

## 「第6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23年2月25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. 「社債管理人（仮称）」に期待する具体的な役割・機能、社債管理のあり方について

野村証券 月野委員から、「社債管理人（仮称）」に期待する具体的な役割・機能、社債管理のあり方について、配付資料に基づき報告・説明があった後、次のとおり、意見交換が行われた。

#### 【意見交換】

- ・ 「社債管理人（仮称）」制度の構築・整備について、これまでは、会社法の改正を意識せず議論を行ってきたが、今後は、会社法改正を必要とする事項と、その改正を必要としない事項について意識しながら、議論を行って参りたい。本日の会合では、この視点も加えながら、忌憚のない意見をいただきたい。

#### 1. 「社債管理人」による社債の期中管理

##### (1) モニタリング機能

- ・ 「社債管理人」は、期中の社債管理の役割をミニマムとして、発行会社のモニタリングを行わないのであれば、社債権者自身は、各自の責任の下、そのモニタリングを行うことになる。
- ・ 「社債管理人」の役割をミニマムとする場合には、社債管理のモニタリングのレベルと発行会社によるディスクロージャーのレベルはリンクする関係にあり、発行会社によるディスクロージャーの充実が必要となるため、本部会と第2部会との間で連携が必要となるのではないかと考える。
- ・ 例えば、担保の設定状況のモニタリングについては、「社債管理人」設置債の場合、発行会社によるディスクロージャーで解決せざるを得ないのではないかと考えている。「社債管理人」は、発行会社から、担保が設定されている資産の状況の報告を受けたとしても、発行会社に対して、担保付社債への切替を要求する機能を有していないため、発行会社に対する

モニタリングにならない。一方、「社債管理人」に対して、その機能を持たせた場合には、社債管理者が負う義務と「社債管理人」が負う義務に差異が生じないことになる。

- ・ 現在発行されているFA債は、社債間限定同順位の担保提供制限（ネガティブ・プレッジ）条項のみ付与されているケースが多く、その条項への遵守状況は、社債権者自身が確認することになっている。一方で、「社債管理人」制度では、発行会社から「社債管理人」に対しコベンツの遵守状況について、定期的な書面報告を求めている。
- ・ 発行会社は、コベンツの遵守状況に関する定期的な書面報告について負担に感じるのか。
- ・ 投資家は、今回の案のようなコベンツの遵守状況に関する定期的な書面報告程度であれば、「社債管理人」の設置は不要であり、現行のFA債で良いと考えるのか。それとも、この程度の実務では足りず、社債管理者の設置を求めた方が良いと考えるのか。また、社債管理者の設置を求めないものの、「社債管理人」が、どのような機能を有していれば、「社債管理人」設置債を購入したいと考えるのか。
- ・ 社債管理者である銀行では、どの程度の役割であれば、「社債管理人」に就任しても良いと考えるのか。
- ・ デフォルト後の対応を円滑に行うために「社債管理人」という機能を創設するというのが本来の趣旨と理解しているので、財務上の特約の管理などのデフォルト前の業務は全てオプションとするべき。コアとなる必要最小限の「社債管理人」の業務を整理とした方が良いのではないか。

## (2) 発行会社からの報告・通知及び社債権者への連絡、社債権者からの照会

- ・ 「社債管理人」は、基本的に受け身の姿勢であるため、発行会社に対するモニタリングは行わないものの、社債権者に対して、担保付社債への切替や特定物件の留保といった内容に関する情報を報告するか否かについて、検討を行っても良いのではないか。
- ・ 発行会社が社債権者に何らかの情報を伝達したい場合、社債権者の代理人である「社債管理人」が、その情報を受領する、いわば情報仲介的な機能を有しても良いのではないか。
- ・ 管理人や発行会社からの社債権者への情報伝達が、「社債管理人」の負荷が重くなるため困難な場合には、例えば、社債権者から、その情報について問い合わせがあった場合は、「社債管理人」への過度な負荷とならない程度で、その問い合わせに対応できる仕組みが構築できれば良いのではないか。

