

「第14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27日（月）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

1. 会社法改正要望に向けた検討課題について

桃尾・松尾・難波法律事務所 難波委員から、会社法の改正要望に向けた検討課題・社債管理者の活用のために必要と考えられる検討項目について、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】

I. 基本的な考え方

- ・ 資料1は、社債管理者の権限の具体化、裁量の限定化の観点で、会社法改正を要すると考えられる事項について整理している。
- ・ (1)では「投資家や社債発行会社のニーズに応じて柔軟に社債管理者が設置・活用されるよう、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、責務の明確化及び裁量権の縮小化を可能にするため、会社法を改正して、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検討、インフラ整備を図る。」とあるが、社債管理委託契約において規定することで、当該契約に定めた内容に従って裁量権を含めた様々な権限を縮小するという考え方に立っている。
- ・ 会社法706条は、「社債管理者は、社債権者集会の決議によらなければ、次に掲げる行為をしてはならないとされているが、ただし書において、第2号に掲げる行為については、676条8号に掲げる事項についての定めがあるときは、この限りでない。」とあり、発行会社が定めればその例外を設けることができるという内容となっている。これを参考に、会社法に定められている社債管理者の善管注意義務や幅広い権限についても、個別に発行会社が定めた場合には、その定めが有効となるように会社法を改正することにより、社債管理委託契約に定められた内容を有効とする法的根拠をもたせることができるのではないかと考えている。なお、機関投資家向け社債と、個人向け社債により規制を変える必要があるのではないかという論点があるが、この方法であれば、社債の性格・販売しようとする者に応じて、社債管理者の権限の範

困を定めることができるため、両方について対応できると考えている。

- ・ 要望内容について検討していくに当たり、米国トラスティの制度や実務をかなり参考にして
いるが、トラスティの実務は、発行体からトラスティに対する情報の提供やトラスティが社債
権者の意向を確認するための方法が確立されていること等に依拠して成立している。Ⅰの(2)
にあるように、日本でも、社債管理者の権限を限定していくためには、社債権者への通知・連
絡方法や社債権者の意向確認の方法についても、整備・拡充を図る必要があるのではないか。

Ⅱ. 会社法改正要望に向けた検討課題

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

- ・ 705 条 1 項において、社債管理者には、社債に係る債権の弁済を受け、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行う権限が付与されている。権限
を有しているということは、適切にその権限を行使する義務も課せられているものと理解され
ている。これについて、705 条 1 項の特則として、「社債権者の有する権限は、社債管理委託
契約において明記した権限に限定する」と見直すというものである。このように定めた場合、
会社法において、特に規定されている権限を除けば、社債管理委託契約において規定された範
囲に限定されるのではないか。
- ・ これは、「権限のないところに義務はない」という考えに立っている。権限を有していない
以上、それに対応した義務はない、善管注意義務違反に問われることもないという論理である
が、最低限社債管理者が行わなければならない内容を、法律上に規定しておく必要があるかど
うかは、よく議論する必要がある。仮にこのような見直しが実現すれば、社債管理者の権限を
かなり限定した内容の契約が中心になってくるのではないかと想像される。このため、何らか
の歯止めを置く必要はないか、置くのであれば、どういった内容・規定とすべきか、よく検討
する必要がある。
- ・ 「契約において明記した権限に限定する」という考え方は、米国では、信託証書法において
明文化されており、実際に米国のトラスティの実務はこのようになっている。しかしながら、
米国の信託証書法において、こうした考え方が有効であるのは、デフォルト前に限るとされて
いる。デフォルトの前後により区別が必要かという点についても、検討すべきではないかと考
える。仮に区別するのであれば、デフォルトについて、定義付ける必要があるが、法技術的に
も容易ではないと考えられる。

(2) 注意義務の程度の明確化

- ・ 704条2項において、「社債管理者は、社債権者に対し、善良な管理者の注意をもって社債の管理を行わなければならない」と定められているが、善管注意義務は、それを果たしたかどうかケースバイケースで判断されるため、善管注意義務を尽くしたと抗弁するための明確な線引きは非常に難しい。そこで、いわゆるビジネスジャッジメント・ルールのようなイメージで、「社債管理者は、その業務の遂行において、関連する事実の認識については過失責任を負うが、善意で行った判断については、裁量権の濫用・逸脱がない限り、責任を負わない」旨のルールを規定することが考えられる。
- ・ ビジネスジャッジメント・ルールは、取締役のビジネス判断においては実際に適用されており、それを社債管理者にも適用できるよう明文化することであるが、ビジネスジャッジメント・ルールは、利益相反関係がないという前提で適用されるルールであると一般的に理解されており、現状の実務慣行のように、与信をしており利益相反の可能性のある銀行等が社債管理者を担う場合にも、適用が認められるのか、認めてよいのかという点は、検討する必要がある。

