

社債権者への情報伝達インフラの整備及び社債管理人（仮称）制度について

平成 26 年 3 月 24 日
社債懇インフラWG

1. 検討の経緯（社債懇報告書での提言）

- ① 現状、我が国社債の発行市場は、米国や欧州と比較してその規模が小さく、一部の高格付けの会社の社債発行にとどまっている。多くの企業、特に信用リスクが相対的に大きい企業が社債を発行するためには、投資家の裾野拡大が必要であり、そのためには、特にデフォルト後の社債権者の債権を保全する社債権者保護の効率的な仕組みが必要不可欠である。
- ② 会社法上、社債権者保護の仕組みとして社債管理者の設置が義務付けられているが、現状は設置強制の例外規定（額面 1 億円以上の社債への不設置債の許容）を利用した社債管理者不設置債が大宗（全体の約 4 分の 3）を占める。
社債管理者が設置されていない理由は、社債管理者の担い手である金融機関からはその責務が重過ぎること、発行会社からは費用が割高であること等が挙げられており、社債管理者の設置を市場慣行にすることは困難な状況にある。
- ③ 他方、近年社債のデフォルトが発生していることや、外部環境の変化によって発行時に高格付けであっても企業の信用リスクが急変する事態が生じていることなどから、投資家からは社債権者保護の仕組み（情報の迅速・確実な伝達、デフォルト後の債権保全のサポート等）へのニーズが高まっており、早急な対応が求められている。
- ④ 上記現状を踏まえ、平成 25 年 2 月、「社債市場の活性化に関する懇談会」の下、「社債市場の活性化に向けたインフラ整備に関するワーキング・グループ」（主査 神作裕之 東京大学法科大学院教授）を設置し、現行法の下、社債権者保護の仕組みとして、社債権者への情報伝達インフラの整備及び社債管理人（仮称）制度について検討を重ねてきた。

2. 社債権者への情報伝達インフラの整備及び社債管理人（仮称）制度の検討状況

社債権者への情報伝達インフラの整備及び社債管理人（仮称）制度の検討状況は、別紙1及び2のとおりである。

3. 今後の取組み

社債権者への情報伝達インフラの整備については、ワーキングにおいて取りまとめた方向性について、証券保管振替機構に検討を要請する。今後、同機構の「一般債小委員会」において、具体的な検討が行われる予定である。

社債管理人（仮称）制度については、引き続き法律専門家の協力を得て法的検討を行ったうえで、発行会社、投資家のニーズを確認のうえ、制度要綱を策定する。

以 上

社債権者への情報伝達インフラの整備について（案）

平成 26 年 3 月 24 日
社債懇インフラWG

概 要

備 考

1. 基本的な考え方

- (1) 信用リスクが相対的に小さい企業に加えて、信用リスクが比較的大きい企業も含めた多様な企業による社債発行及び投資の拡大を図るため、社債権者が発行会社等からの情報に基づき判断を行い、社債権者の意思を結集することが容易となるような環境整備が必要である。このため、社債権者への各種情報の通知・連絡方法について整備・拡充を図る。
- (2) 当面、証券保管振替機構（以下「保振」という。）の現行制度である「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）」の内容を拡充したガイドライン（以下「新ガイドライン」という。）を策定し、現行のインフラを活用することにより上記(1)を実現する。
- (3) 新ガイドラインの対象は、原則、一般債振替制度で取り扱う公募社債とする。

2. 社債権者への通知・連絡方法の整備（現行ガイドラインの拡充）

新ガイドラインで定めるべき利用目的・通知事項・利用者は下記のとおりとすることとする。

- 現行ガイドラインでは、社債権者集会の開催が確実に見込まれる場合の利用に限られているが、項番 2 のとおり、連絡事項、利用者を追加・明確化する。

概 要

備 考

(1) 社債権者集会に関する事項の連絡

- ① 発行会社や社債権者が社債権者集会を開催するために必要と考えられる下記事項の連絡については、社債権者集会の開催にかかわらず、新ガイドラインに基づく通知インフラ（以下「本インフラ」という。）の利用を認めることとする。
 - イ. 発行会社による社債権者への事前説明
 - ロ. 社債権者集会招集のための意向確認
- ② 利用者は、発行会社・破産管財人等、社債管理者、社債権者、社債管理人（仮称）とする。

- 現行ガイドラインに、左記イ及びロを追加する。
- 社債権者の利用については、本インフラの濫用及び目的外利用等を回避するため、① 社債権者集会の招集権を持つ社債総額の10分の1以上保有者とする、② その他の具体的方策について検討する。
- 破産管財人等は、更生管財人、再生管財人を含む。

