

「第15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3月16日（月）午前10時～12時10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. 新しい社債管理のあり方について

事務局から、新しい社債管理のあり方について、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。

【報告・説明】

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）

- ・ 資料1は、これまでの本部会における検討内容を踏まえ、新しい社債管理者の活用に向けた検討課題をイメージ図として整理した。現行の社債管理者に求められている機能について、横軸に社債管理者の権限の範囲、縦軸に裁量の範囲を整理した。現状、社債権者は、意思結集手段として「社債権者集会」があるが、社債の管理について100%社債管理者に依存しており、公募社債の発行後、社債権者が招集者となった事例はない。
- ・ 社債管理者には、会社法上、善管注意義務・公平誠実義務が課され、その権限・裁量、損害賠償の範囲が非常に広く、さらに不明確であるため、特に、信用リスクが相対的に高い社債については、社債管理者の担い手が見つからない状況にある。また、現行の社債管理者制度は、与信取引のある銀行が社債管理者に就任し、与信取引で得た情報をフルに活用することを相当程度前提とした制度設計となっており、例えば、与信取引のない信託銀行等が社債管理者に就任した場合、公開情報のみに依拠した管理で善管注意義務を十分に果たしたと認められるかどうかという懸念が指摘されている。
- ・ そこで、社債管理者の設置を促す担い手の拡大を図るため、社債管理者の権限の具体化、裁量の縮小、責任の制限・明確化を図ろうということで、新しい「社債管理者」に関する議論を進めている。社債管理者には、社債権者保護の観点から、最低限求められる機能を定め、当該機能については、会社法において規定したうえで、社債管理者の権限範囲は、現行どおりとしているが、裁量の範囲については、社債管理委託契約による範囲の決定が可能となるよう見直しを考えている。

- ・ 新しい社債管理者制度においては、社債権者へ情報を伝達し、社債権者の判断・指示に基づき業務を行うこととなる。これにより、社債権者自らが判断をする部分と、社債管理者が判断・裁量に委ねられる部分の両者が存在することになる。なお、社債管理者が判断・裁量に委ねられる部分については、一定の責任制限を設けてはどうかという意見もある。
- ・ これらの前提として、社債権者への情報伝達インフラの整備を併せて検討しており、具体的に、証券保管振替機構のインフラの利用を想定している。また、社債権者の意思結集の手段として、社債権者集会以外の方法を検討しており、意思結集のためのインフラの整備も併せて行う必要があると考えられる。

2. 会社法改正要望に向けた検討課題について（整理・検討メモ）

I. 基本的な考え方

- ・ 以上の検討項目について、資料2においてより具体的に整理している。(1)において、米国トラスティの制度・実務を参考に、社債管理者の権限の具体化、責務の明確化、裁量権の縮小化を可能にするため、社債管理委託契約によって社債管理者の権利・義務を規律できる範囲を拡大する方向で会社法の改正要望を行うこと、また、そのために必要な市場インフラの整備として、(2)において、社債権者による意思結集を容易にするための社債権者への通知・連絡方法、社債権者の意向確認の方法について、整備・拡充を図ることとしてはどうかとしている。

IIの1. 社債管理者の善管注意義務について

(1) 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を図るため、会社法において、社債管理者の有する権限を契約において明記した権限に限定できることを明文で規定してはどうか。検討ポイントの①では、最低限社債管理者に求める権限について、個別ケースにおいて、社債管理者に具体的な権限がなければ社債権者に損害が生じた場合においても社債管理者がその損害賠償の責任を負うことはないということになるが、これについて、何らかの強制的規制により最低限社債管理者に求められる具体的な権限を定める必要はないか。これに対して、主な意見の①のイは、契約において社債管理者の権限を自由に限定できることとした場合、過去にFA債が一般化していった過程に鑑みれば、全く権限が規定されない方向に収斂していくおそれがあるため、最低限社債管理者に求める権限を整理する必要があるのではないかという意見である。それ以外にも口では、ホールセール向けとリテール向けで求められる権限が異なるのであれば、法律における書き分けではなく、マーケットプラクティスにおいて整理できる部分も

あるのではないかという意見である。これに関連して、検討ポイントの②において、米国トラスティでは、信託証書に記載された義務の履行以外の責任を負わないと規定されているが、当該内容はデフォルト前にのみ適用される。

(2) 注意義務の程度の明確化

- ・ 社債管理者の判断について、ビジネスジャッジメント・ルールに類似したルールの適用について、デフォルト後にも利益相反関係のある社債管理者が業務を継続するという前提で、ビジネスジャッジメント・ルール類似のルールを適用してよいのか。これに対して、意見の①では、社債管理者に積極的にリスクを取らせるという考え方が取り得るのか、また、社債管理者の権限を制限したうえで、さらにビジネスジャッジメント・ルールに類似のルールを適用するのは過度の緩和ではないか。また、②において、ビジネスジャッジメント・ルールは、立法上の前例が存在せず、判例上も確定していないと考えられているため、判例との整合性等を含めた慎重な検討が必要ではないか。

(3) 公開情報及び発行体から提供された情報への依拠について

- ・ 社債管理者によるコベナンツ違反や期限の喪失事由発生の確認については、社債管理者が現に保有している公開情報及び発行会社から提供された情報にのみ依拠すれば足りる旨を定め、かかる情報に基づいて行為すれば善管注意義務違反にならないことを明文で規定する複数の検討ポイントがある。①で、発行会社から社債管理者への報告を義務化する必要があるのではないか。例えば、発行会社は社債管理者に対して、定期的に期限の利益喪失事由やその他のコベナンツ違反がない旨の証明書を提出・通知するといった方法が考えられるが、この場合、当該通知内容について、確認する必要はないかという論点がある。これについては、第2部会において検討されているコベナンツ・モデルにおいて、レポーティング・コベナンツとして規定してはどうかという検討も行われている。同様の観点で、検討ポイント③で、社債管理者が現在保有している情報の範囲として、例えば与信取引を通じて得た情報については、適切な情報隔壁（チャイニーズ・ウォール）が設けられている場合には除外されると明記してはどうかという論点がある。