(3) 公開情報及び発行体から提供された情報への依拠

- ・ これも善管注意義務に関する内容である。コベナント違反や期限の利益の喪失事項の発生の有無といった定められた条件を遵守しているか否かの確認について、積極的・能動的に行う義務を社債管理者に負わず、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して判断できるよう定めるというものである。これも、米国では明文化されている規定であるが、留意すべき点として、まず制度の前提として、発行会社から社債管理者への報告の義務化、例えば、定期的に期限の利益喪失事由や、コベナント違反がない旨の証明書を提出させる、有事の際にはその旨を社債管理者に通知するといったことを、発行会社に対して義務付けていく必要があるのではないかと考えられる。また、発行会社から社債管理者に報告された情報の正確性・真実性をどのように担保していくのかという問題もある。情報の正確性について、社債管理者に確認する義務を負わせるかどうかについても、検討すべきだろう。加えて、米国では明文化されている規定であるが、発行会社から報告された情報に加えて、弁護士、公認会計士といった外部の専門家の意見に依拠した場合についても、善管注意義務違反には問われない旨の規定を置く必要があるかどうかについても検討が必要だろう。
- ・ 社債管理者が発行会社に対して与信業務を行っている場合、与信取引により入手した発行会社に関する情報は、情報隔壁（チャイニーズウォール）を設け隔離していたとしても、現在の会社法の建付けでは、それも利用して社債管理者の業務に当たるべきであり、利用することで

初めて善管注意義務を尽くしたとみなされるという理解が一般的なようである。これについて、今回の要望の検討に当たり、「社債管理者が現に有している情報」には、適切な情報隔壁（チャイニーズウォール）を設けている場合には、与信業務で入手した情報は含まれないということをも明文化してはどうかというものである。

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

- ・ コベナント違反又は期限の利益喪失事由等が発生した場合、社債管理者としてどういった行動を取るべきかという点である。具体的には、例えば、期限の利益を喪失させるかどうか、強制執行等の手続きを取るのかどうかといった対応について、善管注意義務の特則として、社債管理者は、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がなされるまでは、何らの行為を行う義務を負わず、当該請求又は決議がなされた場合には、それに従って行為している限り、違反に問われないという旨の定めを規定、明文化してはどうかというものである。これも、米国では明文化されている規定であるが、留意点として、社債権者に対してタイムリーな情報提供を行うための様々な体制や制度を整備する必要があるだろう。また、社債管理者として、社債権者の意向を円滑に確認するための実務的な方法が確立されていなければ、うまく機能しない仕組みであると考えられ、法改正が必要なのか、実務的な対応で可能なのかという点についても、よく検討しておく必要がある。それから、現行法では、社債管理者として重要な行動を起こす際には、必ず社債権者集会の決議を経る必要があるが、一定割合以上の社債権者の意向があれば、社債権者集会を経なくとも、それに依拠して行動することができるようにするのであれば、社債の集団性との関係、例えば、特定の行動を起こすために必要な社債権者の割合を〇%以上と定めた場合、割合(数字)が少なければ、本当に社債権者全体の意向なのかという問題が発生し、多ければ、確認が煩雑になるという問題が発生する。具体的にどのように決めるべきか、慎重に検討すべきだろう。
- ・ 米国トラスティは、社債権者集会の決議や社債権者の意向が確認できるまでは、本当に何も行動しなくても良いというわけではないようである。米国では、例えば、債権の届出については、非常に簡単な行為であるうえに、社債管理者として責任を負う可能性も極めて低いため、社債権者の意向の確認等ができていない段階であっても、債権の届出だけは行うというのが、米国の実務慣行のようである。社債権者集会の決議や、社債権者の意向の確認ができない段階であっても、社債管理者が最低限行うべき内容について、検討すべきではないか。

