

—座談会—

# 社債市場の活性化に向けた取組み

●出席者●

(進行役) ニッセイ基礎研究所 上席主任研究員

アンダーソン・毛利・友常法律事務所 弁護士

野村証券株式会社 キャピタル・マーケット部  
マネージング・ディレクター

国際投信投資顧問株式会社  
債券運用部円債運用グループリーダー

株式会社 みずほコーポレート銀行  
証券部 資本市場チーム 次長

桃尾・松尾・難波法律事務所 弁護士

**徳島 勝幸**

**木村 明子**

**東 正憲**

**加藤 章夫**

**小高 宰**

**難波 修一**

●敬称略、発言順●

## はじめに

**徳島** まず全体概要を私から説明させていただきます。

去る7月11日に行われた「社債市場の活性化に関する懇談会」(以下「社債懇」)で、過去2年間にわたって議論をいただいていた内容の結果報告がなされました(注)。これは第1部会から第4部会までテーマを分け、本日

列席の委員を含め、多くの委員に協力をいただき、検討してきた内容の総括です。

テーマは以下のとおりです。

- ①第1部会 証券会社の引受審査の見直し等
- ②第2部会 コバナンツの付与及び情報開示等
- ③第3部会 社債管理のあり方等
- ④第4部会 社債の価格情報インフラの整備等

これらの中から、本日の座談会では、第2部会と第3部会のテーマについて、とり上げてまいります。

本日の座談会では、部会の議論の中での背景等、公表されている報告書だけでは窺えない点についても、忌憚のないご意見をいただきたいと思えます。

今回のテーマである社債市場の活性化については、各部会での議論2年に加え、それ以前のワーキング等を含め、社債懇では3年以上にわたって議論をしています。しかも、実際には、1996年の適債基準の撤廃と財務制限条項の自由化から考えると、15年を超える月日が経過しています。

さまざまな議論の中で重要な視点となっていたのは、日本でアメリカのような規模と重要性を持つ社債市場ができるのかという議論です。私たちは第3部会の議論では、アメリカのトラスティ（日本の社債管理者に相当する）を参考に話をしてまいりました。

しかし、日本とアメリカでは金融機関の融資と社債のマーケットの棲み分けが異なる中、日本の社債市場をまったくアメリカと同じようにはできません。むしろする必要はないというコンセンサスを見出したと認識しています。

具体的に日本とアメリカは何が違うのか。まず融資のあり方が違います。それに伴い、社債のあり方も違う。これらを2年間の議論の中で改めて整理・確認ができたと思っています。しかし、投資家サイドには、融資と社債の関係をアメリカのシステムに準ずるものにしてほしいという意見もあります。また、客観的立場の方からも、なぜ日本の社債市場がアメリカ同様の市場規模にならないのかと

いう意見を頂戴しました。

こうした意見がある中、われわれはまず日米で何が違うのかを明示していく必要があります。海外の投資家から見れば日本の社債は、融資に劣後する「劣後債」だと言われます。果たして、それを是認するのか、しないのか。部会の中でもさまざまな議論がありました。

劣後する可能性のある債券だという前提で見れば、市場で確認できるスプレッド（指標となる国債との利回りの差）は不十分であると言わざるを得ません。しかも、このような前提での法的・制度的枠組みには必ずしもなっていません。現状を無視しての理想論だけでは、なかなか課題が解決できません。ただ、将来に向けた大きな枠組みでの社債市場のあり方を検討する中で、適正なプライシングのできる市場になることを模索しているのが現状です。

現状では融資と社債の並存が前提ですが、この後20年、30年、この状態が続くのかという見通しについても改めて考える必要があります。現在は、個人金融資産及び企業の余剰資金が銀行預金となり、結果的に日本の金融機関や機関投資家を通じて、国債もしくは社債市場に流入しています。しかし、果たしてこの状況がいつまで続くのでしょうか。

今後の可能性の1つは、個人ないし企業の金融資産の海外流出が増加することです。また、反対に現在の国の財政状況を考えれば、政府がもっと資金が必要となり、国債等を大量発行することによって、結果的にクラウドイング・アウトの形で金利が上昇する可能性



ニッセイ基礎研究所  
徳島  
勝幸氏

もあります。この場合、金融機関がさらに国債を買わざるを得なくなり、融資による民間セクターへの資金提供に制約が出てきます。このような可能性を予測すると、今のうちに社債市場を使いやすくしておかなければ、民間の金融や事業活動が停滞してしまうリスクがあります。

現時点で社債市場の活性化が必須かという点、銘柄も買い手もある程度多く存在し、その必要はないと言われるかもしれませんが、しかし、発行体が信用力の高い企業に偏っている現状や、前述の将来のリスクを考えると、今のうちに議論して準備を始めておくべきなのです。