(4) コベナンツ違反又は期限の利益喪失事項の発生等における社債管理者の裁量の制限

- ・ コベナンツ違反や期限の利益喪失事由が発生した場合、社債管理者は、一定割合以上の社債権者の請求又は社債権者集会の決議に基づき行動を取れば、善管注意義務違反には問われない旨を明文で規定する。検討ポイント①では、こういった仕組みを構築するためには社債権者へ

のタイムリーな情報提供と、意思結集のためのインフラ整備を進める必要があるのではないか。②の意思結集の方法について、社債権者集会の決議以外の方法として、一定割合の社債権者の意向に依拠することにつき、社債の集団性との関係、真に社債権者の利益を代表しているといえるかどうかの問題等の法的な課題がある。また、一定の割合について、具体的な数値基準を定めた場合に、法令解釈上の制約はあるのか。③では、例えば、倒産手続の債権届け出については、社債権者の請求や社債権者集会の決議に依らないで当然に行う義務とする必要はないかという意見があり、こうした例外措置を設ける必要性についても検討が必要である。これについて、「主な意見等」の口において、②の意思結集の方法について、判断の重要性によってパターンを分ける、具体的には、判断が重いものとして期間の猶予といった権利内容の変更を伴うアクセラレーション等の権利行使の判断といった比較的軽いものの2つに分類し、意思結集の方法に差を設けてはどうかという意見がある。ハでは、米国の実務では、25%以上の社債権者の決議があった場合には、その他の社債権者に異議を申し立てる機会を与えており、その際に、50%以上の社債権者による異議がなければ社債管理者は行動を起こすという仕組みとなっている。こういった工夫の余地があるのではないかと考えられる。また、ニ、ホでは、仮に50%以下の社債権者の意向に基づいて行動することとなった場合に想定されるジレンマや、社債権者集会制度そのものの見直しの必要性について、意見があげられている。

(5) 社債管理者の調査権限

- ・ 一定割合以上の社債権者の請求又は社債権者集会の決議があった場合に限り調査を行えば、それ以外について善管注意義務違反に問われることはない旨を規定する。検討ポイントにおいて、デフォルトの前後で、差異を設ける必要はないかという指摘がある。

2. 公平・誠実義務について

- ・ 社債管理者の損害賠償の内容・範囲をプロラタ弁済とすることを契約に明記する。検討ポイントにおいて、米国ではプロラタ弁済については、信託証書法にその取扱いが明記されており、トラスティの誠実義務についても、社債権者と自己の利益を同視して行動すべき義務であると考えられているため整合性があるが、一方日本では、誠実義務は、社債管理者自らの利益よりも社債権者の利益を優先する義務であると解釈し、プロラタ弁済とすべきではないという考え方もあり、誠実義務に関する考え方を整理しておく必要がある。

3. 社債管理者の報酬・費用について

- ・ 会社法において、社債管理者は、裁判所の許可を得た報酬・費用については、社債に係る回

収額から優先的に弁済を受けることが認められている。社債管理委託契約において、社債管理者が強制執行、倒産手続への参加等を行った場合には、裁判所の許可に関係なく、社債管理者が優先的に報酬・費用を受けられる旨について明文で規定しておく。また、米国の実務を参考に、当該報酬・費用について、社債権者に請求・負担を求めることが考えられないかという意見がある。

【意見交換】

1. 社債管理者の権限・裁量

- ・ 見直し後の新しい「社債管理者」のイメージでは、社債管理者の裁量について、基本的には法令において義務内容が定められているものの、社債管理委託契約において、義務内容が限定されている場合には、例外的に範囲が限定されるという理解でよいか。裁量の範囲については、契約で明示されており、明示された範囲に関しては、保全しなければならず、過失等による結果責任については、司法の判断を積み上げていくことで整理・明確化していくと理解している。
- ・ 裁量権の行使について、社債管理者が何らかの責任を追及される場合を想定したとき、社債管理者は、会社法により善管注意義務を負っているため、社債管理者として行動を起こすべき状況において、行動を起こしたかどうかといった客観的な視点により、善管注意義務を果たしたかどうかについての司法判断がなされると考えられる。この場合、社債管理者としては、どこまでの行動を行えば善管注意義務を果たしたことになるのかが必ずしも明かではないので、負担感が大きいのではないか。この意味で、あらかじめ明示した基準に従って社債管理者としての実務を執り行なえるようにすることは重要であるように思われる。
- ・ 具体的な法令の条文のイメージがあれば、御教示いただきたい。
- ・ 例えばビジネスジャッジメント・ルールを参考に、社債管理者は、判断の前提となる情報についてはよく吟味する必要があるが、実際にその情報に依拠して判断した内容については、裁量権の逸脱がなければ、原則として責任を問われない旨の条文を置くことが考えられる。これが実現できれば、社債管理者としての裁量の行使は、相当程度容易になるのではないか。
- ・ 法令上に「社債管理者には一定の裁量権がある」旨を明記するイメージという理解でよいか。
- ・ 法令上に認められた権限があれば、当然それに関する義務も課せられる。社債管理者は、その権限を制限されない限り、一定の裁量を有しているものと理解している。そもそも法令にお

いて権限や裁量を制限するのかという大きな問題があるが、権限が残る限り、それに関する義務・裁量も残ると考えられる。少なくとも現行の会社法においては、裁量権の行使についても善管注意義務違反の対象になりうると整理されている。

