

「第8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6月10日（金）午後1時～3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. 社債管理の多様化について

事務局から、社債管理の多様化について、次のとおり、配付資料に基づき報告・説明があった。

【報告・説明】

- ・ 事務局において、現在の社債管理者の設置状況及び社債市場の活性化に関する懇談会 第2部会（以下「第2部会」という。）及び第3部会（以下「本部会」という。）の検討状況等について、配付資料「社債管理の多様化について（整理メモ）」に整理した。
- ・ 現在の我が国社債市場では、主に個人投資家向けの社債に、社債のデフォルト前後の社債管理を担う社債管理者が置かれ、総発行銘柄数の約20%を占めている。一方、残りの約80%は、主に機関投資家向けに、財務代理人（以下「FA」という。）が置かれ、社債管理者不設置債として発行されている。
- ・ 第2部会では、コベナンツ等の情報開示、具体的には、社債が他の債務に劣後する状況について、投資家保護の観点から必要な情報の開示を促すため、有価証券報告書、臨時報告書による開示について開示ガイドライン・事例案のタタキ台が示され、検討が行われている。
- ・ FA債では、投資家自身において、発行会社の財務内容やコベナンツの遵守状況のモニタリングが行われる。一方、社債管理者設置債では、社債管理者により、債権の保全行為として、発行会社の財務内容やコベナンツの遵守状況のモニタリングが行われるとともに、社債のデフォルトを未然に回避するため、担付切替等が行われている。社債管理者では、こうしたモニタリング業務について、会社法に定める公平誠実義務、善管注意義務の具体的な責務の範囲が明確ではないことから、その責任範囲を極めて広く考えて業務を行わざるを得なく、重い負担となっている状況とのことである。
- ・ 社債管理者には、ほとんどがメインバンクが就任しているため、利益相反の問題を抱えることになる。社債管理者である銀行では、債権者として債権の保全・回収活動とのバランスを考

えると、特に低格付企業への社債管理者への就任が難しいケースがあるとのことである。

- ・ 事務局としては、社債管理者の設置を促すためには、まず、社債管理者の公平誠実義務と善管注意義務について明確化・具体化の検討を行う必要があるのではないかと考えている。さらに、利益相反の問題については、損害賠償責任の範囲について明確化・具体化の検討をお願いしたい。
- ・ 「社債管理人(仮称)」は、社債権者(投資家)の代理人として、社債のデフォルト後の債権の保全や回収機能に特化したものであり、社債のデフォルトの確認、債権の届出、社債権者への債権の届出等の連絡・通知、配当の受領・支払い及び社債権者集会の招集などの機能が検討されている。本部会では、「社債管理人」について、会社法に定めるべきか、若しくは発行会社と「社債管理人」との契約とすべきかなどについて検討をお願いしたい。
- ・ 社債のデフォルト後の管理については、この「社債管理人」設置債と期中から管理を行う社債管理者設置債、投資家自身が管理するFA債となる。

2. 社債管理者の業務と責務について

北原昭宏氏（三井住友銀行 証券ファイナンス営業部副部長）から、社債管理者の業務と責務について、次のとおり報告・説明があった後、意見交換が行われた。

【 報告・説明 】

- ・ 本日の報告・説明は、何らかの提言を行うといった内容ではなく、「今後の社債管理業務について、どのような検討を行えば良いのか。」といった観点について、各委員との間でコンセンサスを得るために、再度整理を行いたい。

1. 平成5年の商法改正時の時代背景

- ・ 平成5年の商法改正前の我が国社債市場では、適債基準が存在するとともに、社債の発行限度額が純資産額の2倍までといった発行総量の規制も行われていた。
- ・ 平成5年の商法改正後は、社債の発行限度額規制が廃止され、上限がなく社債が発行できるようになり、また、適債基準・財務制限条項が廃止され、各当事者間の合意によって、自由に公募社債が発行できるようになった。
- ・ 平成5年の商法改正前は、いわば護送船団方式により社債が発行されていたことから、この商法改正の激変緩和措置の一つとして、社債管理会社制度が導入された。この際、銀行以外が社債管理会社に就任することを前提とした議論は行われていなかった。

- ・ 平成5年の商法改正後も、例えば期限の利益の喪失条項等は目論見書にも記載されていない状態が続き、平成8年～9年頃になって、目論見書や有価証券届出書に記載されるようになったことに見られるように、投資家への情報開示は必ずしも十分なものではなかった。
- ・ 平成5年の商法改正時の我が国社債市場は、主流が転換社債であった。当時は、取引所集中原則が存在したため、取引所の上場基準では、基本的に100万円の券面の発行に限り認められ、かつ、少なくとも7～8割程度を個人投資家に販売しなければならなかったため、相当数の個人投資家に販売・売買されることから、社債管理会社は必須とされ、強制設置が原則とされた。
- ・ 平成5年の商法改正時の衆議院の法務委員会では、メインバンクが社債管理会社(現在の「社債管理者」)に就任することなどについて議論が行われ、「銀行は劣悪な社債を排除する。」といった答弁が行われていたことなどからみて、社債管理会社制度は、低格付社債を市場へ登場させない仕組みとして導入されたと考えられる。平成5年の商法改正以降、平成7年のFA債の発行もあり、社債管理に関する議論が行われなくなった。
- ・ 平成18年の会社法施行時には、社債管理に関する約定権限について若干明確化が図られたが、我が国社債市場の社債管理者に関する前提や認識は、平成5年の商法改正時から基本的な変化はない。
- ・ 平成5年の商法改正時には、銀行の知見によって劣悪な社債を排除することが社債管理者に期待されていたが、一方、本部会の議論は、社債市場の規模の拡大、低格付企業やこれまで社債の発行実績がない企業の社債発行・社債投資を促し、社債市場の活性化を図ることが目的であり、両者の議論の関係は、完全に前提条件が異なっている。したがって、両者の目的が大きく異なるため、現行の会社法に定める社債管理者制度について、多少の改正を行ったとしても、我が国社債市場の活性化を図ることは難しいのではないかと考える。

