



# 新たな社債管理機関等について

---

平成29年7月26日  
日本証券業協会

# 1. 新たな社債管理機関の必要性

- 現状、我が国社債市場の発行市場は、欧米等と比較して小規模であり、信用リスクが相対的に小さい企業による社債発行が中心となっている(添付:「我が国社債市場の現状」を参照)
  - 現行法の社債管理者制度については、社債管理者の責務や費用に関し指摘がされているところ、現在、公募社債の約75%は社債管理者が設置されずに発行。代わりに財務代理人を設置することが一般化(財務代理人は社債権者保護のための責務は有さない)。
  - 信用リスクが相対的に大きい企業を含め社債全般に現行法の社債管理者を設置させることは現実的ではなく、社債管理についての新たな制度整備が望まれる。
  - 日証協の社債懇においては、現行法の下での新たな管理機関として「社債権者補佐人制度」の創設を提言したが、当該管理機関に当初期待されていた役割を全うするためには、法律上の手当が必要であることの結論
- ⇒「社債管理者」に比べ権限の範囲を限定した新たな社債管理機関を会社法上新たに設けることは、多様な発行会社による社債発行の実現及び投資家の投資対象の多様化に繋がり、社債市場の活性化に寄与するものと思料

## 2. 新たな社債管理機関の考え方

### (1) 新たな社債管理機関の権限等

- 新たな社債管理機関については、発行体・投資家のニーズ及び当該機関の担い手のフィージビリティに配慮した効率的な仕組みとし、また、近年の社債のデフォルト事例等も踏まえ、特にデフォルト後の社債権者の債権保全に重点を置いた仕組みとすべき。
- 法律上手当てされるべき具体的な権限としては、特に、社債権者全体の権利保全といった観点から、総額での債権届出をする権限及び弁済受領権限等が必要と考える。これらを含め、新たな社債管理機関の権限の候補となると考えられるものは以下のとおり。
  - (ア) 社債に係る債権の弁済を受ける権限
  - (イ) 破産手続き等において社債について債権の届出をする権限
  - (ウ) 社債に係る債権の弁済を受け、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
  - (エ) 社債権者集会を招集する権限
  - (オ) 約定権限

## 2. 新たな社債管理機関の考え方

### (2) 新たな社債管理機関の運用

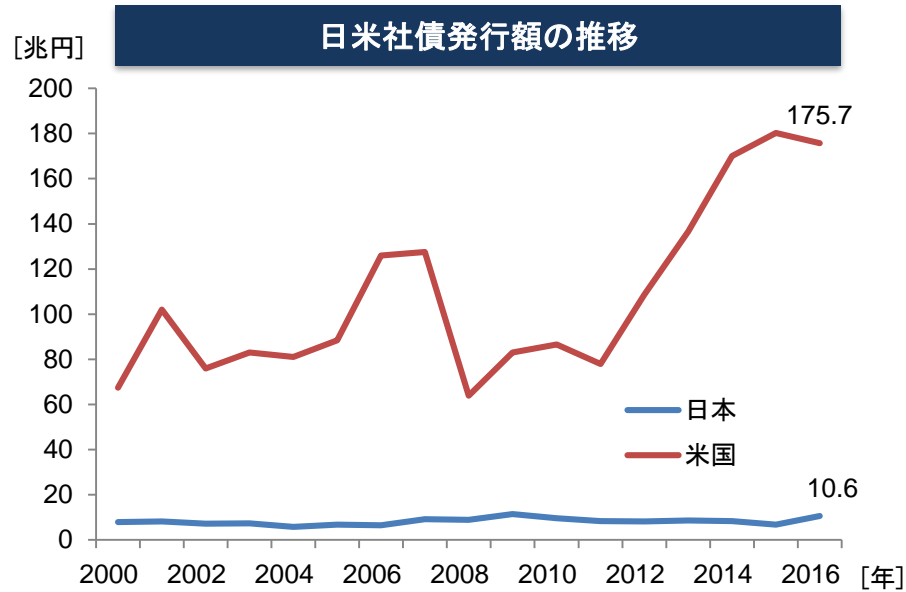
- 新たな社債管理機関の実際の権限は、発行会社及び投資家のニーズに合わせ、相当程度自由に定めることができる制度が望まれる。  
その際、新たな社債管理機関の権限がそれぞれ異なる可能性があることも踏まえ、当該管理機関の権限が社債権者に開示され、また、必要に応じ説明される仕組みとするよう留意が必要
- デフォルト前は、社債権者補佐人制度や米国のトラスティ制度に鑑み、実際には以下の業務を行うことが想定される。
  - コベンツの遵守状況等について発行会社からの資料・報告等に基づき管理
  - 一定の事象が発生した場合の社債権者への通知