- ・ 社債の発行企業に何らかの事象が発生した場合は、「社債管理人」において、過度な負担とならない程度で、社債権者からの問い合わせに対応できるのであれば、社債権者の不満を解消できるのではないか。
- ・ 「社債管理人」は、社債権者の代理人であり、社債権者は、「社債管理人」に対して、直接的又は間接的に手数料を支払うこととなり、管財人や発行会社に対して、何らかの意見を申し出たいのであれば、「社債管理人」を利用することが考えられる。
- ・ 一方、管財人や発行会社が、社債権者に対して何らかの情報を伝達したい場合には、管財人や発行会社は、発行会社自身の代理人を利用すべきであり、「社債管理人」を利用すべきではないと考える。
- ・ 証券会社では、管財人や発行会社から、「社債権者と連絡を取りたい。」旨の相談を受けることがあるが、現在発行されている社債は無記名であるため、一般債振替制度では、社債権者に対して、連絡が取れない状況である。
- ・ 証券会社では、発行会社に対して、「どうしても、社債権者と連絡を取りたいのであれば、社債権者集会を開催するか。」と提案したとしても、発行会社では、社債権者集会の開催に係る費用等から社債権者集会の代替手段として、新聞による公告を行うことがある。
- ・ この発行会社の新聞公告は、社債権者に対する情報伝達としては限界があるため、新聞公告に加えて、発行会社では、証券保管振替機構（以下「ほふり」という。）を通じて、すべての口座管理機関（証券会社等）に対して、その伝達を行うことがある。
- ・ 発行会社が社債権者に対して伝達したい内容は、ほふりを通じて、すべての口座管理機関に対して通知されたとしても、口座管理機関は、自社の顧客に対して、その内容を伝達する義務がない。したがって、「社債管理人」制度では、社債権者へ連絡を取ることを目的として、「社債管理人」が管財人や発行会社から相談を受けることは想定していない。
- ・ ほふりのシステムを利用し、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連絡を取るためには、法律の改正が必要となるのではないか。将来的には、この論点についても、議論を行う必要があるのではないか。
- ・ 「社債管理人」について、社債権者の代理人と位置付けることが非常に重要なポイントであるとする。この代理人の位置付けは、会社法の整備を想定しているのか。それとも、発行会社と「社債管理人」との間で契約を締結することを想定しているのか。

- ・ 「社債管理人」は、社債権者の代理人であるため、発行会社から入手した情報は、全て社債権者に対して伝達する仕組みでなければならないのではないか。一方で、社債管理者は、社債の保全を図るべく、法定権限が与えられている。「社債管理人」には、社債管理者のような役割を求めない前提とするのであれば、どのような代理権を与えるイメージであるのか。
- ・ 仮に、「社債管理人」が社債権者に通知を行う場合、社債への担保の設定や、何らかのコベナントに抵触したときは、発行会社は、個別の社債権者に対してその状況を通知するのではなく、「社債管理人」に対して通知を行わなければならない。その通知を行う義務の前提としては、社債要項において、コベナントの遵守状況に関する定期的な書面報告や、その報告を受領した旨の公表について明記する必要がある。一方で、社債管理者制度では、社債管理者が社債権者に対して責任を持って対応することになっているため、社債要項において、特段の記載が行われていない。
- ・ 社債がデフォルトする前に、「社債管理人」が重要な情報を受領する仕組みであれば、「社債管理人」は、直ちに、社債権者に対して、その情報を伝達しなければならない義務を負うことになる。この仕組みであれば、損害賠償請求を受ける可能性も視野に入れなければならないため、「社債管理人」に就任する者が存在しないのではないか。
- ・ 発行会社は、発行会社に何らかの事象が発生した場合、新聞公告等を行うとともに、「社債管理人」に対して、その内容を伝達することとし、一方で、「社債管理人」は、社債権者に対して、その内容を伝える義務を負わないものの、発行会社の情報を集約することにより、社債権者からの問い合わせに対して回答できれば良いのではないか。
- ・ 「社債管理人」は、社債権者の代理人であるため、発行会社による情報発信手段として利用されるのではなく、社債権者からの問い合わせの受け皿として機能できれば、義務感を負うこともないため、社債権者が困ったときの相談窓口として役に立つ存在になるのではないか。
- ・ 「社債管理人」は、FA 債の問題点のひとつ（社債がデフォルトした場合、社債権者自身が行動しなければならない。）を解決する制度として考えるのも一案であり、社債権者の代表として、発行会社の情報を集約する程度の機能を持たせるだけでも良いのではないか。
- ・ FA 債では、社債権者自身が、発行企業の有価証券報告書を確認することによって、財務制限条項のモニタリングを行う必要がある。一方で、「社債管理人」設置債では、「社債管理人」が、発行会社からモニタリングの結果を受け取る仕組みである。

