

「第16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23日（金）午後15時～16時30分

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

1. 「社債管理人制度(仮称)」について

事務局から、「社債管理人制度(仮称)」について、資料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】

- ・ 社債管理人(仮称)は、社債のデフォルト後の債権の保全・回収機能に特化し、社債権者の代理人として、債権の保全・回収の業務を行うという位置付けで、これまで検討を重ねてきた。資料1では、これまでの意見をもとに、社債管理人の役割・常務及び位置けについて、法的な問題と実務的な課題を整理した。

1. 基本的な役割・業務

(1) 社債のデフォルトの確認

- ・ 社債管理人は、発行会社からの開示情報に基づき、社債要項に定める期限の喪失事由の有無について確認を行う。この場合、善管注意義務とその違反の問題が生じるが、その対応として、社債管理委託契約等において、発行会社から社債管理人への通知・報告義務を課すことで、社債管理人は発行会社からの報告にのみ依拠できることとし、社債管理人の裁量を制限してはどうか。

(2) 債権の届出

- ・ 社債管理人は、総社債権者のために債権の総額につき届出を行う。現行の実務において、既に弁護士以外の者によって広く債権届出が行われていることから、法改正は不要であり、契約において債権の届出を行うことができるのではないかと。債権の届出に関しては、弁護士・弁護士法人(以下「弁護士等」という。)が社債管理人に就任する場合は、顕名(本人の代理で行っていることを相手方に対して明らかにすること)が必要となるため、法改正が必要になるので

はないかという指摘がある。また、弁護士等以外の者が社債管理人に就任する場合に、契約（任意代理）の枠組みで、例えば異議の申出についても実務的に対応できるのかどうか、検討が必要ではないか。

(3) 社債権者への債権の届出等の連絡・通知

- ・ この前提として、社債権者への連絡・通知方法に関するインフラの整備が必要ではないか。

(4) 配当の受領・支払い

- ・ 証券保管振替機構（以下「ほふり」という。）の仕組みを活用してはどうか。

2. その他業務

- ・ 発行会社、社債権者からのニーズを踏まえ、社債要項に定め、社債のデフォルト後の業務及びその課題について整理している。

(1) 異議が出された場合の対応

- ・ 弁護士等以外の者が社債管理人である場合、弁護士法 72 条の問題があること、また、そもそも社債権者集会の招集が必要になると考えられることから、社債管理人に社債権者集会の招集権を付与するための会社法改正が必要になるのではないか。

(2) 再生計画又は更生計画への関与

- ・ (1)と同様に、社債権者集会の招集が必要になることから、社債管理人に社債権者集会の招集権を付与するための会社法改正が必要になるのではないか。

(3) 再生計画又は更生計画の議決権行使

- ・ 社債管理人が議決権を行使する場合には、やはり社債権者集会の招集が必要になることから、社債管理人に社債権者集会の招集権を付与するための会社法改正が必要になるのではないか。そこで、あらかじめ社債要項に定められた要件（一律賛成、一律棄権）によって議決権を行使する方法が提案されているが、受託者責任の観点から困難であるとの指摘がある。また、議決権の行使を各社債権者に委ねる方法については、会社法における社債権者保護の考え方と異なる対応であること、各社債権者が議決権を行使しなかった場合、棄権票とみなされて、再生・更生計画が成立しない場合がある、といった懸念事項への手当てのため、民事再生法、会社更生法の改正が必要ではないかという指摘がある。

Ⅱ. 今後の対応について

- ・ 以上の検討を踏まえると、法改正なくして契約によって社債管理人が行える業務は、債権の届出等、ごく限られている。そこで、まずは新しい社債管理者制度のあり方について検討・整理を行い、その後、投資家や発行会社のニーズを踏まえ、社債管理人の制度の検討を行うことが考えられる。

