「第13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2月7日(火) 午後4時30分～6時30分

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. 社債の期中管理について

大和総研 吉井委員から、機関投資家と発行会社を対象とした社債管理者に関するヒアリング結果について、資料1に基づき、また、事務局から社債の期中管理について、資料2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。

1. 社債管理者に関するヒアリング結果について

【報告・説明】

- ・ 資料1は、機関投資家と発行会社を対象に、社債管理者の設置についてヒアリングを行った結果を取りまとめた。ヒアリングを行った発行会社3社は、いずれも上場企業であり、格付がBBBの企業2社、BB+の企業1社である。回答は、取材対応者個人の意見であり、所属する機関を代表するものではないという点に御留意いただきたい。

○ 機関投資家へのヒアリング結果

I. 社債管理者に期待する役割と現状に対する評価

1. 社債管理者に期待する役割

- ・ 「どのような役割を期待するか」、「コベンツとの関連で期待する役割は何か」という観点でヒアリングを行ったが、「期待していない。」、「機能していない。」、「社債管理者を意識したことがない。」、「どのような役割を果たしているのか分からない。」、「期待をしているが、事が起こったときの対応に不満がある。」等、ネガティブな回答が過半を占めた。
- ・ 特に、資料1の2頁にあるように、昨今の被災企業の一般担保付社債の社債管理者の対応について不満が示された。機関投資家サイドの意見であるが、「一般担保が付されているものの、売りやすい資産から換金されている中で、それを抑止する動きがない。」、「社債権者のための担保確保に動いてくれなかった。」、「社債権者集会を開くということも無く、一般担保の対象となる資産が売却されている。」、「(発行会社の)重要な資産売却が行なわれる際に、社債権者の利益のために本当に動いてくれるのか疑問である。」、「発行会社に緊急融資が行

われた際に、社債管理者に、当該緊急融資に担保が付いているかどうか確認を求めたが、答えられないという回答であった。」といった不満があるようである。他方で、こういった資産売却の差し止めは、社債権者集会を経て社債管理者に依頼するという形でなければ難しく、社債管理者に判断を求めるのは過度な期待かもしれないという意見もあった。

- ・ 社債管理者に期待する役割として、社債権者への通知を求める回答がかなり見られた。「コベナンツ抵触状況のウォッチは投資家側が行うべきものであり、社債管理者に社債権者への通知以上の役割を期待するのは無理であろう。」、「コベナンツ抵触等の重大な情報を正確に社債権者へ通知するといった、連絡の責任を期待する。」、「発行体とコミュニケーションをとり、発行体の状況に関する情報・発行体から収集した情報を積極的に社債権者に伝達・開示してほしい。」、「重要な担保の設定があれば、それを確認して投資家に知らせてほしい。」、「コベナンツにヒットしそうになった時に、投資家に伝達する役割を果たしてほしい。」といったような要望がかなり多く見られた。なお、社債管理者には社債の保有者が分からないのではないかという指摘があり、これに対して、現在、証券保管振替機構（以下「ほふり」という。）による対応を検討中である旨の説明を行ったが、ほふりの営業時間外に公表が行われた場合等の問題について指摘があった。
- ・ 他方で、発行会社に対するモニタリング機能を期待する回答が2社あった。このうち1社は、公開されていない情報の収集にも努めたいと、モニタリング機能を果たしてほしいというもので、モニタリング機能の強化を求めるものであった。それ以外では、コベナンツにヒットした際の窓口になることや、社債権者の意思決定の補助の役割を求める意見もあった。「過去に新興不動産の破綻が頻繁に起こった際に、まず、どこにコンタクトをとれば良いのかが分からなかったため、発行体とコンタクトをとれる仕組みを構築してほしい。」、「誰が社債権者であるのかを社債権者同士では全く把握できていないため、意思決定のための結集のサポートをしてほしい。」、「社債権者集会を開催するためのルール作りをしてほしい。」といった要望があった。
- ・ 他方で社債管理者にある程度主導的な役割を果たすよう求める意見もあった。デフォルト時の対応に関する経験やノウハウは、機関投資家も持っていないため、社債管理者にデフォルト時の対応案の提示や、社債権者集会の開催の主導等を期待する要望があった。社債管理者に回収のバックストップとなる実効性を確保してほしいといった要望もあった。

2. 社債管理者の現状に対する評価

(1) F A債（社債管理者の有無）

- ・ F A債をかなり問題視する意見が多く、「デフォルト時の対応を考えると不安である」、「格付の低い会社には社債管理者の設置を義務付ける必要がある。」、「社債管理者が必要と思われる企業が社債管理者を置いていない。」といった指摘があった。それ以外には、社債管理者の有無は投資判断の材料になり、設置されていれば、投資家に安心感が出てくるといった回答があった。

(2) 利益相反

- ・ 利益相反の問題について指摘する意見は散見されており、マイカルの事例を指摘し、メインバンクが自らの回収分を減らしてまで社債権者を保護するとは考えにくいといった意見が多く見られた。関連して、もう少し社債権者集会の開催等について主体的に動いてほしい、信託銀行が社債管理者になるほうが望ましいのではないかといった指摘があった。一方で、メインバンクが社債管理者を担うことによる利益相反の問題は、社債管理者の業務と融資業務の担当者が異なることや、厳しい善管注意義務が課されていることを踏まえれば、それほど気にならないという意見や、社債管理者の利益相反よりも、ローンの貸し手がCDSの買い手になることによる利益相反のほうがよほど気になるといった意見もあった。

II. 社債管理者の見直しの方向性について

2-(1) 提案されている仕組みに対する評価

- ・ 本部会で提案されている社債管理者の見直しの方向性に関して、社債管理者の義務の緩和については、社債管理者が適切な情報を投資家に伝達することや、手数料が減少することといった条件を付したうえで、賛成する意見が多数派であった。米国に多く見られる、ウエーブによる治癒対応と同様の仕組みを、日本の社債市場に導入することについては概ね好意的であった。それから、社債権者が具体的な意思確認を行うことは、受託者責任を考えれば投資家の意思確認が必要とされる事項が増えることはいし方ないということであり、それほど抵抗感はないようであった。しかしながら、コベンツの抵触に関する適切な情報開示を必須なものとして発行会社と社債管理者に要求することになるだろう。
- ・ それ以外には、様々な場面に社債権者がより積極的に関わっていく仕組みの方が望ましいが、現在の見直しの方向性で、社債管理者の担い手が増加するのかという懐疑的な意見もあった。さらに、現在の社債管理業務の実態は、提案された内容に近いという指摘や、現在の社債管理

