



**NOMURA**

キャピタル・マーケット部

**社債市場の活性化に関する懇談会 第3部会**

**社債管理者に期待する役割及び業務**

2010年10月29日

野村證券株式会社

# はじめに

- 野村証券(株)キャピタル・マーケット部
  - 内外発行体のデット系及びエクイティ系証券の引受業務
  - 発行体と市場(投資家)の仲介者

## 本日の前提

- 投資非適格債、適格機関投資家向け私募債などの日本で未発達の市場ではなく、現に存する市場
- 対象:国内普通社債、国内転換社債
- 形態:公募
- 上記の前提における母集团の特徴
  - 国内普通社債
    - 発行段階ではBBB-以上の取得格付
    - 無担保債では個人向け社債を除くと社債管理者設置債は希
    - 多数の社債権者の存在
  - 国内転換社債
    - 全て社債管理者設置債
    - 発行段階でBB台の取得格付は希
    - 多数の社債権者の存在

# 報告書での提言

## 3-2 社債管理のあり方

### (1) 企業の信用リスクと社債管理のあり方

…(略)…

…(略)…

信用リスクが相対的に小さく社債市場で知名度が高い企業が、現在のように柔軟かつ低コストで社債を発行できる仕組みは必要である。一方で、今後、特に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には、同社債への上記3-1の多様なコベナントの柔軟な付与とともに、社債管理者による財務内容のモニタリング機能及び債権保全・回収機能が十全に発揮され、それが社債の発行条件等に適切に反映される環境整備が必要である。

また、発行会社の経営悪化などにより信用リスクが増大した場合に、社債管理者が設置されていないことにより当該発行会社の社債や社債市場全体の信認に動揺が生じることのないような仕組みも検討しておく必要がある。

社債管理者の設置は、(イ)すべての社債に設置する、(ロ)信用リスクが相対的に大きい企業が発行する社債に設置するという二つのアプローチが考えられるが、当面は、社債管理者の業務のあり方を検討しつつ、まず、(ロ)による設置を市場慣行として確立することが有益である。

信用リスクが相対的に大きい企業の社債発行に当たって、企業、投資家及び証券会社の参考となるよう標準的な社債管理者の設置モデルを作成、例示するなどの取組みを進め、市場慣行として、まず、このような社債の社債管理者の設置を定着化させていく必要がある。

また、現在、メインバンクが多くの社債の社債管理者の業務を担っている状況にあるが、今後、社債の発行者が多様化して、信用リスクが相対的に大きい企業の社債発行が進んでいけば、市場関係者の中には、社債のデフォルト前後に利益相反が生じる可能性があることを懸念する意見もあり、次の社債管理者の業務のあり方の検討とともに、その責務の信頼性・透明性を高めていくための取組みも進める必要がある。

### (2) 今後の社債管理者のあり方

多くの発行会社が社債管理者不設置債とする理由の一つとして、社債管理者に期待する業務内容とコスト負担の問題が指摘されている。一方、社債管理者からは、その業務が、会社法上、重い責務が課されているとの指摘がある。

社債管理者の責務とコストとの関係については、発行会社の信用リスクが社債管理者の責務と密接に関連していることを踏まえ、その業務のあり方の検討とともに、これらの要因が市場メカニズムを通じて適切にコストに反映されていく仕組みの構築が必要である。

…(略)…

米国のトラスティー等を参考に、社債管理者の役割・業務については、例えば、社債デフォルト時以降の債権保全・回収機能に特化した社債管理者や発行会社の信用リスク・投資家の区分等に応じた社債管理者の業務内容や設置のあり方の検討などの取組みを進める必要がある。

また、デフォルトリスクへの対応に加え、社債の発行会社にイベントリスクが生じるような場合、例えば、M&A(Merger and Acquisitions: 企業の合併・買収)などが行われる場合、社債権者の地位・権利に重大な影響を及ぼすことも考えられることから、イベントリスクへの対応についても、今後、社債管理等の問題として検討する必要がある。

