

担保付社債信託法についての改善提言

2023年10月27日

一般社団法人 Fintech 協会

社債の活用促進に関する研究会

本メモは、①企業（とりわけスタートアップ企業）が社債を発行するに際して担保付社債信託法との関係で担保設定を行うことが実務的に困難になっているという事情、②現在、金融庁等において検討されているいわゆる事業成長担保権の制度設計において担保付社債信託法を参考に議論されているという事情から、現状の担保付社債信託法における課題、及び欧米における担保付社債発行に関連する制度について紹介することを目的とするものである。

【趣旨・特徴】

- ・ 担保付社債信託法（以下「担信法」という。）が設けられた趣旨は、転々流通される社債についての物的担保を多数の権利者（社債権者）に対して提供し、かつ当該社債に付された担保を各社債権者に各自に実行させることは煩雑であることから、社債権者を集団的かつ画一的に取り扱いつつ、信託の法理を用いて、業規制のもとで受託者を受益者たる各社債権者のために物上担保権の保存及び実行にあたらせ、ひいては社債権者の保護を図ろうというもの。
 - 「担保の目的である財産」は、社債に係る債権を被担保債権として物上担保権を設定しようとする場合を指し、人的担保（保証）はこれに含まれない。なお、担保の目的である財産を有する者が社債の発行者でない場合は、発行者の同意を要する。（担信法2条1項）
 - 担保付社債において信託契約の方法によることとされている趣旨は、社債が、元来大量に発行され画一的な内容を有し転々流通することが想定されており、担保権の設定、移転及び対抗要件の具備について、不特定多数の各社債権者において個別に対応することが現実には困難であることにある。もっとも、この立法の結果として、受託者には相応の義務が課せられることになり、発行者と社債権者の合意のみで柔軟な対応をとることが困難になっている。
 - 具体的な担信法上の義務の例
 - ◇ 受託会社は社債権者のために社債の管理を行う（担信法2条2項）とされており、その社債の管理に関して同法の特別の規定がある場合を除いて、その権限と義務は無担保社債において原則として強制設置¹される社債管理者と同一で

¹ もっとも、社債の金額が1億円未満の場合又は社債の総額を社債一口の最低金額を除いて50未満になる場合には設置が免除されており（会社法702条ただし書、会社法施行規則169条）、実際にはこれらの

あるところ（同法 35 条）、担保付社債においては社債管理者の設置は不要とされている（同法 2 条 3 項）。

- ◇ 担保の受託会社は、総社債権者のために担保権を保存し、かつ実行する義務を負う（担信法 36 条）ほか、担保付社債の期限到来後に弁済されない場合等における担保権の実行義務（同法 43 条）や、社債権者のために弁済を受けた場合に債権額に応じた社債権者への交付義務（同法 44 条）、信託証書等の備付け及び閲覧に供する義務（同法 20 条）、信託事務終了に関する義務（同法 58 条）等が課せられる。さらに、信託業法の諸規定が準用される（同法 8 条）。
- ◇ 担保の受託会社は信託契約を締結したとき及び信託契約を変更したときは、遅滞なく金融庁長官又は又は財務局長等に対し届け出なければならない（担信法施行規則 9 条、11 条、12 条）。

【担信法の問題点・疑問点・改善点等】

- ・ 担信法が利用されない理由として、①立法的不備、②受託会社発見の困難性、③発行のための時間的・金銭的負担の 3 点が指摘されている²。
 - ①立法的不備
 - ◇ 立法的不備は、一部は改善されている傾向にあるが、問題も残っている。
 - 平成 17、18 年（2005、2006 年）の担信法改正により利用可能な物上担保の種類に限定はなくなった。
 - 「担保権の実行その他必要な措置」が使えるようになり、担保権実行のみならず自己売却や任意売却の方法によることができるようになった。また、信託契約に別段の定めをすることで簡易な弁済充当が可能となり（担信法 39 条 4 項）、受託会社が「財産」を弁済として受領することも認められた（同法 44 条 1 項）。
 - 担保の変更手続について、担保の変更の後の担保の価額が、未償還の担保付社債の元利を担保するに足りるときは、社債権者集会の決議を経ることなく、受託会社及び委託者の合意により担保の変更ができるようになった（同法 41 条 3 項）。
 - ◇ もっとも担信法 17 条をはじめとし、国際的な適用範囲が不明確。例えば日本法人がユーロ外債として担保付社債を発行する場合、担信法 17 条の適用があるのかについて議論があるが、担信法の要件を満たさない担保付社債は、そのものが無効となるとされているため、実務上は発行が控えられている。
 - ②受託会社発見の困難性

例外を用いて社債管理者を設置しないケースが実務上は圧倒的に多い。

² 事業再生研究機構「COLUMN4 社債権者に対する物上担保の提供は可能か」、商事法務（2012）「事業再生と社債 ―資本市場からみたストラクチャリング―（事業再生研究叢書 12）」。