(注) 「社債市場活性化懇談会 部会」報告公表」(月刊資本市場2012年9月号)及び日本証券業協会HP参照。

## ■ 1. 社債市場における コベナンツモデル

**徳島** 最初に第2部会、コベナンツの付与及び情報開示等について、振り返ります。

社債懇の報告書の中では、企業の資本、財務政策及び投資家のニーズに応じて、コベナンツが柔軟、適切に設定され、それが社債の発行条件等に適切に反映される環境が整備されることが必要であるという趣旨が挙げられていました。

その中で第2部会の成果として、社債発行に際して、企業及び投資家、証券会社の参考になるようなコベナンツモデルや、いくつかのコベナンツの組み合わせ、コベナンツ抵触時の対応例が検討され、9月18日に公表されています。

最初に、モデル策定に関与された木村先生から、コベナンツモデルの位置付け、利用に際してのメリット等のご意見を伺います。

**木村** このコベナンツモデルは、大別して追加負担制限コベナンツと財務維持コベナンツに分かれています。

1つ目の追加負担制限コベナンツは、発行体に対して、一定の財務的な制限を課すものです。例えば、追加債務の負担、担保提供、配当、その他の払い出し等、発行体の一定の財務的な行為に制約を課すことによって、社債権者に対する弁済を確保できるようにする仕組みです。

2つ目の財務維持コベナンツは、発行体に

対して一定水準の財務指標を維持する義務を課すものです。維持の対象となるのは、純資産額、自己資本比率、利益、負債額、負債比率などです。要は、社債権者に対する弁済を確保するために最低限必要な財務状態を維持するよう発行体に要求するものです。米国では、主として、追加負担制限コベナンツが利用されています。これは、財務維持コベナンツの場合、発行体が自らの意思で制御できない要素が関係してくるためです。

追加負担制限コベナンツの中で最も一般的なコベナンツは、担保提供制限です。しかし、現在、日本の国内社債の場合、社債間に限って同順位であることを要求する、すなわち、発行体に対して、他の社債に担保を提供した場合に限って、当該社債にも担保を提供する義務を負わせるのが一般的な慣行となっており、金融機関の貸出債権は担保提供制限の対象になっていません。これが、日本の社債は融資に劣後すると言われる一因になっています。

コベナンツモデルに関して1つ是非申し上げておきたいのは、このモデルは、多様な発行体が社債を発行するための一助として作成されたものだということです。コベナンツモデルに記載された多岐にわたるコベナンツをご覧になった方は、社債発行に当たって厳格なコベナンツ設定が必要なのか、という印象を持たれるかもしれませんが、コベナンツモデルは決してそのような考え方で作成されたわけではなく、発行体の業態、信用力等を勘案してコベナンツを設計する際の参考にして

アンダーソン・毛利・友常法律事務所  
木村 明子氏



いただくことを目指して作成されたものです。また、コベナンツモデルに記載されておりますように、発行体の事情に応じて、コベナンツごとに除外規定や例外規定を置くことが想定されています。

**徳島** 確かに1996年に財務制限条項が自由化されて以降、コベナンツが一方的に消滅してきたこともありますので、多様な制限やルールが突然出てくると、驚かれる市場関係者もおられると思います。あくまでも取捨選択の対象ということだと思います。もう1点、レポーティング・コベナンツについても、お話しください。

**木村** レポーティング・コベナンツは、先ほど申し上げた追加負担制限コベナンツと財務維持コベナンツの実効性を担保するための補完的な機能を有するものです。

例えば、社債に財務維持コベナンツが付されている場合には、発行体の財務指標の現状は、社債権者にとって重要な情報です。また、



野村證券  
東 正憲氏

発行体が手形の不渡りを出したり、デフォルトに陥るなどの危機的な状況が発生した場合には、速やかに社債権者に通知する必要があります。前者の財務指標に関する情報については、発行体が金商法に基づいて提出する有価証券報告書をはじめとする定期的な報告書に開示すれば足りると考えています。しかし、後者の危機的な状況に関する情報については、証券保管振替機構（ほふり）の活用など、社債権者への迅速な通知方法を検討する必要があります。

**徳島** 次に今回作成したモデル集を、発行体や投資家に利用いただくように促す立場から、東委員にモデル活用のイメージを伺います。

**東** 私も社債懇は、現在の社債市場では発行が困難な会社にも、社債での資金調達が可能となるようにするというのが大きな目的だと理解しています。現在の社債の一般的なコベナンツではなかなか投資家に社債を購入していただけない発行体が、新たなコベナンツを

