

「第12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12月16日（金）午後2時～4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

I. 会社法と社債管理委託契約の関係に関する法的検討課題について

桃尾・松尾・難波法律事務所 難波委員から、会社法と社債管理委託契約の関係に関する法的検討課題について、配付資料に基づき、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】

- ・ 本部会では、米国のトラスティ制度を参考に、社債管理者の義務、権限、裁量の範囲を限定することにより、責任の範囲も縮小・限定するという考え方にに基づき検討を進めてきた。具体的には、社債管理委託契約において、社債管理者の権限・義務を明確化し責任を限定しようとするもので、去る10月7日開催の本部会第10回会合で、社債管理委託契約書（案）【タタキ台】（以下「タタキ台」という。）が示された。一方、社債管理者の権限や義務は会社法において定めがあり、契約に定めておけば免責されるとは必ずしも言えないことから、会社法と社債管理委託契約との関係に関する法的な検討課題を整理した。

第1 会社法について

- ・ 資料1「会社法と社債管理委託契約の関係に関する法的検討課題」（以下「資料1」という。）第1で、社債管理者の権限・義務に関する会社法の重要条文を抜粋した。例えば会社法（以下、法令名省略）704条には公平誠実義務と善管注意義務が、705条には一般的な権限が規定されている。706条では、一定の場合には社債権者集会の決議が必要であるという権限行使に対する制約が定められている。他にも、調査権、社債権者集会の招集権、組織再編・資本金減少等に異議を述べる権利といった内容等が、社債管理者の権限として会社法に明記されている。また、710条では社債管理者が法令等に違反した場合の社債権者への損害賠償責任等についても規定されている。こういった会社法の内容と契約書の条項との関係をどのように考えていくべきかである。
- ・ 一般的に、社債管理者に関する会社法の規定は強行法規であると解されている。すなわち、

社債管理者に関する会社法の規定に反するような内容を契約書に定めた場合、当該契約書のうち、会社法の規定に違反する条項は有効ではないと判断される。会社法の規定をより明確化する、具体化するという条項であれば、強行法規違反の問題は発生しないと考えられるが、会社法の規定に反する内容であると無効になってしまう。

- ・ 会社法では様々な社債管理者の権限が定められており、その権限を行使する際には、当然善管注意義務に服することになる。問題は、ある権限が与えられていた場合に、当該権限を行使すべき場面では当該権限を行使すべき義務があるかどうかである。具体的には、社債管理者は、客観点にみて権限を行使すべきだった場面で権限を行使しなかった場合には、義務違反になるのかという点である。この点については、一般的には、社債管理者の権限にはその権限を行使すべき義務も含まれるという解釈が有力である。
- ・ そこで、どのような義務（権限を行使すべき義務）を負うのかを考察する上では、どのような場合にどのような権限があるのかを考えていくことになるが、例えば705条1項では、「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。」という広汎な規定となっており、どういう場合に、どういう権限があるのか、必ずしも明確ではない。ある権限を有していれば、当該権限を行使する義務も発生する可能性があることを踏まえると、どこまでを行う権限があるのかがポイントってくる。
- ・ まず、社債管理者の権限として、学説上異論がないものは、社債の元本及び利息の支払請求・催告、弁済金の受領、支払請求のための訴えの提起、社債権の保全のための仮差押え及び仮処分の申立て、といった権利である。これらは、705条1項の「一切の裁判上又は裁判外の行為をする権限」に含まれると、ほぼ異論なく解釈されている。これら以外に何が含まれるかについては、必ずしも明確ではない。例えば、民法424条1項の債権者取消権が705条1項の権限に含まれるかについては、意見が分かれているようである。
- ・ このように、会社法上、社債管理者にどのような権限があるのか、必ずしも明確ではない。ここで、会社法において明確に規定されてある権限は、当然持っているものと考えざるをえないものの、抽象的な権限については、会社法の条文に基づき契約でその内容を具体化すれば、自然と社債管理者の権限の範囲が明確化されるという考え方もあり得るのではないか。
- ・ 社債管理委託契約書タタキ台は、米国のトラスティとの契約書の条文を参考にして作られている。米国のトラスティの実務は非常に参考になるが、その際に米国の法律と日本の会社法の違い、すなわち、米国ではどのような法律の下で契約書の条文が作られ、プラクティス化されているのかに着目するのは、本部会の検討において非常に重要であると考えられる。

【資料2 1939年米国信託証券法 第315条（まとめ）】

- ・ 米国の重要な法律は、The Trust Indenture Act of 1939（1939年米国信託証券法（以下「信託証券法」という。））であり、同法315条では、トラスティの義務及び責任について規定されている。

（a）デフォルト前の義務

- ・ トラスティの義務は、デフォルトを重要な基準点として、その前後で大きく異なる。デフォルト前は、「信託証券(Trust Indenture)には、当該条項を除外する旨の明示的な規定がない限り、以下の条項が規定されているとみなされる。」とあり、信託証券において明示的に排除しない限り、所定のトラスティ保護のための規定が適用される。これらの規定によると、トラスティは、デフォルト前については、信託証券に規定された義務の履行以外には責任を負わないことになっている。さらに、トラスティは、信託証券の条件を遵守しているとの証明書や意見書に対して、トラスティ側に悪意がない限り、それらの内容は適正であるものとして依拠することができる。ただし、トラスティ側は、例えば314条に基づき提出される発行体からの報告や証明書については、信託証券の条件に照らして作成されているものかどうか、検討しなければならない。しかし、検討を適切に行ったのであれば、内容については依拠できる前提となっている。このように、トラスティは、デフォルト前は、信託証券に義務として規定された事項以外のことを行なうことはなく、発行体等からの報告書等に完全に依拠できるという旨が、信託証券法に明示的に規定されている。

（b）デフォルトの通知

- ・ トラスティは、デフォルトを認識したり、デフォルトの通知を受けたりした場合には、その旨を社債権者に通知する義務がある。しかし、トラスティの取締役会や執行委員会等において、当該通知を行わない方が社債権者の利益になると判断した場合には、通知を留保しても責任を負わないと規定されている。