【意見交換】

- ・ 現行の会社法の下でも、社債権者による社債権者集会の招集請求が可能であり、意思結集のインフラ等が整うのであれば、社債権者集会の招集権に係る課題は、法改正なしで解決する余地があるのではないかと。
- ・ 新しい社債管理者制度においても、社債権者の意向を確認する必要があることから、社債権者への情報伝達・意思結集に係るインフラの整備は必要であると認識している。
- ・ 社債管理人は、社債発行時に設置されるのか。実際に業務を行うのはデフォルト直前やデフォルト後であり、期中管理については何ら行わないという認識でよいか。それとも、デフォルト前においても、情報伝達等の単純な業務を行うのか。また、社債管理人のデフォルト前の報酬のイメージについて確認したい。
- ・ 社債管理人の選任のタイミングについては、デフォルト後に選任するという事も考えられるが、この場合、担い手を探すのが難しいと予想されることから、社債発行時に選任しておくということではないか。
- ・ 社債管理人は、原則、財務内容やコベナントの遵守状況のモニタリング等の社債の期中管理は行わないことを想定しているが、社債権者への単純な情報伝達といった業務については、ニーズがあれば行うことが考えられる。社債管理人の業務範囲については、引き続き検討を行う必要がある。
- ・ 社債管理人がデフォルトの確認を行う前提として、発行会社に報告義務を課すことが想定されているが、これは、発行会社からの報告を受けることが社債管理人の期中業務に該当すると理解して良いか。また、当該報告内容について、社債管理人が、社債権者に対して通知することも想定しているのか。

- ・ 社債管理人は、発行会社から報告を受ければ社債権者に通知する必要があると考えている。
- ・ デフォルトの確認には複雑な判断が要求される場合もあることや、善管注意義務の問題から、社債管理人の裁量を限定するため、発行会社からの報告のみに依拠できるようにすることが提案されているが、例えば、ある情報について、発行会社が通知・報告義務を怠ったため社債管理人へ報告が行われなかったが、社債管理人が別の手段で偶然その情報を知った場合においても、発行会社からの報告がない限り、何ら対応を取る必要はないと考えればよいのか。
- ・ 御指摘の点はまだ議論が尽くされていないが、社債管理人が法定の存在ではない限りは、法定の善管注意義務を負うとは考えにくい。この場合、任意に契約で定めた内容のみを履行すれば問題なく、また、そのような前提で議論が行われてきたと理解している。
- ・ 例えば、社債管理人は社債権者と任意契約等を結んだ代理人ということであれば、善管注意義務の範囲をどこまで限定できるのかについて、社債管理者と同じような問題が生じるのではないかと懸念している。基本的に社債管理人の裁量は限定すべきであると考えますが、善管注意義務に類する義務があるとみなされてしまうリスクは否定しきれないのではないかと懸念している。基本的に社債管理人の裁量は限定すべきであると考えますが、善管注意義務に類する義務があるとみなされてしまうリスクは否定しきれないのではないかと懸念している。
- ・ 社債管理人制度の対象となる発行会社は、有価証券報告書を提出している会社で、法定開示や適時開示を行っていることが前提になると考えられるが、この場合、少なくとも開示されている情報については、報告の有無に関係なく、善管注意義務としてチェックが求められるのではないかと懸念している。しかし、報道されたばかりの情報や、たまたま知りえた情報については、解釈論に委ねられると考える。
- ・ 仮に、社債管理人に対して、信用害損事由等の判断に基づくデフォルト宣言を要求するのであれば、社債管理者との差別化が全く図れない。期限の利益の喪失事由の設定の仕方にもよるが、例えば、法的破綻、元利金の不払いといった客観的に判断できる要件を定め、その事象が起こった時点でデフォルトとするといった対応が必要ではないか。逆に、例えば、コベナンツ違反を確認するために複雑な計算を要するようであれば、期中管理を行うことになるため、デフォルト前は基本的に何もしなくてよいという前提と相容れなくなってしまう。社債管理人のデフォルト後に特化するという役割が曖昧にならないよう、整理する必要があるのではないかと懸念している。
- ・ デフォルトの「確認」としているのは、デフォルトが社債管理人に期待される役割のスタート時点であるからではないか。実務が機能するかどうかは別として、実際にデフォルトが発生

した後に社債管理人を選任する仕組みの方が理想的なのかもしれない。しかし、それが現実的ではないということであれば、社債管理人をあらかじめ決めておくが、実際の業務のスタート時点については、例えば社債権者から請求があった場合等明確化を図った方が社債管理人の権限・義務の限定につながるのではないかと。

