

「第17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5月30日（水）午後4時～6時

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. 低格付社債における社債管理のあり方について

事務局から、低格付社債における社債管理のあり方について、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-1 社債管理者制度の見直し

1. 目的

(1)～(4)で、検討の方向性を整理した。

2. 検討事項

- (1) 社債管理者の設置対象、具体的な権限の内容等について、対象となる発行会社、投資家に応じて検討を行い、考え方を整理しておく必要がある。社債権者の意思に基づく方向性で社債管理のあり方を見直した場合、機関投資家は、自ら判断・決定を行うことができると考えられるが、多くの個人投資家は、判断、決定能力に劣ると考えられる。そのため、個人向け社債については、実質的な現行の社債管理者制度による社債管理・社債権者保護が必要ではないか。
- (2) 現行制度では、社債管理者が強い権限・裁量をもって業務を行うという考え方がとられており、社債管理者の担い手の不足やコスト高の要因となっている。これを解消していくためには、社債権者が合理的かつ迅速な判断を行うことが可能となる市場インフラを整備し、社債権者自身が判断・決定を行う方向で柔軟化を図ることができないか。
- (3) 別紙「低格付社債における社債管理のあり方について」（以下「別紙」という。）では、社債管理者の設置対象となる発行会社・投資家に分けて考え方を整理した。
- (4) コベンタンの多様化に対応できるよう社債管理の柔軟化が必要ではないか。

3. 社債管理者に期待される役割・機能等（機関投資家に対するヒアリング結果等）

機関投資家に対するヒアリング結果等から見た、社債管理者に期待される役割・機能及び本部会での社債管理の見直しの方向性についての評価である。

(1) 社債管理者に期待される役割・機能 ① 発行会社から受領した情報を迅速かつ正確に伝達すること、② 社債権者の意思結集やその執行のためのサポートを行うこと、③ 様々なデフォルト後の法的整理手続きへの参加に関するサポートを行うこと。

(2) 本部会での社債管理の見直しの方向性について（評価）

① 社債管理者の権限の具体化・明確化、裁量の縮小、責任の制限については、社債管理者からの適切な情報伝達、手数料の引下げといった条件を付したうえで、賛成する意見が多かった。

② 社債権者がより積極的にかかわっていく仕組みについては、望ましいという意見が多かった。

③ 社債権者による判断・決定を求められる場面の増加については、機関投資家の受託者責任を考えれば止むを得ない旨の意見が比較的多かった。

④ 社債権者の意思決定において、米国のように25%~50%以上のコンソーシアムが様々な対応を決定していくという手法についても、止むを得ない、違和感ない旨の意見が多かった。

○ 別紙（A案、B案）

・ 別紙は、社債管理者の設置対象や具体的な権限の内容等について整理・検討を行うため、大きく発行会社の信用リスクに応じて高格付け、低格付けと、社債単位・券面を基準に、1億円以上のいわゆる機関投資家向け、1億円未満の個人投資家向けに分け、4つに分類・整理した。現状、機関投資家向けの高格付社債は、社債管理者不設置債（FA債）であるが、一方、個人向け社債には、社債管理者が設置されている。低格付社債の発行や投資の拡大を図っていくための一つの方策として、社債管理者の設置の拡大を促すため、制度の見直しの検討を行っている。低格付社債は、社債権者保護の観点から、社債管理者による社債管理が必要と考えられるが、現行の社債管理者の権限・責任を前提にすると就任が難しく、現状では担い手不足な状況であるとの指摘がある。

・ A案は、機関投資家向けの高格付社債を除く他の3つのカテゴリーについて、「新しい社債管理者」の設置を検討するものである。A案における機関投資家向けの低格付社債の場合、社債管理者は、社債権者の判断・指示に基づき、社債管理委託契約に定めた業務を行う。この場合、コベンツの多様化に対応できる柔軟性が必要であると考えられる。多様化とは多くの種

類のコバナンツを付与するという意味ではなく、発行会社や投資家のニーズに応じて、効果的なコバナンツを組み合わせて設定するということである。さらに、投資家保護のため、社債管理者に最低限求められる具体的な権限・義務の明確化を図り、発行会社の信用リスクや投資家の属性に合わせて、社債管理委託契約に必要な社債管理の内容を定めていく。このような考え方に立つと、個人向けの高格付社債については、現行の社債管理者制度による社債権者保護と同水準の保護を図る観点から、機関投資家向けの社債と比較して、より充実した内容を社債管理委託契約で定める必要がある。個人向けの低格付社債についても、同様の考え方により、個人向けの高格付社債よりもさらに充実した内容を社債管理委託契約に定めていく必要がある。また、個人向けの低格付社債については、投資家保護の観点から、証券会社の販売・勧誘における適合性の問題に対する懸念も指摘されている。

- ・ 一方B案では、多くの個人投資家が機関投資家と比べて、財産的基盤が弱く、情報収集能力、判断・決定能力に欠けるということを踏まえ、格付けにかかわらず個人向け社債については現行の社債管理者制度による社債権者保護を図り、機関投資家には一定の判断・決定能力があると考えられることから、機関投資家向けの低格付社債についてのみ、「新しい社債管理者」を設置するというものである。社債管理者の権限、義務については、現行の考え方をベースに、最大限充実した状態から減らしていく方向性で考えていくことになると思われる。

