

「第7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4月15日（金）午前10時～正午

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』制度（仮称）」について

事務局及び桃尾・松尾・難波法律事務所 難波委員から、「『社債管理人』制度（仮称）」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】

I. 「社債管理人（仮称）」の役割・業務について

1. 基本的な役割・業務

(1) 社債のデフォルトの確認

- ・ 1. 基本的な役割・業務、(1) 社債のデフォルトの確認について、「社債管理人」による裁量権の余地を少なくするために、「社債管理人」においては、社債権者（投資家）から社債がデフォルトしている旨の指摘を受けた場合にのみ、確認を行うこととしておくほうが良いのではないか。
- ・ 事務局では、「社債管理人」に裁量権を与えないために、発行会社の開示情報に基づき、社債要項に定める事由（期限の利益の喪失事由）の有無について、機械的に確認を行う仕組みと整理した。
- ・ 会社更生法の申請などであれば、社債のデフォルトの事実は明白であるが、例えば、複雑なコベナンツが社債に付与されているような場合には、社債権者や「社債管理人」によるコベナンツへの抵触状況の確認は困難ではないのか。
- ・ 社債権者から「社債管理人」に対して、コベナンツへの抵触状況の確認を求められた場合には、「社債管理人」の業務負担が非常に重くなると思われる。
- ・ 例えば、コベナンツへの抵触状況の確認は、オプションと位置付けて、社債権者が「社債管理人」にその確認を委ねることを望むのであれば、その確認を「社債管理人」に委ねることとすれば良いのではないか。基本的には、コベナンツへの抵触状況の確認については、「社

債管理人」の義務とする必要はないのではないか。

- ・ 「社債管理人」制度は、社債権者が発行会社にコベンツの抵触状況を確認した際に、コベンツに抵触したことが発覚すれば、社債をデフォルトにする運用とするのか。それとも、「社債管理人」制度は、社債権者は発行会社にコベンツの抵触状況は確認できないこととし、仮に、コベンツに抵触していたとしても、発行会社による当該事実の情報開示が行われるまで、社債がデフォルトとならない運用とするのか。
- ・ 「社債管理人」によるコベンツへの抵触状況の確認方法として、発行会社において、特定の基準日現在でのコベンツへの抵触状況を開示・公表し、「社債管理人」は、その公表内容に基づいて、必要に応じて、社債がデフォルトしたことを確認・宣言する方法があるのではないか。

(2) 債権の届出

- ・ 1. 基本的な役割・業務、(2) 債権の届出の「法的な検討課題」において、「法律の根拠なしに債権の届出を行うことは、弁護士法第 72 条の問題をクリアする必要がある。」との指摘があるが、弁護士法第 72 条は、非常に広範囲な規定となっているものの、同条ただし書において、「この法律又は他の法律に別段の定めがある場合は、この限りでない。」と規定されている。一方で、民法第 103 条（権限の定めのない代理人の権限）では、「権限の定めのない代理人は保存行為（財産の価値を現状のまま維持する行為。）をすることができる。」と明示されており、また、民事再生法第 94 条に関して、コンメンタールには、「債権届出について、代理人は、弁護士であることを有しない。」という解釈が示されている。したがって、現状、弁護士以外の者によって広く債権届出が行われている実務を踏まえて、特段、法律の手当を行わなくとも、「社債管理人」が債権の届出を行うことができると判断している。
- ・ 会社法第 708 条（社債管理者等の行為の方式）では、社債管理者が社債権者全員をグループとして代理することについて認められているが、社債管理者や「社債管理人」において、債権届出を行うために、個別の社債権者を識別・確認することが実務的に可能であるのか。証券保管振替機構（ほふり）では、事務処理上、この作業について対応できるのか。
- ・ 事務局では、社債管理者と同様に、「社債管理人」は、債権の届出に当たっては、個別の社債権者を識別・確認することなく、総社債権者のために債権の総額（＝社債の現存額総額）を届出するという整理としている。