- ・ 社債管理人の業務は、基本的にデフォルト後に始まると決めても、社債管理者のように能動的にデフォルト宣言ができないのであれば、誰がデフォルト宣言を行うのかという問題が残る。ここで、社債管理人に「デフォルトの宣言」ではなく、「デフォルトの確認」を求めるのも、こうした問題を踏まえたものではないか。
- ・ 投資家が社債管理人に期待する役割という観点では、債権の届出はもちろん重要だが、もう少し前の段階における何らかのアクション、例えば情報提供等についても期待されていた。その意味で、社債管理人には、報告を受けた内容について、社債権者に通知を行うとともに、デフォルト事由についての客観的な事実の確認も期待される役割としてあるのではないかと。もっとも、こうした業務は、客観的な事実の確認なので、一般的には機械的に処理ができると考えられるが、コベナンツや期限の利益喪失事由の設定の仕方次第によっては、本当に機械的に処理できるか懸念が生じる可能性も否定できない。

2. 第3部会の検討状況について(4月4日開催「社債市場の活性化に関する懇談会」報告(案)【タタキ台】)

事務局から、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】

I-2 課題

- ・ 「I-2 課題」は、過去の親懇談会や部会における報告内容を中心にまとめている。(1)は、平成5年の商法改正によって導入された現在の社債管理者制度の基本的な考え方である。具体的には、メインバンクの知見・与信取引で得た情報を活用することで、社債のデフォルトを回避させ、投資家保護を図るというものである。(2)では、現状、社債管理者の多くには発行体のメインバンクが就任していること、社債管理者の具体的な権限の範囲や会社法上の善管注意義務の内容が明確でないことから、その責任範囲を極めて広く考えて業務を行わざるを得ない状況にあることについて説明している。また、メインバンクの場合、デフォルト前後に利益相反の生じる可能性が懸念されており、さらに会社法上の公平・誠実義務の内容や利

益相反に関する損害賠償責任の範囲が明確ではないという状況にある。一方、発行体と与信取引がない銀行・信託銀行が社債管理者に就任した場合、善管注意義務を果たし得るのかという懸念がある。

- ・ (3) では、F A債の割合が大きくなっていること、また、信用リスクが相対的に小さい企業しか社債を発行できない状況が生じていることについて説明している。信用リスクが相対的に大きい企業については、社債管理者としての責務と債権者としての債権・回収活動のバランスを考えると、社債管理者への就任が難しいケースがあるという指摘もあった。(4) では、こうした状況や我が国の金融・資本市場の大きな変化、国際的な銀行監督制度の動向を踏まえた社債管理者制度の見直しの必要性について説明している。
- ・ (5) では、米国のトラスティ制度について説明している。米国では、トラスティのデフォルト前の役割を極力限定し、法令に基づき、責任を限定している。一方で、社債権者の意思を迅速かつ柔軟に集約できる制度と慣行が確立されており、これにより社債市場の活性化と企業債務再編の柔軟化がもたらされている。我が国でも、これを参考に社債管理者制度の見直しを行う必要があるのではないか。

II. 新しい「社債管理者」の活用に向けて

(1) 会社法の改正に向けた検討課題の整理

- ・ ①では、社債管理者の設置を促すため、社債管理者の権限の具体化、裁量の縮小化、責任の制限を図ること、②では、社債権者保護の観点から、社債管理者に最低限求められている機能を定めるとともに、発行会社や社債投資家のニーズに合わせて、社債管理委託契約に社債管理の内容を定めること、③では、①②の実現のために会社法の改正が必要となることについて述べている。

(2) 社債権者への情報伝達および意思結集を容易にするための市場インフラの整備

- ・ ①では、社債管理者は、社債権者のために自らの判断により社債管理業務を行っているが、社債管理者の裁量の縮小化を図るため、米国のトラスティの制度・実務を参考に、社債権者の意思を確認し、その判断・指示に基づき社債管理を行うという方向性について、②では、①の実現のためには、社債権者が社債管理者からの情報や発行会社の開示情報等に基づき、指示・判断が行うための、情報伝達・意思結集インフラの整備の必要性について述べている。