- ・ 今後の見直しにおいて、どのように整理・明確化していく方向性であるのか確認したい。例えば、引き続き社債管理者は裁量権を有しているが、その判断は社債管理者に委ねることとした場合、発行会社が複数の社債を発行しデフォルトが発生したときには、それぞれの社債に設置されている社債管理者の判断によって取扱いが異なるといった可能性が考えられるが、社債権者に混乱を招く可能性はないか。
- ・ 透明性確保の観点から、社債管理者の裁量が投資判断に影響がないようにするためには、法令や社債管理委託契約の見直しのほかに、どのような手当てや市場慣行が必要か。
- ・ 現行制度において社債管理者は、全面的な裁量権を有しており、あらゆる判断を行うことを義務付けられていると言える。そのため、同じ発行会社で複数の社債が発行されそれぞれの社債に別の社債管理者が設置されている場合、それぞれの社債管理者の判断によって対応が異なる可能性がありうるため、社債投資家からすれば、社債管理者の対応に不透明性を感じる可能性がある。しかしながら、実際には、ある事象について、どの社債管理者が判断しても、だいたい同じような方向性になると考えられる。
- ・ 社債管理者の裁量を制限する方向性で議論が進んでいるが、この場合、社債権者が主体的に判断を行い、社債管理者は、その指示内容に従って受託者責任を果たしていくことになることから、むしろ投資家にとっての透明性は向上すると考えられる。また、社債権者の指示に基づく行動については、併せて社債管理者に対して結果責任を問わないような手当てを検討しており、以上のような枠組みで、議論が進んでいると理解している。
- ・ 他方、社債管理者の全ての権限・裁量について、契約に定めた範囲に限るとすると、逆に、契約において定めれば、何ら権限・裁量を有しない、何もしなくてもいいことになるのではないかと懸念から、契約では制限できない最低限の権限・裁量の範囲を残すべき、との意見が出されていると理解している。
- ・ 本部会における議論は、社債発行会社の裾野の拡大が目的であり、これら新たな発行会社が発行する社債の投資家は機関投資家のみを対象とする前提で進められていると認識している。以前に本部会において報告されたアンケート結果を見る限り、機関投資家については、社債管理者に代わり、自ら主体的に判断していく方向性について、それほど違和感がない印象であっ

た。現状では、社債管理者に極めて広範な裁量権が認められている結果、社債権者にとっては社債管理者の判断が社債権者が意図する方向に沿わないものとなるリスクが存在しているといえ、社債権者の意向を反映して物事が進んでいく枠組みについて検討していると認識している。

- ・ 社債権者や投資家にも受託者責任が求められる方向性で進んでいる印象であるが、そういった点は考慮する必要があるのではないか。
- ・ 投資家は、自己運用の投資家と他人勘定の投資家に大きく区分できるが、受託者責任が問題になるのは、他人勘定の投資家に限られる。本部会において検討しているのは、社債権者の意向を反映する仕組みをどう構築するかであって、社債権者が意向・対応を決定するにあたり、自己の判断に基づいて決定するのか、受託者責任を意識しながら決定するのかについては、別の問題であると考え。
- ・ 次の3つの論点が錯綜している印象である。まず、現状では非常に広範な社債管理者の権限を、どこまで縮減するのかという論点がある。権限はないと整理された部分については、当然ながらその責任を問われることもないため、1つ目の大きなポイントであると言える。また、社債管理者の権限の範囲が決定したとして、その権限を社債管理者自らの判断で行使するのか、それとも社債権者の判断・指示に従って行使するのかという2つ目の論点がある。社債権者の指示に従う部分については、当該指示内容を守っている限りにおいて、社債管理者は責任を問われることはないと考えられる。最後に、社債管理者自らの判断で行動する部分について、結果責任をどのように考えるのかという第3の論点がある。以上3つの論点には、相互にリンクした面もあるが、混在したまま議論を進めていけば、論点を集約できないのではないか。
- ・ 資料1のイメージ図では、横軸の権限と、縦軸の裁量の面積により責任が表されていると理解している。権限が認められている部分については、適切な場面において、それを行使する義務があり、それが果たされなければ責任が生じるのは当然のことだろう。
- ・ 議論が法改正にやや偏っているが、社債管理者の権限には、法定権限と約定権限があり、権限の内容も、非常に包括的な権限と個別具体的な権限があり、これらを意識して考えていかなければならない。現行の会社法において、社債管理者は、社債権者の権利を保全するための一切の裁判上、裁判外の行為を行う権限が法定権限として認められおり、これは、極めて包括的な権限となっている。権限の範囲そのものの見直しは難しいと思われるが、こういった行為を

行うためには、やはり法定代理権という盤石な根拠が必要であるとする。

- ・ しかしながら、社債管理者の権限について、具体化を図ることができれば、現状は大きく変化する。例えばコベンツに抵触した際に、実際にデフォルトさせるのか、それとも、ウェイブさせるのかといった判断の際には、社債権者が関わる場合も想定される。社債管理者の約定権限は、非常に重要なポイントであると考えられるが、第2部会におけるコベンツの議論と一体とした検討が必要ではないか。
- ・ 法定権限の中にも、具体的な権限が一定数存在していると考えられるが、例えば調査権等については例外規定がなく、必ず行わなければならないと考えられる。一方、会社分割等における債権者異議に関しては、社債権者が述べることもでき、例外として、社債管理者が行わないと定めることもできる。社債管理者の法定権限については、権限ごとに取扱いが異なっており、法改正も視野に入れた見直しの検討が必要かもしれない。
- ・ 社債管理者の責任の問題は、裁量の問題というより権限に起因していると考えられる。約定権限を含めた権限の具体化について、検討を深めていく必要があるのではないか。
- ・ 現行の社債管理者の法定権限は、実質的には制限が無い状況であるが、権限そのものを縮減した結果、何もできない、やってもらえないという事態に陥っては、社債権者が困ってしまうとの懸念が示されている。よって、権限自体は与えながら、その中で行うべき事項・必要ない事項について線を引くという議論を行っている認識している。また、権限の行使の仕方、すなわち、社債管理者が自ら判断・行動するのか、それとも社債権者の意向を確認しながら行うのかという論点がある。
- ・ 社債管理者の裁量の範囲が広い場合、社債管理者の業務内容が増えることから、発行会社が社債管理者に支払う報酬も高くなると考えられる。一方、社債管理者は、できる限り自己の裁量の範囲を限定したい考え方のようであるので、そもそも社債管理者の裁量が残るモデルを利用するインセンティブが働くのだろうか。
- ・ 社債管理委託契約により社債管理者の裁量の範囲を縮小・限定することに問題はないのか。例えば個人向け社債等、社債権者の保護が特に必要な場合には、法律において裁量の範囲を定めておく必要があり、裁量の範囲の全てを、契約において決定することは難しいのではないか。
- ・ 社債管理者による調査等については、社債管理委託契約において自発的に調査する義務を負わないと定めれば、それが有効となり、また、責任も免除されるよう手当てする方向性が示されている。これは、実質的には裁量の余地を減じていると言えるが、社債管理者の調査権は法