(2) 社債デフォルト時における情報の連絡

- ① 社債がデフォルトし法的整理等を開始した際において、社債権者が債権の保全・回収に必要な情報の提供、及び発行会社・破産管財人等における法的整理等を円滑に進めるために必要な下記事項の社債権者への連絡については、本インフラの利用を認めることとする。
 - イ. 法的整理等の手続開始
 - ロ. 債権者説明会の開催
 - ハ. 破産管財人等への連絡先その他情報の提供依頼
 - ニ. 債権届出に関する情報

- 左記事項については、現行制度の下、発行会社・破産管財人等の依頼に基づき通知が行われており、新ガイドラインで明確化する。

概 要

備 考

- ホ. 債権者集会の開催（出席、議決権行使の依頼を含む）
- ② 利用者は、発行会社・破産管財人等、社債管理者、社債管理人（仮称）とする。
- (3) 社債要項に定める通知事項の連絡
- ① 社債要項に定める通知事項のうち、社債権者にとって有益又は社債権者の投資判断に影響を及ぼすことが考えられる重要な下記事項で、かつ一般に公表された情報の通知を目的とする連絡については、本インフラの利用を認めることとする。
- イ. 組織再編の際の社債の取扱い
- ロ. コベナンツへの抵触
- ハ. 期限の利益喪失
- ② 利用者は、発行会社、社債管理者、社債管理人（仮称）とする。
- (4) 発行会社の債務再編に係る事項の連絡
- ① 発行会社の債務再編が柔軟に行われるよう、例えば、下記の際、発行会社が、通知及び社債権者の意向確認のため、本インフラの利用を認めることとする。
- イ. 社債の買入及び取得
- ロ. 私的整理
- ② 利用者は、発行会社とする。

- 左記事項について、新ガイドラインに定める。
- 本インフラの利用による通知は、法定開示・適時開示で認められた通知方法（新聞、ホームページ上での公表等）に代替するものではなく、当該情報を社債権者に伝達するための補完的な通知方法と位置付ける。
- 証券会社（口座管理機関）から顧客（社債権者）への通知・連絡は、現状行われている郵送、メール等の方法による。
- 左記事項について、新ガイドラインに定める。

概 要

備 考

3. 社債権者からの照会等への対応

本インフラを利用した連絡事項に関し、連絡後の社債権者からの照会等に対しては、本インフラの利用者が説明義務を負い、保振及び口座管理機関は説明義務を負わない旨、明確化することとする。

4. 費用負担

本インフラの利用における費用負担については、原則利用者負担とし、利用実績等を踏まえ、費用のあり方について検討を行う。

5. ガイドラインの見直し

日本証券業協会及び保振は、原則として3年毎に、新ガイドラインの内容及び費用負担等の見直しを行う。

6. 今後の取組み

日本証券業協会は、上記2～4の項目について、保振に対して検討を要請する。

- 項番2の業務については、保振の兼業業務に該当する可能性もあるため、保振の対応可否については、監督官庁の協力を得て、検討を行う必要がある。
- 保振・口座管理機関間の情報伝達スキーム等の実務的検討は、保振の「一般債小委員会」において行う予定である。なお、社債管理人（仮称）の利用については、社債