- ・ 「社債管理人」制度において、仮に債権の届出を行う前に、すべての社債権者を確認しなければならないとした場合、実務では、円滑に機能しないのではないかと。
- ・ これまでの本部会の議論では、債権の届出に当たって、個別の社債権者を特定するのではなく、すべての社債権者のために債権の総額の届出を行う簡単なイメージを想定しているのではないかと。
- ・ 遅くとも、デフォルトした社債の回収率が決定し、各社債権者に対して、実際に分配する段階までには、社債権者の特定が必要になるだろう。
- ・ 社債管理者では、例えば社債権者集会を開催するのであれば、その開催の趣旨等を的確に社債権者へ伝達したうえで、参加していただきたいと考えているが、一般債振替制度では、確実に、すべての社債権者や社債の保有状況を把握することができない仕組みである。
- ・ 一般債振替制度において、社債権者を把握できる者は、その社債権者が口座を開設している証券会社（口座管理機関）のみである。現在、ほふりでは、社債権者集会関連情報の通知等を行う際の標準的な事務手順として、「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）」（以下「社債権者集会ガイドライン」という。）が策定されている。
- ・ 社債権者集会ガイドラインを策定した際の議論では、口座管理機関に対して、社債権者に社債権者集会に関連する情報を通知することを義務付けることができるか否かが大きな論点となったが、その義務付けが「社債、株式等の振替に関する法律」（以下「振替法」という。）に定める口座管理機関の業務ではないことから、ほふりの規則ではなく、ガイドラインといった位置付けとなった。
- ・ 社債権者集会ガイドラインは、口座管理機関に対し、社債権者の情報の提供を求めるものではなく、例えば、デフォルト社債の管財人等の招集者からの依頼を受け、ほふりを通じて口座管理機関の協力の下、社債権者集会の開催通知等を連絡・通知するという仕組みになっている。
- ・ 過去の社債権者集会を開催した事例では、社債権者集会ガイドラインに基づき、発行会社から、ほふり、口座管理機関を通じて社債権者に連絡を行い、その連絡書類の中に「社債権者集会に向けて情報を必要とする社債権者は、連絡先を教えて欲しい。」旨を明記した。その結果、相当数の社債権者から連絡があり、大半の社債権者を把握することができた。
- ・ 口座管理機関では、社債の銘柄ごとに口座開設者の名称やその保有額などのデータを保管しているため、ほふりレベルでは、株式の総株主通知の仕組みと同様に、そのデータを統合

することが技術的に可能ではないのか。しかしながら、そのデータを統合する上では、次の問題点が考えられる。

- ① 総株主通知と同様の手続で、すべての社債権者の保有状況を把握するためには、振替法上の根拠が必要となるのではないか。
- ② 口座開設者を、真の社債権者として扱っても良いのか。例えば、カストディアンを社債権者と取り扱っても差し支えないか。また、相続が発生しているものの名義が被相続人のままとされているような場合は、どのように取り扱うのか。
- ③ ほふりと口座管理機関に相当なコスト負担が生じるのではないか。

- ・ 社債管理者によって債権の届出を行う場合、社債管理者は、各社債権者を特定することなく、全体の債権（債権の総額）の届出を行うことができる。一方、「社債管理人」は、法律の規定がなければ、単なる社債権者の代理人であり、各社債権者を顕名（本人の代理で行っていることを相手に対して明らかにすること。）のうえ、債権の届出を行わざるを得ないのではないかといった問題が指摘されている。
- ・ 商法第 504 条（商行為の代理）では、「商行為の代理人が本人のためにすることを示さないでこれをした場合であっても、その行為は、本人に対してその効力を生ずる。ただし、相手方が、代理人が本人のためにすることを知らなかったときは、代理人に対して履行の請求をすることを妨げない。」と規定されている。したがって、商法第 504 条によれば、商行為について顕名不要と解釈できる。そこで、銀行等の会社が営業として「社債管理人」業務を行う場合、当該「社債管理人」による債権の届出は、附属的商行為（商法第 503 条第 1 項）として、顕明不要という解釈が考えられる。もっとも、債権届出が特殊な「訴訟行為」と解されていることから、商法第 504 条が適用されるかという問題がある。
- ・ 例えば、弁護士が「社債管理人」に就任し債権の届出を行う場合には、商法第 504 条の商行為としてはみなせないのではないか。
- ・ 弁護士については、検討の必要がある。
- ・ 仮に「社債管理人」が債権の届出を行うことについて、弁護士法第 72 条の問題をクリアしたとしても、本部会においては、「社債管理人」制度が任意代理の枠組みで実務的にきちんとワークするのか、とくに異議がだされたりした場合に、結局のところ弁護士法第 72 条との抵触が生ずることになりそうであるから、会社更生・民事再生手続全体を見渡して、十