【意見交換】

1. 「新しい社債管理者」の設置対象及び権限の内容等（A案、B案）

- ・ A案は、基本的に、「新しい社債管理者」という枠組みを広く活用するが、個人向け社債については、現行の社債管理者制度による社債権者保護と同水準の保護策を、別途、講じるという考え方であり、B案は、現行の個人投資家向けと機関投資家向けの中間的なレベルを設け、穴になっていると考えられる部分、機関投資家向けで低格付社債について必要な措置を講じると理解しているが、相違ないか。
- ・ 基本的にはそのような考え方である。A案の「新しい社債管理者」は、社債権者保護の観点から最低限求められる機能・内容を定めたうえで、発行会社の信用リスクや投資家の属性等に応じて、必要な内容を社債管理委託契約で上積みしていくイメージである。
- ・ A案とB案の根本的な違いは、あらかじめ契約で定めれば、社債管理者の権限の限定を図ることが認められる範囲を、社債の券面金額で限定するのがB案(1億以上・未満)であり、限定

を設けないのがA案であると理解している。

- ・ B案の「新しい社債管理者」の基本形（デフォルト前後の機能）は、現状の社債管理者とほぼイコールであると考えられる。一方、A案における基本形（デフォルト前後の機能）は、最低限必要と考えられる権限・役割を備えた状態であると理解すればよいか。個人投資家向け社債については、契約により何らかの社債管理者保護機能を上乘せしていくということであるが、具体的に、こういった形で規制化・担保していくのか、イメージがあればお聞かせいただきたい。
- ・ A案の「新しい社債管理者」は、デフォルト前後では、社債権者保護の観点から、最低限求められる権限・役割を持つ。社債管理委託契約で定める具体的な内容や、確実に実行されるための制度的な担保については、さらに検討が必要である。
- ・ 低格付けとは、非投資適格となる格付けがBB以下を言うのか、それともBBBマイナス格で線を引くのか。個人投資家向けの販売も想定するのであれば、適合性の観点で実際に販売できるかどうか、証券会社の意見も確認したい点である。
- ・ 事務局では、現状、ほとんど発行されていない格付けがBB以下の社債を考慮資料を作成した。特に低格付け社債の個人投資家向けの勧誘・販売については、御指摘のように、社債管理のあり方よりも、金融商品取引法上の投資家保護の観点からの問題もあるのではないかと考えるが、他の御意見を伺いたい。
- ・ 高格付け・低格付けの線引きについては、例えば、格付けがBBBといった水準・数値基準で引かれるものではなく、例えば、FA債であっても問題なく市場で受け入れられるものであれば高格付け社債となり、逆に、特定の会社がFA債で発行しようとしても、市場で買い手が見つからない・少ないということであれば、低格付け社債に分類されると考えられる。個人向け社債についても同様に、問題なく社債管理者の担い手が見つかるものであれば高格付けに当たり、逆に、社債管理者が就任に二の足を踏むようであれば、低格付けに分類され、発行会社や投資家のニーズに応じて設置されると考えられる。
- ・ 本部会において、機関投資家向けのアンケート結果では、格付けがBBBあたりが投資を検討するうえでの当落線上のクレジットである印象であったが、格付けがBBB前後の格付けの企業は、銀行からすれば優良顧客である。そのような企業が発行する社債に、社債管理者による保護が

必要となるのは、日本市場の特殊性であると考え。実務的に自らモニタリングが行えないことから、そういった役割を担う者を必要としている機関投資家の要望は認識しているが、問題提起させていただきたい。

- ・ 格付け等で明確な境界線を引き、社債管理者の設置を強制する規定は望ましくないとする。基本的には、先ほどの意見のとおり、「発行会社や投資家のニーズに応じて設置される」と考えられるが、これは、発行会社・投資家の双方にメリットが認識できるという趣旨であり、これにより初めて、「新しい社債管理者」の制度が市場に定着するものとする。例えば、FA債では買い手が見つからない社債に「新しい社債管理者」が設置されることで、発行が可能になるというケースも考えられる。他にも、発行可能額が増える、償還年限を長く設定できる、発行会社のコストが下がる等、何らかの形で双方にメリットが認識できるケースは考えられる。これに応じて、社債管理者の設置の判断を行うことになるのではないかと。従って、格付A以上でも社債管理者を設置するケースや、BBB以下でも設置しないケースがあり得ると思う。
- ・ 実際に格付がBB以下の社債に投資できる機関投資家は、日本にはほとんど存在しないことを認識する必要がある。社債管理者制度を整備すると同時に、例えばインデックスの定義を変える、代表的な機関投資家である公的年金の運用のあり方を改善していくといったことについて、併せて取り組んでいかなければ、社債市場は発展しないと考える。
- ・ A案、B案を比較すると、B案の方が立法的な説明が付きやすいのではないかと。機関投資家向けの低格付社債は、マーケット環境によって発行しにくいゾーンであり、ここに機関投資家が望む役割を果たす「新しい社債管理者」を設置し、一方、券面1億円未満の個人向け社債については、従来どおり、現行の社債管理者による管理を行うと説明できる。
- ・ A案は、最低限求められる機能を会社法で定めつつ、発行会社や投資家のニーズに応じて権限・機能を上乗せしていく方法とはいっても、券面1億円未満の個人向け社債について、現行の社債管理者制度による社債権者保護と同水準の保護を図るのであれば、結局、A案とB案には違いが生じないようにも考えられる。それともA案は、個人向け社債であっても現状よりは社債管理者の権限・機能や負担が軽減されると想定しているのか。
- ・ A案は、原則、最低限必要と考えられる内容は会社法において定め、その他必要な内容は契約で規定するというものであるが、マーケットや販売方法等の実務が機能する限り、比較的格付けが低い社債には、現在の社債管理者と同水準の権限が契約において定められると考えられ