社債に付与することで、投資家から資金を出してもらえるようにするという話です。

しかし、実態はどうでしょうか。現在の社債市場は、時流としてはコベナンツを少なくしていく方向で進んできました。最後に残ったのは、社債間限定の同順位特約に担保提供制限を付すことだけです。これは社債市場がデフォルトを前提としてはいないということではないかと思います。つまり現在、発行ができていない社債は、急激なクレジットの悪化は見込まれておらず、言うなれば、安定した大手企業のみが社債市場にアクセスし、投資家は、これらのまずデフォルトが見込まれない社債だけを購入しているのです。こうした中、トリプルBクラスの企業でも、発行が難しい状況になっており、信用力によって社債での資金調達の是非が分かれている状況です。

財務維持コベナンツに関しては、企業が一切の制約のない状態から社債発行をスタートするのであれば、どのようなものでも採用することが可能です。ただ、既に融資による資金調達や社債発行が行われている場合、既存契約との整合性を保つため採用できないコベナンツが生まれます。コベナンツモデルの利用に際しては、個々の企業の実状に応じ追加負担制限コベナンツを組み合わせることで、発行会社、投資家双方のニーズを満たすような使い方が望ましいと思います。

**徳島** 次に投資家の立場から、加藤委員にコベナンツの意義や投資家ニーズについて、ご意見を頂戴したいと思います。

加藤 今回の議論を通じて、これまでの日本の金融市場のあり方から考えると、一刀両断の形で明日からこうするといった制度の見直しができるものではないと認識しています。

われわれ投資家からしてみれば、1996年に社債発行が完全自由化された後、社債がどれだけ発展するのだろうと、大きな期待を持った記憶があります。実際に社債市場の規模は倍近くの数字にはなっています。

ただ、この内訳の中で低格付債が大きくなっていないという指摘は当たっています。われわれ投資家の視点で、なぜ低格付債の需要が広がってこなかったのか。改めて考えると、さまざまな背景が複雑に絡まっています。そもそも低格付債は非常に流動性が低い市場です。買った方がいいが、ちょっと何かあると売れない状態になってしまうという懸念があります。具体的に言うと、格付がシングルAでなくなった段階で、日本の場合は一気に10円、20円単位で値下がりしてしまい、買い手がまったくないことは往々にしてあります。したがって、低格付債のパイが増えないのは、投資家からすれば市場でイグジットできないということもあるからです。

この他にも低格付債の活性化にはさまざまな課題がありますが、その全部をコベナンツモデルで解決できるとは思っていません。ただ、1つの施策として、コベナンツモデルを活用して何かできないかという観点で、投資家は期待しています。



国際  
投信  
投資  
顧問  
加藤  
章夫  
氏

## 2. コベナンツの情報開示

徳島 これまで社債のコベナンツの議論をしてきましたが、今度は社債に加えて、冒頭から申し上げていた社債に並存する融資のことも含めてお話させていただきたいと思います。

融資等に付されたコベナンツの効果が、実際に、投資家の資産価値に影響したという過去の事例もあります。例えば大手企業でも経営状況の変化で、突然担保設定を行い、無担保だった他の融資が担保付になったとします。ところが、社債に付されていたコベナンツが社債間限定同順位特約である場合には、社債権者から担保提供を請求できません。

ただ、あらかじめ融資にこうした特約が付いていることを知っていれば、社債権者とすれば対応の予定ができますし、価格・スプレッドに反映することで、容認したと考えることができます。例えばアメリカの例では、公



みずほコーポレート銀行  
小高 宰氏

募社債の発行体が借り入れた場合の融資に付されたコベナンツも、しっかり開示しています。

一方、日本の上場会社の中で、社債を発行している企業は数百しかありません。彼らに全部の開示を求めるのかという反対論にも合理性があります。しかし、社債のみならず、株式の資産価値にも影響のある場合があることを考えると、何らかの対応が必要なることは明白です。

無理に全部のコベナンツ等の開示を求めても意味がなく、本当に開示すべきもの、上場会社全般に規定されている開示義務とのバランスを取るために、何を指針にすべきか議論が必要です。一般的に考えると、公認会計士協会の実務指針にある「有価証券の投資判断に影響するもの」ということが1つのメルクマールになると考えています。

これら融資に付されているコベナンツ等の開示についても含めて、ご意見を伺いたいと

思います。

**小高** 第2部会では、社債に関する開示だけではなく、融資に関する情報の開示についても議論されましたが、個人的には、発行体と投資家で考えが随分違っているということが印象的でした。

さまざまな意見があった中で、最終的には現状の開示制度を前提に、着実な改善を志向していくべきとの方向感に議論は収斂していったのではないかと思います。報告書の中でも現在の開示制度について簡潔にまとめられていますが、現状のルールはやや抽象的で、どのような場合に開示すべきか、または開示は不要か、判断に迷うところがあります。