定代理権に基づく権利であり、社債権者の保護を強行的に果たさせるためのものであると位置付けられている。権限がある以上、専門家として裁量的にそれを行行使し、社債権者の保護を図っていかなければならないと考えられる。やはり、現行法の考え方である権限や裁量の範囲が大きなモデルが社債管理者の基本的な姿であり、その裁量を限定していくという考え方になり、その範囲がどこまで許されるか、という問題になるのではないか。

- ・ 裁量の範囲がかなり限定されるモデルにおいても、最低限の機能・裁量について、契約では限定できないように何らかの法的な手当てを行うことを想定しており、契約によりその範囲を決定できるのは、最低限の範囲を超える部分と考えている。最低限の範囲を超える部分の内容について、法的にではなく、契約による手当てを図ろうとしている理由であるが、個人向け社債、機関投資家向け社債等、様々なタイプの社債に対して、同じ基準を適用するのは難しいと考えられるため、各社債の内容に応じ、社債管理者の機能・裁量を柔軟に設定するためである。例えば、個人向け社債であれば、契約による社債管理者の裁量の制限を行わないモデルになり、一方、機関投資家向け社債は、法定の最低限の裁量以外には、ほとんど裁量がないモデルとなることが考えられる。最低限求められる機能、契約でも制限できない部分の具体的な範囲・内容については、よく検討する必要があるが、以上のような基本的な枠組みを想定している。
- ・ 権限がある以上、それを行行使する裁量もあるという現行法の基本的な考え方であり、出発点であるという点は重要ではないか。
- ・ 社債管理者の権限・職務について、会社法において最低限必要なものを定めたとうえで、それ以外の部分については、契約の定めによるものとするという考え方自体は問題ないと理解してよいか。
- ・ 社債管理者の強行的な権限と義務をどこまで求めるかという問題であり、その枠の外であれば問題ないと考える。契約において、ある行為に関する義務が限定されれば、実質的に裁量の限定にもつながり、裁量が限定された結果として、善管注意義務の範囲も限定されると考えられる。
- ・ 調査権等で示されている社債権者からの要請がなければ行わないという考え方についても、問題ないと理解してよいか。
- ・ これも先ほどのお答えと同じで、強行的規律の範囲外であれば問題ないと考える。

- ・ 新しい社債管理者制度は、大別すると、社債管理者の裁量の範囲を大きく認めるモデルと、社債管理者の裁量の範囲を限定するモデルの2つが検討されている。この2つのモデルは、それぞれどういう場合における利用を想定しているのか、明確にすることが必要ではないか。例えば、高格付債であれば、社債管理者の裁量を限定し社債権者が自ら判断していくモデルで差し支えないかもしれないが、低格付債や個人向け社債については、社債管理者が裁量を行ってアクティブに動くモデルにより社債権者の保護を図る必要のある可能性が考えられる。複数のモデルを提示する背景について、明確にする必要があるのではないか。
- ・ 社債管理者の裁量の範囲を大きく認めるモデルにおいては、利益相反の問題について整理する必要がある。利益相反と裁量は、そもそも相容れない部分があり、相容れない内容を同時に一人の社債管理者が担えば、投資家の不信感の発生につながりかねない。これについて、最も徹底した対策は、利益相反の可能性の存在を、社債管理者の責任制限を認めるうえでの欠格事由にしたり、社債管理者の就任の欠格事由にしたりすることである。この考え方は米国において、ビジネスジャッジメント・ルールの適用判断においても踏襲されている。しかしながら、社債管理者の裁量を残すモデルにおいて、利益相反の可能性の存在を、社債管理者の就任の欠格事由にまですると、現在の社債管理者の担い手であるメガバンクは基本的には利益相反があると考えられるため、事実上このモデルにおける社債管理者の担い手が存在しないことになってしまうため、新たな担い手を確保できるよう、制度的な手当が重要になる。
- ・ 他方、社債管理者の裁量を限定するモデルにおいては、行使されるべき権利の内容、社債条項の内容とあわせて検討する必要があるのではないか。従来のコベナンツでは、社債管理者が信用害損事由の発生を認めるときは、期限の利益を喪失させることができるとされていた。これは非常に強力な権限であり、これを背景にして社債管理者は、発行会社と交渉を行うことができたと考えられる。担付切替は、社債管理者と発行会社の合意によって担保付社債に切り替えることができるという内容であるが、前述の信用害損事由に基づく期限の利益喪失条項により強い裏付けのある交渉ができる状況においては、発行会社に対して十分に実現力・強要力がある。特定資産の留保特約も、これに準じて考えることができる。これら一連の条文は、社債管理者が裁量をもって判断することを前提に作られており、社債管理者の裁量を限定するモデルにおいては、これらは実質的に削除されることになるであろうから、それで問題ないかどうかについて議論を行う必要があるのではないか。これは、第2部会における低格付債を念頭に置いたコベナンツと、その利用に関する議論とも関係するテーマであるが、社債管理者の裁量を限定するモデルには、これら一連の条文にとってかわる強力なコベナンツが付されない限り、社債権者保護の観点からやや懸念を持つところである。かかる強力な代替的コベナンツを議論

