

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¹⁾

松 本 昌 男

I. 我が国社債市場の現状

1. 我が国社債市場の概観

我が国社債市場は、社債発行限度規制の撤廃・受託会社制度の見直し（1993年）、社債適債基準の撤廃・財務制限条項の自由化（1996年）、社債券の電子化（2006年）など様々な制度的改革を経て、自由で効率的な市場として発展を遂げており、企業金融の重要な一翼を担っている。しかしながら、これらの制度改革以降においても、米国や欧州と比べると社債の発行は必ずしも活発とは言えず、社債の発行額及び残高ともに米国市場の10分の1にも満たない状況が続いている。企業の金融負債構成においても、デットファイナンスにおける社債の割合が5割を超える米国と比べ、我が国では約1割という低水準であり、依然として間接金融優位の構図が続いている。発行会社の多様性という点では、我が国においては、相対的に信用格付の高い一部の企業による発行が太宗を占めており、発行額の9割以上が格付A格以上の銘柄である。一方、非投資適格とされるBB格以下の社債はほぼ存在しない状況であり、格付面において発行会社の偏りがみられている。また、社債の保有状況をみると、預金取扱金融機関のシェアが約4割を占め、投資信託、海外投資家のシェアは低い状態に留まっている（以上の我が国社債市場の発行・保有状況については、別紙「社債市場の発行・保有状況（日米比較）」を参照）。

社債の商品性という点では、我が国の社債は、一般担保付社債²⁾を除けば担保は付されていないなか、無担保の普通社債に付与されるコベナント³⁾の大半が社債間限定同順位の担保

1) 本稿は、2024年2月6日に開催された日本証券経済研究所 金融商品取引法研究会における筆者の報告及び日本証券業協会 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「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」報告書（2024年7月報告）（2024年7月16日）の内容をもとに作成している。なお、本稿のうち意見にわたる部分は、筆者の個人的見解である。

2) 一般担保付社債とは、特別法に基づき発行され、特定の担保を付さなくても他の債権者よりも優先して弁済を受けられる社債をいう。

提供制限条項（ネガティブ・プレッジ）のみであり、同一の発行会社が発行する他の社債に担保が設定された場合に限り、当該社債にも担保が設定されることとなる。このため、デフォルト時において、発行時に弁済順位が同順位であった銀行ローンや無限定のネガティブ・プレッジが付与された他の債権者に社債権者が劣後することになる懸念が指摘されている。

社債権者保護の観点からコベナントや担保が十分に手当てされているとは言えない状況を鑑みると、社債権者の法定代理人として発行会社の財務内容のモニタリング機能及び社債デフォルト時以降の債権保全・回収機能を有する社債管理者を活用することが考えられるが、我が国で発行される社債の多くが社債管理者の設置義務のない額面1億円以上の社債⁴⁾であり、社債管理者の活用は進んでいない。また、社債管理者不設置債を対象として社債権者による管理を補助する制度である社債管理補助者制度についても、2024年末現在で利用例は4銘柄に留まっている。

2. 近時のデフォルト事案

このような我が国社債市場の状況のなか、2023年4月にユニゾホールディングス社債のデフォルト事案が発生したが⁵⁾、当該事案においては以下のような課題があったと考えられる。

- ・社債権者に重大な影響を及ぼす事象の発生（所有・経営権の異動等）に対し社債権者を保護する方策が取られていなかった。
- ・社債権者の損失を招く財務活動を抑制する方策が取られていなかった。
- ・社債が他の債務（銀行借入れ等）に実質的に劣後していたことにより、デフォルト時の回収率が低く抑えられた⁶⁾。
- ・社債権者の投資判断に重要な影響を及ぼす情報が適時適切に開示されていなかった。
- ・発行会社の信用力低下時の債権保全の役割を担う社債権者の代理人がいなかった。

当該事案はデフォルトに至るまでの経緯等⁷⁾を鑑みると特殊な事例であると考えられるが、これらの課題は、前述のような社債の商品性⁸⁾に起因するところも多い。また、これらの課題は、以前より市場関係者において認識されていたものであるが、当該事案において特に顕著に現れたことで、改めて我が国社債市場の課題として浮き彫りになったと言える。

3) コベナントとは、社債やローンによる資金調達の際に、債務者の債務履行能力の維持を図るために当該債務者に課せられた特約条項（一定の誓約事項）をいう。

4) 会社法第702条ただし書き

5) ユニゾホールディングス株式会社ニュースリリース「社債期限の利益喪失に関するお知らせ」（2023年4月26日）を参照

6) 2024年3月に成立した当社の再生計画によると、追加弁済の可能性はあるものの基本弁済率は20%と試算される。

II. 日証協における社債市場活性化に対する検討体制

我が国における社債市場の活性化の必要性は、古くから指摘されているところであるが、特に2008年の国際的金融危機の局面では、我が国においても短期金融市場がひっ迫した結果、一部の企業に銀行借入れが困難な状況が生じると同時に、社債の新規又は借換えの発行も厳しくなり、一時的に社債市場が十分に機能しない事態が発生した。また、当時のバーゼル規制の強化の動きなども背景に、我が国の企業では資金調達手段の分散化・多様化の必要性がより強く認識されるようになり、安定的な資金を調達できる透明で流動性の高い社債市場の整備の必要性が認識されていた。

このような背景のもと、我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並びに企業の中長期の資金調達手段及び投資家の運用手段の多様化に資するため、2009年7月、日本証券業協会（以下「日証協」という。）に社債市場の活性化に関する懇談会（以下「社債懇」という。）を設置し、以後、発行市場と流通市場の両面において改善に向けた検討を行ってきた⁹⁾。

また、社債懇の下部に「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」（以下「ワーキング」という。）を設置し、社債管理やコベナントの在り方等について各種の提言を行ってきたところである。ワーキングでは、今後の市場環境の変化を見据えて、信用リスクが相対的に大きい企業を含めた多様な企業による社債発行が可能な環境整備を図るため、2023年12月から、コベナントの付与や社債管理の在り方等についての検討を行い、2024年7月、その結果を報告書「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・グループ報告書（2024年7月報告）」（以下「2024年ワーキング報告書」という。）として取りまとめ、公表した¹⁰⁾。

7) ユニゾホールディングス株式会社（以下「ユニゾ」という。）社債がデフォルトに至るまでの主な経緯は以下のとおり。

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㈱チトセア投資によるEBOが成立（総額約2,050億円）。

2020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）。

2020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）の実施。

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の割合は3割から9割（約500億円から約1,500億円）に上昇。一方、社債は無担保のまま存置。