※ 米国のトラスティでは、デフォルト前は、「悪意がない限り、信託証書の遵守状況につき、発行会社から提出された証明書又は意見書の記載の真実性及び意見の正当性が決定的なものであるとして依拠してもよい」とされており、その職務内容は事務的なものに限られる。
- デフォルト後は、現行の社債管理者よりも限定された権限を行使する。  
その際、当該機関が単独で行う行為は債権届出等の定型的なものとし、裁量の範囲が広い行為は社債権者集会の決議を得て、その意思に基づき行う(社債権者の意思に依拠した行為)  

※ 米国のトラスティでは、「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責任を負わない」とされており、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、実務が進められている。

# 我が国社債市場の現状

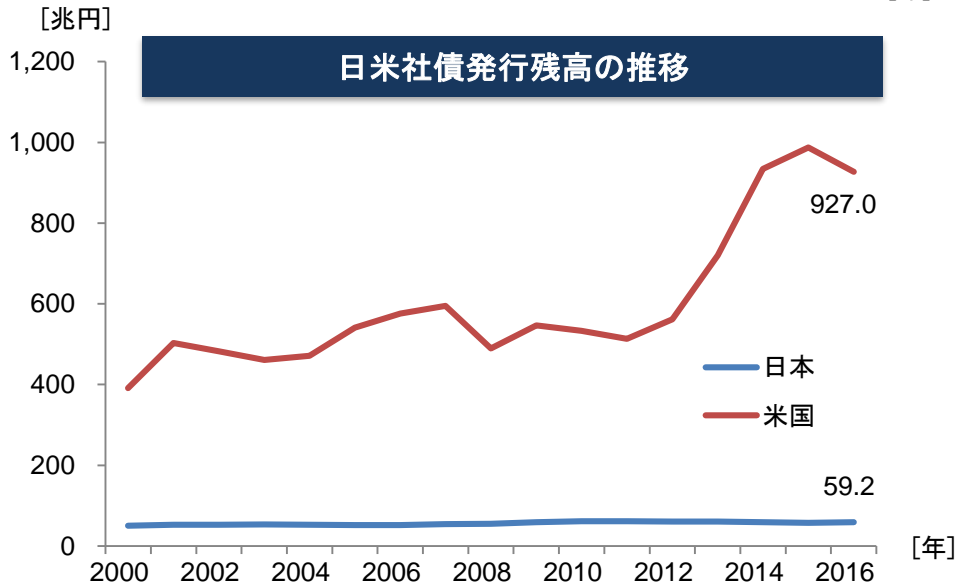
## 1. 発行額・残高



日本の社債発行額・残高は経済規模と比べて小さい。

✓ 2016年における社債発行額は日本は10.6兆円、米国は175.7兆円。日本の社債の発行額は米国の約1/17(2016年)

✓ 発行残高のGDP比は米国46%、日本11%(2016年)