概 要

備 考

管理人制度の検討状況に併せて、措置する。

以 上

社債権者への情報伝達インフラ（概念図）

【通知・連絡事項】

（1）社債権者集会に関する事項

- イ. 発行会社による社債権者への事前説明
- ロ. 社債権者集会招集のための意向確認

（2）社債デフォルト時における情報

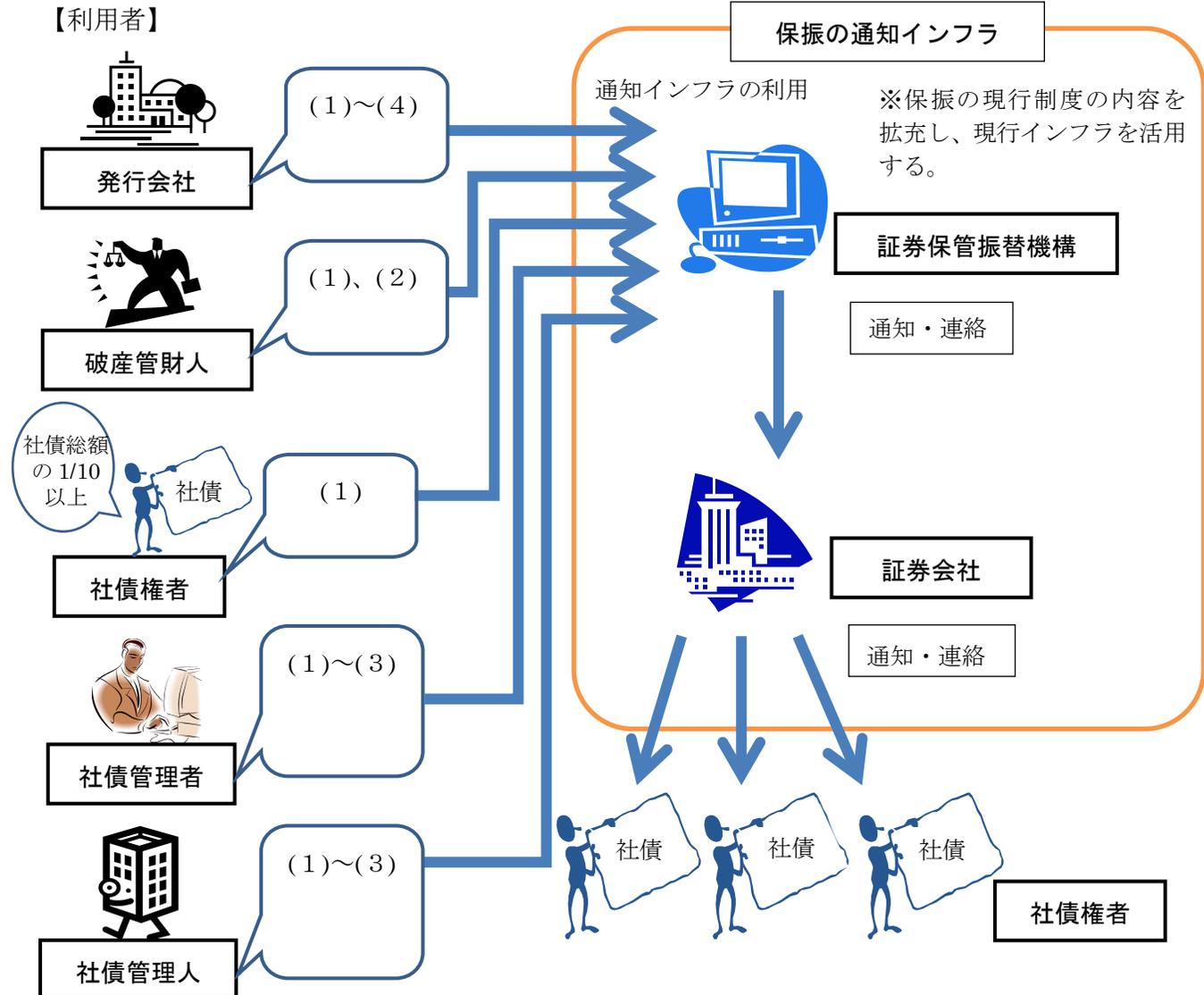
- イ. 法的整理等の手続開始
- ロ. 債権者説明会の開催
- ハ. 破産管財人等への連絡先その他情報の提供依頼
- ニ. 債権届出に関する情報
- ホ. 債権者集会の開催（出席、議決権行使の依頼を含む）

（3）社債要項に定める通知事項

- イ. 組織再編の際の社債の取扱い
- ロ. コベンツへの抵触
- ハ. 期限の利益喪失

（4）発行会社の債務再編に係る事項

- イ. 社債の買入及び取得
- ロ. 私的整理



「社債管理人（仮称）制度」の概要について（案）

平成26年3月24日
社債懇インフラWG

概 要	備 考
<p>1. 社債管理人（仮称）の設置</p> <p>(1) 社債管理人は、「社債要項」及び「社債管理人業務委託契約書」に基づき設置する。</p> <p>(2) 社債管理人は、「社債要項」及び「社債管理人業務委託契約書」で定めるところにより、社債権者のために、社債権者を代理し、又は委託を受け、下記2に掲げる業務及びその他社債に係る事務手続を行う。</p> <p>2. 社債管理人の業務</p> <p>社債管理人は、次の業務を行う。</p> <p>(1) 発行会社からの通知等の受領・確認及び社債権者への通知</p> <p>① 社債管理人は、社債要項に定められた事項のうち次の事項について、発行会社から通知・連絡を受け、証券保管振替機構（以下「保振」という。）の新たなイ</p>	<p>○ 社債管理人と社債権者との法的関係</p> <p>発行会社と社債管理人との間で締結する「社債管理人業務委託契約」を、「第三者のためにする契約」（発行会社を「要約者」、社債管理人を「諾約者」、社債権者を「受益者」とし、社債管理人は、社債権者のために、社債権者を代理し、又はその委託を受け、その業務を行う。</p> <p>先のアルゼンチン債判決（別紙3）を踏まえると、社債管理人の業務内容によっては、社債権者からの「明示的な受益の意思表示」が必要と考えられる。</p>