II-2 会社法の改正に向けた検討課題の整理

- ・ 本年6月までを目途に会社法の改正に向けた要望の取りまとめを行う。

1. 社債管理者の善管注意義務について

- ・ これまでの本部会において整理した検討課題や見直しの観点を、改めて整理した。

(1) 社債管理委託契約による具体的義務の範囲の明確化

- ・ 社債管理者の権限を契約において明記した権限に限定できるよう法改正を行う。これに関する検討課題としては、最低限社債管理者に求められる具体的な権限の範囲をどのように考えるか、デフォルト前後において社債管理者の権限・義務に差異を設けるのかといった点が挙げられる。

(2) 注意義務の程度の明確化

- ・ 社債管理者が善意で行った判断については、結果責任を求めないよう法改正を行う。これについては、利益相反の可能性のある社債管理者の場合についても、同様の対応が認められるのかといった指摘がある。

(3) 公開情報及び発行体から提供された情報への依拠

- ・ 「社債管理者は、発行体が社債の条件を遵守しているか否かの確認義務を負わず、これらの判断については、社債管理者が現に有している情報、公開情報及び発行会社から提供された情報に依拠できる。」と定めた場合には、その判断について善管注意義務違反に問われることがないよう、法改正を行う。これに関する検討課題としては、①発行会社からの報告の真偽の確認義務、②発行会社から社債管理者への報告義務、③その報告の性格・真実性の担保をどうするか、④外部の専門家の意見への依拠、⑤社債管理者が当該社債の管理業務以外で入手した情報、具体的には与信取引で入手した情報については情報隔壁が設けられている場合には、現に有している情報には含まれないということを定めた場合に、この情報から除外されるという旨を法において規定すべきかといったものが挙げられている。

(4) コベンナ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

- ・ コベンナツ違反等について、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があるまでは、何ら義務を負わないこと、また、請求・決議内容に従って行動した場合には、その結果について責任を問われないことを契約で定めた場合には、善管注意義務違反に問われない旨を明文で規定する。検討課題としては、①社債権者への情報伝達及び意思結集のための市場インフラの整備が前提になること、②社債権者集会によらないで一定割合の社債権者の意向に依拠することについて、社債の集団性との関係から検討が必要ではないかという

こと、③この具体的な割合について法令上の制約の有無について整理する必要があること等が挙げられている。また、④倒産手続の際の債権届出手続きのように、請求や決議の有無に関わらず、当然に行う義務を設ける必要はないかという論点もある。

(5) 社債管理者の調査権限

- ・ 契約において一定割合以上の社債権者の請求又は集会の決議があるまでは調査を行わないと定めた場合に、調査を行わなかったことについて善管注意義務違反に問われることはない旨を法令で規定する。これについては、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責任の内容・範囲について、プロラタ弁済の考え方を取り入れることができるよう、法改正を行う。日米における誠実義務の考え方の違いを踏まえ、誠実義務に関する考え方を整理する必要があるのではないかという指摘がある。

3. 社債管理者の報酬・費用

- ・ 一定割合以上の社債権者からの請求や社債権者集会の決議に基づく社債管理者の行動に係る費用については、社債管理者が発行体から回収した資金の中から優先的に取得できることを法的に手当とする。

II-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市場インフラの整備

- ・ 社債権者への情報伝達と意思結集を容易にするための市場インフラの整備、具体的には、ほぶりの一般債振替制度のインフラを活用し、整備を進める。

【意見交換】

1. 課題

- ・ I-2の課題の(1)の平成5年商法改正の基本的な考え方に、メインバンク等に低格付社債の起債を抑制させるフィルタリング機能を期待していた、と敢えて明記してみてもどうか。これにより、本懇談会の検討の方向性が現行法制とは異なる方向を目指していることがより明確になり、後述される会社法改正の要望の導入としても効果的と考えられる。具体的には、(1)の最後を「デフォルトを回避させ、投資家保護を図る一方、低格付社債の起債を抑制させる一種のフィルタリング機能を銀行に期待していたものと思われる」としてはどうか。
- ・ (3)は、「メインバンクが社債管理者に就任することを躊躇してしまうために、社債管理者

