

# 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（案）

## 目次

I	はじめに	1
II	我が国社債市場の現状	3
	1. 足元の我が国社債市場の概観	3
	2. 近時のデフォルト事案	3
	3. 政府における検討	4
	4. 昨今の市場環境等	4
	5. 本WGにおける検討事項	4
III	WGにおける検討	6
	1. コベナンツ付与の在り方	6
	（1）米国ハイイールド債市場における実務慣行	6
	（2）各コベナンツに係る検討	6
	（3）「基本的に付与すべきコベナンツ」とするコベナンツ	9
	（4）「基本的に付与すべきコベナンツ」を求める対象	10
	（5）「基本的に付与すべきコベナンツ」付与の実効性確保の方法	12
	（6）社債発行が見込まれる企業の属性に応じたコベナンツ等	13
	2. コベナンツ抵触時等の対応	16
	（1）コベナンツ抵触時等の対応の実務フロー	16
	（2）コベナンツ抵触時等の対応に係る個別の論点	16
	3. 社債管理補助者の活用	19
	（1）社債管理補助者に期待される役割	19
	（2）社債管理補助者の更なる活用	20
	4. その他	23
	（1）社債権者に対する適時適切な開示	23
	（2）社債権者集会に係る会社法上の論点	23
IV	各課題に対応していく方策について	25
	1. コベナンツ付与の在り方	25
	（1）「コベナンツモデル（参考モデル）」の改訂	25
	（2）引受審査における対応	25
	2. コベナンツ抵触時等の対応	25
	3. 社債管理補助者の活用	26
V	おわりに	27
	名簿、開催スケジュール・議題	●

## **別紙**

- 1：足元の我が国社債市場の概観
- 2：「コベナント抵触時の対応の実務フロー」（仮称）（案）
- 3：社債管理補助者に期待される役割（案）

DRAFT

## 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（案）

### I はじめに

日本証券業協会においては、我が国社債市場の活性化を重要な課題と認識し、2009年以降、我が国社債市場の活性化を図るため、「社債市場の活性化に関する懇談会」（座長 福井俊彦キヤノングローバル戦略研究所理事長。以下「懇談会」という。）を設置し、発行市場と流通市場の両面から、改善に向けた取り組みを実施してきた。

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。）は、懇談会の下部会合として2013年2月に設置され、懇談会報告書「社債市場の活性化に向けた取組み」（2012年7月30日）において掲げられた課題及びその他社債市場の活性化に向けた課題のうち主として社債管理やコベンツの在り方等について、幅広い市場参加者及び有識者の参加を得て、議論を進めてきた。

これまで本WGでは、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た社債市場の活性化及び投資家保護の観点から「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）」（2016年9月23日）を作成したほか、報告書「社債権者の保護のあり方について」（2015年3月17日）及び「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8月24日）において、社債管理者よりも限定された権限、裁量及び責任に基づいて社債権者による社債の管理を補佐する「社債権者補佐人制度」（以下「補佐人制度」という。）の創設を提言してきたところである。

また、本WGにおける検討を含め、立法による措置を講ずる必要性といった社会的要請を踏まえ、2019年12月に成立した「会社法の一部を改正する法律」により、新たな社債の管理の枠組みとして「社債管理補助者制度」（以下「補助者制度」という。）が創設されることを受け、本WGの下部機関として「社債管理補助者制度に関する実務検討部会」（以下「検討部会」という。）を設置し、市場参加者が社債管理補助者に期待する業務内容や補助者制度に関する社債要項等の規定の在り方等について検討を行い、その結果を報告書「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）」（2021年6月16日）として取りまとめたところである。

しかしながら、我が国社債市場の現状を踏まえれば、報告書「社債市場の活性化に向けた取組み」（2012年7月30日）において掲げられた課題のうち、特にコベ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ところである。

こうした状況を踏まえ、2023年12月に本WGを再開し、以降第12回から第●回まで合計●回の会合における検討を重ねてきたことから、今般、その結果を本報告書として取りまとめたものである。

本報告書では、我が国社債発行市場についてこれまで指摘されてきた課題を改めて整理するとともに、その解決に向けた取組みを進めるべく、具体的な施策を提示している。今後、本報告書において提示された施策を実現すべく、発行会社、投資家及び市場関係者のニーズを踏ま

え積極的に対応して参りたい。

DRAFT

## II 我が国社債市場の現状

### 1. 足元の我が国社債市場の概観

我が国の社債市場は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きており、企業金融の重要な一翼を担っている。しかしながら、懇談会における検討を開始した2009年以降においても、社債の発行額及び残高が大きく伸びているとはいえ、いずれも米国市場の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て、わが国では約1割と低水準であり、間接金融優位の構図が見られる。

特に発行会社の多様性という点では、我が国の場合には依然として、信用格付が相対的に高い一部の企業による発行が太宗を占めている。発行額の9割以上の銘柄は格付がA格以上であり、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るなど、格付面での発行会社の偏りが見られる。

また、社債の保有状況を見ても、預金取扱金融機関のシェアが約4割を占め、投資信託や家計、海外投資家のシェアは依然として低い状態に留まっているなど、発行会社及び投資家の双方において、プレイヤーが限定的な状況である。

社債の商品性という点では、直近のコベナンツや担保の状況についてみると、コベナンツが付与されていない社債が3割を超えており、付与されていたとしても大半が社債間限定同順位の担保提供制限条項（ネガティブ・プレッジ）のみである。また、一般担保付社債（特別法に基づき発行され、他の債権者よりも優先して弁済を受けられる社債）を除けば社債に担保は付されていない。これらの結果として、デフォルト時には、社債権者が他の債権者に事実上劣後す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ツや担保が十分に手当てされているとは言えない中で、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の活用についても、社債管理者を設置する義務のない額面1億円以上の社債においてほとんどが社債管理者不設置であり、また、社債管理者不設置債を対象とする社債管理補助者制度についてもこれまでの利用例は1銘柄に留まっている。

### 2. 近時のデフォルト事案

そのような中で、2023年4月には社債のデフォルト事案が発生したが、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極めて低かった。
- ・ 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、以前より市場関係者において認識されていたものであり、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ものと考えられる。

### 3. 政府における検討

金融庁の金融審議会「市場制度ワーキング・グループ」（以下「市場制度WG」という。）第24回会合（2023年9月15日開催）において、我が国社債市場について取り上げられ、検討が行われた。当該会合においては、信用リスクが相対的に高いスタートアップ企業等による社債発行の促進も含め、企業による資金調達を選択肢として社債等の活用を進めていくことは社債市場の発展に寄与するものであり、また、そのためには社債権者の適切な保護が不可欠であるとの認識のもとで、我が国社債市場に係る課題・論点として以下の点が提示されている。

