

社債受託制度改革とその影響

松尾 順介

前回のレポートでみたように、社債受託制度の本格的な改革は、金融制度改革による銀行系証券子会社参入と引き換えになされたものであったとはいえ、一九九三年商法改正によって実現した。ここでは、この社債受託制度の改革の内容を概観した上で、改革後の社債市場へ影響を検討する。

1 募集の受託会社から社債管理会社へ

九三年六月、商法等の一部を改正する法律（改正商法）が法律六二号として公布され、ここに従来の社債受託制度の抜本的な改革が実現した。この改革によって、従来の「社債募集の受託会社」は、「社債管理会社」と名称を改められ、その機能も明確化されることとなった。具体的には、①「社債募集ノ委託ヲ受ケタル会社」（募集の受託会社）を条文から削除する、②社債管理会社を新設し、原則として強制設置とする、③社債管理会社の資格を銀行、信託、担保付社債信託法上の免許を受けた会社に限定する、④社債管理会社の業務を発行後の社債管理に限定する、⑤現在受託会社が行っている発行段階の業務に関する規定を条文から削除する、⑥社債管理会社の権限・義務・責任を明確化する、というものである。すなわち、社債管理会社はその役割を発行後の社債管理業務に限定され、発行時の事務代行業務は本来業務でなく、例えば証券会社が行うことも可能とされた。つまり、従来の社債受託会社は、前述のように発行時に発行内容に関与することによって、社債市場をミクロ的に規

制し、フィナンシャル・アドバイザー的な役割を果たしてきたわけだが、その際募集の受託会社として発行事務を代行することが法律的な手がかりとなっていた。それが、社債管理会社では本来業務ではないこととされ、証券会社に開放されたことの意義は大きい。したがって、社債受託会社が個別の発行会社の社債発行に参与する余地は、法律上取り払われ、ここに従来の社債受託制度のミクロ的な役割はその根拠を失い、終焉した。さらに、後述するように、これによって受託銀行の徴収していた手数料も、社債管理手数料と改称されるとともに、大幅に引き下げられ、さらに社債管理会社設置の例外規定があったことから、不設置の社債発行も拡大し、その既得権益はほぼすべて放棄されたといえる。

2 発行時の業務

従来の社債受託会社が社債管理会社となることで、その役割はどう変化したのかを具体的にみていこう。

まず、従来の社債受託会社では、社債発行時に、①適債性の確認、②発行要項の決定への関与、③受託契約の締結を行っていた。まず、適債性の確認とは、大蔵省の行政指導として定着していた適債基準および財務制限条項に当該発行会社が妥当するかどうかを確認する業務であり、従来は引受証券会社および発行会社が行うとともに、場合によっては受託会社も、担保提供債務の額など発行会社の財務状況の一部について調査し、適否の判断を行っていた。しかし、改正後は引受証券会社の業務となり、さらに一九九六年一月の適債基準および財務制限条項設定義務の撤廃にもなつて、確認そのものが不要となった。

次に、発行要項の決定であるが、これは社債発行時の取締役会決議で、一般的に発行額、発行方法、利率、償還期限、発行日、償還方法、財務制限条項などが決議され、発行要項といわれるが、これらの項目を決定する際、

受託会社は募集委託契約を根拠として、その決定に関与してきた。つまり、この契約時に発行条件決定に関与するとともに、発行条件の概要を記すことと規定されていた社債申込証も受託会社が作成しており、発行条件決定に直接関与する余地が法律的にも存在した。ただし、実態としては、前述のプロポーザル方式の導入などによって、受託会社が発行条件決定に直接関与することは少なくなつていったが、ただし償還方法や財務制限条項の決定に関しては、発行会社と受託会社との協議で決定されていた。すなわち、償還方法については、繰上償還条項を付した場合、繰上償還が行われるまでの経過期間および発行価格に上乘せするプレミアム幅は受託会社によって決定されており、また満期一括償還方式、減債基金方式、定時償還方式などの採用などについても受託会社と引受証券会社間の協議で決定されていた。また、財務制限条項については、A A格以上の発行会社は担保提供制限（起債後に他の債務に担保を提供した場合、当該社債にも同順位の担保権を設定する）を必要とするともに、純資産額維持、利益維持および配当制限の三条項のうち一条項を特約することとされていたが、その選択は発行会社と受託会社間の協議で決定されていた⁽¹⁾。しかし、これらも改正後は、引受証券会社と発行会社の協議で決定されることとなった。