2023年4月、ユニゾ、民事再生手続き開始の申立を申請。ユニゾ社債（7銘柄、計610億円）の期限の利益喪失。

8) 担保が付されていない、社債間限定同順位の担保制限条項以外のコベナントが付与されていない、社債管理者が設置されていないという商品性

9) 社債懇における検討経緯については、日本証券業協会（社債市場の活性化に関する懇談会事務局）「日証協「社債市場の活性化に関する懇談会」におけるこれまでの検討経緯」商事法務 No.2064（2015年）69頁も参照

以下では、社債懇をはじめとする日証協の社債市場活性化に向けた制度整備に関する取組み¹¹⁾のうち、社債のコベナント及び社債管理に関するこれまでの取組み及び2024年ワーキング報告書の内容について紹介する。

Ⅲ. 社債に対するコベナントの付与

1. 「コベナントモデル（参考モデル）」の作成

本項では、日証協が、2012年9月に公表した「コベナントモデル（参考モデル）」¹²⁾について、その作成経緯及び概要について紹介する。

（1）「コベナントモデル（参考モデル）」の作成経緯

日証協では、信用リスクが相対的に大きい企業を含めた多様な企業による社債発行が可能な環境整備を重要な取組みの一つと位置付けている。この取組みにより、例えば、創業早期にあって信用格付が高くない企業による資金調達手段を多様化することができ、また、従前は信用格付が高かった企業の格付が低下したときも借換発行等が容易となることが期待できる。さらに、そのような社債の存在は、投資家の投資運用機会の拡充にも資するものと考えられる。その実現のためには、企業の資本・財務政策及び投資家のニーズに応じたコベナントが社債に柔軟・適切に設定され、発行条件等に適切に反映されることが重要である。

しかしながら、1996年の適債基準の撤廃・財務制限条項の自由化以降、我が国の社債の多くは、コベナントとして社債間限定同順位の担保提供制限条項のみが設定され、その他のコベナントが設定されることは少ない状況にあった。社債間限定同順位の担保提供制限条項は、ローンを含め他の債務を担保提供制限の対象としていないことから、社債は実質的にローンに劣後していると指摘されていた。

また、発行会社及び投資家にとって、コベナントの内容と同様に重要なものとして、コベナント抵触時の対応があげられる。我が国では、発行会社が社債コベナントに抵触した場合、直ちに期限の利益を喪失することが多いのに対し、米国では、コベナントの種類等に応じて、抵触状態の発生から期限の利益が喪失するまでに猶予期間が設定され、その間に抵触状態を治癒し、期限の利益の喪失を回避するなど柔軟な対応が可能となるように設計・運用されて

10) 「2024年ワーキング報告書」の全文については、日証協ウェブサイト
(https://www.jsda.or.jp/about/kaigi/chousa/shasai_kon/20240716144333.html) を参照

11) 社債懇の取組みの全容については、日証協ウェブサイト
(https://www.jsda.or.jp/about/kaigi/chousa/shasai_kon/index.html) を参照

12) 「コベナントモデル（参考モデル）」の全文については、日証協ウェブサイト
(https://www.jsda.or.jp/about/kaigi/chousa/shasai_kon/covenants.html) を参照

おり、発行会社と投資家の双方にとって利便性の高いものとなっている。

このような状況を踏まえ、2012年9月、日証協において、企業の社債発行及び投資家の社債投資の拡大を図るため、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、社債にコベナントが柔軟・適切に設定されることを促すため、「コベナントモデル（参考モデル）」を公表した。なお、「コベナントモデル（参考モデル）」は、市場関係者に対して拘束力を有するものでなく、あくまでも市場慣行の促進のために参考例を示すという性質のものである。

（２）「コベナントモデル（参考モデル）」の概要

「コベナントモデル（参考モデル）」は、「社債コベナント参考事例集」、「社債コベナント組合せモデル（参考モデル）」及び「社債コベナント抵触時の対応に関する規定例（参考モデル）」の３部により構成されている。

「社債コベナント参考事例集」では、社債の発行に当たって発行会社、投資家及び証券会社の参考となるよう、社債コベナントについて、その目的・内容により、①一定の負担行為を規制する追加負担制限コベナント（Incurrence Covenants）、②一定の財務指標の維持を義務付ける財務維持コベナント（Financial Maintenance Covenants）、③財務諸表等に関する報告を求めるレポーティングコベナント（Reporting Covenants）に分類したうえで、図

図表１ 社債コベナント参考事例集において例示されているコベナント

(1) 追加負担制限コベナント（Incurrence Covenants） ① 負債制限 ② 担保提供制限 ③ 配当等制限 ④ 支払制限 ⑤ 資産の処分に関する制限 ⑥ セール・アンド・リースバック制限 ⑦ 合併等の制限 ⑧ Change of Control 条項（大株主の異動による償還） ⑨ 子会社・関連当事者に関する制限	(2) 財務維持コベナント（Financial Maintenance Covenants） ① 純資産額維持 ② 自己資本比率維持 ③ 利益維持 ④ 負債額維持、負債比率維持 ⑤ インタレスト・カバレッジ・レシオの維持 ⑥ 有利子負債/EBITDA 倍率の維持 ⑦ 有担保負債比率維持 ⑧ 格付維持 (3) レポーティングコベナント（Reporting Covenants） ① コベナント充足についての代表取締役等による証明書の提出 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 ③ コベナントの対象となる財務指標の定期的な報告
---	---

表1の主なコベナンツについて、そのコベナンツの解説及び社債要項等において規定する場合の文例を示している。

「社債コベナンツ組合せモデル（参考モデル）」は、実効性が高くかつ現実的なコベナンツの設定となるようコベナンツの組合せを例示したものである。社債コベナンツの設定の在り方として、社債コベナンツを市場のニーズにあわせて複数組み合わせる利用することが考えられる。その際、個々のコベナンツは、それぞれ意味する内容が異なるため、適切に組み合わせることによりそれぞれの効果をより強固にすることが可能な一方で、個々のコベナンツの性質を十分に考慮することなく組み合わせると、意図しない期限の利益の喪失等の発行会社にコントロールが難しい状況を生み出してしまうこともあり得る。そこで、「社債コベナンツ組合せモデル（参考モデル）」において、効果的と考えられるコベナンツの組合せ及び注意を要するコベナンツの組合せを例示している。

「社債コベナンツ抵触時の対応に関する規定例（参考モデル）」は、社債コベナンツ抵触時に柔軟な対応が可能となるよう社債要項等における規定の具体的内容を例示したものである。発行会社がコベナンツに抵触した場合、我が国では直ちに社債の期限の利益を喪失することが想定されやすいことから、米国の運用例を参考として、コベナンツ抵触時に柔軟な対応を可能とするための具体的な内容を例示している。例えば、コベナンツ抵触時に抵触状態の解消やコベナンツ内容の変更等の対応ができるよう、社債要項においてコベナンツ抵触時から期限の利益喪失事由が成立する時点まで一定の猶予期間を置く場合の規定例を示している。