(5) 社債管理者の調査権限

- ・ 705 条、706 条において、社債管理者は、裁判所の許可を得て、社債発行会社の業務及び財産の状況について調査できることが規定されている。これについても、一定割合以上の社債権者の意向の確認や、社債権者集会の決議がなされるまでは、この調査権を行使し、調査を行う義務を負わないという旨を規定、明文化してはどうかというものである。現行法では、調査すべきと考えられる点について、調査が行われていなかった場合、善管注意義務違反と判断されてしまう可能性があるため、このような見直しを提案しているが、これについても、デフォルトの前後で差異を設ける必要があるのかどうかについて、よく検討する必要がある。

2. 公平・誠実義務について

- ・ 公平・誠実義務を解消する又は大幅に制限するのは立法的にも難しいと考えている。そこで、公平・誠実義務に違反した場合の効果を明確化する観点で、法改正の要望を考えてはどうかというものである。例えば、発行会社に対して債権を持っている社債管理者が、自らの債権を回収する場合は、プロラタ弁済（債権額に比例した弁済）としてはどうかという考え方がある。米国では、プロラタ弁済とすれば、それ以上の公平・誠実義務違反が問われない旨が、明文化されている。米国において、プロラタ弁済が違和感無く受け入れられているのは、トラスティは、自己の利益と社債権者の利益とを同視して行動すべきであると考えられているためである。これは、トラスティの公平・誠実義務を、社債権者よりも利益を得てはならない義務と考えられているため、プロラタ弁済は自然に受け入れられる。ところが、日本では一部において、社債管理者の公平・誠実義務を、自己の利益よりも社債権者の利益を優先する義務であるとも考えているようであり、プロラタ弁済の考え方は、日本に受け入れられるものかどうか、よく検討する必要がある。

3. 社債管理者の報酬・費用について

- ・ 米国の実務慣行では、トラスティが様々な行動を起こした場合の報酬や費用については、当該行動を起こすために意思を確認した一定割合の社債権者が、その権限を行使することによって被る責任を含めて負担し、それ以外の社債権者はそれにフリーライドしているようである。日本でも、もう少し確実に報酬や費用を回収できるスキームを考えておく必要があるのではない。現行法でも、実際に裁判所の許可を得れば、社債管理者が要した費用・報酬等については、社債に係る回収額から、社債債権者に先立って弁済を受けることができる旨が定められているが、契約において定められていれば、裁判所の許可がなくても、先立って弁済を受けられ

るように定めることも考えられるのではないか。

4. 社債管理人（仮称）制度について

- ・ 社債管理人（仮称）の位置付け・役割等について、整理しておく必要があるのではないか。仮に社債管理人の制度を設けるのであれば、社債管理者制度に関する会社法の改正が実現するまでの間の暫定的な制度とするのか、それとも、社債管理者と並存した制度とするのか、よく考える必要がある。
- ・ 例えば、破産、民事再生、会社更生等の事象が発行体に発生した場合のタイムリーな債権の届出は、社債管理人の業務として考えられる行為であるが、これについては会社法の改正は必要ないと考えられている。しかしこれでは、管財人からの異議等には対応できないため、その場合には社債権者に連絡し、社債権者自らが対応することになるが、本当にこれで問題ないのか、考える必要がある。
- ・ 会社更生や民事再生の手続きにおいて、現行の会社更生法・民事再生法では、社債管理者が債権届出をした場合、社債権者自身による議決権行使の意思表示がなされない限り、決議に必要な割合を計算する際の分母には含まれない。そのため、社債権者集会の決議が成立しなくとも、最終的に決議に必要な議決権の同意を得ることができれば、決議が成立する場合もあり、スムーズな実務の助けとなっている。しかしこれは、法律的な根拠があるからであり、法律的な根拠がない社債管理人が届出をした場合には、分母からの除外がなされないため、社債権者による議決権の行使がなされ、かつ必要な割合の同意が得られない限り、会社更生計画案や民事再生計画案が議決されなくなってしまう可能性が残っている。こういった懸念事項があるため、法律的な根拠なしで制度をスタートさせても大丈夫なのかどうか、よく検討する必要があるのではないか。