- ◇ 担信法の利用を検討する際に、受託してくれる信託銀行等を探すことが困難。
- ◇ 受託会社は担保付社債の「社債の管理」に関して、原則として社債管理者と同一の権限を有し、義務を負うところ（担信法 35 条）、社債管理者は「社債権者のために、弁済の受領、債権の保全その他の社債の管理を行うこと」を受託内容とし、「社債の管理」について善管注意義務を負うことから（会社法 704 条 2 項）、担保の受託会社は「社債の管理」について善管注意義務を負う。
 - この社債の管理には、法定権限の行使のみならず、約定権限の行使も含むと解されるため（相澤哲編（2006）「立法担当者による新・会社法の解説（別冊商事法務 No.295）」177 頁・商事法務）、受託会社となる信託銀行等は、こうした「社債の管理」について善管注意義務を負担することに慎重であるということや、受託会社報酬が義務の負担に見合わない等の理由により、受託に慎重になっていると思われる。
- ◇ 受託会社が担保付社債の取扱い経験がないため、取扱いに慎重になっているとの指摘もある。
 - この点については、担保の受託会社についての議論はあまりされていないが、現実には社債管理者についての議論が参考になるものと思われるが、実務的には、通常の社債管理者ですらなり手が見つからないという事態が生じている³。また、いわゆる事業成長担保権に関する信託業の検討において、担保付社債信託法を参考に、参入要件や行為規制の軽減が議論されている⁴。したがって、担保付社債信託法に内在する課題は潜在的には事業成長担保権に関する信託業の課題にもなり得るものと考えられる。
- ③発行のための時間的・金銭的負担
 - ◇ 限られたスケジュールの中で、担保付社債の発行に必要な契約書の作成及び条件交渉が時間的に困難である。
 - ◇ 無担保社債を事後的に担保付社債とする際の手続についてプラクティスが十分に整理されていない。
 - ◇ 受託会社に支払う手数料の負担が重い。
 - ◇ 担保付社債の発行に必要な契約書を作成するための弁護士費用の負担が重い。
- ・ 社債管理補助者制度を準用することの可否
 - 担信法が活用されていない理由の一つとして、社債管理者の規定が準用される結果、受託者にも社債の管理全般について善管注意義務が生じる点が挙げられる。そこで、弁護士などの主体を拡大しており、権限の限定もある社債管理補助者⁵を担保の受託

³ 2021 年 3 月より施行された社債管理補助者制度は、こうした実情を踏まえて創設されたものとされている。

⁴ 金融審議会「事業性に着目した融資実務を支える制度のあり方等に関するワーキング・グループ」第 4 回（2022 年 12 月 23 日）及び第 5 回（同月 27 日）。

⁵ 社債管理補助者は、社債権者が自ら行う社債の管理について補助を行うことを受託内容とするものであ

会社の準用元にすることを立法論として考えられないか。

- ◇ 社債管理補助者は社債権者が自ら行う社債の管理の補助を旨とすることから、現在の立法においては、社債の管理を担う担保の受託者が存在する担保付社債においては設置が想定されていない（会社法 714 条の 2 ただし書、714 条の 6）。社債権者が自ら行う社債の管理の補助を行うという立ち位置をベースとしつつ、担保の受託会社として十分な機能を担うことができるかという点、また、弁護士や弁護士法人が担い手となるのが適切かという点については議論の余地があると思われるが、受託会社の権限を限定するといった観点から社債管理補助者をベースに約定で担保の管理に必要な $+\alpha$ の権限を付与することについての検討は有用であると考えられる⁶。
- ◇ 社債管理補助者もその権限に伴う善管注意義務は負っているものの、権限自体が狭まることから、おのずと善管注意義務の負担も低減されることになることが想定される。
- ◇ 一方で、担保付社債においては、社債の管理について管理者になるか管理の補助者になるかにかかわらず、担保の受託者として義務を負うことになる。したがって、社債管理補助者をベースとした設計にする場合も、信託法において想定される受託者の義務として期待される水準も踏まえつつ制度を設計することが適切ではないか。
- ◇ 担保付社債全般について担保の受託者のベースを社債管理補助者とする場合には、会社法の改正又は会社法の特則を定めるための法整備も必要になると思われる。もっとも、事業成長担保権など特別法として制定されるものについては、当該立法における制度設計により受託会社の権限のベースを社債管理補助者とすることは検討可能ではないか。

・ 実務的に利用される代替スキーム

- 保証（プラス物上担保）スキーム

- ◇ 債務者（発行会社）から委託を受けた者（保証会社や SPC 等が想定される）が、社債権者の社債を被保証債権とする保証人となり⁷、同時に債務者（発行

る。法定権限（会社法 704 条の 4）のほか、委託契約により約定で権限を追加することもできる。こうした「社債の管理の補助」について善管注意義務を負う（同法 704 条、714 条の 7）。

⁶ なお、社債管理補助者は、社債管理者の設置がそのハードルの高さから実務上ほとんど行われていない状況を受け、社債権者保護の観点からより活用しやすい制度として創設されたものであるが、現在の活用状況は芳しいものとはいえない。この点について、例えば、社債管理補助者を設置することにより、社債管理者設置に関する口数基準（現行制度上は 50 未満）が緩和されたとした措置があれば、活用が検討されやすいのではないか、という委員の意見があった。

⁷ この場合における保証契約は、発行会社を要約者、保証人を諾約者、社債権者を受益者とする「第三者のためにする契約」（民法 537 条）として締結されることになると思われる。この場合、受益の意思表示に関する規定（民法 537 条 3 項）の適用が問題となるが（受益の意思表示が任意規定か強行規定か）、仮に社債権者による受益の意思表示が必要と考えても、超長期（10 年超）の償還期限が付された社債でな