するにあたって、わが国では担保設定制限条項が、伝統的に社債間限定とされていることがまず懸念されるところである。社債管理者の裁量に基づく期限の利益喪失や担付切替を期待できない状況において、社債間限定の担保設定制限を抛りどころとして、社債権者の保護として本当に問題ないといえようか。

- ・ 今の意見は正論であり、全く同感であるが、社債間に限定されない担保設定制限が実現できない最大の理由は、日本の金融システム全般の特殊性、すなわちメインバンク制と間接金融偏重であり、これにより、利益相反の問題や裁量権行使の問題について、整理が難しくなっている。本部会のテーマは社債市場の活性化であり、これを最優先に考えると、現行の社債管理者のあまりにも重い責任について、ある程度軽減する方向性で議論を進めなければ、身動きが取れない。また、メインバンク制や間接金融の比重が高いことを一朝一夕で変えていくことは難しく、これらを前提として考えざるを得ないだろう。
- ・ 米国では、トラスティについて、利益相反を非常に厳しく考えている。トラスティの責任軽減が認められているのは、デフォルトの発生する前に限定されており、デフォルト後については、様々な裁量権を行使する必要がある。一方、英国等の欧州市場では、トラスティの権限や裁量権が非常に広く認められている反面、免責の範囲も非常に広がっているが、欧州においてトラスティを務める機関は、一般的には、トラスト・コーポレーションであり、与信取引を行っていないので、利益相反の問題は発生しない。
- ・ 日本の社債管理者制度について考えるうえで、メインバンク制や間接金融偏重については、前提、所与の条件とせざるを得ない。利益相反の問題が発生した際に、社債管理者を変更することについては、日本では、社債管理者の担い手がほとんど存在しないことから非常に難しく、デフォルトの前後を問わず、同じ者が社債管理者を務めざるを得ない。そもそも社債管理者の責任が重すぎるため、その責任をある程度限定しなければ担い手が現れないが、その結果、利益相反の発生前後を通して社債管理者の責任が軽減されてしまう。これでは、社債管理者制度の社債権者保護の目的から、著しくかい離するのではないか。与信取引で得た情報を多く保有するメインバンクに対して、社債権者は、基本的には公開情報によって把握する方法しかない。このような背景事情の下で、利益相反が発生している状態で、社債管理者が、裁量権を自由に行使できるということになれば、やはり法的に問題があると考えるのが一般的だろう。本部会の議論は、社債管理者の担い手を増やす方向性に進んでいるが、このような問題が想定できることから、立法の段階で行き詰るのではないかと懸念している。利益相反が発生した際に、社債管理者を変えられるようなシステムについても、様々な検討課題が残っている。

- ・ 昔から、マーケットではメインバンクが社債管理者に就任することを期待しているが、なぜメインバンクである必要があるのか。利益相反は、平成5年の商法改正時の議論においても既に問題になっており、当時から与信取引のある銀行を社債管理者につかせて問題ないのかという議論が行われていた。その際に、メインバンクを社債管理者としても問題ないという判断の背景には、メインバンクは取引先である発行会社を悪い方向には導かないという期待感もあったようである。
- ・ それから20年近くが経過しており、現在のメインバンクと取引先の関係は、当時とは大きく変わっている。これには複数の要因があるが、例えば、平成5年当時においてメインバンクは、持合いという形で取引先の株式を保有しており、株主という立場においても影響力を行使し、取引先の役員に銀行出身の者を置くこと等によって、間接的に社内の意思決定に銀行の考え方を反映していくことも可能であった。現在は、株式の持合いそのものを解消していく流れであり株主としての影響力の行使はできず、また銀行出身の役員もどんどん減っている。取引先においても、経済合理性を重視するようになり、必ずしも昔からのメインバンクにすべてを委ねているわけではなく、銀行を機能別に使い分けている。比較的新しい企業の場合には、そもそもメインバンクという関係にある銀行が存在していない場合も見られる。メインバンクが社債管理者に就任することの意味について、もう一度考え直す必要があるのではないか。

2. 注意義務の程度の明確化（ビジネスジャッジメント・ルール類似のルールの適用）

- ・ 社債管理者の裁量の範囲を、社債管理委託契約においてある程度自由に設定できるようにするとともに、社債管理者の行動に結果責任を求めないようにすることについて検討しているが、具体的な条文のイメージが難しい。結果責任を問わないという考え方は、ある意味当然であり、裁判において適切な判断が行われると信用しさえすれば、明文化する必要はないのではないか。
- ・ 裁量権を有しているものの、裁量権の行使による責任については限定する考え方として、ビジネスジャッジメント・ルールがあるが、ビジネスジャッジメント・ルールは、リスクを取りつつ広範な判断を行う取締役（経営判断）のための制度であり、社債管理者制度には馴染まないという意見がある。また、ビジネスジャッジメント・ルールは、法令による明文化の前例はないという意見もあることから、ビジネスジャッジメント・ルールとは表現せず、もっと広い意味で、「結果責任を求めない」という趣旨の規定になるものと理解している。
- ・ 責任制限について考えていくに当たっては、まず、権限を制限するのか否かという論点があり、次に、裁量を制限するのか否かという論点があり、さらに裁量が残る部分については、責

任を制限することができないかという検討順になると考えられる。責任制限については、誠実義務の問題について整理が必要であるが、例えば損害賠償の内容として、プロラタ弁済を明記することによる具体化が考えられる。こういった方向性を含めて、議論を進めていると認識している。