る。そのため、現状の社債管理者に関する規定のように、社債権回収のために一切の権限が与えられているという抽象的な規定ではなく、契約において細かく定められた権限によって社債権者が守られるという違いが生じる可能性はあるが、社債権者保護の水準としては変わらない可能性も考えられる。しかしながら、マーケットや実務に委ねてしまうと、社債管理者の権限が軽くなる方向に収れんしてしまう危惧もあり、何らかの手当てが必要であるとの指摘がなされていることは理解している。

- ・ 現状の社債管理者制度には、責任や業務の範囲が明確ではないと指摘されており、「新しい社債管理者」制度をどのような形で具体化するとしても、それを明確にする意味はあるのではないか。
- ・ A案の実現を目指す場合に、最低限要求されるラインのみを会社法で定め、例えば個人向け社債に上積みする必要があると考えられる内容は会社法ではなく契約で規定することは、平成5年に社債管理会社制度が導入された際の議論を考えると慎重に考えるべきではないか。A案で券面1億円未満の社債については、会社法で定めておく内容を相当程度充実させておく必要があるのではないか。しかし、この場合には、A案とB案には、ほとんど差が生じないことになる。
- ・ 例えばA案で、法令や日証協の規則により、証券会社に対して、十分な社債権者保護の内容が契約において定められていない社債は販売してはならないと規制すれば、通常ルート（公募債）においてはA案もB案も結果的には同じ水準になるだろう。しかし現実には、通常ルート外で社債が発行されるケースも考えられ、A案の場合、それをどう埋めていくのかという問題が生じると考えられる。しかし、悪い面ばかりではなく、A案には、例えば、券面は1億円未満だが、実態としては、機関投資家や金融機関向けにのみ販売されて、一般投資家には流通しないようなタイプの社債については、契約において定める内容を限定する等、ある程度柔軟な対応を取ることができるメリットであると考えられる。こういった点について、デメリットを重く受け止めるのか、メリットを生かしたいと考えるのかが、A案の採否を考える判断材料になるのではないか。
- ・ 本部会における議論は、低格付社債のすそ野を広げたいということを出発点としているが、社債管理者の権限・責任を限定していくという流れになっている。しかし、よりリスクの高い低格付社債については、社債権者の保護をより強くしていく、社債管理者の機能をより強化していくという流れがむしろ自然なのではないか。社債管理者の権限を縮小して、社債権者

の判断に委ねるようにしようという議論の方向性は、議論の出発点との関係で、違和感を覚える。

- ・ 本部会の基本的な議論の方向性はA案と認識しているが、高格付の個人向け社債についても、なぜ「新しい社債管理者」の範疇としようとするのか、議論の立て方に違和感がある。さらに、券面1億円未満の社債については、社債管理者の設置を強制するという現在の規制を変えないという前提であるとする、そのような設置が強制されている社債管理者の機能・権限を契約で自由に決められるとすることは、説明が相当難しいのではないか。
- ・ 一方、B案は、自ら判断することができると考えられる機関投資家向けについてのみ、低格付社債の発行を促すよう手当てするという説明だとすれば、低格付社債のすそ野を広げるという議論の出発点との関係で見ると、理解することができる。しかし、資料1にある機関投資家が求める社債管理者の役割は、社債管理者というよりも事務代行、エージェントである。それであれば、法律で規定しなくとも契約実務で対応することができるのではないか。

2. 「新しい社債管理者」の位置付け

- ・ 会社法において、その役割が必要であると考え、設置が強制されている社債管理者の権限・責任を、約定でコントロールできるようにすることにはやや無理がある印象である。
- ・ 「新しい社債管理者」は、会社法において設置を強制されている社債管理者とは異質の存在ではないか。契約で社債管理の内容を定めても、会社法が適用されるだろう。仮に、会社法の規定がまったく適用されない社債管理者のようなものができるのであれば、「新しい社債管理者」として機能するのではないかと考えるが、A案、B案はどのような想定か。
- ・ A案、B案は、現行法制を前提としているが、A案は、社債管理者の設置を強制する必要はないという考え方もある。一方B案は、個人投資家向けの社債は強制設置を前提としている。
- ・ 「新しい社債管理者」は、現行会社法で設置が強制されている社債管理者とは別の発想であると認識している。現行の会社法では、券面1億円以上の場合には、社債管理者を設置する必要がないとされているが、これは任意に社債管理者を置いても差し支えないということであり、仮に社債管理者を設置した場合には、会社法の規定が全面適用になる。このように、任意に設置した社債管理者であっても会社法の規定が適用されてしまうため、それを緩和する必要があり、「新しい社債管理者」は、そのための検討であると認識している。
- ・ 「新しい社債管理者」は、現行会社法で強制設置される社債に設置された場合、現行の社債