（c）デフォルト時のトラスティの義務

- ・ デフォルトした場合、トラスティの義務については、「当該権利の行使に当たっては、トラスティは、同じ状況に置かれた慎重な人間が自己の事務を行う際に使用するのと同等の注意を払う」と規定されている。デフォルト前の（a）とデフォルト後の（c）を比較すると、デフォルト前には、様々なことに依拠できるとされているが、デフォルトが発生すると、トラスティは、より慎重であることが求められ、義務の程度が上がっているといえる。なお、日本法の考え方は、自己の事務を行う際の注意は、他者の事務を行う場合の

注意に比べて程度が軽いとされている例えば民法 659 条が、米国法では逆に、自己の事務を行う場合が最も慎重であると考えられており、デフォルト後のトラスティは、かなり程度の強い義務を負っているといえる。

(d) トラスティの責任

- ・ このように、強い義務を負っているものの、トラスティの責任については、信託証書法 315 条(2)において、「トラスティの責任ある officer が善意 (good faith) で行なった判断の誤りについては、トラスティは責任を負わない。ただし、トラスティに関連する事実の認識について過失がある場合は、この限りではない」と、日本の取締役のビジネス・ジャッジメント・ルールのような規定が置かれている。これは、トラスティが何らかの判断、例えば期限の利益を喪失させるかどうかといった判断を行う際には、その前提事実の認識に関する過失さえなければ、判断内容については責任を問われないということである。また、同法 315 条(3)には、トラスティが、与えられた権限を行使する際には、その時々において発行済みの社債総額の過半数の保有者の意向を確認し、それに従って行動したのであれば責任を問われないと規定されている。米国におけるこうした明文の法律の規定の存在は、日本との大きな違いであり、重要なポイントである。

(その他関連する条文)

- ・ 信託証書法の 315 条以外の特色ある条文をピックアップすると、311 条では、発行体に対してトラスティがその債権を回収した場合について規定されている。これは、トラスティが同時に発行体の債権者でもある場合において、トラスティ自身が発行体から自己の債権を回収したときには、自己と社債権者との債権割合に応じて配分・取得できるという内容である(いわゆる「プロラタ弁済の規定」)。313 条では、トラスティが取得した発行体に関する様々な情報を社債権者に対して報告する義務が規定されている。314 条では、発行体のトラスティに対する報告義務について規定されており、トラスティは、当該条文に基づき発行体から報告された内容に依拠できることとなっている。

第2 善管注意義務について

1. 一般論

(1) 社債管理者の責務の軽減に関する2つの方向性

- ・ 社債管理者は、会社法上明らかに善管注意義務を負っている。安心して社債管理者としての業務を受託するために、契約書において善管注意義務の明確化・軽減を図るという場合には、2つの方向性が考えられる。一つは、社債管理者の権限や業務の範囲を契約書において明確化

し、可能な限り裁量をなくすことである。権限がないところに義務は生じないという考え方の下、善管注意義務を明確化し限定していくという考え方である。もう一つは、義務や業務の範囲を限定するのではなく、義務の程度や責任の基準そのものを低くすることである。例えば契約書の中に、ビジネス・ジャッジメント・ルールのようなものも規定するといった方法が考えられる。このような2つの方向性について、会社法との関係で可能かどうか、また、一定範囲で可能であるとしてもどの程度まで可能なのかを検討していく必要がある。

(2) 社債管理委託契約による具体的義務の範囲の明確化

- ・ 社債管理委託契約による具体的義務の範囲の明確化についてであるが、まず前提として、社債管理委託契約において社債管理者の業務の範囲を明確化し限定しても、会社法の善管注意義務がある以上、契約において定められた業務を遂行するうえでは、善管注意義務には服さなければならないことに注意が必要である。

次に、契約に定められた以外の内容については、そもそも権限がないため、善管注意義務を負わないというのが、この考え方の基本である。しかし、現在の会社法には、広く一般的な権限や注意義務が規定されており、米国のように契約書に規定された事項のみを行えば足りるという趣旨の明文の規定がない。契約に定められた内容だけに義務を限定し、それ以外については義務を負わないという考え方について、会社法に明文の規定がない中でどこまで貫けるか、十分に検討する必要がある。例えば、会社法にも社債管理委託契約にも明記されていない部分について、本当に社債管理者が義務を負う余地がないのか。具体的には、例えば契約書には期限の利益の喪失事由として客観的に明確な内容だけが規定され、発行会社に信用毀損事由が発生した場合等については何ら触れられていない場合、現に信用棄損事由が生じても、社債管理者として行動する義務があると明記されていないので、催告も期限の利益の喪失も行わなくとも、善管注意義務違反となる余地がないのか、十分に検討する必要があるのではないかと。契約の中で具体化した内容以外の事項については善管注意義務は問われない、という解釈が本当に貫けるかどうかは非常に重要な問題である。

なお、米国では、デフォルト前については、信託証書法に、信託証書に規定された義務の履行以外には責任を負わないという明文の規定があり、これに依拠することができる。しかしながら、デフォルト後については、信託証書法でも、同じ状況に置かれた慎重な人間が自己の事務を行う際に使用すると同等の注意を払うものとされているので、契約内容を遵守していれば、常に免責されるということではないのだろう。

(3) 社債管理委託契約により義務の程度・責任の基準を低下させること

- ・ 社債管理委託契約による義務の程度や責任の基準の引き下げであるが、例えば社債管理委託契約にビジネス・ジャッジメント・ルールのような規定を置くことが考えられる。ビジネス・ジャッジメント・ルールは、関連する事実の認識については過失責任を負うが、その事実に基づき善意で行なった判断については、裁量権の逸脱や濫用がない限りは責任を負わないという原則である。米国には同趣旨の明文の規定が信託証書法にあるため、当然それに依拠できるが、日本には法律上の規定がない。契約に定めれば有効になるのか、よく検討する必要がある。一般論として、様々な学説や意見を見る限りでは、社債管理者に、結果的に判断の間違いがあつたとされた場合に常に責任を負わせるのは行き過ぎであるという考え方が優勢のようである。しかし、どこまでビジネス・ジャッジメント・ルールのような規定が適用されるのかについては、定説がないようである。なお、本来、かなり裁量権が広いからこそ、ビジネス・ジャッジメント・ルールのような規定により義務を軽減する必要があるという考え方であるため、米国におけるデフォルト前のトラスティのように裁量権が狭く事務的なことしか行わない場合にも認められるのかという問題もある。こういった意味で、この2つの方向性は相反する関係にあるとも考えられる。