設置債の割合が低くなり、F A債の割合が大きくなっている」と読めてしまうが、それは実態とは異なるものであり、誤解を招きかねない表現と思われる。従って、「こうしたことから」以降を少し削除し、「こうしたことから、メインバンクは社債管理者の責務と債権者としての債権保全・回収活動のバランスを踏まえ、社債管理者への就任を躊躇するケースも生じており、結果的に信用リスクが相対的に小さい企業しか社債の発行ができない状況が生じている」と修文してはどうか。

- ・ (4) では、銀行の置かれた状況の変化を中心に記載され、最後にそれを背景に社債管理者制度の見直しを図っていく必要が生じていると結論付けられているが、本懇談会で積み重ねてきた議論は決して、銀行が置かれた状況が変化してきたために社債管理者制度を見直す必要が生じている、というものではなく、「低格付社債の創設を含めた社債市場の活性化を図るため」には見直しが必要との認識に基づいて検討してきたものと思われる。従って、(5)において、米国の制度を参考に見直しを行う旨の記載があるが、ここに上記の見直しの議論を行う理由を入れ込んだうえで、(4) 全体を削除してはどうか。
- ・ メインバンク以外が社債管理者となることも考えられるため、文中の「メインバンク」との表現を「銀行」又は「メインバンク等」と修文してはどうか。

2. 社債管理のあり方等

- ・ 本部会の議論は、社債管理者制度の見直しの過程で、社債管理会社設置債とF A債との間の大きな隔たりが確認されたことから、社債管理全般のあり方として、米国のトラスティ制度を参考にする、社債管理人(仮称)等の新しい枠組みを設けるといった方向性で検討が進んでいると認識している。資料2は、社債管理者制度の論点を中心に整理されているが、社債管理というもっと大きな観点で、社債管理者設置債とF A債との間の隔たりをどう考えていくのかについて言及し、社債管理人制度に関する議論につながるよう修文してはどうか。
- ・ 社債管理者、社債管理人という概念ではなく、社債管理、社債権者保護機能といった大きな視点での議論が重要であることには同感であるが、社債管理人制度についても、社債管理者との関係等から、やはり会社法の改正が必要であり、現在は会社法の改正に向けた検討課題の整理を行っているところであると認識している。社債管理人制度の整備よりも、社債管理者制度の見直しを優先した議論が行われているわけではないことから、御指摘の修文を行う必要はないのではないか。
- ・ 本部会の議論の流れについては異論ないが、社債管理者の役割を見直した結果、社債管理者

を設置しやすくなり、社債市場が活性化していくのであれば理想的であるが、社債管理者設置債とF A債の間を埋める、第三の社債の管理のあり方が必要であるという論点も挙げられていたと認識している。社債管理者の役割を見直した結果、F A債とのすき間を埋められるのであれば全く問題ないが、少なくともその旨が明確に伝わるよう修文する必要があるのではないか。

- ・ 現状の社債管理者設置債やF A債とは異なるものを目指していることについては異論ないが、会社法改正という大きな課題が含まれることから、どうしてもその内容を中心に整理せざるを得ないのではないか。
- ・ 社債管理者制度の見直しには、会社法の改正が必要になるが、社債管理人の制度化についても会社法改正が必要になると考えられる。第一段階として社債管理者制度の改正、第二段階として社債管理人制度の制度化要望というイメージで、社債管理のあり方全般という観点で改正要望を行ってはどうか。
- ・ 社債管理者の最低限の機能や権限について検討を行った結果、社債管理者制度と社債管理人制度と一体化する可能性も理論的にはゼロではないだろう。具体的にこのような整理が可能かについては、引き続き検討に委ねられるという認識で良いか。
- ・ 新しい社債管理のあり方の検討の結果、一体となっていくことも当然考えられるが、資料2では、新しい「社債管理者」と社債管理人は区別して整理している。
- ・ 社債管理については、第2部会で議論されているコベナンツ、具体的な社債の契約のあり方とそれをモニタリングする役割をセットで言及することで、低格付債市場の活性化という新しい姿が見出せるのではないかと考える。むしろ、第2部会のコベナンツの議論と併せて検討していく必要がある旨を盛り込む必要があるのではないか。
- ・ 同感である。社債管理者の裁量を制限するためには、前提として、社債管理者の裁量的な行為がなくとも、社債権者の保護が十分に図れる条件が整っている必要がある。具体的には、社債権者への情報伝達・意思結集のインフラが整備されること、もう一つは、社債管理者の裁量を前提にしなくとも、社債権者の保護が十分に図れるようなコベナンツを整備することであるとする。社債管理者の裁量を制限する前提条件として、追記が必要ではないか。
- ・ 第2部会におけるコベナンツの検討と十分に連携を図る必要がある。
- ・ 社債権者が主体的に判断していくに当たり、判断可能な範囲をどのように考えるのかという