会社)が保証人に対して、保証人の債務者(発行会社)に対する事前求償権を被担保債権として、物上担保を設定するスキーム。

- 経済的実態は、実質的に社債に物上担保が付されているのと同様。

- 支払補償委託スキーム

◇ 補償委託者としての債務者(発行会社)が、保証受託者としての社債権者に対して、社債の支払補償を委託し、委託を受けた補償受託者としての社債権者が、社債権者の有する社債の支払補償人となり、同時に債務者(発行会社)が、補償受託者としての社債権者に対し、補償に伴う事前求償権を被担保債権とする物上担保を設定するスキーム。

- 経済的実態は、実質的に社債に物上担保が付されているのと同様。

- 自己信託型カバード・ボンド

◇ 債務者(発行会社)が、社債権者が優先的引当を受けるべき資産を自己信託により信託設定し、自己信託受託者としての債務者(発行会社)が、当該信託の信託財産を引当とする信託社債を発行するスキーム。

- 自己信託のスキームについては不動産特定共同事業法を使用したスキームで用いられることがあり、また、かつての公庫債は同様の仕組みを使用していたようである。

◇ 信託社債を利用する自己信託では、どのように真正譲渡性が認定・判断されるのかという問題等検討すべき課題が多いと考えられる。

・ その他

- 事後的な担保設定の手続の明確化

◇ 社債に対して、事後的に担保設定する場合に、社債権者集会の普通決議が必要であるか否か、社債管理者を既に置いている場合の事後的な担保設定において、社債管理者の地位にある者が受託会社になるかなどの整理、又は少なくとも一般的な周知、理解が不十分な部分があるため、実務的な運用を可視化する必要があると考えられる。この点は法制上の課題というよりも、運用上の実務を確立するということであるため、他の法制上の課題と並行して検討することが望まれる。

- シンジゲート・ローン(以下「シローン」という。)においてセキュリティ・トラストの仕組み⁸が認められているのであれば、担保付社債についてもより緩和された要件の下でセキュリティ・トラストのようなものを認めてもいいのではないか

い限り、保証履行請求の際に受益の意思表示を行えば足りるという考え方もあり得る。なお、保証人は発行会社から委託を受けること(保証委託契約が締結されること)が多いものと思われる。

⁸ ここでは信託を用いた、担保権設定者が債権者ではない者に対して担保権を設定し、債権者ではない者が担保権者となるような取引をいう(山田誠一「金融法務研究会報告書(14) 第4章 セキュリティ・トラストの実体法上の問題」(全銀協)参照)。

https://www.zenginkyo.or.jp/fileadmin/res/abstract/affiliate/kinpo/kinpo2005_2_5.pdf

とも考えられる。

◇ 担保付社債（私募債）に対してセキュリティ・トラストを設定する場合に、担信法の適用除外とする余地がないか、そもそも信託を用いない仕組みが実現可能か等について検討すべきではないか。

- 社債権者が誰か分かっているときに、私的自治に委ねるような形で適用を排除する方向はあり得ると考えられる。

- 社債権者が一人しかいない私募債を発行し、当該私募債について発行会社の株式に関して担信法に基づかずに譲渡担保権を設定して、当該譲渡担保権の行使として株式を取得した行為が有効と判断している下級審裁判例（東京地判令和2年9月11日・平30（ワ）35291号）がある。

- ◇ もっとも判旨によると、担信法違反の譲渡担保権設定であるというような主張がされた形跡は見受けられず、弁論主義の観点から担信法違反につき判断をしなかったという可能性はあるものと思われる。

- 大企業の子会社からスピンアウトをするような会社が IPO を目指す場合などは、当該会社が社債を発行し、当該会社の一定の財産について自己信託を設定し、社債権者のための引当にしたいというニーズは、一定程度あり得ると考えられる。

- ・ 担保付社債発行後の問題

- 担保物の処分

- ◇ 担保付社債の担保物である資産を売却する場合には、社債権者集会の決議が必要となる（担信法41条2項）。

- 資産流動化の案件においては、借入人が有する資産から得られるキャッシュフローから一定の元利金支払を行いつつ、最終的には借入人が当該資産を売却することにより借入金元本を返済することが基本的な想定となっていることが多い。実務上、元利金返済のための売却を行う場合には、買主に対して資産を売却するに際して、当該買主から売却代金を貸主が確実に受領できる段取りを準備した上で、貸主が担保権を解除することにより、買主が無担保の資産（又は少なくとも取得の直後に担保が解除される資産）を取得するように取引が仕立てられるのがローンを用いた取引における通常の取引慣行。

- ◇ 実務上、信託証書に法定事項以外の当事者間で合意した事項（任意的記載事項）を記載することにより円滑な取引を進めることが行われ、この点が契約交渉及びドラフティングの肝であるとされる⁹。もっとも、担信法の規定によらず