- ・ 「社債管理人」は、社債権者からコベナントの遵守状況に関する問い合わせを受ければ、発行会社からの報告に基づき、遵守状況の回答を行うことになり、コベナントが遵守されていなかった場合には、その社債がデフォルトした旨を宣言することになる。
- ・ 銀行の立場から整理すると、現行の「社債管理者」は、融資関連情報など公表されていない顧客の情報を社債管理業務に活用することが期待されているが、「社債管理人」の場合当該情報を活用することが予定されていない。というのがこの2つの役割の違いと認識している。
- ・ そのため、「社債管理人」が行う社債権者への通知、モニタリング等については、以下の対応を前提に考えている。
- ・ デフォルト宣言については、「『社債管理人』は、発行会社が社債要項に定める事由に該当したことを客観的に確認できた場合に限り、デフォルトを宣言。」という貌で、客観的な情報に基づき対応を行う。
- ・ コベナントの遵守状況管理は、社債発行会社からの通知を受けた場合に限り、必要な対応を行い、社債管理人からのトレースは行わない。視点を変えれば、発行会社自社のホームページに掲載し、社債権者がそのホームページで確認するなどの手法により、「社債管理人」が関与しない仕組みづくりも可能ではないか。
- ・ 「社債管理人」制度は、基本的に、社債がデフォルトした後の役割が期待されており、発行会社と「社債管理人」との間における書面報告の授受に関する業務は、「社債管理人」の行うべき業務とせず、オプションといった考え方が成立するのではないか。
- ・ 発行会社から「社債管理人」が受領する報告内容が、その発行会社が上場会社であれば、適時開示事項に該当するため、「社債管理人」によって、二重の公表を行う必要はないのではないか。

## 2. 「社債管理人」によるデフォルト後の社債管理

### (1) 債権届出、社債権者集会の招集、債権者集会の議決権の行使

- ・ 「社債管理人」制度では、社債の発行企業が民事再生手続開始の申立て等を行ったことに伴い、その社債がデフォルトした場合、社債権者の代理人として「社債管理人」が、一括して社債権者の債権届出を行うことになる仕組みであるが、例えば、社債権者自身が届出を行いたいと申し出た場合は、その申出・届出は可能か。
- ・ 「社債管理人」は、一括して社債権者の債権届出を行った後、管財人等が作成した再建計

画案に対する議決権について、賛否を行使するのか。

- ・ 会社更生法では、社債権者自身による債権届出は可能となっており、「社債管理人」制度でも、社債権者自身の債権届出はできることを考えている。
- ・ 社債管理者制度では、一定の内容について、社債権者集会を開催することなく、社債管理者の判断で実行できることになっているが、法改正後、この制度を採用した社債の発行事例は無い。したがって、「社債管理人」には、再建計画案に対する議決権について行使する役割を担わせることは困難ではないかと考える。
- ・ 「社債管理人」は、一括して社債権者の債権届出を行うのであれば、一般的に、その届出を行った者である「社債管理人」が再生計画案に対する議決権を保有して、その議決権を行使するのではないのか。
- ・ 管財人からすれば、「社債管理人」は債権者であるものの、「社債管理人」が保有する議決権は、その行使の対象から除いても良いのではないのか。
- ・ 「社債管理人」は、再生計画案に対する議決権を保有していたとしても、その議決権を行使しないのか。
- ・ 社債の金額が大きい場合は、債権者集会における再生計画案の成立の可否に影響することから、「社債管理人」において、債権者集会の議決権の行使を放棄することは困難であると考えられる。
- ・ その場合、「社債管理人」自身は、再生計画案への賛否について意見を有さないため、再生計画案が提示された段階において、社債権者集会の開催を求めるのではないのか。
- ・ 社債権者集会が開催される場合は、発行会社若しくは管財人のどちらかが招集するのか。
- ・ 「社債管理人」に対して、社債権者集会の招集権を与えることも一つのアイデアではないか。
- ・ ただ、「社債管理人」が、すべての社債権者の債権届出がなされなかった場合に、社債権者の意志を問うため社債権者集会を開催しようにも、届出のなかった社債権者が議決権を行使するか疑問。届出を行った社債権者によって社債権者集会の議決が左右されることになり、開催の意味があるかどうか。