2. 社債管理者の法的役割 (会社法第702条)

- ・ 社債管理者の法的役割は、「弁済の受領」及び「債権の保全」と言われている。「債権の保全」については、投資家の自己責任の部分と市場の仕組みとして管理しなければならない部分があり、どのように区分するのか整理が必要ではないか。本部会においては、社債のデフォルト後については債権の保全・回収機能に特化した「社債管理人(仮称)」制度で議論しているため、デフォルト前の部分について、今後、議論を進めるべきではないかと考える。

3. 社債管理者の権限・義務

- ・ 社債管理者の権限・義務は、法令・契約上、若干曖昧な部分があり、社債管理者の裁量に依

る部分大きい。社債管理者が有する最大の裁量権は担保付への切替である。担保切替が行われた場合は、社債の価格に大きな影響を与えることになるため、社債管理者の裁量権は、社債の価格の透明性の観点から、どこまで認められるべきか議論する必要がある。具体的には、過去に事例があったが、社債管理者の判断によって、社債の価格（日本証券業協会が公表する「公社債店頭売買参考値」）が1日で10円～15円も上昇するような事態を認めさせても良いのか。本部会では、このような観点から、社債管理者の権限・義務について検討が必要ではないか。

4. 情報開示

- ・ 社債管理者の社債権者に対する情報開示義務は、明示されていない。社債管理者は、基本的に、公平誠実義務の観点から、個別の照会に応じることはできない。過去に法務省から「個別契約の守秘義務の観点から、情報開示が難しいのではないか。」といった答弁が行われており、商業銀行（社債管理者である銀行）として入手した情報は、守秘義務の観点から、社債権者への情報開示はできない。

5. 利益相反（会社法第710条）

- ・ 社債管理者である銀行は、利益相反の議論において、社債権者に対し負うことになる損害の定義・範囲が不明確であることについて重い負担を感じている。一般的な社債権者に対し負う損害の定義・範囲は、プロラタ（比例的な）弁済であると言われていたが、懲罰的な弁済が行われることもあるのではないかといった意見などもある。
- ・ 平成5年の商法改正時の国会では、「利益相反といった重い義務が社債管理者である銀行に課せられているため、その銀行は、利益相反を行わないだろう。」といった答弁が行われていた。過去には、損害賠償請求が具現化した場合の対応についての検討や議論はないようである。
- ・ 利益相反行為の例示として、債権の回収や担保の徴求があげられているが、社債管理者は、社債に対してこれらの行為は単独で行うことができない。担保の徴求は、発行会社のオプションによって可能な行為であり、社債管理者から発行会社へ担保設定を要求することはできない。さらに、社債管理者は、発行会社が担保設定を行わなかった場合、社債をデフォルトする権利を有していない。期限の利益を喪失させる権限は、社債権者が有しており、社債管理者の判断で、勝手に社債権者の期限の利益を喪失させることはできない。

このように、商業銀行と社債管理者の権限は大きく異なっているものの、会社法には、利益相反行為を回避するための事態が想定されておらず、社債管理者は利益相反行為を行わざるを得ない事態となる前に、何らかの対応が求められているのではないのか。

6. これからの社債管理者のあり方

- ・ 社債管理者である銀行では、現状、A以上の個人向け社債について、会社法の枠組みの下、創意工夫を行いながら社債管理を行っているが、今後、例えばBBB マイナスやBBの起債を活性化するためには、現行の会社法のままでは、これらの社債への社債管理者の設置は難しく、市場規模の拡大は図れないのではないのかと考える。
- ・ 今後の社債管理者の業務のあり方については、次の2つの方向性が考えられる。

(1) 方向性1（社債管理者の裁量権の拡大）

- ・ 平成5年の改正商法の基本的な考え方を強化し、社債管理者に、その善管注意義務を果たしうるだけの広範な裁量権を付与することを認めてはどうか。
- ・ 具体的には、禁止行為を限定列挙し、その他の部分は社債管理者に広範な裁量権を認め、自己が有する貸付債権と同等の社債権の保全を目的とした業務運営とするもので、社債管理者の権限の大幅な拡大の検討が必要となる。
- ・ 社債管理者である銀行から見れば、現在公募社債を発行している企業と比較して若干格付が劣る企業であっても、この考え方であれば社債管理者に就任できる企業があるのではないかと考えられる。
- ・ 問題点としては、発行会社の信用力ではなく、社債管理者である銀行の力量により社債の価値が変動しうることや、発行会社の信用リスクに比例して社債管理手数料が高騰し、発行会社の負担増となる可能性があることなどが挙げられ、社債市場の商品の多様化に繋がらないのではないかといった懸念がある。

(2) 方向性2（社債管理者の裁量権の具体化）

- ・ 米国の社債のトラスティー（Trustee）を参考に、社債管理者の裁量権を具体化・縮小することとしてはどうか。
- ・ 具体的には、契約書等により社債管理者が単独の判断で実施できる権能を限定し、それ以外のことは、その都度、社債管理者が社債権者の意思を確認することを義務付ける運営とするもので、社債管理者の義務の明確化及び社債権者の意思結集手段の多様化の検討が必要となる。
- ・ 銀行による社債管理者への就任が容易になることで、社債市場に幅広く企業を呼び込むことができるのではないかと考えられる。
- ・ 問題点としては、現在の社債管理制度から大きく転換することから、法令等の整備に加え、市場関係者のコンセンサスや投資家への説明を慎重に行う必要がある点が挙げられる。