2. 2024年ワーキング報告書の概要（基本的に付与すべきコベナンツ）

日証協においては、「コベナンツモデル（参考モデル）」の公表後、コベナンツの柔軟かつ適切な付与が促進されるよう発行会社等への働きかけを行ってきたが、「コベナンツモデル（参考モデル）」はあくまで参考モデルであるため実効性が低く、公表後現在に至るまで、我が国社債のコベナンツの設定状況に大きな変化はみられていない。このような状況を踏まえ、2024年ワーキング報告書では、コベナンツ付与が進むよう以下のとおり提言をおこなっている¹³⁾。

13) ワーキングにおいては、本文記載の事項に加え、コベナンツの付与促進の観点からも重要な論点として、社債における機動的かつ効率的な意思結集を図るため、社債権者集会の決議によらないウェイブやアmend及び社債権者集会開催の電子化についても検討を行った。その結果、前者に関しては社債権者集会の決議によらず対応可能な範囲等が必ずしも法律上明確でなく、判例・通説も実例も存在していないため、現時点でワーキングにおいて法的・実務的課題のすべてを解決することは困難との結論に至り、また後者に関しては社債権者集会の完全電子化（バーチャルオンリー）の開催は法的手当てが必要であり、ハイブリッド出席型の開催に関しても現時点で制度上・実務上の整理が進んでおらず開催が可能であることが解釈上明確化される必要があるとの結論に至った。なお、法制審議会第201回会議（2025年2月10日開催）において、会社法制に関する見通しの一つとして、バーチャルオンリー社債権者集会についての規律の整備の検討が諮問された。

（１） 基本的に付与すべきコベナンツ

「コベナンツモデル（参考モデル）」においては、多くのコベナンツを並列的に示しているが、2024年ワーキング報告書では、投資家が必要最低限の内容として求めるコベナンツ又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」と位置付け、当該コベナンツが付与されるよう後述のとおり一定の拘束力を持たせる必要があるとしている。そのうえで、「基本的に付与すべきコベナンツ」に該当するコベナンツとして、チェンジオブコントロール条項とレポーティングコベナンツを挙げている。

チェンジオブコントロール条項は、発行会社の組織再編や大株主の異動があった場合に、保有する社債をあらかじめ定める価格で償還することを請求できる権利（プット・オプション）を社債権者に対し付与するものである。プット・オプションは企業の予期せぬイベントリスクに対して、社債権者に投資判断を再考する機会を与える点で有用とされている。昨今、企業の合併・買収等の動きが活発化しており、非上場化も増加しているため、これらに対応する観点から、これらの局面においてプット・オプションにより投資判断を再考する機会を与えることの必要性が高まっている。以上を踏まえ、チェンジオブコントロール条項を「基本的に付与すべきコベナンツ」とすることが適当としている。

レポーティングコベナンツは、社債権者の投資判断に重要な影響を及ぼす事象が生じた場合等に、当該事象が発生したことの迅速な社債権者への報告等の義務を発行会社に課す条項である。企業の非上場化が増加するなか、非上場化後の開示の後退が懸念されるとの指摘があるため、上場会社に開示が求められる適時開示事由のうち臨時報告書及び会社法上の公告の報告対象となっていないものの、社債権者の投資判断に重要な影響を与えと考えられる事項¹⁴⁾について、非上場化後に社債権者へレポーティングを行うことが重要である。このため、レポーティングコベナンツを「基本的に付与すべきコベナンツ」とすることが適当としている。

財務コベナンツも重要なコベナンツであるが、発行会社毎に業容や資産状況等との関係を踏まえる必要があり、共通する考え方を整理することが難しいため、「基本的に付与すべきコベナンツ」とはせず、発行会社の状況等を踏まえ、必要に応じ財務コベナンツを付与することが重要であるとの認識を共有した。

（２） 「基本的付与すべきコベナンツ」を求める対象

「基本的に付与すべきコベナンツ」は、すべての社債に一律に付与を求めることが望ましいとも考えられるが、コベナンツの付与を一律に求めることはかえって社債の発行を減少さ

14) 当該事項に該当するものとしては、第1・第3四半期の財務情報及び解散や業務上の提携等の発行会社の決定事実等が考えられる。

せる懸念がある。このため、我が国において社債市場のすそ野を拡大し、特に相対的に信用リスクの大きい社債市場の創設を目指すという目的のもと、「基本的に付与すべきコベナンツ」の付与を求める対象について、以下のとおり発行時の格付により区分のうえ整理を行っている。

BB 格以下の社債については、我が国において現在ほとんど発行事例が存在しないなかで、投資家の投資を阻害する要因を排除する観点及び投資家保護の観点から、「基本的に付与すべきコベナンツ」の付与を求めることが適当としている。

BBB 格の社債については、予期せぬイベントリスク等を考慮する必要があるほか、社内基準等により当該社債を投資対象としない投資家も存在していることを踏まえ、投資家の投資を阻害する要因を排除するため、「基本的に付与すべきコベナンツ」の付与を求めることが適当としている。ただし、BBB 格の社債は、すでに発行の実績があることから、社債発行を阻害することのないよう、コベナンツ本来の発動事由に加えて、「格付が BB 格以下となった場合」等の格下げの発生を発動事由に加えた、いわゆる「ダブルトリガー」の仕組みとすることも考えられるとしている。

A 格以上の社債については、これまでの発行実績の中核を占めており、拘束力を持たせて付与を求めることによって発行を阻害する懸念があることから、「基本的に付与すべきコベナンツ」の付与を一律に求める対象としないが、社債権者保護の観点から、必要に応じて柔軟かつ適切なコベナンツを手当てすることが必要であるとしている。

（3）「基本的に付与すべきコベナンツ」付与の実効性確保

「基本的に付与すべきコベナンツ」付与の実効性を確保する方法として、日証協の規則・ガイドラインにおいて、証券会社における社債の引受審査の際に、「基本的に付与すべきコベナンツ」の付与状況等について審査を行うよう求めることが適当とされた。