2. 現在検討されている社債管理委託契約の具体的条項について

- ・ 社債管理委託契約書タキ台について、会社法との関係で法的な課題を整理した。

(1) 善管注意義務の一般的規定

- ・ 「法令及び本社債管理委託契約の定めるところに従い、義務を負い」とされていたところを、「法令及び」を削除する修正案である。このように修正したとしても、会社法上の明確な義務は、会社法には強行法規性があることから、なお排除できない。また、会社法上の明確な義務以外については、契約で規定した内容に限定するという効果が期待できるかどうかについても、よく検討する必要がある。
- ・ 「契約書に明記されている業務については善管注意義務を負うが、それ以外の業務を行う義務はないため、行わないことをもって善管注意義務違反にはならない。」旨をストレートに規定した条項を置く修正案については、米国では同趣旨の法令の条文があるため、それに依拠できるが、会社法との関係では、どこまでこれに依拠できるか、かなり検討の余地がある。

(2) 期限の利益喪失事由

- ・ ①の「通知がないのは良い知らせ」、すなわち、期限の利益喪失事由が発生しているかどうか

かについて、社債管理者自らが能動的に確認する義務は負わず、当該事由の発生を現実を知るか、又は発行体から通知を受けない限り、期限の利益喪失事由が発生していないとみなすことができるという見直し案である。また、その前提として、発行体から定期的に期限の利益の喪失やコベナント違反がない旨の証明書を社債管理者に提出させるという条項も盛り込まれている。米国の信託証券法には同趣旨を規定した条文があるため、その条文に依拠できるが、法令上の根拠がない中でも社債管理者が常にこのような規定により免責を受けることができるかについては検討する必要がある。会社法上、社債管理者には一定範囲において調査権（705条4項、706条1項）が認められていることを踏まえると、期限の利益の喪失事由を社債管理者自らが確認する義務がないと言い切れるかどうか、よく検討する必要がある。

- ・ ②の期限の利益の喪失の判断について、社債管理者は全く裁量権を持たず、一定割合以上の社債権者の請求や、社債権者集会の決議に基づいて期限の利益を喪失させ、社債管理者が自発的に期限の利益の喪失を行うのは倒産等の客観的に知り得る事由の場合に限定するという見直し案についても、常に有効な規定であるのか検討を要する。配布資料においては、契約書の条項上規定されていないことが発生した場合に、契約書に定めがないことを理由に、何ら対応を取らないとしても、社債管理者が善管注意義務違反に問われることはないのかという問題提起を行ったが、この点についてもよく検討する必要がある。

(3) 発行会社提出の書類又は外部専門家の意見等への依拠

- ・ ①の発行会社が提出した書類としては、例えば、発行体がコベナント違反や期限の利益の喪失事由の発生がない旨を証明する書類がイメージされる。外部専門家の意見書としては、例えば弁護士や公認会計士といった職業的専門家の意見書がイメージされる。これら意見書等に従って行動している限りは損害賠償責任を負わないという規定を置くという見直し案である。これも、社債管理者は、会社法上で善管注意義務を負っているため、法律の根拠がなくとも常にこのような規定に依拠できるか、よく検討する必要がある。一方米国では、信託証券法に明文規定があるため、当該条文に基づき実務上トラスティは意見書等に依拠している。

(4) 社債管理者による強制執行

- ・ 一定割合以上の社債権者からの書面による請求又は社債権者集会の決議で請求がなされた場合で、かつ、社債管理者が負う可能性がある債務について補償又はあらかじめ対価を受け取った場合には、社債管理者は具体的な強制執行等の措置を講ずる義務を負うという見直し案である。これも、会社法には根拠条文がないことや、善管注意義務を負っていることを踏まえると、

社債管理者は、このような社債権者からの請求がなくとも社債権者のために強制執行を行うべき場合があると解釈される余地はないのか、検討を要する。米国にはやはり法令上の手当があるが、日本法には規定がない。

(5) 社債管理者の調査権限

- ・ 同様に、一定割合以上の社債権者からの書面による請求又は社債権者集会の決議で請求がなされた場合で、かつ費用について補償を受けるという2つの要件を両方とも充足した場合に限り、調査権限を行使できるという見直し案である。会社法の調査権限は、裁判所の許可を得て調査をする権限であり、見直し案では、裁判所の許可を不要としている点の相違がある点に留意すべきである。
 - ・ この点についても、やはり法令上の根拠がないため、問題となる可能性がある。少なくとも、会社法の調査権限の対象事項であれば、会社法において調査権限が規定されているため、そのような権限をも制限する趣旨であれば、無効となってしまうと考えられるが、それ以外の点に関する調査権限ということであれば、検討の余地はあるのではないか。

(6) ブリッジ条項としての担付切換条項及び特定資産の留保に関する条項

- ・ これらの条項を削除するという見直し案であるが、特に会社法で要求されている内容ではないため、削除しても問題は生じないとする。しかしながら、削除してしまうことで、本当に特定の資産の留保が必要な場合にも行えなくなるという逆の問題が生じる可能性もあるので、検討を要するのではないか。ただし、担付切換については、平成17年の担保付社債信託法の改正により、同法2条1項が「社債を発行しようとする会社又は発行した会社」と規定することで、既に社債を発行した会社であっても、追加で同法上の物上担保を付加できる旨が明確になったため、このような懸念は生じないと考えられる。

第3 公平・誠実義務について

- ・ 公平・誠実義務は、社債管理者に特に利益相反が生じた場合の責任について、710条2項に明記されているため、契約において利益相反が生じた場合に責任を負わないと明記しても、有効とはならないだろう。しかしながら710条2項では、違反した場合には損害賠償の義務を負うとだけ規定されているので、損害賠償の内容・範囲についてであれば、契約書による明確化をすることは検討の余地があるのではないか。例えば、プロラタ弁済を受けると契約で規定した場合には、有効だと解釈できる考え方もあり得ると理解している。なお、米国では、信託証書法311条にプロラタ弁済の明文規定があるため、それに従って処理される。