# 平成5年商法改正以降のトピックス

## A 多額の社債債務を負担する倒産事例の発生(\*1)

- 迅速な会社再建手続きへの移行
- 多数の無記名債権者
- 社債権者集会の開催

## B 立法手続き

- 会社更生法の改正(平成14年法律第154号)
- 商法・会社法の改正(平成14年法律第44号、平成17年法律第86号)
  - 社債権者集会(特別決議)の定足数の緩和
  - 供託の廃止
  - 社債権者集会の決議事項の事前許可制の廃止
  - 社債管理者の辞任
  - 訴訟行為及び法的倒産手続処理における社債管理者の権限(\*2)
  - 債権者保護手続きにおける社債管理者の権限(\*3)
  - 誠実義務違反の行為の拡大

## C 決済制度改革

- 一般債振替制度の開始(平成18[2006]年1月10日)
  - 匿名性の向上

(\*1)9~11頁参照。

(\*2)676条8号の規定を定めない管理委託契約が一般的(2010年4月以降に発行されたリテール債及び公募CBの計17本全てに規定なし)。

(\*3)740条2項但書により社債権者集会の決議を必要とする管理委託契約が一般的(2010年4月以降に発行されたリテール債及び公募CBの計17本全てに但書適用)。

# 社債の「管理」に係る最近のトピックス

## A デフォルトの再発

- 2008年の世界金融危機以降、上場会社の公募債についてデフォルトが再発(\*4)
  - FA債デフォルトした社債の全てがFA債
    - 受託会社・社債管理会社設置債の残存額減少
  - 振替債(\*5)
    - 特例社債の残存額減少
  - 事業再生ADRの活用

## B 負債の整理

- 組織再編等のイベント時の社債の繰上償還(\*6)
- 事業再生ADRの活用

(\*4)9～11頁参照

(\*5)株式会社証券保管振替機構 『「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)」の公表について』(保振社振20第435号、2008年12月26日)

(\*6)12頁参照

# 市場仲介者の観点

## A 社債管理者の設置が評価されるのは事実

- 平和不動産第10回債(2009年12月発行、70億円、5年債、BBB:R&I、JCR:BBB+)
  - DEALWATCH Awards 2009年度 / Innovative Straight Bond Deal of the Year
  - 2009年9月から起債に向けて準備を進めていた平和不動産は、IRを通じて投資家から社債管理者の設置やコベンツの付帯を要請されたという。そこで主幹事は2カ月かけて投資家と発行体の双方が受け入れられるスキームを模索し、最終的には担付切替条項と純資産額維持条項を設定することで決着した。(\*7)

## B 高格付債に対して投資家から社債管理者設置の強い要請は無い

- 社債管理者を設置しても発行条件の改善、発行額の増加にはつながりにくい

## C 社債管理者設置の効果があるか否かはケース・バイ・ケース

- 同格付であっても、セクター、業績モメンタム等によって投資家の評価は様々
- 強制設置でない限り、一律の基準による社債管理者の設置は困難

## D 貸付債権等を有する者が社債管理者に就任する場合の重い責務

- 公平義務、誠実義務、善管注意義務
  - 利益相反関係に陥るのを防ぐため、破綻前に担保付社債への切替え

(\*7) Dealwatch 『Innovative SB Deal of the Year:コベンツ付帯でトリプルB格の起債に道筋』(2010年4月14日)より抜粋

# 市場仲介者の観点

## E 最近のデフォルト債において社債権者から寄せられる要望

- 保有する債券はどのように扱われるのか教えて欲しい
- 今後の流れを教えて欲しい
- 期日までに債権届出をしないと何が起きるのか

## F 負債の整理において発行会社から寄せられる要望

- 発行会社による負債の整理案に対する社債権者の考えを知りたい
  - 繰上償還における価格設定、保証・特約条項の変更
- 社債権者集会の賛成票を確保すべく、社債権者を訪問をしたい

