

## 「第10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10月7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. 新しい社債管理者設置債について（案）

事務局から、社債の期中管理の基本的な考え方と社債管理者の役割について、配付資料1「『新しい社債管理者設置債について（案）』 —社債の期中管理— 【整理・検討メモ①】」に基づき、次のとおり報告・説明が行われた後、意見交換が行われた。

#### 【報告・説明】

##### 1. 基本的な考え方（検討の方向性）

- ・ これまで本部会では、低格付社債の発行、投資の拡大等を図るため、社債管理者の裁量権を拡大する方向性と併せて、米国のトラスティを参考に、発行会社や投資家のニーズを踏まえ、社債管理者の権限の具体化、責務の明確化及び裁量権の縮小化を図ることにより、社債管理者の担い手を拡大し、社債管理者の設置を促す方向性で議論を進めてきた。
- ・ 社債管理者の権限の具体化及び責務の明確化には、会社法の善管注意義務、公平誠実義務の問題があるが、善管注意義務の内容、範囲については、社債管理委託契約証書を見直すことにより、その具体化・明確化が図られるのではないかと。

##### 2. 機能・役割

新しい社債管理者に期待する機能・役割については、いくつかの段階に分けて整理している。

###### (1) モニタリング

- ・ ①、②は、新しい社債管理者の基本的な機能・役割である。こうした基本的な機能・役割の下、③の社債管理者によるモニタリングは、発行会社が負担する義務の期日管理、履行状況等の確認を主な内容としてはどうか。
- ・ 一方④は、投資家保護の観点から、社債管理者による調査権をどうするかである。例えば、社債権者からの請求があった場合に調査権を設けるといった案が考えられるが、調査権の要否について、検討が必要ではないかと。

## (2) 発行会社の通知・報告義務と同義務の違反・不履行への対応

- ・ 発行会社による通知・報告義務と、それに違反した場合や不履行があった場合の対応について取りまとめている。
  - ① 発行会社による通知・報告が確実に行われるよう、通知すべき事項、タイミング、通知方法等について具体的に定めてはどうか。さらに、コベンタンの遵守状況に関する通知・報告義務を社債管理委託契約に定めてはどうか。
  - ② 発行会社に通知義務違反や不履行があった場合には、社債管理者は、社債権者にその旨を通知してはどうか。その際の通知方法について、証券保管振替機構のネットワークの利用・対応を含めて、具体的な検討が必要ではないか。
  - ③ 社債管理者は、基本的には、発行会社の通知義務違反や不履行の通知内容の評価は行わず、社債権者の判断に委ねることとしてはどうか。

## (3) コベンタ等々に抵触した場合の対応（期限の利益喪失以外の場合）

- ・ コベンタ等々に抵触した場合の対応について取りまとめている。
  - ① 各種コベンタ等への抵触、通知報告義務の不履行等があった場合の発生事実の確認方法や、社債権者に対する周知方法について具体的に定めてはどうか。
  - ② コベンタ等に抵触した際の効果は、投資家のニーズを踏まえ、柔軟かつ実効性のある対応を可能としてはどうか。
  - ③ アmendやウエーブの方法は、従来の社債管理者による担保付への切替といった方法を前提とせず、一定数の社債権者の同意、社債権者集会の決議といった社債権者の意向を踏まえた実効性のある対応を可能としてはどうか。
  - ④ その際の社債権者の意向の確認方法を具体的に定めてはどうか。
  - ⑤ 会社法の社債権者集会等の規定との整合性については確認が必要である。
- ・ 現在社債管理者は、自らの裁量により、情報の収集、対応の検討、保全・回収の実施とを行うことが想定されているが、新しい社債管理者は、社債管理委託契約を見直すことにより社債管理者の裁量権が縮小されることとなる。そこで、一定数の社債権者の同意や社債権者集会の決議等を要件として、社債権者の意向で対応が実施されるよう、具体的な方法について社債管理委託契約で定めてはどうか。

## (4) 期限の利益の喪失

- ・ 期限の利益の喪失について取りまとめている。

- ① いわゆる当然喪失に限らず、社債権者の意向に基づく請求喪失等についても検討してはどうか。
- ② 請求喪失については、社債権者ごとなのか、特定の銘柄については一律期限の利益を喪失させるのか、社債権者の意向の確認方法について具体化が必要ではないか。
- ③ 請求喪失の場合、他の債務とのクロスデフォルトの範囲について具体的に定めておく必要があるのではないか。
- ④ 期限の利益の喪失については、社債管理者自らが主体的に判断するのではなく、社債権者の判断を助けることとしてはどうか。
- ⑤ ①から④までの整理を踏まえたうえで、投資家保護の観点から、現行の信用害損による期限の利益の喪失条項のように、社債管理者の判断による期限の利益の喪失の確定の余地を残すか、検討が必要ではないか。
- ⑥、⑦ 期限の利益の喪失後の手続における社債管理者の機能・役割である。⑥では、法的整理手続に入る前の保全・回収の段階においても、社債管理者自らが判断するものではなく、社債権者の意向に基づき対応することとし、⑦では、法的整理の手続に入った後については、これまでと同様に、債権届出、社債権者集会の議決権行使、配当の受領・分配等を行なうことについて、確認が必要ではないか。

#### (5) 情報開示及び投資家への周知

- ・ このように、新しい社債管理者は、社債管理者の権限が具体化され、基本的には裁量をもって判断・行動する場面がないこととなると、イベントが起きた場合、基本的には社債権者自らが判断することになり、投資家が自ら発行会社の評価・判断を行えるよう、情報開示のあり方、開示内容、開示方法について検討が必要ではないか。

### 3. 社債管理者の善管注意義務及び公平誠実義務に関する論点の整理

- ・ 会社法における善管注意義務、公平誠実義務に関する様々な論点の整理が必要である。
  - (1)の② 社債管理委託契約によって社債管理者の裁量権を限定した場合であっても、善管注意義務違反を問われる可能性がある事態・状況・範囲等について、改めて整理する必要があるのではないか。
  - (2)の② 公平誠実義務違反による責任を軽減する方策として、プロラタによる弁済等についても考え方を整理しておく必要があるのではないか。
  - ③ 利益相反を理由とする社債管理者の辞任や新たな社債管理者の選任について、米国のトラ