- ・ 例えば、デフォルトした社債の発行総額 100 億円のうち、「社債管理人」は、70 億円の債権届出を行ったものの、残り 30 億円の社債権者の意向が確認できない場合、「社債管理人」は、そもそも、残り 30 億円の社債権者について、更生計画案への賛否を表明する必要があるのか。若しくは、社債権者集会を開催して、30 億円の社債権者の意見を集約する必要があるのか。社債権者集会を開催して 30 億円の意見を集約する方法と、30 億円の社債権者を考慮しない方法があるのではないか。
- ・ 社債がデフォルトした場合、「社債管理人」は、何らかの行動を起こさなければならないのか。若しくは、何らかの行動を起こさなくても、一定の弁済金が返還される仕組みを構築すれば良いのか。この論点は、証券会社の考え方を反映させるのではなく、投資家が何を期待するかがポイントではないか。
- ・ 会社更生手続の開始の申立等に伴い、社債がデフォルトした場合は、社債管理者設置債であっても、社債権者によって、個別に債権届出を行うことができる。また、社債管理者の名義で一括して社債権者の債権届出を行ったとしても、個別の社債権者名義の債権に名義書換ができる。
- ・ 現行の会社更生法及び民事再生法と会社法の関係では、社債権者自身が、個別に債権届出を行ったとしても、社債権者集会の議決により社債管理者へ債権者集会の賛否が委任される場合は、個別に債権届出を行った社債権者は、債権者集会での自身の議決権は行使できなくなる。一方で、社債権者集会が開催されない場合は、個別に債権届出を行った社債権者が議決権を行使できる。
- ・ 債権者集会の議決権の賛否は、すべての社債権者の意見をまとめて決定することが、本来の姿だと思うが、社債の集団性が喪失した状況下でも、個々の社債権者の意思を反映させるために、「社債管理人」がエージェントとして何らかの役割を果たす方法は考えられないか。
- ・ 現行の会社法は、社債を一つの債権が分割されたものと考えている。
- ・ 社債がデフォルトした場合、個々の社債権者が特段何も手続きを行わなくても、社債管理人が、一括して債権届出を行い、再生計画として確定した弁済金を受領することができるという仕組みを提供することが、「社債管理人」制度創設の目的と理解している。プロ、セミプロ、アマチュアといったすべての社債権者に対して安心感を与えることで、我が国社債市場の投資家層の拡大や取引量の拡大につなげることが狙いではないのか。

- ・ 社債市場の活性化に関する懇談会報告書「社債市場の活性化に向けて」では、米国におけるトラスティーを参考として、社債管理者の役割・業務について、例えば、社債デフォルト時以降の債権保全・回収機能に特化した社債管理者や発行会社の信用リスク・投資家の区分等に応じた社債管理者の業務内容や設置のあり方の検討などの取組みを進める必要があるとしている。本部会においても、懇談会報告書の打ち出した方向性に従って検討を進める必要があるため、米国の実態を認識することが重要である。
- ・ 米国におけるトラスティーは、社債のデフォルト後において、どのような行動を採っているのか。米国のトラスティーは、社債権者の受託者であるため、再生計画案に対する議決権を行使しなければ、その行使しないことをもって責任を問われることになりかねないのではないか。一方で、その議決権の行使の仕方について、米国トラスティーが責任を問われる可能性もあり、結局のところ、免責を得るためにも社債権者集会を開催する必要があるのではないか。
- ・ 「社債市場の活性化に関する海外調査報告」（以下「海外調査報告」という。）によれば、社債のデフォルト前の米国トラスティーは、基本的に、信託証書に定められた発行会社からの年次報告書等の定期的な開示書類の受領などの事務的な業務を行い、財務情報の請求やモニタリング、レビューを行うことがないとのことであった。
- ・ 米国トラスティーは、Chapter11（米国連邦破産法）が発動された際に、社債権者の利益を代弁するため破産裁判所の債権者委員会に参加し、事業再編計画案を作成に携わっているとのことであった。
- ・ 米国トラスティーでは、事業再編計画案に含まれる弁済率などについて、社債権者集会を開催して意見を集約しているのか。
- ・ 米国トラスティーは、受託者責任に基づいて、債権者委員会に参加しており、逐一、社債権者に対して、再建計画案に関する意見を求めているとのことであった。一方で、再建計画案に同意する段階では、最終的に社債権者から賛成の意見を集約する必要があるとのことであったが、実際に社債権者集会の開催を実施するか否かに関する明確な回答は得られなかった。

