

「第4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12月1日（水）午後4時30分～6時30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. 社債管理者に期待する役割及び業務について

事務局から、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。

【報告・説明】

I. 「社債管理人」制度（仮称）（案）について

1. 「社債管理人」の機能・位置付け（前提）

(1) 社債管理者は、会社法上、社債権者（投資家）の法定代理人として、次の2つの機能を持つ。

- ① 発行会社の財務内容のモニタリング・債権保全機能
- ② デフォルト社債の債権の保全・回収機能

⇒ 低格付社債では、投資家が、上記（1）の①の機能や、社債のデフォルト前の情報提供を求めているのではないか。

（対応）

- ① 社債管理者設置債とする。
 - ② 「社債管理人」設置債では、例えば、必要に応じて、投資家に期中償還のプットオプションを付すなどの対応により、コベナンツ管理及びモニタリングは行わない。
 - ③ 社債のデフォルト前の情報提供については、発行会社の情報開示の徹底を図る。
- (2) 「社債管理人」は、米国トラスティーを参考に、上記（1）の②のデフォルト社債の債権の保全・回収機能に特化、社債のデフォルト時点以降、社債権者（投資家）の法定代理人として、善管注意義務の下、債権の保全・回収のために適切に判断・行動する。

（具体的な役割・機能）

- ① 社債権者間の利害調整機能を担う。
- ② 債権の届出を行う。

③ 同順位の債権に対して劣後しないよう「管理」する。

④ 社債権者集会の招集を行う（招集権を持つ）。

等が考えられ、こうした機能を十全に発揮するには、法令に基づく設置・対応が必要であるとの意見があった。

2. 「社債管理人」の担い手

(1) 債権回収のプロフェッショナルである弁護士等の自然人や法人

(2) 社債管理者と同じく銀行、信託銀行、保険会社等

(3) 資格は必要としない。

(4) その他

⇒ 利益相反の問題

(対応)

① 利益相反関係が生ずる場合は辞任。

② 社債権者が期待する役割を発揮できない場合、社債権者集会で交代する。

3. 「社債管理人」設置債

(1) 新たに「社債管理人」を設置することにより、次の三つの形態が考えられる。

① 社債管理者設置債

② FA債（社債管理者非設置債）

③ 「社債管理人」設置債（+「FA」を置く。）

⇒ 発行会社の理解、投資家のニーズ、投資家保護

例えば、社債管理者、「社債管理人」を置くかどうかは、基本的には、発行会社と証券会社との間で、投資家のニーズ等を踏まえ、その設置がきまる、市場が決めていくという意見をいただいております。一方、信用リスクが相対的に大きい企業の社債発行に当たっては、投資家保護の観点から、一定の枠組みは用意しておく必要があるのではないかと考える。

(2) 「社債管理人」は、強制設置か、任意設置か。

(3) 仮に「社債管理人」を強制設置とした場合

① 社債管理者若しくは「社債管理人」の強制設置

② 信用リスクに応じて一定レベル以下の社債には「社債管理人」を強制設置

(4) 社債管理者の設置基準

発行会社の信用リスクに関係なく、個人向け社債では、一律に社債管理者が設置されるが、

例えば、個人向け社債に「社債管理人」の設置は検討できないかというもので、全体の見直しに関する意見である。

4. 「社債管理人」手数料

- (1) 設定時は社債管理者よりかなり低廉（必須）で、FA債と同レベルの手数料
- (2) FA債と比較して追加的手数料の負担
- (3) 手数料の負担者

① 発行会社（債務者）が全額負担する。

例えば、次のような発行会社の信用リスク等に応じた柔軟な手数料とする。

イ. 社債発行時の信用リスク

ロ. 社債発行後、信用リスクが増大した場合には追加負担を求める。

ハ. 社債のデフォルト後は、発行会社（債務者）から優先的に費用・手数料等の弁済を受けるといふもので、法的な手当が必要になる。

② 社債権者（投資家）が一部負担する。

社債がデフォルトした場合には、例えば、社債権者（投資家）が、回収金から成功報酬として支払う。

5. その他

Ⅱ. 社債管理者制度について

次の事項について検討を行う。

- (1) 欠格事由の要否
- (2) 損害賠償責任に係る一般規定の検証

【意見交換】

1. 「社債管理人」の機能・位置付け

- ・ 「社債管理人」の機能について、発行会社の財務内容のモニタリングを行わない、つまり、平時においてはFAと同じレベルであり、一方で社債のデフォルト後は、債権の回収・保全のために適切に判断・行動するといった考え方について違和感はない。
- ・ 「社債管理人」の機能を担保するためには、何らかの法令上の手当が必要であると考えられる。
- ・ 「社債管理人」の設置は、法律（ハードロー）上の義務とするのであれば、法律上の要件を厳格に定める必要があるため、柔軟に対応していくためには、市場慣行（ソフトロー）と