【意見交換】

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

- ・ 「（１）社債管理委託契約による具体的義務の範囲の明確化」と、「（４）コベナンツ違反又は期限の利益喪失事由の発生等の場合における社債管理者の裁量の制限」の関係について確認したい。（１）では、権限そのものが存在しない前提での見直し、（４）では、権限そのものは存在しているが、権限の行使を、社債権者集会の決議や一定割合以上の社債権者の請求があった場合に限定する方針での見直し案と理解すればよいのか。それとも、（１）では、裁量がな

いということについて、(4)では、責任関係について、明確にすべきではないかと提案されているのか、どのように理解すればよいのか。

- ・ 前者を想定している。(1)では、社債管理者の権限自体の縮小を図るものの、コベナント違反等への対応として、期限の利益を喪失させること等の権限は残しておくべきであると考えられるため、(4)において、当該権限の行使に係る裁量を狭めることを提案している。
- ・ 社債管理者の権限そのものを縮小していく考え方と、権限ではなく、裁量の部分を縮小していくという考え方の両方に、一定の合理性があるだろう。現在社債管理者に認められている権限は縮小せず、裁量のみを限定していく方法により、「何もする必要がない」と整理されてしまう可能性を防ぐことも、理論上は、考えられるのではないかな。
- ・ 資料1は、社債管理者の権限と裁量の両方について、ある程度縮減できるという前提で整理されていると理解すればよいかな。
- ・ そのような理解である。しかしながら、社債管理者の権限の制限と裁量の制限については、現実的にはオーバーラップしていると考えられるため、どのような考え方を取るべきか、十分に検討しておく必要がある。
- ・ 社債管理者の権限や裁量が広いモデル、狭いモデルに関する論点は、非常に重要な論点である。個人投資家向け社債と機関投資家向け社債の両方に、会社法と同じ条文で規定されている社債管理者を設置するには、契約により権限や裁量を限定する余地を持たせながら、両方に適用できるよう、制度設計を行わなければならない。現在の会社法では、各社債の金額(券面)が1億円未満の場合には、強制的に社債管理者を設置しなければならない。これを参考に、例えば、券面が〇万円以下の場合には、社債管理者に必ずこれだけのことを行わせなくてはならないという場合分けにより、ターゲットとなる投資家に必要な機能を付与することも考えられるのではないかな。いずれにしろ、両方のモデルに対応できるよう、どの程度まで規定を切り分けるべきなのか、よく検討する必要がある。
- ・ (1)に示されている善管注意義務の限定さえ実現できれば、(2)以降については、解釈によって実現できる可能性もあるのではないかな。個別論点に係る条文について、法改正する必要があるのか。それが会社法全体の体系の中で整合的かどうかという問題は存在しているものの、解釈については、立法のプロセスに委ねるという考え方も十分に取りうるのではないかな。

- ・ 705条において、社債管理者は「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」と定められているが、このままではあまりにも広範かつ抽象的であるため、これを限定・具体化していく必要があるのではないかという問題意識が、本部会における議論の出発点であったと理解している。
- ・ しかし、これまでの社債の歴史を考えると、最低限行うべき業務についてすら、具体的な定めを置かなかった場合には、「何もする必要がない」と整理されてしまう可能性がある。社債管理者に対して、最低限どのような役割を期待するのかについては、十分に議論しておく必要があるのではないか。基本的には、見直しの方向性に賛成である。
- ・ 社債管理者に最低限期待される役割についてであるが、社債権者や投資家が社債管理者に対して求めるものが出発点としてあり、それを実現するために必要な権限と義務の最低線が決定されるのではないかと。しかし、例えば機関投資家と個人投資家であれば、求める最低線には差があるだろう。そのため、例えば個人投資家向けと機関投資家向けで、二種類の最低線が必要であると整理される可能性も考えられるが、そういった整理は市場慣行に委ねることもできるのではないかと。そういった可能性を含めて、論点を整理していったらどうか
- ・ 会社法の考え方を厳格に解釈して成り立っている現行の日本の社債管理者の実務と、社債権者からの指示がない限り、基本的に何もしないという米国のトラスティの実務は、対極の世界にあると考えている。本部会では、米国のトラスティの実務のあり方を参考にし検討することとしているが、米国においても、実務のあり方と、法制的考え方が完全に一致しているわけではない。会社法という一つの体系における考え方を踏まえると、米国の実務に近づけていくのが、どう会社法を改正しても難しい面は当然考えられる。こうした幅広い問題意識により、今後の検討を進めていく必要があるのではないかと。

