基本的に、発行会社がコントロールできるものではない。一方で、コールオプションとは、発行会社が行使する権利であり、社債の購入に際して、投資家が判断するものである。
- ・ プットオプションとコールオプションは、社債の発行時に、そのオプションの発動要件が決定されており、一般的に、プットオプションは、投資家による繰上償還を請求する権利であり、コールオプションは、発行会社による繰上償還を行う権利である。
- ・ 発行会社が、投資家の意向を無視して、ある価格で強制的に繰上償還を行うのであれば、投資家から発行会社に対して損害賠償請求といった事態を招くかもしれない。ある価格が、社債の発行時に決定されていないのであれば、発行会社と投資家との間で、議論が行われるべきである。
- ・ 格付が低下した際、投資家からプットオプションが行使（いわゆる「ダウングレードプット」）され繰上償還となれば、発行会社の存続の危機になるのではないか。ダウングレードプットは、銀行ローンにおいても存在しない条項である。証券会社としては、ダウングレードプットの状態になって、突然、期限の利益が喪失されることが望ましいケースではないと思われる。
- ・ 現在の我が国社債市場は、平時の状態であるが、「有事の状態において、格付の低い企業は、どのような手段によって資金調達を行ったのか。」について、その企業に対してアンケートを実施すれば良いのではないか。その実態を把握したうえで議論を行えば、社債市場の

活性化を図るためにつながるのではないか。

(3) 社債管理手数料

- ・ 社債管理手数料について、実質的に、社債管理者が何ら実務を行っていないときは、どの程度の社債管理手数料に設定すれば良いのか。例えば、個人向けの電力債は、年間数十万円単位の社債管理手数料であるが、その程度の社債管理手数料であれば、社債管理者が何ら実務を行っていないときの適切な手数料と言えるのか。
- ・ 「社債管理人」制度において、実際に「社債管理人」として、その機能を発揮する場合は、その手数料の実額について発行会社から徴求するのか。それとも、別の者から徴求するのか。
- ・ 「社債管理人」が機能を発揮したときは、その手数料の実額を発行会社の債権から優先的に徴求することを想定している。
- ・ 現在、社債管理手数料は、起債時の格付で一律料金となっている。現状、社債の発行会社の格付がB格台やC格台に格下げとなった事例も存在しており、この場合、社債管理者の当該発行会社に対するモニタリングの度合いは、起債時と比較して、非常に重くなっている状況である。
- ・ 社債管理手数料は、稀なケースではあるが、格付に応じて社債管理手数料を上下する社債も存在しており、例えば、この様に、社債の格付の状態に応じて、段階的に変更した方が良いのではないか。社債管理者としても、段階的に社債管理手数料が変更されれば、適切に機能するのではないか。
- ・ 社債管理者制度と同様に、「社債管理人」制度においても、社債がデフォルトしたときに「社債管理人」が十分機能したとしても、債権回収率が上がることはない。「社債管理人」は、デフォルト後に、社債管理者と同様に社債権者に代わって発行会社をモニタリングすることにより、例えば、債権の届出が遅れることがないように、社債権者の不安を和らげるといった非常に限定的な役割を考えている。
- ・ 社債の発行会社の業況が好調であるときは、例えば、FA債や電力債の社債管理手数料と同じレベルの手数料として、コストの掛からないようにすれば良いのではないか。一方で、その発行会社の有事の際は、ある程度、社債管理手数料を引き上げれば良いのではないか。
- ・ 米国では社債がデフォルトしたとき、トラスティーに対して、例えば、アドバイザーフィーといった形で、付加的なフィーが発生する体系になっていると聞いている。

- ・ 米国トラスティーは、社債の発行会社が Chapter11（連邦倒産法）の手続となったとき、債権者委員会への参加などを通じて事業再編計画案の取りまとめに関する実務について積極的に参画している。「社債管理人」制度においては、トラスティーと同程度の実務レベルを想定しないのであれば、米国と比較して、低い社債管理手数料になるのではないかと。
- ・ 米国におけるヒアリングでは、Chapter11（連邦倒産法）の手続において、トラスティーの社債管理手数料が優先債権として認められる実務が確立しているとのことであった。我が国においても、社債管理手数料についてデフォルト時に付加的なフィーが発生する体系とした場合、その金額は低額かもしれないが、他の再生債権又は更生債権に対して優先権が認められるか、慎重に検討を行わなければならないのではないかと。特に、「社債管理人」を社債権者のエージェントと位置づける場合、社債権者以外の債権者に対して優先権を主張することは難しいようにも思われる。

