

金融商品取引法研究会  
研究記録第 83 号

# 日本証券業協会の社債市場活性化に 向けた制度整備に関する取組み

公益財団法人 日本証券経済研究所  
金融商品取引法研究会

# 日本証券業協会の社債市場活性化に向けた 制度整備に関する取組み

(令和6年2月6日開催)

報告者 松本昌男  
(日本証券業協会常務執行役・自主規制本部長)

## 目次

I. 我が国社債市場の現状	2
II. 日証協における社債市場活性化に対する検討体制	6
III. 社債に対するコベナントの付与	10
IV. 債務に対するコベナントの開示	13
V. 社債管理	15
VI. 最後に	20
討 議	22
報告者レジュメ	46

金融商品取引法研究会出席者(令和6年2月6日)

報告者	松本昌男	日本証券業協会常務執行役自主規制本部長
委員長	神作裕之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	飯田秀総	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	大崎貞和	野村総合研究所未来創発センター主席研究員
〃	尾崎悠一	東京都立大学大学院法学政治学研究科教授
〃	加藤貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	河村賢治	立教大学法学部教授
〃	小出篤	早稲田大学法学部教授
〃	後藤元	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	齊藤真紀	京都大学法学研究科教授
〃	武井一浩	西村あさひ法律事務所パートナー弁護士
〃	松井智予	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	松尾健一	大阪大学大学院高等司法研究科教授
〃	松元暢子	慶應義塾大学法学部教授
〃	萬澤陽子	筑波大学ビジネスサイエンス系准教授
〃	宮下央	TMI 総合法律事務所弁護士
〃	行岡睦彦	神戸大学大学院法学研究科准教授
オブザーバー	三井秀範	預金保険機構理事長
〃	齊藤将彦	金融庁企画市場局市場課長
〃	坂本岳士	野村証券法務部長
〃	三宅ヨシテル	大和証券グループ本社経営企画部担当部長兼法務課長
〃	本多郁子	SMB C 日興証券法務部長
〃	安藤崇明	みずほ証券法務部長
〃	窪久子	三菱UFJモルガン・スタンレー証券法務部長
〃	森本健一	日本証券業協会政策本部共同本部長
〃	横田裕	日本証券業協会自主規制企画部長
〃	塚崎由寛	日本取引所グループ総務部法務グループ課長
研究所	森本学	日本証券経済研究所理事長
〃	高木隆	日本証券経済研究所常務理事
〃(幹事)	高逸薫	日本証券経済研究所研究員

(敬称略)

# 日本証券業協会の社債市場活性化に向けた 制度整備に関する取組み

○神作会長 おはようございます。定刻になりましたので、ただいまから金融商品取引法研究会の第4回会合を始めさせていただきます。

本日は、既にご案内しておりますとおり、日本証券業協会常務執行役自主規制本部長の松本昌男様より「日本証券業協会の社債市場活性化に向けた制度整備に関する取組み」というテーマでご報告をいただき、その後、このご報告をめぐって討論を行っていただきたいと考えております。

それでは、早速でございますけれども、松本オブザーバー、ご報告をどうぞよろしく願いたします。

## 〔日本証券業協会 松本常務執行役自主規制本部長の報告〕

○松本報告者 皆さん、おはようございます。ただいまご紹介いただきました日本証券業協会の松本と申します。

本日は、金商法研究会において報告するという貴重な機会を頂戴し、誠にありがとうございます。私からは「日本証券業協会の社債市場活性化に向けた制度整備に関する取組み」というテーマでご報告をさせていただきますが、日証協の検討を長年にわたりリードしていただいている神作先生、また、昨年までこの取り組みについてご指示いただいていた森本理事長といった、私よりこのテーマにご知見のある2人の目の前でご報告することになってございまして、非常に緊張しているとともに、後半の意見交換で私の受け答えが十分でないときには補足もいただけるかなと、少し期待もしているところでございます。

報告の前にお断りをさせていただきたいのですが、私は法律の専門家ではありませんので、法律上の観点から皆様にとって何か有益な知識の提供や問題の提起はなかなか難しいかと思っております。したがって、本日は

法律上の観点ということではなくて、どちらかという実務上の観点から社債市場の活性化について、日証協においてどのような取り組みを行ってきたか、また、その取り組みから見えてきた課題について報告させていただきたいと存じます。報告の中では、会社法や金商法の紹介をさせていただくこともありますが、その紹介はまさに釈迦に説法となってしまう点についてもご容赦いただければと存じます。

このように、いつもの金商法研究会とはやや異なる内容の報告になるかと存じますが、お付き合いのほどよろしく願いいたします。

それでは、前置きはこれぐらいにいたしまして、報告に進みたいと存じます。

1 ページの目次をご覧くださいと思います。

本日、私から、目次にありますとおり、最初に「我が国社債市場の現状」について、その後「日証協における社債市場活性化に対する検討体制」について、そして、具体的な取り組みの内容といたしまして、「社債に対するコベナンツの付与」、「債務に対するコベナンツの開示」及び「社債管理」について紹介させていただき、「最後に」のパートで全体のまとめを申し上げたいと思います。

## **I. 我が国社債市場の現状**

まず初めに、我が国社債市場について、これまでの変遷を振り返ってみたいと思います。

3 ページです。我が国社債市場におきましては、戦後長らく、担保をつけることが原則の有担保原則がとられておりまして、社債の受託会社であるメインバンクが社債の発行条件に強く関与する構造が続いておりました。また、起債に当たりましては、社債発行限度枠規制があった中、当初は社債の償還のために信用供与を行ってありました日本銀行と、社債消化の受け皿となっていた銀行が主導権を握り、起債調整を行っていました。その後は、受託会社と引受証券会社をメンバーとする起債会により起債調整が行われておりま

したが、当時は社債がデフォルトした際には受託会社がデフォルト債の一括買取りを行うことが通例となっており、社債の発行は実質的には銀行による長期融資の変形のような様相でございました。

そうした中、1977年、証取審の基本問題委員会が「望ましい公社債市場の在り方に関する報告書」を公表いたしました。これは当時の国債大量発行に対応する政策提言として発表されたものですが、社債発行市場について、①有力銀行を中心とした起債会を廃止し、起債を自由化すること。②証券会社4社による引受業務の集中化を阻止し、競争を促進すること。③当時は7年債と10年債が主流でしたが、こういった社債について投資家ニーズに応じた債券種類の多様化を図ること。④債券多様化の一環として投資家保護も踏まえて無担保社債の検討を行うこと等について提言がなされました。

ただし、この報告書の公表後も、1つ目の起債会の廃止や、2つ目の引受業務の集中化の阻止につきましては、しばらくは手つかずの状況が続きました。また、4つ目の無担保社債につきましては、産業界からの要請もあり、1979年に格付基準及び財務制限条項等の適債基準の条件付きで無担保公募社債の起債が認められました。ただし、この起債基準は非常に厳しく、当時の松下電器とトヨタのみが基準を満たしていたと言われています。

このように、国内で厳しい起債の制約を課されていた中、制約が少なく、また、コスト負担も小さいユーロ市場での社債発行が増加するとともに、国内市場の空洞化が進み、1984年以降は我が国企業による普通社債の発行は海外が国内を上回ることとなりました。

このような国内社債市場の空洞化が進む中、1986年、証取審の公社債特別部会が「社債発行市場の在り方について」を公表し、全ての企業に発行機会を与え、かつ、発行の仕組みを市場原理に基づくように変える方策として、①有担保原則の問題を解決すべく適債基準及び財務制限条項の見直しや格付制度の充実を行うこと。②プロポーザル方式による発行条件の競争的決定や発行時期の弾力化 - 例えば、当時は月末に一括して起債する方式がとられてきましたが、これを弾力化する - など、起債の仕組みを改善すること。③受

託会社の機能の明確化や無担保社債における受託のあり方など、受託制度の問題についてさらに検討を行っていくこと。④幹事会社持ち回りの解消、引受能力機能の充実など、引受業務のあり方を改善すること。⑤償還期間や償還の方法では、例えば、当時は満期一括ではなくて、定時償還という形が多かったのですが、償還の方法の多様化など社債の多様化を推進すること。⑥社債発行限度枠規制を見直すこと。これらについて提言が行われました。

その後の1993年には、商法改正によりまして、受託会社制度の廃止に伴い社債管理会社制度が導入され、受託会社であった銀行の役割が社債の管理に特化され、制度上、銀行による発行条件への関与はなくなり、証券会社が発行条件に関与するようになりました。また、これに伴いまして、事実上の機能でありましたデフォルト時における銀行による社債の買取りの機能もなくなっています。さらに、社債管理制度の導入と同時に、社債発行限度枠規制も撤廃されました。

1995年には商法の社債管理制度の例外規定に基づき、ソフトバンクが初の社債管理者不設置債（FA債）を発行し、1996年の適債基準の撤廃及び財務制限条項の自由化により、社債の原則自由化が確立された以降はFA債が大半を占めることとなり、この状況は現在も続いています。

続きまして、我が国社債市場の現状として、アメリカと比較をしながら幾つかの統計を紹介させていただきます。

4ページで社債の発行額と残高を示しています。発行額につきましては、ここ5年間、コロナの影響の大きかった2022年を除きまして、15兆円前後で推移しています。これに対しまして、折れ線グラフの残高を見ますと、低金利環境において比較的長期の社債の発行が増えていることもあり、2019年には約70兆でしたが、2023年11月末の段階では30%増の91兆円となっています。

ただし、こちらを米国の状況と比較してみますと、5ページですが、我が国の社債の発行額と残高はともに米国の10分の1にも満たない状況になっております。

6 ページで格付の状況を紹介してございます。ご覧いただいているとおり、日本では BB 以下の非投資適格債が発行されることはまずなく、また、BBB 格の社債もほんのわずかでして、大宗が A 格以上となっています。我が国発行市場には相対的に信用リスクの高い企業の社債発行がほとんどなく、いわゆるハイイールド市場が存在しないことは、幅広い企業の資金調達手段の確保、また、投資家にとっても投資対象の多様化が図られないといったことから、我が国社債市場の大きな問題の 1 つと認識しています。

一方、アメリカを見ますと、2022 年と 2023 年は特殊な事情で金利上昇の懸念がございまして、非投資適格の発行が少なかったのですが、2021 年までは非投資適格が 2 割から 3 割程度で推移しており、ハイイールド市場も活発です。

続いて、セカンダリー市場の売買高です。8 ページで日米の比較をしていますが、差はさらに大きくなっております。年によってばらつきはありますが、日本の社債の売買高はアメリカの 50 分の 1 から 90 分の 1 といった状況になっています。

9 ページでは社債の保有状況をグラフで示しています。日本の社債は銀行と保険・年金が約 6 割を保有している状況で、投資家に偏りがあります。また、銀行や保険・年金といった投資家はバイ・アンド・ホールドの投資スタイルをとることが多いので、このこともセカンダリー市場が不活発な要因の 1 つと考えられます。一方、右側の米国を見ますと、保険・年金、投資信託、海外投資家がバランスよく投資を行っていることがご覧いただけます。

10 ページでは企業の資金調達の手段をあらわしています。エクイティとデットの割合は、日米ともにエクイティが 60% 程度、デットが 20% 台となっていますが、右上のデットファイナンスの内訳を見ますと、米国では社債が 50% 以上を占めているのに対し、日本では 12% を占めるにすぎない状況になっています。

11 ページは、社債に付いているコベナンツの状況です。2022 年の日本のみの数値になりますが、コベナンツが付与されている銘柄は、全体の約



65%程度ありますが、社債間限定の同順位の担保提供制限以外のコベナントが付与されている銘柄は少なく、右側にあるとおり、全体で15%程度という状況になっています。

12ページの最後の統計は、社債管理者の設置状況です。全体の7割が社管不設置債でして、任意設置している銘柄もありますが、やや特殊な銘柄で、社債管理者が積極的に利用されているとは言いがたい状況です。

## II. 日証協における社債市場活性化に対する検討体制

続きまして、日証協における社債市場の活性化に向けた取り組みの検討体制について紹介いたします。

14ページです。本協会における検討は、社債市場の活性化に関する懇談会の枠組みの中で行っていますので、まずこの懇談会の設置の背景や目的について紹介します。

我が国社債市場が欧米と比較して小規模にとどまっているという問題意識は、懇談会の設置当時から共有されていました。特に4つ目の矢印のとおり、リーマンショックを発端とした2008年の国際的な金融危機の局面では、我が国において短期金融市場が逼迫し、銀行借り入れも困難な状況が一部に生じ、社債市場も一時的に十分に機能しない事態となり、社債市場の活性化や改善の必要性が改めてクローズアップされました。

このように、社債市場に対する取り組みの必要性が認識されていましたが、この問題についてどのような場で検討するかにつきましては、1970年代や80年代は社債をめぐる法令や当局の指導による規制があり、これらを含め、当時の大蔵省において幅広く議論が行われたことは冒頭紹介したとおりです。

一方、1996年に社債発行の原則自由化が確立した後は、当局における規制は大きな問題とはなっていませんでした。また、株式であれば取引所、国債であれば財務省や日銀といったように、当該証券を取り仕切るような機関が社債には存在しないという特徴があります。さらに、社債におきましては、

発行体や投資家はもちろん、証券会社、銀行、格付機関、振替機関、当局等の多数の市場関係者が存在しているという特徴もあります。

このような状況を踏まえまして、社債市場の活性化の取り組みについて中心的な役割を果たしていくことは、証券業の業界団体及び自主規制団体である日証協の役割の1つと捉え、2009年に「社債市場の活性化に関する懇談会」を設置し、検討を開始しました。

この懇談会の主な取り組みを15ページに記載しています。2009年の設置後、懇談会におきましては我が国社債市場が抱える問題についての問題を整理し、その結果、2012年、「社債市場の活性化に向けた取り組み」と題する報告書を公表し、その中で取り組むべき課題として、①証券会社の引受審査の見直し、②コバナンツの付与及び情報開示、③社債管理のあり方、④社債の価格情報のインフラ整備を挙げ、これら4つの項目についてそれぞれ対応策を取りまとめました。

その後、この報告書で示された対応策について具体的な検討を行いまして、2012年以降、ご覧いただいているとおりの施策や制度整備を行ってきました。このうち幾つかの取り組みについては、この後、紹介をさせていただきます。

16ページです。このように、日証協におきましては、主に2012年の報告書の提言に基づき施策を講じてまいりましたが、昨年12月から新たな検討をスタートしています。検討のきっかけは幾つかありますが、ここではきっかけの1つとなりましたユニゾ社債のデフォルト事例について紹介させていただきます。

まず、本事例の概要ですが、2019年7月、社債の発行企業であるユニゾに対して敵対的買収が表明されたことをきっかけに複数の社がTOBを表明し、いわゆるTOB合戦となりました。その後、2020年4月にはユニゾの一部の従業員と米国の投資会社ローン・スターが設立したチトセア投資によりまして、ユニゾに対するEBOが成立し、課題①の支配株主等の異動が起りました。

この EBO の前には、※印のとおり、ユニゾはチトセア投資への資金移動を行う場合には、社債への担保差し入れによる債権保全や期限前償還を行うなどを定めた合意書を訂正意見表明書により開示していました。その後、2020年6月にはユニゾが株式併合によりチトセア投資の完全子会社になったことに伴い、上場廃止となっています。また、7月以降、ユニゾはチトセア投資へ配当金の支払いや貸付を実施し、当該資金をもってチトセア投資はローン・スターに割り当てた優先株の買戻しや融資の返済を行ったものと考えられます。これにより、実質的にはユニゾから投資会社のローン・スターへ約 2600 億円の資金が流出することになりました。これは課題②のとおり、社債権者の損失を招く財務活動に当たると考えられますが、※印のとおり、この際、EBO 前に開示した合意事項であるユニゾ社債に対する債権保全や期限前償還の手当てはなされませんでした。

この開示された合意事項が反故されたことについて、ユニゾは、この合意書は社債権者保護をユニゾ自身に尊重させるものであり、債権者に対して具体的な権利を取得させることを目的としたものではないという説明をしているようです。

その後、2021年3月以降、ユニゾの長期借入金に占める担保付債務の割合は3割から9割に上昇した一方、社債は無担保のままとされ、課題③のとおり、ユニゾ社債は他の債務との関係で劣後する立場となりました。

また、この借入金の担保提供や担保付債務の発生について適時開示が行われなかったことから、社債権者は自身が他の債務に劣後する立場に置かれていることを知ることができず、課題④のとおり、債権者間の情報格差が生じました。その後、昨年4月にはユニゾが民事再生手続の開始の申し立てを申請し、ユニゾ社債7銘柄、計610億円の期限の利益が喪失し、デフォルトとなりました。

次の17ページと18ページで、本事例を踏まえた課題と改善策を記載しています。

まず最初の課題は、支配株主等の異動です。改善策としては、発行会社の

支配株主の異動などがあった場合に、社債権者に期限前償還の請求権を与えるチェンジオブコントロールのコベナンツが付いていれば、社債権者はユニゾのEBOの設立の段階で期限前償還を請求することが可能となり、被害をこうむることがなかったと考えられます。

課題②の社債権者の損失を招く財務活動の改善策は、適切なコベナンツ、例えば、配当制限条項、支払制限条項、資産処分制限条項などのコベナンツが付与されていれば、ユニゾからチトセア投資への資金流出を制限できた、あるいは、ユニゾの財務状況がこれほど悪化することはなかったと考えられます。

18ページの課題③は、他の債務との劣後関係です。社債に付与された担保提供制限は社債間のみ限定されており、ローンへの担保提供は制限されていません。この点については、銀行ローンとのパリパスが確保されていれば、こういった問題は起きないのですが、発行会社の立場から銀行ローンとのパリパスを求めるのは難しいということで、ハードルが高いと思います。

課題④は、債権者間の情報格差です。本事案におきましては、担保付のローンの発生といった情報が、社債投資家の投資判断に重要な影響を及ぼすにもかかわらず、適時適切に開示されなかったという問題があります。

19ページです。ユニゾ社債の事例は、デフォルトに至るまでの経緯から見ても、特異な事例ではありますが、我が国社債市場においてこれまで指摘されていた問題が現実化してしまったという事例でもあり、日証協としても、社債市場の改善の必要性を強く認識する機会にもなりました。

また、3つ目の矢印のとおり、昨年9月に開催された金融庁の市場制度ワーキングにおいて、社債市場の課題について議論されるなど、金利環境の変化も相まって、社債市場への関心が高まりつつあると思います。こうした機会を捉えまして、日証協では、神作先生に主査をお願いしている社債市場の活性化に向けたインフラ整備に関するワーキングにおきまして、昨年12月より、①コベナンツの付与、②適時適切な情報開示、③社債管理補助者制度の活用の3点について検討を開始したところです。この後、このワーキングの

取り組みについても触れさせていただきたいと思います。

### Ⅲ. 社債に対するコベナントの付与

それでは、日証協の具体的な取り組みの紹介に移ります。

21 ページです。まず、具体的な取り組みのうち、社債に対するコベナントの付与について、検討の背景、経緯から紹介させていただきます。

先ほども紹介しましたが、我が国社債に付与されているコベナントは、社債間限定同順位担保提供制限のみが多い状況です。一方、ローンにつきましては、社債に比べ、多様な、かつ効果的なコベナントが付与されていることが多く、社債はローンに対して、保全面において実質的に劣後している状況です。

このような状況におきまして、我が国社債市場の大きな課題である信用リスクが高い企業の社債発行の拡大を図っていくためには、多様なコベナントが柔軟に付与されるとともに、社債の発行条件に適切に反映される環境整備が必要と考えられました。

そこで、アメリカの事例も参考にして、社債の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、社債のコベナントのモデル作成について検討を行い、2011年、コベナントモデル（参考モデル）を公表いたしました。なお、このコベナントモデルは、拘束力があるものではなく、あくまでも社債に対する柔軟かつ適切なコベナントの付与を促進するよう参考例を示すという位置づけのものです。

22 ページでコベナントのモデルの内容を簡単に紹介しています。

このコベナントモデルは「社債コベナント参考事例集」、「組合せモデル」、「抵触時の対応に関する規定例」の3項目で構成されています。そのうち最初の「社債コベナント参考事例集」は、(1) 社債のコベナントを企業に対して一定の行為を規制する追加負担制限コベナント、(2) 定期的に財務指標を確認するための財務維持コベナント、(3) これらのコベナントの実効性を担保するためのレポーティングコベナントに分類し、それぞれコベナ

ツの解説や社債要項に盛り込むべき文例を示しています。

23 ページに、参考事例集のチェンジオブコントロール条項の箇所を抜粋しています。中身の説明は省略いたしますが、各コベナンツに対してその解説と社債要項で規定する場合の文例を示しています。

次に、「コベナンツ組合せモデル」です。コベナンツにつきましても、複数のモデルを組み合わせることで効果をより強固にすることができる一方、組合せによっては意図しない期限の利益の喪失を生み出す可能性もあります。そのため、効果的と考えられるコベナンツの組合せや注意を要する組合せについて例示をすることといたしました。