# 市場仲介者の観点

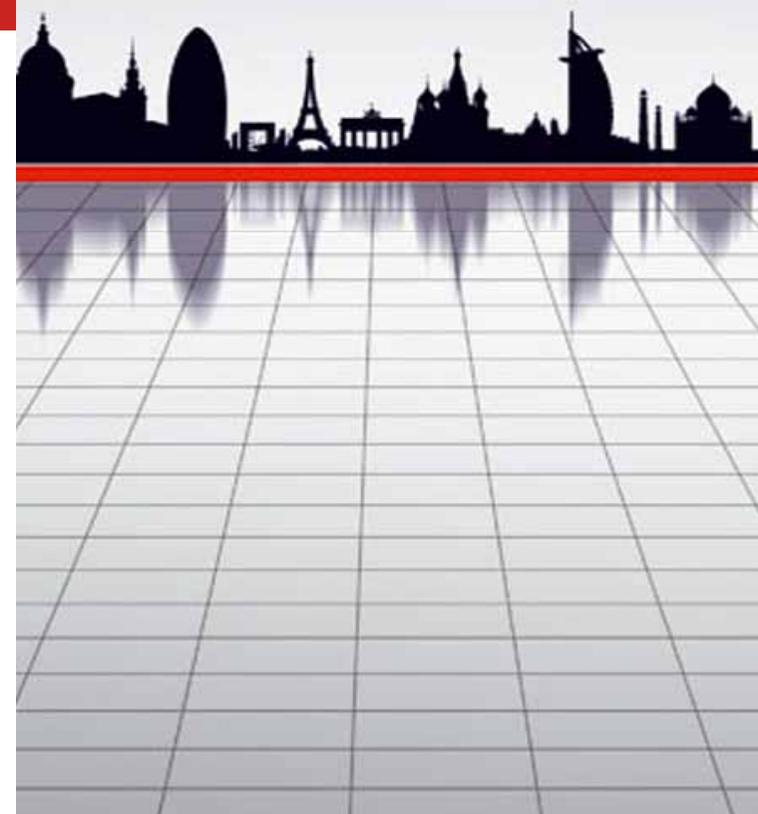
## G 現行の「社債管理者」の再考

- 社債管理者の欠格事由を設ける？
- 損害賠償責任に係る一般規定の再考
  - all or nothing が良いのか？
  - 一定の適用除外事由を設ける？

## H 新たな「社債管理人」の制度創設

- 平時は「管理」しない
  - 善管注意義務の軽減
- 破綻時に発行会社に対する社債権者の代表
  - 現行の特別代理人に近い？
    - 債権の届出
    - 同順位の債権に対して劣後しないよう「管理」
      - 利益相反関係が生ずる場合は辞任