- ・ 市場への適切な情報提供：他債務との優先劣後関係を含めた社債の評価（valuation）に必要な情報が十分に提供されているか。
- ・ 社債・融資のイコールフットイングの向上：付与されている社債コバナンツの内容は、諸外国の例も踏まえ、社債権者保護の観点からみて適切・十分なものとなっているか。

### 4. 昨今の市場環境等

我が国社債市場を取り巻く環境に目を向ければ、企業の資金調達手法は歴史的に間接金融が主体であり、さらに長年にわたり続いた低金利環境の下でローン金利が抑えられ、企業にとって相対的にコストの小さいローンによる資金調達が選択されやすい環境が形成されていたと考えられる。

しかしながら、2024年3月には日本銀行の「金融政策の枠組みの見直しについて」によりマイナス金利政策の終了が公表されるなど、実際に金利環境の変化が生じ始めており、今後の市場動向に備える意味でも、社債市場に係る検討を深めることの重要性は増していると考えられる。企業の資金調達においてローン以外の手段の活用が広がることは、資金調達手段の多様化に資するだけでなく、銀行におけるリスク分散という観点からも重要である。

また、昨今、企業の合併・買収等の動きが活況となっており、その結果として非上場化するケースが足元でも発生しているところであるが、合併・買収等の場面において既発行の社債をどのように扱うかという点は、これまでの実務の積み上げが少なく、発行会社における個別対応に依拠せざるを得ない状況である。

合併・買収の局面における社債の取り扱いについて一定の対応を整理することは、社債投資家の保護に資するだけでなく、発行会社におけるスムーズな実務対応を実現する観点からも有益であると考えられる。

### 5. 本WGにおける検討事項

以上のとおり、我が国においては、間接金融優位と言われる中で、社債市場の市場規模が小さく、発行会社及び投資家の両面においてプレイヤーが限定的であるといった複合的な問題があり、その結果として長年にわたり、市場規模の拡大が進まず、新たなプレイヤーの参入も進展しないという状況が見られていた。

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ことが、十分な厚みを持つ社債市場の形成において課題となっているところである。

信用リスクが相対的に高い企業を含め、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。

こうした環境整備を行うにあたって、我が国社債発行市場の長年の課題に対処し、社債権者を実効的に保護することは、我が国社債市場の信頼を高め、魅力を向上させるうえで重要と考えられる。

そのため本WGにおいては、特に相対的に信用リスクの高い社債市場を創設することを目的に、市場関係者がそれぞれの役割を果たすべく、以下の課題を中心に幅広い市場関係者間において検討を行った。

- ① コベンツの付与の在り方
- ② コベンツ抵触時の対応
- 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 社債権者集會に係る会社法上の論点

### Ⅲ WGにおける検討

#### 1. コベナンツ付与の在り方

我が国社債市場におけるコベナンツの付与状況は、前述のとおりコベナンツが付与されていない社債が3割を超えており、付与されていたとしても大半が社債間限定同順位の担保提供制限条項のみとなっている。こうした、我が国において社債にはコベナンツが殆ど付与されない現状は、相対的に信用リスクの高い社債市場の創設を目指すにあたり、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であると考えられる。

本WGにおいては、こうした観点からコベナンツ付与の在り方を改善するため検討を行った。

#### (1) 米国ハイイールド債市場における実務慣行

検討にあたって、まずはハイイールド債市場が活況である米国の現状を確認し、本WGとして共有することとした。米国においては、投資家の意向も踏まえながら、発行会社の状況に応じて柔軟なコベナンツの付与が行われているが、特にハイイールド債市場における実務として一定のコベナンツ・パッケージを採用する慣行が見受けられる。

コベナンツ・パッケージの典型的な内容は以下のとおりである。

##### **【コベナンツ・パッケージの内容（例）】**

- ・担保提供制限
- ・負債の制限
- ・支払制限
- ・投資等の制限
- ・資産の処分に関する制限
- ・関連当事者との取引に関する制限
- ・チェンジオブコントロール条項

米国ハイイールド債市場においては、ローンでは一定の財務指標の維持を求めるいわゆる「財務維持コベナンツ」の付与が一般的であることとは異なり、発行会社の特定の行為を制限し、債務履行能力の低下を防ぐことを企図したいわゆる「インカランスコベナンツ」が付与されることが一般的である。こうしたコベナンツを付与することは、投資家・発行会社双方のプレイヤーが充実している米国において、社債発行にあたり一種の「入場券」として機能しているとの評価もあるところである。

また、ハイイールド債に付与されたこれらのコベナンツは、証券格付が投資適格水準以上となった場合には多くが失効し、担保提供制限条項及びチェンジオブコントロール条項のみが残ることが一般的な実務慣行とされている。

#### (2) 各コベナンツに係る検討

我が国において相対的に信用リスクの高い社債市場の創設を目指すにあたっては、こうした米国ハイイールド債市場における実務慣行も参考に、加えて、昨今の合併・買収等の動きの活発化も踏まえ、以下のとおり各コベナンツについて検討を行った。

### ①チェンジオブコントロール条項

チェンジオブコントロール条項は、発行会社の所有・経営権に変化が生じる場合に、社債権者に対し、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権利（プット・オプション）を付与する条項である（社債権者の不利益とならないよう、償還価格に適正なプレミアムを付したうえで、発行会社が繰上償還する権利（コール・オプション）とすることも考えられる）。

チェンジオブコントロール条項の効果としては、発行会社の組織再編や大株主の異動等により発行会社の所有・経営権に変化が生じるという、社債権者の投資判断に重大な影響を及ぼす事象の発生時において、社債権者に投資判断を再考する機会を与えるものである。

チェンジオブコントロール条項は一般に、企業の予期せぬイベントリスクへの対処として有用であると考えられるが、それだけでなく、昨今の合併・買収等の動きの活発化に対応する観点からも、投資判断を再考する機会の付与が有用であるとの指摘が見られた。チェンジオブコントロール条項の発動事由は通常、発行会社の所有・経営権に変化が生じる場合であるが、所有・経営権の変化の結果として、発行会社が非上場企業となる場合も考えられる。非上場化は発行会社の経営状況が大きく変化することから、社債権者の投資判断に重大な影響を及ぼす事象と考えられるほか、非上場化の局面において既発行の社債に繰上償還条項が付与されていない場合、発行会社においても当該社債の取り扱いに苦慮する場合があるとの指摘がある。

そのため、非上場化の発生を発動事由に含むチェンジオブコントロール条項をあらかじめ付与しておくことは、投資家及び発行会社の双方において、現在の実務的な課題を解決するうえで有用と考えられる。

### ②レポーティングコベナンツ

レポーティングコベナンツは、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場合等に、発行会社に社債権者へ報告を行う義務を課した条項である。