【 意見交換 】

(1) 「方向性1」について

- ・ 「方向性1」について、「社債の発行が、発行会社の信用力ではなく、銀行の信用力に頼っており、ある意味、銀行による保証に近い形態と言えるのではないか。」との説明があったが、例えば、銀行の経営状況が非常に厳しくなったときは、銀行貸出しと同様に、社債発行も困難となる可能性があるということか。
- ・ 銀行としては、信用力が低い企業に対して貸出しができないのであれば、当然ながら、保証類似行為もできない。社債の発行の是非は、最終的に銀行の判断となる可能性が高いと考えられる。
- ・ 「方向性1」では、事実上、社債管理者が米国トラスティーのように責任を負うとともに義務を重くすることにより、社債管理者によって、社債の償還までの信用力が維持されるということになるのか。
- ・ 事実上、社債管理者の能力によって、社債の償還までの信用力が維持されるということになる。数年前まで、社債権者から「社債管理者設置債は、元本が保証されているため、全額元本は償還されますね。」といった照会を社債管理者は受けたことがあった。このように、リテールの社債権者にとっては、社債管理と保証の違いについて理解していないのではないのか。
- ・ 社債管理者である銀行が、デフォルトした社債について、例えば、60%相当の保全を図ることができ、不足する40%について銀行が保証する場合には、「社債管理者設置債は、銀行保証付きである。」と言えるのではないのか。その残りの40%について、銀行が保証しない限り、「方向性1」が銀行保証に非常に近いといった考え方に違和感を覚える。
- ・ 仮に、社債管理者に対し社債権者の権限を自由に処分できる権限が与えられた場合、投資家の立場で言えば、社債がデフォルトしたときに、社債管理者がどの程度の回収率（パフォーマンス）で社債権者のために発行会社から回収することができるのかが非常に重要となってくる。
- ・ 例えば、同一の発行会社が、社債管理者設置債を複数回にわたって発行し、その銘柄毎に社債管理者が異なる場合は、社債管理者である銀行によって回収率（パフォーマンス）が異なるような事態が発生するのではないのか。
- ・ 投資家は、社債管理者の意思決定に関与できないものの、実務上社債権者の財産権又は請求権の放棄について、社債管理者に対して問い合わせを行う機会が必要になってくるのではない

か。

- ・ 「方向性1」は、いわゆる善管注意義務に着目したものであり、社債がデフォルトしたとき、社債管理者が有するプロパーの債権の弁済率と同じ割合で、社債を保全することを目的としている。したがって、社債全額が保証されるものではないため、保証類似といった呼び方が適切であるかもしれない。
- ・ 「方向性1」は会社法第706条（社債管理者の権限等）により、利益相反を回避するために銀行がとり得る行為が縛られるという不都合があるため、会社法第706条（社債管理者の権限等）を撤廃の上、社債管理者の判断でより多様な保全行為を行えるようにするという趣旨であり、この会社法第706条（社債管理者の権限等）が撤廃されれば、過去に社債管理者の就任を断った低格付企業の社債についても、社債管理者に就任できる可能性が高くなるかもしれない。
- ・ 例えば、100億円の社債管理者設置債がデフォルトとなったとき、社債管理者である銀行が、100億円の貸出金のうち、30億円の弁済を受け、70億円の債権放棄を行った場合、言い換えれば、元本部分の債権放棄を前提として弁済を受ける場合は、銀行ローンであれば、自行の判断でできることになる。一方、社債についても、社債管理者である銀行が、同じような判断ができる権限があれば良いと考えるのか。
- ・ 「方向性1」では、「社債管理者の禁止行為の明示」を前提としており、社債権者から社債管理者への全面的な権限の委任を想定しているものではない。財産権上、債権の放棄について勝手に判断することが難しいのであれば、当然ながら、社債管理者の禁止行為として明示することになる。
- ・ 社債管理者の権限の拡大の前提として、社債管理者として為し得ない行為を商業銀行部門が行った場合、当該行為が会社法第710条（社債管理者の責任）第2項の適用がないことについて担保されなければ、その権限を行使できない。会社法第710条第2項の適用除外として、社債管理者の禁止行為が列挙されれば良いのではないかと考える。
- ・ 例えば、100億円の社債管理者設置債がデフォルトとなり、社債管理者である銀行が50億円の貸出金のうち30億円の弁済を受けた場合、この弁済に関する詳細な事実については、対外的に公表する必要はないかもしれないが、少なくとも、社債権者に対しては、その事実を公表する必要があるのではないか。
- ・ 社債管理者である銀行が弁済を受けた事実の開示については、今後、「方向性1」について

