

**「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）
概要**

2024年7月
日本証券業協会

目次

- I. はじめに
- II. 我が国社債市場の現状
- III. WGにおける検討
 - 1. コバナンツ付与の在り方
 - 2. コバナンツ抵触時等の対応
 - 3. 社債管理補助者の活用
 - 4. その他
- IV. 各課題に対応していく方策について
- V. おわりに

I. はじめに

- 2009年、「社債市場の活性化に関する懇談会」（以下「懇談会」という。）を設置して以降、長年にわたり社債市場の活性化に向けた取組みを進めてきた。
- 2012年、懇談会報告書「社債市場の活性化に向けた取組み」を公表するとともに、コバナンツの柔軟・適切な付与を通じた社債市場の活性化を図るため、「コバナンツモデル（参考モデル）」を策定。
- 2013年、主にコバナンツや社債管理に係る課題を検討するため、懇談会の下部に「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「本WG」という。）を設置し、これまで以下の取りまとめを行ってきた。

2015年3月17日	報告書「社債権者の保護のあり方について」
2016年8月24日	「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」
2016年9月23日	「コバ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（コバナンツ開示例示集）」
2021年6月16日	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（「社債管理補助者制度に関する実務検討部会」報告）」

- しかしながら、我が国社債市場の現状を踏まえれば、特にコバナンツの付与や社債管理の在り方については引き続き取組みを進める必要があり、また、今後の市場環境の変化を見据え、改めて社債市場の活性化に向けた検討を行う必要性が高まっている。
- 2023年12月、このような状況を踏まえ、本WGを再開し、①コバナンツの付与の在り方、②コバナンツの抵触時の対応、③社債管理補助者の活用、④社債権者に対する適時適切な開示、⑤社債権者集会に係る論点について検討を重ね、その検討結果を報告書として取りまとめたものである。

Ⅱ. 我が国社債市場の現状

- 我が国の社債市場は自由で効率的な市場として企業金融の重要な一翼を担っているが、社債の発行額及び残高が大きく伸びているとはいえ、以下のような特徴がみられる。
 - （市場参加者）
 - 発行会社について、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、格付面で偏りが見られる。
 - 投資家について、預金取扱金融機関のシェアが多く、米国に比べて投資信託と海外投資家のシェアが低い。
 - （社債の商品性）
 - 一般担保付社債を除けば担保付社債が発行されておらず、無担保普通社債のコバナンツの大半が社債間限定同順位の担保提供制限条項のみであり、銀行ローン等に社債権者が劣後する懸念が指摘されている。
 - 社債管理者を設置する義務のない額面1億円以上の社債はほとんどが社債管理者不設置であり、社債管理補助者についてもこれまでの利用例は1銘柄に留まっている。
- 社債の商品性に起因する課題は以前より市場関係者において認識されていたが、2023年4月の社債のデフォルト事案において、改めて課題として浮き彫りになった。
- 我が国社債市場の課題が改めて浮き彫りとなる中で、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、金利環境の変化や企業の合併・買収等の動きが活況であることも相まって、社債市場への関心が高まりつつある。

Ⅲ. WGにおける検討

1. コベンツ付与の在り方

- 我が国において社債にはコベンツが殆ど付与されない現状は、当該社債への投資を阻み、プレイヤーの拡大が進まない要因の一つと考えられることから、コベンツ付与の在り方を改善するため、以下のとおり検討を行った。

① 「基本的に付与すべきコベンツ」の種類

- ✓ 相対的に信用リスクの高い社債市場の創設に向け、「社債にコベンツが殆ど付与されない」現状を改善するため、以下のコベンツを、「基本的に付与すべきコベンツ」（※）として位置づけることとした。