管理者と同じ権限、義務、責任を負うという前提か。

- ・ 現状では、それを緩和しなければ、そもそも社債管理者が設置されない。
- ・ 社債管理者の設置を強制する限りにおいては、契約による権限、義務、責任のコントロールは不可能だろう。任意に設置する社債管理者、すなわち、B案の左下(機関投資家向けの低格付社債)についてのみ契約によるコントロールを可能にするためには、どのような会社法の改正を行うのか難しい面もあるが、こちらの方が、まだ可能性があるのではないか。
- ・ 善管注意義務があるにもかかわらず、社債管理者の権限や責任を縮減すること自体がそもそも問題であるということであれば、契約その他を活用して、義務の範囲を限定しようという考え自体が難しくなる。善管注意義務は、一般的に、その義務の内容について特則を設けたり、除外規定を設けたりすることは想定されていないのではないか。
- ・ 例えば、契約に明示されている業務以外を行う義務がないと定めたとしても、善管注意義務は包括的な義務であるため、そういった除外は認められないというのであれば、やや厳しすぎるのではないか。
- ・ 会社法において設置が強制されているのは、そのような役割の者が必要であると考えられているためである。善管注意義務だけをコントロールするのは極めて難しいのではないか。
- ・ 任意に設置される社債管理者の善管注意義務であれば、コントロールは可能か。
- ・ 例えば、「新しい社債管理者」は、会社法において社債管理者の設置が強制されるものとは違うカテゴリー、会社法で設置強制される社債管理者とは、同じ名称であるが異なるものであると整理できれば、そういったコントロールも可能ではないか。
- ・ その場合、「新しい社債管理者」は、基本的に、包括的な善管注意義務を負っていることになるのか。それとも、限定的な義務だけを負っているのか。
- ・ 契約に基づく責任になると考えられるのではないか。現在議論している善管注意義務は、会社法の規定に基づく義務であるが、「新しい社債管理者」については、契約に基づく義務として責任を考えることになるのではないか。
- ・ その場合、強制設置されている社債管理者と、任意に設置されている「新しい社債管理者」は、同じ社債管理者という名称でありながら、権利義務の内容が相当異なることになるが、そ

れは法律上可能か。

- ・ 名称は同じであるが異なるものであると整理したが、「新しい社債管理者」については、やはり別の名称を用いて、契約に基づく社債権者のための機関であることを明らかにした方が良いかもしれない。
- ・ 例えば「社債管理人」とすることも考えられるだろう。
- ・ 「新しい社債管理者」は、現行の社債管理者とは性格や権限の範囲が異なる場合もある以上、別の名称を用いることには一定の理由があると考え。しかし、仮に、別の名称を用いれば、現行の社債管理者の権限として認められている社債権者集会の招集権や、社債管理者が債権届出を行った社債権者は、会社更生法や民事再生法における議決権の分母に入らないといった手当てについても、全て対応していく必要があると理解している。会社法及びその他の法律の改正が必要な範囲を最小限に抑えるのであれば、やはり「社債管理者」という名称を残したうえで、権限や義務を限定していく方向性の方が現実的ではないか。
- ・ 社債管理者は、会社法において設置を強制されているため、権限や義務が限定できないというのであれば、設置を強制されている社債管理者そのものの機能や役割を見直す方向性で、踏み込んで会社法の改正を行うことも理論的には可能ではないか。
- ・ 現行の会社法では、券面1億円未満の社債については、社債管理者の設置が強制されるが、1億円以上の券面の社債については、任意とされている。そこで、社債管理者に関する一部の規定について、例えば、「ただし、1億円以上の券面の社債に設置される社債管理者についてはこの限りではない。」旨の改正を行えば、「新しい社債管理者」の考え方を実現できるのではないかと考えるが、これはやはり難しいのか。
- ・ B案の方向性であると考えている。
- ・ 社債管理者不設置債、いわゆるFA債は、社債権者の権限が一切認められていない社債というわけではないと認識している。社債権者に根本的に帰属する権限は、当然社債権者に属しているが、それはあくまでも社債権者の集団性を満たしたうえで、適切に権利行使することを求められるものであると認識している。そういった集団性を維持しながら、社債権者自身が必要な権利行使を行えるのであれば、社債権者自身に委ねればよいというのがFA債の根本な考え方であるとする。しかし、現実問題として、社債権者だけでは集団的に権限行使できないの

であれば、代わりにある程度の裁量を持って業務を行う者・社債管理者があったほうが望ましい。本部会では、こうした観点から社債管理者を設置しやすくするため、その裁量や役割をもう少し軽くした仕組みがあってもよいのではないかというのが議論の出発点であると認識している。それは、現行のフルレンジの社債管理者を前提に、その裁量や役割を限定したものなのか、それとも、全く新たな契約上の主体なのか。どちらがふさわしいのか、まだ議論の必要があるが、社債権者側の安心感からすれば、法律上の根拠のある社債管理者に対して、必要に応じて指示を出す、何か不測の事態が起こった際には、その判断でカバーしてもらうことができるという仕組みの方が安心感があるのではないか。