【意見交換】

1. 社債管理委託契約による社債管理者の権限・義務の明確化・軽減

- ・ 日本では、社債管理者に社債の管理を委託する構成となっているため、法律の規定及び委託契約において、社債管理者に付与される範囲内でしか権限が与えられない。そうであるとする、社債管理委託契約で明確に規定をしておけば、善管注意義務の縮減・限定については、相当程度有効に働くのではないかと考えるが、如何か。これに対し、アメリカのトラスティは、デフォルト発生前であれば信託証書で排除する余地は認めるものの、出発点としては、広範な権限と義務を有するという出発点に立っているように思われるが、そのような理解で良いか。
- ・ 米国において社債の権利を持っているのは誰なのかというのが質問の趣旨であると理解するが、社債は記名債となっているので、通常の場合、決済機関自体の名義で登録されており、社債権者は決済機関の参加者である金融機関を通じて実質的な権利をもつ建付けとなっている。日本の証券保管振替機構（以下「ほふり」という。）の仕組みと類似している。したがって、トラスティが名義人になっているわけではない。伝統的な信託の考え方に従えば、トラスティに資産を権利ごとすべて移し、社債保有者は権利の実質的な受益者として背後に控えているという法的構成も考えられないではないが、実際は、信託証書法等の法令及び信託証書で定められた範囲でのみ、トラスティは権限を行使できることとなっており、社債上の権利すべてをトラスティに信託譲渡しているわけではない。実質保有者も階層構造になっており、通常、社債権者が利用するカストディアン金融機関がまず実質保有者となり、これを通して実際の保有者（社債権者）が権利を有することになる。
- ・ 米国では、決済機関における実質保有者の帳簿には、トラスティの名前が掲載されることはなく、社債権者の名前が載るのか。
- ・ 通常、社債権者が利用しているいわゆるカストディアン金融機関の名義が実質保有者として載り、当該金融機関に実際の社債の保有者（社債権者）がいる。
- ・ アメリカでは、トラスティの権限を法律上広く規定し、デフォルト前であればそれを縮小できるのに対し、日本の場合は、社債管理者が強行法規としてどこまで権限を負わなければならないかがそもそも不明確であるところ、日本においても、合理的な範囲内において、社債管理委託契約において、善管注意義務の範囲を明確にする余地があるとは考えられないか。
- ・ 米国では、権利者であれば何でもできるというのが出発点であり、そこから社債の集団性等

に鑑みた制約を課すという建付けとなっているということかと思う。

- ・ 705 条はかなり抽象的な規定で、その内容を契約で具体化することは可能と考えられる。契約書に規定した権限のみに限定すると解釈できるのであれば、会社法の改正を行わずとも、社債管理者の権限・義務の限定が実現できる。
- ・ 社債管理者の各種権限が、法律の規定及び当事者間の委託契約によって決まるのであれば、法律の規定が明確性を欠く以上、社債管理委託契約によりそれを明確化することが認められてしかるべきではないかという非常に単純な考え方である。アメリカ法の下では、デフォルト前については、契約で限定することを認めており、合理的であると思われるが、日本法の下で、解釈論としてどこまで可能かは、検討の余地があると思われる。
- ・ 社債管理者の権限や義務の範囲について、会社法で許される範囲で契約においてどこまで絞り込めるのかというのが、問題の本質かと思う。705 条において、社債管理者に社債に係る債権の弁済を受け、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権限という非常に広い権限がある裏には、同程度の義務もあると考えられるだろう。また、704 条2項は、社債管理者は善管注意義務をもって社債の管理を行わなければならないと定めているが、ここにいう「社債の管理」とは何であるのかを考えるため、702 条を見ると、「弁済の受領、債権保全その他の社債の管理を行う」とあり、弁済受領といった回収行為と、回収の前提となる価値の維持のための行為が「社債の管理」に含まれているように読める。これについても強行法規であるとする、これを制限するのは、かなり踏み込んだ解釈論になるのではないか。いずれにしろ、立法過程、これまでの解釈論、裁判例等を踏まえて検討していく必要があるが、705 条、704 条、702 条等の規定ぶりに鑑みると、かなり踏み込んだ解釈が必要になるのではないか。
- ・ 社債管理者の権限を絞り込むという一つの方向性を実現するためには、社債権者が、自ら債権の回収や保全のための行為を行うための「能力」と「経済合理性」を有していることが前提となるだろう。また、それを可能とするための手段、例えば社債権者の意見集約や情報伝達の方法についても、法的に整備する必要があるのではないか。このように、社債権者がある程度イニシアチブを取れるようインフラが整備されれば、社債管理者の権限を絞り込むというアプローチもうまく機能するのではないかと考えるが、現状の日本においてこれらは残念ながら未整備ではないか。そうであるならば、例えば個人向け社債については、(社債管理者の権限を絞り込む方向性ではなく)社債管理者の権限を広く認める現状の形も平行的に深めていく必要

があるのかもしれない。社債管理者の権限や義務を制限する方向性も含め、こうした複線的な考えを進めるにも会社法の改正が必要になるかもしれないが、そのほうが、時間は要するかもしれないが、日本の実態を踏まえた抜本的な解決になるのではないか。