することも一つの方法ではないか。

- ・ 「社債管理人」制度は、手数料においてはFAと同じ水準であるとする事ができるかもしれないが、FA自体は、発行会社の代理人といった位置付けであるため、法律上も理論上も社債権者の代理人になることができないことから、その考え方は明確に区分しておかなければならない。
- ・ 前回の会合では、「社債管理人」について、発行会社の代理人であるのか、それとも社債権者の代理人であるのか明確ではなかったが、本日の配付資料の1では、「社債管理人」について、社債権者の法定代理人といった位置付けが明確に打ち出されており、適切であると考えられ、それを前提に議論をお願いしたい。
- ・ 発行会社が危機的な状況になった場合における「社債管理人」の機能・対応について、もう少し整理を行う必要があるのではないか。
- ・ 会社更生手続や民事再生手続の申立てであれば、社債のデフォルト事由が明確であり、「社債管理人」は、債権の届出を行う手続に移行しやすいと考えられる。一方で、社債が純資産維持条項に抵触した場合は、例えば、上場会社が四半期決算短信を開示した段階で、「社債管理人」がデフォルトと判断して債権の届出を行えば良いのか。それとも、事前に何らかのチェック機能を果たすかなど、「社債管理人」としては、さらに踏み込んだ対応が求められるのか。あるいは、純資産維持条項に抵触するかもしれない状況になった段階で、「社債管理人」は、発行会社から何らかの通知を受け取って、何らかの対応を行った方が良いのか。これらの点について、「社債管理人」制度に関する議論を進めるうえで、何らかの整理を行っておく必要があるのではないか。
- ・ 発行会社が危機的な状況になった場合、社債のデフォルト直前において、「社債管理人」にどのような権利義務を持たせるべきかの議論を行う必要があり、投資家及び発行会社のニーズを適切に把握する必要がある。
- ・ 「社債管理人」の機能として、何を求めるかが重要なポイントである。
- ・ 配付資料1頁では、「社債管理人」は「社債権者集会の招集を行う（招集権を持つ）。」とあるが、社債権者集会を招集する場合は、会社法第717条（社債権者集会の招集）及び会社法第718条（社債権者による招集の請求）の手続に限定されているため、「社債管理人」に社債権者集会の招集権を与えるためには、会社法の改正が必要となる。

- ・ 社債管理人に期待される機能については、投資家のニーズを十分に踏まえたくて検討することが重要である。
- ・ 社債管理者である銀行としての経験に照らせば、社債のデフォルト前後で区分し、社債のデフォルト後の役割に特化した「社債管理人」制度について検討することには、一定の合理性があると考えられる。すなわち、社債のデフォルト前であれば、社債権者集会で決定したことは、すべての社債に効力を生じる必要があるが、社債のデフォルト後であれば、個別社債権者ごとに取り扱いを異にすることもできる。例えば、法的な倒産手続等により投資家が回収できた額から「社債管理人」の手数料が差し引かれるのであれば、一部の投資家は、「社債管理人」に頼るのではなく、自ら、倒産手続に参加したいというニーズもでてこよう。このような社債権者には、社債権者集会に議決権を与えず、社債権者集会の決議に拘束されないこととしても良いのではないかと考えている。
- ・ 我が国社債市場では、期限の利益の喪失条項として、当然喪失により社債がデフォルトした事例が大勢を占めており、請求喪失により社債がデフォルトした事例は1銘柄程度である。
- ・ 3月末決算会社が純資産維持条項に抵触した場合、一般的には、社債要項上、3月末日から4か月を経過した7月末日をもって、その会社が何ら対応を行わなければ、当然喪失により社債がデフォルトする設定になっている。発行会社が社債のデフォルトを回避すべく、社債権者集会を開催して、繰上償還を行った事例もあった。一方、投資家は、決算短信や有価証券報告書の内容をもって、純資産維持条項への抵触の有無が確認可能であり、社債を売却するなどの対応を行っている。
- ・ 証券会社としては、「社債管理人」自ら、発行会社の財務内容のモニタリングを行わなくても、発行会社が純資産維持条項への抵触を開示したのであれば、その開示を受け付けるだけで良いのではないかと考えている。
- ・ 多くの機関投資家は、保有する社債にデフォルトが想定される場合、基本的には売却していると考えられるが、信用リスクが相対的に大きい社債に社債管理者又は「社債管理人」が設置されることは、社債市場の活性化のために非常に意義のあることであると考えられる。
- ・ 個人投資家が保有する社債がデフォルトした場合、個人投資家自らが裁判所への手続を行うことは、非常に困難であるため、その点において、「社債管理人」の設置は有意義ではないかと考えている。例えば、「社債管理人」が、純資産維持条項への抵触状況についてモニタリングを行うのであれば、個人投資家にとって非常に意義があるのではないかと考えている。

