

「第18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24年6月19日（火）午後4時～5時

場 所 証券保管振替機構 会議室

出席者 神作部会長ほか各委員

議事概要

○ 社債管理に関する検討課題の整理及び今後の対応について

事務局から、社債管理に関する検討課題の整理及び今後の対応について、資料「7月11日『社債市場の活性化に関する懇談会』報告（案）【タタキ台】」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】

- ・ 資料は、事務局において、これまでの本部会の検討に基づき、社債管理のあり方、社債管理者制度の見直しの必要性、取組みを進めるという観点から、改めて、現状や見直しの方向性、検討課題の整理を行い、今後の取組み・対応について取りまとめた。
- ・ 去る4月4日開催の「社債市場の活性化に関する懇談会」への中間報告書（3）をベースに、網掛けの部分を追記・修正し作成した。

I-1 現状

- (2) 現状では約8割の社債には社債管理者が設置されていないこと、社債管理者が設置されている社債は、主に信用力が高い会社が発行した個人投資家向けの社債に限られていることを追記し、社債管理者制度は、期待された役割を充分果たしているとは言えない現状にあると追記した。
- (3) 信用リスクが相対的に大きい企業による社債は、ほとんど発行されておらず、我が国の社債市場の厚みを限られたものにしており、特に、経済・金融環境が急変すると、企業の社債による長期の資金調達が行いにくい状況が生じていると追記している。また、近年、我が国の金融・資本市場は、国際化が大きく進展し、機関投資家を中心に企業金融をめぐる投資家の意識も変化が迫られており、我が国の社債管理者制度も、これらの環境変化に対応して抜本的に見直していく必要が生じていると追記している。

Ⅱ. 社債管理のあり方、社債管理者制度の見直しの方向性

- (1) 社債市場の活性化、特に信用リスクが相対的に大きい企業の社債発行及び投資の拡大を図りつつ、社債権者を適切に保護し、必要な場合には企業の債務再編を機動的に行うことを確保するためには、社債管理のあり方、現在の社債管理者制度の見直しを行う必要がある旨を繰り返し述べている。
- (2) 社債管理者制度の見直しの方向性について、前回会合で発行会社の信用リスクと投資家の属性に応じて検討を行ったA案、B案の内容について整理している。A案、B案の具体的なイメージについては、別紙2「低格付社債における社債管理のあり方について」で整理した。A案、B案のどちらを目指すかという方向性について、現時点では、本部会においてコンセンサスは形成されていないが、いずれの方向性についても、金融・経済環境の変化に的確に対応して適切に社債権者の保護が図れるよう、社債管理者の活用を促進し社債市場を活性化するとともに、社債権者や発行企業の属性に即して社債管理者の機能について必要な措置を講じるというものである。
- (4) これらの検討や取組みを進めるにあたり、会社法の改正が必要と考えらえる課題の整理や、社債権者の意思に基づく社債管理の実現に向けた社債権者への情報伝達・意思結集を容易にするための市場インフラの整備を進める必要がある。

Ⅱ - 1 会社法の改正が必要と考えられる検討課題の整理

- ・ A案、B案の検討・適用範囲の考え方を整理し、明確化を図っている。B案は現行の会社法の社債管理者制度の枠組みを維持する考え方であり、個人向け社債には現行の社債管理者制度が維持されることになる。一方、A案は、すべての社債に対して「新しい社債管理者」を設置することになる。しかしながらA案においても、個人向け社債については、社債権者保護の水準を実質的に維持することを想定して検討していく必要がある。

1. 社債管理者の善管注意義務について

- ・ 今後の検討課題を整理しているが一部修正を行っている。(1) 社債管理委託契約による具体的義務の範囲の明確化の①では、会社法で定めるべきものとして、社債権者集会の招集権以下を追記している。

Ⅱ - 2 今後の取組み

- ・ 事務局では、現在本部会を含めた4つの部会は、7月11日開催の「社債懇話会の活性化に関する懇談会」までに検討を修了し、同懇談会への報告をもって検討を修了することとしてい

る。これまで取りまとめられた社債管理者制度の見直しの方向性や、会社法の改正が必要と考えられる検討課題、市場インフラの整備等については、今後、日本証券業協会において、学識経験者、社債管理者、発行会社、投資家、証券会社及び金融庁等関係各位の協力を得て、新たに検討の場を設け、検討を継続したいと考えている。