## 2. 信用度

### 日本の格付別社債発行銘柄数

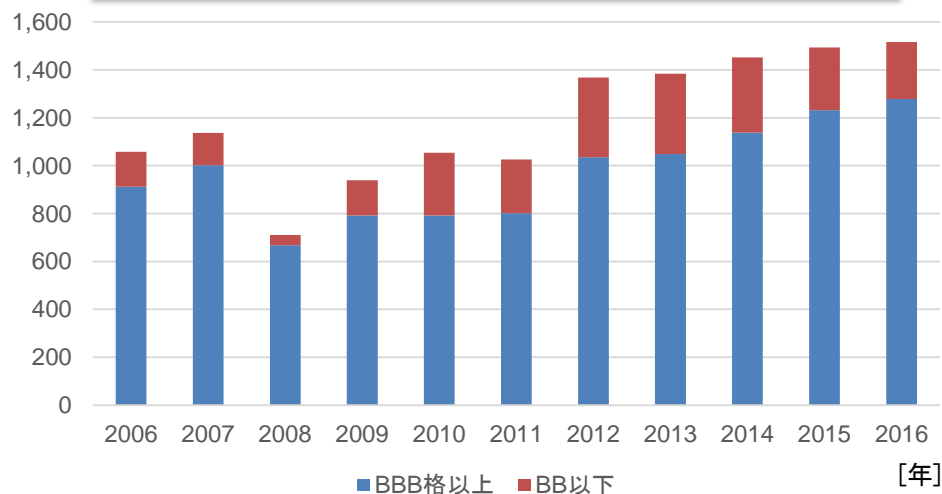


日本の社債市場は信用度の多様性に欠ける。

✓ 日本ではBB格以下は発行がない。  
BBB格の発行もAAA格～A格に比べるとかなり少ない状況

✓ 米国ではハイ・イールド債市場が発達  
発行額全体で非投資適格債(BB格以下)は約16%を占める(2016年)。

### 米国の格付別社債発行額



# 我が国社債市場の現状

## 3. 流通市場

日米の社債売買高の推移

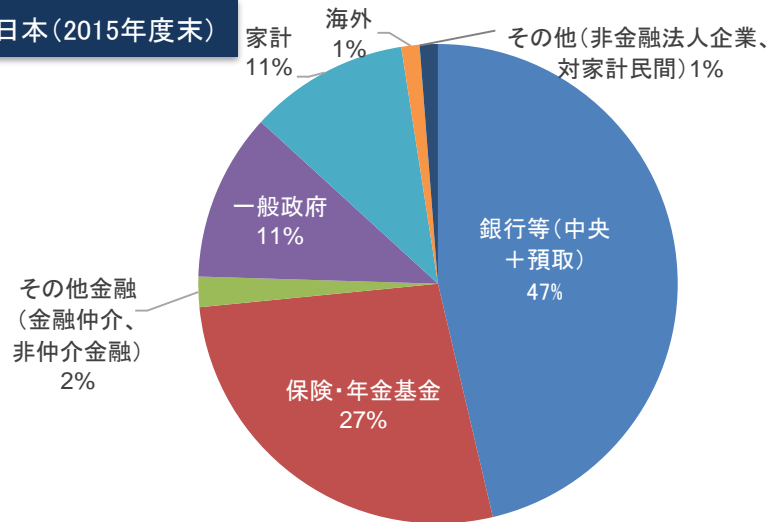


### 日本の社債流通市場は不活発

- ✓ 2016年における社債売買高は日本が16.4兆円、米国が819.6兆円。日本の社債売買高は米国の約1/50
- ✓ 日本には社債のレポ市場は事実上存在しない。

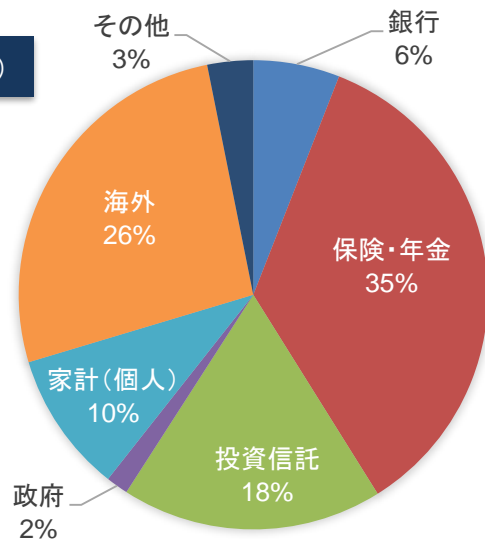
## 4. 保有構造

日本(2015年度末)