観点の重要性について、再三にわたり指摘されているが、この点について、資料2にはあまり明確に反映されていない。この点について、どのように扱うのが望ましいか検討を要するのではないか。

- ・ 社債管理者の裁量を制限すれば、当然社債権者の意向の重要性が高まるが、社債権者の意向について、どこまで集団性を認め、どこまで個別性を強調するのかという別の切り口のテーマが浮上してくると考えられる。米国では実体的権利の処分・権利内容の変更にかかる行為については、社債権者の個別の同意が求められ、それを実現する手段として、エクステンジ・オファ一等の方法が用いられている。一方日本の場合は、社債権者集会の権限がより強く認められており、一定の比率の反対集団が存在しても、実体的な権利の処分・権利内容の変更をすることができることとなっている。
- ・ 実体的な権利の処分・権利内容の変更について、個別の同意を求めるべきか、それともある程度集団的に考えるべきか、現時点では特に意見はないが、日本の場合、倒産手続に比較的早い段階で移行してしまうことを鑑みる必要があるのではないか。倒産手続は、集団的な規制のもとで、個々の社債権者の意向を相当程度制限でき、集団性を強く認める制度である。倒産前の集団性のあり方、及び倒産手続への早期の移行などに鑑みると、日本の制度は、米国と比較して、個別の社債権者の意向に着目した処理を行う余地は相対的に限られている印象である。
- ・ 「社債管理のあり方」の議論の中で、これまでは、「社債権者自身による社債管理」という視点での検討が不足していた印象である。これは、第2部会におけるコベンツの議論、多様化したコベンツを誰が管理するのかという点にも関係してくる。社債管理者を置いて管理させる前提か、それとも社債権者自らによる管理を想定し、客観的な指標において、ある程度抵触の判断ができるようなコベンツを設定するのか。こうした議論が第2部会において行われており、必ずしも社債管理者による管理のみを前提とする必要はないのではないか。
- ・ 低格付社債の発行・投資の拡大の議論は、自らコベンツ等の管理を行う投資家の存在への期待の下に始まった面があるが、そういった投資家は、現状では、少なくとも国内には、ほとんど存在しないのではないか。社債管理者による管理以外の観点での社債管理のあり方についても、今後検討が必要ではないか。
- ・ II-2の1の(1)の②において、検討課題として、「米国のようにデフォルトの前後で社債管理者の権限、義務に差異を設ける必要はなくてよいか」とあげられているが、米国では、デフォルトの前後でトラスティの役割が大きく変わる実務となっており、法律においても手当てさ

れている。一方日本の場合には、デフォルト後における裁量の余地がほとんどなく、むしろデフォルト直前の段階における対応が非常に微妙であり重要であると指摘されている。このことから、必ずしもデフォルトを契機とする必要はないと考えられるため、「何らかの時期的基準で（社債管理者の役割等に）差異を設ける必要はないか」等に修文してはどうか。