- ・ 一口に責任制限といっても、様々な意味が含まれると考えられるが、例えば、取締役の損害賠償額を報酬何年分に制限するといった単純なものではなく、責任そのものが課せられないようにすることを含めた責任制限であるとよく理解できた。考え方の方向性については異論はないが、立法において手当てする必要があるのか。司法の判断に委ねるには、かなりのリスクがあるという認識か。
- ・ 裁量権の行使について、条文において責任限定を明記しておく必要があるのか、それとも有事の際には司法の判断に委ねるかについては、社債管理者の担い手である銀行等の金融機関、特に、新たに社債管理者の担い手となる機関にとって、十分な手当てであるかどうかという観点で判断すべきではないかと考える。
- ・ 立法による手当てを否定しているわけではないが、具体的な条文がイメージできない。例えば、社債権者の判断に従っている限り責任を問われないと整理するのであればイメージできるが、社債管理者が一定の裁量権を有し、かつ、その結果責任は問われないと、具体的にはどういった場面なのかイメージできない。現行の会社法でも、社債管理者の判断の結果、社債権者に損害が生じた場合には、有無を言わず社債管理者が損害賠償するという規定にはなっていないが、他方で、社債管理者の判断から、どのような結果が導き出されたとしても、社債管理者は一切責任を負わないとするのは、裁量が残っている限り難しいだろう。そこで、どこに線を引くのかを司法に委ね判例法で明確化するのは非常に分かりやすい整理であると考えられるが、如何だろうか。条文で手当てするのは、相当難しいのではないか。
- ・ 社債管理者に裁量が残るが、結果責任は問われないことについて、具体的なケースは想定しづらいが、そもそも実際に裁判が提起され、判決となるケース自体が極めて限定的だろう。こういった判決が出るのか、予測が難しい点こそが、実際に社債管理者に就任するうえでのリスク要因であると考えている。
- ・ プロラタ弁済について法令で明記し、損害賠償の範囲を明確化することも、非常に有効ではないかと考える。仮に社債管理者が善管注意義務違反により損害賠償責任を問われた場合、社

債管理者は、必ず全額の損害賠償義務を負うわけではないと考えているが、現在の条文では、その可能性を完全には払拭できない。一方プロラタ弁済について、条文において明確に規定されていれば、自ら回収した範囲の中で責任を負うことになり、ある程度損害賠償の範囲を事前に想定できる。これは、社債管理者に就任する場合の損害賠償という観点でリスクの範囲をある程度予想できることと同義であると考えられ、社債管理者への就任が容易になるのではないか。

- ・ 社債管理者が損害賠償責任を負わないよう立法により手当てするのは難しいとのことであるが、例えば、こういった場合であれば責任は問われない、こういった事情が考慮されているかどうかによって責任が判断される等、判断のポイントが市場慣行のようなかたちでも具体化していけば、ある程度の予測が立ち、社債管理者の実務の円滑化に結び付くのではないか。
- ・ 結果責任を求めない考え方は、ビジネスジャッジメント・ルールに近いと言えるかもしれないが、これは合理的な判断を行ったという前提での考え方であり、重過失等が確認された場合には、当然責任を問われることになるのではないか。社債管理者には銀行が就任するという前提であれば、免責となる場合に、「不作為」を含めるかどうか検討が必要ではないか。不作為とは、ある行動に必要なコストと、それによって得られるベネフィット、例えば回収見込みや保全強化等の効果を比較しても見合わないような場合を想定しており、このような場合に、社債管理者がコストを自己負担してまで当該行動を取る必要があるのか、疑問が残るところである。このような場合、米国の実務においては、社債権者による当該コストの負担が担保されない限り、行動を起こさないとのことであるが、現行の日本の実務においては、このような場合にも行動を起こすことが期待されている印象であり、また、社債管理者は善管注意義務違反に問われることを恐れて身銭を切って行動を起こしているのが実情である。社債管理者に求められる善管注意義務は、このような場合に、コストを自己負担してでも行動しなければ果たせないものなのか。そこまでは求められないということであれば、それを何らかの形で明確化することができれば、予測可能性という意味で、安定性が増すと考えられる。このためには、法改正が必要であるのか、それとも善管注意義務に関する解釈論の範囲で、契約により実現できるのかという論点があるが、本部会における指摘・意見を伺う限りでは、法改正が必要なようである。善管注意義務を果たしたと言える線引きについて、明確な法令解釈が示されれば、善管注意義務の問題を懸念して社債管理者への就任に二の足を踏んでいる金融機関等を、新たな社債管理者の担い手とする意味で、有益ではないかと考える。

- ・ 社債権者の指示に基づく行為については、社債管理者に結果責任を求めないこととする場合には、社債権者へ必要な情報を伝達する義務を果たすことが前提であり、これがなさなければ、責任を負うことになる。資料において裁量は、社債管理者自身が判断を行うのか、それとも社債権者の意向を確認するのかが示されており、社債管理者は、社債権者の意向確認と、そのための情報伝達及び意思結集の義務を怠れば、責任を問われる可能性がある。
- ・ 現行の会社法の規定では、デフォルト等の発生時において、社債管理者に過失が認められた場合には、社債全額について責任を負わされる可能性があり、非常にリスクが高い。そのため、米国を参考に、プロラタ弁済方式が検討されているが、貸付債権額が非常に小さい、又は全くない銀行が社債管理者である場合は、どのような処理になるのか。
- ・ 善管注意義務違反による損害賠償において、プロラタ弁済が適用されるということはないだろう。現行の会社法において社債管理者は、善管注意義務と公平誠実義務の両方が課せられており、どちらに違反しても損害賠償責任を負うことになるが、会社法710条ただし書において、期限の利益喪失前3カ月の間に回収ないしは保全をした場合には、損害賠償の挙証責任が転嫁されることが定められている。この規定により、現行の会社法において損害賠償を負う可能性が高いのは、利益相反の可能性のある銀行等が社債管理者となり、自己の債権の回収や保全を行った後3カ月以内にデフォルトが生じた場合であると言える。
- ・ このケースは、利益相反の可能性のある者を社債管理者の担い手から排除すれば発生しないが、当該者を担い手として想定するのであれば、公平誠実義務違反という最も損害賠償責任を負う可能性が高い分野において、プロラタ弁済の考え方を導入できれば、損害が予想される範囲を具体化できるため、社債管理者を引き受けるかどうかの判断が容易になるのではないかと考えられる。
- ・ 日本の銀行の場合、デフォルトが発生しかけている危機的状況に陥った際に担保を取るのが典型的な実務となっており、むしろ、この段階から既に利益相反が発生していると考えられるということか。
- ・ 社債管理者である金融機関が貸付債権も有しているということであれば、常に潜在的な利益相反の可能性が存在していると言えるだろう。現行の会社法においては、社債管理者の公平誠実義務違反による損害賠償責任について、期限の利益喪失前3カ月の間の保全回収に関して挙証責任を転嫁することで、より社債管理者の責任を重くしていると言えるが、これは期限の利益の喪失の直前の段階において、最も利益相反の問題が顕現化することを想定している立法で