分に検討を行う必要があるのではないか。

(3) 債権者集会における再生計画又は更生計画の議決権行使

- ・ 3. 社債のデフォルト後の業務、(3) 再生計画又は更生計画の議決権行使の「概要・検討事項」において、「①『社債管理人』は、社債権者集会を招集し、再生計画等の議決権を行使する。②『社債管理人』は、予め、社債要項に定められた方法（一律賛成、一律棄権）により再生計画等の議決権を行使する。③『社債管理人』は、議決権を行使せず、各社債権者に委ねる。」とあるが、②のように、「社債管理人」の議決権の行使方法を、一律賛成若しくは一律棄権と決めてよいのであれば、確かに「社債管理人」は、その業務を機械的に処理しやすくなるだろう。しかし、機関投資家においては、受託者責任の観点に照らして、債権者集会の再生計画又は更生計画の議決権行使について、社債要項に一律賛成若しくは一律棄権と定められた社債を投資対象とすることができるのか。
- ・ 機関投資家の立場で言えば、予め、債権者集会の再生計画又は更生計画の議決権行使について、社債要項に一律賛成若しくは一律棄権と定められた社債を投資対象とすることはできないのではないか。
- ・ 債権者集会の再生計画又は更生計画の議決権行使について、一律賛成若しくは一律棄権と定められた社債要項は、そもそも、委任契約の内容として有効であるのか、場合によってはそのような条項の効力が一部否定されるおそれがないのかも含め、検討が必要ではないか。
- ・ 「社債管理人」の機能、役割について、2点確認させていただきたい。
- ・ 社債管理者の場合の実務では、社債管理者が自己の名義で社債総額について債権届出を行うとともに、債権者集会においても、社債権者集会決議を踏まえて、自己の名義で議決権を行使しているが、「社債管理人」の場合はどうなるのか。債権届出は「社債管理人」の名義で可能だが、債権者集会での議決権行使等については、個別社債権者の代理人として対応する必要があるのか。
- ・ また、「社債管理人」が社債総額について一括して債権届出を行うことを前提とした場合、投資家にとって、その後の債権者集会での議決権行使等についても「社債管理人」に委ねるニーズはあるのか。
- ・ 米国社債市場では、債権者集会の再生計画又は更生計画で社債権者が議決権を行使すると

き、受託者又は社債権者が、具体的にどのような方法で、誰の名前で議決権を行使しているのか。

- ・ 米国社債市場における債権者集会の再生計画又は更生計画の議決権が行使される実務は、案件によって、ケースバイケースの対応である。例えば、債権者集会によって、何らかの決定があった場合は、その決定事項について、一律的に、誰が対応しなければならないといった義務は課せられていない。
- ・ 会社法第734条（社債権者集会の決議の効力）第2項には、社債権者集会の決議はすべての社債権者に対して効力を有すると定められているため、社債権者集会で決議が採択されれば、その決議に反対する社債権者も、その決議に拘束されるため、債権者集会においてこれに反する議決権の行使をすることはできないのではないか。そのような議決権の行使は、会社法違反となるのではないか。
- ・ 判例法理（法律により明文化されていないものの、法律の解釈について裁判で明らかにされ、同じような判例が積み重ねられることにより、一つの法理として確立されたもの。）によれば、社債権者の個別的権利行使は認められている。ただし、社債権者集会の決議が行われている場合は、債権者集会において、社債権者の個別的権利行使が拘束されることになる。
- ・ 3. 社債のデフォルト後の業務、(3) 再生計画又は更生計画の議決権行使の「③『社債管理人』は、議決権を行使せず、各社債権者に委ねる。」の「法的な検討課題」において、「各社債権者が議決権を行使しない場合、債権届出が行われていることから、『棄権』票とみなされ、再生計画又は更生計画が成立しない場合がある。なお、民事再生法第169条の2及び会社更生法第190条は、社債管理者設置債について特例を設けているところ、法改正により『社債管理人』についても、同様の特例を適用することによって、かかる不都合を解消することが考えられる。」とあるが、債権者集会において、社債権者集会の決議と異なる議決権行使が行われないのであれば、民事再生法や会社更生法の手当を行わなくても良いのではないか。
- ・ この(3) 再生計画又は更生計画の議決権行使の「概要・検討事項」において、「①『社債管理人』は、社債権者集会を招集し、再生計画等の議決権を行使する。②『社債管理人』は、予め、社債要項に定められた方法（一律賛成、一律棄権）により再生計画等の議決権を行使する。③『社債管理人』は、議決権を行使せず、各社債権者に委ねる。」とあるが、

