

7月11日「社債市場の活性化に関する懇談会」報告（案）【タタキ台】

第3部会（社債管理のあり方等）

平成24年6月19日

社債懇事務局

### 第3部会(社債管理のあり方等)

#### I. 現状と課題

##### I-1 現状

- (1) 会社法 702 条は、社債権者保護の観点から、社債の発行に当たって原則として、社債管理者の設置を義務づけている。社債管理者は、会社法によって、社債権者のために、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) しかしながら、この社債管理者の設置については、各社債の金額が1億円以上の場合などは例外とし、我が国の社債発行市場の現状を見ると、約8割の社債には社債管理者が設置されていない。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% 銀行社債)となっており、社債管理者が設置されている社債は、主に信用力が高い会社が発行した個人投資家向けの社債に限られ、社債管理者制度は、期待された役割を充分果たしているとはいえない現状にある。
- (3) この結果、信用リスクが相対的に大きい企業による社債は、ほとんど発行されておらず、我が国の社債市場の厚みを限られたものにしており、特に、経済・金融環境が急変すると、企業の社債による長期の資金調達が行いにくい状況が生じている。
- また、近年、我が国の金融・資本市場は、国際化が大きく進展し、機関投資家を中心に企業金融をめぐる投資家の意識も変化が迫られており、我が国の社債管理者制度も、これらの環境変化に対応して抜本的に見直していく必要が生じている。

##### 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。同制度の基本的な考え方は、多数の一般投資家の存在を前提に、社債権者のために所定の資格を有する者が社債を管理し、社債権者の保護を図るものである。こうした制度により、信用リスクが相対的に大きい企業が発行する社債については、社債管理者が就任しないことでフィルタリング機能が働くとの期待もあった。また、発行会社に対し貸付債権を有する者が排除されているわけではなく、むしろ銀行・メインバ

バンクの知見・与信取引で得た情報が活用されることが社債管理者に求められていたとも考えられる。

(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、また、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となっていない。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、利益相反に関する懸念はない反面、上記のように社債管理者の責任範囲を広くとらえると、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、信用リスクが相対的に大きい会社が社債の発行を検討する場合、投資家が社債管理者の設置を求めても、メインバンク等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。一方、与信取引がない銀行・信託銀行は善管注意義務の負担から就任を躊躇し、社債の発行が困難なケースも生じている。

(4) 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、トラスティの責任を限定することが可能であり、また、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いるため、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、米国信託証券法（Trust Indenture Act of 1939）において、「特に信託証券（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、信託証券法において、「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. 社債管理のあり方、社債管理者制度の見直しの方向性

(1) 現状多くの社債が社債管理者不設置債という状況の下、社債市場の活性化、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りつつ、社債権者を適切に保護し、必要な場合には企業の債務再編を機動的に行うことを確保するためには、社債管理のあり方、現在の社債管理者制度の見直しを行う必要がある。

(2) 本部会では、社債管理者制度の見直しの方向性について、発行会社の信用リスク（いわゆる「高格付社債」、「低格付社債」）や投資家の属性（機関投資家、個人投資家）に応じて、次の2案について検討を行った。

### A案

① 米国トラスティ制度等を参考に、新しい「社債管理者」は、社債権者保護の観点から、会社法において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。

② 個人投資家向け社債についても、基本的には、新しい「社債管理者」を設置することとするが、個人投資家の場合には、機関投資家とは異なり、一般に、情報収集・判断能力が十分ではなく、意思結集も比較的容易ではないと考えられることから、現行の社債管理者制度の下での社債管理者の機能を実質的に維持する。

### B案

① 現行社債管理者の設置が強制されていない場合であっても、機関投資家は、一般に、情報収集・判断能力を有し、意思結集が比較的容易であると考えられることから、機関投資家向け社債に設置される新しい「社債管理者」については、現行の会社法で定める社債管理者の権限を限定・具体化し、義務の明確化を図る。

② 個人投資家向け社債については、現行の社債管理者制度を維持する。

(参考) 別紙1 新しい『社債管理者』の活用に向けた検討課題（イメージ図）

別紙2 低格付社債における社債管理のあり方について

(3) 上記の方向性は、いずれも、経済環境の変化に的確に対応して適切に社債権者の保護が図れるよう、社債管理者の活用を促進し社債市場を活性化するとともに、社債権者や発行企業の属性に即して社債管理者の機能について必要な措置を講じるというものである。

(4) 社債管理者制度の見直しを進めるに当たっては、下記Ⅱ－１の会社法の改正が必要と考えられる検討課題の整理を行うとともに、社債権者の意思に基づく社債管理の実現を図っていく必要があり、そのためには、下記Ⅱ－３の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を進める必要がある。