者の責任を縮小・明確化することには異論はないが、代わりにフィーの軽減や金利の引上げ等により社債権者に還元していただきたいといった意見、「社債管理者の責任が軽減されることで社債管理者の担い手が増え、低格付社債が起債されるようになれば、投資家の目も向くのではないか。」という期待や、「元々社債管理者に期待していないため、義務を縮小しても影響ない。」という意見があった。

- ・ その他、コベンツのモニタリングについては、行っていただける方がありがたいが、現在でもしっかりと行われているかどうかは疑問であるため、提案された方向性で問題なく、きちんと情報さえ伝達されるのであれば、社債権者自身でモニタリングを行うという回答があった。担保提供やクロスデフォルトがあった場合に、社債管理者が社債権者に通知できるよう、発行会社から社債管理者への情報伝達や開示を充実させる必要があるのではないかという旨の発行会社の対応を求める意見もあった。
- ・ 一方で、請求喪失等について、投資家が主体的な意思決定を適切に行なえるのか疑問であるため、コベンツ抵触時には、対応案の助言や提案を社債管理者から示していただきたいという要望も1社からあり、そのための前提条件として、社債管理者の助言を基に行った対応の結果については、社債管理者に責任を負わせない仕組みを作る必要があるのではないか、信用害損等の調査権まで社債管理者に期待すべきではないという補足意見や指摘があった。

(2) 社債権者による意思確認

- ・ 社債権者による意思確認については、米国のように、マジョリティの社債権者がコンソーシアムを設け、対応方針を決定するという手法について、違和感がないという回答が比較的多数あった。また、そのような場合に自分が小口債権者の側になっても、それはやむを得ないし、好ましい方向に動かないのであれば、売却すれば良いという意見もあった。それから、社債権者集会をどのような場合に開催するか、目論見書に記載してはどうかという提案があった。また、外債については、コベンツ抵触時に社債権者が自らアクションを起こす必要があるため、ある程度ノウハウを蓄積しており、国内で同様のルールとなっても対応できるという意見もあった。他方で、多くの委託者の資産を運用している立場の場合、委託者の意見をどのように社債管理者に伝達するのか、また、運用管理者と委託者の考え方が食い違った場合の対応をどうするのかといった問題が示されていた。

(3) 社債管理者の担い手

- ・ 社債管理者の担い手については、「利益相反の問題については、銀行だけではなく、グルー

プの証券会社との間でも生じているのではないか。」「信託銀行が社債管理者の担い手になればいいのではないか。」「社債が融資に劣後することを踏まえると、メインバンクが社債管理者に就任することで、デフォルト時に融資ばかりを優先しないようにする抑止力になるのではないか。」といった意見があった。また、社債管理者の担い手を増やすことについて、「素人同然で資質が不十分な業者が社債管理者になると困る。」「社債管理者が社債権者のポジションを把握することになるのであれば、信託銀行が社債権者である場合、社債管理者となる他の信託銀行に自分のポジションを把握されてしまうことを嫌い、逆に低格付社債への投資が難しくなるであろう。」といった指摘があった。

(4) 社債管理者に期待する役割

- ・ 社債管理者に期待する役割としては、コベナンツに抵触した場合や抵触しそうな場合、担保提供やクロス・デフォルトがあった場合などの適切な情報開示・伝達・提供の他に、有事の際の問い合わせ先になることや通知の徹底が挙げられていた。さらに、膨大な銘柄に投資している機関投資家の場合、決算の頻度が増えていることもあり、膨大な情報を管理する必要があるため、社債管理者に平常時のモニタリングを期待する意見もあった。具体的には、コベナンツに抵触しそうな場合の警告や、格付会社との関係の分析、投資判断に近いところまで踏み込んだモニタリングを期待しつつも、そのようなことまでしてくれるのか、発行会社と社債権者のパイプ役を果たすというのが現実的ではないかという意見であった。

Ⅲ. 社債管理人制度の導入について

- ・ デフォルト時の窓口があると良い、回収率が上がるのであれば良い、発行体との直接交渉は社債権者にハードルが高いためニーズはある等、比較的好意的な回答が多数であった。他方で、「社債管理人が事業再生ADRの申請に対抗できる権限があるならばよい」という指摘や、運用ガイドラインに基づく売却を思いとどまらせるほどの存在であるかどうかを懸念する指摘もあった。他方で、格下げがあった場合の売却といった、デフォルト後の回収率を意識するような投資行動は取っていないという意見もあった。また、社債管理人の手数料を誰が負担するのかという指摘があった。発行会社が自社のデフォルトを想定して手数料を支払うのは整合性が無く、手数料は投資家が負担すべきものであるが、その場合、フリーライダーの出現や、デフォルトが生じなかった場合の払い損といった別の問題も生じることを指摘する回答があった。また、デフォルト後のみの仕組みであるため、平時には手数料収入がないことになるが、それでも担い手がいるのかという指摘もあった。

○ 発行会社へのヒアリング結果

- ・ 発行会社1社からの回答である。当該発行会社は、以前に社債を発行した際に、メインバンクに社債管理者への就任を依頼したところ、利益相反を理由に拒否されたため、他に社債管理者を探したという。こうしたことが実際に低格付社債の現場では起こっているようである。そのため、本部会で提案されている案、社債管理者の責任を軽減や、社債管理人制度の新設には賛成的であり、メインバンクには今の制度は重たいのではないかという印象を持っているとのことである。また、社債管理者の担い手がいないことこそが問題であり、銀行以外であっても良いのではないかと指摘していた。銀行の機能が必要であるのは入口と出口の資金決済だけであり、それ以外に役割については、他の機関が機能を担っても良いのではないかということであった。

2. 社債の期中管理について（整理・検討メモ）

【報告・説明】

- ・ 第3部会では、低格付社債の発行・投資を促すため、社債管理者による社債の期中管理について、米国トラスティの制度・実務を参考に、具体的には、「社債管理委託契約」による社債管理者の権限の具体化、債務の明確化及び裁量権の縮小化等について検討、意見交換を行ってきた。資料2は、事務局において、これまでの意見、会社法と社債管理委託契約に関する法的課題、実務的課題の内容を整理するとともに、今後の対応案について取りまとめた。