【意見交換】

1. 現在の社債管理者に期待される役割

- ・ I-1の(2)に、「社債管理者制度は、期待された役割を充分果たしているとはいえない現状にある」とあるが、現行の会社法が社債管理者に期待しているとされる、低格付社債の発行を抑制する、いわばフィルタリング機能は、むしろ果たしていると言えるのではないか。本部会で目標としてきた低格付社債市場の活性化は、平成5年の商法改正時の発想とは真逆の方向性であるため、会社法の見直しの必要性が生じているものと認識している。以上より、当該記載は誤解を招きかねないので削除すべきではないか。
- ・ I-1の(3)に、「この結果、信用リスクが相対的に大きな企業による社債は、ほとんど発行されておらず」とあるが、それ以前の文章に理由に相当する記載が見当たらず、やや唐突感がある。この理由は、I-2の課題において説明されているため、I-1の(3)は、内容はそのままにしてI-2に(5)として新設してはどうか。
- ・ 「社債管理者制度は、期待された役割を充分果たしているとはいえない」との説明は、社債管理者制度そのものを問題にしている印象を与えるため、もう少し整理する必要があるかもしれない。
- ・ 確かに「社債管理制度は、期待された役割を充分果たしているとはいえない」という記載は、誤解を与える可能性があるため修文をした方がよいが、金融・経済環境の変化により、「社債管理者に対する期待が変化している」、「新しい期待が生じている」といったことではないか。
- ・ 金融・経済環境の変化によって社債管理者に期待される役割が変化したというよりも、本部会が「低格付社債市場の活性化を目指す」と課題設定したからこそ、社債管理者のあり方の見直しが必要になった、というのが正確な理解ではないか。
- ・ 低格付社債市場の活性化を図るためには、社債管理者の担い手がない現状を変えるべく、その必要性が生じてきたと理解している。

2. A案、B案

- ・ 社債管理のあり方の見直しの方向性のA案は、社債管理者制度の全面的な見直しといえる方向性で、一方B案は、現行の社債管理者制度には基本的に変更はなく、現行法では社債管理者の設置が任意とされている部分の一部についてのみ、「新しい社債管理者」の枠組みを適用する考え方であり、両案が併記されている。
- ・ A案、B案のいずれにも関係するが、別紙2に「新しい社債管理者設置債」とあるが、新しい社債管理者の設置が可能という意味で、設置を義務づけるという趣旨ではないと理解すればよいか。現行制度を前提とするのであれば、券面1億円未満の社債については、社債管理者の設置が義務付けられることになるが、A案、B案ともに、同様の考え方でよいか。
- ・ B案の個人向け社債については、現行どおり社債管理者の設置を義務付けることを想定している。一方A案については、個人向け社債を含めた全ての社債について、「新しい社債管理者」の設置を任意とすることが考えられる。その場合においても、個人向け社債については、現行の社債管理者制度と同水準の社債権者保護の機能を実質的に維持する必要がある、それを確保するための手当てが必要になる。
- ・ 別紙2のA案、B案の網掛けの箇所は、最も手厚い社債権者保護が必要と考えられるところである。
- ・ A案は、社債管理者の強制設置そのものを撤廃する方向性であるのか。
- ・ A案は、発行会社や投資家の市場のニーズに基づいて任意設置とすることが考えられる。
- ・ A案の個人投資家向け社債では、現行の社債管理者制度と同水準の社債権者保護機能を実質的に維持するとあるが、どう理解すればよいか。
- ・ 会社法において手当てするのか、他の方法、例えば自主規制を活用するのかを含め、今後の検討課題であると認識している。前回の部会では、例えば、公募により発行される社債については、証券会社の引受審査において審査を義務付けることで社債権者保護を担保するという意見があったが、今後の検討課題として考えている。
- ・ そういった趣旨は、別紙2のA案、B案の説明からは十分に読み取ることが難しい。社債管理者の設置義務にもかかわるのであれば、当然その旨の説明を加筆するべきではないか。