- ・ 「社債管理人」が、社債のデフォルト後に債権の保全・回収機能に特化するのも一つの考え方・方法ではあるが、社債のデフォルト前に、「社債管理人」に対して、発行会社の財務内容のモニタリングを行って欲しいと考える投資家も存在するのではないか。
- ・ 法的な倒産手続となった場合は、「社債管理人」が行えることは限られているため、社債のデフォルト直前、つまり、法的な倒産手続に移行するか否かの微妙な段階における情報収集・情報提供など「社債管理人」が機能を果たせる重要な場面があるのではないか。
- ・ 法的な倒産手続に移行した場合は、会社法第 707 条（特別代理人の選任）に基づき、裁判所の職権で特別代理人を選任できることから、社債のデフォルト後の債権の届出や社債権者集会の招集は、法律の専門家に任せても良いのではないか。したがって、「社債管理人」制度を構築するのであれば、次の 3 つに区分して検討を行うことが適当ではないか。
 - ① 平時における発行会社の財務内容のモニタリング
 - ② 社債のデフォルト前後
 - ③ 法的な倒産手続以降
- ・ 投資家は、低格付社債の公募債について、基本的に有価証券報告書や目論見書に基づいて投資判断を行っているが、社債のデフォルト直前のセンシティブな時期において、どのように、インサイダーに該当する情報を整備しているのか。
- ・ 「投資家は、保有する社債がデフォルト直前になった場合、基本的には売却する。」との説明があつたが、顧客が年金基金の場合は、社債のデフォルト直前かもしれないといった情報に基づいて社債を売却した方が、顧客に対する説明が行いやすいのか。若しくは、最後まで社債を保有し、社債がデフォルトしたとしても、法的な倒産手続に基づいて債権回収を行った方が顧客に対する説明が行いやすいのか。
- ・ 社債がデフォルトしたとしても、最後まで社債を保有するのは、債権回収が見込まれることを目的として投資するタイプの顧客であり、具体的には、米国のディストレスファンドや我が国の一部のファンドである。
- ・ 年金基金は、基本的に、A 格若しくは BBB 格以上の社債を保有基準としており、A 格、若しくは BBB 格から格下げとなる見通しとなれば、社債の売却が行われやすい状況となる。したがって、年金基金の場合は、社債がデフォルトしたとしても、最後まで社債を保有して債権回収を行うケースが起りづらい。
- ・ 機関投資家が社債を売却したとしても、その社債は、デフォルト時には誰かが保有してい

るわけであり消えることはない。平成 20 年 9 月のリーマン・ブラザーズ証券破綻時において、「社債が紙クズとなった。」と言われていたが、相当数の事業会社や系統金融機関が売却できずに大きな損失を被ったと聞いている。

- ・ 我が国社債市場を活性化するためには、投資家層を拡大する必要があるが、リーマン・ブラザーズ証券破綻時に損失を被った投資家にとっても、安心感を持って社債を購入できる市場にしなければならない。一部の機関投資家に限定された市場では、我が国社債市場が大きくなる。我が国社債市場は、リスクを取る投資家が少ないといわれているが、それ以前の問題として、投資家の絶対数が少ない状況であるのではないか。
- ・ 社債がデフォルトした際に、銀行に対し投資家から、「社債がデフォルトした後の回収手続きがわからない。直接債権であれば、様々なノウハウを有しているが、社債は集団性を有しておりワンクッション入ることから、その回収手続きが不明確で非常に面倒な感があり大きな不安である。」といった照会や意見を聞いており、「社債管理人」制度が導入され、社債のデフォルト後の手続きやその案内を行なうのであれば、投資家においては不安感が多少なり解消され有難いと感じるのではないか。
- ・ 「社債管理人」制度は、デフォルト社債の債権の保全・回収機能に特化し、社債権者（投資家）が最も不安に感じている部分を解消する手段と考える。そのため、まずは、この部分の論点を整理した方が良いと考える。社債のデフォルト後、個人投資家や一般事業法人などのプロではない投資家は、最後までデフォルトした社債を保有しているケースが多いため、本部会では、それらの投資家を我が国社債市場に呼び込むことについて検討が必要ではないか。
- ・ 社債管理者の経験から見て、社債のデフォルト前後の情報提供・開示は個別性が非常に強いいため、議論しても適切な結論に導けないと考えており、社債がデフォルトした後という類型化しやすい議論に絞って整理した方が良いと考える。
- ・ 社債のデフォルト後の制度を適切に構築していれば、我が国社債市場に投資家が集まってくるのではないか。証券会社において、投資家に対して社債を販売する際、「万が一、社債がデフォルトしたとしても、『社債管理人』が、ある程度の手続きを行う。」といった説明ができる仕組みがあったほうがよいのではないか。
- ・ 配付資料 1 頁に「低格付社債では、投資家が、発行会社の財務内容のモニタリング・債権保全機能や、社債のデフォルト前の情報提供を求めているのではないか。」とあるが、社債管理者である銀行としても、投資家に対して、社債のデフォルト前の情報提供については検討を行わなければならないと考える必要があることは認識しているが、第 3 部会でのコペナ