I. 検討事項

1. 社債管理者の善管注意義務及び公平誠実義務

(1) 善管注意義務

(検討事項)

- ・ 善管注意義務については、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することはできないかという検討事項があり、契約に明記された業務以外については、社債管理者の業務の範囲外であり、善管注意義務を負わないのではないか。

(法的見解・実務的課題)

- ・ 社債管理者の義務・権限は会社法で定められており、当該規定は強制法規であると解されているため、契約で規定した条項が会社法に違反すれば当然、契約は無効となり、契約による社債管理者の業務範囲の明確化・限定にはかなり踏み込んだ解釈が必要となる。
- ・ 社債管理者の義務・権限の具体的内容について会社法の規定が明確性を欠く以上、社債管理

者の抽象的な権限については、契約による明確化・具体化は認められるのではないか。

- ・ 社債管理者の義務の程度や責任基準の引き下げについて、ビジネス・ジャッジメント・ルールのような手当てにより、社債管理者の結果責任を免責するような枠組みも必要ではないか。
- ・ こうした法的な検討課題に加え、社債管理者の権限の明確化・縮小化を図るためには社債権者（投資家）が自ら債権回収・保全行為を行うための「能力」と「経済合理性」を有していることが前提であり、こういった行為を行うための社債権者への情報伝達や意見集約の方法について、法的・実務的なインフラの整備がまず必要ではないか。

(2) 公平誠実義務(利益相反)

(検討事項)

- ① 公平誠実義務、特に利益相反が生じた場合の責任について、契約において責任の明確化は可能ではないか。

(法的見解・実務的課題)

- ・ 利益相反の責任の明確化については、会社法に明記されているため、契約による責任の免除・軽減は不可能であると解されている。一方、会社法では、「違反した場合には損害賠償の責任の義務を負う」と規定されているため、「損害賠償の内容・範囲」であれば、契約で明確化できるのではないか。これに関連して、例えば米国のトラスティに認められているプロラタ弁済を受けると契約で規定した場合は有効と解釈できるのではないか。

(検討事項)

- ② 社債管理者のスムーズな辞任と承継について、利益相反が生じた場合に備えて、社債管理者の辞任、スムーズな承継について、あらかじめ契約に規定してはどうか。具体的には、与信取引のない銀行等が共同社債管理者として就任し、利益相反が顕在化した際には与信取引のある銀行は辞任するといった仕組みの定着化を促してはどうかという案である。

(法的見解・実務的課題)

- ・ 契約による手当てと市場慣行の構築がある。しかしながら、現在企業と与信取引が全くない銀行は非常に少なく、今後を見据えると社債管理者の担い手の拡大に関する検討も必要ではないか。

2. 新しい社債管理者に期待する機能・役割

社債管理者に期待する役割・機能については、米国の信託証書を参考に、社債管理委託契約モデル(タタキ台)が示され、検討が行われた。

(1) モニタリング

(検討事項)

- ① 社債管理者は、自ら発行会社の財務状況の確認は行わない、融資取引等により入手した発行会社の法人関係情報については利用しないという基本的な考え方が示された。
- ② 社債管理者は、基本的に金融商品取引法（以下「金商法」という。）の開示書類、契約に基づく発行会社からの通知・報告に基づき、社債管理業務を遂行する。
- ③ モニタリングについては、財務状況の確認は行わず、発行会社が負担する義務の期日管理や履行状況の確認を主な内容とする。
- ④ 一方で、投資家保護の観点から発行会社への調査権の要否について検討を要する。

(法的見解・実務的課題)

- ① 財務状況の確認を行わないという点については、現行、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する前提に考えられているため、チャイニーズ・ウォールを設け、契約において「与信取引で得た情報は利用しない」と明確化することで、善管注意義務違反を免れるとの見解もある。しかしながら、チャイニーズ・ウォールの不完全性も指摘されており、結論は確定していない状況にある。対応していくには、会社法改正が必要であり、法人関係情報の利用・管理については、金商法の規制との関係についても検討が必要ではないか。

(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

(検討事項)

- ① 発行会社による通知の確実な履行を図るため、報告事項のタイミング・通知方法についてコベナンツ化を図る等により具体的に定める（コベナンツ化を図る）。
- ② 社債管理者は、通知・報告義務の違反や不履行があった場合には、社債権者に通知する、通知の方法については、一般債振替制度、具体的には、ほぶりのインフラの利用・拡充整備を検討する。
- ③ 上記②の場合、社債管理者は、基本的に発行会社の通知・報告義務違反、不履行の評価を行わず、社債権者に判断を委ね、自ら判断を行わない。

(法的見解・実務的課題)

- ① 発行会社の通知・報告義務について、契約において明確化を図るため、現行の一般規定に加え、米国トラスティの信託証書を参考に、例えばコベナンツ抵触の有無について代表者に証明書を出してもらう等の規定を設けてはどうか。これに関する対応として、通知・報告事項のタイミングや通知方法の具体化に関する検討が必要ではないか。

- ② ②に関する対応として、通知方法に関するインフラの整備が必要ではないか。
- ③ 社債管理者が評価をしないということについては、善管注意義務との関係上、社債管理者の裁量を制限し、社債権者に判断を委ねることは、会社法の改正が必要ではないか。また、検討している案は、基本的に社債権者に判断を委ねる前提として、社債管理者が社債権者の意向を確認する方法について、法的・実務的インフラの整備が必要ではないか。

(3) 期限の利益喪失以外でコベナンツに抵触した場合

(検討事項)

- ① コベナンツに抵触した場合の事実の確認方法や社債権者に対する周知方法について、具体的に定める。
- ③ アmend、ウェーブの方法については、従来の社債管理者による担付切替といった対応のみを前提とせず、一定数の社債権者の同意や社債権者集会の決議による等、社債権者の意向を踏まえた対応を可能とする。

(法的見解・実務的課題)

- ① 具体的にコベナンツに抵触した場合の確認方法について、社債管理者は発行会社から明示の通知を受けた場合、又は発生の事実を知る以外は、当該事由は発生していないとみなすことは、社債管理者の善管注意義務や会社法上の調査権から難しいのではないか。同様に、米国トラスティの実務にあるような社債管理者が発行会社からの提出書類や外部専門家の意見に依拠することは困難であり、いずれも会社法の改正が必要ではないか。
- ③ Amend、ウェーブの場合の一定数の社債権者の同意による対応については、会社法では、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、団体法理に服するという考え方がとられている。集団性に係る会社法の規律は強行法規であるため、少数派の指示に基づき社債管理者が行動することは問題ではないか。これについては、現行の代表者社債権者制度を発展させることで対応できるのではないか。