- ・ 強制設置される社債管理者と、任意に設置される社債管理者の機能や性格が異なるものとした場合、周知徹底を図らなければ投資家や発行会社に混乱が起きるのではないかと懸念している。それを防ぐためには名称を変えればよいが、それにより会社法の改正の手間が飛躍的に増大する可能性があるとのことである。しかし、混乱を防ぐためには、名称を変えることにより明確に違うものであることを示すことが有効であると考えます。
- ・ 本部会で検討を行った「社債管理人（仮称）」には、そういった面から、また会社法の改正が不要であると考えられることから、非常にメリットがあるのではないかと。FA（財務代理人）には法律上の根拠はないが、市場慣行として設置されるようになったものであり、現在は広く普及している。これと同じような形で「社債管理人」を設けてはどうかと考えている。しかし、会社法の改正を行わない場合、「社債管理人」には社債権者集会の招集権がないことや、倒産関係の手続き面における支障が問題となる。これらの問題を解決するために「社債管理人」自体を会社法に明文で規定することが必要かも知れないが、会社法を改正することなくこれらの問題を解決することができないか更に検討すべきであると考えます。
- ・ 「社債管理人」について、現行法の下でも、契約に基づいて実現することは基本的に可能であると認識しているが、より整備された制度とするためには、法律上の手当が必要であると考えられる。社債権者集会の招集や、破産や会社更生手続において査定異議の訴えを提起された場合において等の局面で適切に対応するためには、会社法による手当が望ましいが、その役割を「社債管理人」と呼ぶのか、それとも性格は異なるが社債管理者と呼ぶのかは、法的なテクニックにかかわる問題である。
- ・ A案・B案のどちらを選択するかについては、もう少し具体的な検討を行わなければ、結論

は出せないのではないか。

- ・ 社債管理者の法定権限は、社債権を保全するための一切の裁判上及び裁判外の行為を行う権限と、極めて包括的に規定されている。しかし、このような包括的権限のみを前提としては実務がワークしないため、いわゆる担付切換条項等の具体的権限を契約で定めてきたものであり、社債管理者の権限・義務の明確化の議論においては、この点を前提とする必要があろう。社債管理者の対応（作為・不作為）が、法定の包括的権限に照らし、幅広く善管注意義務違反になる可能性があることを懸念し、社債管理者の善管注意義務の明確化を図る方向で議論されてきたと認識しており、2種類の善管注意義務を設けるようなことは想定していなかったのではないか。
- ・ 比較的低格付の企業による社債発行を広げることが懇談会及び本部会のそもそもの目的意識であり、そのための一つの方法論として、社債管理者の設置を促すための議論を進めていると認識している。しかし、現行会社法の社債管理者制度には、善管注意義務の範囲の問題等があり、比較的低格付の社債には、社債管理者の担い手が見つからない状態にある。これを何とかするために議論を続けてきたと認識している。善管注意義務の範囲の明確化を会社法の改正なしでできるのであれば話は早いですが、それは難しいとの意見が多い中、どのようなやり方があるのか検討を行っていると考えている。善管注意義務の範囲の明確化の方法について、社債権者の保護の観点から、A案は最低ラインをまず定めて必要に応じて上乘せしていく方法であり、B案はフルの状態から引いていくがこれ以上は除外してはならないという最低限のラインを決めるというものであり、結局はアプローチの違いであり、議論の本質としては同じであると認識している。いずれのアプローチでも、結果として社債管理者が行う必要があることが明確であり、その範囲内で必要なコストについて、きちんとビジネスとして成り立つ枠組みであれば、社債管理者の担い手は見つかるだろう。しかし、現状の費用対効果や責任の重さでは、ほとんどの金融機関にとって、低格付社債の社債管理を引き受けるのは難しいというのが現状であると認識している。
- ・ 発行時には投資適格であった社債の格付けが下がり、投資不適格となる事例も考えられることから、発行時の格付けによって区分けするのは難しい面もあるのではないか。そういった可能性を考慮したうえで、ここまでを行っていけば社債管理者としての責任を果たしたと評価されるラインが明確であればよいが、現状では、それが不明確な中で、ただ漠然と「社債権者の保護」を求められている。これを改善することによってマーケット全体の環境が良くなり、投資家も増えてくるという、好循環の第一歩が踏み出せるのではないかと。

- ・ 会社法が定めている社債管理者の権限を契約でどこまで明確化できるかという点については、善管注意義務について、現行法の下においても、相当程度、契約によって明確にできる場合が多いと考えられる。しかし、利益相反にかかわる点については、微妙な状態が生じる可能性があるため、契約による明確化には限界があると考えられる。

I-2 会社法の改正を視野に入れた検討課題の整理

みずほコーポレート銀行 小高氏から、会社法の改正を視野に入れた検討課題の整理(第3部会報告書の概要)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. 社債管理者の善管注意義務

① 社債管理委託契約による具体的義務の範囲の明確化

(改正内容)

- ・ 去る4月4日開催の「社債市場の活性化に関する懇談会」での本部会の中間報告(以下「中間報告」という。)では、「社債管理者の有する権限を社債管理委託契約において明記した権限に限定できることが有効であることを会社法において定める」と整理されているが、契約で決めた約定権限 = 法定権限とするということであると理解している。個別の場面ごとの具体的な権限については約定において定められているため、むしろ第2部会のコベナントに関する議論と併せて検討すべき課題であり、約定において定められている権限を法定するという議論ではないと認識している。

(検討課題)

- ・ ① 社債管理者に最低限求められる具体的な権限として、会社法で定めるべきものがあるとすれば何かについて整理しているが、これは、資料1の別紙のA案に近いものである。法定権限として残すべきものがあるという問題意識からの課題であると認識しているが、法定権限として何を定めておくか考える上では、包括的な法定権限をもう少し具体化していく作業が必要であると認識している。例えば、元利金の支払い請求催告を行う、弁済金を受領する、支払請求のための訴えを提起する、倒産手続きの場合に債権届出を行うといったものについては、法定権限の中の具体的な権限と考えられているが、こうした具体化の作業が必要となるのではないかと。