スティの状況や米国信託証書法等を参考に、具体的な方策を検討してはどうか。

- (3) 以上の内容の実効性確保のために、法令、社債管理委託契約、市場慣行による措置について、検討する必要があるのではないか。

#### 【意見交換】

##### (1) 社債管理者の裁量権、社債管理者に期待される役割

- ・ 社債管理者の裁量に任せていた部分がある程度減らす一方、社債権者から何らかの形で意思を表明してもらい、それを集約、決定していくこととするのが、これまでの本部会での基本的な議論の方向性だと理解している。ただ、その具体的なイメージは、未だ共有できていないように思われる。例えば、新しい社債管理者は、社債権者の意向を確認したうえで、ある程度能動的に行動することになるのだろうか。例えば、請求喪失や、破綻の法的整理手続に入る前の保全・回収の場合、社債管理者は、自ら積極的に社債権者集会を招集することが想定されているのか。それとも、基本的には、そういったケースでも通知するだけであり、社債権者から何らかのアクションがあってから、受動的に行動していくことが想定されているのか。今後、議論を深めるにあたり、こうした点について、認識を共通にしておく必要があるのではないか。
- ・ 前者であれば、招集を「かける」、「かけない」という裁量の問題が残ることとなる。後者であれば、裁量の問題はほぼ解消するものの、社債権者が自ら社債権者集会の招集請求などをアクティブに行うといったことが現実的に可能なかどうかという問題があり、その点がクリアにならなければ、結局は絵に描いた餅として終わりかねない。どちらを想定しているのか、整理しておく必要があるのではないか。
- ・ 御指摘には同感である。前回までの議論では、社債管理者の裁量権を縮小化する方向で議論が進んでいたもので、資料1は、裁量権を全く持たないような前提で整理されているが、本当にそれでよいのか、議論が必要だろう。資料においても、投資家保護の観点から、例えば、2の(1)のモニタリングでは、①から③まで、社債管理者の裁量権をなくす方向性であるが、④では、社債管理者に調査権を持たせる必要があるのかどうかと問いかけている。同様に、2の(4)の期限の利益の喪失でも、④では、期限の利益の喪失の判断において、社債管理者は主体的な役割を担わないと整理されているが、次の⑤では、コベナンツ等には抵触していないが、発行会社の信用力の毀損が疑われる事態になった場合に、社債管理者の判断による期限の利益の喪失を認める条項を残すべきかとの問題提起がある。これは、現行、信用害損条項と言われているものであるが、こういった点について、きちんと議論しなければ最終的な方向性がはっ

きりしないのではないか。

- ・ 投資家の観点から、今の意見には全く同感である。社債管理者を置くといっても、誰のために社債管理者を置くのか、どういった投資家を想定しているのか、どういった債券を想定しているのか、少々漠然としているので、何が必要なかが整理されていないのではないか。例えば、個人投資家のためならば、アクティブにデフォルト宣言がしにくい仕組みでは、うまく機能しないのではないかと考えられるため、ある程度現在の社債管理者の制度を残したほうがいいのではないか。一方、プロの投資家に販売する社債を想定するならば、こういった仕組みでもうまく機能する余地があるのではないか。まずはどういった投資家が対象で、どういった役割が必要なのか、きちんとターゲットを絞ったうえで議論すべきではないか。
- ・ 2の(4)の「期限の利益喪失」の⑤で、粉飾決算の噂等が出ている場合には、社債管理者の判断で期限の利益の喪失の余地を残すとしている一方で、期限の利益の喪失後は社債権者の意向に基づき対応するとなっており、ずいぶん社債管理者の役割が違ってきている印象である。
- ・ 投資家の立場で考えると、2の(3)の③にある、コベナンツに抵触した場合のアmend、ウエーブについて、一定数の社債権者の同意や社債権者集会の決議による対応は、現実にはかなり難しいだろう。米国でハイ・イールド債に投資している投資家は、少々のことには目をつぶる代わりに、多くのクーポンを手にしたというスタンスで投資しているため、期中のモニタリングは緩いと考えられる。言うならば1円でも多く回収するための交渉を、社債権者集会主体で進めるのは現実的ではなく、発行会社も対応できないのではないか。コベナンツに抵触した場合のアmend、ウエーブは、実際の銀行の実務レベルではどのように行われているのか。それについて、発行会社はどのように感じているのか。こういったことを参考にしながら、決めていっては如何か。
- ・ 社債権者集会で合意を形成するのは、かなりレベルの高い議論が尽くされない限り無理ではないか。プロの投資家が集まって社債権者集会を開いても、なかなかまとまらないと思われる。仮に社債管理者の義務や裁量がある程度減らしていくことで、社債管理者が投資家のためにある程度ハンドリングする役割が日本のマーケットから失われてしまうと、プロの投資家でも無理な判断を、個人投資家やプロではない投資家で集まって議論をして決めていくこととなるが、これはほぼ不可能に近い印象である。クレジットのグレードで切り分けるよりも、投資家の属性・能力で区切った方が、うまく機能するのではないかと思う。やはり、現在の社債管理者の仕組みは、例えば個人投資家等のために残しておいて、別途、今まで議論していた社債管理人(仮

称)等の仕組みを整備する方が現実的ではないかと考える。

- ・ 日本の個人投資家で、海外のハイイールド商品を買っている方は、実際には、多くが投資信託を通じた買付であり、投資信託というプロに任せ、クーポンのみを享受しているのが実態ではないか。
- ・ 証券会社が、例えば、格付けがBBやBの社債を個人投資家に販売することは、適合性の原則の面からの問題や懸念がある。証券会社の判断にもよるが、現実問題として、個人投資家には勧誘できないのではないかと。問題ないという個人投資家がいても、保有する金融資産の額が非常に大きい、プロの投資家に準ずる者だろう。
- ・ 社債管理者を置き、その権限・責務を強化することで社債権者の保護を図るという会社法の趣旨を考えると、社債管理者の裁量の余地を大幅に狭める現在の案では、社債管理者の機能・役割が消極的になりすぎる印象である。仮に現在の案の実現を目指すならば、会社法の改正なしでは難しいのではないかと。金融機関が社債管理者を務めることができるよう、社債管理者の責任範囲をある程度限定することは必要だと考えられる。しかし、また一方、社債への投資意欲を投資家に持たせることも必要であり、投資家が、有事の際に投資家に代わって対応してくれる機関(社債管理者)が置かれていない信用力の低い低格付社債を買えるのか、考える必要がある。これまでの日本の実情を見ても、機関投資家は、必ずしも専門的な判断を機敏に下せるわけではない。
- ・ 社債管理者の善管注意義務や職務の範囲を明確にするのは必要なことであり、裁量権をなくしてしまうよりは、むしろ責任範囲を限定する、一定の条件で免責されるようにする、損害賠償範囲をある程度明確にするといった方向で改善を図ってはどうか。ある程度裁量の範囲を縮減するとしても、ほとんど実体がない形としてしまうのは、投資家の立場を考えれば、少々バランスが悪い、社債管理者の本来の目的から逸脱してしまっている印象である。
- ・ 社債管理者による社債の期中管理について、これまでは様々な可能性を探るための議論がなされてきたが、資料1では、かなり明確な方向性を打ち出したという印象である。具体的には、社債管理者の権限を具体化し裁量の範囲を小さくすることにより、様々な案件、特に低格付社債において、社債管理者に関与してもらう可能性を増やしていくことにより、社債市場の活性化につなげていくという方向性である。この方向性には、十分に合理性があると思うが、やはりこの方向性でも社債権者の保護が十分に図られることを確認できることが、その大前提になるのではないかと。