- ・ 社債管理者の設置義務の撤廃は、かなり過激な方向性である印象を受ける。こういった方向性について、本部会のコンセンサスが形成されているのか。
- ・ A案においても、個人向け社債には、会社法において社債管理者の設置を義務付けるという点は現行どおりで、その際に設置する社債管理者は、社債管理委託契約によって権限や義務の範囲を明確化することのできる「新しい社債管理者」と理解している。高格付社債と低格付社債の区別を法律上で明記することは極めて困難であるため、両者の区別については自主規制やガイドライン等のソフトローの形で実務上手当てすることを想定している。
- ・ 一方、B案の場合は、現行制度の社債管理者がそのまま設置され、「新しい社債管理者」として限定された権限と責任を有する社債管理を行う者を設けるものと理解している。
- ・ そういった趣旨であれば、A案とB案にはほとんど差異が感じられない。いずれにしろ、そういった趣旨が明確に伝わるよう、もう少し詳しく説明する必要があるのではないかと考える。
- ・ A案の場合、最低限の機能が定められた社債管理者がベースとしてあり、個人向け社債に設置される場合には契約によりその機能を付加することになる。一方B案では、現行の広範な機能を持つ社債管理者がベースとしてあるが、機関投資家向けの社債に設置される場合には、契約で権限や責任の範囲を限定することになる。A案の場合、契約による機能の付加をどうやって強制・担保するのが大きな論点になる。一方B案の場合、実務慣行などに従って、機関投資家にとって必ずしも必要ないと考えられる機能は比較的整理しやすいのではないかと考えられる。
- ・ 現行法では、券面1億円以上の社債（機関投資家向け社債）には、社債管理者の設置が強制されないが、設置する場合においては、強制設置の場合と同じ権限や義務を有する社債管理者が設置される。B案では、券面1億円以上の社債に任意に設置される社債管理者については、契約により権限や義務の範囲を明確化できるよう手当てするという考え方であると理解している。
- ・ A案とB案の説明はだいぶ異なっており、同じものを想定しているのか、異なるものを想定しているのか、説明不足の印象である。また、別紙1「新しい『社債管理者』の活用に向けた検討課題（イメージ図）」は、最低限社債管理者に必要と考えられる機能を法定化し、必要に応じて契約で付加していく説明で、A案のみを図式化したものであり、B案を説明しきれていない印象である。

- ・ B案は、低格付で機関投資家向けの社債についてのみ、「新しい社債管理者」の活用を検討し考え方であり、低格付社債市場の活性化を目指す本部会の目標との整合性は、A案よりも取れていると言えるだろう。一方A案は、社債管理者の強制設置義務の撤廃を目指す考え方ということであれば、低格付社債市場の活性化からは、あまりにも飛躍した発想であり、説明がつかないのではないか。
- ・ A案は、社債管理者の設置義務の撤廃を目指す方向性とのことであるが、本部会ではこれまでそのような議論はしたことがないと認識している。社債管理者の設置義務の撤廃を目指すのであれば、そのことをその理由とともに記載すべきである。設置強制を撤廃することについては、低格付け社債の裾野を広げるということは理由にはならず、相当丁寧な理由の記載が必要になるはずである。
- ・ A案の場合でも、個人向け社債については実質的に現行制度の社債管理者の機能を維持することを想定し、その方法については、今後の検討次第ということであるが、どのような方法で維持するのかによって、A案とB案の見え方・評価は相当変わってくるはずである。現行制度の社債管理者の機能を維持する方法を相当厳しくするのであれば、A案は、B案とほとんど変わらないであろう。他方で、自主ルール等の実務慣行に委ねるだけという場合、結局、最も手間やコストがかからない、社債権者の保護が弱い契約内容で収まってしまうのではないかと、指摘が幾度もされているが、今後の検討に当たっては、こういった懸念が重要になってくる。したがって、維持の方法は、報告書に記載する必要があるのではないか。
- ・ B案の考え方を採用した場合においても、果たして会社法の改正が必要かが問題となるのではないか。会社法において、何のために社債管理者制度が規定されているのかという制度趣旨の根幹に関わってくるテーマであるが、契約上の手当てでも実現できるのであれば、必ずしも会社法の改正を要するということになるわけではないのではないか。法改正ありきではなく、契約上の工夫をするという路線は、早々に放棄せず、引き続き検討する価値があるのではないか。
- ・ 例えばA案とB案のそれぞれの考え方のメリットとデメリットを整理して併記すれば、より明確な説明となるのではないか。
- ・ 社債管理者の設置義務を撤廃する方向性での議論は、これまで全く行われていないと認識している。仮に、そういった方向性を視野に入れていても、今回の報告書の取りまとめの段階では説明を避けるべきではないか。設置義務の対象となる社債管理者を含めて、「新しい