(4) 期限の利益の喪失

(検討事項)

- ①及び④ 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を検討してはどうか。また、期限の利益の喪失の判断において、社債管理者が自ら判断するのではなく、社債権者による判断の遂行を助ける役割を果たしてはどうか。一方、投資家保護の観点から、現状の信用害損による期限の利益喪失条項のように、社債管理者の判断の余地も検討してはどうか。

(法的見解・実務的課題)

- ①及び④ 請求喪失は、社債権者集会で決議された場合には可能である、また、社債権者自ら判断をしないということについては、契約において発行会社に期限の喪失事由が発生した場合の社債権者の裁量を制限することは難しく、会社法の改正が必要ではないか。また、期限の利益の喪失後、法的整理に入る前の段階の保全回収や強制執行の実施等についても、社債管理者自ら判断するのではなく、社債権者の意向に基づき対応してはどうかという考え方があるが、これについても、社債管理者の義務を制限することは難しく、会社法の改正が必要ではないか。

(5) 投資家への周知及び情報開示

- ・ 以上のような制度の見直しを踏まえると、社債管理者の役割等について、社債権者と今後社債を購入する投資家に対して、よく説明して周知する必要があり、社債権者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、開示方法等）について検討する必要があるのではないか、特に、発行会社の情報開示の充実・整備が必要ではないか。

II. 今後の対応(案)

- ・ 今後の対応(案)は、本部会の取りまとめのイメージのタタキ台である。(1) 現行の会社法の下では、社債の期中管理について、社債権者の権限の具体化、責務の明確化及び裁量権の縮小化を図るための検討事項の多くが会社法の改正が必要であると考えられることから、法改正の要望事項・基本的な要望事項について、取りまとめを行ってはどうか。(2) 会社法の改正が必要なものと、法改正なしで対応できるものとに分類したうえで、社債市場の活性化のために、取り組めるものから取り組んでいくこととし、法改正を必要としない範囲では、①契約ベースでの新たな社債の期中管理、②社債権者の情報伝達・意思結集のインフラの整備、③社債管理人（仮称）制度の整備といった検討を進めてはどうか。

【 意見交換 】

1. 新しい社債管理者に期待され役割・業務について

- ・ 現在の議論は、それほど格付が高くない発行体専用の社債管理者の仕組みを作るためのものであると認識しているが、現行の社債で、社債管理者が設置されている銘柄は、ほとんどが個人向けの社債である。こうした個人向け社債で利用されているような会社法上の枠組みはそのまま残し、別の枠をもう一つ作るイメージと理解すればよいのか。

- ・ 新しい社債管理者制度について考える場合に、社債権者によって、機関投資家向けと個人投資家向けで、社債管理者の機能が異なるというのは、制度的には不整合なものになってしまう。現在の議論では、現状の社債管理者のなり手がいない状況を打破するため、社債管理者の義務・責任をどこまで軽減できるのかについてまず検討を行い、できるところから実現を目指していくことになるが、会社法の改正には時間を要するため、それまでの間は、現行の社債管理者の枠組みは引き続き使用し、FA債(社債管理者非設置債)について、新しい柔軟な仕組みで運用していくイメージになると考えている。
- ・ 社債管理者の裁量の余地をどこまで減らしていけるのかについて考えるに当たり、どういった投資家・商品のための制度設計とするのかを念頭に置かなければ、現在の個人向け社債に必要な社債管理者制度がなくなってしまうということも考えられるのではないかと懸念している。社債管理者の義務や責任をどこまで軽くできるかということだけを考えての結果、個人向け社債にはそぐわない制度になってしまわないかと懸念している。
- ・ 社債管理者の権限を具体化し責務を軽減していく際に、米国におけるトラスティの制度・実務を参考にすることであるが、米国のトラスティの場合、投資家自らが、ある程度イニシアチブをとって意思決定を行うという前提に基づいている。新しい社債管理者制度では、モニタリングや債権の保全等について社債管理者が自らの判断で行うことを縮小していく代わりに、社債権者が自ら意思結集できるようにしていくという方向性で議論を進めていると認識している。一方で、個人向け社債について考えると、そういった対応を個人の社債権者にも求めるのは難しいだろう。米国においては、個人投資家が大半を保有している社債はなく、大手の機関投資家が保有しているものと同じ銘柄を個人投資家も保有している。主な社債権者が個人投資家という商品を前提とするのであれば、今の議論とは切り分けて考えていかなければならないのではないかと懸念している。
- ・ 現在の日本の個人向け社債は、ごく一部の発行体と、銀行の劣後債が大半を占めており、それなりのクーポンがあるため、主に高齢者等が預金の代わりに投資していると聞いている。一方、格付の低い社債や複雑な金融商品については、機関投資家が一義的な責任を持ち、個人投資家は投資信託という形で保有している。日本にはハイイールドのマーケットがないため、個人投資家に対し、利回りを出すため通貨選択型やデリバティブ内包型としてハイイールドの金融商品として提供しているが、その結果、様々な問題につながっている。日本の個人投資家も、個別銘柄よりは投資信託という形で保有したい方が多いことを考えると、ハイイールド債市場