①の場合は、「社債管理人」に社債権者集会の招集権を与えなければならないため、会社法の改正が必要である。また、②の場合には、一律棄権であれば再生計画等の可決が難しくなるという問題が生じる可能性があるし、一律賛成であれば、社債権者に不利な計画案に対しても賛成しなければならないのかという問題が生じる。③の場合は、社債権者が棄権することにより、再生計画等の可決が難しくなるという問題が生じる可能性がある。

- ・ 「社債管理人」については、社債権者のニーズに合わせて利益相反の問題を排除し、コストの軽減等を図るため裁量権を極力与えないことを前提とすれば、何かを決定する場合には、裁量権を持たない「社債管理人」としては、社債権者集会を開催して、社債権者の意向を確認しなければならないのではないか。社債権者集会が開催されるのであれば、社債権者集会の決議には拘束力があるので、債権者集会での議決権行使の一体性について、危惧する必要はないのではないか。「社債管理人」は、総社債権者のために債権の総額につき届出を行うのであれば、その届出の後も、社債権者のサポートを行う必要があるのではないか。
- ・ 社債権者集会の招集について、発行会社との契約により、「社債管理人」から発行会社に対して請求があれば社債権者集会を招集すべきことを発行会社に義務付けるという方法もあり得るが、社債がデフォルトした場合、発行会社は資力も事務処理能力も失って社債権者集会を招集することが困難になっている恐れがある。過去の事例から見れば、社債権者がイニシアティブを取って、社債権者集会を開催したことはないようであるが、デフォルトに陥った発行会社をあてにするよりは、社債権者側がイニシアティブを取って、社債権者集会を招集するのが筋ではないか。
- ・ 社債管理者設置債がデフォルトした場合は、社債管理者によって債権の届出が行われた後、管財人から、再生計画案又は更生計画案が示されることになる。このような状況下、社債管理者は、社債権者集会を開催のうえ、社債権者の意向を確認しなければ、再生計画案又は更生計画案への賛否について意見を表明することができない。
- ・ 過去の事例では、転換社債において、定足数を満たすことができず、社債権者集会が流会となったケースがあった。社債管理者は債権の届出を行っているため、再生計画案又は更生計画案への賛否を求められるにもかかわらず、意思表示ができないことから、このような社債の残存が多い場合、計画の成立そのものに影響を与える深刻な問題であると言える。
- ・ 3. 社債のデフォルト後の業務、(3) 再生計画又は更生計画の議決権行使の「概要・検討事項」において、「③ 『社債管理人』は、議決権を行使せず、各社債権者に委ねる。」

とあるが、現行の FA 債の手続と同様に、個別に債権届出を行った社債権者が再生計画案又は更生計画案の母集団に参加して賛否を表明する手続は設けておいた方が良いのではないか。一方で、再生計画案又は更生計画案への意思表示について検討を行っていない社債権者は、再生計画案又は更生計画案の成立を阻害しない、言い換えれば、その母集団に参加しない仕組みを構築すれば、計画の成立のスピードアップに資するのではないか。

- ・ 社債権者が再生計画案又は更生計画案の母集団に参加しない仕組みを構築することは、民事再生法や会社更生法において、何らかの規定がなければ困難ではないか。社債管理者がついている場合には、民事再生法や会社更生法において、特別の規定がある。社債がデフォルトした後、「社債管理人」は、総社債権者のために債権の総額につき届出を行っているため、既に、総社債権者は再生計画案又は更生計画案の母集団に参加していると理解されることから、その母集団に参加しない整理とするのであれば、民事再生法や会社更生法の改正が必要ではないか。
- ・ 会社法の観点から言えば、社債管理者不設置債の場合は、個別の社債権者が単独で行動するのではなく、社債権者が集まって決定した方が社債権者全体にとって利益につながり、抜け駆けは許さないという考え方をとっていると考えられる。その考え方から言えば、債権者集会において、(3) の②の「『社債管理人』が議決権を行使せず各社債権者に委ねる方法」は、会社法における社債権者保護の考え方からすると、少し異なる対応と言えるのではないか。
- ・ 「社債管理人」制度においては、社債権者から「社債管理人」へ社債権者の意見を集約して欲しい旨の要請があれば、「社債管理人」が社債権者の意見を聞いても良いのではないか。
- ・ 社債がデフォルトした後、債権者集会での再生計画案又は更生計画案に係る議決権行使は、非常に重要な論点であるので、さらに実務的なフィージビリティも含め検討する必要がある。
- ・ 「社債管理人」制度について、債権の届出に限定して、その業務を行うのであれば、社債権者を保護するうえで十分な対応ではないと考えていたが、むしろ、債権の届出に限定した業務の方が良いのか。
- ・ 最近 1～2 年で社債がデフォルトした事例（すべて FA 債）では、そのデフォルト直後が最も混乱する時期であった。その混乱後、各社債権者においては、管財人から、必要な情報