⁹ 小林賢、佐々木慶（2015.9.30）「論説担保付社債信託法に基づく担保付社債発行後の問題点と実務対

に担保権が設定された場合には、当該社債自体が無効となると解するのが通説であり、担信法の規定より社債権者に不利に規定することはできず、こういった任意的記載事項がある場合には、当該事項のみならず、社債自体が無効となる場合がある点が指摘されている¹⁰。

◇ 実務上、あらかじめ選任しておいた代表社債権者の同意を得て社債権者集会の開催を省略した上、代表社債権者の同意内容について裁判所の認可を得ることにより、担保物の売却を行うことも可能¹¹。

● 社債権者集会の決議があった場合には、招集者は、決議から1週間以内に裁判所に対し、決議の認可の申立てをしなければならず(会社法732条)、社債権者集会の決議は裁判所の認可を受けなければその効力を生じない(会社法734条)。

➢ なお、社債権者集会を行おうとする場合には、社債権者全員が利害関係人として集会に参加できるため、できるだけ高い価格での売却を求める社債権者にとって、担保物の売却価格が気に入らず決まらないという事態が発生する。

- 期限の利益喪失への対応

◇ 期限の利益喪失事由は、担信法に基づく信託証書上は任意的記載事項となっている。

◇ 担保付社債においては、社債権者と発行体の二当事者対立構造ではなく、社債権者のために代表して権利行使を行う受託者が間に存在するため、この権限の分属を極力解消して、受託者と社債権者が協働して社債ないし担保権を行使するための工夫が必要と考えられる。

● 請求失期事由の存否の判断

いかなる場合に受託者がこれらの権利を行使すべきかが一義的に決まらないことがあるため、この点についてどのような設計をすべきかという点は検討が必要な事項である。これに対応する方策としては、受託者の裁量の幅を狭める方法が考えられる。具体的には、実務上は一定の書類、資料、情報に基づき失期事由の有無を判断し、交付を受けた書類等以外の事情に基づき失期の有無の判断を行う義務は生じないとする規定を信託証書に置く例がある。

➢ 信託証書上にどのように規定したとしても、新聞、雑誌、ネット等に情報が流れることはあり、受託会社としてはこれらの情報を完全に無視してもよいのかという実務的に悩ましい問題がある。

応」(信託フォーラム (vol.4))。

¹⁰ 江頭憲治郎編 (2010)「会社法コンメンタール(16)社債」(商事法務) 279 頁。

¹¹ 脚注 8 95 頁参照。

- 社債権者集会を行う場合には、社債権者が相当数に上る場合には、まず会場を探すところから始めなければならない、限られた期間の中で規模の大きい集会を現実的に実行することは極めて難しい¹²。そのため、実務的には社債権者集会を開催しないようにするため前倒しでトリガーをつけ、不払いがあった場合や、クロスデフォルトになる場合についても社債要項に盛り込み、期限の利益喪失の事実について判断の余地がないようにすることが多い。
 - 実務的には、株主総会のように社債権者集会についてもオンライン開催が可能となることが望ましい。
- 担保権実行義務

現行法上は「その他の必要な措置」の内容が必ずしも明確でない以上、受託者としては、原則として担保権を実行する義務が課されているものとして運用せざるを得ない。そして、この担保権実行義務を免除することは実質的には支払猶予に該当することから、担信法 35 条及び会社法 706 条 1 項 1 号の規定に基づき、社債権者集会の決議により行わなければならないとされる。この場合の社債権者集会の決議も迅速に行われる必要があるため、先述の代表社債権者にあらかじめ支払の猶予及び担保権執行のタイミングの決定について委任しておき、裁判所の認可を得ることにより受託者の担保権実行義務を実質的に免除することができるものと考えられる。

 - スタートアップが提供できる担保として想定されるものは、主として知的財産権であり、不動産やシステム等も一応想定されるが、大多数のスタートアップは提供できる担保がないと考えられる（事業成長担保権につき後述。）。
 - 実際は、どこまでやれば受託者は義務を果たしたことになるのか、任意売却による場合オークションまで必要とされるのか、いかなるプロセスで売却することが透明性、社債権者保護の観点から求められるのかなどが不明確となっている。受託会社はどこまでやれば義務を果たしたことになるかという点について予測可能性を立てるため、担保権実行に関するプロセスについて、ガイドライン等を作成して記載することが望ましいと考えられる。

¹² 社債権者集会の規定については株主総会と同様の規定ぶりとなっており（会社法 719 条等）、オンラインを含めたハイブリッド型集会については開催可能とも思われる。一方で、バーチャルオンリーの社債権者集会については、株主総会の場合と同様に特別法がなければ、現状は難しいものと考えられる。なお、バーチャルオンリーの株主総会開催について（経済産業省）「場所の定めのない株主総会（バーチャルオンリー株主総会）に関する制度」参照。

https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/virtual-only-shareholders-meeting.html