具体的な規則・ガイドラインの内容については、日証協において社債の引受けを所管するワーキング・グループで検討することとしている。

3. 2024年ワーキング報告書の概要（コベナンツ抵触時の対応）

コベナンツ抵触時の典型的な対応は期限の利益の喪失であるが、発行会社と社債権者との調整によって、社債権者の権利放棄（以下「ウェイブ」という。）や社債契約の変更（以下「アmend」という。）を行うことも考えられる。しかしながら、我が国の社債市場においては、ウェイブやアmendを行う場合の実務慣行が形成されておらず、コベナンツ抵触時の対応の柔軟性に欠けると指摘されている。社債市場の活性化に向け、発行会社の資本・財務政策及び投資家のニーズに応じた適切なコベナンツ付与を促進していくためには、コベナンツ抵触時にウェイブやアmendといった柔軟な対応が可能となるよう実務上の対応を整理する必要

がある。このため、2024年ワーキング報告書において、コベナンツ抵触時の実務上の対応を整理すべく、コベナンツ抵触事由が発生した場合においてウェイブやアmendを行う際の実務フロー案を提示している¹⁵⁾。

また、「基本的に付与すべきコベナンツ」であるチェンジオブコントロール条項及びレポーティングコベナンツに関しては、コベナンツ発動時にどのように対応すればよいかという点について実務上の課題が残されている。このため、2024年ワーキング報告書において、コベナンツ発動時の発行会社による社債権者への通知やレポーティングを実施する方法に係る実務フロー案も提示している¹⁶⁾。

IV. 債務に対するコベナンツの開示

1. 「コベナンツ開示例示集」の作成

本項では、日証協が2016年9月に公表した「コベナ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（コベナンツ開示例示集）」¹⁷⁾について、その作成経緯及び概要について紹介する。

(1) 「コベナンツ開示例示集」の作成経緯

前述のとおり、1996年の適債基準の撤廃・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、ローンを含め他の債務を対象としておらず、社債は実質的にローンに劣後している状況であった。

このような状況において、社債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、社債投資家が社債発行会社のローンのコベナンツや債務の状況等の情報を把握することが重要となるが、社債投資家にとって投資判断に必要な情報が必ずしも十分に開示されていないと指摘されていた。このような状況を踏まえ、日証協が2012年7月に公表した「社債市場の活性化に向けた取組み（「社債市場の活性化に関する懇談会 部会」報告）」¹⁸⁾では、コベナンツ・債務の状況について、発行会社による情報開示が進むよう、開示例示集を作成することが提言された。

15) 日証協において、実務フロー案について更に検討を深めたうえで「コベナンツ抵触時の対応の実務フロー」を策定する予定である。

16) 同上

17) コベナンツ開示例示集の全文については、日証協ウェブサイト
(https://www.jsda.or.jp/about/kaigi/chousa/shasai_kon/reijisyu.html) を参照

18) 本報告書の全文については、日証協ウェブサイト
(https://www.jsda.or.jp/about/kaigi/chousa/shasai_kon/files/120730_bukai_houkoku.pdf) を参照

当該提言を受け日証協において開示例示集の作成に向けて検討を行ったところ、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ツを開示する必要があるという開示に肯定的な意見もあったが、一方で、コベナンツの開示により、企業が銀行間の情報の非対称性を利用して資金調達の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ツを開示したとしても、銀行が設定するコベナンツの設定目的や抵触時の対応等の意図は第三者には分からないため、コベナンツの開示が有用な情報とは考えがたいといった開示に対し慎重な意見も多く寄せられた。

このようにコベナンツの開示のあり方については様々な意見があったが、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大きい企業において、コベナンツの開示が重要である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が認識されることを企図して、2016年9月、「コベナ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（コベナンツ開示例示集）」を作成した。なお、このコベナンツ開示例示集も市場関係者に対して拘束力を有するものではなく、コベナンツの状況等について、発行会社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等を例示するものである。

（２）「コベナンツ開示例示集」の概要

コベナンツ開示例示集の概要は図表２のとおりであり、コベナンツ等の状況について開示されることが想定される有価証券報告書、半期報告書又は四半期報告書¹⁹⁾（以下「有価証券報告書等」という。）の追加情報の注記及び後発事象の注記並びに臨時報告書について、コベナンツ開示の判断基準及び開示内容の例示を示している。

２．企業内容等開示府令の改正

コベナンツ開示例示集は市場関係者に対し拘束力を有しないこともあり、その公表後も、社債投資家の投資判断に重要な影響を及ぼすコベナンツ等のローン契約の内容が市場に適時適切に開示されないという問題は解決されないままであった。そのため、社債発行後に銀行ローンに担保が付されること等により、社債投資家の知らないうちに社債の弁済順位が他の債務に劣後してしまうということが実際に発生していた。こうした状況を踏まえ、日証協においては、社債投資家が適切な投資判断を行うための情報確保の観点から、コベナンツを含むローン契約の内容の開示について働きかけを行っていた。

このようななか、2022年6月、金融庁「ディスクロージャー ワーキング・グループ報告」²⁰⁾において、ローン契約と社債に付される財務上の特約に関し、特に重要性が高いと見

19) 2024年4月1日施行の金融商品取引法改正により、四半期報告書制度は廃止された。

図表2 コベナント開示例示集の概要

【目的】

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ベナント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サビリティの向上についての理解の促進

【具体的内容】

開示方法

- ① 有価証券報告書、半期報告書、四半期報告書（「追加情報の注記」や「後発事象の注記」に記載）
- ② 臨時報告書

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：営業債務の返済の困難性、借入金の返済条項の不履行、社債等の償還の困難性等
 - ・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

開示内容

- ① 「追加情報の注記」における開示内容
コベナント関連：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、その他コベナント等がある場合にはその内容等

込まれるものについて、「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があり、23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、「企業内等の開示に関する内閣府令」等の改正が行われた²¹⁾。

本改正により、有価証券報告書等の提出会社が、財務上の特約²²⁾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額の10%以上の場合には、契約の相手

20) 本報告書の全文については、金融庁ウェブサイト
(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20220613.html) を参照

21) 本改正の全容については、金融庁ウェブサイト
(<https://www.fsa.go.jp/news/r5/sonota/20231222-4/20231222.html>) を参照

方の属性、元本総額、担保の内容といった契約の概要及び財務上の特約の内容を記載した臨時報告書を提出することとされた²³⁾。また、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を締結している場合であって、その残高が連結純資産額の10%以上である場合には、有価証券報告書等において当該契約の概要及び財務上の特約の内容を開示することとされた²⁴⁾。

なお、本改正は、財務上の特約の付されたローンのみが対象となっており、財務上の特約のないローンは対象となっていない。また、臨時報告書の提出要件については、パブリックコメント募集時の改正案では連結純資産額の3%以上とされていたが、臨時報告書の提出件数が著しく増加し企業負担が過剰になるなどの意見を踏まえ、10%に引き上げられた。さらに、開示内容については、パブリックコメント募集時の改正案では、ローンの相手方の名称を開示するとされていたが、相手方の属性のみを開示すればよいとされた。