(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）

- ・ (2)のビジネスジャッジメント・ルールに類似したルールの立法化については、日本では前例のない試みになるのではないかと。ビジネスジャッジメント・ルールと呼ばれる経営判断原則は、米国においては判例法として存在し、一部において立法もされているものの、日本では、どの程度認められているのかどうかすら、まだ確定していないと認識している。仮に立法化されれば、非常に画期的なものとなるが、他の判例法との整合性等、十分な検討を行う必要がある。経営者は非常に大きな権限を持っており、かつ、会社経営に大きな責任を有しているが、会社経営には、リスクがつきものであるため、リスクテイクを阻害しないよう手当てする必要

があり、ビジネスジャッジメント・ルールは、こうした背景により成立したものであると考えられている。社債管理者についても、同様に積極的にリスク取らせる必要があるのかについては、議論の余地があるだろう。仮に必要なということであれば、ビジネスジャッジメント・ルールを適用するのは、ややそぐわないのではないか。

- ・ ビジネスジャッジメント・ルールは、広い裁量権が前提となる考え方であるため、社債管理者の裁量権を縮小し、限定していく方向性とは、理論的な整合性の問題がある。

(3) コベナント違反又は期限の利益喪失事由の発生等における社債管理者の裁量の制限

- ・ 米国トラスティは、デフォルト後については、法律上は非常に広範な権限と責任とを有しているように読めるが、実際には法的責任を負う可能性から生ずる萎縮効果から、実務上は社債権者の指示を受けながら動くのが基本姿勢となっているようである。しかしながら、かかる実務の当否については、社債権者の保護の充分性の観点などから米国においても問題提起がなされ、議論がなされている。そのような視点から4ページの(4)について考えると、「基本的に社債権者からの指示を待ち、指示がなければ何もせず、指示があれば指示されたことのみを行う」というスタンスは、社債管理者の権限等が狭いモデルを前提にしている。他方、社債管理者の権限等が広いモデルの場合、社債管理者によるより積極的な検討や判断が求められることになるはずである。ここで、どのモデルを想定しているのかについて、明確化しておく必要があるのではないか。

- ・ 社債権者の必要な同意の割合を50%超とすると、確実ではあるものの、機動性に問題の残る制度となるだろう。一方、50%未満の同意であっても行動を起こせるようにしておくと、残ったそれ以外の社債権者が、社債権者集会を召集し、当該対応とは全く異なる方針で決議をした場合にどうするかという問題が残ってしまうため、難しいところだろう。

- ・ 社債権者の意思結集の割合については、50%未満とするのは、社債権者全体としての意思を適切に反映しているのかという問題があるので、慎重に考えるべきではないかと思料する。

- ・ 各対応を決定するために必要な社債権者の同意の割合については、設定が低すぎると、社債権者全体としての意思を十分に反映しているのかという疑問が残ることになり、逆に設定が高すぎると、同意を得ることが事実上困難となり、社債権者として何も行動しないという対応が増え社債権者全体にとって悪い結果につながりかねないというジレンマがある。米国では、25%以上の同意によりアクションを起こせるようになっているが、50%以上の反対意見により、

これに異議を提起する機会が設けられている。このような制度にも、形式上は過半数の意向を尊重したものとなっており、実際上は比較的容易に同意を得ることを可能にしつつ、社債権者の多数の意向に反しないという「正統性」も与えることができるようになっている。日本においても、このような工夫を行うことを検討する余地があるのではないか。

- ・ 一口に社債権者が意思を結集して決定すると言っても、社債権者の社債の権利内容を変更する場合（例えば利払いの猶予や減額）と、社債権者の権利内容を実現すべく一定のアクションをとる場合（例えばデフォルトが発生した際に期限の利益を喪失させる行為アクセラレーション）とでは、全く性質が異なる。前者については個々の社債権者にとって重要性の高い内容であり、全社債権者又はそれに近い比率の同意を求めてもおかしくない。一方、後者については、元々付与されている権限を、個人的に行使するのか、集団的に行使するのかという行使方法についての判断の問題であり、それほど高い比率の同意は必要ないとも考えられる。このように、判断を求める内容によって、必要な社債権者の同意の割合に差を設けることも可能ではないか。
- ・ 社債権者の権利内容の変更に係る場合と、権利行使に係る場合とでは、社債権者の意思結集に必要な要件を変えるべきではないかという指摘に、全く同感である。法改正を要望していく上で、よく検討しておく必要がある。
- ・ 現行の会社法における社債権者集会制度を残すのであれば、過半数に満たない社債権者の意思決定により、多数の社債権者を従わせることができるという考え方をとるのはやや難しいだろう。このような考え方の実現を目指すのであれば、社債権者集会制度そのものを見直す必要性も生じてくるのではないか。