- ・ 事業成長担保権¹³
 - 現行の担保法制は個別資産に対する担保権であるのに対し、事業成長担保権は、無形資産を含む事業全体（会社の総財産）を対象とする。実行手続は、裁判所に選任された管財人が実施し、事業の継続を前提に早い段階でスポンサーに承継することを想定。
 - ◇ 事業成長担保権の担保権の順位がどうなるかによって、事業成長担保権が利用されるかどうかが変わってくると思われる。
 - 例えば、社債については企業担保法に基づく企業担保権があり、事業成長担保権に相当するものと考えられるが、「会社の財産の上に存する権利は、企業担保権の登記の後に対抗要件を備えたものでも、企業担保権者に対抗することができる」とされていたり（同6条）、企業成長担保権の優先順位は先取特権に負けるとされていたり（同7条）で、社債権者の保護としては十分とはいえず、あまり使われていないのが実情である。
 - ◇ 総資産に掛かるものである以上、優先関係の問題は避けて通れない。そのため優先関係については法定しておく必要があり、他の個別の担保権に負けるという整理であれば、結局「先取特権の中の弱いもの」に過ぎないため使われないことになると考えられる。

- ・ 米国において発行される担保付社債について
 - 米国では、社債の発行会社と、社債権者を代表して社債権の保全のために行動する受託者（トラスティ、trustee）との間で社債の契約書である信託証書（trust indenture）が締結され、信託証書に基づいて社債が発行される。発行会社は、SECに証券の発行登録を行うために、登録届出書に信託証書の内容を記載し、SECに提出しなければならない¹⁴。
 - ◇ 米国では、裁判所が、担保権を実行するには、すべての社債権者が実行の申立てに参加しなければならないと判示したため、トラスティを設置して、全社債権者のために担保権を保有させ、その管理・実行を進める実務が進んだと言われている¹⁵。トラスティが本来は社債権者に帰属すべき担保権を保有し、社債権者のために行為するという点に関する限り、トラスティと社債権者の間に

¹³ 金融庁（2023.3.9）「事業成長担保権について」まとめた資料。

https://www8.cao.go.jp/kisei-kaikaku/kisei/meeting/wg/2210_01startup/230309/startup09_01.pdf

¹⁴ 吉川浩史・磯部昌吾「米国における社債権者保護の仕組みと我が国への示唆」（野村資本市場研究所）42頁以下。

<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2010/2010spr04.pdf>

¹⁵ ROBERT I.LANDAU & ROMANO I.PELUSO, CORPORATE TRUST ADMINISTRATION AND MANAGEMENT 61(6th ed. 2008).

は、信託の受託者と受益者と同様の関係が認められる。そこで、トラスティという名称が用いられるとともに、社債が信託証書に基づいて発行され、その信託証書でトラスティの職務内容や権限も定めるという実務が普及した¹⁶。

- ◇ 米国信託証書法¹⁷（以下「1939年法」という。）が適用される場合には、法定の資格要件を満たすトラスティの設置が強制される（例えば、社債の元本が500万ドル又は1000万ドル以上など、一定の要件を満たした社債の発行時には、トラスティを設置することが義務付けられている（1939年法304条（a）（9）参照。）。また、1939年法では、トラスティに対し、利益相反関係が生じた場合の辞任、社債権者への定期的な報告等の義務を課しているが、トラスティの義務・責任は、デフォルトの前後で異なる（1939年法315条参照。）¹⁸。
- ◇ 1939年法の適用対象は、ノート（notes）・担保付社債（bonds）・無担保社債（debentures）・債務証書（evidences of indebtedness）及び上記のものに対する権利・参加を表示する証書等（1939年法304条（a）（1））である。
- ◇ トラスティに就くことができるのは、米国法に基づいて設立され純資産15万ドル以上で、事業を営む法人。
- ◇ トラスティの職務・権限内容は、原則として信託証書の条項に委ねられる。
- 米国の実務では、一般的にはデフォルトリスクが大きいハイ・イールド債を中心に、社債が銀行ローンなどの他の債務に劣後することがないように、社債には多様なコベナントが付与されている。担保に関するコベナントとしては、担保提供制限（ネガティブ・プレッジ）が設定され、発行会社・子会社が他の社債やローンなどの負債に対して担保を設定することが禁止される¹⁹。ただし、他の債務と同等の担保を発行対象となる社債に設定する場合や、社債発行時に既に担保が設定されている場合など、定められた条件を満たす場合には担保の設定が認められることがある²⁰。
- ◇ 日本において発行される社債の担保提供制限条項には、担保提供限定特約、社債間限定同順位特約、特定投資法人債限定同順位特約などがある。
- ◇ 日本における担保提供制限条項が付されているほぼすべての社債では、社債間限定同順位特約及び特定投資法人債限定同順位特約が付与されている。一方で、国内債務全体を対象とする担保提供制限特約が付与される社債はほと

¹⁶ 久保田安彦（2014.2）「社債管理の在り方に関する会社法上の論点の調査研究業務報告書—英米法上のトラスティ制度—」（商事法務研究会）。

<https://www.moj.go.jp/content/000121370.pdf>

¹⁷ Trust Indenture Act of 1939

¹⁸ 1939年法の制定前の実務では、トラスティの責任を広く免除・軽減する条項を置くことが一般的であったが、デフォルト時・デフォルト後のトラスティの責任を大きく軽減させることへの問題意識から、1936年のSEC報告書による勧告を受けて、1939年法が制定された。

¹⁹ 「社債市場の活性化に関する懇談会ワーキング・グループ」事務局「社債市場の活性化に関する海外調査報告」（平成22年4月6日）。https://www.jsda.or.jp/about/kaigi/chousa/shasai_kon/files/100406s1.pdf