本改正により、社債投資家とローン債権者との間の情報格差につき一定程度の改善は期待されるが、米国では多くの場合にコベナントを含むローン契約の詳細な内容が適時に開示されていることと比べると、改善の余地があるものと考えられる。今後は、財務上の特約に該当しないコベナント、財務上の特約のないローン契約、純資産の10%未満のローン契約及び既存債務への担保提供の開示など、より一層の開示の充実について検討が行われることが望まれる。

V. 社債管理

1. 「社債権者補佐人制度」の創設

本項では、日証協が、2015年3月に創設した「社債権者補佐人制度」について、その創設経緯及び概要について紹介する²⁵⁾。

(1) 社債権者補佐人制度創設の経緯

我が国社債の発行市場は、信用リスクが相対的に小さい企業による発行が中心であったこ

22) 本改正における「財務上の特約」とは、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ことを条件として当該提出会社が期限利益を喪失する旨の特約をいう。そのため、財務指標の維持を目的とするものではない配当制限や担保提供制限等の財務制限条項及びレポーティングコベナントそれ自体については、「財務上の特約」に該当しないとされている。

23) この改正は、2025年4月1日以後に提出される臨時報告書から適用される。

24) この改正は、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される。

25) 社債管理補佐人制度については、日本証券業協会「社債市場の活性化に関する懇談会事務局「社債市場活性化に向けた近年の取組み」金融財政事情（2016年4月25日）34頁、松本昌男「社債権者保護の充実に向けた取組み」商事法務 No.2112（2016年）12頁も参照

とから、社債の発行市場の活性化に向けて、信用リスクが相対的に大きい企業の社債発行の促進及び投資家の裾野拡大に向けた環境整備を図るため、社債権者保護の効率的な仕組みが必要であると考えられた。

会社法第702条は、社債権者保護の観点から、社債の発行に当たって、原則として社債管理者の設置を義務付けている。社債管理者は、会社法²⁶⁾によって、社債権者のために、元利金の弁済受領や債権の保全のために必要な一切の裁判上又は裁判外の行為をする権限が与えられ、発行会社からの委託を受けて、社債権者のために発行会社の財務内容のモニタリング及び社債デフォルト時以後の債権保全・回収等を行い、社債の発行から償還まで当該社債の管理を行う。この社債管理者の設置義務については、各社債の金額が1億円以上の場合などは例外として免除されている²⁷⁾。実際には、約8割の社債には社債管理者が設置されていないが、社債管理者の設置については、以下のような課題が指摘されていた。

- ・社債管理者には、多くの場合、発行会社のメインバンクが就任するが、社債管理者の権限の具体的な内容が必ずしも明確ではないこと、また、会社法第704条2項に定める善管注意義務の具体的な内容が必ずしも明確ではないことから、その責任範囲を極めて広く考えて業務を行わざるを得ない状況にある。
- ・発行会社のメインバンクが社債管理者に就任する場合、社債のデフォルト前後に利益相反が生じる可能性が懸念されるところ、会社法704条1項に規定する公平誠実義務の具体的な内容は必ずしも明確とは言えず、また、会社法710条2項に規定する利益相反行為に関する損害賠償責任の範囲についても必ずしも明確ではない。
- ・企業と与信取引がない銀行や信託銀行が社債管理者に就任した場合、利益相反に関する懸念はないものの、社債管理者の責任範囲を広くとらえると、善管注意義務を果たし得るのかという懸念がある。

こうした課題があることから、信用リスクが相対的に大きい会社が社債の発行を検討する場合、投資家が社債管理者の設置を求めても、メインバンクは社債管理者としての義務と債権者としての債権の保全・回収活動のバランスを考慮し、社債管理者への就任を躊躇することが考えられる。また、与信取引がない銀行や信託銀行は善管注意義務の負担から就任を躊躇することが考えられる。

こうした状況を踏まえ、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の促進及び投資家の裾野拡大を図るため、社債管理不設置債を対象に、発行会社の財務内容等のモニタリング及び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役割の担い手が必要と考えられたことから、日証協において、新たな社債管理の担い手につ

26) 会社法第702条、第705条第1項

27) 会社法第702条、会社法施行規則第169条

いて検討を行った。その結果として、2015年3月、社債権者保護の仕組みとして社債権者補佐人制度²⁸⁾の創設等を内容とする報告書「社債権者保護のあり方について～新たな情報伝達インフラ制度及び社債管理人制度の整備に向けて」²⁹⁾³⁰⁾を公表した。

(2) 社債権者補佐人制度の概要

社債権者補佐人は、法律に設置に係る根拠を持たず³¹⁾、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され、これらに定めるところにより、全社債権者のために又は個別の社債権者の委託を受け、社債に係る事務手続きや債権の保全に関するサポート等を行うものである。発行者と社債権者補佐人との間の社債権者補佐人業務委託契約は、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することで、当該契約の当事者でない社債権者が、社債権者補佐人に対して、当該契約に規定された社債権者補佐人の業務遂行を直接請求することが可能とされた。なお、社債権者補佐人の担い手としては、銀行、信託銀行、保険会社等の金融機関に加え、弁護士法人又は弁護士が想定されていた。

社債権者補佐人の業務は図表3のとおりであり、社債の期中業務として、発行会社からの通知等の受領及び社債権者への通知等が、社債のデフォルト後の業務として、個別委任に基づく債権の届出及び社債権者による社債権者集会の招集・請求のサポート等がある。

社債権者補佐人の業務のうち債権の届出については、社債権者が個別の委託を行うことなく、社債権者補佐人が総社債権者を代理して社債総額で債権届出を行うことについて検討を行った。しかし、代理制度につき顕名主義の原則を採用する現行法のもとでは、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行動することは困難であるとの結論に至り、個別に社債権者からの委託を受けたうえで債権届出を行うという煩雑な仕組みを取ることとなった。また、社債権者集会の招集・請求のサポートについては、社債権者補佐人は社債権者集会の招集権限を有しないため、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できず、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

28) 社債権者補佐人は、当初は仮称として「社債管理人」を用いていたが、2018年8月、本制度の担い手の名称を「社債権者補佐人」とすることとした。

29) 報告書の全文については、日証協ウェブサイト

(https://www.jsda.or.jp/about/kaigi/chousa/shasai_kon/infra_houkokusyo.html)を参照

30) 本報告書では、社債権者補佐人制度の創設のほかに、社債権者が発行会社等からの情報に基づき、自ら判断を行い、能動的に行動し、企業の信用状態の変化に柔軟に対応することを容易にするための方策として、証券保管振替機構における社債権者への情報伝達インフラの整備に係る考え方についても取りまとめている。