## (2) 弁済金の受領、費用負担

- ・ 社債がデフォルトした後、本来であれば、各社債権者に対して、弁済金を支払うべきとこ



るであるが、社債権者から委任を受けている「社債管理人」が一括して弁済金を受け取り、「社債管理人」の報酬を差し引き、各社債権者に対して弁済金を返還する方法について、検討はできないか。

- ・ 「社債管理人」制度では、社債がデフォルトした後、「社債管理人」に役割を持たせているため、コストが発生することが想定される。事務局の調査では、管財人は、社債の集団性が喪失しているため、発行会社から「社債管理人」に対して、そのコストの支払いは難しいのではないかとのことであった。
- ・ 例えば、債権者への弁済率が一律 20%であった場合は、「社債管理人」のコストを差し引いて、社債権者への弁済率が 19%となり、一方で、一般の債権者への弁済率が 20%となることは想定できるのか。
- ・ 法律的には、「社債管理人」制度において、社債権者自身の代理人である「社債管理人」に関するコストを差し引いた結果として、一般の債権者と比較して、社債権者への弁済率が減少することは想定できるのではないかと考える。
- ・ 「社債管理人」とは、社債権者の代理人であるため、代理関係は委任契約であると言える。発行会社は、社債を発行する際、「社債管理人」との間で社債要項を作成し、将来的な社債権者のために様々な義務を社債要項に設ける一方で、その社債権者は、その社債要項を把握した上で社債を購入することから、その社債を購入した段階で、第三者のための契約になっているため、社債購入者は、受益の意思表示をしたことになるのではないかと考える。その意思表示によって、各社債権者と「社債管理人」との間では、委任関係が発生することになると考える。
- ・ 社債がデフォルトした後の「社債管理人」に対して支払うべきコストは、委任契約の内容となるため、社債要項において、弁済金からそのコストを差し引く旨を明記しておけば良いのではないかと。
- ・ 社債の集団性は、どの時点まで有効であるのか。例えば、社債管理者設置債と FA 債を発行している企業が倒産し、各々の社債がデフォルトした場合、社債管理者は、社債管理者設置債について、社債権者集会を開催せず意思決定を行うことが有り得ないため集団性が維持されるが、FA 債については社債がデフォルトしたときに、社債の集団性が喪失したと言えるのではないかと。

- ・ 社債の集団性が喪失した状態において、「社債管理人」に対して支払うべきコストは、弁済金からプロラタ（比例按分）で徴収することは難しいのではないかと。通常であれば、「社債管理人」は、弁済金を代理受領した上で、そこからプロラタで徴収することが可能かもしれないが、社債の集団性が喪失した状況では、そうした対応は困難ではないかと。
- ・ デフォルト後に、「社債管理人」に何もすることがないのであれば、当然ながら、「社債管理人」に対して支払うコストは発生しないと考えられる。