2. 公平・誠実義務について（プロラタ弁済）

- ・ これまでの社債管理者の実務において、公平・誠実義務のうち、公平義務、すなわち社債権者間の公平性の問題が発生したことはないのではないか。この理由であるが、これまでの実務における社債権者集会は、社債管理者による対応方針の確認の場でしかなく、社債管理者が対応方針を検討するに当たり、一部の社債権者に対してのみ、事前に相談するということは行われていなかったためである。今後、社債権者のイニシアティブが求められるようになれば、公平義務は、非常に重要な論点になるだろう。
- ・ 米国トラスティの実務において、チャイニーズウォールが設けられている場合には、社債管理に関する業務以外で取得した情報については、社債管理業務において利用しなくとも、善管

注意義務には問われることはないと認識している。

- ・ そのような前提で、2の公平・誠実義務のプロラタ弁済の考え方は、同時に成り立つのか。プロラタ弁済の考え方では、例えば、与信をしている銀行が社債管理者である場合、自行の債権の回収率と、社債権者の回収率を同水準にすることになるが、チャイニーズウォールが設けられており、デフォルト後までずっと情報が遮断されている場合、社債管理者として社債権者の債権回収業務に従事している部署は、自行の回収率を把握できないため、プロラタ弁済を実現できないのではないかと。
- ・ デフォルト等が発生し、債権回収等を行う段階においては、回収の進捗度合いや具体的な回収率等の情報については遮断されないと考えていた。仮に、そういった問題があるのであれば、そういった情報については共有できるよう、手当てする必要があるかもしれない。
- ・ ここでいうプロラタ弁済とは、社債が通常どおり弁済されなかったため、社債管理者に対する損害賠償請求が発生した場合の損害賠償の範囲に関する議論であると理解している。すなわち、社債がデフォルトしても、通常の場合は、法的な整理の手続き過程において、処理や弁済が進んでいくが、債権金額に対して弁済が不足していた場合、当該不足部分について、社債管理者が損害賠償請求されることになるが、当該損害賠償の一部分が認められることが確定したとして、実際にどれだけ損害賠償するのかという段階において、プロラタ弁済が論点に浮上してくるのではないかと。そのため、チャイニーズウォールの有無や範囲等とは関係ないテーマであると考えられるが、プロラタ弁済方式を採用した場合の最終的な弁済額の計算方法については、実務的な検討課題として残るのではないかと。

2. 社債権者への情報伝達・意思結集のためのインフラ整備について

事務局から、社債権者への情報伝達・意思結集を容易にするためのインフラ整備について、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. 基本的な考え方

- ・ 資料2では、社債権者への情報伝達・意思結集のインフラ整備のため、米国における実務も参考に、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、一般債振替制度の下、証券保管振替機構（以下「ほふり」という。）及び証券会社等の口座管理機関における必要なインフラ整備に当たって、基本的な考え方・検討項目につい

て整理した。

2-1 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)

- ・ ほふりや口座管理機関を通じた社債権者への通知・連絡については、現在、ほふりにおいて、社債権者集会の開催・運営のための「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)」が策定されており、これに基づいて運用されている。また、社債のデフォルト事案等が発生した場合には、管財人等からの要請に基づき、個別の措置として、ほふり及び口座管理機関を通じて社債権者へ通知・連絡が行われることがある。

2-2 社債権者への通知・連絡方法の整備

- ・ 上記のガイドラインや個別の措置を踏まえ、社債権者へ円滑かつ確実に通知・連絡が行われるために必要な具体的な検討項目である。全体の検討課題として、ほふりが社債権者への通知・連絡を行うことについて兼業認可が必要なのかどうか、また、本整備の対象は、公募社債とすることでよいかといった論点がある。