概 要

備 考

ンフラを利用し、保振及び証券会社等を通じて社債権者に通知・連絡を行う。

イ．組織再編の際の社債の取扱い

ロ．コベナントへの抵触

ハ．期限の利益喪失

- ② 社債管理人は、発行会社からデフォルト発生の通知を受けた場合又はデフォルト未発生の証明が当初予定どおり行われない場合には、その事実の確認を行い、保振の新たなインフラを通じて、社債権者に通知する。

- 例えば、社債コベナントの充足状況に関する代表取締役等の証明書の社債管理人への提出を求めるレポーティングコベナントが付与され、期限までに当該証明書の提出がない場合に、発行会社へ提出の要請を通じてデフォルト発生の確認を行う。

(2) 債権の届出（検討中）

- ① 社債管理人は、発行会社が破産、再生又は更生手続を開始し、債権の届出が必要となった場合には、社債権者を代理して、社債総額により債権の届出を行う。
- ② 社債管理人は、上記①の届出を行うとともに、保振の新たなインフラを通じて、社債権者へ通知し、個別の社債権者から委託を受けて、（債権届出期間経過後の）××までに、裁判所に当該委託を受けた社債権者の債権の届出を行う。

- 左記①の社債管理人による社債総額での債権届出（非頭名での届出）、債権届出期間経過後に社債権者の債権届出が認められるかどうか確認を行う。
- 一方で、上記社債管理人による社債総額での債権届出、債権届出期間後の社債権者の債権届出が認められた場合には、「第三者のためにする契約」において、あらかじめ債権届出に係る代理権を社債管理人に付与するための方

概 要	備 考
<p>社債管理人は、発行会社が破産、再生又は更生手続を開始し、債権の届出が必要となった場合には、保振の新たなインフラを通じて社債権者へ通知し、個別に社債権者の委託を受けて、債権の届出を行う。</p>	<p>法について、更に法的な検討を行う。</p> <p>○ 非頭名での届出が認められない場合、左記のとおり、個別に社債権者の委託を受けて、債権の届出を行う。</p>
<p>(3) 社債権者による社債権者集会の招集・請求のサポート</p> <p>① 社債権者集会の開催に向けた社債権者への連絡等</p> <p>社債管理人は、社債権者集会の開催に向けて、社債要項に定めるところにより社債権者から（社債総額 10 分の 1 未満）、社債権者集会の招集要請があった場合には、その目的と理由を確認のうえ、その旨を保振の新たなインフラを通じて他の社債権者に通知・連絡する。</p> <p>② 特定少数社債権者による社債権者集会の招集・請求のサポート</p> <p>イ. 社債管理人は、（上記①の通知・連絡の結果、）社債総額 10 分の 1 以上を有する社債権者（以下「特定少数社債権者」という。）から会社法 718 条 1 項の規定に基づく社債権者集会の招集請求の要請があった場合には、発行会社に対し、同請求手続（事務の代行）を行う。</p> <p>ロ. 上記イの請求にかかわらず、社債権者集会の招集が行われない場合に、社債</p>	<p>○ 左記の社債権者集会の招集・請求のサポートは、デフォルト発生後に限られるものではない。</p> <p>○ 左記ロは、社債管理人が弁護士である場合に限られる</p>

概 要	備 考
<p>管理人は、特定少数社債権者の委託を受けて、裁判所に対し、会社法 718 条 3 項に規定する社債権者集会招集の許可申請手続を行う。</p>	<p>(後掲 5 の(2)参照)。</p>
<p>ハ. 会社法 718 条 3 項の規定に基づき、裁判所の許可を得た場合には、社債管理人は、特定少数社債権者の委託を受けて、社債権者集会の招集手続（事務の代行）を行う。</p>	
<p>(4) 社債権者集会決議の裁判所への認可申立て手続</p> <p>社債管理人は、招集者の委託を受けて、裁判所に対し、社債権者集会決議の認可の申立てを行う。</p>	<p>○ 会社法 732 条（社債権者集会の決議の認可の申立て）</p> <p>○ 社債管理人が弁護士である場合に限られる（後掲 5 の(2)参照）。</p>
<p>(5) 債権者集会における再生計画又は更生計画の議決権行使</p> <p>社債管理人は、社債権者集会の決議により、債権者集会において、当該社債権者集会の決議を執行する。</p>	<p>○ 会社法 737 条（社債権者集会の決議の執行）</p>
<p>3. 社債管理人の業務の終了</p> <p>社債管理人は、例えば再生計画において債権が会社法上の「社債」から民法上の「指名債権」となった場合など「社債」が消滅したときには、その業務を終了する。</p>	<p>○ 社債要項等において、社債管理人の業務の終了事由・時期を定める。</p>
<p>4. 社債管理人の報酬・費用</p> <p>(1) 発行会社は、社債要項等に定めるところにより、社債管理人の報酬及び社債管理</p>	