例えば、3.「新たな効果が得られる組合せ」の最初の矢印に「担保提供制限と有担保負債比率維持」を挙げていますが、こちらは担保提供制限が社債間に限定されている場合、有担保負債比率維持条項を組み合わせることによって、社債権者の劣後的地位につき、問題解決に近い効果が得られるということで例示しているものでございます。

また、2.「類似するコベナンツの組合せ」の最初に挙げている負債の制限と負債比率維持の組合せは内容が類似しているため、同時に付与すると厳しい効果が生じてしまうということで、注意的に書いているものです。

25 ページです。3点目はコベナンツに抵触した場合の対応に関する規定です。社債におきましては、コベナンツに抵触すると、直ちに期限の利益の喪失や繰上償還が発生するといった硬直的なアクションがとられることが想定されやすいという指摘があります。これを踏まえて、(1)「期限の利益の喪失」では、①当然喪失に加え、②として、コベナンツに抵触しただけで期限の利益を喪失するというのではなく、社債権者からの書面での請求が行われ、かつその後、一定の治癒期間を経ても抵触状態が解消されない場合に期限の利益を喪失するという請求喪失の方法も示しています。

また、コベナンツの抵触のときに期限の利益を喪失するのではなく、(2)社債権者の請求による繰上償還、(3)利率の引き上げの対応例もあわせて示しています。

26 ページです。このコベナンツモデルは、コベナンツが柔軟かつ適切に設定されるよう 2012 年に作成したのですが、先ほども紹介したとおり、現在に至るまでコベナンツの付与について大きな進展は見られておらず、このことが信用リスクの高い社債への投資を阻む要因の 1 つとなっています。また、昨年 9 月に開催された金融庁の市場制度ワーキングにおいても、社債権者保護の観点から、コベナンツの内容が適切十分なものになっているのかという指摘もされております。こうしたことを踏まえ、本協会においては、先ほど紹介した活性化ワーキングにおいて、現在、コベナンツの付与のあり方について検討を行っています。

検討は、まだ開始したところで、結論が出ているわけではありませんが、その模様を少し紹介させていただきます。

まず、コベナンツの種類につきまして、先ほどのコベナンツモデルでは、多様なコベナンツが柔軟に設定されるよう数多くのコベナンツを並列的に記載していましたが、今回のワーキングでは相対的に信用リスクの高い市場の創設に向けて、投資家が必要最低限求めるコベナンツまたは投資家保護上必要と考えられるコベナンツを基本的に付与すべきコベナンツと位置づけて検討を行っています。具体的には、チェンジオブコントロール条項やレポーティングコベナンツを基本的付与すべきコベナンツとすべきかということについて、検討を行っています。

さらに、コベナンツモデルは参考例を示したもので、拘束力はありませんでしたが、基本的に付与すべきコベナンツにつきましては、投資家保護上必要と考えられるものと位置づけられますので、これについては一定の拘束力を持たせる必要があると考えられます。

そこで、例えば日証協の規則やガイドライン等において社債の引受の審査の際に、基本的に付与すべきコベナンツの付与状況の審査を証券会社に求めることの是非についての検討を行っています。こちらの検討についてはまだ結論が出ているものではありませんので、本日ご出席の先生方からもご意見がございましたら、ぜひ今後の検討に活かしていきたいと考えています。

## Ⅳ. 債務に対するコベナントの開示

次に、債務に対するコベナント開示の取り組みについて、その背景及び経緯を紹介させていただきます。

28 ページです。なお、この場合のコベナントは社債のコベナントも含まれますが、どちらかというところローンのコベナントを対象としています。先ほども申し上げましたとおり、我が国の社債にはほとんどコベナントが付与されていない一方で、銀行には多様なコベナントが付与されています。こういった状況において投資家が十分かつ適切な情報に基づいて投資判断を行うためには、社債発行企業の債務の状況や付与されているコベナントの内容の把握が重要となります。

このため、これらの事項につき、開示の充実を図ることを目的として、ローンや社債のコベナントの開示について事例集の作成を検討することといたしました。検討に当たりましては、社債投資家が銀行ローンに劣後した状況を正確に把握できるようにするため、銀行ローンの重要なコベナントを開示すべきという開示に肯定的な意見もありましたが、一方で、コベナントの開示により、企業が銀行間の情報の非対称性を利用して資金調達柔軟性を確保することが困難になるといった意見や、銀行ローンのコベナントを開示しても、銀行が設定するコベナントの意図や抵触時の対応が第三者にはわからないので、開示にはあまり意味がないといった慎重な意見も多く寄せられました。

多様な意見がございましたが、最終的には既に社債を発行している企業に影響を与えないように考慮しつつ、これまで社債を発行していない信用リスクが相対的に高い企業においてもコベナントの開示が重要であるということや、開示により投資家のアクセサビリティが向上することを認識してもらうため、2016年9月に「コベナント開示例示集」を公表いたしました。

29 ページで、その概要を紹介しています。位置づけですが、当時の法令下における開示制度を前提として、コベナントの状況について社債発行企業



による自主的な情報開示が進むよう、参考として開示の判断基準、開示内容、また、これまでの開示例を紹介したものでして、強制力を有するものではありません。

具体的な内容としては、コベンツの開示基準につきましては、(2)の①継続企業の前提に重要な疑義を生じさせる場合、また、②の債務の状況について投資判断に重大な影響を与えると判断される場合について、それぞれどのような事情が発生したらこれらに当たるかという基準を示すとともに、(3)開示の内容について、その場合に開示する内容を例示したものです。

30 ページです。コベンツの開示につきましては、直近で動きがありましたので、紹介させていただきます。「コベンツ開示例示集」の公表後もコベンツの開示が進まなかったことはご承知のとおりです。このような中、2022年6月、金融庁のディスクロージャーワーキングにおきまして、ローン契約と社債に付されている財務上の特約に関し、特に重要性が高いと見込まれる財務上の特約について重要な契約として開示されることが適切という提言がなされ、2023年12月、この提言を踏まえ、ローン契約と社債に付される財務上の特約の開示について、開示府令等の改正が行われました。

改正の内容を紹介します。

有報提出会社が財務上の特約の付されたローン契約を締結した場合であって、その元本の総額が連結純資産の10%以上の場合には契約の相手方の属性、元本総額、担保の内容といった契約の概要、また、財務上の特約の内容を記載した臨時報告書を提出するとされました。

さらに、有価証券報告書の提出会社が財務上の特約の付されたローン契約を締結している場合で、その残高が連結純資産10%以上の場合には契約の内容、財務上の特約の内容を開示するとされています。

なお、今回の改正は財務上の特約がついたローンのみが対象となっていますので、財務上の特約のないローンは開示の対象ではありません。また、臨報の提出要件については、パブリックコメントの改正時では連結純資産の3%以上とされていましたが、臨報の提出件数が著しく増加し、企業の負担

が過剰になるというパブコメの意見を踏まえて10%に引き上げられています。

また、開示の内容につきましては、パブコメ時の案では、ローンの相手方の名称を開示するとされていましたが、ローンの相手方の名称の開示により、銀行の貸出姿勢が推測されて、不要な信用懸念を惹起するおそれがあるという意見を踏まえ、具体的な名称でなく、契約の相手方の属性、恐らく都銀とか地方銀行が想定されますが、このような属性のみを開示すればよいとされました。

いずれにしても、今回の府令の改正により、社債投資家とローン債権者との間の情報格差が一定程度解消されると思いますので、それについては大いに期待しているところです。

一方で、アメリカにおいては、コベナントを含むローン契約の詳細な内容が、臨報に相当する Form 8-K により適時に開示されていることと比べますと、まだまだ改善の余地があるとも考えています。このため、今後は財務上の特約の有無にかかわらず担保提供を含む債務の発生や既存債務への担保提供、また、10%未満のローンの開示など一層の開示の充実が望まれるところです。

## V. 社債管理

次に、社債管理について説明いたします。

32 ページです。まず最初に、本協会が設立した社債権者補佐人制度について、その背景や経緯を紹介させていただきます。先ほどの説明のとおり、近年においては社管を設置しない FA 債が大半を占めております。

このような中、サブプライムローンを発端に金融不安が続き、2008 年から 2009 年にかけて不動産会社の社債デフォルトが相次ぎ、有事の際の低格付債のリスクの高まりが再認識されるようになりました。

このような背景のもと、2つ目の矢印のとおり、信用リスクが相対的に大きい企業も含めた多様な企業による社債発行及び投資の裾野拡大を図るため

には、発行会社の財務内容等のモニタリングやデフォルト後の債権保全・回収に関し社債権者をサポートする担い手の必要性が指摘され、社債権者保護の仕組みの構築について本協会のワーキングにおいて検討することとしました。

その結果、2015年3月に社債管理人制度の創設を提言した報告書を公表し、その後、2016年8月には社債管理人を社債権者補佐人と改称した上で、この制度の普及・利用促進に向け、補佐人制度に関し、社債要項や業務委託契約に規定すべき事項及び具体的な規定の内容を取りまとめた報告書を公表いたしました。

33 ページで、社債権者補佐人制度の概要を紹介しています。

補佐人制度は発行会社の財務内容等のモニタリングやデフォルト後の債権を保全する仕組みです。その特徴としては、FA 債に対し、社債要項や業務委託契約に基づき任意に設置するものであり、また、業務の範囲は法令改正を伴わずに当時の法令の範囲内で実行できる限度とし、さらに制度の実効性を確保するため、業務内容を明確化し、裁量を排除した業務を行うとされました。

補佐人の法的性質につきましては、社債権者全員のために行う業務については、発行会社と補佐人との間で締結する社債権者補佐人業務委託契約を、発効会社を「要約者」、補佐人を「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」と構成し、社債権者の社債購入をもって黙示の受益の意思表示があったものとしています。

また、個別の社債権者のために行う業務につきましては、委任契約または準委任として契約規律されます。

担い手につきましては、幅広い担い手を確保するという問題意識のもと、銀行・保険などの金融機関に加え、弁護士法人・弁護士も担い手といたしました。

次に、業務内容です。34 ページをご覧ください。

補佐人の業務内容は社債の期中の業務とデフォルト後の業務に分かれま

す。期中の業務のうち、発行会社からの通知の受領及び社債権者の通知業務につきましては、投資家や証券会社からのニーズが特に高く、また、会社法上の社債管理者にはない新しい仕組みであることから、具体的な業務内容について検討を行いました。①の通知事項の受領及び社債権者への通知につきましては、イベント等が起こったときに発行会社から補佐人に報告し、それを社債権者に通知するものです。②は、期限の利益の喪失事由等が発生していないことを発行会社が定期的に補佐人に提出するとともに、自社のホームページで公開するものです。

社債のデフォルト後業務のうち債権の届出につきましては、総額での届出を行うことも検討しましたが、民法の代理制度における顕名主義のもとでは、補佐人が社債権者を特定せずに債権届出をする代理行為は認められないと考えられたため、総額の届出でなく、社債権者から個別委任に基づき届出を行うとしています。

あとは時間の関係で飛ばします。

次に、35 ページ、補佐人の課題です。補佐人制度は法的根拠がない委任契約に基づくもので、その権限が法令の範囲内に限られており、社債権者が期待する役割を十分に果たせないという課題がありました。

①は、先ほど申し上げた社債の総額での届出です。総額での届出が認められないため、個別に社債権者から委託を受けた上で債権届出を行うという煩雑な仕組みをとることになりました。

②は、社債権者集会の招集です。補佐人には集会の招集権限がないので、招集権限のある社債権者から要請があった場合でも、みずから招集者になることはできません。また、発行会社が社債権者集会の招集要請に応じない場合には、裁判所への社債権者集会の招集の認可申請を行う必要があるなど、補佐人による集会の円滑な招集も困難となっていました。

また、裁判所関係の手續につきましては、非訟事件手続法や弁護士法との関係から、補佐人が弁護士等である場合以外には行えないという課題もありました。

こういった課題があること、また、この制度が必ずしも市場関係者に十分に周知や理解がされなかったこともあり、補佐人制度を利用した社債が発行されることはありませんでした。

次に、社債管理補助者制度に移ります。

社債権者補佐人制度には、今申し上げました課題があったことから、本協会におきましては、これらの課題の解決に向けた取り組みの必要性を訴えるとともに、当局に対し要請も行ってきました。また、2010年に入ってから、2010年の1月にはJAL社債、9月には武富士社債、2012年2月にはエルピーダメモリ社債、2017年6月にはタカタ社債がデフォルトになり、さらにアルゼンチン共和国が我が国で発行したサムライ債訴訟におきましては、2016年の最高裁判決では、当該債券の管理会社の銀行に任意的訴訟担当の地位が認められましたが、2014年の一審判決及び2015年の二審判決では管理会社に任意的訴訟担当の地位が認められず、社債権者の権利保全の手段が法的に不安定な状況にさらされていました。

こうした中、2017年4月、法制審の会社法制部会において、社債管理のあり方に関する検討が開始され、その後、2018年2月に公表されました中間試案において社債管理補助者制度の創設に向けた方針が示され、2019年12月に社債管理補助者制度を盛り込んだ改正会社法が成立し、2021年3月の法施行によりまして補助者制度がスタートしました。

37ページに、補助者制度をまとめています。対象となる社債は、社債管理者不設置債です。

契約形態は、補助者は社債権者の法定代理人となりますが、あくまでも社債権者自身が社債の管理を行うことを前提に、補助者はその名のとおり、その補助を行うという建てつけになっています。

担い手は、金融機関に加え、弁護士・弁護士法人等にも資格を認めています。

権限は、補助者は社債の管理の補助に際し、裁量の余地が限定された権限を有しており、法律に具体的な内容の定めのある法定権限と、委託契約によ

り具体的な内容を定める約定権限に分かれています。社債権者集会の招集は、原則として社債権者から請求があった場合のみに権限を有し、補助者は自発的に集会を招集する権限を与えられていません。また、社債管理者に規定のない補助者特有の義務として、社債の管理に関する事項の報告に係る義務を講じることがありますが、その対象となる範囲や方法については、委託契約で定めることとされています。

義務及び責任はご覧いただいているとおりです。

38 ページに社管と補助者との比較を示していますので、ご興味があれば、後ほどご覧いただければと思います。

39 ページです。日証協におきましては、補助者に対する取り組みとして、補助者に関する社債要項及び委託契約書の規定例を示した報告書を 2021 年 6 月に公表しています。報告書におきましては、補助者の業務を法定権限に基づく業務、社債の管理に関する報告に関する業務、約定権限に基づく業務に分類した上で、補助者に最低限期待される業務を基本的業務として整理し、その権限や業務内容について社債要項の規定例を示しています。

また、補助者の基本的業務としては、法定権限に基づく業務の破産手続等への参加や清算手続における債権の届出に加え、約定権限に基づく社債権者集会の招集等について規定例を示します。

40 ページでは、社債管理に関し報告すべきと考えられる事項につきまして、6 点を挙げています。このうち⑤期限の利益喪失事由の発生と、⑥期限の利益の喪失につきましては、当該事実が金商法上の重要事実該当する可能性があるため、報告を受けた社債権者のインサイダー取引規制の抵触リスクを排除する観点から、発行会社が当該事実について金商法上の公表を行った場合に限り、補助者が社債権者へ報告することとしています。

2 番以降は時間の関係から飛ばさせていただきます。

41 ページです。補助者につきましては、昨年 9 月に第一号案件が出ましたので、その概要について特徴的な点を中心に説明いたします。

発行体はジャパンインベストメントアドバイザーというオペレーティング

リース事業を主力事業としている会社です。この社債は、発行金額 35 億円で 2 年満期と比較的小規模かつ短期間の社債ですが、「銘柄」欄にあるとおり、無格付で発行されています。社債管理補助者はみずほ銀行が務めていまして、補助者として社債権者への通知、社債権者集会の招集、社債要項の備置・閲覧、債権の届出といった業務を行います。なお、社債権者への通知につきましては、この社債は社債権者の数がかかなり限定されていることから、社債権者が通知に必要な連絡先としてメールアドレス等を補助者に伝えて、補助者はその届け出られたメールアドレスに通知することとしているようです。

42 ページです。この社債はコベンツについても特徴的な点があります。まず、付与されているコベンツの種類ですが、担保制限条項以外に純資産額の維持と利益維持の財務上の特約が付いています。また、コベンツにヒットした場合の対応についても、期限の利益について当然喪失ではなくて、コベンツのヒットが判明した日から 1 カ月以内に期限の利益を喪失した者の総額が社債全体の 2 分の 1 を超えたときに期限の利益を喪失する、また、全社債権者が期限の利益喪失の請求を行わない旨を通知した場合には、期限の利益の喪失請求権が放棄されたとするという柔軟な対応がとられております。

こうして補助者設置の第一号銘柄が出たので、今後これを皮切りに、補助者制度の活用が進むことを期待しており、本協会のワーキングでも今後検討を行っていく予定です。活用策として、例えば社債の発行のときには補助者を設置せず、期中に格付が一定以下に下がった場合に補助者を設置するような仕組みについても検討していきたいと考えており、この点についても皆様からご意見がございましたら頂戴できればと考えています。

## VI. 最後に

最後に、全体のまとめを申し上げたいと思います。44 ページです。

こちらは先ほどご覧いただいた社債市場の懇談会の概要を再掲したものです。2009 年の懇談会設置当時に課題とされていました最初の矢印の我が国

社債市場は欧米と比較して小規模な市場にとどまっている点や、2つ目の矢印の社債の発行が、信用格付が相対的に高い一部の企業にとどまっているといった点は、残念ながら現在においても大きな進展は見られておりません。

その背景については、これも当時、認識されていましたが5つ目の矢印のさまざまな複合的要因が考えられるといった点、また、これらの要因の中には容易に克服することができないものもあるといった点も、現在も当てはまると思います。

社債市場、特に低格付社債の市場におきましては、発行体、投資家、そして管理や販売を行う者が十分に存在しておらず、発行銘柄がないから投資家が育たない、逆に、投資家がないから社債が発行されないという、いわゆる鶏と卵の関係が長年続いています。少しずつ変化は見られていますが、いまだに間接金融が優位と言われている状況が続いている中、容易に克服することができない要因が現在も存在していることは認めざるを得ないと思います。

そういった意味では、この施策を一つ講じれば、社債市場が活性化するという絶対的な施策は現実的にはなかなか考えがたいと思います。したがって、我々としては、これも当時言われておりました地道な努力により克服していくことが可能な要因について、多くの皆様の協力を得ながら検討を重ねてきましたし、これからも検討を継続していくつもりです。

こういった検討はまさに地道な努力ですので、大きな結果が直ちに出るといったことではありませんが、本日の報告でも申し上げましたが、最近になり、幾つかの動きも見られるところです。

例えば、具体的な取組みの2つ目として紹介しました債務に対するコベナントの開示では、当初は日証協におきまして、マーケットに対する参考資料として「コベナント開示例示集」を作成しましたが、この開示例示集は拘束力があるものではなかったため、例示集の作成後もコベナントの開示が大きく進展することはありませんでした。しかし、この開示例示集を作成、公表したことによって、コベナント開示の必要性や重要性がアピールされたこと、



また、コベナンツ開示のためには拘束力のある手段を講じる必要があるという認識が広まったという効果もあったと考えており、このことが先般の一定のコベナンツの開示を義務づける開示府令の改正にもつながった面があると考えています。

また、まずはマーケットに対する参考資料として、ある程度幅広に参考例を示して、その後、範囲を絞って拘束力のある規制を取り入れていくといった流れは、最初の取り組みとして紹介した社債に対するコベナンツの付与についても、今同じような流れのもとに検討を行っているところです。さらに、社債管理につきましては、日証協が提案した社債管理補佐人制度をもとに、会社法改正により社債管理補助者制度が整備され、昨年、第一号案件が出てきたことは今ほどの報告のとおりです。

このような具体的な動きがさらに進むことにより、我々の地道な努力が実を結び、社債市場の活性化が現実化するよう検討を継続していく所存です。で、皆様からも引き続きご指導を賜ればと存じます。

私からの報告は以上でございます。ありがとうございました。

## [討議]

○**神作会長** 松本様、大変貴重なご報告をありがとうございました。日本証券業協会は社債市場活性化に向けて長年にわたり取り組みをされてこられました。これまでの取り組みの概要と、目下の取り組みの課題や問題点等について詳しいご報告をいただきました。

それでは、ただいまのご報告に関連して、ご自由にご質問やご意見をお出しただければと思います。どなたからでも、また、どの点についてからでも結構でございます。オンラインでご参加の方はチャットあるいは手を挙げる機能を使って、会場でご参加の方は手を挙げて、ご発言の意思を示していただければと思います。