31) 社債権者補佐人制度は、法律に設置の根拠を持たない制度であったことから、その業務範囲について、法令上特別な規律はなく、当時の民法や会社法等の法令において認められる範囲の業務に限定されていた。

図表3 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

権者集会の招集の許可申請手続きを行う必要があるなど、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状況であった。さらに、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・弁護士以外の者が社債権者補佐人に就任する場合は行うことができないと考えられた。

こうした課題があったことや法律に根拠を持たず法的安定性が十分に確保されているとは言えなかったこと、また、社債権者補佐人制度について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、実際に社債権者補佐人制度を利用した社債が発行されることはなかった。

2. 「社債管理補助者制度」に対する取組み

本項では、社債管理補助者制度の法制化の動き、制度概要、日証協の取組みについて紹介する³²⁾。

32) 社債管理補助者制度については、西村淑子「「社債管理補助者制度に係る実務上の対応」について」商事法務 No. 2270（2021年）60頁も参照

(1) 社債管理補助者制度の法制化の動き

社債権者補佐人制度には前述のような課題があったことから、日証協においては、これらの課題の解決に向けた取組みの必要性を広く訴えるとともに、新しい社債管理の制度創設について当局に要望を行っていた。

また、2010年代に入ってから、主な例として、2010年1月に日本航空、9月に武富士、2012年2月にエルピーダメモリ、2017年6月にタカタの社債がデフォルトし、さらに、アルゼンチン共和国サムライ債の債券償還等請求訴訟においては、2016年6月の最高裁判決³³⁾では、当該債券の管理会社に任意的訴訟担当の地位が認められたが、2013年1月の第一審判決³⁴⁾、2014年1月の控訴審判決³⁵⁾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た。

こうしたなか、2017年4月、法制審議会 会社法制（企業統治等関係）部会³⁶⁾において、①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との指摘、②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う事例が見られたことを契機に、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が出てきたとの指摘、③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では、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の委託が困難であることを背景として、社債管理者非設置債を対象に社債管理の在り方に関する検討が開始された。

2018年2月に公表された「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³⁷⁾では、社債管理者非設置債を対象として、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できる制度として、社債管理補助者制度を新たに設けることが示されるとともに、社債管理補助者制度の性質について、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の位置付けや、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といった方針が示された。

33) 最高裁平成28年6月2日第一小法廷判決、民集70巻5号1157頁

34) 東京地判平成25年1月28日、金判1496号23頁

35) 東京高判平成26年1月30日、金判1496号17頁

36) 同部会の資料等については、法務省ウェブサイト
(<https://www.moj.go.jp/shingi1/shingi04900317.html>) を参照

37) 中間試案及び同補足説明の全文については、法務省ウェブサイト
(<https://www.moj.go.jp/shingi1/shingi04900348.html>) を参照

その後、2019年2月の「会社法制（企業統治等関係）の見直しに関する要綱」³⁸⁾の公表を経て、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月の改正法の施行により「社債管理補助者制度」が創設された。

（２） 社債管理補助者制度の概要

社債管理補助者制度は、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あり、その概要は図表４のとおりである。

図表４ 社債管理補助者制度の概要

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	・発行会社が社債管理補助者に対して、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） ・社債管理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）
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 ・法定権限（①破産手続、再生手続又は更生手続への参加、②強制執行又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） ・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） ・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） ・社債権者集会への出席及び意見申述権限（法729条） 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取らなければならない（法714条の4第4項）
義務・責任	・（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） ・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）

（注） 法：会社法、施行規則：会社法施行規則

38) 要綱の全文については、法務省ウェブサイト
(<https://www.moj.go.jp/shingi1/shingi03500033.html>) を参照

(3) 社債管理補助者制度に対する取組み

日証協では、社債管理補助者制度が市場関係者において円滑に利用されるよう、社債管理補助者に期待する業務内容や社債管理補助者を設置する場合の社債要項及び社債管理補助委託契約書（以下「社債要項等」という。）の規定例について検討を行い、2021年6月、検討結果を取りまとめた報告書「社債管理補助者制度に係る実務上の対応について」を公表した³⁹⁾。

本報告書においては、社債管理補助者の業務を①法定権限に基づく業務、②約定権限に基づく業務、③会社法第714条の4第4項に規定する業務（社債権者への報告に関する業務）に分類し、本制度の趣旨⁴⁰⁾や本制度利用による発行会社及び投資家の裾野拡大の観点を踏まえ、社債管理補助者に最低限期待される業務を社債管理補助者の「基本的業務」と位置付け、基本的業務の内容及びその遂行のために必要な権限等について社債要項等への規定例を提示している。

①法定権限に基づく業務については、破産手続等への参加、清算手続における債権の申出、社債権者集会の招集・開催及び社債権者集会決議の裁判所への認可申立手続を社債管理補助者の基本的業務と整理し、想定される業務内容及び社債要項等への規定例を提示している。なお、会社法714条の4第1項第2号において「強制執行又は担保権の実行手続における配当要求」が規定されているが、配当要求を行うために必要となる当該社債に係る債務名義の取得や仮差押えについては、社債管理補助者に約定権限⁴¹⁾が付与されていなければ行うことができないと考えられるところ、社債管理補助者に当該約定権限が付与され、当該約定権限を行使することはほぼ想定されないことから、当該業務については社債要項等への規定例を示していない。

②約定権限に基づく業務については、社債要項及び社債管理補助委託契約書の備置を基本的業務として整理した。

③会社法第714条の4第4項に規定する業務（社債権者への報告に関する業務）は、社債管理補助者の中心的業務と位置付けられるが、報告義務の対象となる事項の範囲や報告の方法は会社法上明らかになっていない。そこで、本報告書においては、社債管理補助者から社債権者への報告業務を基本的業務として整理したうえで、社債権者が自ら社債を管理する際の重要度によって、(ア)社債権者が自ら社債の管理を行うために必要な事項と(イ)社債権者が自ら社債の管理を行うために有用な事項に分類して、それぞれ報告事項を提示している。

39) 報告書の全文については、日証協ウェブサイト

(https://www.jsda.or.jp/about/kaigi/chousa/shasai_kon/hojoshu.html) を参照

40) 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という趣旨

41) 例えば、社債の全部についてする仮差押えや訴訟を行う権限が考えられる。なお、社債管理補助者がこれらの権限を行使するためには社債権者集会の決議を経る必要がある（会社法第714条の4）。