議論を行う段階で検討を行えば良いのではないか。

- ・「方向性1」と「方向性2」が提案されたことは、議論を進める上で非常に有益なステップである。
- ・「方向性1」は、社債管理者の裁量権として、どこまでの範囲が含まれるのか。会社法第705条（社債管理者の権限等）第1項は、「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、又は社債に係る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。」と規定しており、すでにかかなり広い権限が認められているように思われる。他方、会社法第706条（社債管理者の権限等）第1項は、「社債管理者は、社債権者集会の決議によらなければ、次に掲げる行為をしてはならない。（抜粋）」と、同項第1号では、「当該社債の全部についてするその支払の猶予、その債務の不履行によって生じた責任の免除又は和解（抜粋）」と規定しており、社債権者の権利の処分にかかわる行為等については、あくまでも社債権者に判断を委ねるといった趣旨かと思われる。
- ・「方向性1」は、（ア）処分性のある行為等について、上記会社法第706条（社債管理者の権限等）の枠組みを維持したうえで、社債管理者が、会社法第705条（社債管理者の権限等）に規定される「必要な一切の裁判上又は裁判外の行為」について裁量権をより積極的に行使することができるような仕組みを工夫するというアプローチか、それとも、（イ）社債管理者によって、一定の処分性のある行為等についても踏み込んで権限を行使することを可能にしようというアプローチか。
- ・ 後者（イ）のアプローチが採用できれば、革新的なことではあるが、社債管理者がレンダーを兼ねることを欠格事由としない限り、利益相反の観点からみてうまく機能しないのではないか（例えば、回収金額を「比例配分」とはいても、ローンが担保付で社債が無担保という場合、利益相反の弊害なく公平に機能する仕組みを考えるのは困難ではないか）。
- ・ 前者（ア）は、基本的に現行法をベースにしたアプローチであるが、これが現在必ずしも適切に機能していないとすれば、それには次の3つの理由が考えられるのではないか。この①～③の問題が解決される場合は、現行の社債管理者制度をベースにした仕組みでもいけるのではないか。
 - ① 社債管理者が利益相反の問題を有する場合、社債管理者は、裁量権を有する行為を行うことができないという問題。「方向性2」であれば、社債管理者に裁量権がないため、利益相反を許容する余地があるが、裁量権の行使を認めるアプローチにおいては（（イ）の革新的方向性だけでなく（ア）の現行法をベースにした方向性においても）利益相反の存在を社債

管理者の欠格事由とする必要があるのではないか。

② 社債のデフォルト後、米国社債市場では、トラスティーが、プルーデントマン・ルールのもと、裁量権を有する行為を行うことが想定されているが、実態としては、米国にあっては、権限行使について事後的に法的責任を追及されるリスクをおそれ、社債管理者は裁量権の行使に慎重（消極的）な傾向があり、実際には社債権者の意見を聞きながら受動的に職務を遂行しがちであるという問題がある。善管注意義務の履行にともなう法的責任の判断基準に、ある程度、緩和的で柔軟なスタンダードを導入することにより、裁量権の行使の結果生じてしまった損害について、厳格な責任追及がなされないようにすること、例えば、取締役の善管注意義務に適用がある「経営判断の原則」（取締役の行った経営上の判断について、事実認識の不注意な誤り・意思決定過程での著しい不合理がなければ、結果的に会社が損害を被ったとしても、裁判所は取締役の経営判断について干渉せず、法的責任を負わせることはないという原則）に類似した考え方を、社債管理者の善管注意義務についても導入すれば、裁量権の行使に対する萎縮効果をカバーできるのではないか。（なお、経営判断の原則が取締役の忠実義務違反に適用がないとされているのと同様に、この考え方は、社債管理者の利益相反に関する誠実義務違反には適用できない。）

③ 定額で低い社債管理手数料であれば、社債管理者としては、有事の際に発行会社に対して積極的に裁量権を行使して汗をかこうというインセンティブが小さいのではないかと。職務遂行のコストとリスクに見合った報酬体系かどうか（また、そのような報酬体系で制度として成り立つのかどうか）などについて、検討する必要があるのではないか。

- ・ 「方向性1」では、会社法第706条（社債管理者の権限等）は、ほとんど削除しても良いのではないかと考える。
- ・ 社債管理者には、保証人が持つ事前求償権に近い権利が与えられて、債権保全、言い換えれば、元本確保に向けて徹底的に特化できるようになれば良いのではないかと。「方向性1」は、ある意味、銀行による保証に近いと言える。
- ・ 「方向性1」の問題として想定されることは、債券のスプレッド部分が、社債管理者の能力に依拠することである。本来の信用リスクと表面上のスプレッドの差額が、社債管理手数料といった形で、例えば現行の当該手数料体系の10~20倍となれば、社債管理者の責務に応じたリターンとなるのではないかと。このような状況となれば、社債管理者として、ビジネスが成立し、相当、踏み込んだ対応が可能となる。

- ・ 「方向性1」では、社債管理者である銀行は、例えば、社債の一部を免除すると同時に、社債の残りを直ちに償還するというような交渉についても、その裁量により判断ができるようになるかと想定しているのか。
- ・ 「方向性1」の場合、社債管理者としては、自行で保有する債権を保全すると同時に、社債についても保全することが可能になるような制度設計が望ましい。例えば、自行の保有するローンが一部毀損した場合は、それに見合う社債も毀損することとし、一方で、自行の保有するローンを全額回収した場合は、社債も全額回収することを考えている。
- ・ なお、「方向性1」は、社債管理者である銀行に、債権保全の目的を明確化すべく、すべての社債の保全を遂行するために必要な権利を認めるという考え方を、非常に極端な形でお示したものである。
- ・ 「方向性1」に関連して、社債管理者に広範な裁量権を認める場合は、社債管理者制度を見直すのではなく、会社法第736条（代表社債権者の選任等）を改正することも考えられるが、どうか。
- ・ 「方向性1」は、社債管理者のあり方を示したもので、会社法第736条等社債管理者以外の規定の改正等は検討の前提とはしていない。
- ・ 社債権者の権利を処分する社債管理者の権限については、社債管理者が権利者である社債権者の意思を確認しなければ、その処分を行うことは法的に非常に困難ではないかといった考え方に基づくものである。社債権者の意思を確認することなく、社債管理者が社債権者の権利を処分した場合は、財産権の侵害という主張がなされるかもしれない。
- ・ 「方向性1」では、会社法を改正して対応するとしても、社債権者のコントロールが相当困難となるのではないか。これに対し、代表社債権者の選任という法律構成をとれば、会社法の改正は必ずしも必要としないか小さな改正にとどまると考えられることから、「方向性1」の考え方は、現実的に有り得るかもしれない。
- ・ 社債管理者が広範な裁量権を有する場合には、利益相反関係にない限りは、経営判断の原則に基づき、社債管理者は、簡単に責任を追及されることはない。「方向性1」では、社債管理者である銀行は、固有の債権がなく利益相反がないことを前提としているのか。それとも、利益相反はあるものの、強大な裁量権を有するといった前提か。利益相反があると、経営判断の原則は適用されないので、その点を明確にしておく必要がある。