第三に、募集の受託契約の締結であるが、従来この募集の受託会社は、前述のように①社債発行条件および小限度の会社内部状況を記載した社債申込証の作成、②社債払込み金の徴収、といった募集の際の業務のほか、社債権者のために③社債の償還をうけるに必要な行為、④社債の償還を受けた際の公告および社債権者への通知、⑤社債権者集会の招集、⑥社債権者集会への出席および意見の陳述、⑦社債権者集会決議の執行、といった管理上の業務を行うものとされていた。しかし、今回の改正で、これは社債管理契約と改められることとなり、発行事務代行業務は本来業務ではないこととされたため、別途発行事務代行契約が発行会社と事務代行会社間で締結

されることになった⁽²⁾。前者については、次項で考察するとして、後者の発行事務代行契約は、改正商法でも規定はなく、社債申込証の作成、払込金の徴収などの業務を個別契約で取り決めることとなるとともに、この発行事務代行機関の資格規定もないために、証券会社が行うことも可能となった⁽³⁾。また、改正商法では「契約二依り社債ノ総額ヲ引キ受ケル場合」(三〇二条)には社債申込証が不要とされており、買取引受がこれに該当すると解されているため、商法改正後、買取引受が増加し、むしろ主流となっているため、社債申込証の作成自体も減少している。

3 社債管理業務

まず、社債管理会社の資格としては、銀行・信託会社または担保付社債信託法上の免許会社となっており、証券会社はこの資格をもたないこととされているが、これは従来の引受業務(証券会社)と受託業務(銀行)の分離をそのまま踏襲しており、いわば銀証分離に沿ったものとなっているとともに、大口債権者であるメインバンクが社債管理会社となることを排除していない⁽⁵⁾。

次に、権限および義務としては、①社債権者のため、償還の弁済・保全に必要な一切の裁判上および裁判外行為、②社債権者集会の招集、集会での意見陳述、集会決議の執行、③集会決議に基づき、総社債について支払猶予、和解、破産、会社更生手続き上の権利行使、④以上の権限・機能行使のために裁判所の許可に基づく発行会社の業務・財産状況の調査、となっている。ここで、①の規定は改正前商法の規定をいくぶん明確化した上で継承したものであり、②の規定も改正前商法を継承している。また、③については、社債管理会社は社債権者集会決議を経れば、支払猶予、和解などを行うことができることを定め、④は新設された規定であり、支払猶予、

和解などがやむをえないかどうかなどを判断するために発行会社の業務および財産状況を調査する権限が与えられていると解されている⁽⁶⁾。そして、このような権限と義務を有する社債管理会社には、公平誠実義務および善管注意義務が課されており、全体として、社債管理会社の業務は、社債発行後の管理に限定されたといえる。

さらに、今回の改正では、社債管理会社は強制設置が原則とされた。これについては、デフォルトの際に社債権者が適切な処置を講じるのが困難、期限の利益を喪失させるかどうかの判断を社債権者集会よりも社債管理会社に委ねることが適切などの理由から、社債権者保護のために強制設置が義務づけられたとされている⁽⁷⁾。さらにこの強制設置は、今回同時に改正された社債発行限度規制撤廃の代替措置であるという見方も示されている⁽⁸⁾。

しかし、法制審議会商法部会の社債法小委員会の審議過程をみると、都銀などの銀行側が、将来の社債発行限度規制撤廃はやむをえないという見解を示す一方、銀行側は発行限度規制撤廃によって信用度の低い社債発行の増加が懸念されることを理由に管理会社強制設置を強く主張したことが伝えられている。いわば、ここでも受託銀行側は、限度枠規制撤廃を交換材料にして管理会社強制設置という形で既得権益の維持を図ろうとしたことが推測できる。これに対し、証券界および産業界からは、強制設置は受託会社の権限強化につながる、設置の採否は発行会社の判断に委ねるべき、ユーロの財務代理人方式を導入すべき、また信用度は市場が判断すべきであるなどの理由から強い反発があつたことも伝えられている。しかし、産業界はバブル期に大量発行したCB償還を前にしており、受託制度見直しについては金融界に譲歩し、発行限度枠規制撤廃を優先させたといわれる。また、証券界もその間の一連の証券不祥事で発言力を著しく低下させたことから、金融界に譲歩せざるを得なかつたも