したがって、今後の取組みとして、事例集等を作成し、開示に関する基準等を例示していこうという方向性が示されたことは、大変有意義だったと考えます。

**徳島** では加藤委員から、社債以外の株式も含めた有価証券の投資家という立場から、現行の相対取引である融資に付されたコベナンツ等の開示に対する要望について、ご意見をいただければと思います。

**加藤** われわれ投資家を感じたことで申し上げますと、何の開示が重要かは、立場によってどうしても判断が分かれる定性的な部分もありますので、ある程度の開示のラインがあった方がいいと思います。例えば、総資産の1割とか、デットの3割とか、数字として個々の立場の人々が合意できる開示基準のラインを具体的に1本引ければ、もう一歩前進できると考えます。

もう1つは、個々のローンの財務特約を開示するのは難しいということは部会の議論でも重々認識したのですが、個社名はなくてもいいので、実際にどの資産がどの程度ローンの担保として供されているのかの開示はあるべきです。現在の開示情報では、総額としては注記されていますが、社債投資家の立場で言えば、実際に社債で何かがあった時に供与できない担保がどれくらいあるか期間ごとに出していただくと、また違った目で見ることができます。

**徳島** 続いて、市場仲介者という立場で、東委員の方から、発行体から見たコベンツの開示についてお話しください。

**東** 発行体のスタンスは様々で、一般論で語るのは困難です。

ただ、多くの社債発行会社は、社債というものはコベンツがなく出せるものだと考えています。加えて、開示は現在の開示で十分だというスタンスです。株式を上場しており、情報開示もできているのに、なぜ社債の発行に際して、融資のコベンツ等を新たに開示しなければいけないのかという反応になるケースが多いと思われま

す。その反応も当然と言えば当然で、要は発行会社にとってのメリットが見えてこないの

で、あえてコベンツ開示する意義が感じられないということです。

一方で、信用力が劣る会社の場合には、融資のコベンツ開示を行うことによって、社債発行が可能になることは考えられます。例えば、デットIRというような形で、発行会

桃尾・松尾・難波法律事務所  
難波 修一氏



社と機関投資家が直接対話で双方のニーズを確認できる機会を設けるなどしていきたいと考えています。

必ずしも発行会社全般が開示にネガティブではありません。メリットが見出せば検討に値するといったスタンスだと思います。

**徳島** マーケットの異なる立場の方々からご意見をいただきましたが、次に第2部会の議論に加わってこれなかった難波先生に、少し離れた立場から率直な感想をお伺いしたいと思います。

**難波** 私は第3部会のみに参加していましたが、非常に興味深く第2部会のお話を聞かせていただきました。第3部会ともつながる話だったと思います。

各発行体の信用度に応じて、柔軟にコベンツを付けるとか、信用力の低い発行体であれば融資のコベンツを開示することによって発行できるようにするとか、一律ではなく個別のかつ柔軟にコベンツによる対応を行

うことは、重要だと思います。社債権者の保護について、社債管理者のみに依存するのではなく、このようなきめ細やかなコベナンツによる対応との組み合わせによって保護を図るようになれば、社債市場の活性化につながるのではないかという感想を持ちました。

**徳島** そういった意味で、第2部会、第3部会合同で開催したことも何度かありましたね。

では、第2部会のパートの最後として、木村先生に総括をお願いします。

**木村** 社債懇は社債市場の活性化を目的としていますが、その活動に即効性があるわけではありません。コベナンツモデルを作成してもすぐに効果が上がることは期待できませんが、社債市場の活性化に少しでも役立てていただければと考えています。

社債の発行は、発行体の事業展開に必要な資金を調達するために行われるのが本則ですから、発行体に対して過剰なコベナンツを課すことによって事業展開ができなくなったら、それこそ本末転倒です。コベナンツモデルは、そのように発行体に厳しい制約を課す意図を持って作成されたものではありません。むしろ、発行体の事情に応じて適切なコベナンツを選択し、除外規定や例外規定をうまく活用していただきたいと考えています。

もう1つ、日本の特殊性として、間接金融の比重が大きいことが挙げられますが、金融機関の貸出債権が事実上社債に優先すると言われていの中で、貸出債権に付されたコベナンツに関する情報が開示されておらず、透明性がないという状況で、社債に投資してくだ

さいというのは、合理性に欠けると思います。現在でも、金融機関が貸出債権に付したコベナンツを積極的に開示している企業が相当数ありますが、そういう企業が開示の関係で金融機関と問題を起こしたという例は聞いたことがありません。したがって、コベナンツの開示を進めて、市場全体の透明性を高めることが大事だと思われま