社債の発行にあたって、企業の資本・財務政策及び投資家のニーズに応じてコベナンツが柔軟・適切に設定されるよう、米国の事例等を参考に本協会が策定した「コベナンツモデル（参考モデル）」（2012年9月18日）においては、他のコベナンツの実効性を担保するあるいは補完するため、または単独の条項として、以下の内容のレポーティングコベナンツを設けることが考えられる旨を示している。

- ・ コベナンツ充足についての代表取締役等による証明書の提出
- ・ 「期限の利益の喪失事由」、「経営・業況の重大な変化」、「財産・資産の変化」等の特定の事象が発生した場合の社債権者への迅速な報告
- ・ コベナンツの対象となる財務指標の定期的な報告（有価証券報告書等による開示）

「コベナンツモデル（参考モデル）」策定時の議論においては、主として上場会社が発行する社債を念頭に検討を行い、これらの項目を取りまとめたものである。

しかしながら、前述のとおり発行会社が非上場企業となる場合も増加しているなか、社債権

者の立場としては、非上場化後も有価証券報告書や臨時報告書等の法定開示は引き続き行われるが、取引所規則に基づく適時開示が行われなくなるほか、ウェブサイト等による IR 情報等の質・量が低下する傾向にあるため、適時適切な開示が不十分となるのではないかとの課題が指摘されている。

このような観点から、発行企業の非上場化によって情報開示の質・量が低下することへの対処として、非上場化後に投資家が求めるレポート内容について検討を行ったところ、社債が償還されるまでは取引所規則に基づく適時開示に準じたレポートを行うことが望ましいとの意見が見られた一方で、非上場化によって開示を含めた負担の軽減を目指すという発行体の意向が想定されることや、臨時報告書による開示が引き続き行われることを指摘する意見があった。また、適時開示事由の中から、臨時報告書において社債権者に通知されない事項を抽出し検討すべきとの意見や、すでに「コベナンツモデル（参考モデル）」において示している「コベナンツ充足についての代表取締役等による証明書の提出」が有用であるとの意見、開示が行われないとローンの提供者である銀行と社債権者との情報格差があまりに大きくなるため、担保の状況に関するレポートが必要であるとの意見があった。

以上を踏まえ、非上場化後にレポートを行うことが重要と考えられる内容について以下のとおり整理することとした<sup>1</sup>。

- ・ 以下は、臨時報告書及び会社法上の公告ではカバーされない内容であり、かつ、社債投資家の投資判断に重要な影響を与える情報であり、非上場化後にレポートを行うことが重要と考えられる<sup>2</sup>。
  - 第1・第3四半期の財務情報（決算短信の内容を参考）
  - 発行体の決定事実
    - (a) 解散（合併による解散を除く。）、業務上の提携又はその解消、事業の開始・廃止
    - (b) 固定資産の譲渡又は取得
    - (c) 決算期の変更
    - (d) 継続企業の前提に関する事項の計算書類への注記
    - (e) 剰余金の配当の決定及び優待の新設又は廃止
  - 発行体の発生事実
    - (a) 主要株主である筆頭株主の異動

<sup>1</sup> 社債投資家は四半期の開示や IR 担当者とのミーティング等を重視していることから、非上場化に備えたレポートコベナンツを整備しておくことは、非上場化後も社債権者が引き続き社債を保有するとの投資判断を後押しする要素となりうると考えられる。

<sup>2</sup> 「期限の利益喪失」及び「期限の利益の喪失事由」に関しては、市場慣行として、社債要項において公告事項として規定されていること等から、非上場化後にレポートすべき事項として整理していないが、当該事項は上場・非上場に関わらず社債投資家にとって非常に重要な事項であるため、社債権者にレポートすべき事項と考えられる。

- (b) 有価証券報告書の提出遅延、有価証券報告書の提出期限延長申請に係る承認
  - (c) 財務諸表等の監査報告書における不適正意見、意見不表明、継続企業の前提に関する事項を除外事項とした限定付適正意見
  - (d) 親会社等に係る破産手続開始、再生手続開始、更生手続開始又は企業担保権の実行の申立て
  - (e) 免許の取消し、事業の停止その他これらに準ずる行政庁による法令に基づく処分
- ・ 財務情報のレポーティングとあわせて、有担保負債比率といった担保に係る指標のレポーティングを行うことが有用である。
  - ・ 非上場化後は、上場時と比較してコベンナツの遵守状況をモニタリングすることが困難になると想定されるため、コベンナツの充足状況に関する発行会社証明書を四半期ごとに公表することが有用である。

### ③その他コベンナツに関する事項

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ナツ以外のコベンナツについては、相対的に信用リスクの高い社債において投資家が重要視するものとして、財務コベンナツの有用性を指摘する意見があった。しかしながら、財務コベンナツは発行会社の業容や資産状況、債務との関係を踏まえる必要があることから、一律の考え方を整理することは困難であり、本WGとして、発行会社の状況等に応じて財務コベンナツを付与することは重要であるとの認識を共有した。

また、コベンナツの付与全般に係る指摘として、コベンナツ抵触<sup>3</sup>時の実務上の対応が整理されていないことが、コベンナツの付与が進まない要因となっているとの意見が多数寄せられたため、Ⅲ 2. コベンナツ抵触時等の対応において考え方を整理することとした。コベンナツ抵触時の対応については、可能な限りあらかじめ社債要項に明確に規定することが望ましいと考えられる。

#### (3)「基本的に付与すべきコベンナツ」とするコベンナツ

本WGにおいては、以上のコベンナツについて整理した内容が実効的に付与されるよう、その施策についても検討を行った。これまで本協会として「コベンナツモデル（参考モデル）」の公表を通じて発行体等への働きかけを行ってきたところであるが、あくまで参考モデルであるため、公表後現在に至るまで、引き続きコベンナツの付与に係る課題が指摘されている。そのため、今回検討を行ったコベンナツについて、その付与の実効性に係る課題を解消すべく検討を行ったものである。

検討にあたっては、投資家が必要最低限の内容として求めるコベンナツ又は投資家保護上必要と考えられるコベンナツを「基本的に付与すべきコベンナツ」と位置付け、当該コベンナツ

---

<sup>3</sup> コベンナツに定められた一定の事由に該当し効果が発動する場合ではなく、コベンナツに定められた事項に違反した場合をいう。

が付与されるよう一定の拘束力を持たせる必要があるとの観点から、その内容等の検討を行った。

チェンジオブコントロール条項については、社債権者に投資判断を再考する機会を与える観点、企業の予期せぬイベントリスクへの対処の観点、昨今の合併・買収等の動きの活発化に対応する観点を踏まえ、「基本的に付与すべきコベナンツ」と位置付けることが適当と考えられる。