を取得して債権の届出を行うとともに、再生計画案又は更生計画案への賛否について、自らの意思で表明している。少なくとも、過去の事例では、例えば、FA 債の社債権者が集まって、総額 100 億円について集団で行動したいといった意見は少ないのではないか。

- ・ 「社債管理人」の議論を進めるためには、投資家ニーズの確認が必要と考える。債権届出のみを行い、議決権行使を行わないということは、投資家にとっては現行の破綻法制の想定する名義変更手続（社債管理者→個別社債権者）が必要となり、自ら債権届出を行うことと同種の負担が生じるという面もあろう。
- ・ 例えば、ここ 1～2 年の社債のデフォルト事例のように非常に限られた機関投資家が投資した社債発行額 100 億円程度の案件と、発行規模が大きく機関投資家や個人投資家が投資した社債の案件を比較した場合には、債権届出における失権のリスク等が異なるため、「社債管理人」制度に対する投資家のニーズは異なるのではないか。
- ・ 本部会では、我が国社債市場の活性化を図るために議論を行っているため、現状と比較して、基本的に投資家層を拡大させなければ、その活性化を図ることはできない。したがって、現状の我が国社債市場を前提として議論を行うことは、少し弱いのではないか。

(4) 「社債権者集会」の招集

- ・ 「社債管理人」制度では、法律上、招集者と規定するのではなく、社債要項に規定することによって、社債権者が要請した場合に「社債管理人」が社債権者集会の開催において実質的・実務的に社債権者の招集に携わるといった仕組みを考えることはできないのか。少額の社債権者は自ら社債権者集会を招集することができないため、「社債管理人」が「取りまとめ」的な役割を果たせると良いと思う。
- ・ 会社法第 718 条（社債権者による招集の請求）第 1 項では、「ある種類の社債の総額（償還済みの額を除く。）の 10 の 1 以上に当たる社債を有する社債権者は、社債発行会社又は社債管理者に対し、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、同条第 3 項では、「次に掲げる場合には、第 1 項の規定による請求をした社債権者は、裁判所の許可を得て、社債権者集会を招集することができる。」と規定されている。
- ・ 法的な立場では、「社債管理人」が社債権者集会を開催するための手続を支援すること自

体は、特段、問題はないと考えるが、この会社法の規定を踏まえると、「社債管理人」は、法的な根拠がなく、社債権者集会を自ら招集することは困難であるとする。

- ・ 社債権者は、匿名性が非常に高く、共同で行動することは困難な状況である。したがって、会社法上の制度は存在しても、ある種類の社債の総額（償還済みの額を除く。）の10分の1以上に当たる社債を有する社債権者の議決権を集約して、社債権者集会の開催を請求することは、現状の下では困難ではないか。せつかく「社債管理人」を置くのであれば、招集請求に向けた社債権者のアクションを何らかの形でサポートすることで、この制度を利用可能なものにできないか、と思う。このような観点から、現行法の枠内で何らかの対応は可能であろうか。
- ・ 会社法第718条（社債権者による招集の請求）に規定する社債権者集会を開催するに当たって、「社債管理人」としてどのような援助ができるのか、どのような援助をすべきかといった観点の検討は従来行われていなかった。「社債管理人」として、社債権者集会が招集される必要があると判断した場合において、例えば、「社債管理人」が、すべての社債権者に対して、何らかの通知や連絡を行い、ある種類の社債の総額（償還済みの額を除く。）の10分の1以上に当たる社債を有する社債権者の意向を確認した上で、社債権者による招集手続を支援する等、支援の具体的な内容についても、更に検討を行ってみたい。
- ・ 社債権者集会の開催に当たって、「社債管理人」がイニシアティブを取ることは、可能な限り「社債管理人」の裁量権を削減するという考え方と相反することも考えられる。社債権者が社債権者集会の開催を求めたい場合に、「社債管理人」を通じて、他の社債権者に対して、その開催の意向を呼びかける方式についても可能であるか否か、検討を行ってはどうか。
- ・ 過去の事例では、社債権者がイニシアティブを取って、社債権者集会が開催されたことはないのではないか。「社債管理人」制度においても、社債管理者のように、「社債管理人」から社債権者に対して、何らかの通知を発信するなど、社債権者の意向を聞くことは可能ではないか。
- ・ 社債権者集会の招集は、物理的に大変であり、裁判所の許可が必要となるなど、非常にコストがかかるものである。特に、小口の投資家においては、社債権者集会を招集する事務作業を行う機関が存在すれば、非常に意味があるといえるのではないか。