### ■ 3. 社債管理者の設置とあり方

**徳島** 議論が第3部会のテーマである社債管理につながってききましたので、このまま議論を進めたいと思います。

あくまで会社法702条では、社債管理者を設置することが原則なのですが、実際は但書に基づく例外の不設置が一般化しています。つまり社債管理者を不設置とする債券が、機関投資家向けの社債市場ではほとんどなのです。

もう一方で、部会の議論でも、社債管理者の担い手という話が出ていました。社債管理者が発行体と金融取引のある銀行であるべきなのか、そうではいけないのか。これまでの会社法改正の経緯を考えれば、まったく関係のない人が管理はできない。そこで利益相反にならないような仕組みを設けるとい

う形が必要とされてきたのでした。発行体から見れば、社債管理者はほぼ何もしてくれない存在となり、また投資家からも同様の指摘もあります。これでは結局、誰にもメリットがないのが、現状の社債管理者制

度なのではないかとも思われます。

また、社債管理者として銀行の負っている義務の範囲問題は、第3部会の議論の中で重かったテーマです。

この点については、最初に小高委員にお話を伺いたいと思います。というのは、規定上は社債管理者になれる業態はいくつかありますが、現実には銀行のみになっています。これまでの担い手として感じている限界、問題点、また今後、仮に社債管理者のあり方や義務を見直すとしたら、どんな論点が必要かを改めて整理してください。

**小高** 第2部会と第3部会では、信用リスクが相対的に大きい企業による社債発行の拡大を通じた社債市場の活性化を目指し、検討が行われました。米国のハイ・イールド債市場のようなものを、わが国でも育てられないかという問題意識で議論をしてきたわけです。

このような問題意識を念頭に、足元の日本の社債市場の現状を考えると、特徴が2つあります。1つは高格付債が中心の市場になっていること。そのため、社債管理に対するニーズが相対的に低く、むしろコスト削減等の観点から社債管理者を設置しないFA債（社債管理者不設置債）が選好される場合が非常に多くなっています。実際に社債管理者が設置されているのは、個人向け債がこれに該当することが多いと思いますが、会社法上社債管理者の設置が強制される場合や、一般担保付の社債等に限定されています。

もう1つの特徴は、FA債はもちろん、社債管理者設置債においても、あまりコベナン

ツが付されておらず、その内容も画一的であることです。実務的な感覚として、社債管理者が果たしえる役割は、どのようなコベナンツが設定されているかということと、表裏一体の関係にあると思います。

第2部会の議論の成果として「コベナンツモデル（参考モデル）」がとりまとめられています。その中に「社債コベナンツ抵触時の対応に関する規定例（参考モデル）」が示されています。しかし、期限の利益喪失条項以外で、実際に設定されているコベナンツは、いわゆる担附切換条項のみと言えます。すなわち、無担保社債に担保権を設定することにより社債権を保全したり、期限の利益喪失を回避したりするというものです。

このように、日本の社債市場の現状として、社債管理者が利用されるケースは極めて限定的となっており、かつ、コベナンツに抵触したり、発行体の財務状況が悪化したような場合に社債管理者が取りうる手段としては、事実上、担保による保全しか想定されていないと言えると思います。

このような現状を踏まえると、社債管理のあり方に関する課題として、4点挙げられると思います。

1つは、従来型の社債管理者の機能と、低格付債の投資家が求めていることは、違っているのではないかということです。

社債管理者は公平義務を負っており、すべての社債権者を公平に扱い、保全を図るわけですが、低格付債の場合、特に信用状況が悪化したような局面においては、ファンド等の

一部投資家に残高が集中し、その他社債権者と利害関係が必ずしも一致しないケースも想定されます。このような場合、社債管理者が一律に保全を図ることよりも、むしろ個々の投資家のニーズをサポートしつつ、社債権者の意見を集約することが求められるのかもしれない。投資家が本当に求めているものが何なのか、これは第3部会の議論に通底していた重要な問題だったと思います。

2つ目は、社債管理者の担い手の問題です。部会においても、社債管理者の権限・責任が重いとか、その範囲が不明確であるといった指摘がありました。低格付債を想定すれば、デフォルト事例も多くなるでしょうし、社債管理者が非常に難しい判断を迫られる局面が増えると思われれます。それに対し、現状の社債管理者の権限や義務のままでは対応できるのか、投資家が望む機能を発揮できる担い手が現れるのかということが、大きな問題として議論されました。