## Ⅱ－１ 会社法の改正が必要と考えられる検討課題の整理

本部会では、社債管理者制度の見直しに向けて、会社法の改正が必要と考えられる検討課題の整理を行った。これらの点は次のとおりである。なお、上記B案においては、個人向け社債については、現行の社債管理者制度が維持されることから、下記の改正は適用されない。一方、A案においては、個人投資家向け社債についても、新たな社債管理者制度の下で発行されることから、原則として下記の改正が適用されるが、社債権者保護の水準については、現行の社債管理者制度の下での社債管理者の機能を実質的に維持することを想定している。

### 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

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、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考え方もありうるのではないか。

(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、義務として、契約ではなく会社法で定めるべきものとして、社債権者集会の招集権や、社債の元本及び利息の支払請求・催告、弁済金の受領、支払請求のための訴えの提起、社債権の保全のための仮差押え及び仮処分の申立て等が考えられるが、他にどのようなものがあるのか。
- 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、義務に差異を設ける必要はないか。この場合、日本のこれまでの実務では、デフォルト後は倒産手続

きが進行することが通常であり、社債管理者が裁量権を行使する場面が限定されていることに鑑み、差異を設ける基準点をデフォルト時点とすべきか、もう少し前倒しとすべきか。

## (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、責任の範囲が合理的に制限されることとなるよう明文で規定する。

(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は、同様の対応が認められないのではないか。

## (3) 公開情報及び発行会社から提供された情報への依拠

社債管理委託契約において、「社債管理者は、発行会社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 発行会社の社債管理者に対する報告の義務化が必要ではないか。
- 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ている限り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の整備が前提となる（下記Ⅱ－3参照）。
- 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。この場合、前記のとおり、日本のこれまでの実務では、デフォルト後は倒産手続きが進行することが通常であり、社債管理者が裁量権を行使する場面が限定されていることに鑑み、差異を設ける基準点をデフォルト時点とすべきか、もう少し前倒しとすべきか。

## 2. 公平・誠実義務について

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)

- ① 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。

- ② プロラタ弁済を具体的にどのような手続き・方法で行うか。

### 3. 社債管理者の報酬・費用について

(検討課題)

- ① 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、社債管理者が発行会社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、会社法 741 条の要件を緩和して、裁判所の許可を得ることなく、当該条項に従い報酬及び費用の償還を受けられることができることを明文で規定する必要はあるか。
- ② さらに、社債管理者が、直接に資金回収に結びつかない行為（例えば調査権の行使等）を、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行う場合について、当該行為に関する報酬及び費用の償還を受けられるような方法を明文で規定する必要はあるか。

### 4. コベンツの活用

社債管理者の活用を促進するためには、上記のような法令の定めに関する課題の整理とともに、契約に基づく権限等について、コベンツの活用と整合性を図りつつ、必要な制度整備を進める必要がある。

### 5. 「社債管理人（仮称）」について

新しい社債管理のあり方については、現行の社債管理者制度を見直すほか、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）」の制度を設けることも考えられる。「社債管理人」制度については現行法の下でも契約に基づき実現する余地がないわけではないが、より整備された制度にするためには法律上の手当が必要と考えられることから、社債管理者制度の見直しの状況によっては、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 今後の取組み

日本証券業協会（以下「日証協」という。）は、学識経験者、社債管理者、発行会社、証券会社及び金融庁等関係各位の協力を得て、社債管理制度の見直しを促進するために、引き続き、検討課題の整理を行う。

## Ⅱ－３ 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．基本的な整備の方向性

- (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、社債権者の判断を一層尊重して、環境変化に迅速に対応することを可能とするためには、米国トラスティの制度・実務等を参考に、社債管理者の裁量を限定しつつ、一定の事由については社債権者集会を経ずに、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えるようにする必要がある。
- (2) その前提として、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判断・指示が行えるよう、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みを進める。

### ２．今後の取組み

日証協、証券保管振替機構（以下「ほふり」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、ほふり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思確認方法について、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。

（検討課題）

#### ２－１ 社債発行者（支払代理人）、社債管理者からほふりへの通知

- (1) 社債発行者（支払代理人）、社債管理者からほふりへの通知
- (2) 利用目的
  - ① 社債権者集会
  - ② 社債契約に定める発行会社の通知事項の連絡
  - 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

## 2-2 口座管理機関から社債権者への通知

- (1) 口座管理機関は、ほふり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

以 上