は重要ではないか。ある程度ニーズがあるところにマーケットができていくのは、投資家にとっても、社会にとっても極めて重要ではないか。

- ・ 個人向け社債について、別の社債管理者制度とすることには違和感がある。個人向け社債には、意思結集等について問題があるのは事実であるが、社債管理者の機能をその他の社債と別にしなければ問題を解決できないというわけでは必ずしもないと考えており、個人向け社債について社債管理者の役割を現状のままにすべきだという議論に飛躍するのは如何なものかと考える。
- ・ 個人向け社債に関して、二つ問題点が指摘されている。まず、個人の投資家にリスクの高い商品を販売していいのか、販売するならば、サポートが必要ではないかという点についてであるが、金商法では、そもそも判断能力のない者にリスク商品を販売してはならないし、リスク等の理解に時間を要する者に対しては、丁寧に投資判断の材料を提供、説明しなければならない。個人向け社債だからといって、社債管理者に現行の強い権限や非常に厳しい責務を引き続き負わせなければならないとするのは如何なものか。もう一つは、意思結集の難しさであるが、この問題点は現行の制度でも存在しており、社債管理者の権限を縮小しても現状と何ら変わらないだろう。発行体が個人向け社債しか発行しておらず、アmend等を含めて対応しなければならないような企業なのであれば問題になるが、そういった商品を個人投資家へ販売することは、証券会社(仲介者)としては考えにくいだろう。個人向け社債だけでなく、機関投資家向け社債も発行している企業であれば、個人投資家は、機関投資家に判断を委ねていくことになるのかもしれない。いずれにしても商品として個人投資家相手に販売するかどうかの問題であり、別の社債管理者の制度を作って複雑化させるのは如何なものか。
- ・ 機関投資家と個人投資家の両方が投資している場合、社債管理者には公平誠実義務があるため、社債管理者の責任がより強くなるのではないか。現行の制度は、社債管理者が強い権限を持ち、社債権者の利益のために自らの裁量を持って業務を行うという考え方であるが、むしろ社債管理者の権限・義務を縮小させていった方が、投資家及び発行体から見た市場の選択肢が増え、トータルではメリットがあるのではないかという総意で、議論が進んでいると理解している。
- ・ 日本は、個人金融資産の3分2を高年齢層が保有している。証券会社(仲介業者)として適合性の原則を厳しく守る、高いモラルと責任が求められるのは、重要な観点である。特定の発行体について、機関投資家向け社債と個人投資家向け社債とがある場合、その発行体が最初から

格付がBB以下ということは考えにくいだろう。問題になるのは、発行体の急激な業績悪化等により、一気に投資不適格になってしまった場合であり、そういったときに個人投資家の保護が問題になる。しかし、そうしたレアケースを想定して、別の枠組みを準備するというのも考えにくいだろう。格付がA程度で、ボラティリティの高い業種の発行体は、個人向け社債の発行には向いていないのかもしれない。

- ・ 社債管理人(仮称)制度をどのように利用していくかが重要ではないか。社債管理人を、日本版トラスティと考えるのであれば、社債管理人と見直し後の社債管理者を、それぞれどのような位置付けにするのか整理が必要になるだろう。社債管理者を米国トラスティに非常に近いような形に設定し、それでも個人投資家の保護を含めて何ら問題ないのであれば、社債管理人制度の議論は必要ない。社債管理人を米国トラスティ制度に非常に近いような形で設定し、現在の社債管理者の裁量の範囲を、ノンプロフェッショナルである個人投資家の存在を踏まえたいうで見直しを図っていくのだと考えていた。社債管理者制度を現状のままにするのでないのであれば、何を念頭に見直しを図るのか、よく検討する必要があるのではないか。
- ・ 機能や性格の異なる2種類の社債管理者が存在する制度は不整合であるという指摘があったが、確かに指摘は合理的である。しかしながら、米国の事情と日本の事情は著しく異なり、日本の個人向け社債にあたるものは、米国には存在しない。米国の個人投資家は、主として投資信託を通して社債に投資するからである。したがって、日本で米国と同じような制度を目指しても、現実にそぐわないのではないかと懸念している。むしろ、現在の社債管理者を必要とする投資家層は無視できない大きさであると考えられるため、現在のシステムを大きく変えれば、マーケット自体に悪い影響が出てくる可能性が懸念される。
- ・ 一方、会社法は、全ての社債について、社債管理者を設置しなければならないという規定にはなっていない。例えば、額面が1億円以上であれば社債管理者を設置する必要がない。これは、1億円以上の投資ができるような投資家は自身で判断できると考えられるため、厚い保護を与える必要はないという政策的な配慮に基づいており、こうした投資家層が相手であれば、義務が軽減された社債管理者を置くことを可能にしても、それほど違和感はないだろう。制度の複雑化や、個人向け社債の社債管理者の義務が相対的に重くなるといった、副次的な問題の有無とその対応については検討しなければならないが、多様な社債管理者のあり方を法律が容認することが、それほど不合理だとは思えない。

- ・ うまく立法できればであるが、機関投資家向けの低格付社債と、個人向け社債とで、二種類の社債管理者を設けるのではなく、社債管理委託契約で定めた範囲の義務を持つ制度をイメージしていた。その社債の特性に合わせて、例えば、個人投資家向けの社債であれば、それに見合った義務を契約に規定し、個人投資家は想定していないということであれば、義務の範囲を制限するといったふうに、契約内容によって調整ができる制度を考えていた。
- ・ 米国の信託証券法は、契約で明示することによりトラスティの義務を軽減するという考え方であり、これに近いと言えるだろう。この方法が実現できれば、制度の複雑化といった問題も解決するのではないか。
- ・ 契約で定めるといっても、個人投資家の保護を考えると、契約による制限の限界、すなわち、社債管理者としての最低限の業務については、よく考える必要があるのではないか。
- ・ 個人投資家の中でも問題になるのは、目論見書の内容の判別がつくかどうか疑わしい高齢者ではないか。そういった者にリスク商品を販売していくことを排除し、機関投資家に限定していけば、発行体のコストも節約につながるのではないか。個人の投資家を守るために、社債市場の活性化が進まないということは、あまり望ましくないのではないか。低格付社債市場は、プロの投資家中心のマーケットだと考えている。
- ・ 確かに、個人投資家のことを第一に考えて制度設計をしていくと、社債市場の活性化からは離れていく可能性もある。一方で、社債管理者とは別に、社債管理人という枠組みさえできれば、社債管理者により個人投資家を守りながら、低格付社債の市場も構築していけるのではないか。社債管理者について議論するにあたり、現在のメインターゲットである個人投資家を常に念頭に置いて議論する必要があるのではないか。
- ・ 日本において個人向け社債の市場はそれほど大きくないため、重点を置いて考える必要はないということか。
- ・ 個人向け社債の一般的な券面は100万円であり、100銘柄に分散投資しようとする、1億円が必要になる。個人投資家相手に社債を積極的に売っていくのであれば、投資信託といった形のほうが現実的であるが、現在個人投資家に販売されている銘柄は、1銘柄のみで持ってもそれほど心配ない、比較的高格付けの銘柄が中心となっている。しかしながら、個人向け社債を廃止していく代わりに、プロ投資家を見据えて、社債管理者の裁量権を小さくしていく