日本の社債保有は銀行、保険・年金に集中  
(海外投資家・投資信託は僅少)

米国(2015年末)



- ✓ 日本では銀行等の保有比率が5割近くを占める。米国の社債投資家は日本に比べると多様。保険・年金基金が中心であり、これに投資信託も加えた機関投資家の保有比率が5割強を占める。海外投資家の保有比率も3割弱と一定の存在感がある。



## 5. 社債発行にあたって社債管理者設置を求められたケース

### A社 社債(2009年12月17日条件決定)

リーマンショックから1年以上を経て起債環境が改善しているとはいえ、トリプルBクラスという信用力かつネガティブに見られがちな不動産という業種で起債自体が難しかった。これを社債管理者を設置することで実現している。

(中略)

夏から秋にかけて投資家を個別訪問したところ、「社債管理者の設置によって投資を検討できるという声相次いだ」。これを受けて、発行体はこれまで無かった社債管理者の設置を決断。起債が実現する運びとなった。

(中略)

社債管理者は、社債権者の利益を保護する役割と権限を持つが、一般担保付債やリテール債を除き、ほとんどの社債が各社債の金額を1億円として社債管理者を置いていない。こうしたなかで、通常の機関投資家向け無担保社債としては珍しい設置に対して投資家から歓迎の声が上がったようだ。

(以下略。2009/12/8キャピタルアイ・ニュースより抜粋)

### B銀行 劣後債(2009年11月5日条件決定)

起債環境が改善しているとはいえ、トリプルBクラスの地銀劣後債が登場するのは、2007年9月のC銀行債以来であり、B銀行債に対する目線は定まっていなかったようだ。

(中略)

リテール債や電力債などを除くSBでは珍しい社債管理者設置債とし、各社債の金額を1000万円としたのは「戦略的な措置」。これによって、投資家層に広がりが出て、事業法人や財団などで購入が増えたようだ。

(以下略。2009/11/5キャピタルアイ・ニュースより抜粋)

信用リスクが意識される環境、発行体では、社債投資にあたって社債権者保護の仕組みが求められる傾向

- ✓ 金融危機など、信用リスクに過敏な環境下においては、社債への投資にあたって、社債権者保護の仕組みを求める投資家が増加する傾向
- ✓ 一方、発行体にとっては、コストの観点等から社債管理者設置を避けることが多い。
- ✓ 新たな社債管理機関の仕組みを設けることで、平時においても、これまで起債が困難であった低格付け企業に、直接金融の調達機会を提供することにつながる可能性

# 我が国社債市場の現状

## 6. 新たな社債管理機関と発行開示

### 普通社債のマーケティング日程例(機関投資家向け)

現状

発行登録書提出

中7日で効力発生。通常は、前もって提出していることが多い。  
証券情報に関しては、大半が「未定」と記載



マーケティング  
(1週間程度)

発行登録追補書類提出

(発行登録追補目論見書の交付)

募集

新たな社債管理機関の設置(案)

発行登録書提出

訂正発行登録書提出

(新たな社債管理機関について等)



マーケティング  
(1週間程度)

発行登録追補書類提出

(発行登録追補目論見書の交付)

募集

- ✓ 普通社債発行における発行開示においては、発行登録制度の利用が大半
- ✓ 具体的な条項等については、条件決定後かつ募集の直前に交付される発行登録追補目論見書に記載されるのが一般的
- ✓ 新たな社債管理機関の権限が案件ごとに多様なものとなる場合には、訂正発行登録書を提出するなど、事前に周知する方法も考えられる。
- ✓ 具体的な方法については、発行体と引受会社で議論することになると思料

同日