## (2) 社債の期中管理、コベナンツ管理

- ・ 2部会でのコベナンツの議論との関係であるが、仮にコベナンツにヒットし、実際にウェーブをする場合、現行では社債管理者が発行体と協議のうえ担保付に切り替える対応しか取られていない。これ以外のやり方を考えていくには、米国の実務等も参考に、振替制度をうまく活用することを検討する必要があるが、実務的にはなかなか難しいのではないかと思う。そもそも社債の期中管理について議論しているのは、低格付社債の発行・投資を拡大するためには、コベナンツを付していくことが一つの有効な手段になるのではないかという考え方がまず基礎としてあり、第3部会ではコベナンツのモニタリングや、抵触した場合のアmendといった、コベナンツの実効性を担保するために、社債の期中管理についても議論を行っている認識している。
- ・ 仮に第2部会でコベナンツの多様化が必ずしも低格付債の拡大に寄与しないという方向に議論が進むとすれば、社債管理者の社債の期中管理の議論の必要性は薄れ、F A債でいいのではないかという展開にもなりうるだろう。
- ・ 確かにコベナンツが付いたほうが投資家は買いやすいが、発行会社の立場からすると、銀行ローンと比較してどちらが合理的なのかということになる。米国では、いわゆる低格付けのレバレッジが高い会社の場合、銀行は担保を要求し、コベナンツの期中モニタリングもしっかり行う。一方、そうしたハイ・イールド債に投資するのは機関投資家であるので、無担保でコベナンツも緩めとする代わりに、クーポンで補うことを求めるスタンスである。発行会社として使い勝手が良くても、投資家が買わなければマーケットは発展しない。しかし、投資家が買いたい条件ばかりを要求すると、発行会社はローンに流れてしまうので、現状と何ら変わらないことになる。発行会社の意見等もしっかり聞いて議論すべきだろう。
- ・ 発行会社から見て基本的には同意見であるが、様々な発行会社があるので、一般論として整理するのは非常に難しい。

## (3) 情報開示及び投資家への周知

- ・ 2の(5)「情報開示及び投資家への周知」について、(4)の⑤とも若干関わってくるが、情報開示の仕組みとして、具体的に何を想定しているのか。法定開示としては、公募社債では、有価証券報告書等により開示されているが、例えば、上場会社が取引所で行っているような、いわゆる適時開示のようなものまで求めるイメージなのだろうか。仮にそうであれば、どういう形で制度を担保するのか、考えなければならない。法定開示だけで十分とする考え方もある

とは思いますが、できる限り社債管理者の裁量権を減らし、投資家の自己判断を重視していくというのであれば、当然、発行会社の情報開示を充実させる必要が生じると個人的には考えている。そうすると、法定開示だけで十分なのか、議論する必要があるのではないかと。

#### (4) 社債管理者の善管注意義務

- ・ 資料1は、これまでの本部会の議論の延長線上にできており、社債管理者の善管注意義務については、裁量権を少なくすること、社債管理者がすべきことを社債管理委託契約証書に具体的に規定することで、「それ以上のことは基本的にはやる義務はないようにする。」、「規定されていることをきちんとやれば、善管注意義務を負わないようにする。」という考え方に立っている。これには、米国トラスティの実務がかなり参考になるのではないだろうか。しかしながら、日本の会社法の下で、「規定されていることをきちんとやれば、それ以外のことはやらなくても善管注意義務違反にならない。」という考え方が成り立つかどうかについては、今後よく検討しなければならない。
- ・ 参考までに、米国の信託証書法「Trust indenture Act of 1939」を見ると、やはり条文に明確に規定がある。例えば、デフォルト前の義務については、社債管理委託契約に明確に規定されている義務の履行以外には責任を負わない旨が明記されている。他にも、社債管理委託契約の要件を満たす証書、意見書等に依拠してよいといった内容が、明確に信託証書法に規定されている。もっと一般的なことでは、日本でいうビジネス・ジャッジメント・ルールのような内容についても、基礎となる事実の認識に過失がなければ、善意で行った判断に関するエラーについては責任を負わないと、信託証書法で明確に規定されている。こういったことが規定されていない日本の会社法の下で、社債管理委託契約に規定されていないことはやらなくてもいいと言えるのかどうか、よく検討しなければならない。
- ・ 他方で、米国の信託証書法が制定された背景を調べてみると、それまでは、信託証書「Trust indenture」において非常に多くの免責が規定され、様々な場面でトラスティの免責が認められてしまうような契約内容で弊害が生じていたため、免責範囲を明確にするために「信託証書法」という法令で規定したという立法経緯のようである。これは、本来、契約にある内容を遵守していれば原則的には免責になる、すなわち法律で限界がなければ、免責して差し支えないという発想なのかもしれない。これについて、日本の会社法ではどう考えるのか、今後よく議論していく必要がある。
- ・ 会社法における取締役や社債管理者の善管注意義務と、民法における善管注意義務との最大

の違いは、会社法上の善管注意義務は民法上のそれと異なり強行法規化されている点だろう。他方、会社法上の善管注意義務自体は強行法規であっても、どのレベルの事務を行うかについては、当事者が合意により決定できるのが基本的な考え方であると思われる。善管注意義務の強行法規性の問題と、何を善管注意義務の対象とするかという問題は、区別して考えることも可能であろう。しかしながら、日本の会社法では、善管注意義務は強行法規という考え方で、一方、米国の信託証書法は、基本的には任意法規だと考えられているようであるので、その点が少々状況が異なるのかもしれない。

- ・ 今の点についてであるが、どのような作為・不作為義務を負うのかという問題と、作為・不作為義務を履行するにあたって、どのように注意義務を尽くす必要があるのかという問題とは別の問題であり、善管注意義務は後者の問題であると考えられる。従って、どのような作為・不作為義務を負うかという問題は、善管注意義務の存在を前提にしても議論ができ、作為・不作為義務の内容が限定的で裁量の範囲を制限されたものであれば、免責となる場面も広がる。
- ・ 会社法 705 条は、「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、非常に広範に規定してあるようにも見える。社債管理委託契約の中にも、これに相当する条項が記載されているようである。しかしむしろ、この 705 条の内容を、社債管理委託契約の条項により制限することができるのかどうかは課題であろう。仮に、「契約に従って」という文言が黙示的に含まれているので、契約条項によって制限ができるという解釈が可能であるなら、それで解決できるが、この点がクリアできないならば、法律面での手当てが必要になるのではないか。
- ・ 例えば会社法 705 条 1 項の権限を制限し、債権の保全・回収についても社債管理者自らの判断によるのではなく、社債権者の意向に基づくようにできるのかどうかであるが、社債管理者という立場を定めること自体が、こういった権限とセットになっているという考え方に立つと、やはり会社法の趣旨に反すると言えるかもしれないので、慎重な検討が必要である。
- ・ 保全・回収について、例えば保全処分の申立の手続きは、早く行わなければならないので、社債権者の意向を確認してからという対応は現実的ではないだろう。保全処分や強制執行を行うことに、どの程度の裁量が必要になってくるかを考えると、保全や執行が必要な場面では、ある意味裁量の余地がない。そういうこともあるかもしれないので、どの程度までの裁量が、社債管理者としての負担の範囲内にあるのか、慎重に考える必要がある。

- ・ 裁量権の制限については、逐一社債権者の意向を確認し、判断するのは社債権者であるという枠組であることになるが、不特定多数の社債権者の意向を確認するには、現実的には社債権者集会を開催し、逐一決議を取るということになる。そういったことが本当に可能なのか、あらためて考える必要がある。仮に難しいということであれば、例えば、あらかじめ決めた代表者に特定の事項の決定を委任する代表社債権者制度（会社法 736 条）の利用環境を整えるなどの対策、制度改革も視野に入れながら考えていかなければならないのではないかと。
- ・ 資料 1 の新しい社債管理者は「社債の期中管理」の整理・取りまとめであるが、内容的にはデフォルト後のことについても触れられている。デフォルトが発生した後は、社債管理者の義務や責任が変質するという前提で取りまとめられているのか、それとも、表題どおりに社債の期中管理のことのみを考えて資料 1 が作成されているのか。
- ・ これまでの本部会では、社債のデフォルト後については社債管理人（仮称）という新しい仕組みについて議論を行っていたので、資料 1 は、デフォルト前の社債の期中管理をメインに据えて整理・取りまとめている。今後、議論が進めば、基本的には、新しい社債管理者、社債管理人は、現在の社債管理者の機能・役割が縮小化されたものというイメージになるのではないかと。