3つ目は、従来型の、ある意味で担附切替に依存した対応では、低格付債には対応できないのではないかと問題です。投資家のニーズにもかかわる問題ですが、担保権が設定された社債を満期まで保有するよりも、早期に最大限の回収を図りたいと考える投資家も存在するでしょう。また、低格付債の発行体ほど、担保に供することができる資産が乏しいことが多いという事情もあります。担保にのみ頼るのではなく、コバナンツの工夫等により、投資家保護の対応を多様化することが重要であり、この点は第2部会と第3部会

の検討がクロスオーバーする課題であると思います。

4つ目は、発行体や社債管理者と社債権者をつなぐための市場インフラの整備です。社債管理において、社債権者の意向をより反映していくためには、振替制度のもと、基本的には匿名である社債権者に対しアクセスできる環境が必要となります。この点については、部会において、証券保管振替機構さんを中心に今後具体的な検討を進めるとの方向性が示されました。

## ■ 4. 社債管理者に関する 会社法の壁

**徳島** 難波先生にご説明をいただきたいのですが、第3部会の議論・検討に関しては、社債管理者の義務の明確化、公平誠実義務・善管注意義務を含めて、どうしても会社法の現在の規定が、1つの壁になっています。場合によっては、会社法を少し変えてもらわないといけなと思います。そのあたりの認識の解説と現状を踏まえたご意見をいただきたいと思います。

**難波** 高格付債のように社債管理者として特に対応をする必要がなければともかく、信用力が相対的に低い社債を発行し、その社債がリスクに直面した時に、社債管理者として何をどこまですればよいのか。これは社債管理者になる立場からすれば非常に重要です。

しかし、現在の会社法では、その点がかなり広範で、また必ずしも明確になっていない

ということが1つの問題となっています。具体的には会社法の中で704条1項に公平誠実義務、2項に善管注意義務が規定してあります。

まず善管注意義務について見ていきます。705条1項に、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する権限という非常に広範な権限が定められています。基本的には権限があればその行使については義務があることとなりますので、このように広範な権限について、それを適切に行使しなければ善管注意義務違反になる可能性があるということです。そうすると発行体の信用力がどんどん低下していった、債務不履行を起こしそうな段階に至ったというような場合に、一体何をどこまで行えば善管注意義務を尽くしたとして責任を問われないのかという点が重要な問題となります。この点が明確になっていなければ、積極的にビジネスとして社債管理者になろうとする者は現れないのではないのでしょうか。

このような問題意識から、第3部会では、契約で権限・義務を限定・明確化できる新しい社債管理者を設置するという方向で議論を行ってまいりました。ただ、社債管理者の便宜を考えてその権限・義務の限定・明確化を指向する必要がある一方で、社債権者を適切に保護する必要もあります。実際に社債管理者の権限・義務の範囲を約定で限定できるような法改正をして、契約で定める範囲がどんどん狭くなっていったら、社債管理者の権限・義務は何も残らなくなるのではないかと

いう懸念があります。これについては契約によっても排除できない最低限の権限・義務を法律にきちんと残して明確化していくべきだと考えています。

また、契約で権限・義務を限定・明確化できる新しい社債管理者を、全ての社債に统一的に適用するのか、それとも部分的に機関投資家向け社債のみに限定して適用し、個人投資家向け社債については現状のままの社債管理者を適用するのか、部会でも意見が分かれています。私としては、社債管理者に対して期待される役割をきちんと整理した上で、制度を複雑化させず、機関投資家向け及び個人投資家向けの双方の社債に適用できる新しい社債管理者という、一本化された制度を作った方がわかりやすいと考えています。

**徳島** 日本の法律体系を見ると、機関投資家向け、個人投資家向けの社債は、社債の金額が1億円以上かどうかで、市場で便宜的に分けられているだけです。例えば1億円で発行されて、信用力が下がって、額面100円に対して時価70円くらいになった場合、7,000万円で投資が可能になります。こういった社債を個人富裕層が持っているなどさまざまなケースが発生しています。したがって、なかなか機械的に分けられない。そこが日本の法制と実態の複雑なところですよ。

**難波** もう1点、公平誠実義務の問題について話したいと思います。会社法710条2項で、例えば社債管理者が自らの債権を社債権者に優先して回収していた場合には、社債権者に対して損害賠償責任を負うと記載されていま

す。いわゆる利益相反ですが、これについて損害賠償の範囲が明確ではない点も問題であり、プロラタ弁済の考え方の導入の当否も含めて、今後検討の必要があると思います。

**徳島** われわれは第3部会の議論の中で、社債のデフォルト後の債権の保全回収機能に特化するという立場として、社債管理人という仮称の存在も考えていました。果たして社債管理人にどういった役割ができるのか、会社法といった法制度に基づかない中で、契約ベースでこういったものができるのか。現状、FA債、社債管理者設置債という、2つの類型が実質ある中に、さらに社債管理人設置債みたいな新しい類型が加えられるのかどうか。東委員にご意見を伺いたいと思うのですが、いかがでしょうか。