○**小出委員** ご報告ありがとうございます。大変興味深く伺いました。

私は一番初めということで、非常に初歩的な質問をさせていただきます。

26 ページにある、社債に今後どのようなコベナンツを付与していくことが望ましいかということの検討について教えていただければと思います。

ユニゾの事例について、17 ページから 18 ページで要因についていろいろ説明いただきました。ユニゾは私も新聞などを読んでいて、非常にショッキングな事例だと思ったのですけれども、まさに本日、課題として示していただいているように、この事例が起きてしまったのにはさまざまな要因があったろうと思います。第1のきっかけとしては、支配株主の異動があったということで、それに関する社債権者保護が十分ではなかったというのもあると思うのですが、今回デフォルトしてしまった直接的な要因というのは、支配株主の異動があった後に、「社債権者の損失を招く財務活動」と書いていますけれども、要するに買収者に資金が流れてしまったことであつたのではないかと思います。

そのように考えたときに、26 ページのワーキンググループでの検討で、投資家が必要最低限求めるコベナンツとして、チェンジオブコントロールとレポーティングコベナンツが挙げられています。このうちレポーティングコベナンツについては、あらゆるコベナンツの前提となるものだと思いますので、これが必要であるというのは非常によく理解できます。一方、もちろんチェンジオブコントロールも有益であること自体は否定はしないのですけれども、例えば財務制限条項などと比べても、チェンジオブコントロールのほうが最低限求めるコベナンツとして、まずは優先的に議論されているのはどういう背景があるのか。

私も不勉強ではありますが、アメリカでもチェンジオブコントロールのコベナンツについては、昔、例えば買収防衛的なものに使われてしまうのではないかと、あるいは社債権者が企業の支配権に対して発言権を持つ結果になることが本当に望ましいことなのかどうかといった議論があつたんじゃないかと思います。

チェンジオブコントロール条項で想定されているのは、チェンジオブコントロールがあつたからといって当然全てが償還されるというわけではなく

て、そうした事実を開示した上で社債権者に対して適切な判断権を与えるという趣旨であることは理解しているのですけれども、これを置くよりも、もしかしたら財務制限条項みたいなものを充実させたほうが、社債権者の直接の保護につながるのではないかと素人目には思うのです。この点について、なぜこれが優先的に議論されているのかということについて教えていただければというのが1点目です。

もう1点も似た話なのですけれども、どういう条項であるにせよ、基本的に付与すべきコベナンツという形で検討が進められていると伺って、非常に興味深く思ったのです。仮にそういうものがあるのだとすると、こういったものが望ましいというだけではなくて、本当に最低限必要なものであれば、何ならたとえば会社法上、社債についてはこういうものが求められるというように、法制度化していくこともあり得るように思います。

これが望ましいのだというだけだと、以前の参考モデルと同じことになって、望ましいのはわかっているんだけど、実際は使われないこともあり得るような気がします。この辺、法律によって義務づける形と、望ましいものを示していくという形のとの境界線といいますか、制度設計としてどのような議論がされているのかについても教えていただければと思います。非常に原始的な質問で申しわけありませんが、よろしく願いいたします。

○松本報告者 小出先生、ご質問ありがとうございます。確かにユニゾの事例を見ると、支配株主の異動という大きなイベントがありましたが、直接的にデフォルトにつながったのは、その後の財務活動かと思っています。

海外の例を見ますと、我々が調べたところだと、合併や買収及び資産売却制限は、アメリカだと、例えばハイイールド債では80%以上付いているようです。一方、チェンジオブコントロールは大体半分ぐらいということで、効果としては恐らく資産売却制限等のほうが、こういった事例に対しては直接的であろうかと思っています。

一方で今回、我々が考えているのは最低限付与すべきコベナンツということで、このコベナンツは最低限、少なくとも格付が低いところには付けてほ

しいといったときに、発行体に対する影響というか、発行体がそういったことを受け入れてくれるかということになると、資産売却等は難しいという実務的なところもあり、まずはチェンジオブコントロールからという議論を今しているところです。ご指摘の点はおっしゃるとおりかと考えています。

2点目の法制度化につきましては、ワーキングにおいて特に法令の形で義務づけるという議論は行っておりませんし、私自身も法令で求めるものではないと思っています。

その理由は、こういったコベナンツを付けるかというのはその会社の財務状況、業態、業容等によって異なってくるので、法律によって一律に義務づけるのは難しいと思っています。

ただ、その中でも、こういった低格付のものでということであれば、最低限これというものはあるのではないかということで、今、その部分については、日証協の自主ルールで何らかの拘束力を持たせられないかという議論を行っているところです。

○小出委員 そうしますと、この必要最低限、というのは、特にハイイールドとか信用格付の低い社債において、これまでの参考モデルよりも強い形で実務上求めていく、その意味も含めて周知を図っていく、そういう趣旨だということによろしいでしょうか。

○松本報告者 はい。

○小出委員 わかりました。ありがとうございます。

○行岡委員 松本様におかれましては、本日は貴重なご報告をいただき、どうもありがとうございます。私からは、大きく2点、お伺いしたいと思っています。いずれもコベナンツの話です。

1点目は、先ほどの小出先生のご質問とも関連するかもしれませんが、今回、投資家が最低限求める、基本的に付与すべきコベナンツとして、チェンジオブコントロールとレポーティングコベナンツを規則ないしガイドラインに明記することを提案されているということでした。しかし、素朴に考えますと、投資家が最低限求める、あるいは最低限必要なコベナンツということ

であれば、特に規制などの手当てをしなくても、投資家がそれを要求してコベナントが付与されることになるのではないかと、思われるところです。それにもかかわらず、現実には、最低限必要だと考えられるようなコベナントさえ付与されていないということなのですが、その原因はどこにあると考えられておられるのか、教えていただきたいと思います。

2点目は、コベナントの柔軟性の確保に関する点です。まず、前置きで問題意識を説明させていただきます。コベナントに関しては、社債に限らずローンでも、一般に実効性の確保と柔軟性の確保という難しいバランスが求められるのだと思います。すなわち、元利金の支払いを確保するために債務者（発行体）をしっかりと縛ることが必要であるけれども、他方で、コベナントによって債務者（発行体）の事業展開を過度に制約することがないように、ある程度の柔軟性を用意しておくことも必要なのだと考えられます。

金融機関のローン契約においては、さまざまなコベナントが付されますけれども、コベナントに違反したからといって直ちに期限の利益が喪失するということは通常は想定されておらず、むしろウェイバーやアmendメントによって、ある程度、柔軟に対応することが想定されているのだと理解しています。

これに対して、社債においては、社債権者が多数存在し、しかも、誰が社債権者であるかを把握することも必ずしも容易ではないので、ローンにおけるような形で柔軟性を確保することが相対的に難しく、それゆえ、発行体としても、おいそれとコベナントを付与することはなかなか難しいという問題があるのだと理解しています。

そのような柔軟性を確保するという観点から、本日の資料の42ページ、社債管理補助者設置債の第一号案件は、注目に値するように思われました。それといたしますのは、担保制限条項以外のコベナント（財務上の特約）に関して、違反が判明した日から一定期間以内に社債の総額の2分の1を超える社債を有する社債権者から期限の利益喪失が請求されたときに限って期限の利益を喪失させるという内容の請求喪失条項が付されているためです。これ

は、私が先ほど申し上げました、コベナントの柔軟性を確保する1つの工夫として理解することができるように思われます。諸外国でも、ハイイールド債の実務では、請求喪失条項として、例えば25%以上の社債権者が請求した場合に限って期限の利益を喪失するなどという形で契約条項がつけられることが比較的多いものと認識しています。

前置きが長くなり、ここからがご質問なのですが、本日ご紹介いただいたコベナントモデルでも、請求喪失に関してご説明、ご紹介がありました。このような一定割合以上の社債権者の請求による喪失という形での契約条項のモデルは提示されていなかったと思います。それはなぜなのか。我が国でこういった建てつけで契約をつくる、請求喪失条項をつくることに何らかの実務的な懸念があるということなのかなと想像しましたが、こういった契約条項について、何か実務的な、具体的なお懸念や制約があれば教えていただきたいというのが2点目の質問です。非常に長くなってすみません。

○松本報告者 2点、ご質問いただきました。

1点目のコベナントの付与について、基本的なコベナントは投資家が要求するはずで、なぜそういうことがなされなかったかというご趣旨だったかと思います。行岡先生ご指摘のとおり、海外を見ると、投資家側からの要請があって、コベナントの付与が増えてきたと認識しております。コベナントは、発行体が積極的に導入しようというものではないと思いますので、投資家側からの要望があって実現することだと思っています。

日本においては、先ほど幾つかデフォルトの事例がありましたが、これまであまりデフォルトがなかったという事情があります。コベナントはデフォルトがあったときに効果が出てくるものなので、そういう意味からも、投資家から声が出づらかったという事情があるかと思っています。

また、本当にコベナントが必要な低格付の社債も発行されなかったのも、そこも1つ、コベナントが付いていない理由かと思っています。

さらに言いますと、コベナントがあまり付いていないという状況が多いので、投資家の中にはそういったものを所与のものとして受け入れてしまって、

あまりコベナンツに関心がなく、コベナンツを付けたからといって発行条件にあまり影響は出ないのではないかという声も聞かれております。幾つか複合的な要因があるかと思いますが、私の認識していることは以上のとおりです。

2点目の、一定割合の社債権者の意思に基づいて権利行使をしていくという点については、今回のジャパンインベストメントアドバイザーは投資家の数がかかなり限られたケースで、そういったことから社債権者を特定することも容易なので、メールのやりとりで意思の確認を行います。

一方、投資家の数が増えてくると、投資家が誰かということの確認には、保振を通じて確認する制度があり、その手続を踏むことになります。その場合、発行体からの伝達の方法は、発行体から保振に通知が行って、保振から証券会社に通知が行って、場合によっては証券会社にぶら下がっている証券会社に通知が行って、さらに投資家に行くという、かなり複雑というか、何層にもなるので、迅速に社債権者に伝達したり、意思を聞いたりすることがなかなか難しいと思っております。

それと、社債権者集会の決議が必要な事項については、社債権者集会を電子だけで行うことが認められておりませんので、その辺の難しさもあるのかと考えております。

実効性の確保については、我々も非常に重要な問題と思っておりますので、今後、先ほど申し上げました、神作先生に主査をしていただいているワーキングで、実効性の確保の手段について検討を行っていきたいと考えております。

○**行岡委員** 実務的な制約も含めてよくわかりました。ありがとうございます。

○**飯田委員** 小出先生の問題意識と関わる点ですが、必要なコベナンツについて、日証協でモデルをつくって自主規制の中に取り込んでいくと、必要なコベナンツがついていないものは証券会社のほうで引き受けないという形で動いていくことになると思います。会社法で義務づけるというルートもある

かもしれませんが、自主規制を通じたものでも法律による義務化に近いような機能を果たすことになるのではないかという感想を持ちました。

それから、行岡先生のご指摘との関係ですが、コベンツがついていないものが多いというのが日本の現状だということについて、今、松本さんがお答えになったように、現状としては格付の高い発行体が発行していることが多いので、コベンツがついていないものも多いということかなと思いました。

質問としては、低格付の会社が社債を発行したいと思ったときに、投資家と交渉する場面で、コベンツを入れる、またチェンジオブコントロールなどを入れながら発行するという提案をしたときに、投資家側からはコベンツがついていても投資したくないのでしょうか。低格付債を発行することを検討する場合において、コベンツをめぐる交渉は行われているのかについてはいかがでしょうか。

○松本報告者 私が認識している限りは、今、低格付の社債を発行しようとする企業はそう多くないので、今現在、そういった交渉が行われているという状況ではないと認識しております。

○飯田委員 そうだとすると、あるべきコベンツをせっかく日証協でつくったときも、状況がどこまで変わるのか、若干暗い見通しかないと、今のお答えを聞いて思いました。

最後にコメントですが、アメリカの例でいうと、アメリカも機関投資家からの反対が強くてポイズンピルを廃止していく方向に流れていくのと裏返しのように、社債（ボンド）にチェンジオブコントロール条項を入れていく割合がちょうど反比例するような形でふえていくという経緯もあります。そうだとすると、コベンツが発動したときにどれだけ効力があるかという設計にもよりますけれども、買収の防衛的な側面という形で使われる可能性があることには留意しておく必要があるのではないかと考えています。

特に、今、日本の経産省の出しているソフトローとか判例法理に基づくと、買収防衛的なものについては株主意思の原則という話があります。他方で、



社債でのコベナンツでチェンジオブコントロールで事実上の買収防衛的な機能を果たすような内容にもしなっているものがあるときは、あまり株主意思は反映しない形になると思います。そのあたりは留意して制度設計していく必要があると思います。

その意味では、証券会社ないしは日証協のモデルとか、そのあたりがどこまでフィルターをかけるというか、株主の利益に反しないような内容になっているかということにも留意しながら、しかし社債の投資家の利益保護も考えながら、3当事者間のバランスを見ながら考えていくという形で制度設計をしていく必要があるのではないかと思います。

○**松本報告者** 先生がおっしゃられるとおり、チェンジオブコントロールが買収防衛的に使われるという側面があることは我々も認識しているというか、注意しなければいけない点だと思っております。一方で、通常の場合、企業の買収等を行う場合、買収される企業が有している債務等は一旦きれいにした上で買収を行うという実務が行われると聞いております。チェンジオブコントロールがどこまで防衛的に使われるかというところはありますが、そういった論点があることは我々もきちんと注意しなければいけないと思っております。

ご指摘いただいた基本的コベナンツを付けることでどこまで変わるのか、大きく変わることはないのではという点は、我々としても、最後のほうに申し上げたところにも通じますが、これをしたからといって低格付の社債がどんどん出てくるというのは少し難しいかなと思っております。まさに鶏と卵の関係で、逆に言うと、このくらいのコベナンツが付かないと、投資家の方も、海外の投資家を含めて投資はできないのではないかとということで、こういったことを続けていくしかないと考えております。

○**大崎委員** ご報告ありがとうございます。感想めいたことを申し上げますので、コメントをいただければと思います。

私は、日本の社債市場の問題は、一番最初にご紹介いただいた、発行額や発行残高がアメリカの10分の1、それに対して売買高がアメリカの50分の

1、という点に集約されているのではないかと思います。要は、流通市場が存在しないということです。

これは何が問題かというところ、皆さんで詳細に議論されてきたことに水をひっかけるみたいな言い方になって大変失礼かとは思いますが、例えばレポーティングコベナントの導入は大いに結構だと思いますが、コベナントに基づいて情報が開示されたとき、投資家は一体何ができるのかが問題です。実際、社債市場で大きなデフォルトが起きるたびに、結構スキャンダルじみた展開になって、例えば昔のマイカルとかJALのときもそうですし、今回のユニゾもそうですが、大変大騒ぎになる。

それに対して、株式市場では会社が経営破綻して上場廃止になるということは決して極めてまれというわけではありません。大規模な粉飾決算などが行われた場合はもちろん大きなスキャンダルになりますけれども、上場廃止になるとか経営が破綻するという自体は、そんなに深刻な問題とは受けとめられていない。なぜかというところ、結局、そこに至る過程でさまざまな情報が公表され、売買が起きて、最後の最後は、本当に潰れそうな会社の株をばくちと思って買ってみようという投資家くらいしか残っていないからです。

そういう人たちからすると、5円とか10円とかで手に入れた株が結局ゼロになってもしょうがないという前提があるのではないかと思います。他方、今、社債の市場で、例えばディストレストファンドみたいなものが、デフォルトが近づいていると思われる社債を買い集めるという事象はほとんど存在しないのではないかと私は思っております。結局、投資家からすれば、流通市場が存在しないのでどんな情報が開示されても売り抜けることができず座して死を待つしかない、手の打ちようがないという問題が非常に深刻なのではないかと思います。

もう一つ、日本の社債市場の問題点を象徴しているのが、ローンと社債のパリパスがないというご紹介のあった事象であります。ちょっと悪い言い方をすると、シニアの社債がみんな劣後債になっている。それがあたかもシニ

アローンと同じようなものであるかのような発行条件で発行されていれば、魅力のある投資対象だとはとても言えないのではないのでしょうか。

かつ、投資家の構造を見ていると、金融機関の保有が非常に多い。結局、社債が発行できるような、ある程度、真つ当な会社と、かなり力のある取引のできるメガバンクを初めとする有力金融機関が、過度のエクスポージャーを持ちたくないときに、地域の金融機関に、いわば分担させる手段として社債が使われているというのが実態なのではないか。ユニゾの破綻のときも、最後に残っていた社債権者の多くは地域金融機関だったわけです。その辺の構造が変わってこない、制度の面からこ入れできる点はあまりないのではないかという気がしてしまいます。

一番の問題は流通市場をどうつくり上げるかということですが、それについて何かお考えがあれば伺いたいです。

長くなって恐縮ですが、小出先生、飯田先生からもお話があった、チェンジオブコントロールというコベナンツの問題です。私もこれは非常に危惧します。今はまだ日本は経営支配権市場が十分に確立しているとは言えない状況であるにもかかわらず、これがコベナンツの検討の中で最有力の問題だと出てきて、あまり深く考えないまま、とにかくチェンジオブコントロール条項を入れておくといいというふうに受けとめる発行者が出てきたり、あるいは深く考えた上で、これはうまい話だから入れておこうという発行者が出てきたりすることを正直危惧します。あまりこういうものを検討の高い優先順位に置くべきではないのではないかと思う次第です。

○松本報告者 流通市場については、我々も頭が痛いというか、長年の問題として捉えており、幾つか制度改正も行っています。特に、2つ申し上げたうちの1つは、売買参考統計値です。基本的には公募している銘柄については、社債も含めてほとんどの銘柄について毎日売買参考統計値を公表しておりますが、この精度を上げるという改革を行っております。

もう一つは、売買参考統計値は実際の取引に基づくものではありませんが、実際に取引した結果についても価格等を発表するという制度を実施していま

す。ただし、これも取引が少ないこととの関係で、流動性が低い銘柄、すなわち格付が低い銘柄を発表すると、投資家の手口がわかってしまうということで、今、社債の取引の実際の価格を発表しているのが A+ 以上の銘柄となっております。社債の投資家が少ないので制度としてもやりづらいという面もあって、このところはかなり難しい問題かなと思っております。

ユニゾの例を見てみても、持ち続けていた投資家もいますが、最後のほうは海外の投資ファンドのような投資家を買っていて、海外の投資家には、そういった投資を専門に行うような、大崎さんおっしゃったような投資家もいますが、日本にはそういう投資家がないことが問題点かと思っております。投資家を増やすためにどうすべきかについては、日証協だけで何とかできる問題ではありません。例えば資産運用立国の一環として、債券の投資家も、国内にいないのであれば海外から呼び込むとか、そういうことが必要になってくると思っております。

また、チェンジオブコントロールのご指摘についてはきちっと受けとめたいと思っております。

○大崎委員 今の話で、流通市場についても一言、余計なことを申し上げたいと思います。

私が心配しているのは、今、金融経済教育を推進するという話が一方であって、これは結構なことですが、非常に教科書的に、債券というものは株式投資に比べると、相対的にリスクが低いものであるという教えがあります。これをあまり真に受けてしまうと、社債を買うことは株式を買うことよりも常に安全な投資であると思う一般の人がふえるのではないかと思っています。

これは、ちゃんとした流通市場が存在するという前提があればということもきちっとつけ足すとか、信用リスクは価格変動リスクとは違うものだけでも、例えば5年の年限の信用リスクは5年間絶対に潰れないと思っていなくて非常に怖いことになる。下手をするとオール・オア・ナッシングになるということもあわせて教育していかないと、マイカル債とかアルゼンチンのときも結構個人に累が及んで大騒ぎになった。そういうことがまた繰り返さ

れて、逆風が吹くのではないかと懸念している次第です。

○松元委員 大変まとまった報告をいただきまして、どうもありがとうございます。大変勉強になりました。

きょうのご報告では、社債市場を活性化したい、リスクが物すごく低い会社以外の会社も社債を発行できるようにしたいというお話を頂いたように思います。この点との関係で、今の太崎先生の最後のお話とも関連するかもしれませんが、その場合、どういった投資家がそうした社債に投資することを想定しているのか、必ずしもぴんときていません。

ご報告の途中で、今は国内では社債は銀行が4割程度持っていて、投資家層に偏りが見られるというお話があったと思います。今回、推進していこうという社債が、例えばリスクの比較的高いものを含んでいるとすると、そういったものを、投信にすら手を出していない、一般の、これから投資の世界に入っていく人たちにマッチングさせるというのは、必ずしもぴんとこないところがあります。

社債市場を活性化する場合、どういった投資家が社債を買う状況が望ましいと考えていらっしゃるのか、ご感触をお伺いできると大変ありがたいです。

○松本報告者 我々が投資家の候補となり得ると考えているのは、日本ではあまりない投資実績がない投資信託やファンドのような機関投資家の方です。

投資信託等であれば複数の銘柄に投資しますので、低格付の社債に投資して、例えば1つの銘柄がデフォルトしても分散が図られます。1つの銘柄に投資するのではなく、投資信託やファンドのような複数の銘柄をプロが運用する、そういった投資家が一番の候補とっております。そのときに、もちろん銘柄がないという問題もありますが、社管の関係で1億円以上の投資単位となっており、その単位が大き過ぎて投資信託に入れづらいという声も聞こえております。そういったところも銘柄がないという問題だけでなく、投資信託が投資する際のハードルになっていると考えていますので、この点についても検討が必要と考えております。