のと思われる⁽⁹⁾。その意味では、受託銀行側は、強制設置という形で既得権益に固執することに成功したといえるが、ただしこの強制設置には例外が設けられた。

この強制設置の例外規定は、①社債額面が一億円以上の場合、または②社債投資家が五〇人未満の場合、であり、①の場合の投資家は、証取法でいう適格機関投資家に該当し、デフォルトの際も自ら対応する能力を有している⁽¹⁰⁾と判断されるためであり、また②は証取法でいう私募に該当するためであるとされている。この例外規定をどのように定めるかについては、審議の過程で紆余曲折があった模様であり、そこで前述のような金融界、証券界、産業界のやり取りがあったと推測できるが、このような例外規定を設けたことは、その後の社債発行を大きく変化させると同時に、受託銀行側の既得権益を大きく傷つけるものとなった。この点について項を改めてみてみよう。

4 手数料の引き下げ

この商法改正で社債受託制度が社債管理に明確化されたことよって、社債発行市場にどのような影響がみられたのかを検討しよう。

まず、手数料の引き下げが挙げられる。前述のように、従来の募集受託関連手数料は、当初費用としての受託手数料、期中費用としての利金支払手数料、償還時の元金償還手数料からなるが、これらの手数料は、八〇年代後半以降受託制度の在り方が問われるようになるにつれ、若干の引き下げが行われていた⁽¹¹⁾。すなわち、一九八五年利金支払手数料が一円三〇銭から六〇銭（利金一〇〇円につき、以下同じ）へと引き下げられ、同年に元金償還手数料も五〇銭から四〇銭（額面一〇〇円につき、以下同じ）へと引き下げられたあと、一九八九年には三

〇銭に引き下げられている。また当初の受託手数料は一九八六年に三〇銭から二五銭（額面一〇〇円につき、以下同じ）に引き下げられた後、一九八九年には一三銭から二五銭の範囲で格付けおよび発行額の組み合わせによって決定する方式となり、さらに一九九一年には一層引き下げられ、一一銭から一三銭の範囲で信用力および発行総額に応じて料率設定する方式となった。

この九一年の引き下げはまさに受託制度の明確化という論議と軌を一にするものであり、バブル崩壊以降エグイティ・ファイナンスの機会を失ない、国内普通社債市場に資金調達手段を求め始めた発行会社が、手数料引き下げ圧力を強めたことに対する受託銀行側の対応であった。また、同じ九一年一月には、公正取引委員会も各行横並びの受託手数料体系を「疑似カルテル」とした調査結果をとりまとめ、社債受託主要七行（興銀、太陽神戸三井、三菱、住友、富士、三和、一勧）に対して、情報交換による受託手数料の設定を止めるよう嚴重注意した。この時点ですでに興銀および太陽神戸三井は、手数料設定の「マトリックス」方式を廃止し、案件ごとの相対交渉に移行していたといわれるが、各行の横並びを指摘され批判の対象となった⁽¹²⁾。

このように、九三年商法改正以前から引き下げられていたが、改正以降はさらなる引き下げが生じている。もっとも、前述のように、料率設定がマトリックス方式から相対方式に変化したことで、引き下げ状況を一律に比較することが困難になっているが、当初の受託手数料については、改正直前の一九九三年三月段階で二四銭から一〇銭の範囲にあったのが、改正後の一九九四年中には、一・一銭から四・五銭の範囲となっており、かつて八〇年代に三〇銭であったことと比較すると、一〇分の一程度にまで引き下げられた。したがって、仮に当時七年債一〇〇億円（利率七％）の無担保債発行を行った場合、一九八〇年代前半までは、当初受託手数料…三〇〇万円、元金償還手数料…五〇〇〇万円、利金支払手数料…六三七〇万円、合計一億四三七〇万円となっていた

(ただし、当時は完全無担保債は発行されていなかったため、このほか信託手数料…一億七五〇〇万円を要し、合計三億一八七〇万円となった)が、改正後は仮に同じ発行例で手数料を考えると、管理手数料(二銭)…一四〇〇万円、元金償還手数料(一〇銭)…一〇〇〇万円、利金支払手数料(二〇銭)…九八〇万円であり、その他に発行事務代行手数料…五〇〇万円、期中事務代行手数料…四二〇万円とすると、合計四三〇〇万円となり、大幅な低下となった(第1表参照)。

5 「不設置債」の増加

第二に、社債管理会社の強制設置に例外が設けられたことよって、社債管理会社を設置しない、いわゆる「不設置債」が増加したことが挙げられる。不設置債の第一号となったのは、実質的には一九九五年九月のソフトバンク債(主幹事野村證券、発行総額五〇〇億円、年限(二年)であるが、この起債では、元利払い事務を代行する財務代理人を設置したが、この場合財務代理人は社債権者保護の役割がないため、手数料も低く、ソフトバンク債では社債管理会社を設置した場合の手数料が二年間の期中事務代行手数料を含めて二億七二〇万円と推計されるのに対して、財務代理人手数料は一三〇〇万円に過ぎないとされている⁽¹³⁾。ソフトバンク債の場合、財務代理人は野村信託銀行が担当したが、その役割には元利金支払い業務の他、社債券の交付、利払い時の源泉徴収なども含まれている。