※ 投資家が必要最低限の内容として求める又は投資家保護上必要と考えられるコベンツ

チェンジオブコントロール条項

- 発行会社に組織再編、大株主の異動や非上場化等があった場合に、社債権者に繰上償還の請求権を与える条項

レポーティングコベンツ

- 発行会社に投資判断に重要な事象が生じた場合に社債権者へ報告を行う義務を課した条項

※ なお、他にも財務コベンツについて検討を行ったが、多くの会社に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ンツ」とは位置付けず、発行会社の状況等を踏まえて柔軟かつ適切に付与することが重要であるとの認識を共有した。

Ⅲ. WGにおける検討

1. コバナンツ付与の在り方（続き）

② 「基本的に付与すべきコバナンツ」の付与を求める対象（格付に係る考え方）

- ✓ 相対的に信用リスクの高い社債市場の創設を目指す観点から、以下のとおり格付による整理を行った。

【BB格以下の社債】

- 「基本的に付与すべきコバナンツ」の付与を求める。

【BBB格の社債】

- 「基本的に付与すべきコバナンツ」の付与を求める。
- ただし、一定の発行実績があることを考慮し、格付が下がった場合（BB格への低下等）に、基本的に付与すべきコバナンツの効力が発生する形式も認める。

【A格以上の社債】

- 発行実績の中核を占めることから、目的及び影響に照らし「基本的に付与すべきコバナンツ」を求める対象としない。なお、A格以上の社債であっても、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バナンツを付与することが必要である。

③ BBB格及びBB格以下の社債について、付与を求める方策（引受審査等における対応）

- ✓ 証券会社の引受審査の際に、コバナンツの付与状況について適切な審査が行われるよう、引受規則又はガイドラインにおいて、引受審査の項目として「基本的に付与すべきコバナンツ」を規定することについて、引受WG等において検討する。

Ⅲ. WGにおける検討

2. コベンツ抵触時の対応

- 適切なコベンツ付与を促進するためには、コベンツ抵触時に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と、柔軟かつ迅速に社債権者の意思を結集する方法を整備し、機関投資家の実務慣行を形成していく必要があることから、アmendやウェイブ（※）を行う場合の実務対応やその考え方について検討を行った。

※アmendとは、社債契約（社債要項を含む）の変更を行うことをいい、ウェイブとは、社債権者の権利放棄をいう。

① コベンツ抵触時の実務フローについて

- ✓ コベンツ抵触時にアmendやウェイブを行う場合の実務における対応のフローについて検討を行い、実務フローを例示した。今後、例示内容を基に「コベンツ抵触時の対応の実務フロー」（仮称）を策定する。

② コベンツ抵触時の対応と社債権者集会決議の要否について

- ✓ コベンツの付与に関して求められる、コベンツのエンフォースメントを確保すること及び一定の柔軟性を備えることという2つの要請について考え方の整理を行った。
- ✓ コベンツの柔軟性の確保に関し、コベンツ抵触時にウェイブやアmendが可能となるよう、社債権者集会の要否に関する考え方を整理した。コベンツ抵触時の効果が当然喪失（治癒期間あり）の場合には、コベンツ抵触後の対応（ウェイブやアmendの手続き等）が社債要項において明確かつ適切に規定されていれば、社債権者集会の決議によらずとも社債要項に沿って適法にアmendやウェイブを行うことが可能な場合もありうるとの考え方が共有されたが、現時点で判例・通説も実務も存在しないため、本WGで結論を出すことは容易ではなく、今後の実務の積み上げにより市場関係者の共通認識を醸成することが重要とされた。

Ⅲ. WGにおける検討

3. 社債管理補助者の活用

- 相対的に信用リスクの高い社債市場の創設に向け、社債権者の適切な保護の観点から社債管理補助者が円滑に利用されるよう、社債管理補助者に期待される役割等について検討を行った。

① コバナンツに係る社債管理補助者の役割について

- ✓ コバナンツの抵触時に必要な社債権者への通知や社債権者集会等に係る業務のうち、社債管理補助者が担うことが期待される業務について整理した。整理の結果、新たに社債管理補助者が担うことが期待される業務とされた業務について、今後、社債要項等の規定例を策定する。