(5) 米国における社債のトラスティの債権者集会の議決権の行使や社債権者集会の取扱い

- ・ 米国の社債のトラスティ (Trustee) (以下「トラスティ」という。) 制度の下では、社債がデフォルトした後、債権者集会の議決権の行使や社債権者集会の取扱いについて、どのような実務が行われているのか。
- ・ トラスティは、社債のデフォルトの認定について、大前提として受動的な認定である。トラスティは、発行会社から、Non default Certificate (社債がデフォルトではない証明書) を受領しているため、信託契約にモニタリングの方法や時期等が記載されてある場合を除き、発行会社に対して、能動的なモニタリングを行っていない。
- ・ トラスティは、Fiduciary duty (受託者が受益者のみの利益を図らなければならない義務) が課せられており、社債権者のために行動を起こす必要がある。しかしながら、トラスティは、信託契約に記載された内容を前提として行動しており、それ以外の行動を起こすことが許されていない。例えば、社債のデフォルトの認定においても、トラスティは、何らかの裁量権を有しているわけではない。
- ・ トラスティは、社債のデフォルトの事実が認められた場合、すべての社債権者に対して、通知を行うことが義務付けられている。米国社債市場では、DTCC (depository trust & clearing corporation) を活用し、一方で欧州社債市場では、ユーロクリアやクリアストリームを活用して、その通知を行っている。なお、この社債権者に対する通知の根拠については調査し、報告することとしたい。
- ・ 社債のデフォルト後のトラスティは、すべての社債権者に対して、社債がデフォルトした事実を通知した後、トラスティ自身で何らかの決定を行って、能動的に動くことが殆どない。社債権者集会を開催する場合は、発行会社からの要請に基づくケース、若しくは社債を大量に保有している社債権者がトラスティと連絡を取って、社債権者集会の開催の是非を協議するケースがあり、多くの過去の事例では、社債を大量に保有する者と協議するケースである。なお、このケースにおいても、トラスティが能動的に動くことはない。
- ・ Non default Certificate は、発行会社からトラスティへ定期的に送付されるのか。一方で、社債がデフォルトした場合は、発行会社からトラスティへ社債がデフォルトした旨何らかの通知が届くとともに、発行会社によって、開示が行われるのか。
- ・ Non default Certificate は、発行会社からトラスティへ定期的に送付されている。そもそも、Non default Certificate がトラスティに届かなかった時点で、その社債はデフ