**東** そうですね。まず現状の社債の特徴を確認したいと思います。1つは無記名であるという点、もう1つは譲渡が非常に容易にできるという点です。投資家はこの2つの特徴によって、社債投資にメリットを見出していると思います。

これまでは社債というものは、あまりデフォルトが起きないことを前提に投資をされていたのですが、マーケットは大きく変わり、欧米のマーケットのように社債もデフォルトは起きるものと認識され始めました。

こうした中、デフォルトが発生したときにどう回収を図っていくのかに焦点が当てられてきています。現状の社債権者集会の招集は、発行会社か社債管理者が行うものになっていますが、十分に対応しきれていません。先の

2つの特徴を失ってはならないという前提に立つと、投資家の権利保全、権利を代表する第三者及びデフォルトが起きた後の意思結集を中心になって行う第三者が必要です。しかし、現行の社債管理者は、会社法の規定が制約となり担い手が非常に限定されます。もし投資家が自己責任のもと投資するのであれば、デフォルト後の意思結集に限定してでも、第三者を置いて、スムーズに社債のデフォルト後の手続ができるようにしておくという視点が考えられます。こういった取組みが社債市場の拡大、特に低格付の社債市場の拡大にとって必要なのではないかと考えています。

**徳島** 今話を受け、加藤委員に、投資家の立場から社債管理者の権限、義務の見直し、社債管理人という新しい制度への要望をお伺いしたいと思います。

**加藤** 投資家から見ますと、基本的に社債管理者に期待するキーワードとしては、社債権者の代理人であるということです。平時でもデフォルト後でも、それが一貫して遂行できるのかどうかに尽きます。以前なら受託銀行が全部買取りをし、平時でも有事でも問題なかったのですが、現在はそうはいかないということに、今回のこの問題があります。

メインバンクが社債管理者を兼ねることも、平時であれば問題はありませんが、デフォルト等有事やその直前になると利害が対立して、それではうまくいかないでしょう。であれば、メインバンクでない第三者、あるいはメインバンクが適切に機能したかどうかをジャッジする、別の第三者の目が必要だと思

います。今はそれが無いことに、われわれとしては危機を感じています。

本来投資家は、社債に合理的なプライシングがあれば、積極的に社債市場に参画すべきだと思います。リスク・リターンがきちんと把握できているのであれば、リスクを取るべき局面はあるのですが、制度としてそこが欠けていると、いざとなった時に誰も守ってくれません。投資家の利益の代弁者がいない現実には、早く解消すべきです。

## ■ 5. 変化する社債管理

**徳島** これまで市場管理者に関するご意見を伺ってきましたが、ここまで議論が出てきたとおり、第3部会のテーマも、第2部会のコベナンツと連動するものだと感じました。特にどういったコベナンツが付いているかで、社債管理者の役割は変わってくると考えられます。

現状のコベナンツがほとんど付いていない状態で社債管理者を設置しても、デフォルト後の機能しかない。ただ逆に言うと、第2部会で検討された多様なコベナンツが付与されるようになると、社債管理者の新しい機能が出てくると思います。

そこでコベナンツモデルをこれまで検討されてきた木村先生から、社債管理をどうぞご覧になっているかお聞きしたいと思います。

**木村** 私は第2部会と第3部会の両方に出席してきました。その議論の中で、コベナンツとの関係で難しいと思ったのは、多様なコベ

ナンツが設定されるようになったときに、その管理をどうするのかという問題でした。以前の適債基準があった時代には、基準に則って設定されたコベナンツが受託会社によって管理されていましたが、現在では適債基準は廃止され、社債管理者は限定された範囲でしか利用されない状況になっています。これが1つの要因となって、コベナンツはほとんど消滅してしまいました。それにもかかわらず、ここでもまた、多様なコベナンツを導入した場合、それを管理することが必要なのか、可能なのか、またどのような管理をすればいいのかといった、さまざまな疑問が湧いてきます。

これに関しては、コベナンツ管理を行うために、完全に社債権者の立場に立ってくれる信頼できる社債管理者が必要ではないかと考えられる一方、社債管理者が権限も裁量権も有しなくなるなら、そのような社債管理者による管理では社債権者にとって大したメリットはないという考え方もあり得ます。