### (3) 「社債管理人」の設置・活用

- ・ 社債管理のあり方として、次の三つのうち、どの制度を目指しているのか。
  - ① FA 債、社債管理者設置債又は「社債管理人」設置債の三者択一の制度
  - ② FA 債を廃止し、社債管理者設置債又は「社債管理人」設置債の制度
  - ③ 社債管理者設置債を廃止し、FA 債又は「社債管理人」設置債の制度
- ・ 発行会社、特に FA 債の発行会社では、上記②の FA 債を廃止し、社債管理者設置債又は「社債管理人」設置債の制度とする場合、現状を踏まえれば、その制度を窮屈と感じる。
- ・ 我が国社債市場を活性化するためには、信用リスクが相対的に大きい企業の社債発行、投資を拡大する必要がある。この論点を踏まえた上で、本部会では、上記① FA 債、社債管理者設置債又は「社債管理人」設置債の並存する制度を想定するのか。
- ・ これまでの議論では、社債発行時ではなく、社債がデフォルトする前に「社債管理人」が設置されるイメージもあったが、本日の会合では、社債管理者制度と同様に、社債発行時から「社債管理人」が設置されるイメージであり、少し変化があるように思われる。社債発行時から「社債管理人」が設置されるとすると、「社債管理人」制度は、社債管理者制度を代替するイメージとしてとらえられているのか。
- ・ 我が国社債市場が有事の状態の場合、現在の FA 債か社債管理者設置債かの二者択一の発行市場であれば、膠着状態に陥る発行会社が存在することは事実である。
- ・ 我が国社債市場が有事の際、投資家においては、社債管理者設置債でなければ購入意欲が湧かないかもしれない。一方、発行会社において、社債管理者設置債の発行を計画しても、社債管理者が、その就任に難色を示す場合も考えられる。FA 債や社債管理者設置債ではなく、「社債管理人」設置債を発行することによって、その社債を購入したい投資家が存在すれば、このような膠着状態を回避でき、「社債管理人」制度を創設する意義はあるのではないかと。

いか。

- ・ 「『社債管理人』設置債は、FA債と殆ど変わらないため、従来通り社債管理者設置債を購入する。」といった投資家の意見が多いのであれば、「社債管理人」制度を創設する必要はない。
- ・ FA債を発行しても、投資家がストレスを感じない発行会社においては、そもそも、マーケットがFA債以外の発行を求めていることから、現状どおり、FA債の発行が継続されるのではないか。
- ・ 「社債管理人」設置債は、従来のFA債の一部が移行すると考えて良いのか。
- ・ 我が国社債市場において、現在FA債を発行している一部の企業や、FA債であれば投資家が購入しない企業で、かつ、社債管理者設置債の発行が難しい企業などが、「社債管理人」設置債を発行できるようになれば良いのではないのか。
- ・ 発行会社としては、例えば、社債管理の必要性が低い企業がFA債を発行し、その必要性が高い企業が社債管理者設置債を発行できることを前提として、三者択一（FA債、社債管理者設置債又は「社債管理人」設置債）で、自由に社債の発行方法を選択できる議論であれば理解できる。
- ・ 「社債管理人」とFAの区分が不明確であり、結果として規制強化に繋がるのであれば、FA債を発行する企業としては、そのような事態は承知できない。したがって、本部会では、三者択一の発行市場について、法律上の議論を含めて、社債毎に枠組みを明確に区分して、議論を行っていただきたい。
- ・ 各部会でのこれまでの検討状況を取りまとめた「『社債市場の活性化に関する懇談会 部会』検討状況について」では、「『社債管理人』は、投資家のニーズと発行会社がその必要性を認めるときに、『社債管理人』が設置されることとし、『社債管理人』の設置基準を設け、強制設置とする必要はないのではないのか。会社法で設置が定められている社債管理者設置債以外の社債（FA債）は、市場参加者のニーズに合わせて、FA又は『社債管理人』が選択・設置されることが望ましいのではないのか。」とし、今後の検討の方向性として、「社債管理者、FAとの分担、『社債管理人』の活用」が示されている、今後、本部会では、とりわけ、この点について議論をお願いしたい。