- ・ ② 米国法ではデフォルトの前後で、社債管理者の権限・義務に差異を設けているが、当該考え方を導入するに当たって、デフォルトの概念を一度明確にする必要があるのではないか。日本の場合、デフォルト = 期限の利益の喪失と考えられているが、米国ではデフォルトは期限の利益の喪失ではなく、デフォルト事由への該当の前後で分けているようである。デフォルト事由は、コベナンツによって決定され、第2部会のコベナンツの議論と連携して検討を行う必要がある。

② 注意義務の程度の明確化

(改正内容)

- ・ 中間報告では、「社債管理者が善意で行った判断については、責任の範囲を合理的に制限されることとなるよう明文で規定する。」との整理となっている。これまで、ビジネスジャッジメント・ルールに類した考え方の議論が行われたが、立法化は難しいと認識している。

(検討課題)

- ・ 「善意」の考え方については、比較的米国の信託証書法における good faith の概念と同じような使い方がされていたと認識している。まずは、米国の信託証書法における good faith の概念を、会社法の善管注意義務や公平・誠実義務に入れ込んでいくことについて整理が必要ではないか。

③ 公開情報及び発行会社から提供された情報への依拠

(改正内容)

- ・ 先ず情報には3種類あると考えている。1つは公開情報、2つ目は発行会社から提供を受けた情報、3つ目は社債管理者現有情報・社債管理者が社債管理業務以外の融資取引等に基づき入手した情報である。中間報告では、「当該3つの情報に従って判断している限りは、善管注意義務違反とはならない旨を明文化する」と整理されているが、この内容では現状とあまり変わっていない印象を受けるだろう。

(検討課題)

- ・ ここで重要なことは、⑤の「社債管理者が社債管理業務以外で得た情報については、情報隔壁、チャイニーズ・ウォールを設けている場合には社債管理者の現有情報に含まれない」ことであり、主要な論点であると考ええる。

④ コベナンツ違反等の場合の社債管理者の裁量の制限

(改正内容)

- ・ 中間報告では、「コベナンツ違反や期限の利益喪失事由が発生した場合、社債管理者は社債権者の意思結集を行い、意思結集の結果に従って行動を取り、意思結集ができるまでは何ら行動を取らないと定めた場合には、実際にそのように対応したとしても、善管注意義務とはならないことを、法令で定める」と整理されている。米国型の実務を参考にした内容であるが、米国における実務の核といえる部分であるといえる。

(検討課題)

- ・ ① 情報伝達及び意思結集のための市場インフラが前提となることは、必須条件だろう。
- ・ ②、③ 意思結集のための市場インフラが整備されるということであれば、社債権者集会による決議で行うこととしても特段問題ないと考えられる。社債権者集会による意思決定という方法を変えていくことは、会社法における社債制度の根幹的な考え方を変えていくことになるため、他の方法で解決できるのであれば、そこまで踏み込む必要はないのではないかと考える。仮に通知インフラができた場合には、現在は社債権者集会の招集や裁判者の認可を得た場合には、公告が法令で定められているが、公告の代わりに通知インフラを利用するための手当てを検討してはどうかと考える。
- ・ ④ 社債権者集会決議に従い対応を決めるとした場合であっても、社債権者集会決議がなくとも当然やるべきであると考えられる事項である。例えば、倒産手続きにおける債権届出等があり、社債権者の意向を確認する必要がない、社債管理者の裁量が働く余地がないような当然の事項であり、そういった裁量の余地のない事項を整理する必要があるのではないか。

⑤ 社債管理者の調査権限

(改正内容・検討課題)

- ・ 中間報告では、「会社法において定められている調査権限を約定で決める権限とする」と整理されているが、1の①「社債管理委託契約による具体的義務の範囲の明確化」に包含される論点であると考ええる。

2. 公平・誠実義務に関する論点

(改正内容・検討課題)

- ・ 中間報告では、「社債管理者が会社法 710 条 2 項に違反した場合の損害賠償責任の内容範囲について、プロラタ弁済とする規定を設けることが有効であることを、会社法において定める」と整理されている。したがって、公平・誠実義務の内容や利益相反の問題自体について、現状と大きく変えることを目指しているわけではなく、具体的な損害賠償責任の額の範囲を明確化

することを目指していると認識している。

【意見交換】

1. 社債管理者にデフォルト前後に求められる対応

- ・ デフォルトの前後において、社債管理者の機能・性格に差異を設けるかについては、次のような観点からの検討が必要だと思われる。まず、機関投資家を対象としたヒアリング結果を見ると、平時においては、必要な情報提供が行われているのであれば、社債管理者が裁量をもって業務に当たらずとも特に問題ないとのことである。他方、法的整理の段階に入ってしまうと、決まったことを粛々と進めていくことになるため、できることは限られているといえるのではないか。その結果、投資家から見て、最も心配な場面は、明らかに平時でなくなりつつあるが、法的整理の段階には至っていないデフォルト直前の状態であり、このような場面での対応には、社債権者として非常に大きな興味と関心があると想像でき、社債管理者に対して何か特別な対応を求める可能性があるとするれば、やはりこのタイミングであると考えられる。確かに、非常時における情報提供が明確にルール化されて、かつ、定型的に社債権者にとって必要な情報が決まっているのであれば、適時・適切な開示を行うことで解決できる可能性もあるが、やはりケースバイケースで必要な情報が変わってくることを考えると、社債管理者に対して、臨機応変に必要な情報を代わりに集めてもらうというニーズが生じる可能性が考えられる。
- ・ また、例えば、あらかじめ一定数の社債権者の指示に基づいて行動すると定められ、また、社債権者の意思結集のためのインフラが整備されていたとしても、実際に社債管理者が行動を起こすまでには、どうしてもタイムラグが生じる可能性がある。社債権者集会を開催して意思決定を行うだけの猶予がないことが明らかな状況であっても、指示がないから対応しないということで本当に問題ないのかという論点がある。また、法律論というよりも実務の観点かもしれないが、ある程度時間の猶予がある状況においても、社債管理者は、あくまで受身の対応でよいのか、それとも、ある程度は自主的に情報提供等を行う必要があるのではないのかという論点もある。
- ・ デフォルト前の情報通知については、発行会社が当該情報を社債権者に伝えることを了解し、そのために社債管理者等に必要な情報を提供することが、契約等において明確に定められていることが必要だろう。また、実際に社債権者に情報を伝える場合には、公平義務の観点（全社債権者に一律に情報を伝える等）やインサイダー情報の取扱い等に関する留意等も必要になる。