**【添付資料】**



# 最近の国内公募社債のデフォルト

発行者 (デフォルト時の名称)	期限の利益喪失事由	対象債券	発行総額 百万円	発行日	満期償還日	担附切換	期限の利益 喪失日	受託 / 社管	FA
日本住宅金融	解散の決議	日本住宅金融株式会社第1回物上担保附転換社債	10,000	87/12/21	97/03/31	95/01/24	96/06/27		-
ヤオハンジャパン	会社更生手続開始の申立て	株式会社八百半デパート第1回無担保転換社債	10,000	90/02/08	99/05/20	-	97/09/18		-
		株式会社ヤオハンジャパン第3回無担保転換社債	20,000	94/08/31	01/09/28	-	97/09/18		-
山一証券	受託会社の請求	山一証券株式会社第4回無担保転換社債	22,000	87/08/31	02/09/30	-	98/01/23		-
		山一証券株式会社第5回無担保転換社債	18,000	87/08/31	99/09/30	-	98/01/23		-
		山一証券株式会社第8回無担保転換社債	45,000	88/08/31	03/03/31	-	98/01/23		-
		山一証券株式会社第9回無担保転換社債	40,000	88/08/31	00/03/31	-	98/01/23		-
		山一証券株式会社第12回無担保転換社債	20,000	89/12/22	05/03/31	-	98/01/23		-
		山一証券株式会社第13回無担保転換社債	19,000	89/12/22	02/03/29	-	98/01/23		-
		山一証券株式会社第14回無担保転換社債	18,000	89/12/22	00/03/31	-	98/01/23		-
		山一証券株式会社第15回無担保転換社債	16,000	89/12/22	99/03/31	-	98/01/23		-
		山一証券株式会社第16回無担保転換社債	14,000	89/12/22	98/03/31	-	98/01/23		-
日本国土開発	会社更生手続開始の申立て	日本国土開発株式会社第5回無担保転換社債	10,000	89/08/24	01/09/28	-	98/12/01		-
		日本国土開発株式会社第1回無担保社債	20,000	94/09/29	99/09/29	-	98/12/01		-
		日本国土開発株式会社第2回無担保社債	10,000	95/07/26	02/07/26	-	98/12/01		-
		日本国土開発株式会社第3回無担保社債	10,000	95/09/14	00/09/14	-	98/12/01		-
		日本国土開発株式会社第4回無担保社債(担保提供限定特約付)	10,000	96/09/26	02/09/26	-	98/12/01		-
川崎電気	民事再生手続開始の申立て	川崎電気株式会社第1回無担保転換社債	6,000	93/08/06	01/03/30	-	00/09/29		-
靴のマルトミ	民事再生手続開始の申立て	株式会社靴のマルトミ第1回物上担保附転換社債	6,000	96/07/05	05/08/19	00/04/14	00/12/20		-
マイカル	民事再生手続開始の申立て	株式会社ニチイ第5回無担保転換社債	20,000	87/11/24	03/02/28	-	01/09/14		-
		株式会社ニチイ第9回無担保転換社債	10,000	88/07/29	03/08/29	-	01/09/14		-
		株式会社ニチイ第3回無担保社債	10,000	95/10/12	05/10/12	-	01/09/14		-

# 最近の国内公募社債のデフォルト

発行者 (デフォルト時の名称)	期限の利益喪失事由	対象債券	発行総額 百万円	発行日	満期償還日	担附切換	期限の利益 喪失日	受託 / 社管	FA
		株式会社ニチイ第4回リバース・デュアルカレンシー社債	30,000	95/10/25	05/10/25	-	01/09/14	-	-
		株式会社ニチイ第5回無担保社債	30,000	95/12/27	02/12/27	-	01/09/14	-	-
		株式会社ニチイ第6回無担保社債	10,000	95/12/27	01/12/27	-	01/09/14	-	-
		株式会社ニチイ第7回無担保社債(担保提供限定特約付)	10,000	96/01/30	02/03/28	-	01/09/14	-	-
		株式会社ニチイ第8回無担保社債(担保提供限定特約付)	10,000	96/01/30	03/01/30	-	01/09/14	-	-
		株式会社ニチイ第9回無担保社債(担保提供限定特約付)	20,000	96/01/30	04/01/30	-	01/09/14	-	-
		株式会社ニチイ第10回無担保社債(担保提供限定特約付)	10,000	96/01/30	06/01/30	-	01/09/14	-	-
		株式会社ニチイ第11回無担保社債(担保提供限定特約付)	10,000	96/02/20	02/02/20	-	01/09/14	-	-
		株式会社ニチイ第12回無担保社債(担保提供限定特約付)	10,000	96/02/20	06/02/20	-	01/09/14	-	-
		株式会社マイカル第13回無担保社債(社債間限定同順位特約付)	6,000	98/04/15	03/04/15	-	01/09/14	-	-
		株式会社マイカル第14回無担保社債(社債間限定同順位特約付)	5,000	98/04/15	04/04/15	-	01/09/14	-	-
		株式会社マイカル第15回無担保社債(社債間限定同順位特約付)	5,000	98/05/11	05/05/11	-	01/09/14	-	-
		株式会社マイカル第16回無担保社債(社債間限定同順位特約付)	15,000	98/05/11	06/05/11	-	01/09/14	-	-
		株式会社マイカル第17回無担保社債(社債間限定同順位特約付)	3,000	98/05/14	08/05/14	-	01/09/14	-	-
		株式会社マイカル第18回無担保社債(社債間限定同順位特約付)	3,000	98/05/15	08/05/15	-	01/09/14	-	-
		株式会社マイカル第19回無担保社債(社債間限定同順位特約付)	3,000	98/05/15	08/05/15	-	01/09/14	-	-
		株式会社マイカル第20回無担保社債(社債間限定同順位特約付)	7,000	98/05/22	03/05/22	-	01/09/14	-	-
		株式会社マイカル第21回無担保社債(社債間限定同順位特約付)	3,000	98/05/25	03/05/23	-	01/09/14	-	-
		株式会社マイカル第22回無担保社債(社債間限定同順位特約付)	10,000	99/11/10	04/11/10	-	01/09/14	-	-
		株式会社マイカル第23回無担保社債(社債間限定同順位特約付)	10,000	99/11/10	05/11/10	-	01/09/14	-	-
		株式会社マイカル第24回無担保社債(社債間限定同順位特約付)	5,000	99/11/19	07/11/19	-	01/09/14	-	-
		株式会社マイカル第25回無担保社債(社債間限定同順位特約付)	5,000	99/12/17	04/12/17	-	01/09/14	-	-