(1) 社債発行者(支払代理人)、社債管理者から機構への通知

- ・ 具体的な方法についてであるが、2つの段階に応じて整理している。「(1) 社債発行者(支払代理人)、社債管理者から機構への通知」について、まず、①確実に機構へ通知が行われる必要がある。②利用目的として、「イ. 社債権者集会」に関連する事項、「ロ. 社債契約に定める発行体の通知事項の連絡」、「ハ. その他」として、例えば、社債権者集会以外に「社債権者への説明会」の開催連絡等の利用が考えられる。また、コーポレートアクション等の情報の伝達に利用できないかという検討課題もある。③通知対象、④通知方法、通知事項等があり、⑤その他として、具体的には、社債管理者は、現在は一般債振替制度の参加者ではないため、社債管理者から機構への通知について、法的な手当てが必要になるのではないか。また、当該通知に係る費用負担の問題もある。

(2) 口座管理機関から社債権者への通知

- ・ ①機構から通知があった場合、口座管理機関は、基本的に、社債権者に対して内容をそのまま通知することとしている。②通知対象については、通知日以降に社債の売買があった場合、新たに社債を購入した者にどのように知らせるかについても検討しておく必要がある。③通知方法、通知事項がある。④その他として、社債権者との関係について、証券会社の口座管理約款等において手当ても必要になるのではないか。また、そういったサービスのコストに係る問

題も当然ながら発生する。

- ・ 本部会においては、以上のような基本的な考え方や方向性について取りまとめを行い、各項目の具体的な検討や制度整備については、基本的には、ほふりによる検討に委ねたいと考えている。

【意見交換】

- ・ 業法的な手当が必要ではないかと指摘されているが、本部会において、既に社債権者に対して通知を行った実例があるとの報告があったことを記憶している。その際には、業法との関係はどのように整理されていたのか、それとも確定した考えや解釈が存在しているわけではないのか。
- ・ 社債管理者からの依頼により、ほふりが社債権者に対して通知を行った事例はない。社債管理者からほふりへの通知等について整理を行う必要性がなかったのではないか。
- ・ ほふりでは、「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）」を制定・公開しており、以前の社債権者集会の召集事例の際には、同ガイドラインに基づき、対応した。しかしながら、同ガイドラインには法律や業務規程等に基づく強制力がなく、あくまでも制度参加者の自主的な協力に依拠するものとなっている。これまでは、特段の問題は発生していなかったが、今後を見据えた問題提起として、見直しの議論が浮上しているのだと認識している。
- ・ ほふりを通じた社債権者への連絡は、非常に有効性があると認識している。しかしながら、口座管理機関に通知の実施を義務化することについては、現在、株式についても、口座管理機関が株式保有者に対して何ら通知義務を負っていないことに留意すべきではないか。例えば、株主総会や臨時株主総会を開催する場合、口座管理機関は、指定された基準日における株式保有者の情報をほふりに対して提供するものの、会社法上、通知義務は発行者が負っており、口座管理機関が義務を負っているわけではなく、実際、口座管理機関経由で株主総会の招集通知は提供されていない。自主的な協力ということであれば、特定日時点での保有者に対して通知を行えば事足りると考えられるが、義務化されるということであれば、口座管理機関として、いつの時点の保有者に通知を行えば免責されるのか、整理が必要ではないか。
- ・ そもそも会社法では、社債については常に保有者が付随する権利を有する考え方であり、株式のような基準日制度を設けていない。このため、例えばコベナント違反が発生した場合、誰