○松元委員 大変よくわかりました。

○小出委員 社債管理補助者について、私も会社法ができた後に授業とかでも話すのですが、しかし実際には例がないので、「こういう制度がある」としか話せなかったのです。第一号案件が出たということで、望ましいことなのではないかと思います。

これは単純な興味からの質問で、もちろん、ビジネスの話ですから、答えられない部分もあるかと思いますが、昨年9月にこの会社が社債管理補助者を設置することを決めた決め手が何だったのかは今後の参考になると思います。このような第一号案件が出てきたのは、みずほ銀行さんが頑張ったということなのかもしれませんが、どういう背景があったのかについて、もし何か情報があれば教えていただければと思いました。

あるいは、もうちょっと一般的な聞き方をしますと、これを機に、今後こういういったものが広がっていくような雰囲気みたいなものが実務の中にあるのかということについて、教えていただければと思います。

○松本報告者 私もそんなに詳しく承知してはおりませんが、こちらの案件については、補助者を務めていらっしゃるみずほ銀行が発行体の方に働きかけて、第一号として誕生したと認識しております。今現在、この動きが広がっているかということ、残念ながら必ずしもそういうことではないと認識しています。

○小出委員 これはみずほ銀行さんにお聞きすべきなのかもしれませんが、この社債管理補助者というビジネスは、社債管理補助者となる銀行にとって、やりたくなるようなビジネスになっているのかどうか、今後の制度の中では大事だと思うのですが、現実問題として、ビジネスとしてペイするものになっているのでしょうか。これもなかなかわからないかもしれませんが。

○松本報告者 ペイするかどうかは私も詳しくは承知してはおりませんが、やはり補助者については業務が限定されておりますので、社管に比べてフィーは低く抑えられていると聞いております。今後は、ある程度、業務が確立さ

れ、効率化されることによって、ペイするビジネスになっていくのではないか、もしくはなっていってほしいと考えているところです。

○齊藤委員 本日は貴重なご報告をいただきましてありがとうございます。社債関連の規制のあり方について、歴史的な経緯も含めて大変よくわかりました。

1点の感想を申し述べ、1点のご質問をさせていただきます。まず、感想のほうですが、すでにご議論があったところですが、大崎先生のご整理が、従来の社債による資金調達的位置づけとして私が有していた印象にとっても近いものでした。株式も社債も同じ金融商品であるところ、株式市場は日本でもそれなりに厚みがあるのに、社債のほうはどうしてそうではないのかという点につき、流通市場が発展しておらず、流通市場を通じて作り出される情報や売買の機会が不足しているところが1つのハードルになっているのではないかと思いました。

他方で、本日のお話から理解したところでは、日本の社債の規制は、その位置づけと、期待されている機能が食い違っているようにも思われました。というのは、一方で、社債は安全な金融商品であるべきであるという要請に応えるために投資家保護に努めておられるところ、他方では、実際には劣後債的なポジションにあり、金融機関の貸付債権よりも劣後しているところはなかなか変わらないと指摘されました。劣後債のような地位にあるのであれば、相対的にリスクも高いはずであるところ、それならば利回りのよさを売りにして投資家にとって魅力なものにする、という道もあるのではないかと思います。しかし、ハイリスク債のような市場を育てていくことにはまだ消極的な状況があり、どういう形でこのジレンマを解消していくのが社債の市場の発展にとって必要なのかなという印象を持ちました。以上が感想でございます。

質問は、社債管理者が使われないという残念な事態についてなのですが、社債管理者は710条などの責任が非常に重いところが普及のためのハードルになっていると理解しています。例えば、710条等で定められている責任に

ついて、法律上、責任制限のようなものを認めていけば、普及していく余地はあるのでしょうか。

○**松本報告者** 統計の中でも触れさせていただきましたが、なかなか社管のなり手がいません。その理由についても、齊藤先生おっしゃられたとおり、善管注意義務の範囲が不明確で、今はかなり幅広く業務を行う必要があると捉えられていること、また、誠実公正義務についても範囲が不明確なので、二の足を踏んでいるということかと思います。

現在、社債の管理会社にはメインバンクが就任しているケースが多いですが、特に公平誠実義務については、デフォルト時には社管としての義務と、債権者でもあるので、債権の回収行為という、ある意味、相反する立場に立ってしまいます。そういうところで、デフォルトの可能性があるような低格付への社管の就任をメインバンクが躊躇してしまうところがあるかと思います。

一方、そういった企業と与信取引を行っていない銀行が社管になることも選択肢としてはあるかと思いますが、その場合、メインバンクに比べて情報を持っていないので、そういった中で善管注意義務が果たせるのかというまた別の問題が出てまいります。そういったことから、社管の担い手がなかなか出てこないと認識しています。

義務の範囲が狭まれば、社管の担い手が出てくるかは、社管の責任が明確になることで、就任に前向きな銀行も出てくるかと思っておりますが、どういう範囲になるかにもよろうかと思えます。一概に結論的なことは申し上げにくいところです。

○**齊藤委員** 善管注意義務の内容がわかりにくいという問題は、例えば取締役の責任についてもあるはずですが、取締役の責任については、判例の蓄積により、その内容や外延について相場観が共有されてきたといえるように思えます。しかし、710条についてたくさんの判例が積み重なるという事態が近い将来に期待できると考えることはちょっと難しいと思えますので、法律により責任の範囲を明確にする方法を認めることなどにより、社債管理者に



就任する者がさらされるリスクを可視化することが、これが使われていく制度になるために必要であるように思いました。

ただ、情報の入手経路については、法で手当することは難しそうでありまして、別のメカニズムが必要だと理解いたしました。

○武井委員 松本様、とても整理されました、またわかりやすいご説明を誠にありがとうございました。皆さんのご質問と相当かぶるのですが、端的にコベナンツを導入しても、それを守らせる仕組み、責任持って見る人が必要なのだと思いますが、アメリカではこれをどうやっているのでしょうか。投資家が自分で動く必要があるのか。さっきの投資信託は受託者責任を負ったプロなので、プロの方が持つと動きが活発になるのか。アメリカはどのようにコベナンツを守らせる仕組みをやっているのか、ご存じの範囲内で教えてくださいたいと思います。

○松本報告者 アメリカにおいては、問題がある事象があると、多くの場合に投資家がコンソーシアムをつくってトラスティに指示をして、発行体と交渉するということですので、投資家が主導と認識しております。

○武井委員 トラスティが通常いるわけですね。

○松本報告者 アメリカでは、1000万ドル以上の社債にはトラスティの設置義務がありますので、トラスティもいます。投資家がコンソーシアムを形成してトラスティを通じて発行体と交渉するということかと思えます。

○武井委員 アメリカのトラスティと、日本の社管とか補助者とは相当違うのでしょうか。トラスティとか交渉する相手がいることで、コンソーシアムも組みやすいのだと思います。基本的な質問で申しわけありません。社管とか管理補助者とは似て非なるものでしたか。

○松本報告者 アメリカのトラスティは、恐らく日本の社管と近い立場と思います。ただし、アメリカのトラスティは、利益相反の考え方が、デフォルト前とデフォルト後で違っていると認識しております。デフォルト後には、その発行体に債権を持っている者はトラスティを継続できないことになっています。デフォルト後は利益相反の考え方が厳しくて、デフォルトが生じた

場合は、発行体に債権を持っていたら、別の銀行にトラステイを代わってもらう制度になっていると認識しております。その部分は日本とは違うと思います。

○**武井委員** ありがとうございます。管理補助者にしろ、施行後まもないですが設置がやっと数件。置かれないのは、なる人がいないという以前に、コストを割こうとしていないという面はないのでしょうか。日本は全般的に、こうした守りの面にコストを割こうとしないという問題があり、本件もその一例ではないかと思います。でもこれって社会的に必要なインフラの必要経費なのだと思うのです。不特定多数の人にシニアかどうかよくわからないものを売っている疑念が起きうるのだとしたらなおのこと。社債権者を守る仕組みは1つのインフラであって、必要なインフラ経費ではないか。昔の自由化の前のガチガチの発行制限的な管理の話から、反転して、自由化によってこうした守りの面まで市場原理に委ねて自由にしすぎている。補助者等のなり手の問題もありますが、その表裏として、守りにコストを割こうとしていないという面はないですか。

○**松本報告者** 社管を設置すれば当然コストがかかります。担い手がいないこととコストの問題、両方あるかと思います。

○**武井委員** その守りのインフラコストはきちんと割くべきで、コストは安い方が良いという単純な市場原理に委ねさせるべきではないのだと思います。さきほどチェンジオブコントロール条項の話が出ていましたが、上場株について今、親子関係とかで、子会社の一般株主保護のために子会社の独立社外役員とかにいろいろな責務を課していて、またこうした子会社の社外取締役を含めたコストは必要経費として皆さん、受け入れているのだと思います。それが、不特定多数にばらまく債券、社債になった瞬間、何もなくてもよいのかという気がします。

何をもって自由化というかですが、何でもかんでも自由にすることで社債という物が流通する環境が逆に整わない臨界点があって、現状では、日本で社債が流通する市場もできていないという気がします。必要なインフラコス

トをかけさせるという規律は、証券業協会さん経由になるかもしれませんが、どこかでやらざるを得ない気がします。守りのインフラコストまで自由競争に委ねているという部分が、今後本当に社債市場を日本で本格化、活性化させていくにあたって、従前からの変わらぬ課題だと思います。以上、感想です。

○松井（智）委員 私は最初のほうをお伺いすることができておりませんでしたので、説明を聞き逃しておるかもしれませんが、4ページの残高を見ていたら、2020年ごろから、発行している額の増え方に比べると残高がかなり積み上がっているような印象を受けまして、長期債にシフトしているのかなという気がしました。その印象で正しいのか。もしそうであれば、それは例えばコロナの際の財務的な一時的な問題によるものなのか、あるいはESG債とか長期的な資金調達の方に社債が動いているからなのか、何かしら理由みたいなものがもしあれば伺えればと思いました。

○松本報告者 ご指摘のとおり、長期債がふえていることが、発行に比べて残高の伸びが増えているということかと思います。その要因は、恐らく一番大きいのは、金利が低いときに長いもので出しておいて、金利の負担を減らしたいということで、長期債が増えているということかなと推測しております。

○松井（智）委員 ただ、今までも金利はずっと低かったわけで、そうだとすれば今後の金利上昇を考えて駆け込みで資金調達をしているといった分析になるでしょうか。

○松本報告者 ちょっとそこまで詳しく分析できておりません。申しわけございません。

○宮下委員 松本様、ご報告ありがとうございます。大変勉強になりました。

私からは、チェンジオブコントロール条項の買収防衛的な効果に関するお話のところ、松本様、及び、関連するご発言をされた先生方にご質問させて頂ければと存じます。チェンジオブコントロール条項が、買収防衛、買収

を抑止することに対して、どういう効果を発揮すると考えるかという部分です。

先ほどのご報告の中で、松本様からも少しあったと思いますが、100%買収の場合、特に買収者が買収資金を借入れて調達する場合には、通常は既存の借入れは買収時点で全部弁済した上で、買収者が新たに調達するローンに一本化するという方式がとられるので、例えば既存のデットが銀行借入れである場合、チェンジオブコントロール条項があってもなくても既存のデットに関しては全額弁済というのが基本的なストラクチャーになります。そういう意味では、社債にチェンジオブコントロール条項がついていることが、買収防衛にすごく効果を発揮するという感じでもないのかなと思います。

また、LBO ではない場合についても、仮にチェンジオブコントロール条項が付いていて、その時点で直ちに全額弁済しなければならなくなるのだとしても、対象会社が元々その条件で借入れができていたということは、借入れ後に信用状況が悪化したとか、買収によって対象会社自体の信用状況がすごく悪化するということがなければ、対象会社において改めて借入れを行うことができる可能性があると思われます。そうである場合、その点でも、チェンジオブコントロール条項の存在は、買収防衛効果を発揮しづらいのではないかと思います。

そうだとすると、社債にチェンジオブコントロール条項がついていることは、どのような意味で買収に抑制的な効果があるのではないかという議論になるのか。特にアメリカでもそのような議論があるというお話があったと思いますが、例えばアメリカではこのような議論がされているということをお伺いできると、大変ありがたいと思いました。

例えば、対象会社のビジネス上、非常に重要で不可欠なライセンス契約にチェンジオブコントロール条項が付いているという状況と違い、チェンジオブコントロール条項が発動することにより対象会社の価値が毀損されるわけではないため、結局、買収者側の資金調達だけの問題ではないのかと。確かに資金調達面でのハードルは上がるのだと思いますが、そのことだけの問題

であると考えて良いのかどうか。そのあたりをお伺いできればと思いました。

○**松本報告者** 我々の過去の議論においては、チェンジオブコントロール単体というよりも、チェンジオブコントロールと、幾つかの追加負担のコベナントを組み合わせると、買収防衛的な色合いが出てくるのではないかという議論をしておりました。例えば、チェンジオブコントロールと負債の制限を一緒に付けるとか、資産処分に関する制限を付けるとか、セール&リースバックの制限、こういったものと一緒にチェンジオブコントロールが付いた場合、財務上の制限と相まって、買収防衛のような色合いが出てくるのではないかという議論がかつてございました。チェンジオブコントロール単体でということ、我々の議論ではあまりなかったかと思えます。

○**宮下委員** 資産処分の話は、買収した後に資産を売却して、売却代金を買収資金に充てることに対する制約という意味合いですか。

○**松本報告者** そのように理解しております。

○**宮下委員** もし可能であれば、米国における議論に関して、どなたか先生方からお伺いできると大変勉強になります。

○**小出委員** 飯田先生に後で補足していただこうと思いますが、私は、実務では、買収のときには全て社債は弁済しているということは、実は存じ上げていませんでした。ですので、私は非常にシンプルに、チェンジオブコントロール条項があると、社債についての弁済をしなくちゃいけないので追加でキャッシュが逃げていくことになるから買収しにくくなる、と思っていました。1990年代ぐらいにはアメリカでもそういう議論がされていたのではないかと思います。その後、恐らくそういう議論も踏まえて実務が変わってきたということを宮下先生に教えていただいて、私も勉強になりました。

ただ、先ほど大崎先生からもありましたが、こういったものが広く使われていくようになると、今、実務は確かにそういう状態を回避するような形で運営されているのかもしれませんが、あえてこれを買収防衛的に使うような発行者が出てくる余地は、一応あり得るのかなという気もいたします。

今まさに宮下先生がおっしゃったとおり、本質的に問題なのは、チェンジ

オブコントロール自体ではなく、その後に出てくる資産流出行為のほうだということであれば、私のもともとの問題意識も、そちらのほうが実は優先的な事項なのではないかということでした。ただ、それは現実的にはメインバンクとの関係等でも難しいのではないかという話だったと思います。あまりお答えになっていませんけれども。

○**神作会長** 飯田先生から、何か追加のコメント等ございますか。

○**飯田委員** 宮下先生がおっしゃるとおり、ポイズンピルと同等の買収防衛的な意味はないと思いますし、私も発言の中で設計次第だと申し上げたのはその趣旨であります。例えば、それが発動するときに償還金額の1%上乗せで直ちに償還させられるとか、そんな感じでチェンジオブコントロールがないときに比べれば発行会社の財産がより多く流出してしまうとか、そんな感じになっていることがあるという程度のものだと思います。

ただ、それをもっと悪用するような仕組みにしてしまうことも、契約自由の中でできると思いますから、そういうこともあり得るのではないかという趣旨でした。

あと、実証研究だと、割とチェンジオブコントロールがあるような社債が入ったときには、そういう経営者が自己保身のために入れているのではないかという整合的なデータがあったり、株価が下がったとか、そんな実証研究があるのですが、いずれにしろ、その中身次第ということで、松本さんの回答とか、小出先生のコメントと同じような印象を持っています。

○**宮下委員** 私の発言が少しミスリーディングだったかもしれませんが、買収の際に既存借入れを全額弁済するという話は、あくまでもLBOの際の既存の銀行借入れを念頭に置いたものになります。社債については、全額弁済するという事は必ずしも行われていない認識ですが、社債ではなく銀行借入れであれば全額弁済しているので、そういう意味で、それが社債であることによって、殊さら買収防衛的な効果があるわけでもないのではないかと、という趣旨で申し上げさせて頂きました。

私も全く買収防衛効果がないと思っているわけではなくて、多額の社債が

発行されている場合、チェンジオブコントロール条項が付いていて、それを全額借り換えなければならない、その部分についても買収者が資金調達しなければならないとなると、それはそれで資金調達面でハードルが上がるという意味での効果はあるのだらうと思います。

ただ、飯田先生がおっしゃった例のように、追加で何か特殊な条件が入っているということであれば、単に債務を弁済しているというだけなので、企業価値が毀損することにはならないと思います。単に資金調達面でのハードルが上がるという意味合いでの買収防衛効果であるというところを確認させていただきたかったものになります。

○**神作会長** ほかにご発言はいかがでしょうか。よろしゅうございますか。

そろそろ終了の時間が近づいてきました。本日は、松本様には大変貴重なご報告をいただきました。私も社債市場の活性化について若干関与させていただいておりますが、非常に大きな難問です。特に日本の場合には、銀行借入れがそれほど難しくないのに、さらに低金利のときにはさまざまなコストをカバーできないので、これまで社債を発行してこなかった会社に社債市場を利用してもらうことには、いろいろと難しい問題があると思います。

しかし、私は、日本の市場全体を見た場合、社債のウエイトがもう少し大きい方が全体としてバランスが良いのではないかという気がしております。社債市場の活性化について、難しい問題が山積しているとは思いますが、これまでどおり地道に取り組みを進めていただけると大変ありがたいと感じました。

よろしければ、社債市場の活性化について長年にわたりご尽力いただいた理事長から一言お願いできますでしょうか。

○**森本理事長** あまり法律的、制度的ではないことだけ、一言申します。

本日はメンバーの方々から、低格付債はなかなか投資家も居なくて、こういう制度をいじっても、直ちに効果が発生するのかというご指摘があったと思います。我々としては、結局、社債市場が日本で発展してこなかったのは、銀行ローン市場との食べ合わせが悪いというか、銀行との関係がうまくいっ

ていなかったということが大きな原因なわけです。ただ、その銀行ローンも、もうちょっと市場原理を入れたほうがいいのではないかという趨勢は、私は役所に居た時から感じておりました。

メガバンクも、先ほどみずほ銀行が新しい試みをしたということで、考えも大分変わってきております。そういう銀行ローン市場も含めた、デット市場に市場原理がもうちょっと働くという方向性は存在するのではないか。そうした中で、社債市場のいろいろな制度をいじっても実現性がなかなか難しいのではないかという点については、松本常務が申しましたように、いろいろな努力をすることで、今申しました趨勢とかみ合っただけで効果が発生してくることを信じて取り組んでおるところでございます。

ぜひ皆様にもこの問題に関心を持っていただいて、引き続きいろいろご意見等をいただければと考えております。

○**神作会長** それでは、本日の討議はこのあたりで終わらせていただきたいと思えます。ご報告いただきました日本証券業協会の松本オブザーバー、大変ありがとうございました。

次回の研究会は、議事次第にもございますように、3月25日（月）の14時から16時に開催させていただきます。私から資産運用業規制に関してご報告させていただく予定でおります。

本日は足元の悪い中、ご参加いただき、大変ありがとうございました。これにて閉会とさせていただきます。



# 日本証券業協会の社債市場活性化に向けた 制度整備に関する取組み

2024年2月6日

日本証券業協会 常務執行役 自主規制本部長  
松本 昌男

## 目 次



1. 我が国社債市場の現状	…… P 2
2. 日証協における社債市場活性化に対する検討体制	…… P13
3. 社債に対するコベンツの付与	…… P20
4. 債務に対するコベンツの開示	…… P27
5. 社債管理	…… P31
6. 最後に	…… P43