# 最近の国内公募社債のデフォルト

発行者 (デフォルト時の名称)	期限の利益喪失事由	対象債券	発行総額 百万円	発行日	満期償還日	担附切換	期限の利益 喪失日	受託 / 社管	FA
		株式会社マイカル第26回無担保社債(社債間限定同順位特約付)	40,000	00/01/28	04/01/28	-	01/09/14	-	-
		株式会社マイカル第27回無担保社債(社債間限定同順位特約付)	50,000	00/10/12	04/10/12	-	01/09/14	-	-
青木建設	民事再生手続開始の申立て	株式会社青木建設第3回無担保転換社債	15,000	87/12/25	03/03/31	-	01/12/06	-	-
		株式会社青木建設第5回無担保転換社債	30,000	88/12/21	04/03/31	-	01/12/06	-	-
マツヤデンキ	民事再生手続開始の申立て	株式会社第1回物上担保附転換社債	10,000	89/07/24	04/09/20	92/06/23	03/09/25	-	-
ペイントハウス	社債管理会社の通告	株式会社ペイントハウス130%コールオプション条項付第1回無担保転換社債(転換価額下方修正条項及び転換社債間限定同順位特約付)	13,000	02/03/25	06/08/31	-	05/01/13	-	-
スルガコーポレーション	民事再生手続開始の申立て	株式会社スルガコーポレーション第1回無担保社債(社債間限定同順位特約付)	11,000	06/10/20	09/10/20	-	08/06/24	-	-
		株式会社スルガコーポレーション第2回無担保社債(社債間限定同順位特約付)	10,000	07/03/15	10/03/15	-	08/06/24	-	-
ゼファー	民事再生手続開始の申立て	株式会社ゼファー第2回無担保社債(社債間限定同順位特約付)	12,000	06/08/22	08/08/22	-	08/07/18	-	-
		株式会社ゼファー第3回無担保社債(社債間限定同順位特約付)	8,000	07/06/21	10/06/21	-	08/07/18	-	-
アーバンコーポレーション	民事再生手続開始の申立て	株式会社アーバンコーポレーション第1回無担保社債(社債間限定同順位特約付)	20,000	06/12/21	09/12/21	-	08/08/13	-	-
日本綜合地所	会社更生手続開始の申立て	日本綜合地所株式会社第10回無担保社債(社債間限定同順位特約付)	10,000	07/09/28	10/09/28	-	09/02/05	-	-
パシフィックホールディングス	会社更生手続開始の申立て	パシフィックマネジメント株式会社第1回無担保社債(社債間限定同順位特約付)	10,000	06/03/16	10/03/16	-	09/03/10	-	-
		パシフィックマネジメント株式会社第2回無担保社債(社債間限定同順位特約付)	10,000	06/03/16	11/03/16	-	09/03/10	-	-
		パシフィックマネジメント株式会社第3回無担保社債(社債間限定同順位特約付)	10,000	07/03/06	12/03/15	-	09/03/10	-	-
		パシフィックマネジメント株式会社第4回無担保社債(社債間限定同順位特約付)	7,000	08/02/27	10/02/26	-	09/03/10	-	-
日本エスコン	クロスデフォルト	株式会社日本エスコン第1回無担保社債(社債間限定同順位特約付)	3,000	07/05/10	10/05/10	-	09/06/26	-	-
	元金支払い不能	株式会社日本エスコン第2回無担保社債(社債間限定同順位特約付)	5,000	07/06/26	09/06/26	-	09/06/26	-	-
日本航空	会社更生手続開始の申立て	株式会社日本航空システム第1回無担保社債(日本航空株式会社及び株式会社日本航空エアシステム保証付)	10,000	03/12/18	13/12/18	-	10/01/19	-	-
		株式会社日本航空システム第3回無担保社債(日本航空株式会社及び株式会社日本航空エアシステム保証付)	10,000	04/02/04	11/02/04	-	10/01/19	-	-
日本航空インターナショナル	会社更生手続開始の申立て	日本航空株式会社第9回無担保社債(社債間限定同順位特約付)	10,000	98/01/22	18/01/22	-	10/01/19	-	-
武富士	会社更生手続開始の申立て	株式会社武富士第8回無担保社債(社債間限定同順位特約付)	30,000	02/06/05	22/06/05	-	10/09/28	-	-