#### (5) 社債管理者の公平誠実義務（利益相反）

- ・ 個人投資家、機関投資家という切り口があったが、社債のメリットとして、機関投資家であっても、小口で保有することができること（保有することの管理コストが小さいことによる）、さらに、保有し続けたくなければいつでも売却ができることはメリットであろう。すなわち、小口であることと、流動性があることは、社債の大きな特徴でありメリットである。こうした機関投資家の観点から考えると、貸付けを行っている銀行等が、本当に社債管理者に就任できるのか、十分に議論する必要があるのではないかと。あるいは、その点が問題ない案件だけに適用するという方向も考えられるのではないかと。
- ・ 公平誠実義務については、いくら社債管理者の権限を絞っていても、利益相反の問題が残っている限りクリアできない。つまり、契約の手当てだけではクリアできない問題である。
- ・ 社債管理者の担い手は、今までの担い手であるいわゆるメガバンクを中心に考えているのか。そうであるならば、やはり貸出人である以上、社債管理者の義務や裁量権が軽くなったとしても、利益相反の問題が残ることになり、解決していかなければならない。既存のプレイヤーがそのまま続けていく前提なのか、信託銀行等の新しい担い手の出現を想定しているのか、どち

らか。

- ・ 資料1は、現状では利益相反の問題があるが、解消若しくは軽減し、新しい社債管理者の担い手が出てくることを期待し整理してある。
- ・ 投資家の問題もある。資料1は、低格付社債の発行を増やしていくには、どのように投資家保護をすればよいのかという観点で作成されていると思われるが、日本の場合、社債権者であると同時にローンの出し手でもある投資家が入ってくる場合もある。米国であれば、年金、生命保険会社、ヘッジファンド、ローンを持っていない銀行等が主要なプレイヤーであるが、日本の場合、投資家がローンも出している場合がある。仮に社債管理者が発行会社の法人関係情報を持っている場合には、投資家との間の社内規定、ウォールクロスの問題、情報共有の禁止といった点についてしっかり解決しておかなければ、ローンの出し手として入手した法人関係情報が、そのまま他の部署に回り社債権者としても情報を知り得ることになり、混乱してしまうのではないか。
- ・ 特に、最近のADR等では、レンダーには情報が入るが、社債権者には入らないというようなことになっている。本来はパリパス（債権者平等）であるはずなのだが、実際問題として議論に乗ってこないケースもある。

## 2. 社債管理委託契約の見直し案(タタキ台)

社債管理委託契約の見直し案について、配布資料2「社債管理者の善管注意義務に関する社債管理委託契約の規定（案・たたき台）」に基づき、野村昌弘氏（三菱東京UFJ銀行 シンジケーション部証券市場グループ調査役）から、次のとおり報告・説明が行われた後、意見交換が行われた。

### 【 報告・説明 】

資料2は、コベンツの具体化、明確化、裁量権の縮小化というテーマについて、国内や米国・英国の実例等を踏まえ、考えられる内容をタタキ台として取りまとめたものである。決して社債管理者（銀行界）としての要望ではない点、あらかじめお断りしておきたい。

（公平誠実義務、善管注意義務）

- ・ 1ページの社債管理者の権限総論、公平誠実義務、善管注意義務は、会社法704条、705条の内容を受けた規定で、基本的には法令及び社債管理委託契約の定めに従うこととなっている。

「契約に定めるところに従う」という文言の歴史的な背景は、商法では、社債管理委託契約に定める約定権限に、善管注意義務等が及ぶかどうか、明確ではないという議論があり、社債管理者自らが善管注意義務があると契約の中で明確にするため、このような文言が入った。

- ・ 現在の会社法の下では、約定権限にも法律上の義務が及ぶと明文化されているので、法令の枠内という大前提の下ではあるが、「及び以下」をとることで、契約の範囲内で義務を負うということ逆を逆に明確化できないかということで、このように見直しを行った。

#### (期限の利益喪失事由)

- ・ 期限の利益の喪失事由については、従来、社債の期限の利益の喪失として、一部の銘柄で請求喪失も確かにあるものの、基本的には当然喪失であり、何か事由が起きれば、何ら手続を取ることなく期限の利益の喪失が確定するというのが一般的な約定だった。しかし、これまでの本部会の議論で、一部の事項については、請求喪失にし得るのではないかという意見があり、どの項目を、どちらに分類するのかといった議論の余地はまだあると思うが、ひとまず請求喪失とする場合の考え方や手続について提案したい。
- ・ (1)では、請求喪失の事由が継続している場合において、社債管理者はその裁量により、又は社債総額の一定以上の割合の社債権者からの請求があった場合、あるいは社債権者集会の決議による請求があった場合には、請求された方の持ち分だけではなく、社債総額について期限の利益を喪失するという旨の案文を提示している。一方(2)は、いわゆる当然喪失であるので、それを明確にするために通知・請求等の手続を要しないと明記している。
- ・ (1)と(2)にある期限の利益の喪失事由として考えられるものの割振りについては、それぞれ「請求喪失」と「当然喪失」のどちらがいいのか、検討の必要がある。これは、あくまで一例としての分類であるが、(1)の①にある契約に定める義務違反については、社債権者として、見逃してもよいという判断もあり得るので、請求喪失のほうがふさわしいのではないかと考えている。(1)の②は他の社債の期限の利益喪失、③は社債以外の債務の期限の利益の喪失、いわゆるクロスデフォルト条項である。④の支払停止あるいは手形交換所の取引停止処分を受けた場合、⑤の発行会社以外の第三者による破産・再生手続き等の申立があった場合、⑥の強制執行、仮差押、競売等があった場合については、社債権者の判断として見逃し得るということであれば、当然喪失にはせずに、請求喪失にするという考え方もあり得る。
- ・ (2)では、①は元本の償還不履行、②は利息の支払いの不履行、③は自己破産等発行会社自らによる破産・更生の申立、④は第三者による破産等の申立があり、開始決定が下りた場合等を挙げている。(1)の⑤の第三者の申立は、本当に破産手続がよいか、議論している段階だと

考えられるので、この段階で当然喪失にしてしまうのは、発行会社にとっては厳しいと考えられる一方で、開始決定が下りれば法的手続となるので、期限の利益喪失を確定し、デフォルト後の手続に入っていくことになると考え、このように分類している。