# 1. 我が国社債市場の現状

## 1. 我が国社債市場の現状 序：社債市場のこれまでの変遷

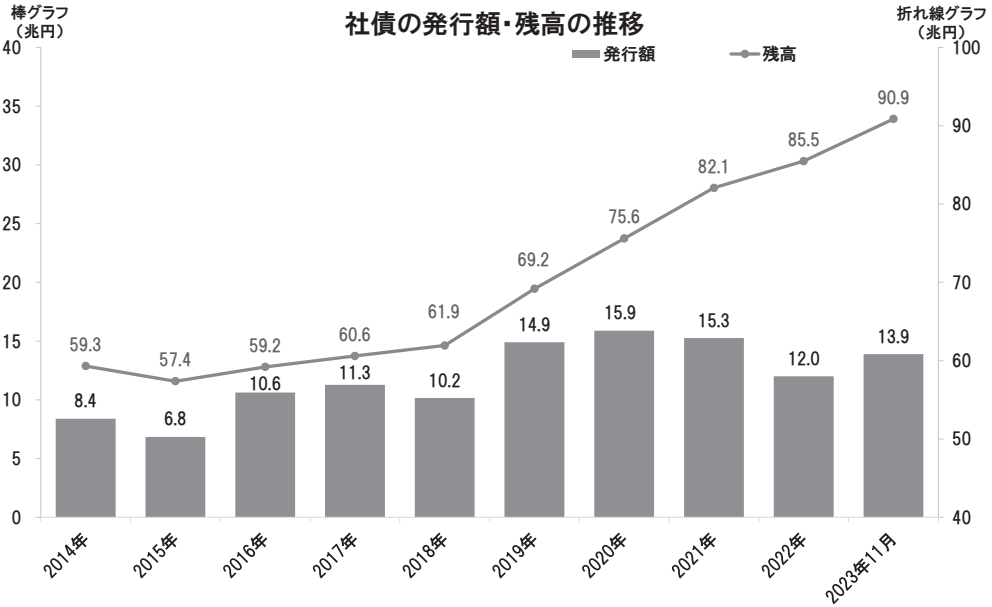


- ◆ 我が国社債市場は、戦後長らく、担保を付すことが原則（有担保原則）とされ、社債の受託会社であるメインバンクが社債の発行条件等に強く関与する構造が続いてきた。また、起債に当たっては、社債発行限度枠規制に加え、政府・日銀主導（のちに民間主導）により、適格企業や起債量の調整が行われる等、社債の発行は厳しく制限されていた。
- ◆ 1977年、証券取引審議会基本問題委員会が「望ましい公社債市場の在り方に関する報告書」を公表。  
⇒ 社債発行市場について、①起債会の廃止による起債の自由化、②引受業務の集中化の阻止による競争促進、③債券種類の多様化、④債券多様化の一環として無担保社債の検討等について提言
- ◆ 1979年、産業界等からの要請を受け、厳しい適債基準（格付基準、財務制限条項等）の条件付で完全無担保公募事業債の起債が認められたが、依然として厳しい起債制約により、国内社債市場の空洞化が進む。
- ◆ 1986年、証券取引審議会公社債特別部会が「社債発行市場の在り方について」を公表。  
⇒ すべての企業に発行機会を与えかつ発行の仕組みを市場原理に基づくように変えるべく、①有担保原則の見直し ②起債の仕組みの改善、③受託制度の在り方の明確化、④引受け業務の在り方の改善、⑤社債の多様化の推進、⑥社債発行限度の見直し等について提言。
- ◆ 1993年、商法改正による社債募集の受託会社廃止（社債管理会社制度導入）及び社債発行限度規制の撤廃。  
⇒ 受託会社であった銀行の役割が社債の管理に特化され、制度上、発行条件における関与が消失（発行条件に証券会社が関与）。一方、事実上の機能であった発行会社デフォルト時の社債の買い取り機能もなくなる。
- ◆ 1995年、初の社債管理者不設置債（FA債）発行
- ◆ 1996年、社債適債基準の撤廃・財務制限条項の自由化され、社債発行の原則自由が確立。  
⇒ 社債間限定同順位担保制限条項のみが付与されたFA債の発行が大半を占めることになった。

出所：松尾順介「日本の社債市場」（東洋経済）、一般財団法人 ゆうちょ財団「社債市場に関する調査研究2019年度」、みずほコーポレート銀行証券部「銀行実務詳説 証券」（金融財政事情研究会）に基づき作成

# 1. 我が国社債市場の現状

## ① 発行額・残高の推移（国内発行額・残高）



(注) 投資法人債を含む。

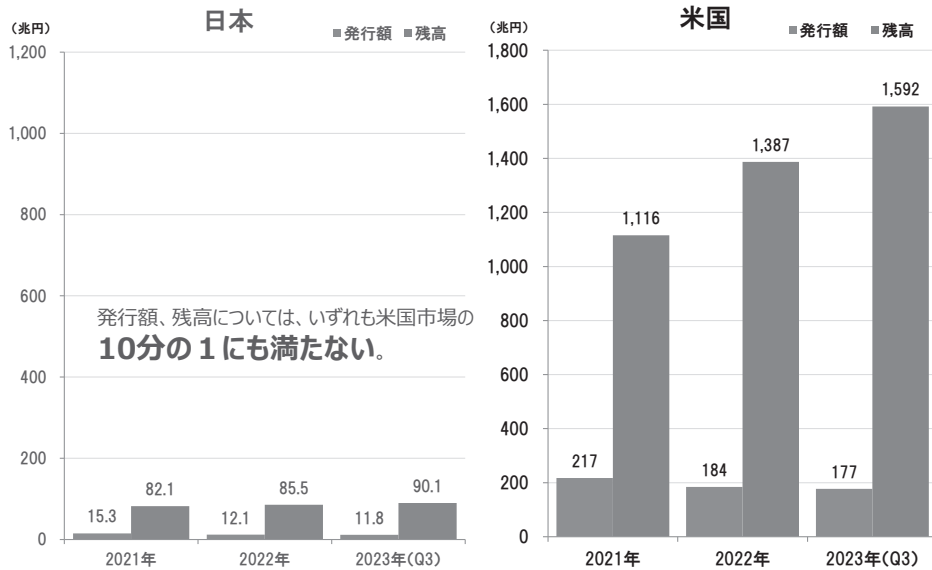
出所：日本証券業協会「公社債発行額・償還額」に基づき作成

© Japan Securities Dealers Association. All Rights Reserved.

4

# 1. 我が国社債市場の現状

## ② 発行額・残高の推移（日米比較）



(注) 米国の発行額・残高は、各年12月の基準外国為替相場を基に換算（2023年(Q3)は1ドル：150円）（以下同じ）。

出所：日本証券業協会「公社債発行額・償還額」及びSecurities Industry and Financial Markets Association「US Corporate Bonds Statistics」に基づき作成

© Japan Securities Dealers Association. All Rights Reserved.

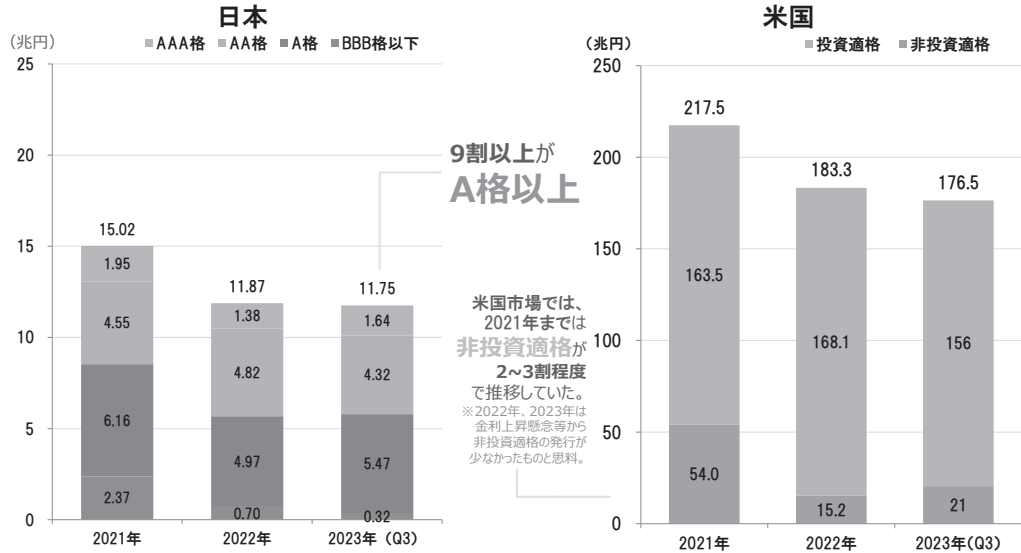
5

# 1. 我が国社債市場の現状

## ③ 格付別発行額の日米比較



### 格付別社債発行額



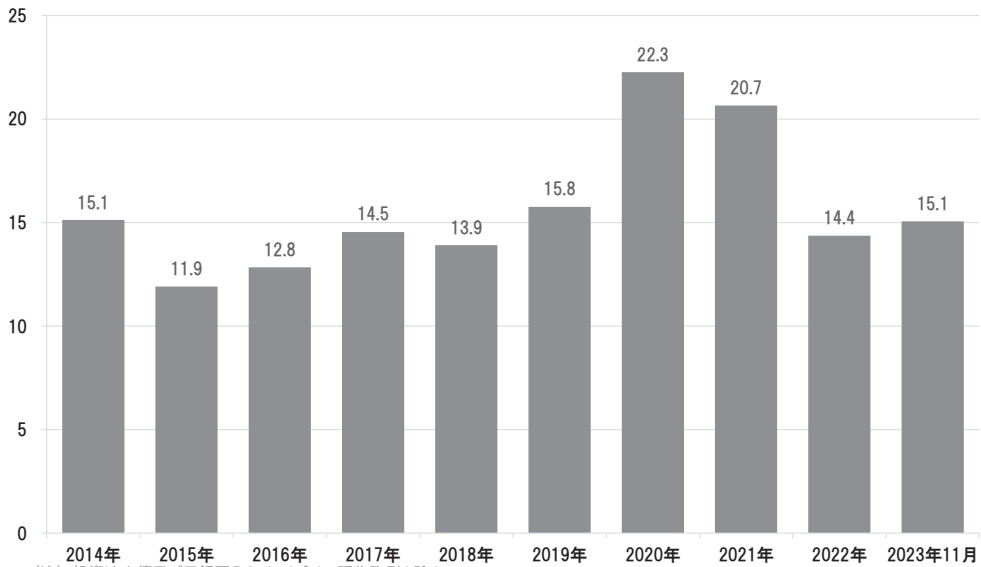
(注) 日本の発行額は、投資法人債を含む。  
 出所：日本証券業協会「公社債発行銘柄一覧」及びSecurities Industry and Financial Markets Association「US Corporate Bonds Statistics」に基づき作成

# 1. 我が国社債市場の現状

## ④ 取引状況 (国内売買高の推移)



### 社債の売買高推移



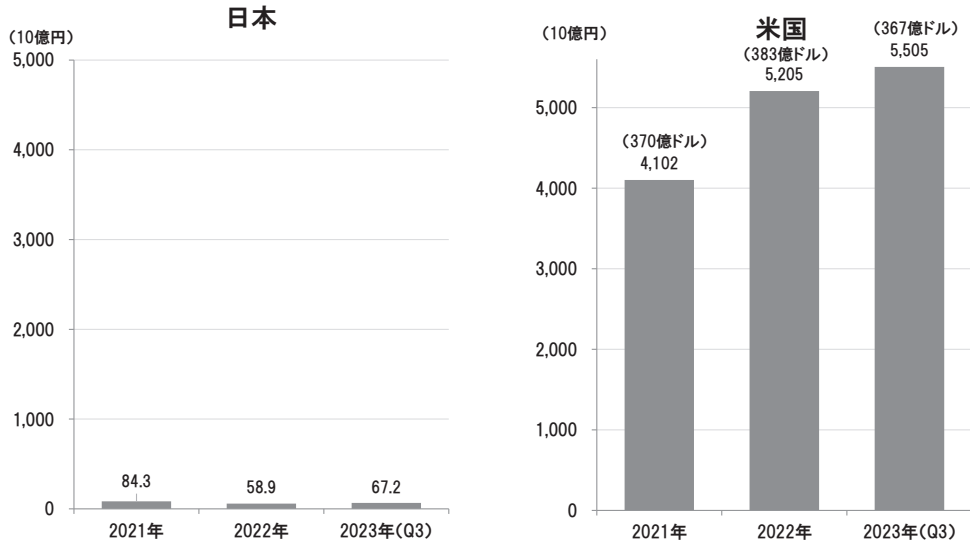
(注) 投資法人債及び日銀買入れオペを含む。現先取引を除く。  
 出所：日本証券業協会「公社債店頭売買高」(2018年4月分までは「公社債種類別店頭売買高」)に基づき作成

# 1. 我が国社債市場の現状

## ⑤取引状況（売買高（1日あたり・日米比較））



売買高（1日あたり）



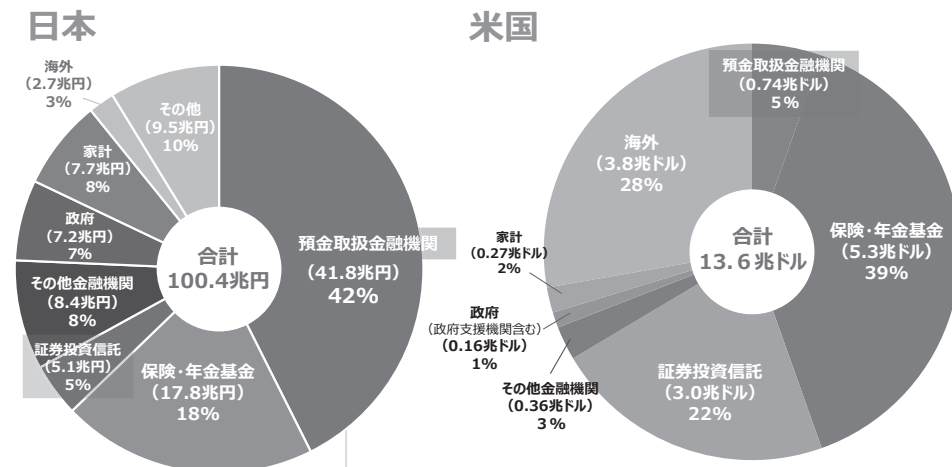
(注) 日本の売買高は、投資法人債及び日銀買入れオペを含む。現先取引を含まない。  
 出所：日本証券業協会「公社債店頭売買高」及びSecurities Industry and Financial Markets Association「US Corporate Bonds Statistics」に基づき作成

# 1. 我が国社債市場の現状

## ⑥保有状況（日米比較）



社債の保有状況（2023年9月末時点）



国内では、銀行の保有率が**4割程度**と高く、投資家層に偏りが見られる。

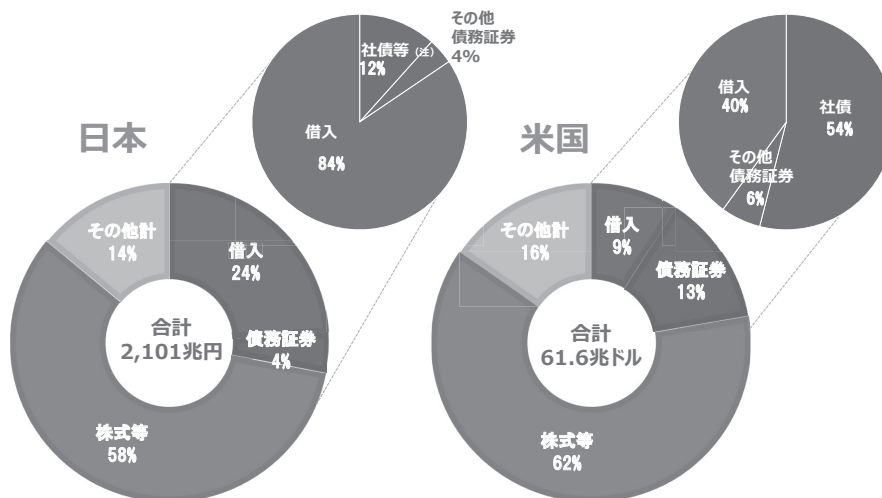
(注) 米国については、米国企業の海外発行分を含む。  
 出所：日本銀行「資金循環統計」及びFinancial Accounts of the United Statesデータに基づき作成

# 1. 我が国社債市場の現状

## ⑦金融負債構成（日米比較）



民間非金融法人企業の金融負債構成（2023年9月末時点）



特にデットファイナンスに占める社債の割合は、米国市場に比べて小さいものとなっている。

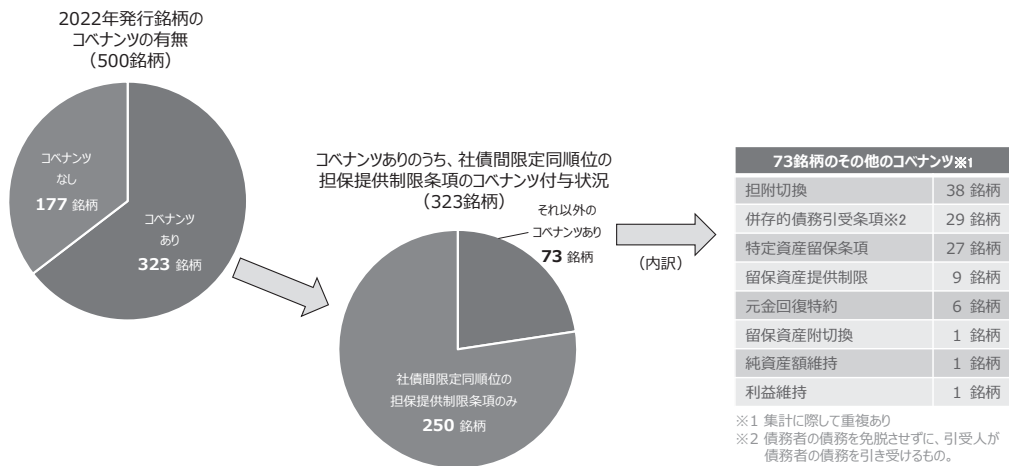
(注) 社債等は、普通社債及び新株予約権付社債。  
出所：日本銀行「資金循環統計」及びFinancial Accounts of the United Statesデータに基づき作成

# 1. 我が国社債市場の現状

## ⑧日本社債のコバナンツの付与状況



2022年発行社債のコバナンツの付与状況



- 多くの社債には、社債間限定同順位の担保提供制限条項のみのコバナンツしか付与されていない。

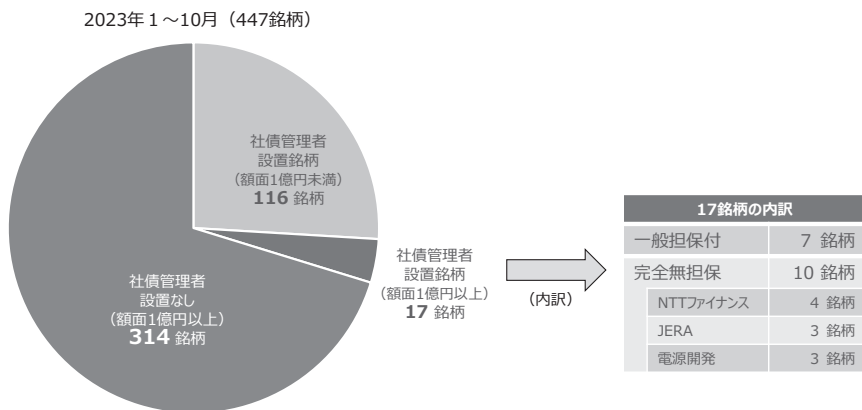
(注) 銘柄コードの付与されていない社債、投資法人債を除く。  
出所：QUICKのデータに基づき作成

# 1. 我が国社債市場の現状

## ⑨ 日本社債の社債管理者設置状況



### 2023年発行社債の社債管理者設置状況



- 額面 1 億円以上の社債（社債管理者設置義務なし）で社債管理者を設置しているのは、一般担保付社債が多くを占め、積極的に活用されているとは言い難い。

(注) 銘柄コードの付与されていない社債、投資法人債を除く。  
出所：日本証券業協会「公社債発行銘柄一覧」に基づき作成

## 2. 日証協における社債市場活性化 に対する検討体制

## 2. 日証協における社債市場活性化に対する検討体制 (1) 「社債市場の活性化に関する懇談会」の概要



### 社債懇設置の背景・目的

- わが国の社債市場は、欧米と比較して、小規模な市場にとどまっている。
- 社債の発行は、信用格付が相対的に高い一部の企業にとどまっており、格付の相対的に低い企業は社債発行がむずかしく、信用格付が相対的に高かった企業でも、格付けが低下すると、社債が発行しにくくなる状況が生じている。
- 社債の流通市場の流動性は低く、流通市場の価格情報のインフラについても諸外国の信頼性向上の取組みに比べて十分ではない状況にあると指摘されている。
- 2008年の国際的な金融危機の局面では、わが国においても短期金融市場が逼迫、一部には銀行借入れが困難な状況が生じ、一時的に社債市場も十分に機能しない事態が生じた。
- 我が国社債市場が小規模にとどまっている背景としては、様々な複合的要因が考えられる。これらの要因の中には容易に克服することができないものもあるが、市場関係者や政府当局の地道な努力により克服していくことが可能な要因も数多く含まれている。市場関係者等が、それらの要因を正確に認識し、その解決に努めていく必要がある。
- 社債市場の活性化は、企業の資金調達手段の分散化・多様化を図り、投資家の投資運用機会の拡充により、金融・資本市場の機能を強化し、我が国経済の活性化、安定的な発展に重要な役割を果たすものであり、平時からそのために必要な取組みを進め、厚みのある流動性の高い市場を構築していく必要がある。

上記の背景・問題意識のもと、わが国社債市場の活性化を図ることで金融・資本市場の機能強化および安定化、企業の中長期の資金調達手段および投資家の運用手段の多様化に資するため、2009年、「社債市場の活性化に関する懇談会（社債懇）」（座長：福井俊彦 キヤノングローバル研究所理事長）を設置