レポーティングコベナンツについては、情報開示は投資判断の前提であり、発行企業の非上場化による情報開示の質・量の低下への対処という観点から、「基本的に付与すべきコベナンツ」と位置付けることが適当と考えられる。

財務コベナンツについては、多くの会社に共通する考え方を整理することが難しいことから、「基本的に付与すべきコベナンツ」とは位置付けないこととされた。当該コベナンツは、発行会社の状況等を踏まえ、必要に応じ付与することが重要であるとの認識を共有した。

#### (4)「基本的に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、本来ならばすべての社債に付与されていることが望ましいものであるとの意見があった一方で、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せる懸念があるとの意見が寄せられたため、我が国において相対的に信用リスクの高い社債市場の創設を目指すという検討の目的に鑑み、「基本的に付与すべきコベナンツ」の付与を求める対象として、以下のとおり格付による区分（BB 格以下、BBB 格、A 格以上の社債）を設けて検討を行った。

なお、検討においては基本的に公募社債を対象としている。また、担保付社債（一般担保付社債を含む）については、元利金返済のための資産を確保する一定の措置が取られているため、「基本的に付与すべきコベナンツ」に係る検討の対象外とした。

#### ①BB 格以下の社債

BB 格以下の社債<sup>4</sup>については、我が国において現在はほとんど市場が存在しない中で、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、以下の考え方にに基づき「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考えられる。

- ・ チェンジオブコントロール条項
  - 「所有・経営権の変化」に加えて、「非上場化の発生」についても発動事由に加えることが考えられる。
  - 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という観点から、発動時に、社債権者に対し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権利（プット・オプション）

---

<sup>4</sup> 「BB 格以下」の規定ぶりとしては、例えば「信用格付業者から BBB 格相当以上の格付（非依頼格付を除く。）を一以上取得している場合を除く」とすることが考えられる。

を付与する内容の条項が考えられる。なお、海外事例では、発行会社が繰上償還する権利（コール・オプション）として、いわゆる Make Whole 条項（発行会社が常に行使可能であり、元本に加え満期までの利払金全額を現在価値に割り引いたものの合計金額で償還される条項）の活用が一般的とされていることから、当該条項を活用し、チェンジオブコントロール条項の発動事由に抵触する前に発行会社の裁量によって早期償還を可能とする設計も考えられる。

- 劣後債については、プット・オプションを付与することで資本性の評価が低下しうるとの指摘があることから、今回想定しているプット・オプションのチェンジオブコントロール条項の付与を求める対象外とすることが考えられる。
- ・ レポーティングコベナンツ
  - 「非上場化の発生」を発動事由とし、非上場化後、一定の内容のレポーティングを行う条項とすることが考えられる。
  - レポーティングを行う情報は、Ⅲ 1. (2) ②レポーティングコベナンツの内容を踏まえ、実務上の必要性から判断することが考えられる。

## ②BBB 格の社債

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はしない投資家も存在するとの指摘があることを踏まえれば、投資家の投資を阻害する要因を排除し、より厚みのある市場とするため、「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考えられる。

また、BBB 格の社債は発行額全体に占める割合は大きくないものの、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<sup>5</sup>」といった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。

なお、ダブルトリガーの仕組みであっても、「基本的に付与すべきコベナンツ」に係る考え方は「①. BB 格以下の社債」と同様である。

ダブルトリガーの一つとして格付を用いることについて、格下げがプット・オプション等の発動のトリガーのひとつとなるのであれば、格付の判断に影響を与えるのではないかと懸念が寄せられたことに対し、格付会社からは、社債市場に欠くことのできない情報として社会的な側面も持つ事業であるとの認識のもとに、よりよい格付の在り方を検討していきたい旨の意見があった。

格下げの発生を発動事由に加えることについては、「格付が BB 格以下となったこと」という

---

<sup>5</sup> 「格付が BB 格以下となった場合」の規定ぶりとしては、例えば、「非上場化の発生時点において格付が BB 格以下である場合又は非上場化の発生時点の後●日以内に格付が BB 格以下へ格下げされた場合」等が考えられる。

絶対値を基準とするのではなく、「●時点から格付が●ノッチ下がった場合」という変化幅を基準とすることについても検討を行ったが、過去例における格下げまでの期間やその間の価格の下落を踏まえると実効性に課題があるとの意見が寄せられたことから、「基本的に付与すべきコベナンツ」の在り方としては採用しないこととする。

### ③A格以上の社債

A格以上の社債については、発行実績の中核を占めており、一定の拘束力を持たせて付与を求めることによる影響を懸念する意見があったことから、「基本的に付与すべきコベナンツ」を求める対象としないこととする<sup>6</sup>。

なお、ハイイールド債市場の創設という目的及び一定の拘束力を持たせるという手法に照らしたうえで、「基本的に付与すべきコベナンツ」の付与を求める対象とはしないということであり、この整理によって、A格以上の社債について、コベナンツの柔軟かつ適切な付与が不要であるということを用意するものではない。社債権者保護の観点から、A格以上の社債であっても、必要に応じてコベナンツの手当てについて配慮する必要がある。

#### (5)「基本的に付与すべきコベナンツ」付与の実効性確保の方法

「基本的に付与すべきコベナンツ」と位置付けた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ついて、その付与の実効性を確保する方法についても検討を行った。

具体的には、証券会社が社債の引受を行うにあたっては、市場のゲートキーパーとして以下役割・機能を負っていることを踏まえ、証券会社の引受審査の際に、「基本的に付与すべきコベナンツ」の付与状況について審査が行われるよう、本協会の「有価証券の引受け等に関する規則」等又は関連するガイドライン等（以下「引受規則」という。）に規定することの是非等について検討を行った。

##### （証券会社の役割）

- ・ 証券会社は引受けにあたって市場のゲートキーパーとしての役割・機能を担っているところ、特に相対的に信用リスクの相対的に高い企業が発行する社債については、その役割・機能を十分に果たすことが期待される。
- ・ 引受規則においては、証券会社が「引受けを行うに当たっては、発行者が将来にわたって投資者の期待に応えられるか否か、募集又は売出しが資本市場における資金調達又は売出しとしてふさわしいか否か及び当該発行者の情報開示が適切に行われているか否かの観点から、（略）厳正に引受審査を行わなければならない。」旨が定められている。

---

<sup>6</sup> 「基本的に付与すべきコベナンツ」の内容や「非上場化の発生」という発動事由を踏まえれば、格付によらずすべての社債を対象に付与を求めるべきとの意見もあったが、我が国において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、少なくとも上記の社債を「基本的に付与すべきコベナンツ」の対象とすることについては概ね異論はなかった。