ォルトの状態であると言える。

- ・ 米国におけるトラスティーは、社債のデフォルト前後によって、その責任が大きく異なる。社債のデフォルト前のトラスティーの職務は、信託証書に具体的に記載された形式的な事柄に限られており、アクティブなモニタリングも行わず、積極的にデフォルトを確認することもなく、極めて受動的である。このことから、デフォルト前において、利益相反の存在（例えばトラスティーがレンダーでもあること）は、トラスティーの欠格要件とはされていない。
- ・ 1990年に1940年信託証書法が改正される際、トラスティーは、社債のデフォルト前にも積極的な役割を果たさなければ、社債権者を十分に保護することができないのではないかとの意見もあった。しかし、トラスティーが積極的な役割を果たす前提として利益相反の存在を認めるわけにはいかないとの考え方から、かかる意見を実現するためには利益相反の問題とセットで解決する必要があった。当時は、発行会社に対するレンダーを兼ねるトラスティーが有力な地位を占めていたこともあり、すくなくとも社債のデフォルト前には利益相反の存在を容認せざるを得なかったため、デフォルト前のトラスティーの職務は、上述のように信託証書に具体的に記載された形式的な事柄に限られるものとされ、そのまま今日に至っている。
- ・ 1990年から20年経過した現在の米国社債市場では、トラスティーの専門化が進み、積極的に貸付を行っている銀行は、トラスティー業務から撤退するようになった。このような背景のもと、トラスティーは、社債のデフォルト前にも、より積極的な役割を果たすべきであるという意見は現在でもある。
- ・ 他方、社債のデフォルト後のトラスティーは、利益相反の問題がない（デフォルト後は利益相反は欠格事由となるため、利益相反のあるトラスティーは辞任し利益相反のないトラスティーが就任することになっている）ことから、トラスティーは、裁量的な活動を含め社債権者保護のための広い職務を行う権限を有している。
- ・ しかしながら、実際問題としては、米国は訴訟社会であり、かつ、トラスティーは潤沢な資金を有する銀行であるため、社債権者が、発行会社から回収できない資金をトラスティーから回収しようと考え、トラスティーの裁量権の行使の不適切をあげつらうリスクがあり、このことから、トラスティーによる裁量的な活動は萎縮してしまう傾向にあると言われている。そこで、法律上・信託証書上は広い権限を与えられているものの、実際問題として、トラスティーは、社債権者の意見を聞きながら、その意見に従って受動的に行動する傾向にあると言われている。社債権者の保護の観点から、かかる在り方についての批判もあり、これ

を回避するために、トラスティーによる裁量権の行使の合理性について一定の範囲で事後的にこれを問題としないというような法的枠組み（例えば経営判断の原則のようなもの）が必要ではないかとの意見もある。

- ・ 我が国社債市場では、社債管理者に対して、積極的に行動することが要求されているが、社債管理者である銀行において利益相反の問題を抱えているため、社債管理者制度は適切に機能していないのではないか。一方、現在の米国社債市場では、社債のデフォルト前において、トラスティーの利益相反の問題を解決してトラスティーの機能を強化せよとの議論や、社債のデフォルト後において、トラスティーによる裁量権の行使を容易にしその実効性を高めよなどの議論が存在する状況である。
- ・ 社債のデフォルト後のトラスティーは、社債権者集会を開催して、社債権者の意見を確認しているのか。それとも、大口の社債権者に対して、個別に意見を確認しているのか。
- ・ トラスティーは、社債権者の意見を確認するにあたって、社債権者集会ではなく、一定割合の社債権者の同意を得たうえで、その意見を確認して行動することがむしろ一般的である。
- ・ トラスティーは、信託契約に基づき、受動的に対応するものの、コストの面を踏まえながら、社債権者から要請された内容に合意できる場合、柔軟な対応を行うこともある。

Ⅱ. 「社債管理人」の選任及び地位等について

(1) 選任時期

- ・ 2. 選任時期について、「(1) 社債発行時に選任する。(2) 一定の条件の下、期中に選任する（例えば、格付の低下などの一定の要件に該当した場合に選任する）。」とあるが、社債発行時に社債管理者が選任される場合と、一定の条件の下、期中に「社債管理人」が選任される場合とでは、投資家においては、投資判断上、どのような影響を与えるのか。
- ・ 会社法第 702 条（社債管理者の設置）では、社債管理者は社債発行当初から設置されなければならない前提であるため、「社債管理人」の選任時期は、社債管理者制度との関係で、非常に重要な論点である。
- ・ 社債発行時から「社債管理人」が設置されない場合は、社債管理者制度と競合することがなく、一方で、社債発行時から「社債管理人」が設置される場合は、社債管理者制度と競合