²⁰ 脚注13 42頁。

んどない²¹。

- Assignment for benefit of creditors (ABC) ²²

☆ 債権者のための譲渡 (ABC) (債権者のための一般譲渡とも呼ばれる) は、米国破産法に基づく破産手続に代わり各州法に基づき選択することができる任意の選択肢である。ABC では、債務者がすべての資産を清算・分配のための信託に譲渡し、受託者は、債権者への債務を返済するために資産を管理する。ABC の手続には、以下のようなメリットがあり、担保付社債の担保価値が毀損されにくい。

- ABC は、倒産した事業者に対して、破産に代わる多くのメリットを提供することができると言われており、米国破産法 Chapter 7 による清算の代替案として利用されている。すなわち、米国破産法による破産手続は、多くの時間、手続、費用を要する上に事業の清算方法を制限する。これに対し、ABC の場合には、破産手続とは異なり、費用、手続、時間を短縮でき、清算方法にも柔軟性がある。
- ABC は、米国破産法 363 条において一定の制約の下許容されている通常の営業過程における売却、賃貸、使用などと異なり²³、受託者は一般的に、先取特権や担保権を無視して無条件で資産を売却することはできない。また、リースや契約における譲渡禁止条項も無効にすることはできず、買主が引き継ぎを希望する契約の下で必要とされる同意は、すべて取得する必要があるため、担保権が設定されていた場合の担保価値が毀損されにくい。
- ABC の開始は、①会社やその財産に対する回収や強制執行を自動停止させるものではなく、②債権者が会社に対して債権者による破産申立てすることを妨げず、③取引相手が契約を終了又は変更できる契約条項を無効とするものではない。
- ABC 以外の選択肢では、買収する企業が経営難に陥っている企業の負債をすべて背負うことになるが、ABC では、経営破綻した企業の無担保債権者に対する責任については回避することができる。
- ABC のプロセスは米国の各州法に準拠しており、州ごとに手続が異なる。詳細については別紙 1 参照。

²¹ 脚注 13 49 頁。

²²

https://www.law.cornell.edu/wex/assignment_for_benefit_of_creditors#:~:text=Assignment%20for%20the%20benefit%20of%20liquidating%20and%20distributing%20its%20assets

²³ 米国破産法 363 条においては、一定の制約の下、通常の営業過程において (in the ordinary course of business)、財団の財産を売却、賃貸、使用することが許容されている (ただし、破産裁判所はかかる売却等を禁止し、又は、条件を付することができるものとされている)。

- ・ 欧州において発行される担保付社債について
 - カバード・ボンド
 - ◇ カバード・ボンドは欧州を中心に広く流通している債権担保付社債。主に金融機関により不動産担保付住宅ローン等の信用力の高い資産のプール（カバープール）を担保として発行され、発行体やオリジネーターが破綻した場合であっても、カバープールが発行体等との倒産手続と分離され、投資家が発行体とカバープールと双方にリコース（償還請求）することができる（デュアルリコース）という特徴をもつ。カバード・ボンドは、欧州では18世紀以降の伝統的な金融商品であったが、19世紀末の不況で銀行や企業が倒産した際に金融システムの安定化に貢献し、その後、サブプライム危機後も安定したスプレッドを維持していることなどから安全性の高い運用先に対する投資家からの需要が高いため、金融機関の資金調達手段としての重要性が高まっている²⁴。
 - ◇ カバード・ボンドには、法規制により規定される「法制カバード・ボンド」と、証券化の手法を応用した「ストラクチャード・カバード・ボンド」がある。欧州市場では、世界各国の大手金融機関が、特別の法制度に基づき発行される法制カバード・ボンドを多く発行しており、2018年11月6日に、三井住友銀行が日本の金融機関として初めて欧州市場でカバード・ボンドを発行した²⁵。特別の法制度の具体例としては、例えば、スイスでは Pfandbriefgesetz 法により Swiss Pfandbriefe（スイスで商標登録されたカバード・ボンド）が発行されている。また、ルクセンブルクでは、1993年に施行された Financial Sector 法に基づきルクセンブルクのカバード・ボンド（Lettres de Gage）の発行が規制されていたが、2019年のEU指令²⁶及びEU規則²⁷を受けて2022年7月8日に法改正がなされ、現在は新法が適用されている²⁸。
 - 欧州における主要なカバード・ボンド発行体である金融機関にとって、預金等と並んで主要な資金調達手段の一つとなっており、特に法制カバード・ボンドは、他の資金調達手段と比べて低利で、かつ長期の資金調達が可能な手段として認識されている。
 - ◇ 欧州各国のカバード・ボンド法制の設計は、各国による違いがある一方、カバード・ボンドの商品性に関する大きな枠組みについては標準化が図られている。

²⁴ 日本政策投資銀行・カバード・ボンド研究会（2011）「カバード・ボンド研究会 とりまとめ（わが国へのカバード・ボンド導入へ向けた実務者の認識の整理と課題の抽出）」

https://www.dbj.jp/upload/docs/book1107_03.pdf

²⁵ <https://www.businesslawyers.jp/articles/476>

²⁶ Directive (EU) 2019/2162 of 27 November 2019

²⁷ Regulation (EU) 2019/2160

²⁸ ECBC: EUROPEAN COVERED BOND FACT BOOK 2022 参照 <https://hyppo.org/ecbc/publications/fact-book/>