ソツの議論と密接に関連するので、その検討内容を踏まえ議論するべきと考える。

- ・ 社債のデフォルト前の情報提供は、非常にセンシティブであるため、個別の社債の状況に応じて対応すべきである。
- ・ 個人投資家においては、社債のデフォルト後に債権の届出を行うことについては意見が集約されるように思われるが、それ以外に、どのような機能が「社債管理人」制度に加われば、安心して社債投資ができるのか、意見が分かれており、さらに議論を尽くす必要がある。
- ・ 社債管理者設置社債がデフォルトした際、投資家から、「今後、どのようなスケジュールで、何をすれば良いのか。」といった質問を多く受けた。「社債管理人」は、投資家に対して、債権回収計画の手続等について、節目毎に必要な案内を行うことが求められているのではないかと認識している。
- ・ 証券会社から見て、投資家は、社債がデフォルトした後、どのようなスケジュールで手続が行われて、何をすれば良いのか把握していないと実感している。
- ・ 米国社債市場では、投資家自身がハイ・イールド債を発行する企業の財務内容のモニタリングを行っている。平成20年9月のリーマン・ブラザーズ証券破綻後の混乱時期において、ある企業の社債が期限の利益を喪失しそうなとき、社債権者同士が話し合いを行い、当然喪失を回避したことがあったと聞いており、このような話し合いは、銀行のローン債権者同士だけではなく、社債権者同士においても行われている。
- ・ 我が国社債市場では、インベストメント・グレードの社債がノン・インベストメント・グレードの社債となりデフォルトしたケースが多いが、このケースは、銀行などが引き金を引いたことによる資金の流動性の問題で倒産した会社がほとんどであり、投資家が、そのような会社の財務内容のモニタリングを行うことは困難ではないか。
- ・ 証券会社としては、そもそも、社債の発行時にBB格又はB格の社債であれば、投資家において何を望むのかについて、是非とも議論を行いたい。
- ・ 社債がデフォルトしたときに、何を行わなければならないのか理解していない投資家が多いとのことだが、投資家は、どこまでの対応を「社債管理人」に望んでいるのか。
- ・ 我が国の投資家は、インベストメント・グレードの社債を購入していれば、社債がデフォルトする可能性について理解していたとしても、社債のデフォルトを予想してなく、また、

その事態に慣れていないのではないか。一方で、ノン・インベスト・グレードの社債を購入する投資家、例えば、米国のプロ投資家や我が国のレバレッジドローンを行う銀行は、社債がデフォルトする可能性があることを想定したうえで、社債投資を行っている。

- ・ 米国では、ハイ・イールド債の投資家は、基本的に、発行会社の財務内容のモニタリングを行っており、例えば、発行会社から月次の業績報告も受けていることから、万一、発行会社が倒産したとしても、トラスティーに対して、社債のデフォルト後の手続に限って期待している。
- ・ 我が国社債市場には、投資家自身で信用リスクの高い発行会社の財務内容のモニタリングを行うことができるローンの投資家は存在するものの、社債投資家は存在しない。
- ・ 弁護士は、社債がデフォルトした後、社債権者の代理人として債権の届出を行っているが、その際、社債権者から、「社債がデフォルトした後、債権の届出を行いたいが、何時までに、どのような手続を行えば良いかわからない。」、「債権の届出後、管財人から届く情報について適切に理解できないため、更生計画等について賛否の手続を行って欲しい。」といった照会を受ける。したがって、「社債管理人」には、社債デフォルト後に適切に対応できる権利と義務が付されれば、社債権者も安心するのではないか。
- ・ 民事再生手続や会社更生手続では、その手続の計画案を債権者集会で決議するため、債権額の過半数の賛成を必要としており、各社債権者が議決権を個別に行使できるものの、ほとんどの社債権者が議決権を行使しなかった場合には、計画案が可決できない可能性がある。したがって、「社債管理人」に社債権者集会の招集権を持たせた方が良いと考える。
- ・ 社債管理者又は「社債管理人」とは、どのような場面で必要とされるのか。プロの投資家は、社債がデフォルトしたとき、債権届出の手続き等について理解しているものの、証券会社では、顧客（一般投資家）から、社債がデフォルトしたとき、「どのような手続を行えば良いのか。」、「どのように書類を書けば良いのか。」といった質問を受けたことがある。
- ・ 社債市場の活性化を図るためには、マスリテール層（富裕層未満の顧客）の投資家まで拡大する必要がある。マスリテール層の投資家は、投資信託を通じて社債を購入すれば良いといった議論もあるが、我が国社債市場の有事に備えるためには、事業法人を含む特定投資家や、ある程度の富裕層に該当する一般投資家の参入を促すべきではないか。
- ・ 証券会社としては、投資家層を拡大する観点から、社債のデフォルト後において、例えば、すべての社債権者に対して、どのようにすれば債権の届出手続を伝えることができるのかに