という議論にはなっていないはずである。

- ・ F A債が発行される前には、一つの銘柄を個人投資家と機関投資家が保有していた時代があったが、商法の改正により、例外基準として、各社債の金額が1億円以上であれば、社債管理者を設置しないF A債が発行できるようになったため、機関投資家と個人投資家のマーケットが分断してしまった。
- ・ 1億円基準に関する他の論点としては、例えば政府系機関の発行する政府保証債は、券面が1,000万であるため、社債管理者を設置しなければならない。しかし、これに投資するのは機関投資家である点や、政府保証による信用力を考慮すると、本当に社債管理者の保護が必要であるのか、疑問視する意見もあるようである。個人投資家の保護については、会社法の社債管理者制度以外の方法、例えば、金商法におけるプロ・アマ区分におけるアマ投資家の保護に応じたといった方法について検討を行い、会社法の社債管理者の設置については、自由としてはどうだろうか。現在の個人向け社債は、格付の高い銘柄ばかりということであれば、社債管理者による保護が果たして必要なのか。
- ・ 個人投資家と機関投資家に切り分けて考える理由や、アマ投資家の保護という観点が非常に重要である点は理解できるが、会社法の規制は、単なるアマ投資家保護だけではなく、小口・多数に分散した社債権者の保護という趣旨も含まれるのではないか。これは、小口・多数に分散することによって、一定の知識・経験等を有する投資者（社債権者）であってもその意思結集が非常に困難になることへのサポートであり、金商法で考えられるアマ投資家保護とは必ずしも同一視できないのではないか。
- ・ 個人投資家の保護という観点で、社債管理者に様々なサポートを求める現状について考えてみると、利益相反の問題が発生した際には、必ずしも個人投資家と社債管理者の双方にとって望ましい方向に物事を動かすことができないという大きな問題がある。一方、米国のトラスティは、自身では基本的に意思決定を行わず裁量も持っていない。有事の際には弁護士を雇い、弁護士の助言に基づき意思決定を行っていると聞いている。日本では、社債管理者という同一のエンティティが、万能にあらゆる物事を動かさなければならないという前提で考えられているようであるが、同一主体（社債管理者）があらゆる場面で働かなければ個人投資家を保護できないわけではないだろう。例えば、意思結集が迅速にできるインフラが整備されれば、意思結集のプロセスだけを担う役割を設け、有事の際には弁護士等と相談して社債権者のための対応案を作成し、それに対して意思結集を図ることができる。これは欧米では一般的な事務であり、

かつ、個人投資家の利益の逸失にもつながらないだろう。社債管理者が、自ら意思決定を行う能力がなければ、個人投資家を守れないという前提で考えていく必要があるのか、やや疑問である。

- ・ 社債管理者の機能を、社債権者の保護のために分解して考えていくという発想であると理解している。資料2において、社債管理者を共同社債管理者として複数設置し、利益相反が顕在化した場合には、利益相反している社債管理者を辞任させる制度が提案されているが、日本の会社法では、複数の社債管理者が存在している場合には、基本的に一致して行動しなければならないという合手的行動義務があり、機能ごとの分化とは必ずしも相容れない発想に立っている。機能ごとに分化していない例は、担保付社債の受託者と社債管理者の双方に認められていたが、平成16年信託法により合手的行動義務が撤廃されたことにより担信法上の担保の受託者については問題が解決しているのに対し、会社法には、引き続き合手的行動義務に関する規定が残っているため、これを機に問題提起していくことも考えられる。
- ・ 米国のトラスティが雇った弁護士は、日本法で解釈すると共同社債管理者に当たってしまうのか。あくまでも共同社債管理者ではなくて、社債管理者が業務を行うために雇い入れた外部専門家であるという整理は不可能なのか。
- ・ 日本では、弁護士は社債管理者に就任できないため、共同社債管理者に当たることはない。
- ・ 社債管理者が業務を遂行するに当たって弁護士を活用することは可能であるが、社債管理者としての義務や責任を免れることはできないと思われる。会社法では、社債権者と社債管理者の利益相反の問題が発生した場合、社債権者のために行為する特別代理人を選任する方法があるが、おそらく利用されたことはないだろう。その理由としては、選任手続きに係る意思結集のインフラの問題や、担い手の不在という問題が考えられる。社債管理者の辞任に関する規定も会社法に設けられているが、実際に利用されていないことも、やはり担い手の問題なのだろう。担い手の不在の問題への対応は、重要な観点だろう。
- ・ 社債権者集会は、あくまでも決議の場であり、議論をする場ではないというのが現状であるため、方向性を検討する場がそもそもない。米国には、コンソーシアム、多数決で意見集約を行う柔軟な枠組みがあるため、それも参考にしてみよう。

2. 社債管理者の善意注意義務

- ・ 社債管理者の権限を具体化し、責任を限定していくという方向性で進めていくうえで、ここまでは制限するが、これ以上は制限しない・できないと、明確に区分することはできるのか。明確に区分できなければ、法的責任に結びつくかどうか微妙なグレーゾーンが発生してしまい、裁量の余地が残ってしまうのではないか。
- ・ できれば契約において権限や義務の範囲を明記し、それ以上の責任を負わないという方向にしたいところである。しかしながら、会社法の規定があるため、立法措置なしでも実現できるのかが最大の問題だろう。現時点では、社債管理者の義務の範囲を限定するのは、会社法の改正措置がなければ難しいと考えている。
- ・ 社債管理者が行う業務そのものを限定していくような考え方なのか。例えば、社債管理者には社債権者集会の招集権があるが、そういったことは一切行わず、モニタリングしか行わない社債管理者も考えられるのだろうか。
- ・ 社債管理者ができることを縮小していくのではなく、社債管理者が裁量で行うことを限定していく方向性も考えられるのではないか。社債管理者ができることは変わらないが、それを行うかどうかについては、社債管理者自身が決定するのではなく、社債権者の意向を踏まえて行動するということである。これにより、社債管理者の行動についての責任をそれを指示した社債権者に移し、社債管理者の責任範囲の限定化を図るという考え方である。