- ・ (3)では、期限の利益の喪失事由が発生した場合、あるいは発生し得るという事態が起こった場合に、発行会社から社債管理者及び社債権者への通知を義務づけることにより、社債権者がそういった事由が発生したと認識できるようにしている。特に、借入金の債務不履行、手形交換所の取引停止処分といったものについては、第三者から見て容易に事態が把握できるものではないので、発行会社自ら通知することとした。しかしながら、社債管理者にまず通知してから社債権者にする順序が正しいのか、又は社債権者にまず通知すべきなのか、あるいは現に社債を持っている方だけではなく、投資家がセカンダリー・マーケットでこのような事由が発生していることを知らずに買うことを未然に防ぐために、株式の適時開示に準じたような形でマーケット全体に対して通知・開示すべきなのか、実際に通知する場合の方法をどうするか等、さらなる検討が必要だと考える。

(発行会社が提出した書類等への依拠、外部専門家の意見等への依拠)

- ・ 3ページの「発行会社が提出した書類等への依拠」であるが、米国のトラスティでは、信託証書に発行会社が出した決議、証明書等依拠する限りにおいては特段の責任を負わないという免責条項がある。このような条項は、英米のトラスティにおける信託証書で見られると同時に、日本のマーケットでもサムライ債やABSの一部の社債管理者設置債で見られる。「外部専門家の意見等への依拠」は、弁護士・会計士等の専門家の意見に依拠できるという旨の規定である。これについても同様に、英米や日本のサムライ債等の一部の銘柄で見られる規定である。

(「通知がないのは良い知らせ」原則)

- ・ 4ページの「『通知がないのは良い知らせ』原則」であるが、特に、期限の利益の喪失事由の部分は、社債管理者として発行会社からの通知を受ける規定とのセットになっている。そこで、そういった通知がない限り、期限の利益の喪失事由は発生していないとみなすことができるという旨の規定である。これも、英米や日本のサムライ債等において見られる規定である。

(訴訟及び倒産手続等における社債管理者の権限)

- ・ 「訴訟及び倒産手続等における社債管理者の権限」であるが、会社法において、破産・再生等の手続には、原則として社債権者集会の決議が必要であるが、契約に定めれば、社債権者集会の決議なしで、社債管理者の裁量で行動ができるという規定がある。そこで、社債管理者は、

基本的に裁量的な行動をせず、社債権者集会の決議に従うことを明示している。現在のマーケットで使われている社債管理委託契約でも、このような規定を置いている例はある。このような規定を置かないことの意味についてであるが、会社法では、社債権者集会の決議を不要とする場合には契約で定めるという規定となっており、契約に定めがないということは、社債権者集会の決議が必要であることと等しい。現在の日本のマーケットの社債管理の枠組みの中では、社債管理者は、契約に明記されているかどうかにかかわらず、社債権者集会の決議なしで行動するという引受けていないのが現状である。

#### (社債管理者による強制執行等、補償)

- ・ 「社債管理者による強制執行等、補償」の(1)では、社債の償還期限が到来した後、あるいは期限の利益を喪失している場合、(2)では社債権者からの請求あるいは社債権者集会の決議がない限りにおいて、強制執行等の手続を原則とらないと定めている。これは、費用の補償があれば強制執行するという規定を含めて、英米の信託証書においては一般的な規定である。現行の日本の会社法の下で、こうした規定が置けるのかどうか、検討・確認が必要である。
- ・ (1)の後段で、「本社債の社債権者は」以降をカッコ書としている。欧米では、トラスティによる手続が進行している限り、個別の社債権者による強制執行等の手続行使を制限する形が一般的な規定となっている一方で、会社法の下で、このように社債権者の個別権利行使を契約で制限し得るのか、検討・確認の必要がある。

#### (債権者の異議手続における社債管理者の権限)

- ・ 5ページの「債権者の異議手続における社債管理者の権限」であるが、これは会社法740条2項ただし書に該当する内容である。社債管理者の裁量権を少々制限している部分であるが、債権者の異議手続では一般の債権者が異議を申し立てるような局面においても、社債の場合には、会社法であらかじめ契約に定めれば、社債権者集会の決議によらず、社債管理者が単独で異議を申し立てることができる旨の規定がある。商法が会社法に変わる際にも議論があったが、社債管理者を務める立場としては、このように裁量的な行動を求められるのは、負担が重い。そこで、このように例外条項を規定することにより、旧商法時の実務と同様に、社債権者集会の決議を必要とする枠組みとなった。現状でもこのようになっているが、今後も同様の枠組みにしてはどうだろうか。

#### (調査権限)

- ・ 5ページの「調査権限」については、現行の一般的な規定では、「契約の定めるところに従

って権限行使あるいは義務の履行のために必要である場合には、発行会社ならびに子会社についての調査ができる。」とされている。さらに発行会社には、調査に協力する義務を負っている。また、会社法にも調査権限の定めがあるが、裁判所の許可が必要で、対象も社債発行会社のみに限られているので、契約により、裁判所の許可を不要にし、対象を子会社等にも広げているというのが現状である。資料2では、この考え方は踏襲しつつも、社債管理者の裁量ではなく、あくまでも社債権者の請求や社債権者集会の決議によって要請された場合のみに、調査を行うという枠組みにしてはどうかと整理している。なお、調査が本当に必要かどうか判断が難しい場合に、とにかく調査しろという要請が出てくる可能性もあるため、そういったある種濫用的な請求があった場合の対応についても、併せて検討する必要がある。

(社債管理者に対する定期報告)

- ・ 6ページの「社債管理者に対する定期報告」では、決算内容や有価証券報告書等の法定開示書類を社債管理者に提出する義務について定めているが、これは現状でも見られる規定である。発行会社からの通知・報告や、開示書類に基づく社債管理業務の大前提となる規定である。

(発行会社による通知)

- ・ 7ページの「発行会社による通知」では、デフォルト事由等が発生していない旨の証明を、発行会社自らに求めている。また、仮にそういった事由等が発生していれば、その内容について通知する義務について定めている。これも、欧米の信託証書で見られる規定である。「『通知がないのは良い知らせ』原則」との関係で、有事の際には、きちんと通知していただく、あるいは、期限の利益の喪失事由が起こっていないのであれば、その旨を発行会社自らに宣言いただくことにより、事実を確認できるようにしている。
- ・ 「発行会社による通知」は現行の社債管理委託契約でも一般的に定められている規定である。今後、このような通知が必要なのかどうかは検討が必要ではないか。議論の余地があるだろう。さらに、通知の宛先を社債管理者にすべきなのか、開示又は、社債権者自らに管理をお願いするというのであれば、社債権者やマーケットへの通知・開示とすべきかもしれない。さらに、社債管理委託契約等に基づき社債管理者が必要であれば、必要な内容の通知・報告等を発行会社が行うための規定があるが、これに類する規定は、欧米の信託証書には散見される。

(「担保付社債への切換」及び「特定資産の留保」)

- ・ 8ページの「担保付社債への切換」及び「特定資産の留保」は、現状では一般的な規定であるが、これを廃止してはどうかとの提案である。ブリッジ条項としての担保切換条項は、発行

会社自らが担保提供しての担保付への切替、すなわちコベナントに抵触した場合のウエーブとしての担保付への切替以外の種類の担付切換条項のことである。これは、実務の立場からは、社債管理者の裁量的権限の典型的な事例と考えており、裁量権の縮小という趣旨に則れば、削除したほうがよいと考える。「特定資産の留保」の現状の規定では、発行会社の特定の資産を本社債以外の債務の担保に供しない、何ら担保に供されていない資産を、いざ担保を付けなければならぬ場合に供えて取っておくという規定であるが、仮に担付切換条項を置かないのであれば、担保となるべき資産を確保しておく規定も不要と考えられるため、削除を提案している。