ついて、議論を行わなければならないと考える。

- ・ 社債管理者が投資家に対してコベナンツへの抵触の有無に関する情報提供を行うことは、非常にセンシティブな問題であるものの、社債管理者又は「社債管理人」は、完全にコベナンツに抵触したときに、何らか行うべき業務があるのか。
- ・ 過去に我が国で発行された社債の社債要項では、期限の利益を喪失するケースとして、請求喪失ではなく当然喪失が一般的であり、例えば、利息支払いについては、要項に定める期日又は期間内に利金が支払われなければ、社債がデフォルトとなる旨が定められている。社債管理者設置債では、社債管理者によってデフォルトが宣言されるものの、一方、FA債では、発行体が自らデフォルトを宣言しなければ、市場関係者は、利払いが行われていないことをもって、デフォルトしたことを推測することになる。
- ・ 投資家は、社債のデフォルトを宣言する者が存在し、また、社債のデフォルト後における手続を行う者が存在すれば、投資家自身が何をしなければならないのかについて、慌てて情報収集する必要もなくなるのではないか。
- ・ 投資不適格の企業が社債を発行する場合は、投資家にとって、発行時点から警戒しておかなければならないため、その時点から相当重要な発行会社の財務内容のモニタリングが必要となるのではないか。したがって、「社債管理人」制度においては、発行会社の財務内容のモニタリングについて検討を行う必要があるのではないか。
- ・ 社債のデフォルト後、すべてのケースが、法的な倒産手続へ移行するとは限らない。例えば、社債がデフォルトした会社は、「私的整理に関するガイドライン」に基づいて、債権者と債務者の合意に基づき、債務を猶予・減免などすることにより再建するケースも有り得る。したがって、「社債管理人」の役割としては、このような法的な倒産手続によらないケースについても検討を行わなければならないのではないか。
- ・ 証券会社としては、投資家のために、「社債管理人」が発行会社の財務内容のモニタリングを行う必要はないと考えるものの、投資家を代表して、「社債管理人」がコベナンツの抵触の有無についてモニタリングは行う必要があると考える。また、社債権者集会を開催する必要がある場合は、「社債管理人」が投資家の代表として、役割を担うのではないか。
- ・ 第2部会では、コベナンツの付与及び情報開示等について議論が行われているが、例えば、コベナンツに抵触した際に、発行会社の財務内容のモニタリングできる者が存在しなければ、

絵に描いた餅となるのではないか。この論点は、第2部会と連携を取りながら、「社債管理人」の役割の一つとして議論を行わなければならないと考えている。

- ・ 第3部会（以下「本部会」という。）では、発行会社の財務内容のモニタリング・コベナントの管理を行う社債管理者については、配付資料3頁のⅡにあるように、別途、整理したうえで検討を行うこととなっている。例えば、コベナントが付与された社債は、当然ながら、社債が償還されるまでの間、発行会社の財務内容をモニタリングする者が必要となるため、社債管理者を設置する必要があるのではないか。
- ・ コベナントを付与されない社債は、現行どおり、FA債として発行されるものの、回収に懸念のあるFA債は、発行会社及び証券会社で協議のうえ、「社債管理人」の設置について検討を行うという整理で良いのではないか。
- ・ 証券会社としては、デフォルト社債の債権の保全・回収機能に特化した「社債管理人」制度について、投資家層の拡大に繋げる観点からは、やや弱いのではないかと感じている。我が国社債市場では、投資家は、社債がデフォルトしないことを前提に社債を購入しており、証券会社としては、顧客への説明時において、「この社債は、『社債管理人』が設置されているため、少しは安心して投資ができる。」と言える他の材料が欲しい。
- ・ 我が国社債市場では、期限の利益の喪失に関して、当然喪失が大勢を占めているものの、海外の社債市場では、請求喪失のケースが一般的である。特に低格付債の場合には、請求喪失とする方が発行体・投資家双方にとって好ましいケースがあるかも知れない。
- ・ 社債管理者制度における発行会社の財務内容のモニタリング機能には厳しい注意義務が課せられるため、すべての発行会社のニーズを満たし得ないと考えられるが、例えば、請求喪失のケースにおいて、投資家からの請求受付先として、「社債管理人」が窓口となることについて検討を行うことができるのではないかと考える。
- ・ 「社債管理人」は、発行会社の財務内容のモニタリングにおいて能動的に行動しないものの、コベナントの抵触状況の確認や、投資家からの発行会社の開示に関する質問窓口としての役割を担えるのではないか。「社債管理人」は、全く発行会社の財務内容のモニタリングを行わないのではなく、何らかのモニタリング機能を担わせることについて議論を行った方が良いのではないか。
- ・ 社債管理者の機能を区分すれば、① FA（出納）業務、② 社債償還までの間における担付切替条項などの交渉、③ 社債のデフォルト宣言の是非の判断及びデフォルト後の手続窓口

の三つに分類できる。

- ・ 本部会では、上記②について、「社債管理人」の行うべき業務とすべきか議論の余地が残っており、上記①及び③は、「社債管理人」の行うべき業務として合意が図られているのではないか。
- ・ 米国社債市場では、すべてのハイ・イールド債にトラスティーが設置されており、社債は集团的債務であるため、トラスティーは、社債のデフォルト宣言に関与している。我が国社債市場においては、トラスティーの役割を社債管理者が担うのか、それとも、「社債管理人」が担うのか。いずれにせよ、我が国社債市場においても、トラスティーと同等の存在が必要である。
- ・ 「社債管理人」には、次の機能をイメージしているが、意見をいただきたい。
 - ① 「社債管理人」は、社債がデフォルトしたときに債権の届出を行い、その後、社債権者に対して情報提供を行うとともに、社債権者から指図を受ければ、発行会社に対して、その指図を伝達するといった役割であり、社債権者が意思決定の実質的な主体であること。
 - ② ①に加えて、例えば、デフォルトのトリガーを引くかどうかの決定や社債権者の議決権行使等について、「社債管理人」に権限を付与するなど、ある程度の裁量を「社債管理人」に与えること。
- ・ 「社債管理人」に要求されるミニマム（最低限）の機能については、基本的に、社債のデフォルトの判断について受け身の姿勢であるが、デフォルトしたときには、社債権者（投資家）の法定代理人として必要な行為を行うということで、本部会でも、ある程度のコンセンサスが得られているのではないか。
- ・ その上で、社債市場を活性化するためには、「社債管理人」は、そのミニマムの機能を行うだけで、果たして十分なのかという論点がある。つまり、ミニマムの機能に上乘せして、例えば、「『社債管理人』に対して、社債権者集会における議決権行使について、ある程度の裁量を認めるのか。」、「『社債管理人』が、社債のデフォルトのトリガーを引くか否か、発行会社の危機的な状況において、ある程度の裁量権を与えるのか。」といった機能を加える必要があるのかどうか検討が必要ではないか。
- ・ 「社債管理人」の機能として、ミニマムの機能のうえにどれくらいの機能を付加する必要があるのかについては、そもそも、どのような投資家を対象とするのかによって、結論は異なってくるのではないかと思う。したがって、どのような投資家を対象とする場合には、「社