することもあり得る。

- ・ 発行会社の立場から見れば、一定の条件の下、「社債管理人」が期中に選任された場合は、当該一定の条件が解消されれば、「社債管理人」を辞任させても良いのではないかと
いった意見もあるのではないか。また、「一定の条件」については、事前に業界慣行を置
くことが非常に困難と思われる。「一定の条件」としてわかりやすいのは格付であるが、
同格付であっても業種・セクターによって投資家の評価は異なるため、設定が難しい。
- ・ 社債発行時に「社債管理人」を選任しない場合は、社債の発行要項に、個別にその取扱い・
一定の条件を定めるとともに、その一定の条件が解消されれば、どのような取扱いとなるの
かなどを定めておかなければならないのではないか。
- ・ 期中での「社債管理人」の選任について、例えば、格付が低下した場合には、社債がデフ
ォルトするまでの時間が非常に短いケースも有り得るため、機関投資家としては、社債発行
時から「社債管理人」が選任されている方が良いと考える。
- ・ もし、期中に「社債管理人」が選任されるとすれば、どのような手続が想定されるか。
- ・ 社債要項において、例えば、「格付が低下した場合は、『社債管理人』が選任される。」
といった規定が考えられる。したがって、投資家は、社債を購入する段階で、社債発行時か
ら「社債管理人」が設置されているケースと同様に、将来的に「社債管理人」が選任される
ことがあり得ることは想定できるのではないか。
- ・ 社債発行時に「社債管理人」を選任せず、社債発行後、一定の条件に抵触したときに「社
債管理人」が選任される場合には、社債要項において、「社債管理人」の就任予定者、例え
ば、特定の弁護士の氏名などが記載されるのか。つまり、一定の条件に抵触した後、「社債
管理人」に就任する者を探すのではなく、予め、一定の条件に抵触したときに、誰が「社債
管理人」に就任するのかを決めておくのか。
- ・ 期中に「社債管理人」が選任される場合は、社債発行時から、一定の条件になれば、「社
債管理人」に選任される者が決定しているケース（具体的な候補者も決定済）と、一定の条
件になった後、「社債管理人」に選任される者を探して決定するケースが有り得るのではな
いか。
- ・ 事務局では、社債要項に、期中での「社債管理人」の選任やその選任方法を定めることに

については、4. 資格（担い手）の（2）資格喪失時の対応・後任の選任の「法的な検討課題」にあるように、法律の根拠がない場合、第三者のためにする契約といった構成におけるこのような選任の有効性につき確認する必要があると考えている。

- ・ 発行会社には、社債発行時から「社債管理人」を設置するコストを負いたくないというニーズがあり、機関投資家からは、「社債発行時から『社債管理人』が選任されている方が良いと考える。」といった意見があった。現実的な問題としては、社債発行後の一定の条件の下、期中に「社債管理人」を選任できるのかどうか不透明であるため、証券会社としては、社債発行時から、「社債管理人」を選任した方が良いと考える。
- ・ III. 「社債管理人」の設置の「概要・検討事項」において、「『社債管理人』は、社債管理者設置債以外の社債（FA 債）について、発行会社、社債権者のニーズに合わせて、選択・設置する（任意設置）。」とあるが、「社債管理人」は任意設置であるものの、予め、社債要項において、社債のデフォルト後に「社債管理人」に就任する者を指定する仕組みであれば、「社債管理人」制度は、機能するのではないか。一方で、期中に「社債管理人」を選任する仕組み、言い換えれば、社債要項において、期中に新たに「社債管理人」を指定する・探す仕組みでは、その選任が難しいため、「社債管理人」制度は、機能しないのではないか。
- ・ 社債発行時から「社債管理人」を設置しない場合は、予め、社債要項において、社債のデフォルト後に就任予定の「社債管理人」を明記することが、一番望ましい姿と言えるのではないか。今後発行される FA 債は、償還までにデフォルトの蓋然性がまったくないと思われるものを除いて、社債発行時に「社債管理人」の選任ないし就任予定者の指名を義務付けておくべきではないか。仮に、選任・指名のいずれもない状況で当該社債がデフォルトとなった場合には、発行体及び引受証券に対し、投資家が不作為に基づく損害賠償請求を可能にするといった仕組みを導入することによって、「社債管理人」の設置を促進できるのではなかろうか。

(2) 資格（担い手）

- ・ 「社債管理人」に就任する者は、その就任できる範囲を広げておいた方が良いのではないか。現在、社債管理者に就任している銀行においては、社債管理者業務に消極的であることから、広い範囲の者が「社債管理人」に就任できなければ、「社債管理人」制度は、実用的なものとならないのではないか。

2. 次回会合

第8回会合を6月10日（金）に開催する。

（配付資料）

- ・ 「『社債管理人』制度（仮称）」について（案）【整理・検討メモ】

以 上