- ・ 「方向性1」は、非常に極端なものであるが、商業銀行としての自己の貸出金の回収率と社債の回収率が同等になるように行動するというもの。回収率が異なる場合、利益相反として懲罰的な損害賠償を受けるリスクも想定している。
- ・ 「方向性1」は、利益相反の状況にあつたとしても、社債管理者である銀行がある意味で徹底的に社債権者の債権の保全を図ることを想定したものであろう。社債管理者である銀行が、債権の保全ができなければ責任を負うという、非常に強かつ厳しい強い役割を担えば、社債の保全に向けて、あらゆる手段を使って回収することが期待されるのではないかという考え方ではないか。
- ・ 「方向性1」で、社債管理者設置債が、本当に銀行による保証に近い形態となるのかどうかについては疑問に感じているが、仮に、社債管理者設置債が銀行による保証に近い形態となるのであれば、本部会で議論を行うべき方向性とは異なるのではないか。
- ・ 投資家は、社債管理者である銀行によって、社債がデフォルトしたときの回収率が大きく異なるのであれば、投資を行う際に、そうした点も考慮せざるを得なくなるのではないか。
- ・ 個々の投資家が行うと非常に非効率なこと、又は不慣れなことを社債管理者が取りまとめ、最善の方向へ導けるのであれば、投資家としては、非常に有り難いとする。
- ・ 「方向性1」と「方向性2」の考え方の間に、中間的に、「方向性1.5」なるものを想定し選択肢として検討する必要があるのではないか。
- ・ いわゆる「方向性1.5」は、会社法第706条（社債管理者の権限等）の枠組みを維持しながら、社債管理者が、会社法第705条（社債管理者の権限等）に規定される「必要な一切の裁判上又は裁判外の行為」について裁量権をより積極的に行使することができるような仕組みを工夫する考え方（前記（ア）の考え方）である。「方向性2」は、裁量権が限定されており、利益相反の問題を考慮する必要はおそらくないが、「方向性1」及び上記「方向性1.5」においては裁量権が認められることから、利益相反の問題が生じることになり、発行会社への貸出業務は社債管理者の欠格事由とする必要がある（したがって貸出業務を行わない社債管理者に特化した専門銀行が就任することになる）のではないか。

(2) 「方向性2」について

- ・ 社債管理者の権限と義務は、非常に分かりづらい。社債管理者は会社法の理念に基づいてどのように発行会社の状況を確認すれば良いのか議論されてきておらず、会社法第704条（社債

管理者の義務)の明確化が図られてこなかった。

- ・ 平成5年頃の有価証券届出書には、期限の利益の喪失条項などの重要な開示事項が記載されていなかったが、現在の有価証券届出書は社債要項がすべて記載されている。
- ・ 投資家は、社債管理者に対して、どのような役割を求めているのか。本部会では、投資家が求めている内容を具体化できれば良いのではないか。投資家自身が、有価証券届出書や目論見書等を通じて、社債管理者の業務内容を確認し、求める役割が入っているのかいないのか、判断ができるようになれば良いのではないか。
- ・ 「方向性2」の考え方にに基づき、社債管理者の義務・責務の範囲を具体化することが現実的な対応であるとする。
- ・ 「方向性2」は、社債管理者が裁量権を有さない消極的な管理であることから、基本的には、「社債要項に記載されていることを、記載されている時期に、粛々と実施する」という考え方であろう。したがって、「方向性2」では、有事における社債の保全・回収にあたり、社債権者の団体的な行為や意思確認が、迅速かつ円滑に行われることがより重要になるのではないか。
- ・ 米国社債市場では、コンセント・ソリシテーションと呼ばれる実務があり、具体的には、(社債権者集会を開催するのではなく)書面によって議決権行使の取得・確認が行われている。(もっとも、倒産法上債権者集会が必要とされる場合には集会が開かれるが、これは社債法の実務の問題ではなく、あくまで倒産法の実務の問題である。)コンセント・ソリシテーションのような方法を用いれば、社債権者の団体的な行為や意思確認が現在よりも容易に行われうる可能性がある。もし日本でも、コンセント・ソリシテーションが容易に活用できることになれば、「方向性2」の考え方を補強することになるかもしれない。
- ・ 「方向性1」の考え方については違和感を覚えており、「方向性2」の考え方が適切だと考える。
- ・ 社債管理者制度導入前は、銀行が受託会社を務めており、社債がデフォルトした場合、受託会社は、当該社債を投資家から買い取ることにより、実質的に保証人の役割を果たしていた。そもそも、社債管理者制度は、このような銀行による実質保証を廃し、社債権者の法定代理人としての社債管理者に専ら社債管理に従事させることを目的として導入されたものである。投資家は依然としてこのような制度の変化を十分認識していないかも知れないが、社債管理者制度は、導入後20年近く経過しており、すでに確立されている。
- ・ 銀行による社債の実質保証を廃止する方向で進んできたという日本の社債市場の過去の経緯

に照らして、「方向性1」のように、社債管理者である銀行に対して実質的に保証人類似の機能を期待することは、時代逆行である。しかも、銀行に保証人類似の機能を求めた場合には、手数料は現行水準から大幅に引き上げられることになるであろう。社債管理者の手数料が高いことを理由として発行体がFA債を選択している状況下で、手数料がさらに大幅に引き上げられるような方策を採ることが社債市場の活性化に資するとは考えにくい。