はないか。

- ・ 社債管理者の裁量を認めるモデルにおける責任制限について、基本的なアプローチとしては、公平誠実義務についてはプロラタ弁済の考え方の導入であり、善管注意義務についてはビジネスジャッジメント・ルール的な判断基準の緩和の導入であると理解している。ただし、善管注意義務の判断基準の緩和は、利益相反がないことが前提になる。
- ・ この利益相反の観点から、貸出債権を有する銀行が社債管理者に就任する場合、社債管理者の裁量を限定するモデルが中心になるだろう。一方、社債管理者の裁量を認めるモデルについては、新しい社債管理者の担い手を求めていかなければならないだろう。
- ・ 善管注意義務違反について、社債管理者は、重過失や裁量権の逸脱が認められた場合にのみ責任を負う旨の規定を整備しようとするれば、通常の場合、利益相反の可能性がないことが前提になる。そのため、利益相反の可能性のある社債管理者は、善管注意義務に関する責任軽減のメリットを受けられないことになる。ただし、公平誠実義務違反について、プロラタ弁済等により責任制限が図られれば、利益相反の可能性のある銀行等であっても、責任制限のメリットを享受することができる。善管注意義務違反については、ある程度保守的な判断を行うことで、その発生可能性を抑えることができると考えられるため、プロラタ弁済等により責任制限が図られれば、利益相反の可能性のある銀行等が社債管理者となることを期待できるのではないかと考えるが、如何か。
- ・ そのような前提を置いたとしても、利益相反の可能性のある銀行等が社債管理者を積極的に引き受けることは難しいのではないか。現行の日本の社債管理者制度では、基本的に、社債管理者が全ての判断を行うことになるため、社債権者が主体的に判断を行う部分を増やしていくことについて検討を行っている。一方、米国においては、トラスティが自ら判断する部分は極めて少なく、ほとんどの部分が、社債権者が自ら判断し、その内容・指示に基づいてトラスティが執行する制度となっている。
- ・ 社債管理者が判断する部分と、社債権者が判断する部分の線引きには、コベナントのあり方が大きく関わってくる。第2部会において検討しているコベナント・モデルの一つに、合併等に制約をかけるコベナントがある。同コベナントは、全てに制約をかけるわけではなく、いくつかの例外規定が設けられており、その例外の一つとして、社債管理者又は格付機関が、合併等が社債の償還に問題を生じないと判断した場合という旨の規定がある。仮に、こういった内容のコベナントが定着すれば、その適用に関する社債管理者の判断は、極めて重いものになる

だろう。なぜなら、当該コベナンツは、基本的に低格付債における利用を想定している以上、合併等が発生するのは、本当に経営が危ない局面である可能性もある。それが社債の償還等に支障がないという判断は、経営再建が成功するかという判断と実質的に同義である。こういった判断は、利益相反の問題ではなく、純粹に善管注意義務の問題であり、それに違反した際の責任に関して、何ら制限がないということであれば、やはり社債管理者への就任は難しい。コベナンツや約定権限といった前提条件がある程度明確にならなければ、善管注意義務の軽減・限定に関する議論の要否すら判断できないのではないかと。

- ・ 社債管理者に実際に求められる役割によって、善管注意義務違反の範囲は変わってくると考えられ、先ずは、個別約定を含めた社債管理者の具体的な権限を明確にする必要があるのではないかと。
- ・ 裁量権、何かを行うかどうかを判断できることも、一つの権限であると考えられるが、社債管理者の法定代理権的な権限は、会社法 705 条に定められている。権限を縮減してしまえば、社債権者保護のために社債管理者に何かを行わせる必要が生じた場合に、何もできないという事態が起こり得るため、縮減してはならないものであると言えるだろう。一方、権限を行使するにあたって、裁量をもって判断する必要があるのか、社債権者に指示を仰ぎながら行為するのかについては、次元が異なるものであると考える。
- ・ 実務の現場では、非居住者が発行するサムライ債には、会社法は適用されないと明確に示されているため、サムライ債に社債管理者にあたるものが設定されたとしても、法的な裏付けがないため、実際に何ができるのか、また、善管注意義務の範囲をどのように考えればよいのかといった点が問題になっている。社債市場の活性化という観点で、様々な種類の債券の発行増加を目指すうえで、こういった点も念頭に置いていただきたい。
- ・ 社債管理者に裁量を認めるモデルにおいても、社債管理者が常に自ら判断して行動しなければならないというわけではなく、タイムリーな対応を取れるのであれば、社債権者の意向を確認してから行動することも当然考えられる。社債権者への情報伝達・意思結集のインフラは、その使い勝手によっては、社債管理者に裁量を認めるモデルにおいても利用できる仕組みになるのではないかと。
- ・ 社債権者へ情報を伝達し、指示を仰ぐというスキームがそもそも機能しない局面、例えばデフォルト発生時等の一刻を争う局面においては、必然的に社債管理者に裁量が求められることになるのではないかと。