概 要

に関する費用を負担する。

- (2) 上記(1)にかかわらず、発行会社が社債管理人の報酬若しくは費用の負担に応じない場合、又は社債管理人が社債権者の個別の委託に基づき業務を行う場合には、当該社債権者が社債管理人の報酬及び費用を負担する。

5. 社債管理人の担い手

- (1) 銀行などの金融機関、弁護士事務所（弁護士）とする。
- (2) 弁護士以外の者が次の手続を行う場合には、社債権者は、直接、社債要項等に規定された弁護士若しくはその他の弁護士へ委任する。
- ① 裁判所への社債権者集会招集の許可申請手続
 - ② 裁判所への社債権者集会決議の認可申立て手続

備 考

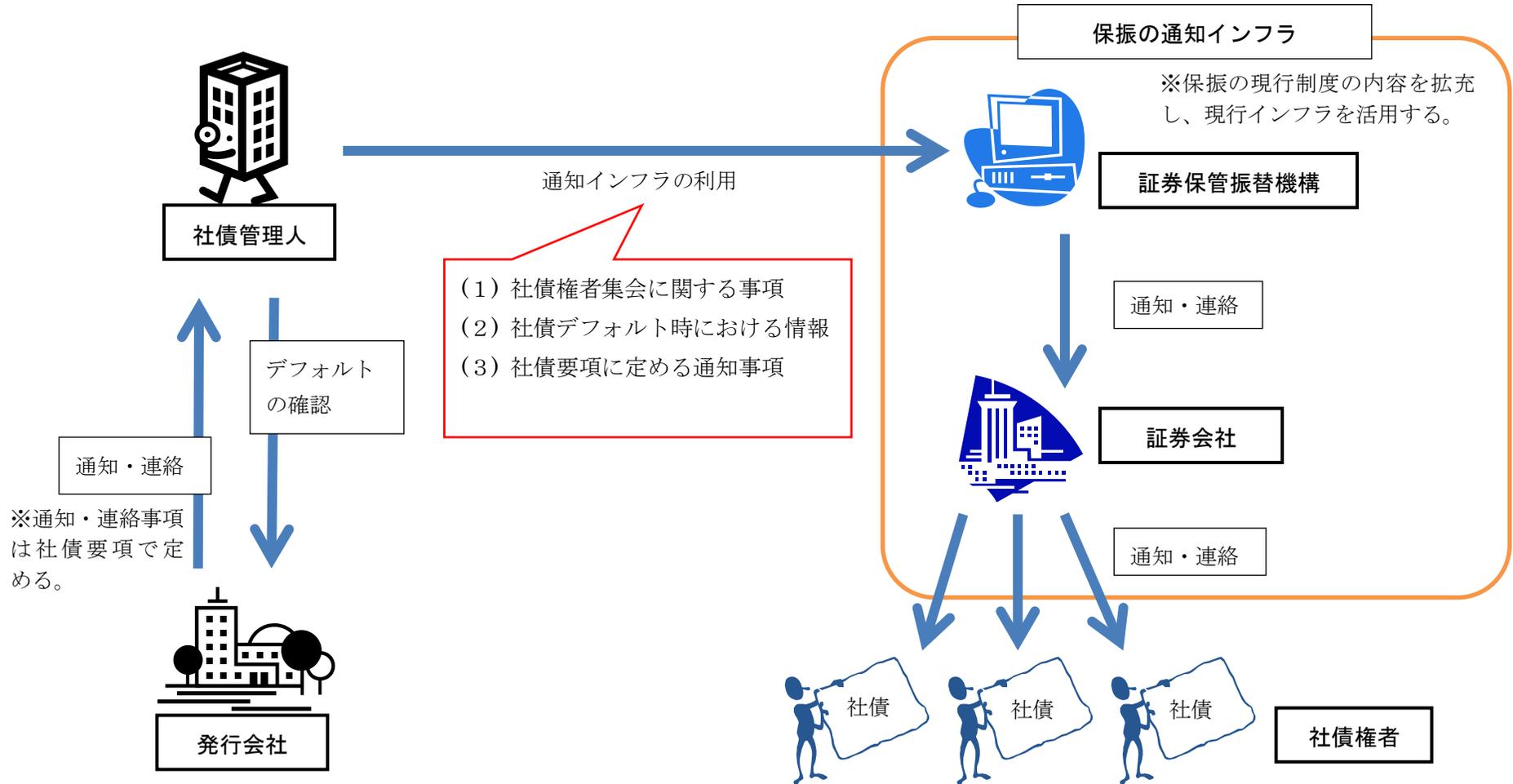
- 左記の業務を弁護士以外の者が行う場合は、弁護士法 72 条及び非訟事件手続法 22 条に抵触する。