- ・ 社債管理者を務める銀行は、一般に、社債権者に対する責任に関する懸念から、裁量権を保持し、行使することについて慎重である。この状況下で、銀行が、たとえ手数料が増えたとしても、「方向性1」に示されるような広範な裁量権を持つことに前向きになるとは考えにくい。
- ・ 欧米社債市場では、信用力の低い社債の場合も、投資家自身がリスクを取って投資を行っており、銀行の信用補完に依存している市場はない。この点で、「方向性1」の考え方は、グローバルな市場慣行から乖離している。
- ・ 金融商品取引法（以下「金商法」という。）の基本理念は、「投資家の自己責任」とそれを可能にする「適正な開示」である。我が国社債市場の活性化は、この金商法の基本理念に則って進められるべきであると考え。この点、「方向性1」は、金商法の基本理念に背くものである。
- ・ 投資家が適正な投資判断を行うためには、発行体に関する十分な情報開示がなされることが必要である。しかし、我が国資本市場の特殊性として、間接金融に比重が偏っているため、銀行と投資家の間には大きな情報格差がある。その情報格差を補うべく、開示制度を充実させることが今後の課題となる。
- ・ 「方向性2」は、金商法の精神の下、透明で公正な市場であり、かつ、投資家の自己責任の原則の下、各々の社債権者が、信用リスクを負うことを前提としている。社債管理者である銀行は、社債権者において不測の損害を与えることがないように、発行会社の情報開示について徹底的に支援させていただきたい。
- ・ 「方向性1」は、社債管理者である銀行がメインバンクであることを前提として、社債管理者が自行債権と同程度の保全行為を行い、デフォルト後の社債について自行債権並みの回収率を図ることであると理解したが、メインバンク以外が社債管理者に就任した場合には、当該社債管理者に期待される役割・義務などについて再検討が必要になるのではないかと。
- ・ 「方向性2」では、「社債管理者である銀行は、社債権者において、不測の損害を与えることがないように、発行会社の情報開示について徹底的に支援させていただきたい。」との説明

があったが、情報開示の徹底は発行会社に検討していただく問題であり、社債管理者は、今後、多様なコベナントが社債に付与されるようになり、社債管理委託契約に基づいて、コベナントの状況等の管理を行っていくことになるのではないかと。

- ・ 「社債の期中管理において、個々の投資家が、非常に非効率なこと、又は不慣れなことを社債管理者が取りまとめ、最善の方向へ導けるのであれば、投資家としては、非常に有り難い。」との意見があったが、こうした観点で、社債のデフォルト後の管理を整理したものが「社債管理人」であり、同様の観点で、社債管理者による社債の期中管理についても検討が必要ではないかと。
- ・ 「社債管理人」は、社債のデフォルト後、債権の保全・回収機能に特化するものであり、社債のデフォルト前において、特段の役割を有しない制度である。
- ・ 社債管理者は、社債のデフォルト後、法的な意味での債権回収の手続を行うとともに、社債のデフォルト前においても、発行会社のコベナントの遵守状況等のモニタリング等を行うものである。
- ・ 社債管理者は、社債の発行から償還（社債のデフォルト時は債権の回収を支援）まで対応する存在であり、一方「社債管理人」は、社債のデフォルトした後に、初めて、債権の保全・回収機能に特化することを目的として対応するものであり、他方でFAは、社債の期中管理も社債のデフォルト後も、特段何の対応も行わない存在と言えるのではないかと。
- ・ 「方向性1」と「方向性2」の考え方は、社債がデフォルトする前の段階・期中において、社債管理者に対して何を期待するのか、若しくは何を目指せば良いのかといったことを取りまとめたものである。
- ・ 「方向性1」と「方向性2」の考え方は、社債投資の裾野を拡大する観点で言えば、同じ方向性ではないのか。
- ・ 「方向性1」は、投資家と同じ立場で、社債管理者が活動する考え方ではないのか。
- ・ 「方向性2」は、社債管理者の権限を限定して、投資家自身の努力のメカニズムを整備する考え方ではないのか。
- ・ 「方向性2」の「社債管理者の義務の具体化・明確化」は、法定の義務や権限ではなく、約定権限になるのではないかと。
- ・ 「方向性2」の「社債権者の意思結集手段の多様化」は、様々な法制度の改革の余地があるかもしれないが、社債権者集会を開催して多数決で決定される方法を変更することは困難では

ないのか。社債権者集会で決定される内容次第では、一定の約定権限で社債管理者に対して委ねる可能性があるかもしれない。

- ・ 投資家は、誰が社債管理者に就任しているのか、把握できていないのではないかと考えている。そもそも、社債管理は、社債管理委託契約に基づいて第三者のために行われる契約形態であり、「方向性2」では、投資家が当事者となり、社債管理者に約定権限を委ねることを明確にする考え方も含まれているのか。
- ・ 約定権限は、基本的に社債権者保護の観点から法定権限に加え、社債管理者の権限を拡大するための手法として考えられているが、例えば、「約定により、社債管理者は法定権限の一部しか有しない。」といった考え方が認められる場合は、起債時の原始取得者ではなく、流通市場で取得した投資家に対して、どのように説明すれば良いのか検討が必要となるのではないかと考えている。
- ・ 約定権限が狭くなる場合は、本当に免責されるのか、合せて検討が必要ではないかと考えている。
- ・ 投資家は、社債投資に当たって、社債要項若しくは目論見書等によって誰が社債管理者に就任し、明示された権限を承知した上で、社債を購入するというのがこの「方向性2」の場合必要になる。また、社債管理者の権限として明示されていない事象が発生した場合、社債権者集会を開催する、若しくは、米国で行われているエクステンジ・オファーといった形態を取ることになるのではないかと考えている。いずれにしても、社債権者の意思表示の方法を契約で明確にする必要があるのではないかと考えている。
- ・ 約定権限により法的権限を限定される場合は大きな問題となるため、今後、議論が必要になる。
- ・ 「弱い投資家は社債管理者によって守られるべき」という考え方が根底に残ったままでは、過去を引きずった中途半端な議論しかできないとの危惧から、極端な方向性を例示いただいたのだらうと思う。「方向性2」の考え方で良いのではないかと考えているが、その検討に当たっては、社債管理者に対する市場関係者の「甘え」が残っていないかどうか、良く整理を行う必要がある。「自己責任の原則」は総論としては違和感のないところであろうが、それには発行会社からの情報開示の充実が不可欠であることから、そのためのサポートや、多数の投資家が存在する債権の管理において利便性を高めるための役割に特化することを発想の基本として、議論していくべきではないかと考えている。