- ・ 証券会社としては、会社法上、FA を廃止し、社債管理者と「社債管理人」の設置といった枠組みにする必要はないと考える。
- ・ 将来的に、低格付の企業によって「社債管理人」設置債が発行されるようになり、一方で、投資家においては、「社債管理人」設置債に対する安心感が高まってくれば、高格付の企業が発行する社債についても、「社債管理人」設置債の発行ニーズが高まるかもしれない。仮に、そのような市場環境となれば、自然とFA 債は淘汰されるかもしれない。
- ・ 過去に、初めてFA 債の発行が行われた際、「FA 債は購入しない。社債管理者設置債でなければ購入しない。」と宣言していた投資家が多く存在した。しかしながら、現在の我が国社債市場は、FA 債が多く発行されている状況であり、投資家においても、FA 債を買わざるを得ない状況になっている。
- ・ 今後、我が国社債市場は、平成 20 年 9 月のリーマン・ブラザーズ証券破綻時のように、再び、「FA 債は購入しない。社債管理者設置債でなければ購入しない。」といった環境となるかもしれない。したがって、我が国社債市場では、企業による社債の発行ニーズと投資家の社債を購入したいニーズとともに、中長期的又は短期的な市場環境に応じて、FA 債、若しくは「社債管理人」設置債が選択されていくのではないかと考える。
- ・ 三者択一（FA 債、社債管理者設置債及び「社債管理人」設置債）で自由に社債発行を選択できるよう、今後の我が国社債市場は、社債という商品の多様化を図る中で、多様な発行方法が存在する仕組みを構築するといった考えが良いのではないかと考える。
- ・ 発行会社から見れば、三者択一（FA 債、社債管理者設置債又は「社債管理人」設置債）の発行市場に関する議論を行う前に、どのような商品を投資家が望むのかについて、先ず検討が必要ではないかと考える。
- ・ 発行会社としては、証券会社において、今後、社債の商品性の違いによって、プライシングに格差が生じる仕組みを構築できるよう検討願いたい。
- ・ 機関投資家としては、従来から、FA 債の問題点（社債の付与されるコベンツのモニタリングが困難であること。）を感じていた。信用リスクの相対的に小さい企業といっても、リスクがゼロではないので、FA 債には問題が残るのではないかと考える。
- ・ 機関投資家としては、今後、FA 債が「社債管理人」設置債として発行されるようになり、将来的に、社債管理者設置債と「社債管理人」設置債の二者択一の発行市場になれば良いと考える。

#### (4) 報酬・手数料

- ・ 三者択一（FA 債、社債管理者設置債又は「社債管理人」設置債）の発行市場を構築する場合、現在、FA に対して支払う手数料が低く、社債管理者に対して支払う社債管理手数料が非常に高いということを前提にすれば、「社債管理人」に対して支払う社債管理手数料について、ある程度、高く設定しなければ、誰も「社債管理人」に就任しないのではないか。
- ・ 発行会社から、社債管理手数料が高いとの指摘があるが、社債管理者としては、業務内容から見れば、現行の手数料水準でも安いと考えている。社債管理手数料の議論は、社債管理者と発行会社の間で考え方が大きく相違していることから、完全に膠着状態であると言える。
- ・ 社債管理手数料が高いという議論の中でよく例示される欧州のトラスティーは、発行会社の内部情報を保有しておらず、業務に活用することもない。「社債管理人」は、基本的に欧州のトラスティーを参考として、その制度を考案したものと理解している。
- ・ 「社債管理人」のコストについては、まず社債がデフォルトした後の債権届出等の手続など求められている最少限の機能を整理するべき。「社債管理人」にモニタリングや報告の受領等の機能を持たせず、社債がデフォルトしたときの届出の準備だけであれば、年間数万円の手数料で足りる可能性もあり、それであればFA債対比その手数料が高いとは言われたいのではないか。仮に、「社債管理人」にモニタリングや報告受領等の機能が必要であれば、役務の提供量に応じて、関係者合意のもと手数料を高く設定すればよいと考える。
- ・ その際、資料の「Ⅱ. 『社債管理人』 1. 機能・位置付け（案）(1)」にある、「『社債管理人』は、社債要項に定める義務を怠った場合、社債権者に対して責任を負う。」と部分については、よく整理する必要がある。この責任の範囲が、社債管理者制度と同じであれば、現在社債管理者が抱えているものと同じ問題が社債管理人に生じ、手数料も高くなるし、そもそも就任する者が存在しなくなるのではないか。
- ・ 「Ⅱ. 『社債管理人』 2. 社債要項の考え方（案）〈財務上の特約（担保提供制限）〉  
1. 担保提供制限条項（1）」の「社債管理人」において、「本条項が適用される場合、発行会社は『社債管理人』に担保提供の報告を書面で受領する。『社債管理人』は報告を受領した旨を公表する。」とあるが、この「公表」が、公告といった方法に限定されるのであれば、非常にコストがかかるのではないか。
- ・ 社債管理者である銀行の経験に照らしても、「社債管理人」制度は、コスト面においても、社債のデフォルトした後に特化して仕組みとした方が合理的であるとする。