(4) メリット・デメリット

- ・ 発行会社としては、「社債管理人」制度について理解できる部分もあるが、一方で、どのようなメリットがあるのかを知りたい。例えば、社債のデフォルト後の債権届出等に特化した社債管理人を置く「社債管理人」設置債と、期中の管理を行う社債管理者設置債が、同一の社債管理手数料体系であれば、発行会社にとってメリットが見えないのではないかと。
 また、FA 債を発行している企業では、仮に「社債管理人」が強制設置とされ、その手数料が FA に支払う手数料より高いのであれば、コスト負担の増加と受け止めるため、「社債管理人」の設置が受け入れられないのではないかと。
- ・ 今後、社債を発行する企業を増加させることを目的として「社債管理人」制度を導入するのであれば、どの程度の企業がその制度を利用するのか。発行会社としては、現在の我が国社債市場において、BBB 格の社債の発行が増えてきていることから、「社債管理人」制度に対するニーズが低いと思われるものの、今後、社債市場の環境が悪化した際、投資家が、「社債管理人」設置債を購入してくれるのかどうか疑問に感じている。
- ・ 証券会社としても、「社債管理人」制度が義務化されれば、発行会社から、「なぜ、FA 債のコスト負担よりも、多く負担を強いられるのか。」といった意見が寄せられると想像される。しかしながら、2008 年の国際的な金融危機のように我が国社債市場を取り巻く環境が悪化した際、どのように対応すれば良いのか。高格付社債を発行する会社であれば、「社債管理人」手数料について、会社自身が負担すべきものではないと考えられるかもしれない

が、我が国社債市場の発展を考えた場合、多少の無理をお願いしたとしても、高格付社債を発行する会社が納得する形で議論を行わなければならないと考えている。

- ・ 「我が国社債市場を取り巻く環境が悪化した際、投資家は、『社債管理人』設置債を購入するのか。」といった意見については、その意見も含めて「どのような仕組みや機能を用意すれば、投資家は『社債管理人』設置債を購入するのか。」について、社債市場が悪化していない現段階において、議論を行わなければならないと考えている。
- ・ 現在、相対的に信用力が劣る会社では、「社債管理者」の設置が難しいが、新たに「社債管理人」制度が導入されれば、投資家にとって購入の動機となる会社、若しくは社債を発行できるようになる会社が存在すると見ている。
- ・ 「社債管理人」手数料は、例えば、高格付社債を除くA格やBBB格レベルであれば、FA債とほとんど変わらない手数料体系として、BBB格未満となれば、その手数料体系が跳ね上がる仕組みが良いかもしれない。
- ・ 発行会社からの「『社債管理人』制度の導入に伴い、引き続き、社債市場を活用するのか。」という意見は非常に貴重であり、発行会社から十分なヒアリングを行ったうえで、慎重に議論を進めなければならない。
- ・ 今後の議論によって、「社債管理人」制度の機能を付加した結果、発行会社が社債発行から銀行借入れへ移行するといった事態は、絶対に避けなければならない。今後の本部会の議論においては、発行会社の意見が非常に重要である。
- ・ 発行会社としては、我が国社債市場が成長するうえで、「社債管理人」制度は非常に良い考え方であると思う。ただし、「『社債管理人』制度の導入に伴い、発行会社に対するコストがどのように変化するのか。」について、発行会社が明確に理解できる形で整理されなければ、「社債管理人」制度が受け入れられない可能性がある。今後、その整理の方法について、適切に議論を行う必要があるのではないかと。

3. 一般債振替制度の下での社債権者への情報提供及び社債権者の把握

- ・ 配付資料3頁「平成5年商法改正以降のトピックス (3) 決済制度改革 ① 一般債振替制度の開始(平成18年1月10日) イ. 匿名性の向上」について、匿名性が向上した点と向上していない点があるのではないかと。一般債振替制度移行前は、現物を保有する社債権者と連絡を取る方法がなかったが、一般債振替制度移行後は、各口座管理機関(証券会社等)に振替口座簿が存在するため、すべての社債権者に対して情報を伝達できる点は、利便性が向上

したといえるのではないか。

- ・ 証券保管振替機構（以下「ほふり」という。）では、「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）」を公表し、発行会社が社債権者集会を開催する場合、ほふりから直接口座管理機関及び間接口座管理機関を通じて、社債権者に対して情報が伝達する仕組みが整備されているように、一般債振替制度移行直後に一時的な混乱があったかもしれないが、制度的な工夫は進んできているのではないか。
- ・ 制度面で整備されているのは十分理解しているが、一般債振替制度移行前は、発行会社は、利払いの実務を通じて社債権者の情報を自分で把握することができた。そのため、何らかのアクションを起こすときは、その情報を参考に、水面下で様々な検討を行うことができた。一方、一般債振替制度移行後は、口座管理機関を通じて、すべての社債権者に対して、確実に情報を伝達する手段は構築されたものの、発行会社は、以前のように、どのような投資家層が社債を保有しているのかが自ら把握する術がなくなったという問題が発生している。
- ・ 振替債の場合は、公告のような不安定なものではなく、口座管理機関を通じて通知することにより確実に投資家に通知する制度はできたが、逆にその制度を利用しない限り誰が投資家かは全くわからない。従って、投資家層を予想して想定問答を考えておくといった事前準備がやりづらくなった。その意味で振替債の匿名性というのは発行体にとって今まで以上に深刻だと思う。制度を活用する前の段階の情報の欠如という悩みが発行会社にあることを理解していただきたい。
- ・ 証券会社では、発行会社から、「組織再編を考えているが、社債についてどのように対応すれば良いのか。」といった相談を受けることがあり、その都度、一般債振替制度における「匿名性の向上」に関する悩みを抱えている。実務的には、社債権者を把握することが容易ではなく、一般債振替制度移行後、組織再編の検討を行う際、それまでなかった問題に直面する状況にある。
- ・ 現在、ほふりの振替制度の下では、株式については、総株主通知や、発行会社等による口座管理機関（証券会社等）に対する情報提供請求により、発行会社は、株主の状況を把握することができる。一方、社債では、こうした制度・手続きはなく、制度上又は実務上、何らかの障害があるのであれば、今後、その整理、対応の検討が必要ではないか。