「(ア)社債権者が自ら社債の管理を行うために必要な事項」としては、合併等の組織再編に係る個別催告に関する事項、組織再編の際の社債の取扱い、期限の利益喪失事由の発生及び期限の利益喪失を、「(イ)社債権者が自ら社債の管理を行うために有用な事項」としては、社債の未償還残高の10分の1未満を保有する社債権者からの請求に基づく他の社債権者への社債権者集会招集の意向確認を提示している。また、これらの事項を口座管理機関を介して個別の社債権者が確実に知ることができるよう、証券保管振替機構の社債情報伝達サービス⁴²⁾を利用して報告する方法が示されている。

その他、本報告書においては、社債管理補助者の義務・責任、費用・報酬及び業務終了事由について考え方を整理するとともに、社債要項等への規定例を提示している。

(4) 2024年ワーキング報告書の概要

報告書「社債管理補助者制度に係る実務上の対応について」において示された社債管理補助者の「基本的業務」は、社債にコベナントが殆ど付与されていない状況下において取りまとめたものであることから、コベナントが付与されている社債に係る社債管理補助者の業務内容については十分に検討が及んでいない面があった。そこで、2024年ワーキング報告書では、今後、前記Ⅱ 2. に記載した基本的に付与すべきコベナントに係る措置により社債のコベナント付与が進んでいくことを見込んで、社債管理補助者から社債権者への報告業務として、(ア)チェンジオブコントロール条項の期限前償還事由の発生事実の報告⁴³⁾、(イ)レポーティングコベナントの発動事由の発生事実の報告、(ウ)レポーティング事項とされた事象等の発生事実の報告を「基本的業務」と位置付けることが適当と整理している。

また、報告書「社債管理補助者制度に係る実務上の対応について」において「基本的業務」とされていなかった(エ)他の社債権者の社債者集会招集意向を集計する等の形式的なとりまとめ⁴⁴⁾、(オ)コベナント抵触時の対応が請求喪失である場合の社債権者の請求喪失意向を集計する等の形式的なとりまとめ⁴⁵⁾についても、「基本的業務」と位置付けることが適当と整理し

42) 社債情報伝達サービスの内容については、証券保管振替機構のウェブサイト (sb_7sho_shorioryo.pdf (jasdec.com)) を参照

43) チェンジオブコントロール条項の期限前償還事由の発生事実の報告については、報告書「社債管理補助者制度に係る実務上の対応について」において示された基本的業務である期限の利益喪失事由の発生に該当すると考えられるが、必ずしも明確でなかったため、2024年ワーキング報告書において基本的業務に含まれることが適当であることを明確にした。

44) 他の社債権者の社債者集会招集意向を集計する等の形式的なとりまとめを社債管理補助者が担わない場合には、社債管理補助者が「基本的業務」の一つである「10分の1未満の社債権者からの請求に基づく本社債の他の社債権者への社債権者集会招集の意向確認」の報告を社債権者に対して行った後に、社債権者がその意向を回答する先を社債管理補助者とはせず、請求を行った10分の1未満の社債権者とする事となる。その後、社債権者集会の招集の準備等は社債管理補助者が担うことが想定されるなかで、一連の業務の一部分のみを社債権者に負わせることで実務上の利便性が大きく低下する懸念があるほか、社債権者が他の社債権者へ自身の投資情報を開示することを忌避することも考えられるため、利便性及び実効性において課題があることから、本業務を「基本的業務」とすることが適当とされた。

ている⁴⁶⁾⁴⁷⁾。

さらに社債管理補助者の設置を促す方策として、社債管理補助者の就任に係る実務上の新たな選択肢を示し、より活用しやすくするために、社債の発行時には社債管理補助者を設置しないものの、一定の条件（格付の低下等）を満たしたときに、社債管理補助者が自動的に設置される対応を提案している⁴⁸⁾。

VI. 最後に

我が国社債市場においては、複数の課題が互いに絡み合い、社債の発行が活発でないことから投資家が限られ、投資家が限られることから社債の発行が活発化しないといった「鶏と卵」の関係にあると形容され、その活性化の実現に向けて市場関係者の理解と地道な努力が不可欠であることは、長年にわたり課題認識が共有されてきたところである。このため、日証協として幅広い市場関係者の協力を得ながら、本稿で紹介した施策を含め一つ一つの施策を進め、社債市場の活性化に向けて取り組んできている。

日証協においては、金利等の市場環境の変化が生じているなかで、この「鶏と卵」の関係解消に向け、本稿で紹介した施策の取組みを進めるとともに、流通市場を含め我が国社債市場の魅力を向上させるべく、検討を継続していく所存である。引き続き市場関係者の協力を賜れば幸いである。

以 上

（日本証券業協会常務執行役自主規制本部長）

45) コバナンツ抵触時の対応が請求喪失である場合の社債権者の請求喪失意向を集計する等の形式的なとりまとめについては、過去に発行された社債管理補助者設置債において、社債管理補助者の業務の一つとされている実例があったことから、本業務を「基本的業務」とすることが適当とされた。

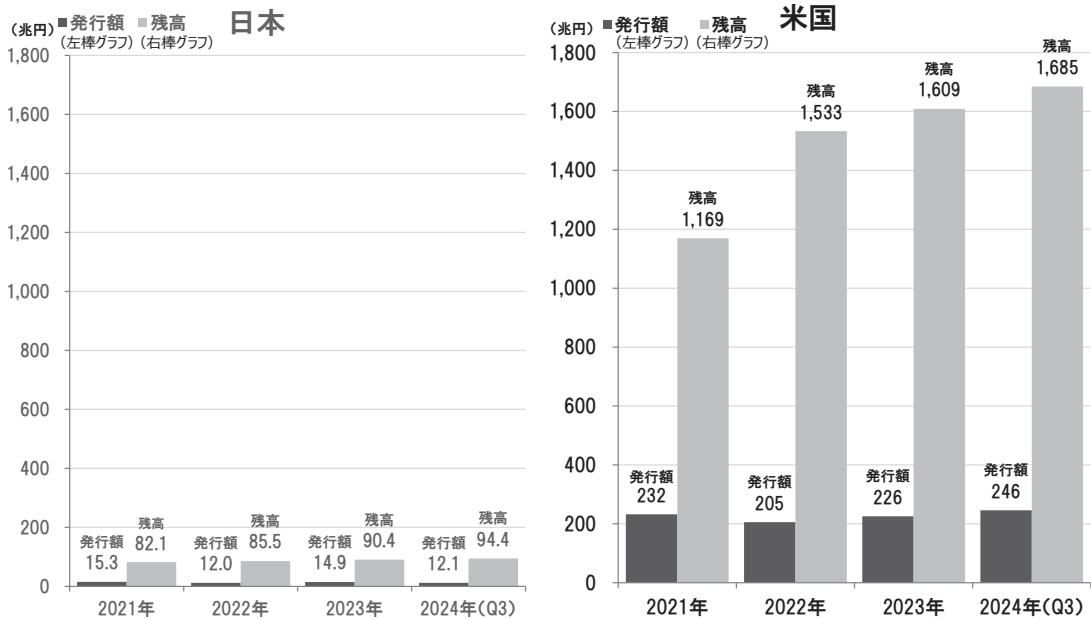
46) (エ)及び(オ)については、いずれも社債管理補助者が裁量を持たず形式的に意向の集計作業及び集計結果の伝達を行うものである。