3. 社債権者・投資家へ必要な情報伝達

- ・ 社債権者が主体となって判断・指示を行う前提として、発行会社による必要な情報の適切な開示・提供が求められると考えられるが、その点について言及する必要はないのか。
- ・ 直接的ではないかもしれないが、Ⅱ－１の（２）の②において、社債権者自身で判断・指示を行うために必要な手当てとして、発行会社の情報開示について言及しており、さらなる充実が必要であると認識している。第２部会でも、コベナンツ及び債務の状況の開示について議論が行われている。
- ・ 現行の社債管理者の実務は、裁量や権限の内容・範囲が曖昧であることから、かなり保守的に、かつ一律的に行われている。一方、見直し後の社債管理者の実務においては、最低限求められる内容に、何を上乘せするのかについては、個別のニーズに合わせて決定していくことから、社債管理者自身が社債管理委託契約の内容の把握に努め、具体的にどのような内容が定められているのか、社債権者に対して十分に伝える必要があると考える。こういった観点での検討も必要ではないか。
- ・ 社債管理委託契約の内容のディスクロージャーという点では、現在でも、既に金融商品取引法上の枠組みが整備されている。適債基準があった頃には、基本的に社債の内容は画一化されており、そもそもどういう財務制限条項・コベナンツが設定されているかということは有価証券届出書等における開示事項ですらなかった。しかし、適債基準の撤廃に合わせて財務上の特約という形で自由化され、社債の内容が多様化するために、開示が必要だということで、現在では発行開示書類に記載されるようになってきている。そういう多様化した社債管理者の権限というのも含めて、社債の約定内容を投資家に説明するということは、今の法の枠組みの中で、実務として当然にやっていくべきことなのではないか。
- ・ 他方、現在の開示書類の電子開示システム EDINET は、有価証券届出書の場合には５年間掲載・閲覧できるが、発行登録の場合、２年の有効期間経過後は発行登録書及び関連する発行登録追補書類が全て閲覧できなくなる。発行時には開示されているが、期中に債券を買う場合に

は、何も情報がない状態となる。特にセカンダリー・マーケットで投資家に多様化した社債を買っていただくためには、ディスクローズの枠組みを考える必要があるのではないか。

- ・ EDINET で、社債の発行時の開示書類が発行登録が失効（2年が経過）すると閲覧できなくなってしまう問題については、第2部会の報告書において検討課題、必要な取組みとしてあげたい。
- ・ 全体の構成として、Ⅱ－1において今後の方向性が示されているが、Ⅱ－1の（1）の③において、「会社法の改正が必要となり、検討課題の整理を進める」とあり、一方、Ⅱ－2では、「本年6月末までを目途に、会社法の改正に向けた要望の取りまとめを行う」とあり、表現ぶりが変わっているが、これには何か意図があるのか。
- ・ 事務局では、引き続き、会社法改正に向けた要望事項、基本的な考え方の取りまとめを本年6月末までを目途に行いたいと考えている。
- ・ 本部会の法律専門家からの指摘を伺う限り、会社法の社債法制の根幹に係る論点が含まれている印象である。まずは検討課題の整理を確実にいき、その規模感によって、今後の対応を考えるべきではないか。
- ・ 平成5年の商法改正に際しても、米国のトラスティ制度について、研究・考慮されており、それを踏まえた検討結果として社債管理会社制度が導入されているのではないかと。Ⅰ－2では、米国のトラスティ制度について今回初めて取り上げているように読めてしまうが、平成5年当時にも検討されている。当時の議論の結果として現行制度が導入されたが、今回改めて検討するという趣旨で修文の必要があるのではないかと。
- ・ 3ページのⅡ－1の（1）の②において、社債権者保護の観点から社債管理者に最低限求められる機能を「定める。」としている一方で、4ページの1の（1）の①では、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。」と疑問形になっている。合わせた方がよいのではないかと。

4. 社債管理者の費用・報酬について

- ・ 社債管理者は、回収した資金の中から優先的に費用を回収できるようにするとあるが、例えば、社債権者からの請求等に基づき調査権限を行使した場合等、必ずしも資金回収には結びつかないケースも考えられる。この場合の調査に係る費用等、資金回収に結びつかないケースに