**徳島** 最後に、社債管理者の担い手の話をしておきたいと思います。社債管理者に関しては、アメリカのBONY (The Bank of New York Mellon Trust) のような社債管理専門の金融機関があれば、適切なかもしれませんが、日本の現状では期待できません。社債管理人に限って考えると、弁護士といった存在も候補になり得ると思います。社債管理者、社債管理人という社債管理機関として、どういったものが適切だと思われるか伺いたいと思います。個々で違うのかもしれませんが。

**難波** 難しい問題ですが、理想は利益相反の



ない社債管理に特化した機関が担うということだろうと思います。きちんと対応ができ、永続性があり、組織がしっかりとした機関であれば、特に金融機関等に限定しなくても問題ないと思います。ただ、弁護士のような個人だと、その個人に何かがあれば困ります。継続性、安定性が必要だと考えます。

**木村** 通常、倒産手続は弁護士が裁判所と共に司りますので、弁護士が社債管理者を務めることも可能ではないかと思えます。確かに、弁護士は個人なので、病気や死亡した場合にどうするかという問題はありますが、あらかじめ後任の決定方法を定めておくことによって解決できるかもしれません。社債管理者の引受け手を見つけることが困難な現状を考えれば、社債管理者となり得る者の間口を広げることが重要です。

**小高** 従来から社債管理者の主要な担い手である銀行としても、工夫すべきことはあろうかと思えます。欧米のトラスティの場合、例えば融資業務から撤退し、トラスティ等に特化することで、利益相反の発生を回避したり、融資業務とトラスティを並存させつつ、チャ

イニーズ・ウォールを構築することにより、利益相反の問題をコントロールしている例もあります。日本においても幅広い選択肢が検討されるべきであろうと思います。

## ■ 6. 社債市場活性化の展望

**徳島** 以上、本日はさまざまなご意見を頂戴してまいりました。

最後に皆さんから、社債市場の活性化に対する今後の課題、展望、期待等を伺って座談会の締めくくりとさせていただきます。

**加藤** われわれ運用会社からすると、実際に資金を持っているのは、年金基金や最終投資家です。彼らスポンサーの意向を過度に意識した行動が、社債への投資の足かせになることもありました。

高格付発行体であっても、何か事が起こった場合、その社債を持っていると全体のパフォーマンスに与える影響如何は別にして、その銘柄を持っていること自体にペナルティを感じる業界慣行がどうしてもあります。その企業の社債を保有することのリスク・リターンという合理的な是非とは違う次元で、横並びで近寄りたくないという意識になることが現実にはあります。低格付債だと尚更です。

本来、われわれが行うべきは、社債市場が厚みを増すための努力です。そのために、どういうツールを用意して、どういう働きかけを、誰にしていこうかという幅広い観点で、検討していかなければならないと、改めて今回の部会の中で自戒の念として感じています。

**難波** 第3部会の議論を通じて、社債管理者について考えるべき方向性や問題点については明らかになりました。今後は、さまざまな点について具体的に詰めるための議論をしていく必要があります。一番大事なものは、社債管理者に期待されている役割を適切に把握し、それを反映させた適切な社債管理者の設置を考えることだと思います。

また、日本の個人投資家向けの社債に関して、どこまで社債管理者による保護を期待すべきかという点についての再検討も必要だと思います。社債管理者が付いていればデフォルトが起きないとか、信用度が大きく高まるといった過度な期待は排除すべきではないでしょうか。社債管理者のできることにも限界があり、定められた権限を行使するだけで、あとはコベナンツや開示で投資家の保護を図るという考えを浸透させることも大切だと思います。

**東** 社債懇を通じて、社債とは何かという理解が進んだと思います。

最終的には低格付債も含めて、社債市場の拡大に向けて何をしていくかということが重要です。われわれ市場仲介者として、是非今回の議論を利用して、社債市場を拡大していく手助けができればと考えています。

**木村** 現在、資金調達方法の多様化を検討している企業は多いでしょうし、投資家は資金運用先を求めていますので、社債市場の発展は、どちらにとっても良いことだと思います。社債懇で重ねてきた議論は、社債市場の厚みを増し、発展させるための第一歩だと思います。

す。

**小高** 幅広い市場参加者が社債市場について議論する中で、多くの問題点が共有できた良い機会だったと思っています。今後は低格付債も含めて市場規模の拡大を目指していきたい。そう考えた時に、現行の制度を前提としつつ、少しずつやれることからやるという姿勢も重要と考えます。

**徳島** 本日は、報告書や議事要旨だけでは伝わらない思いや議論を、実際の検討に参加した部会委員の方々から伺えたと思います。皆さんには引き続き、助力をいただいで、日本の社債市場の活性化につなげていきたいということで、本日の座談会の結びとしたいと思います。どうもありがとうございました。

(この座談会は2012年9月13日に行われたものである。構成：桜木 康雄)