② 社債管理補助者の更なる活用について

- ✓ 発行時には社債管理補助者を設置せずに、格付がBB格に下がった場合や非上場化された場合に、社債権者集会を実施せずに、社債管理補助者が自動的に設置できる仕組みについて検討を行った。

Ⅲ. WGにおける検討

4. その他

社債権者に対する適時適切な開示

- 2023年12月22日に公布された「企業内容等の開示に関する内閣府令」等の改正に係る内閣府令によって、ローン契約と社債に付される財務上の特約について一定の情報開示が求められることとなったため、Ⅲ 1. におけるレポーティングコバナンツの整備とともに、今後の実務の定着状況を注視することとする。

社債権者集会に係る論点

- 社債権者集会の機動的な開催を可能とする観点から、以下の点について検討を行った。

① 社債権者集会の電子的な開催

- ✓ 社債権者集会のバーチャルオンリーによる開催が可能となるよう制度的手当が行われることが望ましい旨、また、ハイブリッド出席型の開催が可能であることが解釈上明確化されることが望ましい旨、認識を共有した。

② 事前議決権行使の電子化

- ✓ 社債権者集会に出席しない社債権者が電磁的方法によって議決権を行使する場合について、実務における活用が進むよう、具体的な方法や実務フロー等に係る検討が重要である旨、認識を共有した。

③ 社債権者集会に係る公告期間の柔軟化

- ✓ 社債要項上定められている、社債権者集会に係る公告期間について、バーチャルオンリーの社債権者集会を開催することが可能になる等の社債権者集会に係る諸手続きの効率化と併せて、柔軟化が検討されることが望ましい旨、認識を共有した。

IV. 各課題に対応していく方策について

- 各課題に対応していくために本報告書において掲げられた方策について、今後、以下のとおり、具体的な内容についてさらに検討し、実行していくこととした。

1. コベンツ付与の在り方

(1) 「コベンツモデル（参考モデル）」の改訂

- ✓ 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、より実効性を高める観点から、「コベンツモデル（参考モデル）」の改訂を進める。

(2) 引受審査等における対応

- ✓ 「基本的に付与すべきコベンツ」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ンツの付与状況について、BB格以下及びBBB格の社債において証券会社の引受審査の際に審査する等の対応が行われるよう、引受規則等の具体的な内容について、規則等を所管する「引受けに関するワーキング・グループ」及び「引受審査に関するワーキング・グループ」において、実務者の意見を踏まえ検討を行う。

2. コベンツ抵触時等の対応

- ✓ コベンツ抵触時の対応について、「コベンツ抵触時の対応の実務フロー」（仮称）の策定を行う。

3. 社債管理補助者の活用

- ✓ コベンツに係る社債管理補助者に期待される役割及び社債管理補助者の活用の更なる方策について、「社債管理補助者制度に関する実務検討部会」において検討し、社債要項の規定例を示す。

V. おわりに

- 我が国社債市場においては、複数の課題が互いに絡み合っていることから、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。本協会としても、幅広い市場関係者の協力を得ながら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た。
- 今回の検討においては、課題解消に向けた一助として、主にコベンツの付与や社債管理のあり方についてこれまで以上に踏み込んだ取組みが提言されている。
- 今後は、本報告書において取りまとめられた各方策を着実に実施することとしたい。また、幅広い市場参加者において、本報告書の提言を踏まえ、コベンツや社債管理補助者制度の活用に向けた検討が行われ、コベンツや社債管理補助者設置債に対する前向きな評価が行われることにより、相対的に信用リスクの高い企業の社債発行が進展し、我が国社債市場の活性化に資するものになることを期待する。
- 今回の議論のなかでは、社債権者集会の決議によらないウェイブやアmend、社債権者集会開催の電子化についても検討を行い、一定の考え方の整理を行った。現時点で本WGとして法的・実務的課題のすべてを解決することは困難である等、将来的な課題も明らかになったことから、今後、実務の積み上げや市場関係者のニーズを踏まえつつ、関係者間によるさらなる議論・検討が行われることを強く期待したい。