47) 新たに「基本的業務」とすることが適当とされた(ア)から(オ)の業務については、今後、日証協において社債要項等の規定例を示す予定である。

48) 今後、日証協において当該対応を取る場合の社債要項等の規定例を示す予定である。

(別紙) 社債市場の発行・保有状況 (日米比較)

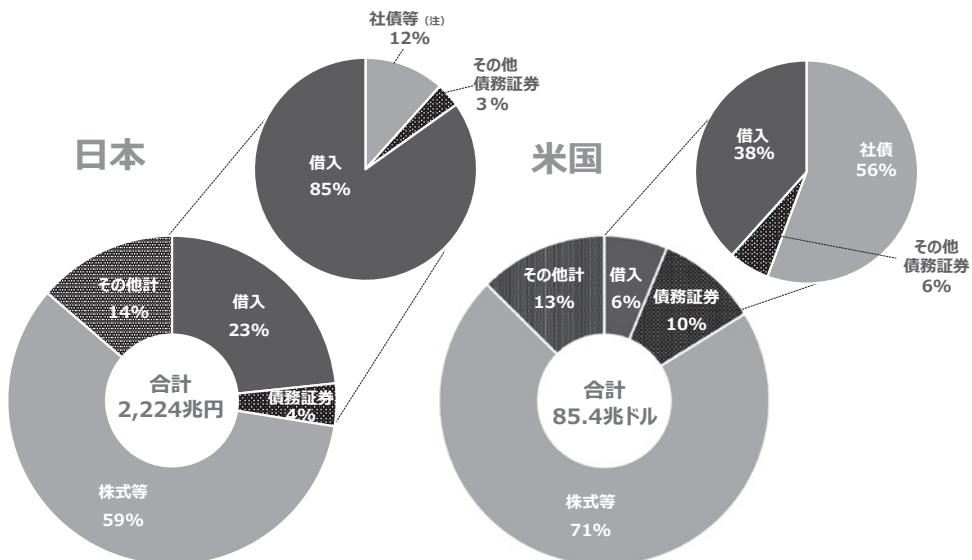
社債の発行額・残高の推移



(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（2024年は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

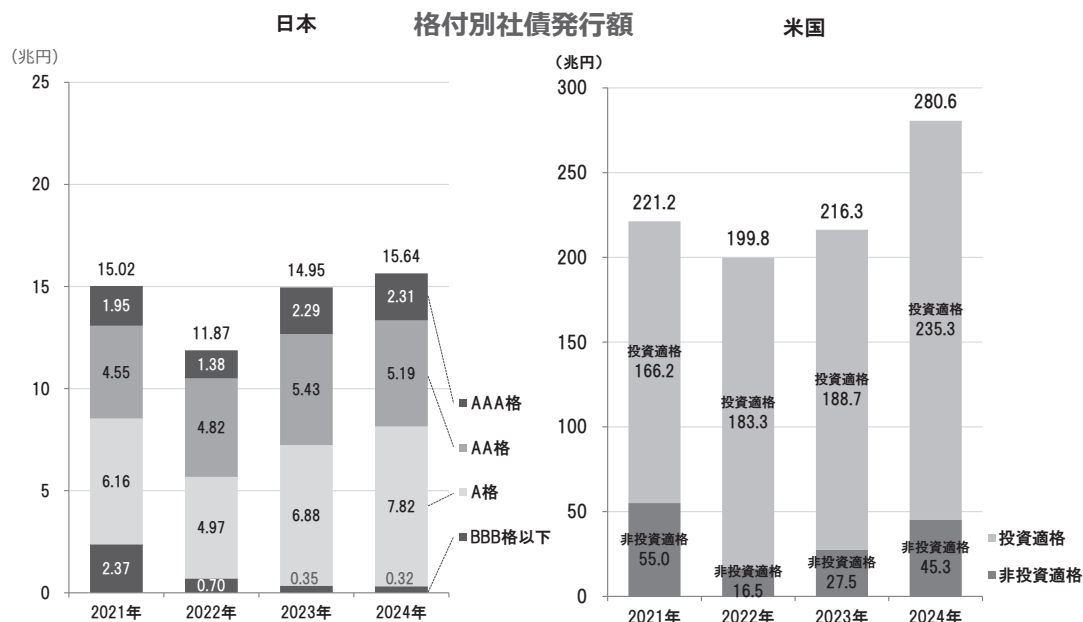
民間非金融法人企業の金融負債構成 (2024年9月末時点)



(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

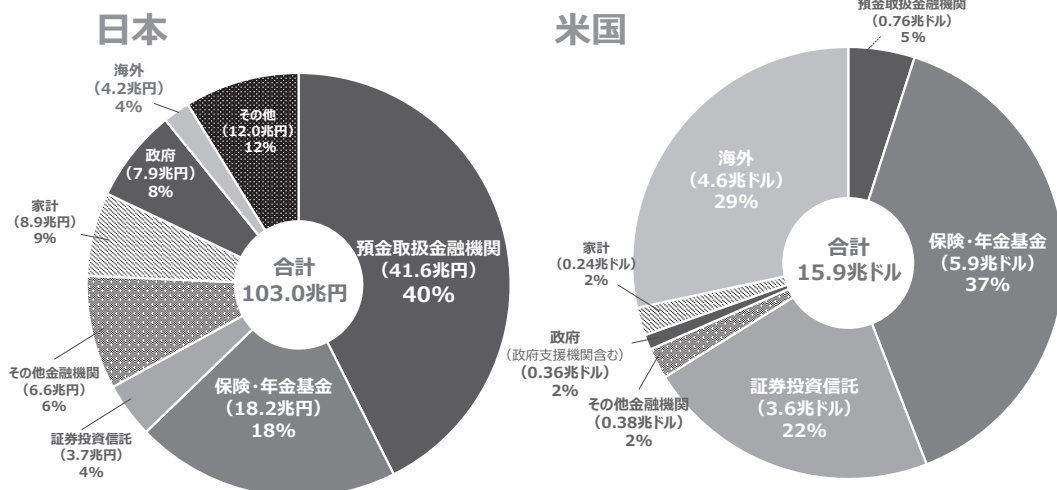
社債の格付別発行額



(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

社債の保有状況 (2024年9月末時点)



(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