引受規則等において規定することについて、本協会の業務・権限を踏まえ、ゲートキーパーを通じて実効性を確保することについて賛成する意見があった一方で、引受審査における一律の対応は社債発行の活性化に逆行することを懸念する意見があった。こうした懸念については、Ⅲ 1. (4)「基本的に付与すべきコベナンツ」を求める対象において整理したとおり、付与を求める社債を格付によって区分し限定することで最小化されることが考えられる。

また、引受審査における対応が硬直的になることを防ぐため、発行会社の状況等に応じた対応の余地を設けることやコンプライ・オア・エクスプレインの手法を活用すること、さらにはコベナンツ抵触時の対応を含めて審査を行うことが適当と考えられる。

一方で、各証券会社において引受審査における姿勢が異なることが懸念されるため、引受審査が形骸化することのないよう、引受業務に係る実務者において詳細を検討すべきとの意見もあった。

以上を踏まえ、硬直的な対応や引受審査の形骸化を招くことがないように留意しつつ、引受規則等において「基本的に付与すべきコベナンツ」に係る審査について規定することで、「基本的に付与すべきコベナンツ」の付与の実効性を確保することが適当と考えられる。

#### (6) 社債発行が見込まれる企業の属性に応じたコベナンツ等

今後、社債発行が見込まれる企業の属性として、LB0（レバレッジドバイアウト）後に非上場となった企業とスタートアップ企業の社債に係るコベナンツ付与の在り方について検討を行った。

##### ①LB0後の企業が発行する社債

企業の合併・買収等の動きにおける一つの手法として、LB0の活用についても想定されるところである。これまでLB0における買収資金は主に銀行ローンによって賄われていたところであるが、案件の大口化・集中化が進む中で、貸し手である銀行側においてLB0融資におけるリスク管理等の課題が指摘されていることから、今後は資金調達の実選択肢として社債を発行することも考えられるとの指摘がある。

具体的には、LB0があった後に、被買収企業のローンに対するブリッジローンの一部または全部を社債に置き替えることによってパーマメント化を図る場合には、非上場会社として社債を発行することが想定されるところである。その場合には上場時に比べて情報開示の質・量が低下するほか、LB0に伴い財務レバレッジが上昇するといった課題はありうるものの、企業規模が大きくキャッシュフローを創出している企業が買収の対象とされる傾向にあるため、企業規模やキャッシュフローの面ではこれまで我が国における社債発行の中心を担ってきた企業と共通点があり、社債発行に馴染む面もあるとの指摘がある。

今後、LB0の増加に伴い社債を活用するケースも増加することを見越して、社債投資家が投資を行う際に支障となる課題を解消するためのコベナンツの在り方について本WGとして検討を行ったところ、以下のとおりコベナンツを活用することが有用であるとされた。

- ・ LB0ローンに付与されているコベナンツを勘案し、社債においても例えば支払制限やDSCR

／ICRの維持等のコベナンツを付与すること。

- ・ 非上場化後の情報開示の質・量・適時性の低下をカバーするため、Ⅲ 1. (2) ②レポーティングコベナンツにおいて整理したレポーティングコベナンツを活用すること。

検討の結果、LB0後に非上場となった企業が発行する社債に係るコベナンツについては、こうした企業が社債を発行する事例は、現状では極めて特殊なケースであることから、上記の内容については、「コベナンツモデル（参考モデル）」に盛り込むこととした。

## ②スタートアップ企業による社債の活用について

スタートアップ企業については、2022年11月28日に「スタートアップ育成5か年計画」が決定され、2027年度にスタートアップへの投資額を10兆円規模とすることを大きな目標に掲げて、官民一体での取組みが進められている。また、前述のとおり市場制度WGにおいても、信用リスクが相対的に高いスタートアップ企業等による社債発行の促進も含め、企業による資金調達の実践として社債等の活用を進めていくことが、社債市場の発展に寄与するものとされたところである。

こうした取組みによって官民においてベンチャーデッドに係る議論が活発化していることを踏まえ、本WGにおいても、スタートアップ企業の資金調達手段としての社債の活用について検討を行った。

スタートアップ企業の特徴として、担保に供することのできる資産が少ないこと、キャッシュフローが潤沢ではないこと、管理機能の整備が充実していないことといった傾向が見られ、これまで本WGにおいて検討を行ってきた公募債の発行企業とは特徴が大きく異なることから、これまでの議論には馴染まない面があるとの指摘があった。一方で、資金需要が強いことから社債を発行する需要も強く、今後、中長期的に社債の発行も拡大する余地があるとの意見もあった。

そのため、今後、スタートアップ企業による社債の発行、特に私募債の発行が増加することを見越して、その場合のコベナンツの在り方について本WGとして検討を行ったところ、以下のとおりコベナンツを活用することが有用であるとされた。

- ・ 当該スタートアップ企業の特徴（例えば、業容、創業からの年数、担保資産の状況、キャッシュフローの状況、管理機能の人員等）を踏まえて、コベナンツの付与を検討する必要がある。なお、スタートアップ企業は、資金調達の必要性や、M&AによるExitの必要性も高いと考えられるため、これらを過剰に阻害することがないように留意する必要がある
- ・ そのうえで、
  - レポーティングコベナンツについては、本来、キャッシュフローが潤沢ではないスタートアップ企業こそ重要であるが、投資家と相談のうえ、業容に応じて、事業のKPI等を報告内容とすることが考えられる。
  - 投資家が投資判断を行ううえで、特に創業者の資質・能力が重要であると考えられる場合や、大企業が当該スタートアップ企業を買収することが想定される場合においては、チェンジオブコントロール条項が有用である。

- ・ 私募を前提とする場合には、投資家数が限られることから、コベナンツの設定・運用にあたっては、投資家との密なコミュニケーションを図ることができる余地があり、また、そのような対応が重要である。また、アmend等の際の投資家の意思結集の方法として、会社法第 735 条の 2 に基づき、議決権者の全員から書面又は電磁的記録により同意を取得することで、社債権者集会の決議を省略することも考えられる。
  - ・ レポーティング及びアmend等の際には、社債管理補助者を活用することが考えられる。
- 検討の結果、公募社債における実務慣行の形成においても課題が指摘される中で、主として私募社債の発行が想定されるスタートアップ企業についてコベナンツの付与に係る実効性確保を求めることは時期尚早であり、実務の練度が高まることを待つべきと考えられることから、上述の内容の取りまとめをもって、スタートアップ企業に係る問題提起と位置付けることとした。