- 欧州委員会が定めた金融機関の資本要求指令²⁹では、UCITS³⁰により定義される要件を満たしているカバード・ボンドについて、金融機関が発行する一般社債よりもリスクウェイトの低い金融資産として取り扱うことが認められている。また、適格担保の内容や特定の担保資産について、資産種類と全資産のうちどの程度の割合であればカバープールへ含めることができるかといった大まかな範囲についても規定されており、各国に共通するフレームワークが形成されている³¹。
- 欧州主要国のカバード・ボンドの枠組みを比較すると、法制的違いによりリングフェンス方式（ring-fenced）と SPV 方式の大きく二つに区分される。
 - 前者は、自身のバランスシート内で担保資産を区別・管理してオリジネーター（銀行等の担保資産の現所有者）が自らカバード・ボンドを発行するものであり、二重リコースが認められることにより投資家保護が図られる点に特徴がある、ドイツ・スペインなどにおいて用いられる欧州のトラディショナルなカバード・ボンドのスキームである。
 - 後者は、フランス・イギリス・イタリアなどで採用されており、例えばフランスでは、担保資産は貸出又は債券発行等に機能を限定された金融機関としてのステータスを持つ子会社（SPV）に移され、オリジネーター（担保資産の当初所有者）ではない者が担保資産を保有するスキームである。このスキームでは、社債権者は当該 SPV に対してもリコースする権利が付与され、オリジネーターが破綻した際には、SPV がオリジネーターの破産手続から除外されることにより、SPV が保有する担保資産を原資とした償還が維持され、投資家保護が図られる仕組みとなっている。
- ◇ UCITS22(4)に基づき発行者は、EU の信用機関（Credit Institution）でなければならないものの、発行規制の有無や、担保資産の適格性に関する基準、監督当局等の関与といった規制項目は、国ごとの置かれた状況の違いなどからそれぞれ異なっている。
 - 例えばドイツについては、発行規制はない。一方で、スペインやイタリアなどでは、預金とカバード・ボンドの優先劣後関係の配慮から、発行上限規制が設けられている。スペインではカバープールが適格債権の 70 から

²⁹ Capital Requirements Directive <https://www.eba.europa.eu/regulation-and-policy/single-rulebook/interactive-single-rulebook/100832>

³⁰ https://finance.ec.europa.eu/regulation-and-supervision/financial-services-legislation/implementing-and-delegated-acts/undertakings-collective-investment-transferable-securities-directive_en

³¹ 脚注 24 16 頁以下。

80%までとするといった規制や、イタリアでは自己資本比率に応じた発行上限規制などがある。

【担信法が使われる制度になるためには】

- ・ 現在は、そもそも使わないことが前提の制度になってしまっている。
- ・ 例えば、受託会社の役割を軽減するなど、担信法上で受託会社に課される義務負担を除外するような仕組みを作っておけば、担保付社債が資金調達手段として活用される可能性はあると思われる。また、自己信託設定、SPV への資産移転及び当該 SPV に対するリコースなどの別の手当により社債権者の利益保護が図られるなど、一定の要件を充足する場合には、担信法の適用が除外される旨を明確にし、社債に対する担保設定の柔軟化を検討する方向性も考えられるのではないかと思料する。
- ・ 投資家をどう想定するかという点については、特定投資家私募の制度を切り口にすることも考えられる。現在スコープとして店頭有価証券（我が国の法人が国内において発行する取引所金融商品市場に上場されていない株券、新株予約権証券及び新株予約権付社債券）しか入っていないが、そこに通常の社債を含めて特定投資家に対する勧誘対象となる有価証券の範囲を拡張することも検討課題として考慮することが考えられる。

別紙1 ABCのプロセスについて

- ・ 具体的なプロセスは州によって異なるものの、一般的には、以下のような4つのステップがとられることが多い。³²
 - まず、会社は、取締役会及び必要な株主の同意を通じて、事業の停止と、会社の債権者の利益のために第三者（以下「受託者」という。）に全資産を譲渡することを承認する。
 - ◇ 受託者は破産管財人に似た機能を有した会社によって選ばれた独立した受託者であり、通常、倒産問題、関連業界、又はその両方において経験を積んだ者が選任される。なお、破産法の手続では管財人を会社が選ぶことはできない³³。
 - ◇ 会社の取締役会はABCにおいて、受託者を選任する以上の役割を果たすことはない。
 - 受託者は、債権者及びその他の利害関係者に譲渡の通知を行い、一定期間内に債権の提出を求める。
 - ◇ 通知や請求書の提出が必要となる期間は、州によって異なり、提出対象となる債権が特定の法的要件に基づくもの（カリフォルニア州など）、特定の法的要件がない場合は、地域の慣習や習慣に基づくもの（デラウェア州やイリノイ州など）などがある。
 - 受託者は、取得した全資産の価値を最大化するために資産を清算する。場合によっては、ABCの開始前に買い手候補と交渉した確定文書に従って、ABCの開始直後にゴーイングコンサーンとして資産が売却されることもある。
 - ◇ 清算方法は、特定の重要な資産を一括して売却し、残りの資産を競売やその他の民間又は公的な方法で売却するなど、柔軟な形態をとることもある。
 - 受託者は、適用される法律に基づく優先順位に従って、売却の純益を会社の債権者に分配する。
- ・ (参考) カリフォルニア州のABCの流れ³⁴³⁵
 - (1) まず、前提として、原則的に、企業（譲渡人）において取締役会及び株主の承認を得て、ABC手続を開始する。ここでは、米国破産法Chapter7の場合と同様、受託者の手数料、弁護士費用、管理費などの費用と経費は、最初に支払われる。
 - (2) 譲渡人と受託者との間で、全資産の譲渡契約が締結される。譲渡人は、譲渡する資産に関するすべての権利、権原、利益を受託者に譲渡する。
 - (3) 譲渡人は、債権者の住所、債務額を含む完全な認証済み債権者リストを受託者に引き渡す。