このような不設置債の発行に対し、当初銀行側が強く反発したことからも明らかのように、銀行側が維持しようとしていた社債管理会社の強制設置を発行会社の任意事項とすることよって、従来の社債受託制度のもとで維持されてきた既得権益の枠組みを崩したものといえる。したがって、ソフトバンク債以降発行コスト削減を求

める企業の間で、不設置債の起債増加が進むとともに、前述のような社債管理手数料などの手数料引き下げ圧力にもつながった。

実際、不設置債はその後発行会社から強く支持され、社債発行の主流として定着したといえる。すなわち、一九九五年九月にソフトバンク債が第一号として発行され、続いて第二号として一月に新日鉄債が発行された後、九五年一月から九六年三月末までの約四ヶ月間に三三銘柄が起債され、同期間の起債銘柄数の三〇%を占めるものとなったが、さらに、一九九六年度では二三〇銘柄(全銘柄の七一%)となっており、普通社債の主流となるに至っている。特に、ソフトバンク債が発行された後、約二ヶ月を経て新日鉄債(五〇〇億円、期間六年、主幹事興銀証券)が不設置債として発行されたが、その際不設置債に強く反発していた日本興業銀行が自ら財務代理人となり、主幹事に興銀証券がなったことは、発行企業の不設置債導入の要望をもちや興銀として押え切れないものであることを意味するとともに、銀行本体の既得権益を譲歩しても証券子会社の引受シェア拡大を援護する方向への経営戦略を印象づけるものであった。

6 デイフォルト債の不買取り

第三に、このように社債管理会社の業務が明確化されたことよって、従来行われていたデフォルト債の買取りが行われず、実際その後の経過をみると不買取りが定着したといえることが挙げられる。

そもそもなぜデフォルト債が受託銀行によって買取りされたかという点、戦後の社債市場においては銀行が社債の最大消化先であり、社債は融資の変形といわれたが、より正確には、都長銀・地銀・信託といった多数の銀行を消化先に引き込んでおり、協調融資の変形であり、受託会社はその幹事銀行的役割を果たしていた。したが

って、そこでは当然のことながら、融資においてメインバンクが果たしていた役割が社債市場においても貫かれる。つまり、融資の場合、メインバンクは相手先企業の破綻に際し、救済融資を行うなどして、他の協調融資者の信用リスクを肩がわりすると同様、社債もデフォルトした際には、受託銀行が買い取ってきたのである。しかし、七〇年代からは社債の個人消化も増加し、さらに八〇年代になると機関投資家中心の消化構造に移行していくと、このような協調融資的な性格は失われ、実質的には受託銀行が買い取る必然性もなくなっていく。したがって、例えば、一九八五年三光汽船のデフォルトの際、受託銀行は慣例から一括買取り処理を行ったが、これに対する評価はそれ以前と異なり厳しいものであり、この当時においてすでに一括買取りの根拠が失われていることを表わすものといえる。⁽¹⁴⁾ その意味では、八〇年代には一括買取り処理の必然性が失われていたにも関わらず、受託銀行がこのような処理を行っていたのは、手数料および制度改革の際の交換材料としての受託制度の価値を維持するという必要性があったからである。

このように考えると、商法改正によって受託制度の在り方が明確化されたことよって、一括買取り処理の根拠はもはや完全になくなり、不買取りが定着したといつてよいと思われる。すなわち、前述のような手数料の低下によって買取りは採算に合わなくなっているものとかんがえられ、また金融制度改革は子会社相互参入という形で決着がつき、交換材料としての利用価値は使い果たしているからである。

さらに、銀行側の体力低下があげられる。従来の買い取り処理については、有担保であり、幾分の例外はあるものの回収の可能性が高いものが多かったが、現在は無担保が主流であり、また担保付きであっても担保価値が低下しているなどの理由から、回収の可能性が低い場合が多くなると思われる。その上、社債の発行総額も従来に比べると大きくなっているため、買い取りを行った銀行側の損失は大きく、それを負担するだけの体力がない

場合が考えられる。

また、株主代表訴訟の対象となる可能性があることも指摘できる。一九九三年商法改正前であり、実際に提訴された事例はなかったと思われる。しかし、商法改正後は、周知のように株主代表訴訟が多発し、回収の可能性が不透明な社債の買い取りは株主代表訴訟の対象となる可能性が高いと思われる。