## 2. コベナンツ抵触時等の対応

### (1) コベナンツ抵触時等の対応の実務フロー

本 WG において、コベナンツ抵触時の柔軟な対応が困難であることや実務上の対応が整理されていないことがコベナンツの付与が進まない要因となっており、コベナンツ抵触時の対応を整理しなければ社債市場の活性化にはつながらない旨の意見が多数寄せられた。また、柔軟かつ迅速に社債権者の意志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ことが必要との指摘もあった。

この点に関連し、現在の「コベナンツモデル（参考モデル）」の「（別紙3）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）」においては、コベナンツ抵触時の対応として(1) 期限の利益の喪失、(2) 繰上償還、(3) 利率の引上げ、(4) ウェイバーの4つの対応に係る解説及び規定例を示しているが、コベナンツ抵触時に実際にどのような対応が行われるのかに関し実務における対応のフローを具体的に示す内容とはなっていないことから、本 WG において、コベナンツ抵触時の実務フローについて検討を行った。

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、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あるため、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等について併せて検討を行った。

さらに、社債権者集会を実施せずにウェイブやアmendを行う場合における実務フローについても検討を行った。

本 WG における検討時点の内容は別紙2のとおりであり、別紙2をベースに、コベナンツ抵触時の対応（社債権者集会を実施せずにウェイブやアmendを行う場合における実務フローを含む）並びに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の発動時の対応について、「コベナンツ抵触時の対応の実務フロー」（仮称）として今後取りまとめ公表することにより、実務上考えられる対応を例示し、抵触時の実効性の向上を図ることとした。

なお、コベナンツ抵触時等の対応については、あらかじめ社債要項に明確に規定することで実際の抵触時に円滑な対応が可能となることから、「コベナンツ抵触時の対応の実務フロー」（仮称）の内容は社債要項における規定例として活用することも考えられる。

### (2) コベナンツ抵触時等の対応に係る個別の論点

コベナンツ抵触時等の対応に係る個別の論点について、本 WG において以下のとおり検討が行われた。

#### ①アmend等を可能とする仕組み

検討においては、現状では一度発行した社債のコベナンツを変更することが困難であるため、企業が成長し変化していく中で、前向きなアmendを可能とする仕組みについても検討を進めるべきとの意見があった。

「コベナンツ抵触時の対応の実務フロー」（仮称）は、前述のとおりコベナンツ抵触時の対

応を示し、コベンツの付与が進まないとの課題を解決するために策定するものであるが、その内容であるアmendやウェイブに係る実務上の整理は、コベンツの抵触時のみでなく、期中の企業の成長に伴う前向きなアmendやウェイブの場面においても活用できると考えられる。

## ②社債権者集会を実施しない場合の対応

社債権者集会を実施する場合には、会社法第720条第4項において「招集者は、社債権者集会の日の三週間前までに、社債権者集会を招集する旨及び前条各号に掲げる事項を公告しなければならない」旨の定めがあることや、物理的な開催場所の確保等が必要であること等から、一定の期間が必要である。その間に発行会社の財務状況が悪化することや銀行による保全が完了してしまう懸念があることから、社債権者集会を実施しない場合のウェイブやアmendに係る手続きを整備する必要がある旨の指摘が多数寄せられた。これを受け、本WGで検討したところ、以下のような意見があった。

- ・会社法上の整理としては、社債権者集会の必要的決議事項以外であれば、社債権者集会を実施せずにウェイブやアmendを行うことも取りうる方法と考えられるのではないか。
- ・社債権者の利害に関わる事項について社債要項の内容を変更するのであれば、一般に社債権者集会を実施する必要があると考えられることから、社債権者集会を実施せずにウェイブやアmendを行うのであれば、社債要項の内容をあらかじめ整備する必要があるのではないか。
- ・アmendを行う場合は変更を行う契約内容が多様であり、社債権者集会の実施の要否を一概に整理できるものではなく、アmendとウェイブの性質の違いを考慮すべきではないか。
- ・社債権者集会を実施せずにウェイブやアmendを行う場合に社債権者から同意を取得する方法については、社債権者集会の必要的決議事項以外に係る社債権者の意思結集に関しては、法の規定によって手続きが定められているものではなく、異議を申し出た社債権者の保有する金額が本社債の総額の一定割合に満たなかった場合に、ウェイブやアmendの効力が発生するという方式も取り得るのではないか。
- ・諸外国における実務の運用例との比較も踏まえ、市場関係者において受け入れ可能であるかどうかという観点から、社債権者集会を実施せずにウェイブやアmendを行う場合には、社債権者の明示的な同意を必要とすべきではないか。

社債権者集会を実施せずにウェイブやアmendを行う場合については、我が国においてこれまで実例が存在しないなか、上述のように様々な意見がある状況を鑑みると、現時点において、法的・実務的課題のすべてを本WGで解決することは困難であり、今後の実務の積み上げによって市場関係者の共通認識を醸成することが重要であると考えられる。

## ③社債コベンツとローンコベンツの差異

社債においては、社債権者の利害に関わる事項を決定するには一般に社債権者集会の開催が

必要とされるため、相対の契約の中で柔軟なアmendやウェイブを行う実務が定着しているローンと比較すれば、制度上、コベナンツ抵触時の対応に柔軟性や機動性が低い傾向がある。

この点について、ローンでは財務維持コベナンツが付与されることが一般的であることに對し、前述のとおり米国ハイイールド債市場においては、社債には社債権者の利益を保全すべく、社債発行企業に求められる特定の行為または特定の行為の禁止を定めるインカランスコベナンツが採用されることが一般的であるなど、社債においてはそもそもコベナンツへの抵触があまり想定されてこなかったものと考えられる。このように、前提として社債コベナンツとローンコベナンツの考え方には差異がある点を指摘する意見があった。

DRAFT

### 3. 社債管理補助者の活用

Ⅲ 2. コベンツ抵触時等の対応において確認したとおり、コベンツ抵触時の対応を整理することは、コベンツの付与が進まない要因を取り除く一つの方法として有効と考えられるが、我が国においてこれまでコベンツの付与が進まず、そのため抵触時の対応についても十分に整理されてこなかった現状に鑑みれば、発行会社と社債権者の間をつなぐ役割として社債管理補助者を活用することは、コベンツ抵触時の課題解決の方法として重要である。

このため、本 WG においては、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、現行の法制度下において社債管理補助者が担うことのできる業務を前提に、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更なる活用策について検討を行った。

#### (1) 社債管理補助者に期待される役割

「コベンツ抵触時の対応の実務フロー」（仮称）においては社債権者への通知等の対応フローを示すこととしているが、その業務の一部を社債管理補助者が担うことで、より円滑な対応が可能となると考えられる。そこで、「コベンツ抵触時の対応の実務フロー」（仮称）において想定される業務のうち、どのような業務を社債管理補助者が担うことが考えられるかについて、「社債管理補助者制度に関する実務検討部会」報告（2021年6月公表）を踏まえて検討を行った。