³² <https://www.mayerbrown.com/ja/perspectives-events/publications/2023/02/abc-assignments-for-the-benefit-of-creditors>

³³ <https://resolutecommercial.com/abc/>

³⁴ 2005 California Code of Civil Procedure Sections 493.010-493.060

³⁵ <https://www.stimmel-law.com/en/articles/assignments-benefits-creditors-abcs-basics-california>

- (4) 受託者は、譲渡が行われたことを執行から 30 日以内に債権者に通知し、分配の見込みに関する情報及び各債権者が譲渡財産に関する請求を行うための債権届出書[claim form]を提供する。なお債権者は譲渡の書面による通知の日から 150 から 180 日以内に債権届出書を提出する必要がある。
- (5) 債権届出書が返送後、又は再届出書提出期限の経過後、受託者は届出の対象とされた債権を精査し、不適切な債権額に対して異議を申し立てる。
- (6) 債権の清算後、受託者は債権者に対する分配額を決定する。債権の優先順位はまず州法に従い、その後米国破産法に従う。
- (7) 受託者は、通常、ABC に基づき譲渡を行ったことを国税庁及び地方裁判所に通知する。
- (8) 受託者は、すべての債権者及び利害関係者へ通知を行うために、それまでに開示されていなかった担保権（UCC 又は不動産）を直ちに調査する。
- (9) 受託者は、すべての資産を保全する。この時点で十分な現金が確保されており、それ以上負債が増加しない状況であれば、受託者はゴーイングコンサーンの観点から事業の運営を継続することができる。

別紙2 「社債の活用促進に関する研究会」の構成

「社債の活用促進に関する研究会」の設置について

令和5年7月26日
一般社団法人 Fintech 協会

1. 設置

Fintech 協会は、新しい金融サービスが生まれ育つエコシステムの創設を目指し、オープンイノベーションや法制度も含めた金融取引環境の整備を通じ、国内外の金融業界の持続的かつ健全な発展を推進している。当該取組の一環として、昨今、資金調達手段としてのベンチャーデットが注目され、事業成長担保権（仮称）の制度整備が議論されている状況を踏まえ、社債の活用促進に関する研究会（以下「本研究会」という。）を設置する。

2. 構成・運営

- (1) 本研究会の委員は、本協会の理事、会員企業の役職員及び有識者をもって構成する。
- (2) 委員が本研究会を欠席する場合は、代理人を出席させ、又は書面により意見を提出することができる。
- (3) 委員のいずれかの者が必要と判断し、他の委員において異議のない場合、委員以外の有識者、関係者に出席を求めることができる。

3. 事務局

本研究会の事務局は、当協会の理事である委員が所属する組織の役職員等により構成する。

4. 検討事項

本研究会では、当面、次の事項について検討を行う。

- (1) スタートアップ企業の複数の成長フェーズを勘案した新株予約権付社債ひな形の整備
- (2) ベンチャーデットに関連する法制上の論点その他課題の検討

以上

「社債の活用促進に関する研究会」委員名簿

令和5年10月27日現在

落合 孝文* (渥美坂井法律事務所・外国法共同事業 シニアパートナー弁護士・プロトタイプ政策研究所 所長)
木村 康宏* (freee 株式会社 執行役員社会インフラ企画部長)
久保 彰史 (あおぞら企業投資株式会社 代表取締役 CEO)
小村 和輝 (Siiibo 証券株式会社 代表取締役 CEO)
高尾 知達* (ファンズ株式会社 取締役 CLO)
内藤 裕 (EY 新日本有限責任監査法人 金融事業部パートナー)
福田 拓実 (SDF キャピタル株式会社 代表取締役)
松尾 健一 (大阪大学大学院高等司法研究科教授)
森下 哲朗 (上智大学法学部教授)

(敬称略・五十音順)

* 当協会理事

研究会事務局 (渥美坂井法律事務所・外国法共同事業)

弁護士 鈴木 由里 (シニアパートナー)
弁護士 谷崎 研一 (シニアパートナー・プロトタイプ政策研究所 副所長)
弁護士 町田 行人 (パートナー)
弁護士 橋本 円 (パートナー)
弁護士 臼井 康博 (A&S 福岡法律事務所弁護士法人 パートナー)
弁護士 藤原 理 (パートナー)
弁護士 松田 一星 (アソシエイト・プロトタイプ政策研究所 主任研究員)
弁護士 横山 隆大 (アソシエイト)