## 2. 日証協における社債市場活性化に対する検討体制 (1) 「社債市場の活性化に関する懇談会」の概要



### 社債懇における取組み

年	内容
2009年	・「社債市場の活性化に関する懇談会」設置
2010年	・「社債市場の活性化に向けて」公表
2012年	・「社債市場の活性化に向けた取組み」公表 （①証券会社の引受審査の見直し等 ②コベンツの付与及び情報開示等 ③社債管理のあり方等 ④社債の価格情報インフラの整備等） ・「コベンツモデル（参考モデル）」策定
2013年	・「売買参考統計値に関する取扱いについて」（ガイドライン）策定
2015年	・「社債の取引情報の報告・発表制度」開始 ・「社債権者保護のあり方について」公表（「社債権者補佐人制度」の創設）
2016年	・「社債権者補佐人制度に係る社債要項及び業務委託契約について」公表 ・「コベンツの状況等に係る開示基準及び開示内容の例示等について（コベンツ開示例示集）」策定
2021年	・「社債管理補助者制度に係る実務上の対応について（「社債管理補助者制度に関する実務検討部会」報告）」公表
2022年	・「社債レポ市場の整備に向けた課題対応工程（マイルストーン）」公表



## 2. 日証協における社債市場活性化に対する検討体制 【参考】ユニゾデフォルト事例



### 事例の概要

- 2019年7月、社債発行企業であるユニゾホールディングス(株) (以下「ユニゾ」という。) に対して(株)イチ・アイ・エスが敵対的買収を表明したことをきっかけに、複数の買収候補者がTOBを表明。
- 2020年4月、ユニゾの一部従業員と米国の投資会社ローン・スターが設立した(株)チトセア投資によるEBOが成立(総額約2,050億円)。  
※ EBO前に、ユニゾは、チトセア投資へ資金移動の際には、社債への担保差入れ等の方法による債権保全や期限前償還を行う旨等を定めた合意書をチトセア投資との間で締結した旨、開示していた。
- 同年6月、ユニゾ上場廃止(株式併合によりチトセア投資の完全子会社化)。
- 同年7月以降、ユニゾからチトセア投資へ配当金の支払いや貸付(総額約2,600億円)を実施。チトセア投資は当該資金を原資にローン・スターに割り当てた優先株の買戻し及び融資を返済したものと考えられる。これにより、実質的に、ユニゾからローン・スターへ約2,600億円の資金が流出。なお、当該資金は保有物件の売却によるものと考えられる。  
※ EBO前に開示した合意書に記載のあった、ユニゾからチトセア投資へ資金移動の際の社債への担保差入れ等の方法による債権保全や期限前償還の手当てはなされなかった。
- 2021年3月末から2022年9月末までの間に、ユニゾの長期借入金(約1,700億円前後で推移)に占める担保付債務(約500億円⇒約1,500億円へ)の割合は3割から9割に上昇。一方、社債は無担保のまま存置。
- 上記の借入金への担保提供(もしくは担保付債務の発生)について適時開示はされず、社債権者は自身が他の債務に劣後する立場に置かれていることを知る術がなかった。
- 2023年4月、ユニゾ、民事再生手続き開始の申立を申請。社債(7銘柄、計610億円)は期限の利益喪失。
- 同年5月、ユニゾ、再生手続開始決定。

課題①：支配株主等の異動

課題②：社債権者の損失を招く財務活動

課題③：他の債務との劣後関係

課題④：債権者間の情報格差

© Japan Securities Dealers Association. All Rights Reserved. 16

## 2. 日証協における社債市場活性化に対する検討体制 【参考】ユニゾデフォルト事例



### 事例を踏まえた課題と改善策

#### 課題① 支配株主等の異動

発行会社の「所有・経営権の異動」といった当該会社の経営のあり方及び社債権者の投資判断に重大な影響を及ぼす事象が生じたにも関わらず、社債権者に対して投資判断を再考する機会が与えられなかった。

#### 課題①への改善策 チェンジオブコントロール条項のコバナンツの付与

今回の事例ではチェンジオブコントロール条項※1のコバナンツが付与されていれば、当社のEBO成立の段階で、社債権者は期限前償還を請求することが可能であり、被害を被ることはなかったと考えられる。

※1 発行会社の支配株主の異動等があった場合に、社債権者に期限前弁済の請求権を与えるもの

#### 課題② 社債権者の損失を招く財務活動

発行会社の営業活動に影響を与える資産の売却等により、発行会社から親会社を通じて社外へ多大な資金が流出するといった社債権者の利益を害する行為に対して、社債権者は当該行為を抑制する方策がなかった。

#### 事例②への改善策 配当等制限、支払制限、資産処分制限条項等のコバナンツの付与

今回の事例では配当制限条項※2、支払制限条項※3、資産処分制限条項※4等のコバナンツが付与されていれば、当社からチトセア投資への資金流出を制限できた(当社の財務状況が現状ほどに悪化することはなかった)可能性がある。

- ※2 発行会社が行う配当等の現金流出に制限を加え、社債の償還・利払資金の確保を図るもの。  
株主の影響力が強く、株主還元の要請が強い場合に、これを制限する効果がある。
- ※3 発行会社が行う配当等を含む現金流出全般に制限を加え、社債の償還・利払資金の確保を図るもの。
- ※4 発行会社による資産の売却を制限(通常の事業に伴うものを除く)を図るもの。

© Japan Securities Dealers Association. All Rights Reserved. 17

## 2. 日証協における社債市場活性化に対する検討体制

### 【参考】ユニゾデフォルト事例



#### 課題③ 他の債務との劣後関係

発行会社の経営悪化時等には、銀行借入金に対しては担保が設定される等の債権保全が図られるが、社債に付された担保提供制限条項は社債間限定同順位であり社債以外の債務への担保は制限されていない。このため、社債は銀行借入金等への債務に実質的に劣後しており、銀行の担保設定により社債の元利金返済のための資産が著しく減少した。上記の背景から、デフォルト時の社債の回収率は極めて低い傾向にある。

#### 事例③への改善策 他の債務（銀行借入れ等）との間でのパリティ確保

社債に付される担保制限条項を、「債務間同順位」とすることで銀行借入金との間でパリティ（同等性）を確保することが望ましい。現状は、融資を受ける発行会社の立場上、銀行借入金とのパリティを求めるのは困難なため、社債に付される担保制限条項は「社債間のみ同順位」とする内容に留まっている。

#### 課題④ 債権者間の情報格差

投資家の投資判断に重要な影響を及ぼす「債務の発生」や「当該債務に付される担保やコベナント等」に関する正確な情報が、市場に適時適切に開示されなかった。

#### 事例④への改善策 債権者間の情報格差の是正

「企業内容等の開示に関する内閣府令」等の改正により、一部の財務上の特約及びローン契約の概要が開示されることになり、今後、その運用状況を見ていく必要があるが、更なる取り組みとして、財務上の特約の有無に関わらず、社債権者にとって投資判断に重要な情報である「債務の発生（担保提供の内容を含む）」や「既存債務への担保提供」に関する情報についても、米国※5のように臨時報告書において、適時適切に開示されることが望ましい。

※5 米国ではローンの契約及び当該契約の変更は重要事象とみなされ、契約内容全体が契約締結後（契約変更後）4営業日以内に開示されることが多い。

#### その他 社債管理補助者の設置

発行会社の信用力が低下した際には社債権者の代理人として債権保全の役割を担う社債管理補助者が自動的に設置される仕組みや本事業を踏まえての社債管理補助者の役割の整理が必要と考えられる。

© Japan Securities Dealers Association. All Rights Reserved. 18

## 2. 日証協における社債市場活性化に対する検討体制

### （2）社債市場の活性化に向けたインフラ整備に関するWG



#### 「社債市場の活性化に向けたインフラ整備に関するWG」における検討

- 我が国においては相対的に社債市場の規模が小さく、特に低格付の社債については、その傾向が顕著であり、発行・流通市場ともに非常に低調である。
- 信用リスクが相対的に高い多様な企業による社債発行が可能な環境を整備することは、我が国社債市場の発展に寄与し、幅広い企業の資金調達手段の多様化に資するものと考えられる。
- 2023年9月に開催された金融庁「市場制度ワーキング・グループ」において社債市場の課題について議論されるなど、金利環境の変化も相まって社債市場への関心が高まりつつある。
- こうした問題意識のもと、近時のデフォルト事例等も踏まえ、2023年12月、「社債市場の活性化に向けたインフラ整備に関するワーキング・グループ」において、以下の課題を中心に検討を開始。
  - ① 発行会社の信用力や業容等に応じた適切なコベナントの付与
  - ② 社債権者の投資判断に必要な情報の適時適切な開示
  - ③ 社債管理補助者制度の活用

#### 社債市場の活性化に向けたインフラ整備に関するワーキング・グループ

【位置付け】「社債市場の活性化に関する懇談会」の下部ワーキング・グループ

【メンバー】主査：神作 学習院大学大学院教授、委員：証券会社、銀行、発行会社、投資家、有識者等

【検討事項】コベナント・債務の状況等に関する情報開示、社債権者保護の充実のあり方、その他社債市場の活性化に向けた課題

※別途、「社債の価格情報インフラの整備等に関するワーキング・グループ」（主査 野村修也中央大学大学院法務研究科教授）において、主としてセカンダリー市場の課題について検討を行っている。

© Japan Securities Dealers Association. All Rights Reserved. 19

# 3. 社債に対するコベンツの付与

## 3. 社債に対するコベンツの付与 (1) コベンツモデル (参考モデル)



### 「コベンツモデル (参考モデル)」の検討の背景・経緯

- 1996年の財務上の特約の自由化以降、我が国の社債に付されるコベンツは、主に社債間限定同順位の担保提供制限条項のみであることが多い。
- 一方、一般にローンでは、ローン実行時の債務者の業況に応じて保全策が講じられることも多く、社債は他の債務・ローンに保全面で実質的に劣後することとなるため、特に信用リスクが相対的に大きい企業が発行する社債では、デフォルトした際に、コベンツの付与の状況によって資金回収に影響が及ぶ可能性が指摘された。
- このような状況下において、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、企業の資本・財務政策及び投資家のニーズに基づき多様なコベンツが必要に応じて柔軟に付与され、社債の発行条件等に適切に反映される環境整備が必要とされた。
- このため、米国の事例等を参考に、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コベンツのモデルを作成することとした。
- 2012年、「社債市場の活性化に向けた懇談会 第二部会」(部会長：神田秀樹学習院大学教授)における検討結果を取りまとめた「コベンツモデル (参考モデル)」を公表。

### 3. 社債に対するコベンツの付与 (1) コベンツモデル (参考モデル)



#### 「コベンツモデル (参考モデル)」の概要

- 社債の発行に当たって、企業の資本・財務政策及び投資家のニーズに応じてコベンツが柔軟・適切に設定されるよう、「社債コベンツ参考事例集」、「組合せモデル」、「抵触時の対応に関する規定例」で構成した事例集。

#### 【社債コベンツ参考事例集】

社債のコベンツについて、市場慣行として、企業の資本・財務政策及び投資家のニーズに応じてコベンツが柔軟・適切に設定されるよう、参考として例示するもの。

社債コベンツを、(1) 企業に一定の行為を規制するための追加負担制限コベンツ、(2) 定期的に財務指標を確認するための財務維持コベンツ、(3) 追加負担制限コベンツ又は財務維持コベンツの実効性を担保するためのレポーティング・コベンツに分類し、その解説及び文例を示した。

- |  |   |
|--|---|
| <p>(1) 追加負担制限コベンツ (Incurrence Covenants)</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>① 負債制限</li> <li>② 担保提供制限</li> <li>③ 配当等制限</li> <li>④ 支払制限</li> <li>⑤ 資産の処分に関する制限</li> <li>⑥ セール・アンド・リースバック制限</li> <li>⑦ 合併等の制限</li> <li>⑧ Change of Control 条項 (大株主の異動による償還)</li> <li>⑨ 子会社・関連当事者に関する制限</li> </ol> | <p>(2) 財務維持コベンツ (Financial Maintenance Covenants)</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>① 純資産額維持</li> <li>② 自己資本比率維持</li> <li>③ 利益維持</li> <li>④ 負債額維持、負債比率維持</li> <li>⑤ インタレスト・カバレッジ・レシオの維持</li> <li>⑥ 有利子負債 / EBITDA 倍率の維持</li> <li>⑦ 有担保負債比率維持</li> <li>⑧ 格付維持</li> </ol> <p>(3) レポーティングコベンツ (Reporting Covenants)</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>① コベンツ充足についての代表取締役等による証明書の提出</li> <li>② 特定の事象が発生した場合の社債権者への迅速な報告</li> <li>③ コベンツの対象となる財務指標の定期的な報告</li> </ol> |
|--|---|

© Japan Securities Dealers Association. All Rights Reserved. 22

### 3. 社債に対するコベンツの付与 (1) コベンツモデル (参考モデル)



#### 【参考】「コベンツモデル (参考モデル)」(抜粋)

#### Change of Control 条項 (大株主の異動による償還)

##### 【解説】

- 発行会社の組織再編や大株主の異動があった場合に、社債権者に対して投資判断について再考する機会を与えるもの。
- 一定の事由の発生の結果、発行会社の所有・経営権に変化が生じる場合に、社債権者は、発行会社に対して、当該社債権者の保有する社債を予め定める価格で償還することを請求できる (プット・オプション)。
- 発行会社の所有・経営権に変化が生じた場合に、発行会社が繰上償還する権利 (コール・オプション) を認めることも考えられるが、その時点における金利水準その他の市場環境によっては却って社債権者の不利益になる可能性もあるため、償還価格に適正なプレミアムを付す等の措置が必要になる。

##### 【文例】

本社債の払込期日以降、本社債の未償還残高が存する限り、当社について、(i) 50%を超える議決権を単独で若しくは共同保有者とともに直接若しくは間接的に保有する株主が新たに出現した場合、(ii) 当社を完全子会社とする株式交換若しくは株式移転を承認する株主総会 (株主総会決議が不要な場合は、取締役会) の決議が採択された場合、又は (iii) 50%を超える議決権を単独で若しくは共同保有者とともに直接若しくは間接的に保有する既存株主の議決権保有割合が【50】%未満となった場合には、本社債の社債権者は、当該事由の発生後●日以内に、当社に対して、当該社債権者の保有する本社債の償還を請求することができる。この場合、当社は、当該本社債を額面価格の●%の価額で償還する。ただし、以下に定める場合は、この限りでない。

<例外規定>

(イ) ……

© Japan Securities Dealers Association. All Rights Reserved. 23

### 3. 社債に対するコベンツの付与 (1) コベンツモデル (参考モデル)



#### 「コベンツモデル (参考モデル)」の概要

##### 【社債コベンツ組合せモデル】

企業が、実効性が高かつ現実的な内容のコベンツを適切に設定することで、社債発行が容易になることが期待される。市場ニーズにあわせて複数のコベンツを組合せて利用することで効果をより強固にすることができるが、組合せにより意図しない期限の利益の喪失等の状況を生み出す可能性もある。そのため、効果的と考えられるコベンツの組合せについて例示した。

1. 追加負担制限コベンツと財務維持コベンツの組合せ  
⇒ 追加負担制限コベンツ と インタレスト・カバレッジ・レシオの維持 or 有利子負債/EBITDA倍率の維持 → 財務状況の悪化の際には、追加負担制限コベンツだけでは十分といえないことから、財務維持コベンツも利用
2. 類似するコベンツの組合せ  
⇒ 負債の制限と負債比率維持 等 (厳しい効果を生じる)、負債の制限と負債額維持 等 (内容が重複)
3. 新たな効果が得られる組合せ  
⇒ 担保提供制限 と 有担保負債比率維持 → 同順位でない無担保負債が複数ある場合への対応  
⇒ Change of Control 条項 と 資産の処分に関する制限等 → 企業の買収の防衛の場合への対応
4. 発行会社の資産保全に関するコベンツの組合せ  
⇒ 担保提供制限 と 資産の処分に関する制限 等
5. 連結ベースでの管理を行うコベンツの組合せ  
⇒ 資産の処分に関する制限 と 子会社・関連当事者に関する制限
6. 議決権の過半を所有する大株主が存在する場合のコベンツの組合せ  
⇒ Change of Control 条項等 と 配当等制限等

© Japan Securities Dealers Association. All Rights Reserved. 24

### 3. 社債に対するコベンツの付与 (1) コベンツモデル (参考モデル)



#### 「コベンツモデル (参考モデル)」の概要

##### 【社債コベンツ抵触時の対応に関する規定例 (参考モデル)】

社債においては、コベンツ抵触時に直ちに期限の利益の喪失や繰り上げ償還等の事象が発生すると想定されやすく、条件変更等を行うことについて柔軟性や機動性に欠けるとの指摘がある。こうした問題を解決するため、コベンツに抵触しても一定の猶予期間を規定しておく等、以下の類型について規定の参考モデルを例示した。

- (1) 期限の利益の喪失
  - ① 当然喪失  
社債の要項に列挙された期限の利益喪失事由のいずれかが発生すると、発行会社は自動的に期限の利益を失い、社債権者は何らの手続きを経ずとも即時弁済を受ける権利を有するもの。  
期限の利益喪失までに猶予期間を設け、その期間内に治癒された場合には期限の利益を喪失しないとも考えられる。
  - ② 請求喪失  
コベンツ等に抵触しただけでは期限の利益を喪失することではなく、社債権者から書面による請求が行われ、かつ、その後一定の治癒期間を経てもその抵触状態が解消されない場合に期限の利益を喪失するもの。  
請求喪失の事由が発生した場合に社債権者に対して速やかに正しい情報が伝達される必要がある。
- (2) 繰上償還
  - ① 繰上償還  
一定の事由が生じた場合、発行会社が社債権者へ通知した上で、発行残高の全額を繰り上げ償還しなければならないこととするもの。  
当初の規定に従って償還するものであり、一般的には、デフォルトではなく、クロス・デフォルトを誘発しない。
  - ② 繰上償還請求権 (プット・オプション)  
一定の事由が生じた場合、社債権者が自身の保有する社債について繰り上げ償還請求できることとするもの。
- (3) 利率の引上げ  
一定の事由が生じた場合、社債の利率を引き上げるもの。
- (4) ウェイバー  
社債に担保提供を行って保全を図る代わりに、一部のコベンツの適用を免除するもの。

© Japan Securities Dealers Association. All Rights Reserved. 25

### 3. 社債に対するコベンツの付与 (2) ワーキングにおける検討状況



- 2012年の「コベンツモデル（参考モデル）」の作成以来、コベンツの付与について大きな進展はみられていない。
- 一方、相対的に信用リスクの高い社債市場の創設には、当該社債への投資を阻む要因の一つと考えられる「我が国において社債にはコベンツが殆ど付与されない」といった現状を改善する必要との意見が寄せられている。
- 金融審議会 市場制度WGにおいても社債市場の発展のためには、社債権者保護の観点からコベンツの内容が適切・十分なものとなっているかとの指摘がある。

「社債市場の活性化に向けたインフラ整備に関するWG」において、相対的に信用リスクの高い社債市場の創設に向け、当該社債への投資を阻む要因の一つと考えられる「我が国において社債にはコベンツが殆ど付与されない」といった現状を改善するため、昨今の市場動向等を踏まえ、コベンツ付与のあり方について検討を行っている。

#### 【基本的に付与すべきコベンツについて】

- 投資家が必要最低限求めるコベンツ又は投資家保護上必要と考えられるコベンツ（基本的に付与すべきコベンツ）としては、以下のコベンツが考えられるのではないか。
  - ✓ チェンジオブコントロール条項
  - ✓ レポーティングコベンツ

#### 【コベンツ付与の実効性確保に向けた方策について】

- 本協会ではコベンツ付与に向けた方策として、「コベンツモデル（参考モデル）」を策定を通じ発行体等への働きかけを行ってきたが、その後もコベンツの付与についての課題が指摘されている状況が続いている。
- このため、基本的に付与すべきコベンツ付与の実効性確保に向けた方策を改めて検討する。

## 4. 債務に対するコベンツの開示

## 4. 債務に対するコバナンツの開示 (1) コバナンツ開示例示集



### コバナンツ開示例示集の検討の背景・経緯

- 1996年の財務制限条項の自由化以降、我が国の社債に付される担保提供制限条項のほとんどは社債間限定同順位とされており、他の債務・ローンは対象とされていない。また、ローンの出し手である銀行等が公開情報に加え社債発行企業に関する相対の情報も有しているケースが多く、社債は実質的にローンに劣後している。
- このような状況下において、投資家が十分かつ適切な情報に基づいて投資判断を行いうる環境の整備を通じ、社債市場の活性化を図るためには、投資家が社債発行企業のローンのコバナンツ・債務の状況等の情報を把握することが重要であり、そのために開示の充実の必要性が指摘された。
- このため、開示される情報の充実がもたらす社債市場の活性化及び投資家保護の観点から、現在の開示制度を前提として、事例集等の作成を進めることとした。
- 2016年9月、「社債市場の活性化に向けたインフラ整備に関するワーキング・グループ」（主査 神作裕之東京大学大学院教授）における検討結果を取りまとめた「コバナンツ開示例示集」を公表。