- ・ 米国でも、社債のデフォルト前では、トラスティーに対する報酬が少ないものの、一方で、社債のデフォルト後では、Chapter11（米国連邦破産法）に基づく、様々な活動を行わなければならないため、報酬体系が変更されるとのことであり、そうした仕組みに合理性があると言えるのではないか。
- ・ 米国トラスティーでは、社債がデフォルトした後のトラスティーの報酬体系は、ボンド・ホルダー・ミーティング（社債権者集会）が開催される際に、その報酬について、発行会社、若しくは投資家、どちらが負担することになるのかなどについて、実務慣行として、事前に決定するとのことである。

#### (5) 「社債管理人」の設置時期

- ・ 「社債管理人」は、必ずしも、社債発行時に設置する必要がなく、いつでも設置できるようにすれば良いのではないか。例えば、ある企業がFA債を発行後、その企業の格付が格下げになったため、「社債管理人」を設置する方法も考えられるのではないか。
- ・ 高格付の発行会社においては、「社債管理人」について、社債発行時の強制設置ではなく、いつでも設置できる制度とするのであれば、規制強化につながるといった不安から解消されるのではないか。
- ・ 社債の発行後、「社債管理人」を設置する方法もあり得るが、どのようなタイミングで、「社債管理人」を設置し、また、どのような者を選定すれば良いのか。実務的には、社債の発行後に、「社債管理人」を設置することは困難ではないか。
- ・ 「社債管理人」は、発行会社の代理人ではなく、社債権者の代理人であるため、本来であれば、「社債管理人」を選定する者は、発行会社ではなく、社債権者とすべきである。しかしながら、発行されている社債は無記名であるため、発行会社は、社債権者に対して、どのような者を「社債管理人」とすれば良いのか、相談することができない。このような現状の実務を踏まえれば、発行会社の有事に備えて、社債の発行時に「社債管理人」を設置しておいた方が良いのではないか。
- ・ 「社債管理人」がデフォルトしたときの債権届出等に特化した役割・業務であれば、「社債管理人」の管理手数料は相当割安となり、発行会社のコスト負担も大きくないのではないかと意見もあり、そうであれば、「社債管理人」は、社債の発行時に設置した方が良いのではないか。

- ・ 基本的な議論の対象は機関投資家向けに募集される社債となっているが、個人向けの社債や私募債のケースにおける社債管理を想定し検討が行わなければならないのではないかと。会社法は、公募・私募を問わず、規定の対象となっているため、その点を踏まえたうえで、「社債管理人」制度の議論を深める必要があるのではないかと。

### 3. 社債管理者制度の見直し

- ・ 現在の社債管理者制度は、市場参加者にとって望まれる機能を必ずしも発揮できていないため、我が国社債市場では、社債管理者設置債の発行が阻害されているのではないかと。本委員会では、「社債管理人」制度の議論と切り離し、社債管理者の平時における役割等を見直す必要がないのかどうか、議論が必要ではないかと。
- ・ 機関投資家向け社債では、社債管理者設置債が発行されるケースがほとんどない。本当に社債管理者を必要としないのか、コスト以外の要因があるのかどうか検証する必要があるのではないかと。
- ・ 銀行では、社債の発行会社との間で、通常の融資取引に伴い、法人（融資）関係情報を保有している。社債管理者である銀行は、その情報を活用した社債管理が期待されているが、利益相反の問題等制度設計された時と環境が大きく変わっているため見直しが必要。
- ・ 現在、多くの社債で社債管理者に就任している業態である銀行としては、会社法の改正を行うのであれば、社債管理人制度の創設とともに、社債管理者制度の見直しを強く要望する。

## 2. 次回会合

第7回会合を4月15日（金）に開催する。

（配付資料）

「社債管理人（仮称）」の役割・機能の検討について

以 上