7 小括

以上のように、商法改正によって社債募集の受託会社が社債管理会社となったことよって、国内社債発行市場の最も大きな規制が取り除かれ、少なくとも社債管理会社不設置債では、手数料関係の発行コスト低下によって、ユーロ市場と同水準になったといわれている(第1表参照)。とくに、格付けA A以下の銘柄については、海外投資家だけで消化することが困難な場合が多いため、日本企業の現地法人による消化に依存する場合が多く、その際還流制限(ただし、九八年四月撤廃)などの規制があったため、割高な金利を要求され、実質的には国内発行が有利とされる。そこで、海外投資家だけでも消化可能なA A A格の電力債や国債優良銘柄の場合のみ海外発行と国内発行の条件がほぼ同一となり、両者の間で選択の余地があるわけだが、これらの発行会社の場合、海外起債の要因は資金調達ルートの確保を目的としているといわれる。したがって、かつて八〇年代に問題視された「空洞化」という事態は、ほぼ解決したといえる(第2表参照)。

(3) 証券会社が発行事務代行機関となることは、法律的には可能となったが、実際には社債管理会社ないし財務代理人が代行機関になっている。というのは、代行機関の業務として社債券の作成業務が発生するが、社債券を作成する際、番号の振り方について社債管理会社ないし財務代理人と打ち合わせる必要があるため、実際上は同一の銀行がこれを行っている。しかし、法務省参事官は、発行事務委託契約は社債管理契約とは別に締結されなければならないとしている。これについては、吉戒修一「平成五年商法改正法の解説」(七七)、『商事法務』、一三三二一号、一九九三年九月五日、三〇ページ、参照。また、証券会社の実務家からは、ユーロ債ですでに実績があること、有価証券届出書および目論見書作成の際にアドバイスをを行っていること、さらに社債権者の代理人たる社債管理会社が、発行会社の代理人たる事務代行機関を兼ねるのは利益相反のおそれがあることなどを理由に、証券会社がこれを行うことが適切とする意見が示されている。例えば、和田成一郎「社債法改正と今後の社債発行事務」、『公社債月報』、一九九三年一〇月、二四ページ、参照。

(4) この点について詳しくは、河本一郎「社債の買取引受上の性質について」、『公社債月報』、一九九三年一〇月、参照。

(5) このため、利益相反が生じた場合に対処するため損害賠償の特則を設けている。

(6) 前田庸「平成五年商法等の改正要綱について」(中)、『商事法務』、一三二六号、一九九三年三月二五日、一八ページ、参照。また、財務場の特約が守られているかについては、監視権限が定められておらず、同論文では、これは当事者間の約定に委ねられているとしている。

(7) 前田庸、前掲、一四ページ、参照。

(8) 例えば、前田庸、前掲、一四ページ、および吉戒修一「平成五年商法改正法の解説」(七七)、『商事法務』、一三三二一号、一九九三年九月五日、二八ページ、参照。

(9) 法制審での審議過程については、「社債法改正は発行市場を変えるか」、証券会社側の意見としては、木下公明「受託会社の過剰関与を抑制せよ」、また法務省の参事官の見解は、大谷禎男「限度規制撤廃と受託会社の設置は一体」、以上すべて『金融財政事情』、一九九一年八月一八日、所収、参照。

(10) 当初は、証取法上の私募債および一年未満の短期債または五億円未満の小額社債を設置規制の例外とすることが検討されたといわれる。大谷禎男「社債法の改正について」、『公社債月報』、一九九一年七月、五ページ、参照。

(11) 八六年の証取審報告に見られるように、国内社債発行の低迷要因として、証券大手四社寡占も指摘されていたため、この間引受手数料も引き下げられ、例えば八六年には一五、一〇年債・一円九〇銭が一円六〇銭に引き下げられた後、一九九一年段階では一二年債では一円二〇銭まで低下しているが、率では受託手数料の低下が著しい。

(12) 『日本経済新聞』。一九九一年二月一七日、および『日経公社債情報』、一九九一年二月二日、参照。また、公正取引委員会は大蔵省に対しても行政指導のあり方にも一因があるとして、見直しを要請している。

(13) 丸木強「社債管理会社を不設置とした社債について」、『公社債月報』、一九九五年九月、参照。

(14) 例えば、日本経済新聞社説「社債買取りは三光汽船を最後に」、『日本経済新聞』、一九八五年八月二日、商事法務トピックス「三光汽船の倒産と社債権者の保護」、『商事法務』、一〇五一号、一九八五年八月二五日、参照。