(3) リテール向け社債、低格付社債について

- ・ プロ（特定投資家）ではない、比較的弱い立場の投資家に対しては、どのような役割を設定すれば良いのか。つまり、そのような投資家にとっては、「社債管理人」に近い存在の設置が望ましいのか。それとも、社債管理者に近い存在であり、ある程度の強い権限を有した存在の設置が望ましいのか。
- ・ 本部会では、我が国社債市場を活性化させるために、比較的弱い投資家に対して、一定の役割を果たすべく、新しい制度を導入する必要があるのか否か議論を行う必要があるのではないのか。
- ・ 低格付社債の発行を推進とリテール債の問題には、共通点もあるものの、基本的には異なった課題であり、両者を分けて検討しなければ、議論が徒に拡散するのではないのか。
- ・ 本部会では、どのような市場で、どのような投資家層に対して、どのような金融商品を販売することを検討の対象とするのかを明らかにすべきではないのか。
- ・ 現在の我が国社債市場では、主としてリテール向けの社債に社債管理者が設置されているが、そもそも、金商法上の適合性の原則を踏まえれば、証券会社は、社債管理者を設置したとしても、信用力の低い社債をリテール向けに販売できるのか。
- ・ リテール向けに信用力の低い社債管理者設置債を販売することが無理である場合は、ホールセール向けに社債管理者設置債の販売範囲を広げることになるのか。現在の我が国社債市場では、ホールセール向けには FA 債が発行されているため、果たして、社債管理者を設置する範囲を広げることができるのか。
- ・ 会社法第 702 条（社債管理者の設置）の規定により、各社債の金額が 1 億円未満の場合には社債管理者の強制設置が求められていることだけが、リテール向け社債に社債管理者が設置されている理由ではないかと感じている。「リテール向け社債には、社債管理者が必要である。」といった考え方は、事後的な講釈ではないかと強く感じている。
- ・ 過去 10 年間に、社債管理者の設置が求められたケースは、本部会でも前に例示されたホールセール向けの社債の事例以外に殆ど記憶にない。
- ・ 会社法第 702 条（社債管理者の設置）は、比較的、弱い立場にある投資家を保護するため、社債管理者の設置を求めていると理解している。
- ・ 我が国社債市場を活性化するために、何を行えば良いのか。低格付社債市場の拡大はその施

策のひとつではある。

- ・ しかしながら低格付社債は、一般に、リテール向けには適しておらず、仮に、社債管理者設置債であっても、リスクを踏まえれば抵抗感が示されることから、個人投資家は、投資信託を通じて購入した方が良いのではないかと。
- ・ 低格付社債の発行拡大には、プロ（特定投資家）に近い投資家層を拡大する必要があるのではないかと。その投資家層を対象とする場合は、FA債の発行が良いのか。FA債では不安であると感じる投資家のためには、FA債と社債管理者設置債の中間的な位置付けの社債が存在した方が良いのではないかと。この発想は、「社債管理人(仮称)」に関する議論の出発点と言えるのではないかと。
- ・ 低格付社債の発行拡大に当たって、プロ（特定投資家）が中心である現在の我が国社債市場を踏まえて、どのような役割が社債管理者に必要とされるのか議論を行う必要があると思う。
- ・ 社債管理者設置の必要性について議論を行う場合は、考慮すべきファクターとして、投資家の適格性や能力がまず挙げられる。しかし、能力や適格のある投資家であっても、分散して社債を保有している場合には（たとえ1億円以上であっても）、投資家自身がその社債の保全や回収を行うことは必ずしも採算に見合わないことがある。かかる場合は、投資家を代行して、社債の保全や回収を行うために、（投資家の能力や適格にかかわらず）専門的な知見を持った社債管理者を設ける必要があると言えるのではないかと。
- ・ また、高格付社債であれば、有事を迎えることなく償還される可能性が非常に高いため、必ずしも、社債管理者が存在しなくてもすむといえ、他方、低格付社債においては、倒産等の事態に陥り何らかの対応が求められる可能性が増大するため、社債管理者を設ける必要性が高いのではないかと。低格付社債に関する議論を行う場合、社債管理者設置の必要性については避けて通ることができないのではないかと。
- ・ 我が国社債市場では、個人投資家など小口社債権者を保護することは必要ではないかと。基本的には、現在は、リテール向けで低格付社債が販売されることはないものの、何らかのトリガーが引かれたことにより、高格付社債が一気に格下げされるケースも有り得るため、有事に備えて、リテール保護のための法的な枠組みを用意することについては意義があると思う。
- ・ もっとも、リテールの投資家にとって、現行の社債管理者の設置が有益であり、社債管理者が信頼される存在であるのかどうかは、今後検証を行わなければならない問題ではあるだろう。
- ・ 「方向性1」は、少し対応が困難ではないかと考えており、一方で、「方向性2」の考え方