以 上

社債管理人の業務（概念図）

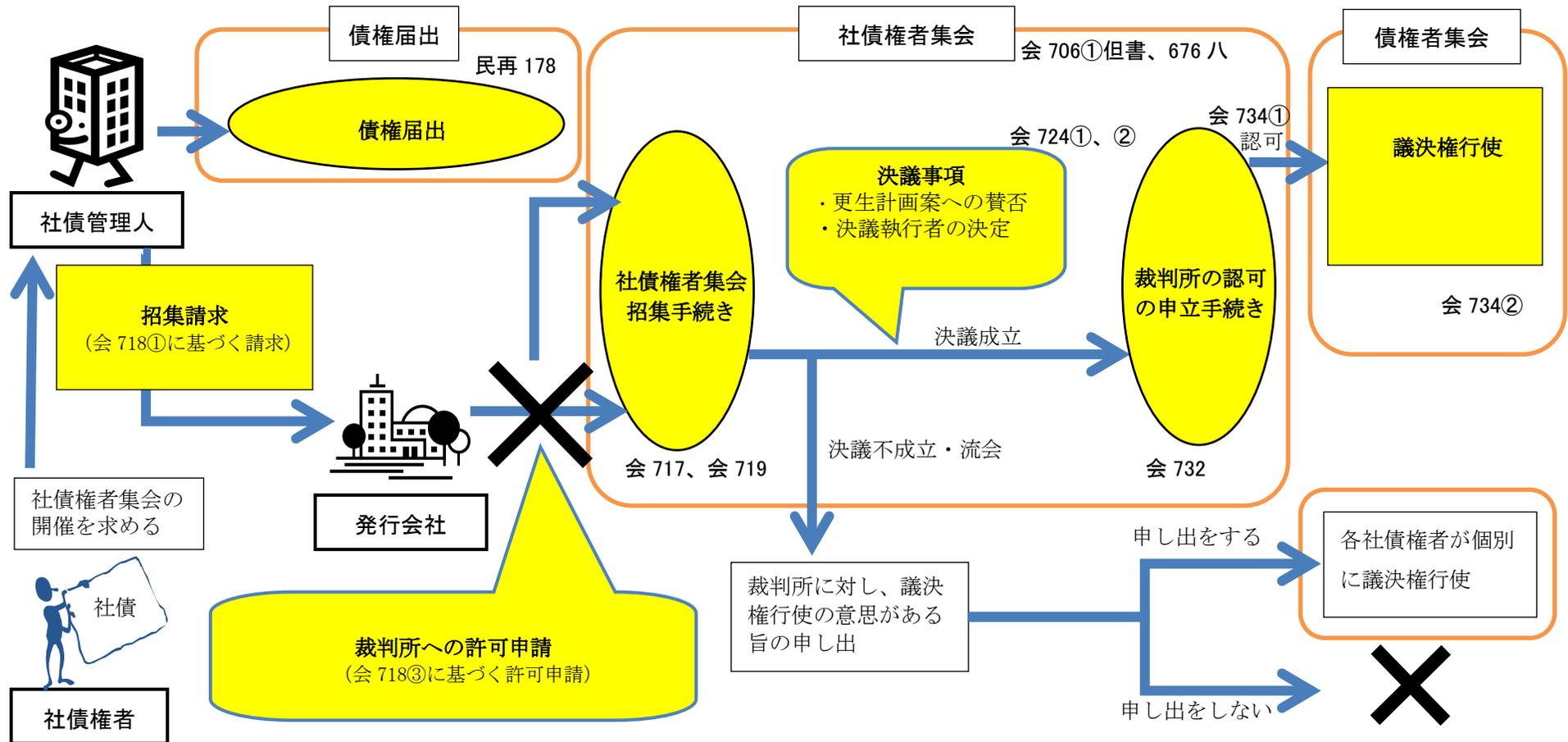
1. 社債管理人の期中業務

発行会社からの通知等の受領・確認及び社債権者への通知



2. 社債のデフォルト後の業務

債権届出、社債権者集会の招集・請求のサポート、債権者集会における議決権行使



会 : 会社法
民再 : 民事再生法 (以下同じ)

