

○ 4月4日「社債市場の活性化に関する懇談会」報告（案）【事務局タタキ台】

第3部会(社債管理のあり方等)

I. 現状と課題

I-1 現状

- (1) 社債の発行に当っては、社債権者保護の観点から、会社法702条により、原則として、社債管理者の設置が義務づけられている。社債管理者は、社債権者のために、会社法によって、元利金の弁済受領や債権の保全のために必要な一切の裁判上又は裁判外の権限が与えられ、発行会社からの委託を受けて、発行会社の財務内容のモニタリング及び社債デフォルト時以後の債権保全・回収を行い、社債の発行から償還まで当該社債の管理を行う。
- (2) この社債管理者の設置については、各社債の金額が1億円以下の場合などは例外とされており、2010年発行の社債456銘柄について見ると、社債管理者設置債92銘柄(20%)、FA債329銘柄(72%)、不設置債35銘柄(8%)が発行され、社債管理者設置債は、主に個人向け社債、一般担保付社債となっている。

I-2 課題

- (1) 平成5年の商法改正により、社債発行限度枠の撤廃や社債募集の受託会社の廃止と合せて、「社債管理会社制度」(現在の「社債管理者制度」)が導入されたが、同制度の基本的な考え方は、銀行・メインバンクの知見・与信取引で得た情報を活用し、社債発行企業の社債のデフォルトを回避させ投資家保護を図ろうというものである。
- (2) 現状、社債管理者は、多くは発行会社のメインバンクが就任しているが、社債管理者の具体的な権限の範囲が明確ではないこと及び会社法で定める善管注意義務(704条2項)の内容が明確ではないことから、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。また、メインバンクの場合、社債のデフォルト前後に利益相反が生じる可能性が懸念されるところ、会社法で定める公平誠実義務(704条1項)の内容は明確とはいえ、会社法で定める利益相反行為に関する損害賠償責任(710条2項)の範囲についても明確ではない。一方、例えば企業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には、上記のように社債管理者の責任範囲を広く考えすぎると、善管注意義務を果たし得るのかという懸念がある。

- (3) こうしたことから、メインバンクは、社債管理者の役割を担うことを躊躇し、社債管理設置債の発行が2割程度にとどまり、F A債の割合が大きくなり、信用リスクが相対的に小さい企業のみしか社債の発行ができない状況が生じている。他方、信用リスクが相対的に大きい会社が発行する社債では、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の保全・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いる。
- (4) 一方、平成5年の商法改正以降、我が国の金融・資本市場には大きな変化が生じており、国際化の一層の進展、企業会計監査制度の整備、株式の持ち合いの解消などを背景に、メインバンクの役割も大きく変化しつつあり、国際的な銀行監督制度の動向を踏まえると、社債管理者制度をこれまでの環境変化に即して見直しを図っていく必要が生じている。
- (5) 社債市場の発達した米国市場では、公募社債にはトラスティが設置され、デフォルト前のトラスティの役割を極力限定するとともに、法令に基づき、トラスティの責任が限定される一方、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、これが社債市場の活性化と企業債務再編の柔軟化をもたらしており、我が国でもこれを参考に現在の社債管理者制度の見直しを行う必要が生じている。

(参考) 米国トラスティ

米国では、公募社債にはトラスティが設置され、トラスティは、デフォルト前は、米国信託証書法 (Trust Indenture Act of 1939) において、「特に信託証書 (Trust Indenture) に記載された義務の履行以外には、責務を負わない」と規定されており、その役割・責務が具体化・明確化されている。一方デフォルト後は、デフォルト前に比べ重い責務が課せられるものの、信託証書法において、「与えられた権限の行使に関して、過半数の社債権者の意向に従って善意で行った作為又は不作為については責任を負わない」と規定されているため、トラスティは、常に一定の社債権者の指示・意向を確認しつつ実務を進めており、デフォルトの対応は社債権者の判断に委ねられている。

## II. 新しい「社債管理者」の活用に向けて

今後、信用リスクが相対的に大きい企業の社債発行及び投資の拡大を図っていくため、新しい社債管理者の活用に向けて、次のような方向で社債管理者の役割・業務の見直しを行い、必要な制度整備を進める。

### II-1 基本的な整備の方向性

#### (1) 会社法の改正に向けた検討課題の整理

- ① 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。
- ② 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。
- ③ 上記①及び②の実現のためには、会社法の改正が必要となり、検討課題の整理を進める。

#### (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

- ① 社債管理者は、社債権者のために、自らの判断により社債の管理を行っているが、社債管理者の裁量の縮小化を図るため、米国トラスティの制度・実務等を参考に、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業務を行う。
- ② 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・判断が行えるよう、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の取組を進める。

(参考資料) 新しい「社債管理者」の活用に向けた検討課題 (イメージ図)

### II-2 会社法の改正に向けた検討課題の整理

本部会では、次のとおり、会社法の改正に向けた見直しの観点及び検討課題の整理を行った。

今後、日本証券業協会（以下「日証協」という。）は、社債管理者、発行会社、証券会社、法務省及び金融庁の協力を得て検討を進め、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。