について検討を進めれば、機能面では「社債管理人」の議論に近づいていくのではないかと。

- ・ 社債管理者と「社債管理人」の仕組みを区分する必要性について、改めて検討を行わなければならないのではないかと。また、ホールセール向けの社債を発行する場合は、「社債管理人」と区別された社債管理者の機能について、どのようなことが必要か、整理を行った方が良いのではないかと。
- ・ 現在の我が国社債市場では、個人投資家が中心となってリスクの高い商品を購入しており、債券価格の変動、信用リスクは承知されているのではないかと。社債管理者による保護がどこまで必要があるのか疑問に感じている。個人投資家を保護する必要性は本当にあるのか。個人投資家の保護は、証券会社の営業姿勢として、金商法の適合性の原則に基づいて対応すべき問題ではないのか。

(4) 「社債管理人」の設置について

- ・ 発行会社としては、社債管理者設置債、FA 債及び「社債管理人」設置債の3つの制度が併存するのであれば、使い勝手が悪く、どの制度を利用すれば良いのか判断が難しいため、今後、その併存する制度を整理の上、その整理した内容を教えていただければ有り難い。
- ・ 本部会では、現時点において、「社債管理人」制度の概要を確定させているわけではなく、今後の課題として、社債管理者設置債、FA 債及び「社債管理人」設置債の3つの制度の関係について議論を行うことになるのではないかと。
- ・ 「社債管理人」債は、FA 債において「社債管理人」を設置するイメージであったが、社債管理者設置債においても、「社債管理人」が設置されるのか。
- ・ 会社法第 702 条（社債管理者の設置）の規定では、例えば、100 万円券種の発行であれば、社債管理者を設置しなければならない。したがって、会社法第 702 条（社債管理者の設置）が改正されない限り、社債管理者設置債に「社債管理人」は設置されないと考える。
- ・ リテール向けの社債なのであれば、社債管理者が設置されているため、その社債がデフォルトした後は、社債管理者が対応することとなる。一方で、FA 債であれば、社債管理者が設置されていないため、その社債がデフォルトした後は、社債権者の立場になって対応する者が存在しないことから、証券会社では、「社債管理人」制度を提案したと考えると良いのか。

- ・ FA 債の場合、社債がデフォルトした後、社債権者の立場で対応できる者が存在しないため、「社債管理人」が提案された。したがって、社債管理人とは、社債がデフォルトする前は極力、何も行わない存在である。
- ・ 現在の我が国社債市場は、通常、社債管理者設置債と FA 債のいずれかである。金融危機直後に社債がデフォルトした際、投資家は非常に混乱した。そのため社債市場が再開したとき、投資家は FA 債に対して購入意欲が乏しく、社債管理者設置債であれば購入しても良いとの声があった。一方、発行会社では、社債管理者設置債の発行を検討しても、社債管理者のなり手がなく、結果として、起債計画が頓挫する、あるいは市場が回復するまで延期する、といった現象があった。
- ・ FA 債に「社債管理人」が設置され、「社債管理人」が社債のデフォルト後の債権の保全・回収にあたれば、投資家は、社債のデフォルト後の対応への懸念を払拭することができるのではないか。
- ・ 一部の社債投資家は、社債の償還期限までのリスクを負うことが可能であり、投資家自身が、すべてに対応できるかもしれないが、一方、社債がデフォルトした後に、投資家自身で対応すべきことを代行して行う「社債管理人」が存在した方が良いと考える投資家もいるのではないか。
- ・ 社債管理者設置債に「社債管理人」が設置されないのであれば、今後の我が国社債市場においては、FA 債と、「社債管理人」設置債、社債管理者設置債の3つが存在することになるのか。
- ・ 社債管理のあり方として、「社債管理人」の設置により3つが存在することになる。
- ・ 本部会では、「社債管理人」の設置の時期については、① FA 債として社債の発行後、有事の際に新たに「社債管理人」を設置する方法、②社債の発行時から「社債管理人」を設置する方法について議論が行われており、現在、その整理が行われているところである。

(5) 社債管理の多様化について（整理メモ）について

- ・ 配付資料「社債管理の多様化について（整理メモ）」について、次のとおり留意すべき点があるのではないか。
- ① 縦軸の矢印は、リスク判断能力・モニタリング能力が明示され、その能力の低い位置付けが個人投資家であり、その能力の高い位置付けが機関投資家となっている。この矢印は、議

論を曲げる、あるいは議論を誘導する印象を与えるのではないか。

- ② リスク判断能力が非常に高い投資家でも、FA 債に限らず、社債管理者、若しくは「社債管理人」の有する能力を求めて、社債管理者設置債、若しくは「社債管理人」設置債を購入する可能性もあるのではないか。
 - ③ 「個人投資家の中にも、リスク判断能力の高い者が存在する。」といった意見があったが、逆に機関投資家でも、必ずしも非常に高いリスク判断能力やモニタリング能力を有しているとは限らない場合もあるのではないか。
 - ④ 社債のデフォルト後において、FA 債、「社債管理人」設置債、社債管理者設置債が並んで記載されている。配付資料「社債管理の多様化について（整理メモ）」は、現段階における議論を整理した位置付けであれば良いが、少し単純に記載し過ぎていて印象を受ける。
- ・ 今後、低格付社債の発行拡大についての議論を行う場合は、配付資料「社債管理の多様化について（整理メモ）」において、社債管理者設置の必要性を考えるファクターとして、すでに明記されている「リスク判断能力・モニタリング能力」に加え、発行会社の信用力やデフォルトリスクの大小も、ファクターとして取り込む必要があるのではないか。

3. 「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、7月6（水）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）

- ・ 社債管理の多様化について（整理メモ）

以 上