#### (社債管理者の辞任)

- ・ 9ページの「社債管理者の辞任」は、利益相反等の契約に定める事由が起こった場合、社債管理者は、後継の社債管理者を定めたくて辞任することができる旨の規定であり、現状でも同じような規定が置かれている。これは、商法が会社法になった際に、契約に定める事由による辞任が会社法で認められたことを受け置かれた規定であるが、担保付社債の信託証書においては、会社法が制定された平成17年より前から同内容の規定があった。どのように後継者を定めるかという点について、会社法の条文や解説等を見ても、社債管理者が辞任できる事由を与えるが、一方的に辞任してしまわないように、後任を探す義務を課すという仕組みになっており、社債管理者自身が後任を探してくる制度になっている。一方、発行会社としては、何ら付き合いのない者が後任の社債管理者に就任されても困るのではないかと。社債権者から見ても、後任の社債管理者について、権利の保全のうえで重要な関心があるのではないかと。発行会社等との関係を見据えた枠組みを設ける必要があるのかもしれない。

#### 【意見交換】

##### (1) 社債管理者の善管注意義務

- ・ 資料2の4ページの「『通知がないのは良い知らせ』原則」について、米国では、デフォルト前においては、信託証書に規定される義務の履行以外について、トラスティは責任を負わないと信託証書法で明記されている。そういった条文のない日本の会社法の下で、社債管理者が、「『通知がないのは良い知らせ』原則」に則った契約条文に依拠して、何も行動・対応を行わなかった場合に、善管注意義務は負わないと言えるのか、よく考える必要がある。
- ・ 同様に、資料2の3ページの「発行会社が提出した書類等や外部専門家の意見書への依拠」についても、米国では信託証書法に根拠があるので、このような建付けにできるが、会社法の

下で、どこまでこういった規定が有効になるのか、善管注意義務違反にならないのか、よく考える必要がある。タタキ台には、「法令が許容する限りにおいて」とあるので、おそらく条文としては有効なのだろうが、法令が許容しない範囲の事項については、当然ながら意味がなくなってしまう。よく検討しなければならない点ではないか。

## (2) 社債権者からの請求、社債権者集会

- ・ 資料2では、一定数の社債権者からの請求や社債権者集会の決議があった場合の様々な手続が示されているが、具体的にどの程度の社債権者の比率とするのが望ましいのか、非常に悩ましい。会社法では、特別決議が必要な事項は限定列挙されており、それ以外は普通決議と理解しているが、普通決議のレベルならば、無関心な社債権者が多い中で、いかにコントロールしていくかが焦点になるので、比較的過半数を取りやすい。一方、一定数の社債権者からの請求があればデフォルトとする請求喪失の場合、一定数をどのように考えればいいのか、イメージがわからない。
- ・ 具体的にどの程度というアイデアはないが、欧米の事例では、4分の1から3分の1の場合が多く、一つの参考にはなるのではないか。
- ・ 社債権者集会の決議との平仄について、確かに特別決議の事項は限定列挙になっているので、それ以外は普通決議になってくると考えられる。一方、特別決議が最低レベルで可決する要件は、社債権者の9分の2、約22パーセントの賛成があれば出席要件と可決要件の両方の掛け合わせで可決される。これを踏まえると、例えば4分の1、25パーセントというのは、あながち低すぎる数字ではないという印象ではあるが、どの程度の要件がふさわしいのか、議論していただく必要がある。
- ・ 4分の1にしる、3分の1にしる、少数の社債権者が請求し、他の社債権者はそれとは反対の意見である場合に、何らかの責任は生じるのか。社債の一体性、団体性の観点からは、請求している者の割合が低ければ低いほど、問題が生じうるように考えられるが、如何だろうか。
- ・ 法的な質問で、実務家の立場で答えるのは難しい。
- ・ 何分の1という要件・数字を考えるに当たって、例えば請求喪失のトリガーを引かせるかどうか、強制執行等を行うかどうかといった、ゼロかイチか、どちらかを選ぶ性質のものと、例えば調査権限の発動を依頼する、通知を依頼するといった性質のものとは、かなり事情が異なるのではないか。特に前者については、例えば強制執行を避けたい社債権者のほうが多いか

もしれない中で、少数の社債権者の意見だけで強制執行を決定していいのかという議論は当然あるだろう。他方、例えば調査の依頼といった内容であれば、必要ないと考える社債権者が多数派であったとしても、調査すること自体が、反対派の社債権者の利害を害するといった事態に陥るとは考えにくい。分けて議論したほうがよいのではないか。

- ・ 日本の会社法は、社債の一体性、団体性を強調しており、その点は米国とはずいぶん状況が違うのではないか。
- ・ 米国では、一般的に、デフォルトの宣言や強制執行といった法的な手続を決定する局面においても、25 パーセント等、比較的低い要件で決定することができることとなっている。しかし、例えばデフォルトの宣言の場合、同意しなかった過半数の社債権者には、事後的にデフォルト事由が治癒されている場合に限り、それを覆すことができる権限が与えられている。しかしながら、あくまでも治癒されていることが前提であるので、事実上あまり現実的ではない条項となっている。基本的には、25 パーセントの社債管理者の同意でデフォルト宣言できるという内容に、近いものになっていると言える。
- ・ 期限の利益の喪失が確定した後、強制執行やその他の保全といった手続を取ることにについては、25 パーセントの社債権者は、最初にトラスティに対してそういったアクションを起こすよう請求を行う。トラスティは、請求を受けた後アクションを起こすまでに、例えば 60 日間といった一定の猶予期間を置く。その間に請求をしなかったマジョリティの社債権者は、トラスティがアクションを起こすかどうかにかかわらず、反対の意見を提出しストップさせることができる仕組みになっている。
- ・ また、トラスティ自身もそういった訴訟行為や強制執行といった権限を自らの意思により行使することができる。（実務上トラスティは裁量権の行使について抑制的なので、実際にかかる権限を行使する場面はそれほど多くはないかもしれないが）法律上・契約上はかかる権限を行使できることにはなっており、その場合もやはり、マジョリティの社債権者は、その行使の仕方について指示を与えたり、行使を止めたりする権限を有している。したがって、トラスティ単独、あるいは 25 パーセントといった比較的少数の社債権者に与えられている権限もあるが、これについてマジョリティの社債権者には、何らかの形でストップをかけたり、内容について変更指示ができる仕組みとなっている。制度面と、実際に機能するのかという面は、別の問題だとは思いますが、米国ではこのような仕組みになっている。
- ・ 例えば、会社法 739 条 1 項は、利払いや定時償還の遅延等があった場合に、期限の利益の喪

失を社債権者集会の決議で決定するという規定であり、これには特別決議が必要で、特別決議が成立し得る要件であれば、やはり少数の方の請求であっても、請求喪失全額について適用させる正当性が成立し得るのではないか。