おけるコスト負担の問題について、整理する必要があるのではないか。

- ・ 741 条において社債管理者の報酬に関する一定の定めがあるため、741 条に決定的な不足があり見直しの必要性があるという点を明確にしてはどうか。
- ・ 741 条において、社債管理者は、裁判所の許可を得て支払いを受けることとされており、実務的には使いづらい条文であると考えられ、検討課題として明記しておく必要があると考える。
- ・ 741 条の実務の現状について、お教えいただきたい。
- ・ 当行では、741 条を利用したことはないと思う。社債管理者の報酬・費用に関する論点は、法的整理に入った後の段階と、期中管理の段階とでは異質である印象である。例えば、社債権者集会の開催や各種通知の実施等には、非常にコストがかかる。しかし、これは法的整理を進めるために必要なコストであるため、共益費として優先的に支払われてもよいのではないかと議論は、これまでの破綻事例においてもあったが、特定の債権者(社債権者)のために行われていることであり、全債権者のためではないと考えられるため、認められてこなかった。こういう事情を踏まえて、論点としてあげられていると認識している。
- ・ 当行では、過去に 741 条に相当する旧商法 336 条により裁判所の許可を取得したサムライ債の事例がある。しかし、実際には回収額が少なく、かなりの自己負担を強いられた。
- ・ 報酬・費用に関する問題は、米国トラスティの実務のヒアリングにおいても、前払いまでは求めないが、支払いの確証が持てない限り対応を取れないこと、フリーライドの問題が発生していること等の説明があった。社債権者からの指示を前提に、社債管理者が対応を取るという枠組みを構築するに当たっては、法律やガイドラインにおいて、費用面に関する手当てを行う必要があるのではないか。

5. 社債権者の意思結集

- ・ II-2 について、総論には異論ないが、検討課題では、社債権者への情報伝達の面しか言及されてなく、意思結集に関する記載がない。意思結集については、実際に具体的な議論が行われていないことは認識しているが、検討が必要なテーマであることは間違いないことから、言及してはどうか。
- ・ 社債権者への通知・連絡の方法が整備されれば、当然に、反対の方向にある意思確認・意思結集の方法についても整備されるものと考えている。

6. 倒産法制との関係

- ・ 資料2は「現状と課題」、「新しい社債管理者の活用に向けて」の2部構成となっているが、例えば3部を新設し、倒産法の観点について言及する必要はないか。例えば事業再生において、社債の処理は相当なネックになっており、事業再生ADRの枠組みではうまく社債を処理でないことから、会社更生扱いとなった案件も存在していると聞いている。こうした課題についても、言及してはどうか。
- ・ 本部会の主たる目的は、社債市場の活性化であることは承知しているが、低格付の発行体が増えれば、どうしても倒産事例の増加が想定される。その際の処理がうまく回って行くようになれば、低格付社債への投資を促す意味で有益ではないか。I-2の(5)において、米国では企業債務の再編の柔軟化をもたらしているとの説明があるが、同様の観点で、倒産法制との関係、債務再編の方法についても論点としてあげてはどうか。
- ・ 倒産法制及び債務整理との関係で社債の管理のあり方を整理すべきであるとの指摘は、重要であり、倒産の考え方は、プロラタ弁済の導入とも密接に関連してくるのではないか。
- ・ 本部会のテーマは、社債市場の活性化に向けた社債管理のあり方であり、倒産についてどこまで踏み込んだ議論を行うのか留意する必要があるのではないか。事業再生ADRの枠組みでの処理を行うためには、債権者全員の同意が必要になるが、社債権者全員の同意を得るのは、事実上不可能であるため、社債がネックになっていることは聞いている。これは大きな問題であるが、社債管理のあり方というテーマとは離れた問題であり、本部会で扱うべき問題であるのか、検討の必要があるのではないか。
- ・ 異議が出された場合の対応や、再生計画・更生計画作成への関与という観点での管理については、特に言及されてこなかったため、議論を深める必要があるのではないか。
- ・ 倒産そのものについて本部会において扱うのは難しいが、倒産に関係する各論において、そのような問題の所在を意識しながら整理をすることが考えられる。

(配付資料)

資料1 社債管理人制度（仮称）について（整理・検討メモ）

資料2 4月4日「社債市場の活性化に関する懇談会」報告（案）【タタキ台】

参 考 新しい「社債管理者」の活用に向けた検討課題（イメージ図）

以 上