- ・ デフォルト直前やデフォルトの危険性がある段階では、社債管理者による社債権者のための対応がやはり非常に重要になってくると考えられる。会社法で定められている一切の権限は、広すぎるということがよく分かるが、デフォルト前後の微妙な状況における対応を、約定で決めることは非常に難しいだろう。そういった状況を想定するのであれば、「一切の権限」という規定にも理由あると考えられる。米国のようにデフォルト前後で社債管理者の機能や性格を分けるのは、やや難しい印象である。
- ・ 米国の信託証書法では、単にデフォルトと書かれており、いわゆる失期事由（期限の利益喪失事由）の発生を切り口としているのだと考えられる。発行会社からの情報をそのまま社債権者に提供し、それをもって投資判断を促すというのは、一見正しいようにも思えるが、デフォルト直前の危機的状況では様々な風説が市場で飛び交うため、社債権者に対して、その裏付けとなるような情報を開示することは、発行会社からすれば、倒産リスクにつながる可能性があるため、非常に抵抗感があるのではないかと考えられる。標準的な社債要項でも、社債権者に対する通知義務が発生するような状況は、失期事由が発生した場合はおそらく最も早いタイミングであり、そういった場面でも、社債管理者が広い裁量権を持っていれば、担保付社債に切り換えるといった対応の余地があり、それによりデフォルトを免れる可能性も考えられる。しかし、一切の裁量がなく、単に発行会社から得られた情報だけを伝えるだけの役割では、一般的な公開情報以外の機密情報を伝えることは難しいだろう。その場合、実際には、比較的厳しいクロスデフォルトの規定を活用するといった方法をとることになるのではないかと考えられる。通知や情報提供のためのインフラの整備は絶対に必要であると考えられるが、それでもこういったすき間は埋められないのではないかと考えられる。
- ・ 米国と日本ではデフォルトの意味がかなり異なっており、単にデフォルト前と言ってしまうと、米国と日本のケースで、議論が混乱する可能性がある。日本では、法的整理手続きの段階に入ってしまうと、社債管理者にできることは極めて限られてくるが、そこに入る前の非常に切迫した状況については、対応の仕様が考えられる。
- ・ 社債管理者の機能や性格に差異を設ける場合の線引きを、期限の利益の喪失か、それともデフォルト事由に該当したときなのか、明確にしておく必要があるが、デフォルト事由自体を、現行の実務よりも前の段階に設定し、社債管理者の裁量を働かせる余地を想定するという考えもあるのではないかと考えられる。他方、デフォルトと法的手続きが非常に近接した状況を前提にすると、デフォルトの若干前の段階が米国でいうデフォルト後の状況に近いことになるのではないかと考えられる。

この場合、デフォルトの前後とはまた違った切り口で線引きを考えていかなければ、バランスを取るのが難しい印象である。

2. 善管注意義務

- ・ A案、B案に、「現行法では、社債管理者の善管注意義務・公平誠実義務の範囲が明確でないため、契約のみでの対応は困難」との説明があるが、「新しい社債管理者」を会社法と契約のいずれで位置付けるとしても、社債管理者が善管注意義務を負わない、又は現行法よりもレベルの低い注意義務を負うとするのは難しいのではないかと考える。
- ・ 会社法における社債管理者の性格・機能を変えたとしても、社債管理者が善管注意義務を負わないとすることは難しいと考える。本部会の議論においてもその点は認識されており、善管注意義務を負わないとするのではなく、権限の範囲を明確化することで、義務を負う範囲を明確化するという方向性で議論されている。権限が認められている範囲においては、その行使について善管注意義務を負うのは当然であるが、権限のないところには義務もないと考えられるため、善管注意義務の範囲を限定できるのではないかと考える。
- ・ そもそも会社法において明確に規定されている善管注意義務を、約定によってコントロール可能とするための会社法改正の提案は、本当に可能なのか。現行の非常に広範で不明瞭な会社法の善管注意義務に、いかなる限定・例外も認めないというのは厳しすぎるのではないかと考える。まったく骨抜きになるほどに軽減できるようにしてしまうことや、2種類の社債管理者や善管注意義務を想定することには問題があると考えますが、まずは何ができるのか、また、できるとすれば、その線引きについて確認する必要があるのではないかと考える。
- ・ 善管注意義務を2種類設けるのは、立法的には難しい印象であるが、全く手段がないわけではないのではないかと考える。例えば、会社法706条1項の柱書のように、約定による権限の定めがある場合にはこの限りではない旨の例外規定を設けることが考えられる。善管注意義務の規定を変えるのではなく、権限や義務の一部分を約定で変えられるようにするが、強行的な部分を変えられないようにするイメージである。会社法における社債管理者の強制設置の規定の趣旨をしっかりと押さえながら、約定で変えられる部分とそうでない部分とで詳細に線引きを行えば、不可能ではないと考える。
- ・ これまでの議論では、権限そのものを約定で明確化するという方向性と、権限そのものは抽