© Japan Securities Dealers Association. All Rights Reserved. 28

## 4. 債務に対するコバナンツの開示 (1) コバナンツ開示例示集



### コバナンツ開示例示集の概要

#### 【目的】

社債投資家の投資判断に必要な情報が十分に開示されていないとの指摘を踏まえ、社債発行企業による自主的な情報開示の促進、及びこれまで社債発行を行っていない信用リスクが相対的に大きい企業に対するコバナンツの状況等の開示の重要性及び開示による当該企業の社債に対する投資家のアクセシビリティの向上についての理解の促進

#### 【位置付け】

現在の開示制度を前提としたうえで、特にコバナンツの状況等について、社債発行企業による自主的な情報の開示が進むよう、参考として開示の判断基準及び開示内容の例示やこれまでの発行企業による開示事例等を紹介（発行企業等に対し強制力を有するものではない。）

#### 【具体的内容】

##### (1) 開示方法

- ①有価証券報告書、半期報告書（「追加情報の注記」や「後発事象の注記」に記載）
- ②臨時報告書

##### (2) 開示基準

- ①継続企業の前提に重要な疑義を生じさせるような事象又は状況が存在する場合
  - ・財務指標関係：売上高の著しい減少、継続的な営業損失の発生又は営業キャッシュ・フローのマイナス、債務超過等
  - ・財務活動関係：営業債務の返済、借入金の返済条項の不履行又は履行、社債等の償還等の困難性
  - ・営業活動関係：事業活動に不可欠な重要な権利の失効、事業活動に不可欠な人材の流出等
- ②債務の状況について投資判断に重大な影響を与えると判断される場合  
例えば当該企業のある債務についてデフォルトが発生した場合に、弁済時期の繰り上げや担保提供を強制される可能性のある債務の総額が貸借対照表日において（連結）資産総額の10%以上である場合

##### (3) 開示内容

- ①「追加情報の注記」における開示内容  
コバナンツ関連：債務の種類、残高及び返済期限、トリガー基準、抵触した場合に求められる対応（他の債務にも影響が及ぶ場合にはその範囲と内容）
- ②「後発事象の注記」及び臨時報告書における開示内容  
多額な資金の借入や借入の条件変更の内容：発生年月日、内容、使途、借入先、借入金額、借入条件（利率、返済条件等）、担保提供資産又は保証の内容、その他コバナンツ等がある場合にはその内容（（3）①の内容）、当該事象の連結損益に与える影響額

© Japan Securities Dealers Association. All Rights Reserved. 29

## 4. 債務に対するコバナンツの開示 (2) 重要な契約としてのローン、コバナンツの開示



### 金融庁「企業内容等の開示に関する内閣府令」等の改正

- 2022年6月、「金融審議会 ディスクロージャーワーキング・グループ報告」において、ローン契約と社債に付される財務上の特約について、「特に重要性が高いと見込まれる財務上の特約について、財務情報を補完する非財務情報（「重要な契約」）として開示されることが適切」であるとの提言。
- 2023年12月、上記報告書の提言を踏まえ、ローン契約と社債に付される財務上の特約について、以下のとおり、「企業内容等の開示に関する内閣府令」等が改正。

#### ローン契約と社債に付される財務上の特約の開示

- (1) 臨時報告書の提出（2025年4月1日以後に提出される臨時報告書から適用）
  - 有価証券報告書等の提出会社が、財務上の特約の付されたローン契約の締結又は社債の発行をした場合（既に締結している契約や既に発行している社債に新たに財務上の特約が付される場合も含む。）であって、その元本又は発行額の総額が連結純資産額の10%以上の場合には、契約の概要（契約の相手方の属性、元本総額及び担保の内容等）や財務上の特約（※）の内容を記載した臨時報告書を提出  
※当該提出会社の財務指標があらかじめ定めた基準を維持することができない事由が生じたことを条件として当該提出会社が期限の利益を喪失する旨の特約に限る（（2）において同じ）。
  - 上記の財務上の特約に変更があった場合や財務上の特約に抵触した場合には、財務上の特約の変更内容や抵触事由等を記載した臨時報告書を提出
- (2) 有価証券報告書等への記載（2025年3月31日以後に終了する事業年度に係る有価証券報告書等から適用）
  - 有価証券報告書等の提出会社が、財務上の特約の付されたローン契約の締結又は社債の発行をしている場合であって、その残高が連結純資産額の10%以上である場合（同種の契約・社債はその負債の額を合算）、当該契約又は社債の概要及び財務上の特約の内容を開示

## 5. 社債管理



## 5. 社債管理 (1) 社債権者補佐人制度



### 社債権者補佐人制度の検討背景・経緯

- 会社法上の社債管理者は、責任の範囲が不明確でありコストに見合わないという理由を背景に、我が国の多くの社債が社債管理者不設置債となっていた。また、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おり、社債市場の厚みが限定的。
- このため、信用リスクが相対的に大きい企業も含めた多様な企業による社債発行及び投資家の裾野拡大を図るためには、発行会社の財務内容等のモニタリングやデフォルト後の債権保全・回収に関して社債権者をサポートする業務の担い手の必要との指摘。
- 上記を踏まえ、信用リスクが相対的に大きい企業も含めた多様な企業による社債発行及び投資家の裾野拡大を目的に、社債管理者不設置債を対象に、発行会社の財務内容等のモニタリングやデフォルト後の社債権者の債権を保全する社債権者保護の効率的な実務上の仕組みの構築を検討。
- 2015年3月、「社債市場の活性化に向けたインフラ整備に関するワーキング・グループ」（主査：学習院大学 神作裕之教授）における検討結果を取りまとめた報告書「社債権者保護のあり方について」において、社債権者保護の効率的な実務上の仕組みである「社債管理人制度（※）」の創設を提言。  
※2016年に「社債権者補佐人制度」と改称
- 2016年8月、社債権者補佐人制度の普及・利用促進に向け、社債権者補佐人制度に係る社債要項及び業務委託契約に規定すべき事項及び具体的な規定の内容等を取りまとめた報告書「社債権者補佐人制度に係る社債要項及び業務委託契約について」を公表。

## 5. 社債管理 (1) 社債権者補佐人制度



### 社債権者補佐人制度の概要

#### ◆ 基本的な考え方

- ・社債管理者不設置債を対象に、現行法の下、発行会社の財務内容等のモニタリングやデフォルト後の社債権者の債権を保全する社債権者保護の効率的な実務上の仕組み
- ・実効性を確保するため、業務が明確化され裁量が排除された制度

#### ◆ 社債権者補佐人の設置

- ・「社債要項」及び「社債権者補佐人業務委託契約」に基づき設置（任意設置）

#### ◆ 法的地位（総社債権者のために行う業務）

- ・発行会社と社債権者補佐人の間で締結する「社債権者補佐人業務委託契約」を、発行会社を「要約者」、社債権者補佐人を「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」と構成

#### ◆ 法的地位（個別の社債権者のために行う業務）

- ・社債権者と社債権者補佐人との間の委任契約又は準委任契約にて規律

#### ◆ 費用・報酬

- ・原則、発行会社の負担（社債権者の個別の委託に基づき業務を行う場合等は例外）

#### ◆ 担い手

- ・銀行・保険などの金融機関、弁護士法人・弁護士（裁判所への社債権者集会招集の許可申請手続き等を行う場合、社債権者補佐人が弁護士法人・弁護士であることが必要）

## 5. 社債管理

### (1) 社債権者補佐人制度



#### 社債権者補佐人の業務内容

- ◆ 発行会社からの通知等の受領及び社債権者への通知（社債の期中業務）
    - ① 社債要項に定める通知事項の受領及び社債権者への通知
    - ② 期限の利益喪失事由の発生状況に係る証明書の受領・確認及び社債権者への通知
  - ◆ 社債要項等の備置等（社債の期中業務）
    - 社債要項及び社債権者補佐人業務委託契約書の備置、及び社債権者への閲覧の提供
  - ◆ 債権の届出（社債のデフォルト後の業務）
    - ① 発行会社等からの法的手続き開始等の通知の社債権者への通知
    - ② 社債権者からの個別委任に基づく債権の届出
  - ◆ 個別委任に基づく社債権者による社債権者集会の招集・請求のサポート（社債のデフォルト後の業務）
    - ① 社債権者集会の招集のための意向確認
    - ② 発行会社への社債権者集会招集の請求手続き
    - ③ 裁判所への社債権者集会招集の許可申請手続き（注）
    - ④ 社債権者集会の招集手続き（社債権者への通知、会場の手配等）
  - ◆ 個別委任に基づく社債権者集会決議の裁判所への認可申立て手続き（注）（社債のデフォルト後の業務）
  - ◆ 債権者集会における再生計画又は更生計画の議決権行使（社債のデフォルト後の業務）
    - 債権者集会における社債権者集会の決議の執行（社債権者集会が開催され、社債権者補佐人による債権者集会における議決権行使が決議された場合）
- (注) 社債権者補佐人が弁護士又は弁護士法人である場合にのみ履践可能

## 5. 社債管理

### (1) 社債権者補佐人制度



#### 社債権者補佐人制度の課題

社債権者補佐人制度は、法的根拠がない契約に基づく制度であるため、社債権者から期待される以下の役割が十分に果たせない点が課題であった。

#### ① 社債総額での債権届出

- 顕名主義を原則とする現行法の下では、社債権者補佐人が個々の社債権者の代理人であることを示すことなく総社債権者の代理人として社債総額での債権届出を行うことは不可。  
このため、社債権者補佐人は、個別に社債権者からの委託を受けただけで債権届出を行うといった煩雑な仕組みをとることとなった。

#### ② 社債権者集会の招集

- 社債権者補佐人は社債権者集会の招集権限がないため、招集権限のある社債総額10分の1以上の社債権者から社債権者集会の招集の要請があった場合も、自ら招集者になることは不可。  
このため、発行会社が社債権者集会の招集の要請に応じない場合は、裁判所へ社債権者集会の招集の許可申請手続きを行う必要がある等、社債権者補佐人による社債権者集会の円滑な招集は困難。  
なお、裁判所への社債権者集会招集の許可申請手続き等は、非訟事件手続法や弁護士法との関係から弁護士法人・弁護士以外は行うことができないと考えられるとの課題もある。

## 5. 社債管理 (2) 社債管理補助者制度



### 法制審議会会社法制（企業統治等関係）部会における審議

- 2017年4月、法制審議会会社法制（企業統治等関係）部会において、以下の社会的要請を受け、社債管理の在り方に関する検討が開始。
  - ・会社法上の社債管理者の権限が広範であり、その義務、責任及び資格要件が厳格であるため、社債管理者の設置に要するコストが高くなることや、担い手の確保が困難であるため、社債管理者不設置債が多いといった現状。
  - ・社債管理者不設置債について、債務不履行が発生し、社債権者に損失や混乱が生ずるといった事例が見られたことを契機に、当該社債に社債の管理に関する最低限の事務を第三者に委託することを望む声。
  - ・実務上の制度として、社債管理者よりも限定された権限及び機能を有する社債権者補佐人制度が存在するが、契約のみによる方法によっては、社債権者の全員の代理人として破産手続における破産債権の届出等を行うことなどの必要な行為の一部を委託することが困難であるため、立法による措置を講ずる必要性の指摘。
- 2018年2月、「会社法制（企業統治等関係）の見直しに関する中間試案」及び同補足説明が公表。
  - ・社債管理者又は受託会社を定めることを要しない社債を対象として、社債権者のために社債の管理の補助を行うことを第三者に委託することができるようにする制度として、社債管理補助者制度を新たに設ける。
  - ・社債管理補助者制度は、第三者である社債管理補助者が、社債権者の破産債権の届出をしたり、社債権者からの請求を受けて社債権者集会の招集をすることなどにより、社債権者による社債権者集会の決議等を通じた社債の管理が円滑に行われるように補助する制度であると位置付けられ、社債管理補助者は、社債管理者よりも裁量の余地の限定された権限のみを有するものとする。
- 2019年2月、「会社法制（企業統治等関係）の見直しに関する要綱」が公表。
- 2019年12月、「会社法の一部を改正する法律」成立。「社債管理補助者制度」が創設。
- 2021年3月、「社債管理補助者制度」を規定する改正会社法施行。

© Japan Securities Dealers Association. All Rights Reserved. 36

## 5. 社債管理 (2) 社債管理補助者制度



### 社債管理補助者制度の概要

- 社債権者が自ら社債の管理をすることを前提として、第三者である社債管理補助者が社債権者のために社債権者による社債の管理の補助を行う制度

対象	社債管理者又は受託会社を定めることを要しない社債への任意設置（法714条の2）
契約形態	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 発行会社が補助者に対して、社債権者のために、社債権者が自ら行う社債の管理の補助を行うことを委託する契約（法714条の2）</li> <li>・ 補助者が社債権者のために行う行為について、個別の社債権者を表示することは要しない（法714条の7、708条）</li> </ul>
担い手	銀行その他の金融機関等、信託会社、保険会社、弁護士、弁護士法人（法714条の3、施行規則170条、171条の2）
権限等	社債の管理の補助に関して裁量の余地の限定された権限を有する <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 法定権限（①破産手続、再生手続または更生手続への参加、②強制執行または担保権実行手続における配当要求、③清算株式会社に対する債権届出）（法714条の4第1項）</li> <li>・ 約定権限（委託契約の定めにより付与された権限）（法714条の4第2項）</li> <li>・ 社債権者集会の招集権限（原則として、社債権者からの請求が前提）（法714条の7、711条1項、718条）</li> <li>・ 社債権者集会への出席及び意見申述権限（法729条）</li> </ul> 社債の管理に関する事項を（委託契約の定めに従い）社債権者に報告し、又は社債権者がこれを知ることができるようになる措置を取らなければならない（法714条の4第4項）
義務・責任	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ （限定的な権限及び業務内容に基づく）公平誠実義務及び善管注意義務（法714条の2）</li> <li>・ 会社法又は社債権者集会の決議に違反する行為をしたときは、社債権者に対し損害賠償責任を負う（法714条の7、710条1項）</li> </ul>

（注）法：会社法、施行規則：会社法施行規則

© Japan Securities Dealers Association. All Rights Reserved. 37

## 5. 社債管理 (2) 社債管理補助者制度



### 社債管理者との比較

- 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者。(法第702条)
- 社債管理補助者は、社債権者のために、社債発行会社が社債の管理の補助を委託された第三者。(法第714条の2)

社債管理補助者制度		社債管理者制度
社債管理者不設置債(担保付社債を除く)への任意設置	対象	原則すべての社債(例外規定あり)
・発行会社が補助者に対して、社債権者のために、社債権者が自ら行う社債の管理の補助を行うことを委託する契約 ・補助者は社債権者の法定代理人	契約の形態	・発行会社が社債管理者に対して、社債権者のために、社債の管理を行うことを委託する契約 ・社債管理者は社債権者の法定代理人
銀行での他の金融機関等、信託会社、保険会社、弁護士、弁護士法人	担い手	銀行での他の金融機関等、信託会社、保険会社
社債の管理の補助に関して裁量の余地の限定された権限を有する ・限定的な法定権限(基本的権限) ・約定権限(委託契約の定めにより付与された権限) ・社債権者集会の招集権限(社債権者からの請求が前提) ・社債権者集会への出席及び意見申述権限	権限	社債の管理に関して包括的な権限と広い裁量を有する ・広範な法定権限(基本的権限) ・約定権限(委託契約の定めにより付与された権限) ・発行会社の財産状況の調査権限 ・社債権者集会の招集権限 ・社債権者集会への出席及び意見申述権限
・社債権者が自ら行う社債の管理の補助を行うことが業務であり、したがって補助者は限定的な権限に基づく業務を行う ・複数の補助者がいる場合、各自がその権限に属する業務を行う	業務	・社債権者のために社債の管理を行うことが業務であり、したがって社債管理者は広範な権限に基づく業務を行う ・複数の社債管理者がいる場合、共同してその権限を使用する
・限定的な権限及び業務内容に基づく公平誠実義務及び善管注意義務 ・善管注意義務違反について、事前の免責は認められない ・社債の管理に関する事項を(委託契約の定めに従い)社債権者に報告し、又は社債権者がこれを知ることができるようにする措置を講ずる義務	義務	・広範な権限及び業務内容に基づく公平誠実義務及び善管注意義務 ・善管注意義務違反について、事前の免責は認められない
・法令又は社債権者集会決議に反する行為をした場合は社債権者に対する損害賠償責任を負う ・複数の補助者がいる場合、同じ損害賠償責任を負っている補助者同士が連帯債務者となる	責任	・法令又は社債権者集会決議に反する行為をした場合は社債権者に対する損害賠償責任を負う ・複数の社債管理者がいる場合、連帯して損害賠償責任を負う
やむを得ない事由や解任の場合を除き、辞任する場合には予め事務を承継する者を定める必要がある	辞任	やむを得ない事由や解任の場合を除き、辞任する場合には他に社債管理者がない場合に限り、予め事務を承継する者を定める必要がある

© Japan Securities Dealers Association. All Rights Reserved. 38

## 5. 社債管理 (2) 社債管理補助者制度



### 社債管理補助者制度に係る日証協の取組み

- 2021年6月、補助者制度の創設を踏まえ、補助者制度の普及や市場関係者における円滑な導入に資する観点から、補助者に期待される業務の内容やそのために必要な権限、補助者の業務終了事由や費用・報酬等の取扱いを整理したうえで、社債要項及び社債管理補助委託契約書(社債要項等)への規定例を示した「社債管理補助者制度に係る実務上の対応について(「社債管理補助者制度に関する実務検討部会」報告)」を公表。
- 発行会社を含む市場関係者において、報告書で示された社債要項等の規定例や考え方を参考に、補助者制度の導入に向けた検討が行われるとともに、機関投資家における補助者を設置した社債に対する前向きな評価が行われることにより、補助者制度の普及が社債の発行会社の多様化や投資家の裾野拡大に繋がりを、我が国社債市場の活性化に資することを期待。  
報告書の概要は、以下のとおり。

#### 「社債管理補助者制度に係る実務上の対応について(「社債管理補助者制度に関する実務検討部会」報告)」の概要

##### 1. 補助者の権限・業務

- 補助者の業務を「法定権限に基づく業務」「社債の管理に関する事項の社債権者への報告に係る業務」及び「約定権限に基づく業務」に分類したうえで、以下の業務を補助者の基本的業務(補助者に最低限期待される業務)として整理し、当該業務に係る権限及び業務内容について社債要項等の規定例を示す。

##### 【補助者の基本的業務】

- ✓ 破産手続等への参加(総額での債権届出)
  - ✓ 清算手続における債権の申出
  - ✓ 社債権者の請求に基づく社債権者集会の招集及び社債権者集会決議の裁判所への認可申立て手続
- ※次ページへ続く

© Japan Securities Dealers Association. All Rights Reserved. 39

## 5. 社債管理 (2) 社債管理補助者制度



### 社債管理補助者制度に係る日証協の取組み

#### 【補助者の基本的業務（続き）】

- ✓ 社債の管理に関する事項の社債権者への報告
    - ① 合併等の組織再編に係る個別催告に関する事項
    - ② 債権届出等以降の手続き
    - ③ 社債権者集会の招集に係る社債権者への報告
    - ④ 組織再編の際の社債の取扱い
    - ⑤ 期限の利益喪失事由の発生
    - ⑥ 期限の利益喪失
  - ✓ 社債要項及び社債管理補助委託契約書の備置
2. 補助者の義務・責任
- 補助者が社債権者に対して公平誠実義務及び善管注意義務を負うことを明確にしたうえで、特に社債の管理に関する事項の社債権者への報告に係る補助者の義務及び責任の範囲を明確化する趣旨で、免責条項を含む形で社債要項等の規定例を示す。
3. 費用・報酬
- 発行会社負担を原則としつつ、デフォルト時など発行会社による費用負担が困難な場合を含めて、補助者に係る費用及び報酬の考え方を整理し、社債要項等の規定例を示す。
4. 業務終了事由
- 補助者が金融機関である場合と弁護士又は弁護士法人である場合に分けて、補助者の業務終了事由に係る社債要項等の規定例を示す。