- ・ 比較的格付が低い発行体が社債を発行する場合、投資家としては、社債管理者の設置を要望するだろう。702条では、原則として社債管理者を設置することとしている一方で、一定の情報収集能力と判断力を有する投資家、すなわち1銘柄に1億円以上の投資ができるような投資家を対象とする社債や49人未満の限られた投資家が対象の社債であれば、社債管理者の設置を強制しないこととなっている。現状、各社債の金額が1億円以上で公募された多くの社債はFA債であるが、この各社債の金額1億円以上の公募社債に社債管理者を設置した場合の当該社債管理者に対して課せられる責任は、社債管理委託契約等を見る限り、社債管理者の設置が義務付けられる場合の責任と、特段の違いがないようである。これは、どのような経緯・背景で就任した社債管理者であっても、強制的な法規として、同様の義務が課せられるということなのか。個人向け社債については、立法経緯や、無関心な投資家をまとめていくことを踏まえると、社債管理者は、いわば親のように管理をしていく必要があるかもしれないが、1億円以上の投資ができる投資家についても同様に、親のように管理しなければならないのか、やや疑問である。同じ条文が根拠であっても、ある程度権限を軽減した社債管理者を設置するのは、法解釈として可能なのか。
- ・ 本部会で議論されている「社債管理人(仮称)」のような別の枠組みであれば可能かもしれないが、販売する投資家によって社債管理者の権限に段階を設けるのは難しいのではないか。
- ・ 社債管理者が強制設置される社債でなくとも、社債管理者を置いてしまえば、やはり強制設置の場合と同じ規制に服する(会社法コンメンタール16巻131頁参照)。
- ・ 社債管理者の権限・義務の軽減は、立法の経緯を考えると、個人投資家向けを含めて考えるのは難しいのではないか。これまで、社債管理者の義務・権限に段階を設けることは考えたことはなかったが、同じ条文を根拠としながらも、社債管理者の権限・義務について、契約書で書き分けが可能であれば、検討が進みやすいと考えるが、やはり難しいのか。
- ・ 例えば社債権者保護の厚いパターンと薄いパターンの2種類の社債管理者を、契約で書き分けるようなイメージだと理解したが、このためには、会社法の改正が必要であり、解釈で補うのは無理ではないか。

- ・ 法定代理のように法律上の根拠がなければ認められない性質の権限でなければ、社債管理者の権限・義務を契約によってアレンジメントする余地はあると考えられる。しかしながら、社債権者集会との間の権限分配等、社債管理の仕組みに係る組織的・基本的な部分については、会社法により強行的に規定されていると考えられるため、社債管理者は1種類というのが現在の一般的な考え方ではないか。
- ・ 本部会の前回会合(11月18日)で、トラスティの業務についてヒアリングを行った際、トラスティと社債権者は、親であるトラスティが子である社債権者の面倒をみるような関係ではなく、基本的には社債権者が自ら判断するという内容が印象的であった。こうした環境であるからこそ、米国の実務や法律が成り立っているのであれば、日本の環境では適合しない実務を、無理に解釈論等で作り上げても、思うように機能しないのではないか。
- ・ 社債管理者の責任が重いので信用力の低い発行体の社債については社債管理者のなり手がなく、その一方、投資家は社債管理者の設置を求めているというのが現状であれば、やや信用力の低い発行体による社債発行を促進するために、社債管理者の責任が限定されるよう、会社法の改正を行うことには合理性があり、また、そうせざるを得ないだろう。社債管理者の責任が重いと、報酬も高額になり、発行コストが高くなり過ぎるおそれがある。しかし、社債管理者の責任を軽減するためには会社法の改正が必要と考えられ、そのためには非常に長い時間を要するだろう。したがって、長期的には法改正を目指すとしても、まず、本部会で議論している「社債管理人(仮称)」といった、法律上の手当てが必要ない枠組みの活用を検討していくべきではないか。
- ・ 米国の場合、個人投資家は多くの場合ミューチュアル・ファンドを經由して社債を購入しているので、トラスティーとしては、ファンド運営者や機関投資家など、発行額のマジョリティを占める少数の大口投資家とさえ相談ができれば、簡単に社債権者の意思が確認できる状況にある。このように、米国は日本とは背景がかなり異なるため、特に個人向け社債の場合、米国の仕組みをそのまま日本で適用することには無理があるのではないか。現在の社債管理者制度の方が、むしろ日本の実態に合っているのかもしれない。
- ・ 会社法に定める社債管理者の責任は非常に漠然としており広すぎる印象であったが、個人投資家向け社債については、投資家層の実態を考えると、社債管理者の責任等を限定しても、うまく機能するのか、また、社会的にも受け入れられるのか疑問である。機関投資家向け社債であれば、社債管理者の責任の範囲をもっと限定することも考えられるが、そうすると社債管理

者制度に関する現行の会社法の基本的な考え方と乖離することになるし、そもそも機関投資家向け社債の大多数は社債管理者が置かれていない、いわゆるFA債となっている。社債管理者の責任が漠然と広すぎる点について、会社法の改正により限定していくこと自体は、長期的には十分に考えられるが、個人投資家向け社債を含めて、おしなべて限定する考え方は、日本の実態にはそぐわないのではないかと。

- ・ 社債管理者の権限・義務の軽減は、個人向け社債は含めないものとして議論を進めていると認識している。個人向け社債については、より懇切丁寧な対応が必要になり得ることは認識したうえで、一定の能力やインセンティブを持っている機関投資家向けの社債について、もう少し社債管理者の権限・義務の軽減が図れないかという議論と理解している。
- ・ 現在の社債管理者の枠組みは、個人向け社債等のために残さざるを得ないのではないかと。非常に漠然としている社債管理者の権限・役割についても、きちんと考えていく必要があることはよく認識しているが、本部会の目標は、これまでほとんど社債を発行していなかった比較的 low price の発行体等でも社債を発行できる枠組みやリーマンショックのようなイベントが発生した時に社債市場がきちんと機能する枠組みを作り、ある程度投資資金があり投資判断能力がある投資家に販売することである。しかしながら、その際に投資家から、FA債では不安が残るという声が寄せられる可能性も十分に考えられるので、何か手当てを考える必要があるのではないかと。必要なのはそうした役割であり、「社債管理者」という形式にこだわることなく、柔軟に検討していったらどうか。

2. 発行体からの通知及び外部専門家の意見等への依拠

- ・ 発行体からの通知・提出書類や外部専門家の意見等への依拠について、職業的専門家である社債管理者が、懐疑心を持って内容を確認しなくても本当に問題ないのか、若干疑問を持っている。会社法では、社債管理者に就任できる者について限定列挙されており、単に通知や意見を受け取るだけでこと足りるのであれば、就任できる者を限定列挙する必要があるのか。特に与信取引がない銀行は、発行体に関する情報面ではメインバンク等と比較して劣後しているため、本当に管理責任を問われないのか、やや不安が残る。
- ・ 通常、信託の原則は、専門家に対する信託や外部監査を経た内部統制体制への信託が問題となると思われる。発行体と社債管理会社との間において、信託の原則がどこまで働くのか、検討が必要である。