アルゼンチン債判決の概要

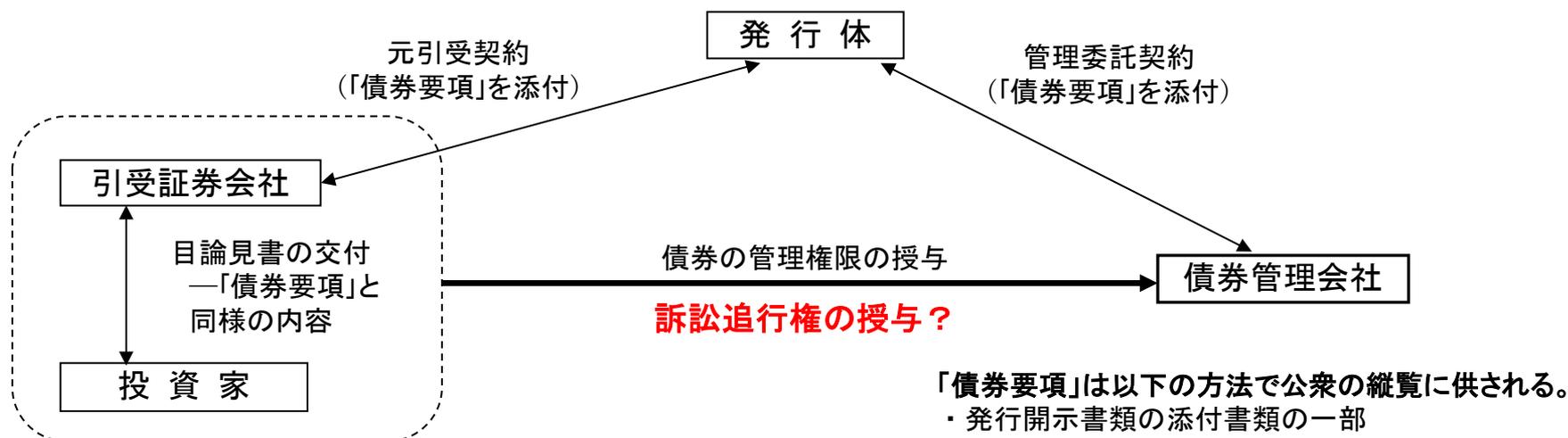
—リテール向けサムライ債への影響—

平成26年3月24日

社債懇インフラWG

1 サムライ債の発行スキームと債券管理会社

【サムライ債の発行スキーム】



【サムライ債の債券管理会社】

1. サムライ債は会社法の適用がないことから、社債権者保護の観点から、市場慣行として、リテール向けに発行されるサムライ債には、管理委託契約書及び債券要項に基づき、債券管理会社が設置されている。
2. 債券管理会社は、会社法の社債管理者に係る関係条項に倣って、「債権者のために債券の元金及び利息の支払を受け、または債権の実現を保全するために必要な一切の裁判上または裁判外の行為をなす権限と義務」、「債権者集会を招集し、その決議を執行する権限」が管理委託契約書及び債券要項に規定されており、同業務を行っている。
3. 発行会社と債権管理会社との間の管理委託契約は、発行会社を要約者、債権管理会社を諾約者、債権者を受益者とする「第三者のためにする契約」として構成されている。

【訴訟概要】

- ① 原告:債券管理会社(銀行)
- ② 被告:アルゼンチン共和国
- ③ 裁判所:東京高等裁判所
- ④ 請求の趣旨:対象債券(*)の元本、利息及び遅延損害金の支払を求めるもので、当該債券の利息請求権が消滅時効にかかる可能性があることから、時効中断のために提訴
* デフォルト後に実施されたExchange Offer(平成17年、22年)に応じなかった債券(未交換額 28億円)
- ⑤ 提訴日:平成21年6月30日
- ⑥ 第一審判決日:平成25年1月28日
- ⑦ 第二審判決日:平成26年1月30日

【判旨】

1. アルゼンチン共和国が日本で発行したサムライ債に関して、その債券管理会社がアルゼンチン共和国に対して償還を請求した事件について、債券管理会社は任意的訴訟担当として当事者適格を有するかが争われた事案である。
2. 裁判所は、本件管理委託契約を「債券管理会社を諾約者、アルゼンチン共和国を要約者、債権者を第三者とする第三者のためにする契約」と認定したうえで、「第三者のためにする契約」により訴訟追行権を授与することは可能と認めたが、主に以下の点に鑑みて、管理委託契約及び債券要項上の規定だけでは、当該債権者の受益の意思表示があったとは言えず、債権者の明確な受益の意思表示があることが必要であると判示した。

(1) 選択機会の不提供

- ① 控訴人らによる訴訟追行の結果、本件債券等保有者が償還等請求件を喪失するおそれがあることなど、本件債券等保有者の立場からみて懸念すべき点があることも併せ考慮すれば、本件債券等保有者が控訴人らによる訴訟追行を望むはずなどとはいえず・・(主論)
- ② 本件各回債の債権者が自らの意思により授權するか否かを選択する機会を与えずに任意的訴訟担当を認めることになり、採用することはできない。(主論)