4. 最近の国内公募社債のデフォルト事例

- ・ 配付資料 11 頁「最近の国内公募社債のデフォルト③」では、多くのデベロッパー会社のデフォルト事例（すべて FA 債）があるが、これらの事例について、銀行がトリガーを引いたものと推測している。
- ・ アーバンコーポレーションの事例では、「民事再生手続開始の申立て」が期限の利益の喪失事由であったが、一方で、日本綜合地所の事例では、「会社更生手続開始の申立て」が期限の利益の喪失事由となった。「民事再生手続開始の申立て」と「会社更生手続開始の申立て」の大きな違いは、前者においては経営権が存続し、後者においては経営権を喪失するという経営権の存続の有無である。投資家及びマーケットメイクを行う証券会社の立場で言えば、この法的手続の違いによって、どの程度、実際の債権回収額が変化するのか、証券会社及び投資家は、モニタリングを行う必要があるのではないか。

5. デフォルト以外の事由による社債権者集会の開催

- ・ 配付資料 12 頁「デフォルト以外の事由による社債権者集会」では、社債管理者設置債と FA 債があるが、デフォルト以外の事由によって社債権者集会が開催される場合は、社債管理者ではなく発行会社が主導権を握っていたと理解している。その場合に、FA 債ではなく社債管理者設置債であれば、社債管理者は、どの程度発行会社に関与していたのか。
- ・ デフォルト以外の事由により社債権者集会が開催される場合、過去の事例ではその主催者は発行会社である。したがって、その場合の社債管理者の役割は、発行会社にとって、相談窓口となる存在である。
- ・ 社債は無記名債であるため、社債管理者設置債であったとしても、社債権者集会の出席率が高くなることはない。市場関係者は、社債管理者の設置により社債権者集会への出席率が向上するとは期待していないと思われる。
- ・ デフォルト以外の事由により社債権者集会が開催された事例として、大成建設がある。大成建設は、同社発行の社債について、純資産額維持条項に違反したため繰上償還を行ったが、その際、将来の利払い分を含めて繰上償還を行った。その他の繰上償還の事例として、トーマン、セガ、三菱化学、すかいらーく及びディーアンドエムホールディングスがあるが、どのような価格で繰上償還が行われたのか。

- ・ ディーアンドエムホールディングスは、同社発行の社債について、償還金額の満額に加えて経過利息をプレミアムとして繰上償還を行っており、残存期間分の利息はプレミアムとして支払っていない。
- ・ その他の繰上償還の事例では、償還金額の満額に加えて、経過利息ではなく、残存期間分の利息をプレミアムとして、繰上償還を行ったと記憶している。例えば、残存期間が4年であるものの、3ヵ月後に繰上償還するのであれば、繰上償還額は、償還金額の満額に加えて、4年間分の利息を現在価値に見直さずにプレミアムとして支払われている。その時点でのセカンダリー市場におけるBidが99円から100円近辺であり、このような繰上償還であれば、社債権者集会においては、賛成票が集まりやすいのではないか。
- ・ セカンダリー市場において、オーバーパーで取引された社債が100円で繰上償還された場合は、期限の利益が守られないだけでなく、時価で評価している投資家にとって、大きな影響があるため、投資者保護の観点からも、繰上償還の議論は重要である。今後、事業再編（M&A や持株会社化など）の際など、社債の繰上償還が起こる可能性があるため、是非とも、投資家の意見も交えて、議論を行う必要がある。
- ・ 投資家のプットオプションの行使に伴う繰上償還が行われる場合における償還価格は、時価になるのではないのか。仮に、満期償還までの利息が償還金額に含まれるとすると、民法上、損害賠償請求として訴訟が提起されたとき、どこまで損害額として認められるのかといった観点から言えば、満期償還までの利息全額というのは、損害額として大きすぎるように思われる。
- ・ 投資家のプットオプションの行使に伴う繰上償還時の償還価格は、基本的に時価となろうが、発行時点では将来の時価は分からない。最近では、適格機関投資家向け社債で、社債要項に時価の計算式を定めている事例もある。

2. 次回会合

第4回会合を12月1日（水）に開催する。

（配付資料）

- ・ 社債管理者に期待する役割及び業務

以 上