- ・ 社債権者が主体的に判断を行うモデルは、社債権者への情報伝達と意思結集の仕組みが機能することが大前提であり、それが機能しないようであれば、当然社債管理者に裁量が求められる。
- ・ 資料2において、社債管理者の裁量について、デフォルトの前後で考え方を変える必要があるのではないかという検討ポイントが示されているが、当該内容は、資料1では特に説明されていない。米国のトラスティの実務においては、本部会でのヒアリング調査等の結果によると、デフォルト後については、広く裁量が求められるものの、やはり善管注意義務の範囲等が非常に不明確であるため、実態としては社債権者の意向を確認して行動しているようである。デフォルトの前後における社債管理者の裁量の扱いについては、どのような想定であるのか。
- ・ 今後検討が必要な論点であると認識している。
- ・ 欧米と日本では、デフォルト後の対応が大きく異なる印象である。米国の場合、期限の利益の喪失が確定してから、どれだけの債権を回収できるかの対応を特に重要視している印象である。ユーロ市場においても基本的には同様であり、期限の利益の喪失が確定してからの対応次第で、回収額が大きく変わる印象である。一方、日本の場合は、クロスデフォルト条項が張り巡らされていることや手形交換等の市場慣行により、期限の利益を喪失した後に事業を継続することは非常に難しく、法的整理手続きに入るケースが多い。期限の利益の喪失から法的整理手続きに入るまでの時間が極めて短いことが日本の特徴であると言える。
- ・ 法的整理手続きに入ってしまうと、各債権者の対応により回収額が変わってくる可能性は低いため、現行のような「デフォルト≒法的整理」という市場慣行を前提にするのであれば、社債管理者のデフォルト後の回収のための機能については、それほど重要視する必要はないのではないか。
- ・ 米国では、デフォルトが発生し法的整理手続きに入った後においても、債権者としての関与の度合い次第で回収額が変化するため、債権回収は、非常に重要な業務であると考えられている。一方、日本の実務では、管財人により粛々と整理が進むケースが多く、債権者の努力次第で回収額が変化するとは考えにくい。
- ・ 米国において、デフォルトの前後でトラスティの責任、権限が大きく分かれている理由には、政治的な背景もある。現在のデフォルトの前後を区別する枠組みが導入される以前は、トラスティの欠格事由が緩く、日本のメインバンクにあたるような金融機関がトラスティを務めてい

たが、これが問題視され、欠格事由の強化が検討されたため、デフォルトの前後で線を引くことで決着をつけた。すなわち、デフォルト発生までは、トラスティの権限を明確化し、裁量の余地を少なくすることで、レンダーであっても利益相反の問題が顕在化しないように手当てし、デフォルト後については、トラスティに裁量をもって積極的に動いてもらうため、レンダーについては、トラスティに就任し続けられないようにした。この考え方には、議論に決着をつけるための政治的な要素も少なからずあり、参考にすることが適当であるのか、やや疑問が残る。特に、デフォルトの発生直前におけるトラスティの権限・責任の問題は、米国の制度の適否を考えるうえで議論の余地のあるところであろう。

- ・ デフォルト前のトラスティは、権限を明確化されており、裁量の余地がほとんどない。従って、利益相反が顕在化しないと考えられているが、プロラタ弁済の考え方については、デフォルト前の段階においても適用されるため、利益相反の歯止めとして機能していると考えられる。

3. 社債権者への情報伝達等

- ・ 社債管理者の裁量の範囲を縮減し、社債権者自らが判断する仕組みにおいては、社債権者への情報伝達・意思結集のインフラ整備と、社債権者集会以外の社債権者の意思結集の方法の検討が重要になるのではないか。
- ・ 社債管理者の責任を限定するモデルにおいては、社債権者が自らの権利内容の保護のため、自らが権利を行使し、実現を図っていくことになる。そのためには、情報伝達や意思結集のためのインフラを確立する必要がある。
- ・ 社債権者への情報伝達の担い手について、検討が必要ではないか。レポーティング・コベナント等により、発行会社の役割とするのか、それとも社債管理者の役割とするのか。社債管理者が情報伝達の担い手である場合は、社債管理業務を通じて得た情報や公開情報のみを伝えればよいのか、それとも、与信取引等を通じて得た情報についても伝える必要があるのか、整理が必要ではないか。
- ・ しかしながら、社債管理者は、例えば、インサイダー情報に該当するようなものについては入手したとしても伝えることは法令上できない。こういった「伝えられない情報」を伝えなかったことについて、社債管理者が責任を問われないようにするための手当てが必要ではないか。その上で、社債権者の判断・指示に基づく行動の結果については、社債管理者に責任を問わないこと、また、社債権者からの具体的な指示がない限り、何ら行動を起こす必要がないことに

ついて、制度的な裏付けが必要だと考える。

- ・ 本部会では、社債市場の活性化を最終的な目標として、投資家の納得感が得られる新しい社債管理者制度のあり方について検討しているが、検討においては、情報の非対称性という観点
が重要である。そもそも、社債管理者に大きな裁量が認められていること自体が、社債権者と
社債管理者である金融機関等の情報の非対称性の大きさを示しており、これを是正するために、
責任と権限を分担していく必要があると認識している。最近発生したデフォルトのケースにお
ける社債の価格の動きや株価の状況等を見ても、情報の非対称性の大きさが推定できる。これ
では投資家は、低格付債への投資に躊躇してしまうだろう。投資家の自己責任による判断を求
めるには、発行会社は判断に必要な情報を適時開示する必要があり、これがなされているので
あれば、社債管理者に任せず、自ら判断する投資家が出てくるだろう。低格付社債への投資を
促すためには、情報の開示の透明性を同時に高めていく必要があるのではないか。情報の非対
称性が深いほど、情報格差を埋める役割が期待される社債管理者が必要になると考えられる。

(配付資料)

資料1 会社法改正要望に向けた検討課題について【タタキ台】(社債管理者の活用のために
必要と考えられる検討項目)

資料2 社債権者への情報伝達及び意思結集を容易にするためのインフラ整備について(案)
【タタキ台】

以 上