© Japan Securities Dealers Association. All Rights Reserved. 40

## 5. 社債管理 (2) 社債管理補助者制度



### 社債管理補助者設置債一号案件（2023年9月20日払込）の概要

銘柄	株式会社ジャパンインベストメントアドバイザー 第1回無担保社債（社債間限定同順位特約付）（無格付）
各社債の金額（円）	1億円
発行価額の総額（円）	金35億円
利率（%）	年1.600%
償還期限	2025年9月19日（2年債）
社債管理補助者	株式会社みずほ銀行
社債管理補助者の主な業務	<p>1. 社債権者への通知</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・社債管理補助者は以下の通知を発行会社から受領した場合は、その内容を速やかに本社債の社債権者に通知する。ただし、金融商品取引法第166条第2項に定める「重要事実」に該当する場合には、同条第4項に定める「公表」が行われた後に通知する。</li> <li>①期限の利益喪失に関する特約に定める期限の利益喪失事由が発生したとき。</li> <li>②資本金または準備金の額の減少、組織変更、合併、会社分割、株式交換または株式移転をしようとするとき。</li> </ul> <p>※当社は、上記①、②の場合には、速やかに社債管理補助者に通知する。ただし、重要事実には「公表」が行われた後に通知する。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・社債管理補助者は、定期報告（事業概況、決算・剰余金の配当の状況等）を受領した場合は、電子開示手続がある場合を除き、社債権者に通知する。</li> </ul> <p>2. 社債権者集会の招集</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・社債総額の10分の1以上を保有する社債権者からの請求を受けた場合、社債管理補助者は社債権者集会を招集する。</li> <li>・社債管理補助者は社債権者集会の日の三週間前までに、社債権者集会の招集等について公告するとともに、社債権者へ通知する。</li> </ul> <p>3. 社債要項及び社債管理補助委託契約書の備置及び一般への閲覧</p> <p>4. 債権の届出</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・社債管理補助者は当社の破産手続き等の際に、社債権者を代理して、債権の届出を行う。なお、社債管理補助者は当社の弁済金の受領及び社債権者への支払いは行わないため、社債権者は破産手続き等に参加し、弁済金を受領するためには、自ら名義変更を行う必要がある。</li> </ul>

※ 次ページに続く

© Japan Securities Dealers Association. All Rights Reserved. 41

## 5. 社債管理 (2) 社債管理補助者制度



### 社債管理補助者設置債一号案件（2023年9月20日払込）の概要（続き）

銘柄	株式会社ジャパンインベストメントアドバイザー 第1回無担保社債（社債間限定同順位特約付）（無格付）
社債管理補助者の義務及び責任	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 法令及び社債管理補助者委託契約に従った、公平誠実義務。</li> <li>2. 法令及び社債管理補助者委託契約に従った、善管注意義務。</li> <li>3. 社債管理補助者は、当社の業務、財政状態その他の状況を調査する義務を負わない。</li> </ol>
財務上の特約 （担保制限条項以外）	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 純資産額の維持 当社の各事業年度の第2四半期及び決算期の末日における連結貸借対照表に示される純資産の部の金額を前事業年度の末日の75パーセントに相当する金額以上に維持しなければならない。</li> <li>2. 利益維持 当社の各事業年度の第2四半期及び決算期にかかる連結損益計算書に示される営業損益の金額が損失とならないように維持しなければならない。</li> </ol> <p>【期限の利益喪失に係る特約】</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・当該違背が判明した日から1か月以内に、本社債の社債権者から社債管理補助者を通じ期限の利益喪失を書面により当社に請求した本社債の社債権者が有する本社債の金額の合計が、社債の総額の二分の一を超えたときに期限の利益を喪失する。</li> <li>・全社債権者が期限の利益喪失請求を行わない旨を、社債管理補助者を通じて当社に通知した場合には、期限の利益喪失請求権は放棄されたものとする。</li> </ul>
財務上の特約 （担保制限条項）	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 当社は、本社債発行後、本社債の未償還残高が存する限り、当社が国内で既に発行した、または今後発行する他の無担保社債のために担保権を設定する場合（当社が合併、会社分割、事業譲渡により承継した社債に担保権が設定されている場合を除く。）には、本社債のためにも担保付社債信託法に基づき、同順位の担保権を設定する。</li> <li>2. 当社が前項により本社債のために担保権を設定する場合には、当社はただちに登記その他必要な手続を完了し、かつ、その旨を担保付社債信託法第41条第4項の規定に準じて公告する。</li> </ol> <p>【期限の利益喪失に係る特約】</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・当該規定に違背したときに期限の利益を喪失する。</li> </ul>

（出所）株式会社ジャパンインベストメントアドバイザーの公表資料（発行登録追補書類）を基に日証協作成

## 6. 最後 に

## 2. 日証協における社債市場活性化に対する検討体制 (1) 「社債市場の活性化に関する懇談会」の概要【再掲】



### 社債懇設置の背景・目的

- わが国の社債市場は、欧米と比較して、小規模な市場にとどまっている。
- 社債の発行は、信用格付が相対的に高い一部の企業にとどまっており、格付の相対的に低い企業は社債発行がむずかしく、信用格付が相対的に高かった企業でも、格付けが低下すると、社債が発行しにくくなる状況が生じている。
- 社債の流通市場の流動性は低く、流通市場の価格情報のインフラについても諸外国の信頼性向上の取組みに比べて十分ではない状況にあると指摘されている。
- 2008年の国際的な金融危機の局面では、わが国においても短期金融市場が逼迫、一部には銀行借入れが困難な状況が生じ、一時的に社債市場も十分に機能しない事態が生じた。
- 我が国社債市場が小規模にとどまっている背景としては、様々な複合的要因が考えられる。これらの要因の中には容易に克服することができないものもあるが、市場関係者や政府当局の地道な努力により克服していくことが可能な要因も数多く含まれている。市場関係者等が、それらの要因を正確に認識し、その解決に努めていく必要がある。
- 社債市場の活性化は、企業の資金調達手段の分散化・多様化を図り、投資家の投資運用機会の拡充により、金融・資本市場の機能を強化し、我が国経済の活性化、安定的な発展に重要な役割を果たすものであり、平時からそのために必要な取組みを進め、厚みのある流動性の高い市場を構築していく必要がある。

上記の背景・問題意識のもと、わが国社債市場の活性化を図ることで金融・資本市場の機能強化および安定化、企業の中長期の資金調達手段および投資家の運用手段の多様化に資するため、2009年、「社債市場の活性化に関する懇談会（社債懇）」（座長：福井俊彦 キヤノングローバル研究所理事長）を設置

© Japan Securities Dealers Association. All Rights Reserved. 44



END

ご清聴ありがとうございました。

お問い合わせ先  
日本証券業協会  
常務執行役 自主規制本部長 松本 昌男  
電話 03-6665-6795  
Eメール m\_matsumoto@wan.jsda.or.jp



◆SDGs(持続可能な開発目標)とは、“誰一人取り残さない”世界の実現に向けて、国連が定めた17の目標と169のターゲットからなる国際目標です。  
◆証券業界はSDGsを支援しています。

© Japan Securities Dealers Association. All Rights Reserved. 45

# 金融商品取引法研究会名簿

(令和6年2月6日現在)

会 長	神 作 裕 之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
委 員	飯 田 秀 総	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
〃	大 崎 貞 和	野村総合研究所未来創発センター主席研究員
〃	尾 崎 悠 一	東京都立大学大学院法学政治学研究科教授
〃	加 藤 貴 仁	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	河 村 賢 治	立教大学大学院法務研究科教授
〃	小 出 篤	学習院大学法学部教授
〃	後 藤 元	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	齊 藤 真 紀	京都大学法学研究科教授
〃	武 井 一 浩	西村あさひ法律事務所パートナー弁護士
〃	中 東 正 文	名古屋大学大学院法学研究科教授
〃	松 井 智 予	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	松 井 秀 征	立教大学法学部教授
〃	松 尾 健 一	大阪大学大学院高等司法研究科教授
〃	松 元 暢 子	慶應義塾大学法学部教授
〃	萬 澤 陽 子	筑波大学ビジネスサイエンス系准教授
〃	宮 下 央	TMI 総合法律事務所弁護士
〃	行 岡 睦 彦	神戸大学大学院法学研究科准教授
オブザーバー	三 井 秀 範	預金保険機構理事長
〃	齊 藤 将 彦	金融庁企画市場局市場課長
〃	坂 本 岳 士	野村証券法務部長
〃	三 宅 ヨシテル	大和証券グループ本社経営企画部担当部長兼法務課長
〃	本 多 郁 子	SMB C 日興証券法務部長
〃	安 藤 崇 明	みずほ証券法務部長
〃	窪 久 子	三菱UFJモルガン・スタンレー証券法務部長
〃	松 本 昌 男	日本証券業協会常務執行役自主規制本部長
〃	森 本 健 一	日本証券業協会政策本部共同本部長
〃	横 田 裕	日本証券業協会自主規制企画部長
〃	塚 崎 由 寛	日本取引所グループ総務部法務グループ課長
研 究 所	森 本 学	日本証券経済研究所理事長
〃	高 木 隆	日本証券経済研究所常務理事
〃 (幹事)	高 逸 薫	日本証券経済研究所研究員
〃 (幹事)	永 田 裕 貴	日本証券業協会規律本部規律審査部課長

(敬称略)



**[参考] 既に公表した「金融商品取引法研究会（証券取引法研究会）研究記録」**

- |   |          |
|---|----------|
| 第1号「裁判外紛争処理制度の構築と問題点」<br>報告者 森田章同志社大学教授   | 2003年11月 |
| 第2号「システム障害と損失補償問題」<br>報告者 山下友信東京大学教授  | 2004年1月  |
| 第3号「会社法の大改正と証券規制への影響」<br>報告者 前田雅弘京都大学教授   | 2004年3月  |
| 第4号「証券化の進展に伴う諸問題(倒産隔離の明確化等)」<br>報告者 浜田道代名古屋大学教授                                       | 2004年6月  |
| 第5号「EUにおける資本市場法の統合の動向<br>—投資商品、証券業務の範囲を中心として—」<br>報告者 神作裕之東京大学教授                      | 2005年7月  |
| 第6号「近時の企業情報開示を巡る課題<br>—実効性確保の観点を中心に—」<br>報告者 山田剛志新潟大学助教授                              | 2005年7月  |
| 第7号「プロ・アマ投資者の区分—金融商品・<br>販売方法等の変化に伴うリテール規制の再編—」<br>報告者 青木浩子千葉大学助教授                    | 2005年9月  |
| 第8号「目論見書制度の改革」<br>報告者 黒沼悦郎早稲田大学教授   | 2005年11月 |
| 第9号「投資サービス法(仮称)について」<br>報告者 三井秀範金融庁総務企画局市場課長<br>松尾直彦金融庁総務企画局<br>投資サービス法(仮称)法令準備室長     | 2005年11月 |
| 第10号「委任状勧誘に関する実務上の諸問題<br>—委任状争奪戦(proxy fight)の文脈を中心に—」<br>報告者 太田洋 西村ときわ法律事務所パートナー・弁護士 | 2005年11月 |
| 第11号「集団投資スキームに関する規制について<br>—組合型ファンドを中心に—」<br>報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士             | 2005年12月 |
| 第12号「証券仲介業」<br>報告者 川口恭弘同志社大学教授  | 2006年3月  |

- 第 13 号「敵対的買収に関する法規制」 2006 年 5 月  
報告者 中東正文名古屋大学教授
- 第 14 号「証券アナリスト規制と強制情報開示・不公正取引規制」 2006 年 7 月  
報告者 戸田暁京都大学助教授
- 第 15 号「新会社法のもとでの株式買収請求権制度」 2006 年 9 月  
報告者 藤田友敬東京大学教授
- 第 16 号「証券取引法改正に係る政令等について」 2006 年 12 月  
(TOB、大量保有報告関係、内部統制報告関係)  
報告者 池田唯一 金融庁総務企画局企業開示課長
- 第 17 号「間接保有証券に関するユニドロア条約策定作業の状況」 2007 年 5 月  
報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 18 号「金融商品取引法の政令・内閣府令について」 2007 年 6 月  
報告者 三井秀範 金融庁総務企画局市場課長
- 第 19 号「特定投資家・一般投資家について―自主規制業務を中心に―」 2007 年 9 月  
報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
- 第 20 号「金融商品取引所について」 2007 年 10 月  
報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 21 号「不公正取引について―村上ファンド事件を中心に―」 2008 年 1 月  
報告者 太田 洋 西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
- 第 22 号「大量保有報告制度」 2008 年 3 月  
報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 23 号「開示制度（Ⅰ）―企業再編成に係る開示制度および  
集団投資スキーム持分等の開示制度―」 2008 年 4 月  
報告者 川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授
- 第 24 号「開示制度（Ⅱ）―確認書、内部統制報告書、四半期報告書―」 2008 年 7 月  
報告者 戸田 暁 京都大学大学院法学研究科准教授
- 第 25 号「有価証券の範囲」 2008 年 7 月  
報告者 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 26 号「民事責任規定・エンフォースメント」 2008 年 10 月  
報告者 近藤光男 神戸大学大学院法学研究科教授
- 第 27 号「金融機関による説明義務・適合性の原則と金融商品販売法」 2009 年 1 月  
報告者 山田剛志 新潟大学大学院実務法学研究科准教授
- 第 28 号「集団投資スキーム（ファンド）規制」 2009 年 3 月  
報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士

- 第 29 号「金融商品取引業の業規制」 2009 年 4 月  
報告者 黒沼悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授
- 第 30 号「公開買付け制度」 2009 年 7 月  
報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授
- 第 31 号「最近の金融商品取引法の改正について」 2011 年 3 月  
報告者 藤本拓資 金融庁総務企画局市場課長
- 第 32 号「金融商品取引業における利益相反  
—利益相反管理体制の整備業務を中心として—」 2011 年 6 月  
報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 33 号「顧客との個別の取引条件における特別の利益提供に関する問題」 2011 年 9 月  
報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授  
松本讓治 S M B C 日興証券 法務部長
- 第 34 号「ライツ・オフリングの円滑な利用に向けた制度整備と課題」 2011 年 11 月  
報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 35 号「公開買付規制を巡る近時の諸問題」 2012 年 2 月  
報告者 太田 洋 西村あさひ法律事務所弁護士・NY州弁護士
- 第 36 号「格付会社への規制」 2012 年 6 月  
報告者 山田剛志 成城大学法学部教授
- 第 37 号「金商法第 6 章の不公正取引規制の体系」 2012 年 7 月  
報告者 松尾直彦 東京大学大学院法学政治学研究科客員  
教授・西村あさひ法律事務所弁護士
- 第 38 号「キャッシュ・アウト法制」 2012 年 10 月  
報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授
- 第 39 号「デリバティブに関する規制」 2012 年 11 月  
報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 40 号「米国 JOBS 法による証券規制の変革」 2013 年 1 月  
報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
- 第 41 号「金融商品取引法の役員の責任と会社法の役員の責任  
—虚偽記載をめぐる役員の責任を中心に—」 2013 年 3 月  
報告者 近藤光男 神戸大学大学院法学研究科教授
- 第 42 号「ドッド=フランク法における信用リスクの保持ルールについて」 2013 年 4 月  
報告者 黒沼悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授
- 第 43 号「相場操縦の規制」 2013 年 8 月  
報告者 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授

- 第 44 号「法人関係情報」 2013年10月  
 報告者 川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授  
 平田公一 日本証券業協会常務執行役
- 第 45 号「最近の金融商品取引法の改正について」 2014年6月  
 報告者 藤本拓資 金融庁総務企画局企画課長
- 第 46 号「リテール顧客向けデリバティブ関連商品販売における民事責任 2014年9月  
 —「新規な説明義務」を中心として—」  
 報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
- 第 47 号「投資者保護基金制度」 2014年10月  
 報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 48 号「市場に対する詐欺に関する米国判例の動向について」 2015年1月  
 報告者 黒沼悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授
- 第 49 号「継続開示義務者の範囲—アメリカ法を中心に—」 2015年3月  
 報告者 飯田秀総 神戸大学大学院法学研究科准教授
- 第 50 号「証券会社の破綻と投資者保護基金 2015年5月  
 —金融商品取引法と預金保険法の交錯—」  
 報告者 山田剛志 成城大学大学院法学研究科教授
- 第 51 号「インサイダー取引規制と自己株式」 2015年7月  
 報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 52 号「金商法において利用されない制度と利用される制度の制限」 2015年8月  
 報告者 松尾直彦 東京大学大学院法学政治学研究科  
 客員教授・弁護士
- 第 53 号「証券訴訟を巡る近時の諸問題 2015年10月  
 —流通市場において不実開示を行った提出会社の責任を中心に—」  
 報告者 太田 洋 西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
- 第 54 号「適合性の原則」 2016年3月  
 報告者 川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授
- 第 55 号「金商法の観点から見たコーポレートガバナンス・コード」 2016年5月  
 報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 56 号「EUにおける投資型クラウドファンディング規制」 2016年7月  
 報告者 松尾健一 大阪大学大学院法学研究科准教授
- 第 57 号「上場会社による種類株式の利用」 2016年9月  
 報告者 加藤貴仁 東京大学大学院法学政治学研究科准教授

- 第 58 号「公開買付前置型キャッシュアウトにおける  
価格決定請求と公正な対価」 2016年11月  
報告者 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 59 号「平成26年会社法改正後のキャッシュ・アウト法制」 2017年1月  
報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授
- 第 60 号「流通市場の投資家による発行会社に対する証券訴訟の実態」 2017年3月  
報告者 後藤 元 東京大学大学院法学政治学研究科准教授
- 第 61 号「米国における投資助言業者（investment adviser）  
の負う信認義務」 2017年5月  
報告者 萬澤陽子 専修大学法学部准教授・当研究所客員研究員
- 第 62 号「最近の金融商品取引法の改正について」 2018年2月  
報告者 小森卓郎 金融庁総務企画局市場課長
- 第 63 号「監査報告書の見直し」 2018年3月  
報告者 弥永真生 筑波大学ビジネスサイエンス系  
ビジネス科学研究科教授
- 第 64 号「フェア・ディスクロージャー・ルールについて」 2018年6月  
報告者 大崎貞和 野村総合研究所未来創発センターフェロー
- 第 65 号「外国為替証拠金取引のレバレッジ規制」 2018年8月  
報告者 飯田秀総 東京大学大学院法学政治学研究科准教授
- 第 66 号「一般的不公正取引規制に関する一考察」 2018年12月  
報告者 松井秀征 立教大学法学部教授
- 第 67 号「仮想通貨・ICOに関する法規制・自主規制」 2019年3月  
報告者 河村賢治 立教大学大学院法務研究科教授
- 第 68 号「投資信託・投資法人関連法制に関する問題意識について」 2019年5月  
報告者 松尾直彦 東京大学大学院法学政治学研究科  
客員教授・弁護士
- 第 69 号「「政策保有株式」に関する開示規制の再構築について」 2019年7月  
報告者 加藤貴仁 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 70 号「複数議決権株式を用いた株主構造のコントロール」 2019年11月  
報告者 松井智予 上智大学大学院法学研究科教授
- 第 71 号「会社法・証券法における分散台帳の利用  
ーデラウェア州会社法改正などを参考として」 2020年2月  
報告者 小出 篤 学習院大学法学部教授
- 第 72 号「スチュワードシップコードの目的とその多様性」 2020年5月  
報告者 後藤 元 東京大学大学院法学政治学研究科教授

- 第 73 号「インデックスファンドとコーポレートガバナンス」 2020 年 7 月  
報告者 松尾健一 大阪大学大学院高等司法研究科教授
- 第 74 号「株対価 M&A/株式交付制度について」 2020 年 8 月  
報告者 武井一浩 西村あさひ法律事務所パートナー弁護士
- 第 75 号「取締役の報酬に関する会社法の見直し」 2021 年 2 月  
報告者 尾崎悠一 東京都立大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 76 号「投資助言葉に係る規制 ―ドイツ法との比較を中心として―」 2021 年 6 月  
報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 77 号「インサイダー取引規制について」 2021 年 8 月  
報告者 宮下 央 TMI 総合法律事務所弁護士
- 第 78 号「敵対的買収防衛策の新局面」 2021 年 10 月  
報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授
- 第 79 号「事前警告型買収防衛策の許容性  
―近時の裁判例の提起する問題―」 2021 年 12 月  
報告者 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 80 号「金商法の改正案を含む最近の市場行政の動きについて」 2023 年 11 月  
報告者 齊藤将彦 金融庁企画市場局市場課長
- 第 81 号「TOB・大量保有報告制度の見直しについて」 2023 年 11 月  
報告者 大崎貞和 野村総合研究所未来創発センター主席研究員
- 第 82 号「公開買付けにおける意見表明は必要か？」 2023 年 12 月  
報告者 宮下 央 TMI 総合法律事務所弁護士

当研究所の出版物の購入を希望される方は、一般書店までお申し込み下さい。  
金融商品取引法研究会研究記録については研究所のホームページ <https://www.jsri.or.jp/>  
にて全文をご覧いただけます。

金融商品取引法研究会研究記録 第83号

日本証券業協会の社債市場活性化に  
向けた制度整備に関する取組み

令和6年3月21日

定価 550 円（本体 500 円 + 税 10%）

編者 金融商品取引法研究会  
発行者 公益財団法人 日本証券経済研究所  
東京都中央区日本橋 2-11-2  
〒 103-0027  
電話 03 (6225) 2326 代表  
URL: <https://www.jsri.or.jp>

ISBN978-4-89032-699-0 C3032 ¥500E

定価 550 円（本体 500 円 + 税 10%）