- ・ 請求喪失と当然喪失について、資料2の3ページの(2)で当然喪失と整理されてる①、②の支払義務違反についても、米国では一般的に請求喪失となっている。(普通のコベナンツ違反を請求喪失としているのは、治癒の機会を与えるという意味合いもあるのではないかと思うが)支払義務違反については、デフォルト宣言の前の段階で、いわゆる私的整理などの対応を行う余地を残すという趣旨ではないか。(ここで当然喪失としているのは、デフォルト宣言の同意が取りにくいので、できる限り迅速に処理を進めるため、当然喪失としたほうが逆に良いといった判断もあるかもしれないが。)
- ・ 会社法の普通決議には、定足数の要件がないので、場合によっては一人だけの賛成でも可決という事態もあり得る。しかしながら、これまで日本での公募社債の社債権者集会では、事実上、普通決議であっても過半数の支持で決定しているのではないか。例えば、振替制度の下で大規模な社債権者集会が開催された事例として第一生命が基金を流動化した特定社債の社債権者集会がある。これは、第一生命が株式会社化するに当たり、業法上、基金を償還しなければならないので、繰上償還を行うために開催された。その際には、証券保管振替機構において、社債権者集会の開催・運営のための「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)」が策定され、実際に社債権者集会の招集前に、口座管理機関(証券会社、信託銀行等)を通じて、社債権者集会開催の情報を連絡した。その際、直接連絡がほしい社債権者は、発行体に連絡するよう併せて通知し、結果的に、相当数の社債権者から連絡があったようだ。社債権者集会において実際に議決権を行使したのは、社債権者全員に近かったのではないか。
- ・ 社債権者集会を使わない、もう少し柔軟な仕組を考える必要があるが、会社法の条文上の水準を参考に考えるよりはむしろ、マーケットの実態から考えなければならないだろう。そういった意味で、米国でもやはりマジョリティの意向が重要な判断材料となっている仕組となっているが、日本の過去の事例でも、同様の印象である。
- ・ 社債権者の一定の割合の支持に基づき社債権者の意思を反映させる仕組は、考え方によっては、社債権者集会の決議に拠らない、集会を開かないタイプの意思結集の方法を認める工夫と解することもできる。会社法における基本的な意思決定は、社債権者集会で行うこととされているので、部分的に抵触し得るかもしれない。米国では、細かい調整の規定が置かれていると

ということであるので、立法的に解決しなければならない論点になるのかもしれない。

- ・ 米国の実務では、社債権者集会という概念はそもそも存在しない。社債権者の何パーセントの同意や要求があれば、これができるというのが制度上や契約上のあり方となっている。原則、社債権者集会は開かれぬ。ただし、いわゆる倒産手続の際に、更生計画への同意を取り付けるための倒産法上の枠組みの中で、一定のクラスの債権者ごとに債権者集会という制度が設けられているので、ここではじめて集会を開催することになると聞いている。このように、米国では、社債自体の制度的な枠組みの中には、集会という制度自体がない点を補足しておきたい。
- ・ 社債法を、そもそも会社法の中に位置づけるのかどうかについても、国ごとに大きな違いがある。日本の場合、社債法は会社法の中に位置づけられており、社債の一体性、集団的意思決定という仕組が取られているが、諸外国では、社債法は会社法の中には含めない取扱いをしている国がある。

### (3) コベンナツ抵触時の対応

- ・ コベンナツに抵触した場合の対応について、社債権者が判断するとなっているが、現実的には、いわゆるテクニカル・デフォルトの状態になり、そのまま放置する発行会社は存在しない。例えばシンジケート・ローンのコベンナツにヒットして、有価証券報告書や臨時報告書等において、その旨が開示された場合には、ほとんどの発行会社は、株主・投資家に対して、事態を解消すべく金融機関と調整を行っているところとPRを行っている。同様に、社債のコベンナツにヒットした場合には、発行会社は、補正できるものは補正し、できないものについては対価を払ってでもアmendしようとする等、様々な方法を考える。その際にアドバイスするのが、投資家の代理人である社債管理者では、少々おかしなことになるので、投資銀行等がフィナンシャル・アドバイザーとして出てきて、対価をいただいてアドバイスを行う。
- ・ 契約上の手当て等を考えなければならないのは、そういったアドバイザーのなり手がいない、若しくはアドバイスできないほど、ひどい状態の発行会社についてであろう。そういった発行会社に対しては、デフォルトという形で処理するしかないと思われるが、スムーズにデフォルトさせるための仕組を契約書や法律に求めたいところである。平常時ならば、例えば利益維持条項に100万円足りなかった場合に、社債権者の意思を確認し対応を取りまとめることは、実務的には考えられない。おそらく、アmendとするか、その段階で繰上償還するかのどちらかではないか。
- ・ 投資家は、デフォルトを最優先で回避しようとするので、それほど重要ではないだろう。む

しろ、アmendやウエーブに対する社債権者の意思結集の仕組のほうが、発行会社にとっては重要であり、それがどの程度使い勝手がいいものかどうかで、社債とローンのどちらを選ぶのか決めるのではないか。

#### (4) 社債管理者に期待される役割

- ・ 資料2は、資料1で整理された考え方に基づいて、検討が必要となる論点を整理している。資料1の最後にあるとおり、契約対応だけで全ての論点がクリアされるとは考えておらず、会社法の改正が必要な部分、契約の見直しで対応できる部分、市場慣行を作っていかなければならない部分の三つが組み合わされて、初めて新しいルールができていくのだと考えている。その中で、一つの契約の見直しで対応でき最も検討に着手しやすい部分として、マーケット・スタンダードの契約書(モデル)を作るためには、具体的なイメージがあったほうが議論しやすいという事務局から要望があり、資料2を用意した。そのため、全ての論点を網羅しているとも、詰め切れているとも考えていない。また、現在の銀行界(社債管理者)のイメージに近いものではあるものの、この内容ならば銀行界は必ず賛同できることまで確認済みというわけでもない。
- ・ 資料2は、このような位置付けで用意したものであるが、今後の議論のタタキ台として使っていけそうか、お伺いしたい。このタタキ台を検討しようにも、例えば、「これは投資家保護という観点からあまりにもかけ離れており、これを叩いていくより別のものを作った方が早そうだ」というご意見があれば、これはタタキ台として使えないとのご趣旨となろうが、それを含めてお伺いしたい。また、これはタタキ台として使っていけそうにないのご意見の場合、可能であればぜひ対案をお示しいただきたい。資料2を検討の基礎として、今後の議論を進められそうか、率直な意見をお伺いしたい。
- ・ 本部会では、社債管理者とはどういったものであるべきかという点について、意見がまとまっていない印象である。どういった投資家で、どういったタイプの債券を対象に、社債管理者を設置していくのかについて、もう少し整理しなければ、具体的なドキュメンテーションをどういう形にすべきか、議論できないのではないか。社債管理者の義務や権限を、どこまで縮小していくのか、また、本当にそれが可能なのかという議論が先ではないかと感じている。そこが固まった段階で、資料2のようなものを改めて御提示いただき、それを基に議論を進めていくのが望ましいのではないか。
- ・ これまでの本部会の議論は、資料1にあるように、社債管理者の権限を具体化して、裁量を

できるだけ減らし、社債管理者の担い手を増やすという方向性で、ある程度コンセンサスができていていると考えている。そのため、資料2のような社債管理委託契約のタタキ台があれば、例えば、法律上どこまでできるのかといった限界を議論するうえで、問題点が明瞭になり、役に立つと考えている。資料2をベースに議論していくことは有益ではないかと考える。