3. 社債管理者によるモニタリング

- ・ 資料1において、多くの機関投資家が米国トラスティを参考に、社債管理者の権限を限定化することに賛同したとのことであるが、別の質問に対する回答では、よりアクティブなモニタリングを期待する意見もある。これは米国トラスティ型の社債管理者に対する賛同者以外の方の意見と考えればよいのか。それとも、基本的にはトラスティ型に賛成であるが、完全にトラスティ型になるのではなく、部分的にモニタリングを希望していると考えればよいのか。
- ・ 第3部会での提案内容に賛同する意見が大勢を占める結果であったと認識している。ただし、トラスティ型の対応を支持・容認する一方で、やはり社債管理者に、社債権者に情報を伝達するために、発行会社の動向をチェックしてほしいというニュアンスが比較的強い印象を受けた。さらに、オープンになっていない情報を含めて、社債権者に伝達してほしいという要望も一部

見られた。求めるチェックの内容としては、社債管理者に、コベナントに抵触しそうな場合の警告や、融資の条件変更の伝達等については、やっていただけるとありがたいというレベル感であった。

- ・ 投資家は、それほど重いモニタリングを要求しているわけではないということか。
- ・ 投資家には、社債管理者にはそこまで多くは求められないという認識はあると考えている。
- ・ 投資家は、社債管理者の責任の軽減には賛成しつつも、一部の投資家にはモニタリングの需要があるようである。モニタリングは行わないという形とするのであれば、投資家のニーズとマッチできるのか、やや疑問である。
- ・ 本来発行体による適時開示が徹底されればモニタリングの必要はなく、秘匿された情報をモニタリングする者が必要かどうか、発行体と投資家でそれをどう担保するか、もう少し議論が必要ではないか。
- ・ 一部の機関投資家から回収率の向上を希望する意見が見られるが、回収率が向上することは、実態として考えにくい。モニタリングコストが低減することは考えられるかもしれないが、社債権者・トラスティによって回収率が変化するということは考えにくい。

4. 利益相反

- ・ 利益相反の問題について、投資家からも多くの指摘があるが、発行体が適時開示を行うのであれば、社債管理者によるモニタリングが行われなくとも問題ないという意見もあるように、発行会社による適時開示があれば、社債管理者がモニタリングしなくとも、投資家自らが判断できる環境が整うではないか。現状では、責任の重い社債管理者を必要ないと考える投資家も一定数存在しており、F Aと社債管理者に分かれていったころから、時代要請もずいぶん変わってきている印象である。
- ・ 利益相反の問題が発生したため、社債管理者に就任していたメインバンクが辞任し、他の銀行が社債管理会社に就任した例があるが、後任の銀行も、当該会社に一定の債権を保有していた。これでは、有事の際にはレンダーが辞任するという仕組みとは相反する。

5. 社債管理者の報酬・費用について

- ・ 現状の社債管理者制度を米国トラスティ型に見直すことに関しては、機関投資家等から好意的な意見が多いということであるが、その条件として、支払い手数料の見直しが必要になるのではないか。コストは非常に重要な要素であり、投資家・社債権者がコストを負担するのは、理論的には正しいのかもしれないが、実際にそれを支払う準備があるのか。フリーライダー等コストに関する諸問題が、日本の投資家サイドに受け入れられるのかといった様々な課題をクリアにする必要があるのではないか。制度の見直しを行い実際にスタートしてみたところ、ただ使い勝手が悪くなっただけであるということが起こらないよう、特にコスト面には注意して、最終的にどういった制度設計にするのか考えていくべきではないか。
- ・ 資料1の機関投資家へのヒアリング結果では、各層でコスト意識が非常に高い印象である。しかしながら、コスト負担の問題については、現在でも社債管理者は社債権者側の立場であるにも関わらず、実際には発行体がコストを負担している。米国トラスティ型に社債管理者の義務を見直せば、社債管理者が重い責任を負う現状よりも、低いコストで済むのではないかと考える。そのコストを発行体、社債権者のどちらかが負担するかはよく分からないが、社債管理者が社債権者側の立場であるから、社債権者が負担しなければならないということにはならないのではないか。
- ・ 投資家の観点からすると、例えば社債管理者について、全体的な権限が狭まることによって手数料が下がり、利回り等に反映されることを期待して投資をするという考え方がありうる。しかしながら、そこにはリスクが含まれている。例えばデフォルトが起きた場合のコストは、当初は見えないコストで、現状では含まれていないコストであり、そういった部分を考慮したうえで、例えば投資家が負担するという制度設計をした場合、果たして投資家はそれを受け入れられるのか、検討すべきではないか。
- ・ 全体的な経済合理性というか、バランスの問題ではないか。見直し後の社債管理者に係るコストは、今のF A債よりは高いと思われるが、現在の社債管理者に係るコストよりは低くなるだろう。こうしたコストと利回り等の全体的なバランスを見て、投資を考えるのではないか。
- ・ 投資家は、社債管理者の義務や権限が縮小される分コストも低減されるのではないかと意見であるが、実際問題としては、確かに社債の期中管理に係る社債管理者のコストは減少するのが自然ではあるものの、有事の際には、例えば、強制執行等の対応が必要になる。期中管理

に係るコストが減った分だけ手数料を減らし、それに有事の際の対応分まで含めるという仕組みでは、うまく機能しないのではないか。契約に規定するかどうかは別として、有事の際には、投資家がコストを負担する何らかの仕組みが必要になるのではないか。期中管理の手数料はあまり取らないものの、有事の際には、一定の対応が伴う以上、費用を徴収するというのであれば、合理性があり、投資家にも納得していただけるのではないか。

- ・ いろいろなパターンが考えられるのではないか。F A債の場合、そもそも有事の際の一定の対応を想定していないため、手数料が安い。現在の社債管理者は、期中管理も、デフォルト時の対応も行うという前提で手数料が設定されており、責任も重い。しかし、責任がある程度軽減されるのであれば、トータルで見たコストもある程度下がると期待するのが投資家の心理ではないか。
- ・ フリーライドの問題に関する意見は、米国のように、マジョリティを構成する大口の社債権者だけで費用を負担するが、そのメリットは全社債権者に行き渡るといった状況が日本でも起こるのではないかと懸念されているのだと理解しているが、実際にコストを支払う状況を見ると、それほど単純ではないかもしれない。例えばデフォルトとなった場合、社債管理者には様々な追加作業が発生するため、追加作業に係るコストを誰がどのように負担するのかという問題が考えられる。また、デフォルトが起こりそうになった際には、発行会社が財政困難に陥っている状況下であり、発行会社が追加負担するのは非常に難しい可能性がある。その場合に、当該費用を投資家側でどのように負担するのか、検討を要するだろう。
- ・ 今の指摘に同感であるが、現状のF A債の場合でも、投資家は決してノーコストで自らの債権を回収できているわけではなく、有形無形の様々な負担のうえで回収にあたっているだろう。コストの要因であるという点については間違いないが、F A債におけるコスト負担の現状との比較も必要ではないか。
- ・ コスト負担については、投資家自身がモニタリングを行い、発行体による適時開示が徹底されれば、社会構成的には最もコストがかからないと考える。
- ・ 社債管理者の手数料を誰が負担すべきかは、漏れなく適時開示が行われるようになれば、フリーライダーはいなくなると考える。