債管理人」にどのような機能を付加する必要があるといった形で、整理すべきではないか。

- ・ なお、適格機関投資家などのプロ投資家を対象とするのであれば、「社債管理人」としてミニマムの機能も必要とされないという考え方もあるかもしれない。確かに、プロの投資家である以上、自ら債権の回収を行う能力を持つてはいるだろう。しかし、限られた経営資源の中で、実際に自らデフォルト社債の債権の回収を行うことになると採算が取れなくなるといった者も存在する可能性がある。その意味では、プロ投資家を対象とする場合であっても、「社債管理人」についてミニマムの機能が必要とされることがあるのではないかと考える。
- ・ 社債がデフォルトする前に、発行会社の財務内容のモニタリングについて何らかのニーズがあり、一方、社債がデフォルトした後も、そのモニタリングについてニーズがあるとの意見がある。これら2つの機能は性質を異にするものであり、社債の集団性と個別性も踏まえて、制度的にも切り分けられるものと考えている。
- ・ 本部会では、社債がデフォルトした後に、「社債管理人」に対して何を期待するのかについては、概ね共通の認識があるが、一方で、社債がデフォルトする前は、どの程度、発行会社の財務内容のモニタリングに関するニーズがあるのか明確になっていないことから、本部会では、第2部会の議論と整合性を取りながら検討を進めていかなければならないのではないかと。
- ・ 米国社債市場では、ハイ・イールド債やレバレッジドローンについて、平均的に2～3個の極めて簡単なコベナンツが付与されている。したがって、証券会社としては、社債の償還までの間、社債管理者や「社債管理人」において、本当に、コベナンツの抵触状況についてモニタリングを行う必要があるのかと感じている。
- ・ 社債管理者について、配付資料1頁で「① 発行会社の財務内容のモニタリング・債権保全機能 ② デフォルト社債の債権の保全・回収機能」とあるが、米国社債市場では、投資家が発行会社のリスク分析を行っており、一方で、トラスティーが社債のデフォルトのトリガーを引くか否かの判断を行っている状況である。
- ・ 本部会では、「社債管理人」がデフォルト社債の債権の保全・回収機能に特化することについて、ある程度のコンセンサスが得られているが、具体的に何を行うべきか、例えば、社債権者集会を開催したとき、「社債管理人」がどのような役割を果たすのかなどについて、さらに検討を行う必要があるのではないかと。

- ・ 証券会社では、自社が保有する社債について、例えば、社債デフォルト後に、当該債権が更生債権となれば、債権の届出を行い、更生計画案に同意するか否か判断することになる。プロの投資家や社債投資に精通した投資家においては、法的な倒産手続を経た社債の事務手続について、比較的円滑に実施できるかもしれないが、一方で、我が国社債市場には、その手続に慣れていない投資家が多く存在する。
- ・ 今後、我が国社債市場の投資家の裾野を拡大するためには、法的な倒産手続を経た社債の事務手続に慣れていない投資家のために、「社債管理人」が果たす役割があるのではないか。その役割を果たすだけでは、我が国社債市場に新たな投資家が参入することが困難であるかもしれないが、少なくとも、投資家は、その役割を「社債管理人」が果たすことについて、一定の安心感を持つのではないか。
- ・ 「『社債管理人』の役割として、法的な倒産手続によらないケースについても検討を行わなければならないのではないか。」との意見があったが、この意見について、どのように考えるか。
- ・ 平成 21 年 6 月、日本エスコンの第 2 回無担保社債は、元金支払不能により、デフォルトした。そのデフォルトに伴い、第 1 回無担保社債は、クロス・デフォルトにより、デフォルトすることになった。日本エスコンは、元金の支払不能となる直前に法的な倒産手続ではなく、事業再生 ADR (Alternative Dispute Resolution／当事者間の話し合い (私的整理) と裁判所による裁断 (法的整理) の中間的な位置付け) 手続の利用申請を行ったため、社債権者 (投資家) においては、デフォルトしたにもかかわらず、社債の取扱いは事業再生 ADR の結果待ちとなり、何ら行動を起こすことができない状態が継続したという事例がある。
- ・ 我が国で発行される社債は、期限の利益喪失条項として、事業再生 ADR 手続の利用申請が含まれていない状態が継続している。日本エスコンの事例は、FA 債であり、かつ、直後に元金償還不能でデフォルトしたので議論されていなかったようだが、社債管理者や社債管理人が設置されている場合、「事業再生 ADR 申請は、他の債務の支払不能と同義であり期限の利益喪失条項に該当するはずだ」等の議論・検討や、「社債権者は事業再生 ADR 手続に参加できないため、破産の申立てを行いたい。」といった意見を表明する社債権者の調整を行なうこととなる可能性も考えられる。この場合、社債管理人に、社債権者の意見の集約や、自身の判断の承認を求める手段として、社債権者集会の招集権を持たせることは、業務遂行上必須であると考えられる。