## 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

「社債管理者の有する権限は、社債管理委託契約において明記した権限に限定する」と定めた場合には、他に会社法で特に規定されている権限を除き、社債管理者の権限は当該範囲に限定されることを明文で規定する。

(検討課題)

- ① 最低限社債管理者に求められる具合的な権限を定める必要はないか。
- ② 米国法のようにデフォルトの前後で、社債管理者の権限、義務に差異を設けなくてよいか。

### (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られぬよう責任を制限することを明文で規定する。

(検討課題)

- ・ 利益相反関係のある社債管理者が業務を行う場合についても、同様の対応が認められるのか。

### (3) 公開情報及び発行体から提供された情報への依拠

社債管理委託契約において、「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、当該定めに従って判断する限り、その判断については善管注意義務違反とはならないことを明文で規定する。

(検討課題)

- ① 発行会社からの報告の真偽について、確認する義務を負うのか。義務を負う場合、その程度はどこまでか。
- ② 発行会社からの社債管理者への報告義務が必要ではないか。
- ③ 上記②の報告の正確性・真実性をどのように担保すべきか。
- ④ 米国法のように、外部の専門家の意見への依拠についても規定すべきか。
- ⑤ 「社債管理者が社債の管理業務以外の発行会社との取引を通じて入手した情報について、情報隔壁が設けられている場合には、社債管理者が現に有している情報

に含まれない」と定めた場合には、上記情報から除外される旨も、規定すべきか。

#### (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

社債管理委託契約において、「コベンナツ違反又は期限の利益喪失事項の発生等の場合に、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た場合にはその責任を問われない」と定めた場合には、そのために依拠した行為又は不作為については、善管注意義務違反とはならない旨を明文で規定する。

(検討課題)

- ① 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整備が前提となる（下記Ⅱの2参照）。
- ② 社債権者集会を経ないで確認した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。
- ③ 上記②が可能な場合、具体的割合について、法令解釈上の制約はあるか。
- ④ 例えば、倒産手続きにおける債権届け出については、請求又は決議がなくとも、当然に行う義務を負うことにするなど何らかの例外を設ける必要はないか。

#### (5) 社債管理者の調査権限

社債管理委託契約において、「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なされるまでは、調査義務を負わない」と定めた場合には、そのために依拠して調査を行わなかったことについて善管注意義務違反とはならない旨を明文で規定する。

(検討課題)

- ・ デフォルトの前後で差異を設けなくてよいか。

## 2. 公平・誠実平義務について

社債管理委託契約において、「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こと、又はプロラタ弁済をする」と定めた場合には、有効であることを明文で規定する。

(検討課題)

- ・ 日本法では米国法と異なり、誠実義務を「自らの利益よりも社債権者の利益を優先する義務」と捉えて、社債管理者にシェアを与えるプロラタ弁済を立法すべきではないという考え方もあり得る。誠実義務に関する考え方を整理する必要はないか。

### 3. 社債管理者の報酬・費用について

(検討課題)

- ・ 社債管理委託契約において、「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に従って、社債管理者が何らかの行為を行った場合には、社債管理者が発行体から回収した資金の中から、社債管理者が優先的に報酬及び費用を取得できる」と定めた場合は、それに従い報酬及び費用の償還を受けることができることを明文で規定する必要はあるか。

### 4. 「社債管理人（仮称）」について

社債のデフォルト後の債権の保全・回収機能に特化し、原則として、社債のデフォルト時点以降、社債権者の代理人として、債権の保全・回収のための業務を担う「社債管理人（仮称）」については、上記の新しい社債管理者の活用に向けた課題の整理後に、投資家及び発行会社のニーズ等を踏まえ、「社債管理人」の制度化の検討を行う。

## 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

日証協、証券保管振替機構（以下「機構」という。）、市場関係者は、米国における実務も参考に、社債権者への情報伝達及び意思結集を容易にするため、次の事項について検討を行い、一般債振替制度の下、機構及び口座管理機関等のインフラを活用した社債権者への通知・連絡方法及び社債権者の意向確認方法について、発行会社、口座管理機関等の事務・コスト負担を考慮しつつ、必要な制度整備を進める。

### 1. 検討課題

#### 1-1 社債発行者（支払代理人）、社債管理者から機構への通知

- (1) 社債発行者（支払代理人）、社債管理者から機構への通知

- (2) 利用目的
  - ① 社債権者集会
  - ② 社債契約に定める発行体の通知事項の連絡
  - ③ その他
- (3) 通知対象
- (4) 通知方法、通知事項等
- (5) その他
  - ① 法的対応の必要性
  - ② 費用負担
  - ③ その他

#### 1-2 口座管理機関から社債権者への通知

- (1) 口座管理機関は、機構から通知があった場合には社債権者に通知を行う。
- (2) 通知対象（振替等により社債権者に変動があった場合の対応等）
- (3) 通知方法、通知事項等
- (4) その他
  - ① 法的対応の必要性
  - ② 役務提供の対価
  - ③ その他

(参考) 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）

現在、機構において、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）」が策定されている。また、社債のデフォルト事案等では、管財人等からの要請に基づき、機構の個別措置として、機構及び口座管理機関を通じて社債権者へ連絡・通知が行われている。

以 上