- ・ 信託の原則は米国の判例がルーツであるが、信託証券法に規定されていなければ、必ず認められないという性質のものではなく、どのような要件の下で信託の原則が働くのかについて膨大な議論の蓄積があり、それが法的にも認知されたものではないかと理解している。社債管理について、信託の原則がどのように発現するのかについては、非常に難問であるが、これについても検討が必要である。
- ・ 信託の原則がどこまで保証されるのかについては、コベナントのあり方とも非常に密接に関連していると考えられる。何らかの情報を利用してコベナントを実効的なものとする条項が置かれていれば、社債管理委託契約全体の趣旨を踏まえると、社債管理者が自発的に情報を探すことや、自身が持っている情報をフルに活用することが期待されているものと推認されることが考えられる。一方、コベナント等がほとんどない場合には、情報については自らは収集したり創設せず外部からの情報に委ねる趣旨であると明らかになる部分もあろう。信託の原則は、契約書に規定すれば適用されるという性質のものではなく、客観的・外部的に判断されるものであるため、契約だけで対処することには限界があると思われる。

3. 社債権者の意向確認・意見集約

- ・ 米国のトラスティは、社債権者の意向を常に確認しながら実務を進めている。一方日本の社債管理者は、基本的には、社債権者に相談することなく自ら判断して実務を進めており、社債権者の意向を確認するのは、具体的対応を決する最後の局面に限られる。これは、社債権者の意向を確認する方法が社債権者集会に限られ、社債権者集会を開催するためには、会社法により具体的な決議事項を定め、公告する必要があるためであり、どのような対応をとるべきか、あらかじめ社債権者と相談しながら進めることにはなじまない。また、一部の社債権者のみに情報を伝えたり、相談したりすることは、公平誠実義務との関係から難しい。
- ・ また、実務的な感覚として、振替制度の導入により、社債権者に対する通知が難しくなった印象である。それ以前は、登録債であれば登録機関が、現物債でも販売した証券会社が保護預りしている場合が多かったため、ある程度まで社債権者を確認できていた。しかし、振替制度では、全ての社債権者の所在を把握している者は、ほふりを含めて、マーケットに存在しない。発行体から全社債権者へ情報を通知するためには、口座管理機関やほふりの対応が不可欠であるが、このような制度的インフラが実現できれば、社債権者の意向確認・意見集約等の問題の解決の一助となるかもしれない。
- ・ これまでも、ほふりにおいて「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「社債権者集会对応ガイドライン」という。)が取りまとめられたり、デフォ

ルト事案において、管財人の要請に基づき、ほふりが社債権者への情報伝達等に協力する等の対応が行われているが、いずれも口座管理機関のボランティアな対応を前提とし、強制力があるわけではないため、全ての社債権者に必ず情報を届けることまでは担保されていない。社債権者に通知する仕組みを作るに当たっては、口座管理機関に通知の義務を課し、そのための対価を支払うといった手当ても必要になるのではないか。

- ・ 本部会や第2部会において、たびたび、社債権者への情報伝達や社債権者の意見集約の方法について制度化が必要ではないかと議論されている。ほふりでは、社債権者集会对応ガイドラインを制定し、社債権者集会に関する情報連携や意見集約のための最低限のツールは用意しているが、まだ不十分であるという意見もあり、本部会の検討結果によっては、さらなる拡充や強制力を持った運用ルールについても考えていきたい。
- ・ 米国の場合、期限の利益を喪失させたり、リストラクチャリングを行う場合、あらかじめ契約(信託証書)において定められた意思結集の方法、すなわち一定割合の社債権者の賛成等により対応しているようであるが、日本において、会社法の社債権者集会の定めに関わらず、契約にて米国におけるのと同様の手続きを定めることは、会社法との関係で果たして可能なのか。
- ・ 米国の場合、大きく二つの点に注目、考えておく必要がある。一つは、権利内容の修正に関する権限を、誰が持っているのかという点である。これについては、金利、満期、金額といった権利内容の本質的・経済的な部分については、個々の社債権者の同意が必要であり、他の大多数の社債権者が同意していても、自己分については、自らが同意しない限り修正されないという枠組みになっている。(そのため、エクステンジ・オファーという手段により、同意した者の社債を新しい社債に取り替えることで条件を変更し、同意していない者の社債はそのままとする手法が用いられることも少なくない。)これに加え、事態が倒産に至った場合には、個々の社債権者の同意を踏まずとも倒産手続の中で集团的・強制的に条件を変更することが可能である。この二つのいずれかの方法でしか、本質的な権利内容は変わらない仕組みとなっている。
- ・ もう一つは、権限の行使についてである。例えば、債権の回収のための訴訟を提起する、期限の利益の喪失をするといった手続きを進めることについては、トラスティに強い権限が与えられている。しかしながらトラスティは、社債権者の過半数の指示には服さなければならない。また、場合によっては25パーセント以上の社債権者の指示であっても一定の権限がある。しかし、実務上は、トラスティが自分自身のイニシアチブで権限を積極的に行使してゆくことは

稀で、実際には社債権者の指示・意向に服しつつ、手続きを進めていくことになる。

- ・ 日本の会社法では、社債の一体性、すなわち社債権者は一つの社債権を均一に分割した割合的単位として持分を持っており、したがって団体法理に服するという考え方が取られているため、集団性に係る会社法の規律は強行法規であり、少数派の支持に基づき社債管理者が行動することは、問題となるだろう。そのようなことを可能にするためには、むしろ、社債権者代表制度の方が親和性があるのではないか。