- ・ 社債権者が大口投資家で構成されていれば個別折衝により意見集約を行うことができるかも知れないが、小口分散されている場合、全員から個別に意見を聴取することは不可能に近く、社債管理人に何らかの権限を付与しなければ、意見集約を行えないのではないかと考える。また、このような意思結集手段が確保されなければ、万が一の場合に会社にとっての阻害要因となるため、社債発行ではなく、銀行ローンを選好することになるのではないか。
- ・ 米国のトレーダーは、日本エスコンの事業再生 ADR の事例について、非常に驚いており、「社債権者とローン債権者の間において、大きく取扱いが異なることは大問題である。」と言っていた。事業再生 ADR 手続が実現できる理由は、我が国固有のメインバンク制度が存在するためであると考えられる。
- ・ 米国におけるローンの実務では、例えば、利率を下げる、返済期限を延長するなどについて、重要事項については全債権者の同意があれば、アmendメントされている。一方、米国における社債の実務では、集团的債務であるため、例えば、償還期限を長くした社債やクーポンを低くした社債などとエクステンジが行われている。
- ・ 平成 17 年、商法から会社法に改正された時に、社債管理者が、社債権者集会の決議によらず、更生手続に属する行為を行うことができるようになった。会社再生手続きの迅速化を図ったものであるが、しかしながら、会社法施行後の社債管理者設置債の社債要項では、この規定を設けている社債が存在しない。つまり、社債管理者は、社債権者の意見を聞くことなく、判断をすることは困難であると考えているのではないか。
- ・ 「社債管理人」に対して、同様の判断を求めるのであれば、「社債管理人」に就任する者が存在しないのではないか。したがって、「社債管理人」には、社債権者の意見を聞くために、社債権者集会の招集・開催の権限を付与した方が良いのではないか。
- ・ 社債のデフォルト前は、会社法第 717 条（社債権者集会の招集）に基づき、社債管理者ではなく、発行会社が社債権者集会の招集を行うべきである。また、法的な倒産手続に入った発行会社では、管財人が権限を有しているため、社債のデフォルト前と同様に、発行会社（管財人）が社債権者集会の招集を行えば良い。社債管理人の招集権限は、限定的、即ち、発行会社が適切に機能しないときに限り、社債権者集会の招集権を行使するということで良いのではないか。
- ・ 「社債管理人」制度の検討に当たって、我が国の事例だけに目を向けて手続論の議論に終始

し、社債権者（投資家）を保護することに執着すれば、資金調達したい企業は社債を発行するのではなく、銀行ローンに頼るようになるのではないか。

- ・ 「社債管理人」の機能について、債権者との間において利害調整が必要となってくるのではないかと懸念している。例えば、会社更生手続の申立てを行った企業において、社債の残高よりも銀行ローンが圧倒的に多い場合は、銀行ローンの債権者が主導して更生計画案が策定されるが、一方で、銀行ローンよりも社債の残高が圧倒的に多い場合は、社債権者集会の判断・決定が会社更生手続に大きな影響を与える可能性があるのではないか。
- ・ マイカルが破綻した際は、FA 債の残高と融資債権の残高を通算して、弁済率を変えることが行われた。無担保社債と融資債権の残高に応じて弁済率が変更される場合は、利害調整が相当大変になるが、その利害調整は、管財人との間で「社債管理人」に期待することになるのではないか。
- ・ 社債市場の活性化を図るためには、「社債管理人」制度を構築して、社債管理者と比較して、役割を軽くし、また、コストも低くする考え方は良いが、過度に「社債管理人」の役割を軽くし、また、過度にコストを低くすることは、果たして良いのか。
- ・ 「社債管理人」にとって過度な負担となる役割は、別途、専門的な知識を有する機関が過度な役割を担うこととし、その機関に対して、相応の報酬を支払えば良いのではないか。
- ・ 「社債管理人」を設置し、単純に手数料が安くなるシステムを構築することは問題ではないか。
- ・ 米国のトラスティー専門銀行に対して支払われる手数料は、ケースバイケースであるものの、社債 1 銘柄につき、25 万ドル～1 ミリオン（1 ドル＝80 円換算で、2,000～8,000 万円）であり、社債がデフォルトした場合、別途、追加の費用が発生することになる。
- ・ 「インベストメント・グレードの社債においては、厳しい権限と責任を有した社債管理者が設置されて良いのか。」、若しくは「ノン・インベストメント・グレードの社債においては、権限と責任の軽い『社債管理人』が設置されて良いのか。」といった議論は、投資家が、その社債を受け入れることができれば、解決できる問題ではないか。