に対して通知するかといった点については、曖昧な印象である。

- ・ 社債権者への通知を、口座管理機関に義務付けることができるのかという点は非常に重要な論点であり、その際の費用負担等についても併せて検討すべきだろう。米国の場合、社債権者に確実に情報が届くインフラや実務が整備されているようであるが、具体的にどのように実現されているのか明確ではない。いずれにしろ、コベナントの抵触等について、社債権者のイニシアティブにより対応する制度の構築を目指すのであれば、社債権者間の公平の観点で、当該情報を把握していない社債権者があり得るとするのは如何なものだろうか。
- ・ 社債権者への情報伝達と社債権者の意思結集という2つの観点でのインフラ整備が論点となっているが、米国の場合、大口の社債権者が他の社債権者を探しながら意見集約を行い、発行体と交渉するといった実務慣行になっている。しかし、現在の日本では、誰が社債権者であるのか把握できないため、社債権者から他の社債権者への連絡に利用できるのかといった点も含めて検討する必要があるのではないか。
- ・ 社債権者への連絡について、公告という手段を用いれば、社債権者以外の者にも情報を知らせることができるものの、流通市場での価格形成という観点では、当該社債を流通市場で取得しようと考えている投資家にも情報を届けることが必要ではないか。上場株式の場合、適時開示というインフラがあるが、非上場の社債について、社債権者が主導的に意向集約等を行うためのインフラの整備について考えるに当たっては、マーケット全体への通知という観点も必要ではないか。
- ・ 社債権者への情報伝達や社債権者の意思結集のインフラ整備以上に重要であるのは、通知を受けた社債権者がどのように意思を結集し、どのように行動するのかという点だろう。米国では、最終的な意思決定についても、100%の社債権者の同意ではなく、マジョリティの意見をベースにして行われており、そういった前提で制度設計が行われている。例えば通知に関しても、DTCC等のセントラル・クリアリング・システムに通知を依頼さえすれば、トラスティとしての責務は果たしているものと考えられている。
- ・ 日本における制度設計を考えるに当たっては、どのような意思決定に、何%の社債権者の同意が必要であるのか、また、どのようにして意思決定を行っていくのか。そういった方向性をまず決定し、それに合わせてインフラを整備していったらどうか。

- ・ 資料2は、社債権者への通知の観点に絞ってまとめられているが、社債権者の意思結集についても、社債権者集会の開催が必要なのか、一定の社債権者の同意があれば足りるのか、足りるとしてどの程度の割合の社債権者の同意が必要なのか、をどのように設計するかによって、意思決定のあり方も大きく変わってくるだろう。
- ・ 社債権者の意思結集や社債権者への情報伝達のためのインフラ整備についても、現行法で実現可能な部分と、法改正が必要な部分とが存在している。特に社債権者間の公平に関する論点は、会社法だけではなく、「社債、株式等の振替に関する法律」という業法にも関わってくる複雑な問題ではないかと考えるが、法的な整備が必要ないし望ましいかどうかについて、さらに検討する必要があるだろう。
- ・ 法的な整理が必要かもしれないが、社債権者自身の判断に依拠する部分を大きくするのであれば、社債管理者への確実な情報伝達と円滑な意向の確認は制度整備の前提であり、そのためのインフラの整備は、進めていくべきではないかと考える。
- ・ 社債権者への連絡については、社債管理者が社債権者への連絡の役割を担う機関に対して連絡、依頼をすれば、当該機関が対応するというスキームと、社債管理者がインフラを活用して必要な連絡先を集め、実際の連絡まで行うスキームが考えられるが、どちらを採用するかによって、方法としては根本的に異なってくるだろう。どちらを前提にするか、また、現状でも実現可能かといった留意点を踏まえた議論を行う必要があるのではないかと考える。
- ・ 社債権者の意思結集については、通知の仕組みのみでは不十分であるという意見に同感であるものの、仮に、社債権者相互間でのアクセスが困難だとしても、社債権者と社債管理者の間で双方向に通知できる仕組みが実現し、集約については社債管理者が行うというスキームが実現できれば、社債管理者の負担は増すものの、社債権者の意思結集の上で有益であろう。社債権者側から見た場合、現時点でも、社債管理者が誰であるか把握できるため、アクセスすることは可能だろうと考えられる。そのため、社債管理者から社債権者へのアクセス連絡を実現できれば、双方向の仕組みが実現すると考えられる。まずは社債権者への通知に係るインフラを整備することには、一定の合理性があると考えられる。
- ・ 例えば社債権者集会の場合、招集権を有している者は会社法により規定されているため、これを見直すということであれば、どうしても法改正が必要になる。それに対して、社債権者への通知については、通知権を有している者は、法的に定められておらず、また、その必要もないと考えられる。資料2には、様々な論点が含まれているようにも見えるが、どのように法的

に構成するとしても、インフラとしてはそれほど大きな違いは生じないのではないか。

- ・ ほふりでは、一般債振替制度の下、階層構造を利用して、直接口座管理機関や間接口座管理機関を経由して、把握できる社債権者に情報を伝えるようにすることについては、業務規程等により手当てができるものの、口座管理機関から社債権者への情報伝達については、現在のほふりの制度では、強制する方法はないと認識している。そういった観点で、社債権者との関係について、証券会社の口座管理約款等において手当てが必要ではないかと考えている。

3. 次回会合

第15回会合を3月16日（月）に開催する。

（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