象的には認めるが、権限の行使の仕方を例えば社債権者により一定の指図がなされた場合に限るという方向性が提案されている。

- ・ 米国の信託証書法では、トラスティに幅広い権限を認めているが、実際には契約において制限を可能としており、さらにその行使についても、基本的には社債権者からの指図があった場合に限っている。本部会で米国トラスティの実務をヒアリングした際の印象としては、デフォルト直前の切迫した状況であっても、社債権者からの指示がない限り対応しないことがある意味徹底されているのが米国の実務であると感じられた。米国の社債に投資している日本の投資家も多いと思うが、これらの投資家は、仮に、そういった事態が発生した場合には、どういった対応を取るのか。日本の社債管理者の対応についても、欧米のトラスティと同じレベルで許容していただけるのか、それとも、それ以上のものを求められるのか。結局、社債管理者に対して何を求めるのかという、そもそも論に戻ってしまうのではないか。
- ・ 例外規定を設けることで社債管理者の善管注意義務を限定する方法についても、限定できる範囲・できない範囲について、十分に検討したうえで線引きを行えば、「何も行わなくともよい状態になる」懸念は相当払拭できるのではないか。しかし、会社法 705 条にある「一切の」という規定が残っている限り、善管注意義務が無制限であるという懸念が抜本的に払拭されることにはならないため、当該条文との関連も検討する必要があると考える。社債権者からの指示がない場合において、社債管理者は、どの程度能動的に動くことを求められるのか。
- ・ 必ずしも欧米と比べて日本の社債管理者の義務が圧倒的に重いとはいえないのではないか。例えばデフォルト発生後については、トラスティは、法律上も実務上も広い裁量をもって業務にあたるのが求められる。また、利益相反に対しても厳しい規定となっている。トラスティが広範な権限を有するとともに広範な免責を認められているのは、デフォルトが発生した場合にはトラスティに主体的に対応してもらうことが前提となっているからであると認識している。トラスティ制度を日本に導入しようとする場合、デフォルトの前後でいきなり利益相反に対する考え方を厳しくすることは、現実的には難しいのではないか。しかし、デフォルトの前後を通じて、利益相反に対する規制を軽いものとした場合、グローバルスタンダードから見ても望ましいとは考えられない。節度のある決着が必要ではないか。
- ・ 本部会における議論は、社債管理者の善管注意義務をまったく排除する、米国と比べて軽いものにするという方向性には進んでいないと認識している。資料 1 において、A 案、B 案のような大まかな考え方が示されたが、まずは、その考え方を整理してから具体的な検討に入って

いくのが検討の順序として望ましいのではないか。

- ・ 議論の前提として、そもそも、何のための社債管理なのかということを整理する必要がある。社債管理者の設置が強制される場合であるからといって、契約で何も自由に定められないというわけではないとの意見があったが、他方で、そのような自由度を認める前提として、そもそも何のために社債管理者の設置が強制されているのかという点に立ち返って検討する必要がある。現行の会社法において社債管理者の設置が強制されているのは、券面が小口か、社債権者の人数が多い社債であり、社債権者各人が社債管理を行うインセンティブが小さいと考えられるため、その代理人として社債管理者を立てるという発想である。これに対して、資料2では、「新しい社債管理者」は、基本的に、社債権者の指示や社債権者集会の決議に従って動くという発想であり、現行法の考え方を180度変えるような発想に立っているようである。しかし、そのように発想を180度転換する必要性について、十分に議論する必要がある。また、議論を聞く限りでは、社債管理者の権限・責任を明確化したいという考えがある一方で、そのための行動指針を作成するといった方法ではならず、会社法の改正の検討の議論が出て来ているように見受けられる。しかし、何をやるにも社債権者からの指示が必要であるとすれば、そもそも、社債権者が自ら社債を管理すればよく、社債権者に代わって社債を管理する者としての社債管理者という存在を法律で規定する必要があるのかという疑問が生じる。

3. プロラタ弁済

- ・ プロラタ弁済に関する考え方は、そもそも何のための社債管理者制度なのかという点と関わってくる。現行の社債管理者は、社債権者の代理人であり、自ら動くインセンティブを持っていない社債権者に代わって、社債の管理を主体的に行っていく存在である。それにもかかわらず、社債管理者が自らの債権を優先的に回収したとしても、プロラタ弁済の考え方で問題ないとして本当によいのか。むしろ、利益相反の可能性を有している者を社債管理者に選ぶべきではなかった、あるいは、選ばれた以上は、社債権者のことを第一に考えて業務に当たるべきであるというのが、自然な考え方ではないか。現状において、利益相反の可能性を有している者が社債管理者となっているとすると、利益相反の結果までをも容認してしまうような規律を認めることについては、慎重に検討する必要がある。

II. 次回会合

第18回会合を6月19日（火）に開催する。

(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 第3部会報告書の概要（会社法の改正を視野に入れた検討課題の整理）
- ・ 資料3 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