2. 「社債管理人」設置債

- ・ 「社債管理人」制度導入の際のポイントとして、まず、「社債管理人」が必要とされるときに、使い勝手の良い仕組みであることが望ましいと考える。

- ・ 例えば、一定の格付以下の社債について、信用リスクが相対的に大きいという理由で、「社債管理人」の設置を義務付けると、投資家から見て、セクターによっては、デフォルトの不安が少ない社債も存在し、一方、発行会社では、そのセクターに自社が属するのであれば、「社債管理人」の強制設置について、非常に強い心理的な抵抗感を示すのではないかと。また、「我が国全体の規制緩和・競争力強化といった流れに逆行しているのではないかと」といった意見もあるのではないかと。
- ・ 一方で、一律に「社債管理人」の設置を義務付けてしまうと、例えば、デフォルトリスクが低く、設置の必要性が無いとみなされている発行会社については、財務代理人（Fiscal Agent／（以下「FA」という。））債の発行と比較して、コスト負担の増加となるため、「『社債管理人』の強制設置は、社債市場の活性化につながらない。同制度が導入されれば、社債は発行しない。」といった意見が表明されることが懸念される。
- ・ 証券会社としては、投資家からの「社債管理人」設置のニーズと発行会社が「社債管理人」の必要性を認めたときに、「社債管理人」が設置されれば良いと考えており、「社債管理人」の設置の有無について、特段、何らかの基準を設ける必要はないと考える。
- ・ 投資家の立場では、「社債管理人」設置のニーズがあるものの、一方、発行会社の立場では、「社債管理人」を設置すればコスト負担が増加するといった考え方となるため、証券会社としては、「社債管理人」手数料について、社債がデフォルトしなければ、FA 債発行時の手数料と同等レベルであれば良いと考える。
- ・ 発行会社においては、社債がデフォルトしない場合、「社債管理人」手数料と FA 債の手数料と同レベルであれば、コストへの負担感も軽くなるのではないかと。
- ・ 「社債管理人」は、社債がデフォルトしない限り、特段、業務内容が煩雑ではない整理としなければ、「社債管理人」の業として採算が取れないため、誰も「社債管理人」に就任しないのではないかと。一方で、発行会社においても、「社債管理人」を社債デフォルト時の「保険」といった位置付けで設置しなければ、「社債管理人」を設置しないのではないかと。
- ・ 新たに「社債管理人」を設置することにより、社債管理の形態として、配付資料2「① 社債管理者設置債 ② FA 債（社債管理者非設置債） ③ 『社債管理人』設置債（+ 『FA』を置く。）」3つが示されているが、社債管理者も FA も設置していない銀行が発行する社債は、どのように取り扱うのか。銀行が発行する社債は、「社債管理人」を設置するか否かについて、併せて、検討を行わなければならないのではないかと。

- ・ 配付資料で示された社債管理の3つの形態は、相当複雑であり、シンプルではない印象を受ける。
- ・ 仮に、信用リスクが相対的に大きい社債は社債管理者を設置し、一方で、信用リスクが相対的に小さい社債は「社債管理人」を設置する制度に移行するのであれば、その移行前に、現在の社債管理者の責任が重いため、その改善が必要であるといった問題を解決しなければならないのではないか。
- ・ 「社債管理人」制度を導入するのであれば、信用リスクが相対的に大きい社債についても「社債管理人」制度を活用することとして、社債管理者制度を廃止しても良いのではないか。投資家において、信用リスクが相対的に大きい社債についても、社債管理者制度が本当に必要であるのか議論を行う必要があるのではないか。

3. 「社債管理人」手数料

- ・ 「社債管理人」手数料について、配付資料3頁では、「発行会社（債務者）が全額負担する。社債のデフォルト後は、発行会社（債務者）から優先的に弁済を受ける。」とあるが、法的な倒産手続では、「社債管理人」手数料は、例えば、破産債権や更生債権となるため、通常の弁済を受けることができない。
- ・ 現行の法的な倒産手続では、裁判所が、その手続に必要であると判断した場合、優先的に弁済を受けることができるため、裁判所の裁量によっては、必ずしも、「社債管理人」手数料が、優先的に弁済が受けられるかどうかは明確ではない。
- ・ また、「社債管理人」手数料は、配付資料に「社債権者（投資家）が一部負担する。」とあるように、「社債管理人」手数料は、社債権者（投資家）が一部負担せざるを得ないかもしれない。今後、この点について議論が必要ではないか。
- ・ 本日の意見は、事務局において整理したうえで、改めて、その内容を各委員に確認いただきたい。

2. 「社債市場の活性化に関する懇談会」への報告

本部会の検討状況について、12月24日（金）開催の「社債市場の活性化に関する懇談会」に報告する。

(配付資料)

社債管理者に期待する役割及び業務について (2) (事務局整理・検討メモ) - 「社債管理人」
制度 (仮称) (案) 等について -

以 上