4. 社債管理者の辞任・承継

- ・ 社債管理委託契約書タキ台は、法律的な背景まで考慮したうえで作成しているわけではないが、今回法律的な整理をしていただいた結果、日米では法律的な手当ての違いが大きく、現状の会社法の内容のままでは実現するのは難しいというのが率直な思いである。しかしながら、現状の社債管理者の枠組みのままでは、信用力の比較的低い発行体の社債について、銀行が社債管理者を務めるのは難しいところである。これまで、与信取引のある銀行が、発行体により開示された情報に加え、与信取引を通じて得た情報を利用して全面的に社債管理を行うことが期待されていたが、こういった考え方・やり方を改め、与信取引のない銀行等でも社債管理者を務められるようにしなければ、与信取引のある銀行が特に利益相反の観点から社債管理者への就任が難しいと考える。信用力の比較的低い発行体等の新しいタイプの発行体を社債管理者設置債の発行により社債市場に呼び込むというのは難しいのではないか。
- ・ これまでの部会における議論では、社債管理者に求められる役割・業務は、コベナンツ等の期中管理と、デフォルト時の対応に大別されていると考える。米国では、デフォルト後の債権回収については、利益相反が顕在化するため、与信取引のある銀行はトラスティを辞任することが所与のものとなっている。逆に言えば、辞任できる枠組みがあるからこそ、与信取引がある銀行であっても、トラスティに就任できる。今後も銀行が社債管理者を務めるのであれば、与信取引の有無により、できることは変わってくる。辞任や承継の仕組みは会社法に規定されているので、利益相反が顕在化した際に、スムーズに辞任・承継ができるような体制を、実務や市場慣行の中で作っていく方法は考えられるのではないか。
- ・ 利益相反が顕在化した際に、速やかに辞任、承継を行うためには、後任の社債管理者が決まっていることがポイントになってくると考えるが、例えば、事前に後任の社債管理者を定めておく等の手当ては考えられるか。

- ・ 実務として機能するかは未知数であるが、例えば、あらかじめ、全く与信取引のない銀行を共同社債管理者としておき、利益相反が顕在化した場合には与信取引のある銀行は辞任するという方法が考えられる。米国では、後任のトラスティを務めることを主力・専門としているトラスティ業者も存在していると聞いているが、そもそも日本には、そういうビジネス自体が存在していなかったため、そういった業者が今後現れてくるのかについても未知数である。しかしながら、仮に現れるにしても、善管注意義務の範囲が不明確なままでは、与信取引のない銀行も社債管理者就任に二の足を踏むことになるのではないかと。いずれにしろ、与信取引で得た情報に依拠しなくとも社債の管理ができる枠組みがなければ、与信取引のある銀行が社債管理者にならざるを得ないので、いかにそれを改めていくのかにかかっており、社債権者が社債管理者に何を求めるかという議論にもつながってくる。
- ・ 複数の社債管理者が共同して社債管理を行うことは、法的に可能か。
- ・ 現在でも事例は多く、法的には問題ない。共同社債管理者という提案をしたのは、例えば、社債がデフォルトし利益相反が顕在化してからでは後任の社債管理者のなり手を探すのは非常に困難であるため、そういった場合でも社債管理者を務められる者をあらかじめ共同社債管理者として設置して、社債管理者が複数存在する体制にしておくことで、社債管理者を続けられない者が辞任しても社債管理者が不在となることを回避し、スムーズな交代が出来るのではないかと考えた次第である。
- ・ 社債管理者の報酬については、平常時の場合と、有事の際に引き継いだ場合とで、まったく差がないということであれば、それで問題ないのか、検討が必要ではないか。社債権者がある程度の費用とリスクをかけて業務を遂行するには、有事は有事なりの手間とリスクに見合ったレベルの報酬が必要とはいえないか。

5. 社債管理者による与信取引で取得した情報の活用の問題

- ・ 社債管理者（銀行）が与信取引により取得した情報を社債管理に使わなければ善管注意義務違反に問われる可能性があるのか気になるところである。仮に、どうしても与信取引により取得した情報を使って社債管理を行わなければならないとなると、与信取引のある銀行が社債管理者となる限りその権限・義務を限定することは困難にならざるを得ないが、善管注意義務違反に問われない余地があるのであれば、何らかの解決方法を見出すことも可能ではないか。
- ・ 過去の歴史的経緯や背景を考慮せず、素直に704条を読む限りでは、あくまでも社債管理者

としての善管注意義務の規定であり、きちんと情報隔壁(チャイニーズウォール)が置かれていれば、与信取引で得た情報を使わなくとも、善管注意義務違反にはならないと解釈できるのではないか。

- ・ 現行の会社法の社債管理者制度の考え方は、主としてメインバンクが社債管理者になることを許容する代わりに、社債管理者は全面的に社債権者の面倒をみて保護するというものであり、導入時から一貫していると考える。現行法下でも社債管理者の権限・義務を限定するために手当てできる部分はあると考えるが、日米では、制度の考え方について根本的な差があるので、法改正せずに、全面的に米国と同程度に社債管理者の権限・義務を限定するのは無理ではないか。日本の社債管理者制度の考え方は、非常に信用力の高い発行体の社債を個人投資家に売るという局面では、非常にフィットしていると言える。特に日本の場合、個人投資家については、全面的に保護するべきであるというのが一般的な考え方であるので、与信取引で得た情報を使わなくとも、本当に問題ないのか若干疑問が残る。
- ・ 例えば、ある発行体が支払い停止となり、社債管理者が支払い停止後3カ月以内に自らの債権を回収してしまった場合に、回収した債権を返還する根拠となるのは、損害賠償の規定があるからでも、与信取引により得た情報を活用することが期待されるからでもなく、利益相反が顕在化したためではないか。メインバンクが与信取引で得た情報を活用することまでは、直接意味していないと理解しているが、如何か。
- ・ やはり与信取引で得た情報を活用して社債権者よりも先に自己の債権を回収することは許容できない建付けとなっているからではないか。
- ・ 平成17年の商法改正により、社債管理者の善管注意義務の対象に、いわゆるコベンツの管理や、約定権限についても含まれることとなった点については、ほぼ異論はないと思われる。コベンツの管理や約定権限の行使の際に、社債管理者は、善管注意義務として、保有している情報をフルに活用しなければならないという前提になっていたと理解している。
- ・ 私法上、情報隔壁を設けていれば善管注意義務違反を免れ得るのかという点については、まだ結論が出ていない状況であるが、あらかじめ、情報隔壁を置き、与信取引で得た情報は使わないと明らかにしておけば、善管注意義務違反を免れられるのではないかと一部では主張されている。逆に言えば、そういった定めがない限り、社債管理者は、別段の定めのない限り、自己が保有する情報をフルに活用しなければ善管注意義務を果たせないという前提ではないか