- ・ 社債管理者について、メガバンクは、利益相反等の問題もあるため、現行の会社法の体系による社債管理業務を今よりも拡大できないというのが基本的なスタンスであるといえる。仮に利益相反の問題を抱えていない金融機関であったとしても、会社法の下での善管注意義務、利益相反、損害賠償等の範囲が不明確であるため、リスクがあり社債管理者に就任できないという状態が大前提としてある。社債管理者は、包括的な社債権者保護機能を持つことが求められるのであれば、それに見合う対価をいただく必要がある。仮に貸金と同程度のリスクならば、当然貸金並みのリターンを求めることになる。しかし、社債管理者に貸金並みのリターンを払ったうえで、なおかつ社債権者に金利を払ってまで、社債を発行する発行会社がいるとは考えられない。こうした状況の中で、低格付社債に社債管理者の設置を促そうというのが、本部会での議論が始まった大前提であると考えている。
- ・ コベンツの管理は、社債管理者の大きな役割の一つとなっているが、それは、コベンツの管理を投資家・社債権者自身が行うのは非常に大変であり、そこにフォーカスした形で、資料1が作成され、資料2もそれを前提に作られたと理解している。仮に、これでは意味がないというのであれば、社債市場の活性化には、社債管理者は機能しないという答えになるのではないか。
- ・ 社債管理者から見た場合、資料2の一部には、踏み込みすぎている部分もあるが、タタキ台としてならば許容できる最低レベルではないか。
- ・ 社債管理者は、例えば個人投資家といった、いわゆるノンプロフェッショナルな投資家のために、特に必要な役割であると考えている。そのためには当然、社債管理者の役割や責任範囲のある程度の明確化が必要であり、それ抜きでは社債管理者をこれ以上引き受けるのは難しいということについても、よく認識している。
- ・ しかしながら、これまでの本部会における議論は、ここまで社債管理者の多くの役割を投資家に委ねる方向性にはなっていなかったのではないか。本部会のこれまでの議論は、「今のFA債では、有事のことを考えると、投資家が安心して投資できないので、FAに代わるトラスティのような役割を設置できないか。そうすることにより、より多くの投資家が、もう少し低

格付社債にも投資できるようにできないか。」という流れであり、そのために「社債管理人(仮称)」という制度の提案があったと認識している。

- ・ 仮に資料2のレベルまで、社債管理者の義務・裁量の縮小化等を図ったとして、社債管理者を本当に必要としている個人投資家等に対しても問題ないのか、よく議論する必要があるのではないかと。社債市場の活性化の観点で、投資家にこれほど多くの事項を委ねる方向性で本当にいいのか、十分に検討する必要があるのではないかと。
- ・ 一方、ハイ・イールド債については、個人投資家には投資信託を通じて投資をするという発想が妥当なのかもしれない。低格付社債に何銘柄も分散投資できる個人投資家の数を考えると、あまり現実的ではない。一方、個人投資家が最大のリスクテイカーだということも事実であると思うが、そのマーケットが大きく広がっていくとは考えにくい。そういった意味で、ある程度の高格付銘柄ならば、社債管理者に就任できるという現状のまま、若しくは、もう少し社債管理者の責任範囲の明確化を図る程度に社債管理者の議論は止めておき、別途、新たな仕組みについて議論するというのが、これまでの本部会の流れではないかと。
- ・ 銀行サイドからの要望であるが、ひとまず社債権者保護という論点を外していただきたい。社債管理者の裁量権の範囲でいつも悩んでいるのは、「社債権者保護」という概念の定義が広すぎるためであり、これを言われると、議論にならなくなってしまう。本部会での議論が始まったころ、具体的にどんなことが社債権者保護として期待されているのか、再三にわたって確認してきたのは、まさにこのためである。具体的に要望があったのは、破綻後の処理を除けば、コベナンツ管理のみであると認識している。
- ・ 資料1及び2は、それを踏まえて作成されていると認識している。仮にそれ以外に何か具体的に必要な機能があるのであれば、もう少し具体的な議論の余地があるのではないかと。そういった観点で、社債管理者に期待する具体的役割を議論してはどうか。
- ・ 社債管理者の責任の範囲が特に気になるのは低格付社債であるが、あえて単純化すれば、社債管理者の責任の範囲が狭まれば狭まるほど、その分投資家の自己責任の範囲が増えていく、相反する関係にあると言えるのではないかと。
- ・ そういった関係も踏まえて、社債管理者の側から、投資家保護を極力見据えて資料2を作成したつもりであるが、投資家保護として許容できる限界から逸脱しているという指摘も当然ありうるだろう。そうであるならば、投資家保護の問題をクリアできる新しいゾーンとは、どういふものかをイメージするため、資料2とは別のタタキ台の対案があると議論しやすいのでは

ないか。そのドラフトを、理想的には投資家の方、難しいようであれば、部会メンバーの中で投資家に最も近い立場である証券会社の方にお示しいただくと、対比がはっきりして議論が進みやすいのではないかと。

- ・ 社債管理者を設置するとしても、社債管理委託契約の内容は全て一律でなくてもよいのではないかと。その前提の下で、社債管理者の裁量等について、現行の会社法の下で最大限どこまで軽くできるのかを議論することは、非常に意義のあることだと考える。そのうえで、起債案件によって、最大限軽量化した契約内容を採用することも、逆に、現行に近い契約内容を採用することもできるのであれば、むしろ、多様な発行者による社債発行にも資するのではないかとと思われる。その意味で、決して契約書のモデルを一つに絞る必要はないのではないかと。
- ・ 現在の方向性では会社法の改正が必要になるのではないかと。社債管理者の担い手である銀行が受け入れられる形にするには、現行の会社法の体系の中では難しいのではないかと。先ほど、投資家保護、社債権者保護をひとまず論点にしないでほしいという意見があったが、仮に会社法の改正が必要になったとすると、その投資家保護、社債権者保護こそが焦点になるだろう。社債管理者が導入された経緯を考えると、法改正の議論で、一番叫ばれるのは投資家保護であるので、銀行が受け入れられるリスク、責任のレベルで最終決着を見ること、また、それに要する時間を考えると、数年がかりのかなり難しいプロジェクトになるのではないかと。
- ・ むしろ、本部会で議論している「社債管理人」のような、実際にデフォルトが発生した場合の事務処理機関を設けるといった、法改正を必要としない範囲で処理するようにしなければ、社債市場の活性化を、5年も10年も先のことにすることになりかねない。現実的に考えれば、このような法改正が必要なものと、不要なものに分けて検討・対応を進めた方がよいのではないかと。

#### (5) 米国のトラスティの実務、調査

- ・ 資料2は、相当程度米国のトラスティの信託証書の規定ぶりを参考にしているとのことであるが、米国において、一般投資家が社債権者である場合、トラスティは本当に純粹にパッシブなのか、それとも実際には社債権者から指図をもらうにあたり何らかの働きかけを行っているのか。そのような実務・実態についても、調査していく必要があると考えており、具体的な調査方法について、現在事務局で検討を行っている。

### 3. 次回会合

第11回会合を11月18日（金）に開催する。

（配付資料）

資料1 「新しい社債管理者設置債について(案)」－社債の期中管理－【整理・検討メモ①】

資料2 社債管理者の善管注意義務に関する社債管理委託契約の規定（案・たたき台）

以 上