対象) 上場会社による国内公募債  
 期間) 1990年以降に期限を利益を喪失  
 \* ) 日付の表示は「yy/mm/dd」

# デフォルト以外の事由による社債権者集会

発行体名 (招集時の名称)	開催事由	対象債券	発行総額 百万円	発行日	満期償還日	担付切換	社債権者集 会開催日	受託/社管	FA
大成建設	繰上償還	大成建設株式会社第2回無担保社債	30,000	94/08/08	99/08/06		98/07/22		-
		大成建設株式会社第4回無担保社債	20,000	95/05/15	01/05/15		98/07/22		-
兼松	担保物件の変更	兼松株式会社第1回無担保社債	10,000	95/10/16	01/10/16	99/07/01	99/12/02		-
		兼松株式会社第2回無担保社債	10,000	95/10/16	02/10/16	99/07/01	99/12/02		-
トーメン	繰上償還	株式会社トーメン第5回無担保社債(社債間限定同順位特約付)	10,000	97/06/24	04/06/24	00/07/06	03/03/05		-
セガ	繰上償還	株式会社セガ第5回無担保転換社債	30,000	99/02/17	06/03/31		04/08/06		-
三菱化学	繰上償還	三菱化学株式会社第1回3号無担保転換社債(転換社債間限定同順位特約付)	8,000	96/12/06	06/03/31		05/08/25		-
すかいらーく	繰上償還	株式会社すかいらーく第11回無担保社債(社債間限定同順位特約付)	10,000	03/05/22	08/05/22		06/09/07	-	
		株式会社すかいらーく第12回無担保社債(社債間限定同順位特約付)	10,000	05/05/27	10/05/27		06/09/07	-	
帝人	子会社による連帯保証債務の免除	帝人株式会社第2回無担保社債(社債間限定同順位特約付)	10,000	98/09/29	08/09/29		06/10/27	-	
		帝人株式会社第4回無担保社債(社債間限定同順位特約付)	15,000	99/09/29	09/09/29		06/10/27	-	
		帝人株式会社第5回無担保社債(社債間限定同順位特約付)	20,000	02/07/25	07/07/25		06/10/27	-	
		帝人株式会社第6回無担保社債(社債間限定同順位特約付)	10,000	02/07/25	09/07/24		06/10/27	-	
ディーアンドエムホールディングス	繰上償還	株式会社ディーアンドエムホールディングス第1回無担保社債(社債間限定同順位特約付)	10,000	06/12/19	11/12/19		08/10/17	-	

対象) 上場会社による国内公募債

期間) 1990年以降に社債権者集会を開催

\* ) 日付の表示は「yy/mm/dd」