(2) 利益相反の存在

- ① 管理委託契約において、債権者に対して誠実義務や善管注意義務等を負うことを考慮しても、本件債券等保有者と確実に利益を共通にする立場にあるとすることは困難(注1)(主論)
- ② これに加え、本件管理委託契約の規定は旧商法の社債管理会社に関する規定(注2)に比して、債権者の保護に十分といえない(傍論)

(注1)アルゼンチン債判決では、アルゼンチン債の債券管理会社と債権者の間の利益相反について、a)発行体から手数料を受領、b)発行体への助言、c)和解的要素を含むエクステンジオファの事務の請負を挙げている。

(注2)会社法707条に社債権者と社債管理者との利益が相反する場合、裁判所は、社債権者集会の申立てにより、特別代理人を選任しなければならないといった社債権者を保護する規定が置かれている。

(3) 債券管理業務からの逸脱

- ① 仮に債券管理会社と債権者との間に債券管理を行う関係が形成されていたとしても、債権者の黙示の受益の意思表示が認められるのは、債券管理業務(基本的には債券及び利札の調整と交付、元利金の管理、債券原簿の作成管理、期限の利益の喪失宣言等)に留まる(主論)

(4) 商慣習の不存在等

- ① 本件全証拠によっても、ソブリンのサムライ債につき債券の管理会社が償還等請求訴訟を自己の名で追行する権限を有するとの商慣習が存在すると認めることはできない(主論)
- ② また、本件授權条項が債券の裏面に明記されているものの、控訴人らの権限を示す「債権の実現を保全するために必要な一切の裁判上・・・の行為をなす権限」との文言は抽象的であり、本件債券等保有者が、控訴人らが独自の判断で訴訟追行できる権限を付与される旨を理解することは困難(傍論)

【判決で示された課題】

1. 訴訟追行権の授与

判決は「債権の実現を保全するために必要な一切の裁判上…の行為をなす権限」という債券要項の文言は抽象的であり、この文言によって本件債券等保有者が債券管理会社に訴訟追行権を授与したとは認められないと判示している。

2. 受益の意思表示

判決は、訴訟追行権の授与について本件債券等保有者の受益の意思表示が債券管理会社に対して明示的になされることを要求している。

3. 債券管理業務

判決は、管理委託契約の内容から、債券管理業務を債券及び利札の調整と交付、元利金の管理、債券原簿の作成管理、期限の利益喪失宣言等に限定して解釈している。この解釈によれば、債券の管理会社は、デフォルト宣言後の業務(訴訟追行、判決に基づく元利金の受領等)ができなくなるおそれがある。

4. 利益相反

判決は、債券管理会社が、発行会社から諸手数料を受け取り、立て替え費用の払い戻しを受けていること、また過去のエクスチェンジオファの事務を取り扱っていることを理由に、債券管理会社が本件債券等保有者と確実に利益を共通にする立場にあるとすることは困難と判示している。

5. 債権者の特定

判決は、債券の管理会社が本件債券等保有者を具体的に特定し得ず、個別の債券の帰属について把握していない状況では、任意的訴訟担当を許容する合理的必要性は認めがたいと判示している。

3 債券管理会社が設置されたサムライ債への影響

債券管理会社は、サムライ債のデフォルト時のリテール投資家保護の役割を果たすべく設置されている。本判決が確定すれば、このような役割の重要な一部がなし得ないこととなり、社債権者の保護機能が損なわれるばかりではなく、今後、リテール向けのサムライ債の発行実務に影響を及ぼすおそれがある。

また、国際協力銀行(JBIC)(注1)が保証するアジア地域の新興国発行のサムライ債にも債券管理会社を設置されており、国内においても地方公社債(注2)に、この債券管理会社と同様、「募集の受託会社」が設置されている。

本判決が確定することで、これらの債券の発行が困難となれば、発行体の資金調達の選択肢が限定されるばかりではなく、投資家の運用機会が縮小し、我が国金融・資本市場の機能・国際競争力が低下することも懸念される。

(注1) 国際協力銀行(JBIC)は、開発途上国発行の私募サムライ債に対する保証を行っており、当該サムライ債については適格機関投資家向けであるが、JBICの意向により債券管理会社を設置されている。

(注2) 地方公社には道路公社、土地開発公社、住宅供給公社の三種類があり、会社法の社債管理会社と同様の役割を果たす「募集の受託会社」が設置されている。当該債券要項及び募集委託契約において、「募集の受託会社」には、会社法の社債管理者同様、「本債券の債権者のために本債券に基づく支払の弁済を受け、又は本債券の債権者の権利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なす権限を有する。」との規定が置かれている。(平成24年度残高は10,390億円)