「社債管理補助者制度に関する実務検討部会」報告においては、社債管理補助者の業務を①法定権限業務、②会社法第 714 条の 4 第 4 項に関する業務、③約定権限業務に分類したうえで、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」と整理し、「基本的業務」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<sup>7</sup>。この「基本的業務」は、社債にコベンツが殆ど付与されていないという状況下において取りまとめたものであることから、コベンツ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る。

そのため、「コベンツ抵触時の対応の実務フロー」（仮称）において想定される業務のうち社債管理補助者が担うことが考えられる業務について、現行の「基本的業務」の内容には文言上該当しないものや、該当するかどうか必ずしも明確ではないものについて、別紙 3 のとおり「基本的業務」として整理し、補助者が当該業務を担う際の参考に資するよう、今後、社債要

---

<sup>7</sup> 「基本的業務」は社債管理補助者がより円滑に利用されるための考え方の整理であり、社債管理補助者が「基本的業務」の全てを担うことを義務付けるものではない。

項等の規定例を示すこととした<sup>89</sup>。

また、本 WG では、「社債管理補助者制度に関する実務検討部会」報告では「基本的業務」とは位置付けていなかった以下の業務について改めて検討を行った。

- ① 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
- ② コベンツ抵触時に請求喪失とする場合の、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

これらの業務は、「意向を集計する等の形式的なとりまとめ」の内容が必ずしも明らかではなく、実際に業務を担う中で結果として社債管理補助者が裁量を持つことが求められるのではないかとの懸念が寄せられたことから、「基本的業務」とは位置付けていなかったものである。

しかしながら、①を社債管理補助者が担わない場合には、社債管理補助者が現行の「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中で、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との指摘があった。

②については、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ところである。

そのため、①及び②についても、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）を行うものであることを明記したうえで、社債管理補助者の「基本的業務」と位置付けることが適当と考えられる。

## （2）社債管理補助者の更なる活用

<sup>8</sup> 「コベンツ抵触時の対応の実務フロー」（仮称）において想定される業務のうち社債管理補助者が担うことが考えられる業務については、前述のとおり、コベンツが付与されていない社債を前提とした現行の「基本的業務」とは前提が異なるため、コベンツが付与されている場合における業務であるとの条件を付けたうえで「基本的業務」と位置付けるか、「基本的業務」とは別の枠組みとするかについては、引き続き検討が必要であるとの指摘があった。

<sup>9</sup> 現行の「基本的業務」の取りまとめにあたっては、社債管理補助者は発行会社又は社債権者の要請に基づき、裁量を持たず業務を遂行する立場であると整理されていたところである。社債管理補助者は法律上、その業務範囲を契約によって柔軟に定めることができ、業務に裁量を持たせることも可能とされているが、今回の「コベンツ抵触時の対応の実務フロー」（仮称）において想定される業務のうち社債管理補助者が担うことが考えられる業務に係る検討においては、現行の「基本的業務」を担う場合と同様に、社債管理補助者は裁量を持たずに業務を遂行する立場であることを前提としている。

「社債管理補助者に期待される役割」の整理を行うことで、社債管理補助者が担うことのできる業務について市場関係者の理解が深まり、コベナンツ抵触時等の対応における実効性の向上が期待される。しかしながら、2021年3月、社債管理補助者制度が創設されて以降、活用実績としては1件のみであり、社債権者をより実効的に保護する観点からは、社債管理補助者の役割を整理するだけでなく、社債管理補助者の設置を促す方策についても併せて検討することが必要である。

そのため、「基本的に付与すべきコベナンツ」に係るダブルトリガーの議論（コベナンツの発動要件に格付けの低下を加えること）も参考に、以下の対応について本WGとして検討を行った。

- ・ 社債管理補助者の設置に係る選択肢として、社債発行時には補助者を設置しないものの、一定の条件のもとで、期中に補助者が自動的に設置される対応。

検討においては、社債管理補助者設置の際の、社債権者集会の要否と社債発行時の社債要項における規定の在り方が論点となった。社債権者集会の要否に関しては、社債管理補助者は業務に裁量を持たないため、その担い手に関わらず社債管理補助者が設置されることは、社債権者にとって利益はあるとしても特段の不利益を生じさせるものではないと考えられ、社債要項に特段の規定がなくても社債権者集会を実施せずに設置できてよいのではないかとの意見があった。

しかしながら、会社法第676条において、社債の募集時に「社債管理補助者を定めることとするときは、その旨」を社債要項に規定しなければならないとされているため、設置に係る規定が社債要項に置かれていない場合には、社債権者の利害に関わる事項について社債要項の内容を変更することとなり、その場合には一般に社債権者集会を実施する必要があると考えられるとの意見もあった。

以上を踏まえ、社債権者集会を実施せずに期中に社債管理補助者を設置する仕組みとしては、社債要項において、社債管理補助者が設置される条件及び設置される社債管理補助者の名称や業務内容等に係る規定が置かれ、社債管理者の設置に当たり社債要項の変更が生じないようにすることを前提とすることとした。

なお、社債管理補助者の設置の一定の条件については、非上場化や格付けが非投資適格（BB格）に下がったこととすることが考えられるが、仮に「格付けがBB格に下がったこと」とした場合には、社債管理補助者の就任するタイミングで既に格付けが相応に低下していることとなるため、社債管理補助者が円滑に設置できるのか疑問があること、仮に設置されたとしても発行会社と社債権者のコミュニケーションを円滑にするという観点からは役割が限られる段階になっている恐れがあることから、格付けがBB格に低下する前に設置される仕組みとすべきではないかとの意見があった。

こうした議論を踏まえ、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、社債発行時には補助者を設置しないものの、一定の条件のもとで、補助者が自動的に設置される対応について、設置の条件についても考えられる例を示し

ながら、社債要項の規定例等としてまとめることとした。

DRAFT

#### 4. その他

##### (1) 社債権者に対する適時適切な開示

社債権者に対する適時適切な開示については、特に非上場化による情報開示の質・量の低下を念頭に、レポーティングコベンツの整備に係る検討を行ったところであるが、開示に関連する内容として、「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が2023年12月22日に公布されたことについても、本WGとして認識を共有した。

当該改正により、ローン契約と社債に付される財務上の特約（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。）について、臨時報告書においては2025年4月1日以後に提出されるものから、有価証券報告書等においては2025年3月31日以後に終了する事業年度に係るものから、一定の情報開示が求められることとなった。

当該改正による財務上の特約の開示及びレポーティングコベンツの活用により、今後、社債権者にとって重要な情報の提供が進むこと期待されるため、本WGとして、これらに係る実務の定着状況を注視することとした。