社債管理者」の考え方を適用するのがA案であり、任意に設置される社債管理者についてのみ「新しい社債管理者」の考え方を適用するのがB案というのが、これまでの議論を踏まえた整理ではないか。

- ・ A案、B案を検討した場合、設置義務の対象となる社債管理も含めて全ての場合を「新しい社債管理者」で統一できるA案に賛成したい。A案を採用した場合、個人投資家向けの低格付社債について、どのように現状と同水準の社債権者保護を図るのかという点については、多くの指摘があるが、確かにその点については、十分に整理しなくてはならない。しかしながら、その点について整理することができれば、A案の実現に向けた議論が進むのではないかと考えている。
- ・ A案、B案ともに、会社法において「新しい社債管理者」に最低限求められる機能を定め、必要に応じて社債管理委託契約に追加していくという考え方は共通していると理解している。A案とB案の差異は、当該考え方を適用する範囲から生じており、社債管理者の権限について、「足算（法により最低限のものを定めておき、契約により加算していく方法）か、引算（法により広く定めておき、契約により限定することを認める方法）か」という点は、単に社債管理者の権限を定める方法論の違いであり、A案かB案かの区別とは関係がない。
- ・ 本部会で議論されている社債管理者の役割や機能は、これまでの会社法において主に考えられていたものとはかなり様相が異なるものであり、現状の社債管理者制度とは根本的に異なるものであると考えることもできる。従って、B案のように、発行会社の属性やターゲットとなる投資家の属性に応じた単純な分類によって、現行の社債管理者制度と「新しい社債管理者」制度を併存させても、本当にうまく機能するのか疑問が残る。
- ・ 会社法が社債管理者に求めてきた役割について、もう少し詳しく検討してはどうか。社債管理者制度には、投資家が何も行わずとも完全な保護を担保するような機能が期待されているのか、また、それがあべき姿であるのかといった点を踏まえて、考えてみる必要がある。低格付社債にも対応できるよう検討を進めることは勿論だが、現状の社債市場がこれで良いのかということも考えてみなければならない。現状の社債管理者制度には、投資家からやや過剰な期待が寄せられている印象であり、その一方、社債管理者は自己の義務や責任を過敏に捉え過ぎているのではないか。こういった問題点をクリアにするというコンセプトは、本部会における検討テーマの一つであると認識している。
- ・ 本部会において、「社債管理人（仮称）制度」を契約による手当てでどこまで実現できるか

については、詳細な検討が行われてきたが、社債権者集会の招集権や査定に異議が出された場合の対処等、会社法の改正が必要と考えられる事項もあるものの、契約による手当てであっても、相当程度はその機能を実現する余地があると考えられる。新しい社債管理のあり方を具体化していくためには、会社法の改正が必須とは必ずしも言えないことから、そういった方向性も考慮に入れていることをもう少し明確に打ち出すことも考えられる。