と理解している。

- ・ 情報隔壁の設置については、実務的な問題として、ウォールによって隔てられている両部門の情報を共有している者が存在し得るし、存在せざるを得ないという内在的な問題点がある。このように、情報障壁といっても不完全性が必ず伴うことが指摘されており、私法上、情報隔壁を設けた場合どのような法的効果をもつのかについては、諸外国においても確定していない大きな要因となっている。
- ・ 一般投資家とメインバンク等で与信取引のある銀行とでは、把握している情報量に非常に大きな差があり、その点を無視することはできない。第2部会において、銀行サイドが銀行ローンのコベナンツ等の開示に抵抗を示していることを勘案しても、銀行が自己の情報を活用して貸付債権を先に回収してしまう可能性について情報隔壁さえ置いておけばよいとする考え方は、特に個人の投資家には受け容れ難いのではないか。

6. 利益相反の問題

- ・ アクティブな（裁量のある）社債管理者の制度は、現状の前提のままで検討してよいのか議論の余地があるのではないか。利益相反の問題が残っている以上、それを欠格事由とする、又は利益相反がある場合には社債管理者に就任しないようにする等方法は考えられるが、そうではなく、利益相反の問題を残したままでアクティブな制度にすることについては、少々違和感がある。そもそも利益相反とは、自己の利益と自己が義務を負っている社債権者の利益が相反している状況下で、自己の利益を優先するということであり、与信取引で得た情報を「使う」か、「使わない」かの問題とは別の議論である。
- ・ 利益相反の問題が残ったままで、アクティブな制度を認めることには、どうしても違和感があるが、社債管理者の権限を限定的にしていくアプローチであれば、欠格事由は問題としない（設けない）方向性になるのではないか。
- ・ アクティブな社債管理者の制度下であっても、結果責任を問われるようなリスクがあれば、社債管理者は萎縮してしまう。社債管理者に本当にアクティブに動いてもらうためには、ビジネス・ジャッジメント・ルールのような手当てにより、結果責任を免責するような枠組みが必要ではないか。

7. 発行会社、投資家が期待する社債管理者の役割・業務

- ・ 電力会社の社債は、社債管理会社が設置された一般担保付社債であるが、特定の電力会社については、最近の危機的状況により、緊急融資等が続いているが、こうした追加融資は、社債

権者から見るとどのような位置付けになるのか。一般担保付社債を発行している企業について、公的資金が入る場合や資産売却を行う場合、当該社債の社債管理会社は、どのように捉えるのか。また、情報隔壁については、経営委員会のメンバーであれば対象外となるといった例外（アバブ・ザ・ウォール）もあるので、例えば、ある企業の社債の社債管理者を務めている銀行の頭取の決裁により当該企業に貸し出したローンは、社債管理会社としてはどのように考えるか、気になるところである。

- ・ 最近、特定の金融機関から、いわゆるバーゼルⅢに対応した劣後債が個人投資家向けに発行されたが、破綻した際には元本等が返還されないという劣後特約が付いていたと記憶している。この場合、破綻の判断をどの段階で社債管理会社は行うのかといった点について、議論はあったのか。
- ・ 一般論であるが、一般担保付社債に限らず、社債管理者は善管注意義務に基づき、社債発行会社の資産売却により責任財産が毀損していないか確認することになるのではないか。
- ・ 比較的低格付の社債のマーケットを日本で作っていくに当たって、投資家から、F A債では不安が残るという声が寄せられる可能性は考えられるだろう。投資家は、比較的低格付の社債について、最低限どんな役割を果たす者が必要と考えているのか、ヒアリングしてはどうだろうか。投資家の目線とずれた枠組みを議論しても意味がない。仮に低格付社債について、現行の社債管理者の枠組みと同程度の社債権者保護を投資家が求めているということであれば、社債管理者のなり手である銀行のデメリットをいかに回避していくかという議論になるだろう。議論の方向性を決めるためにも、もっと材料が必要ではないか。
- ・ 今の意見は、非常に重要だろう。ヒアリングを行うこと自体には賛成であるが、その実施に当たっては、聞き方も重要であると考え。現行の社債管理者の枠組みでは、格付が低くなるほど社債管理者に就任するリスクが大きいため、インセンティブを作るためには、より高いフィーを払う必要がある。しかし、そのコストを負担するのは発行体であるため、高いコストを負担してでも社債を発行したいと考える発行体が存在するのかという問題が浮上してくるため、結局のところ、誰がコストを負担して、社債市場を活性化していくのかという問題に行き着く。投資家にも、コストを負担していく意思があるのか。低格付の発行体は、少々のコストを負担してでも社債市場を使いたいと考えている。そういったバランスを含めた聞き方をする必要はあるだろう。単に、F A債と社債管理会社設置債のどちらが望ましいかという聞き方をすれば、社債管理者設置債という答えがほとんどを占めるだろう。

- ・ いかにも市場関係者の幅広い意見を集めていくのかについては、大きな課題の一つであると認識している。引き続き、何らかの形で市場関係者の意見を聞く方法を考えたい。

Ⅱ. 今後の進め方

- ・ 本日のご報告により、日米間におけるトラスティーと社債管理者の法的地位及び実態の違いなど論点がかなり明確になってきた。さらに、本日の議論において、会社法の改正が必要とされる事項と契約によって解決可能な事項がかなり明らかになったと同時に、さらに検討すべき課題が明確になってきたと思われる。
- ・ 事務局において、本日の議論を整理し、1月からは取りまとめに入っていきたい。

Ⅲ. 次回会合

第13回会合を2月7日（火）に開催する。

（配付資料）

資料1 会社法と社債管理委託契約の関係に関する法的検討課題

資料2 1939年米国信託証書法第315条（まとめ）

参 考 会社法【抜すい】

以 上