##### (2) 社債権者集会に係る会社法上の論点

前述のとおり、社債権者集会については、会社法上、公告期間の定めがあることや、物理的な開催場所の確保等が必要であること等から、開催までに一定の期間を要することとなり、その間の財務状況の悪化や他の債権者による保全の完了が懸念されている。その対処法の一つとして、Ⅲ2.(2)②社債権者集会を実施しない場合の対応においてコベンツ抵触時に社債権者集会を実施せずにウェイブやアmendを行うことについて検討を行ったところであるが、社債権者集会の必要的決議事項については当然ながら社債権者集会を実施する必要があるため、社債権者集会の円滑な実施に係る検討も重要である。

そこで、本WGにおいて、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
- ② 事前議決権行使の電子化
- ③ 社債権者集会に係る公告期間の柔軟化

##### ① 社債権者集会の電子的な開催

社債権者集会の電子的な開催については、会社法第719条第1項により、社債権者集会の招集にあたっては、社債権者集会の場所を定めなければならないとされている。そのため、現行法制下では、完全電子化（バーチャルオンリー）による社債権者集会は実施できないと考えられている。

株主総会については、2021年6月に成立した「産業競争力強化法等の一部を改正する等の法律」により、会社法の特例として「場所の定めのない株主総会」に関する制度が創設され、上場会社においてバーチャルオンリー株主総会が可能となったが、社債権者集会については同様

の法的手当てがなされていないため、実現にあたっては会社法の改正や特別法による手当てが必要となる。

また、いわゆるハイブリッド型（社債権者集会の開催場所に存在しない社債権者が、インターネット等の手段を用いて遠隔地から参加または出席することを許容すること）については、株主総会の議論では、バーチャルオンリー株主総会の実現以前より可能とされ、出席型と参加型に分けて制度上・実務上の整理が進んでいたところであるが、社債権者集会において同様の整理が可能であるかどうかについては、必ずしも明らかではないところである。

そのため、本WGにおいては、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てが行われることが望ましい旨、また、ハイブリッド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

社債権者集会に関連して、開催の電子化だけでなく社債権者が事前に議決権を行使する際の電子化についても課題であるとの指摘があり、検討を行った。

その背景としては、過去に開催された社債権者集会では、個人向け社債の社債権者の多くが事前に議決権行使を行っており、社債権者集会には出席していなかった例があること、また、前述のハイブリッド型のうち参加型の株主総会においては、インターネット等の手段を用いて参加する株主は当日の決議に参加することはできず、議決権の事前行使を行う前提であることから、社債権者集会においても同様の議論が重要であるためである。

本件について、会社法上、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係る規定はすでに存在しているが、実務において活用が進んでいるとは言えないことから、今後、大規模な社債権者集会が発生する場合に備えて、株主総会における電子的議決権行使のフローを参考に、検討しておくことが重要である旨、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

社債権者集会に係る公告期間の定めについては、その長さから、社債権者集会の開催が困難である要因の一つになっているとの意見があった。

この点について、公告期間（3週間）のうちに銀行による保全が完了する等により社債権者の保護の観点から影響があるとの指摘がある一方で、議決権行使の機会を確保するという観点や、郵送等を含めた現行の実務対応を踏まえると、公告期間のみを単純に短縮することについては、慎重な検討が必要との指摘もあった。

そのため、本WGにおいては、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、社債権者集会に係る諸手続きの効率化と併せて、公告期間が一律に3週間必要であるという点の柔軟化についても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

以上のとおり、本 WG においては、我が国社債発行市場の課題について幅広い観点から検討を行ったところであるが、各課題に対応していくための方策については、今後、具体的な内容についてさらに検討し、以下のとおり実行していくこととした。

### 1. コベナンツ付与の在り方

#### (1) 「コベナンツモデル（参考モデル）」の改訂

Ⅲ 1. コベナンツ付与の在り方において検討したコベナンツの付与に係る課題全般については、今後、本 WG において、「コベナンツモデル（参考モデル）」の改訂を進めることとする。

その際に、「コベナンツモデル（参考モデル）」の位置付けは、引き続き市場関係者に幅広く活用されることを期待した参考モデルであることとする。そのうえで、企業の資本・財務政策及び投資家のニーズに応じてコベナンツが柔軟・適切に設定されるよう、より実効性を高める観点から、これまでの検討を踏まえて以下の見直しを行うこととする。

- ・ 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を「基本的に付与すべきコベナンツ」と位置付け、以下の（2）において引受規則等での対応を進める観点から、これらのコベナンツについては、参考モデルとしてもより詳細な考え方の解説や規定例の提示を行う。
- ・ LBO 後に非上場となった企業が発行する社債に係るコベナンツについて、考え方を提示する。
- ・ 米国の事例を参考に、ハイイールド債における典型的なコベナンツのパッケージとして考えられる内容を示すほか、その前提として、社債コベナンツとローンコベナンツの考え方の差異について解説を加える。
- ・ その他、「コベナンツモデル（参考モデル）」策定後の制度変更や環境変化等を踏まえ、内容の更新を行う。

#### (2) 引受審査における対応

「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ついて、BB 格及び BBB 格の社債において証券会社の引受審査の際に審査が行われるよう、引受規則等の具体的な内容について検討を行う。その際には、Ⅲ 1.（5）「基本的に付与すべきコベナンツ」付与の実効性確保の方法の内容も踏まえて、引受審査の実務に即した内容とする必要があることから、引受規則等を所管する「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こととする。

### 2. コベナンツ抵触時等の対応

コベナンツ抵触時の対応（社債権者集会を実施せずにウェイブやアmendを行う場合における実務フローを含む）並びに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の

発動時の対応に関し、別紙2において示した内容をベースに「コベナンツ抵触時の対応の実務フロー」（仮称）の策定することについて、本WGにおいて検討することとする。

### 3. 社債管理補助者の活用

社債管理補助者の関係については、別紙3において示した内容をベースに、コベナ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設置に係る更なる活用の方策について、「基本的業務」との関係を含め「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こととする。

DRAFT

## **V おわりに**

以上が、本 WG 第 12 回会合から第●回会合までの議論の取りまとめである。

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、本協会として幅広い市場関係者の協力を得ながら一つひとつ取り組みを進め、社債市場の活性化に向けて取り組んできたところである。

今回の検討においては、今後、金利環境等の市場環境が変化することも見込まれる中で、この「鶏と卵」の関係を少しでも動かすべく、主にコベナ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り組みが提言されている。

今後は、我が国社債市場の信頼性向上、魅力を向上させるべく、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、コベナンツや社債管理補助者制度の導入に向けた検討が行われ、コベナンツや社債管理補助者が設置された社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が高い企業の社債発行が実現し、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。

## **名簿、開催スケジュール・議題**