6. 社債権者への情報伝達・意見結集インフラの整備

- ・ 資料2に、今後の対応案として方向性が示されているが、こうした方向で整理するのが適切ではないかと考える。特に、社債権者への情報伝達・意思結集のインフラは、かなり重要なテーマではないか。法改正により、社債権者の意思に従った場合には社債管理者は責任を負わないと明確化できれば理想的であるが、社債権者への情報伝達・意思結集のインフラが構築され実務的にスムーズになれば、すぐに社債権者に伝達し、意思を結集して対応していくことが可能となり、社債管理者が善管注意義務違反を問われることがかなり減るのではないかと考える。法改正に要する時間を考慮しても、情報伝達・意思結集のインフラの整備は、実務的対応として非常に重要ではないか。
- ・ 社債権者への情報伝達インフラとして、ほふりのシステムを活用との説明があったが、ほふりは単独では投資家を把握しておらず、制度参加者である金融機関の協力が不可欠である。例えば一般債の場合、約500の金融機関の協力を得る必要があり、ある程度の時間を要する。
- ・ ほふりのシステムの活用には、3点留意事項があると考えている。①通知等の必要性であるが、部会の議論の中で少しずつ認識されてきていると考えている。②通知の具体的な項目であるが、今後具体的に検討する必要がある。③通知の根拠であるが、現在の通知制度はボランティアベースであり、どのように強制力を持たせるのかは重要な論点である。現状では、法改正は不要ではとのことであるが、法的根拠なしで約500の金融機関の協力が得られるか不安が残る。振替法等の法改正が必要になる可能性もあるのではないか。
- ・ 社債権者への情報伝達手段としての情報開示については、いわゆる法定開示とするのか、上場会社における適時開示に相当するようなものを想定するのかは、詰められていない印象である。どちらにも一長一短あるため、詰めておく必要があるのではないか。
- ・ 第3部会では、社債管理者・社債管理人という観点で検討を行っており、伝達手段の確保としては、ほふりのガイドラインの見直し等による実務慣行の徹底や法的な整備を想定している。発行会社による開示も重要な問題であると認識しており、この点については第2部会で議論していただきたいと考えている。
- ・ 全て法定開示で対応するのであれば問題ない。しかし、適時開示に相当する手段が必要となれば、現在の適時開示は、東京証券取引所のT-Dnetにより行われており、これにフリーライドするというわけにはいかないだろう。社債については、別の手段を用意する必要があると

考えられ、仮に、現実的であるのは社債管理者による社債権者への情報伝達手段を整備・活用する方法ということになれば、第3部会で扱うべき論点になるのではないか。

- ・ 重要な論点であるので、検討が漏れることがないよう、第2部会と連携していくことが必要である。
- ・ 社債権者への情報伝達・意思結集のインフラについては、二つの側面があると考えられる。一つは、社債権者の意向確認のための手段である。例えば、あるコベナントにヒットした場合、期限の利益喪失となるが、マジョリティの社債権者の賛成があればウェブできる場合に、社債権者に対し、社債権者が判断する局面になっていることを伝えることであり、社債権者の意思結集の前提となるものである。
- ・ もう一つは、社債権者に対する情報伝達・開示であるが、コベナント抵触や信用不安等の状況下では、社債管理者が融資取引等を通じて入手した情報にはインサイダー情報も含まれている可能性がある。かかる情報を社債権者への情報伝達インフラに乗せていくのは、非常に難しいのではないか。発行体として、そういった情報をどこまで開示できるのか、情報を伝達された社債権者及び口座管理機関におけるインサイダー情報の管理体制の整備等について、慎重な検討が必要になる。
- ・ 内部者取引に関する論点は、本部会でも何度か指摘されており、報告書にも盛り込む必要があるのではないか。

7. 機関投資家の運用ガイドライン

- ・ 機関投資家では、格付がトリプルBを下回った場合には、その社債は売却すると定められている運用ガイドラインがほとんどのようである。このため、仲介業の証券会社としても、買手がつかないと予想できる以上、ダブルBの社債を購入できない。これを見直さなければ、社債市場の活性化は進まないのではないか。格付が下がった場合、海外にはそういった社債でも購入する投資家は多く存在しているが、日本の投資家は売却してしまうため、日本の投資家が売った社債を海外の投資家が購入していった実体験もある。
- ・ B格やBB格の発行体が社債を発行できるかどうかは、それに投資する投資家がいるかどうかにかんじて、また、何パーセント程度の利率で発行するのかが重要な点だろう。現在の日本の株式の配当利回りROEは、株価の低迷により高い水準となっているが、米国のように、8～9パーセントの金利を払ってまで、社債を発行する発行体は存在しないだろう。日本の金利

体系を考えると、普通社債の利回りである1～1.5パーセントと、株式のROEである5～7パーセントの間の水準が現実的ではないかと考える。投資家が、この利回りで満足するのかどうか、また、発行体が、銀行借入等の他の代替調達手段と比較したうえで発行する意欲があるのかどうかにより発行が決定されるだろう。現在、様々な業態で格付が下がっており、銀行との交渉が難しくなっているようであるが、ハイイールド債のマーケットがあれば、もう少し違った展望になるのではないかと考える。

- ・ 多様な社債の管理を可能とするスタンスで議論を行っているという理解している。社債管理者制度には、契約によって、すなわち現行法の下でも対処し得る課題もあるが、法改正が必要な課題もある。法改正を要することと、法改正なく現行法の下でもできることを明確に切り分けた形で議論をさらに進めていく必要がある。

Ⅱ. 次回会合

第14回会合を2月27日（月）に開催する。

（配付資料）

資料1 社債管理者に関するヒアリング結果について

資料2 社債の期中管理について（整理・検討メモ）

以 上