- ・ 現在の事務局の考え方について、改めて整理したい。現状の我が国社債市場では、F A債として発行されているものを含めて、高格付けの会社が発行した社債に限られており、もう少し発行会社の幅を広げることで、市場の厚みを増すことを目指している。低格付けの社債の発行を増やしていくためには、それに投資する投資家・社債権者の保護の観点から、社債管理者制度のさらなる活用が必要になると考えられる。低格付け社債にも活用できるよう、新しい社債管理のあり方について、これまで本部会において検討をお願いしてきた。現行の会社法では、券面1億円未満の社債には、社債管理者の設置が義務付けられているが、本部会における検討結果として取りまとめられた会社法の改正要望が当該設置義務の緩和として誤解して受け取られた場合、会社法の改正を実現するのは難しくなるとも考えられる。そこで、会社法の改正が行われるという前提で、現在の考え方や概念を整理し、見直し後のイメージを示すためにA案、B案を示した。
- ・ A案であっても、B案であっても、機関投資家向けの低格付けの社債については、実質的には差がないと言える。また、個人向け社債については、現在社債管理者に要請されている機能を見直す・限定させるといった意図はないが、社債管理者制度について会社法の改正を要望するに当たっては、ここを含めて議論されることは避けられないと認識しており、その概念整理のための論点として掲げさせていただいている。機関投資家向けの低格付けの社債への手当てについては、現行法でも対応できる部分があるとは認識しており、これについて更に対応を検討していく必要はあるが、これまでの本部会における検討を何う限り、現行法のままではやはり難しい部分があり、やはり会社法改正を要望していく必要があるのではないかと考えている。
- ・ A案、B案については、必ずしも本部会としてどちらかを選択する必要はないと考えている。社債管理者制度が利用されなくなっていること、また、社債管理者に期待されている機能がある一方で、その担い手がいないという現状があり、その対応等について当局に検討いただくためのベースとして、2つの考え方を示した次第である。本部会における検討は、多くの実務者の方に参加いただいております、実務的な観点から会社法の改正が必要な論点について意思交換を行うことにより、我が国の社債制度にとって望ましく、また、資本市場という観点からも望ま

しい制度ができあがっていくと期待している。その検討のための一つの準備のため、両案を示した次第である。

- ・ 両案が併記されることについて、全く異論はない。本部会における議論は、低格付けの機関投資家向け社債への手当てにやや傾注して進んでおり、どちらの案をどのような形で採用するかについては、さらに議論が必要であると認識している。
- ・ 社債管理者制度の全面的な見直しといえるA案の実現を目指すのであれば、本部会における議論では触れられていない高格付けの機関投資家向け社債を含めた議論が必要になる可能性もあると考える。社債管理者制度の見直しにより、社債管理者制度のコストについて、発行会社の負担を現状のFA債並に引き下げられるのであれば、逆に、全ての社債について、社債管理者の設置を強制するという考え方も成り立ちうるのではないか。こういった面にまで議論を尽くして初めて、どちらの案をどのような形で採用するかが決定されるのではないかと考えており、現状では両案併記で提示することが妥当ではないか。
- ・ A案、B案は、いずれも低格付けの機関投資家向け社債への手当てを出発点とした考え方の印象であり、報告書においてもそのような論理展開で記載した方が明確ではないか。すなわち、低格付けの機関投資家向け社債が発行されていないという問題の所在を前提として、その対応としてA案、B案両方を提案する。A案は、現行よりも機能等が限定された社債管理者をベースに必要に応じて契約で積み上げていく方向性であり、一方B案は、現行の社債管理者をベースに、必要に応じて機能等をそぎ落としていく方向性である。さらに、見直しを行った場合の現状の制度への影響を補足的に説明するという構成のほうが明確に趣旨が伝わるのではないか。
- ・ B案は、低格付けの機関投資家向け社債のみを対象とする、現行の会社法において社債管理者の設置を強制されない部分についてのみ、「新しい社債管理者」の対象とするものであると理解している。しかしながら、設置強制の根拠については、少なくとも会社法で規定するのは極めて難しいと考えられるため、自主規制その他の手当てを考えていく必要があると考えられる。
- ・ 一方A案の考え方は、低格付けの社債には、社債権者の実質的な保護を図るための役割が必要であると考えられ、その最低限の機能は何かということから議論が出発している。会社法には、まさにその役割を担う社債管理者制度があることから、当該制度をそのまま利用することが考えられる。しかし、低格付社債を念頭に置いて現行の社債管理者制度について考えると、

そのまま利用するには問題があるとの指摘がなされたことから、社債管理者制度全体について見直しを検討する方向性であると理解している。社債管理者制度は、本来、社債管理のために置かれることを踏まえると、社債管理者を活用するための全面的な見直しの方向性は、最も正面から問題に対処するアプローチといえるのではないか。

(配付資料)

- ・ 資 料 7月11日「社債市場の活性化に関する懇談会」報告(案)【タタキ台】
- ・ 別紙1 新しい「社債管理者」の活用に向けた検討課題(イメージ図)
- ・ 別紙2 低格付社債における社債管理のあり方について
- ・ 参 考 4月4日「社債市場の活性化に向けた取組み 中間報告(3)【抜粋】」

以 上