日本証券業協会
Japan Securities Dealers Association

資料５

社債市場の活性化に向けた今後の検討について

2023年10月17日
日本証券業協会

目次

1. 社債市場の活性化に向けたこれまでの取組み

2. 社債市場の現状

3. 社債市場に係る課題

4. 今後の検討について

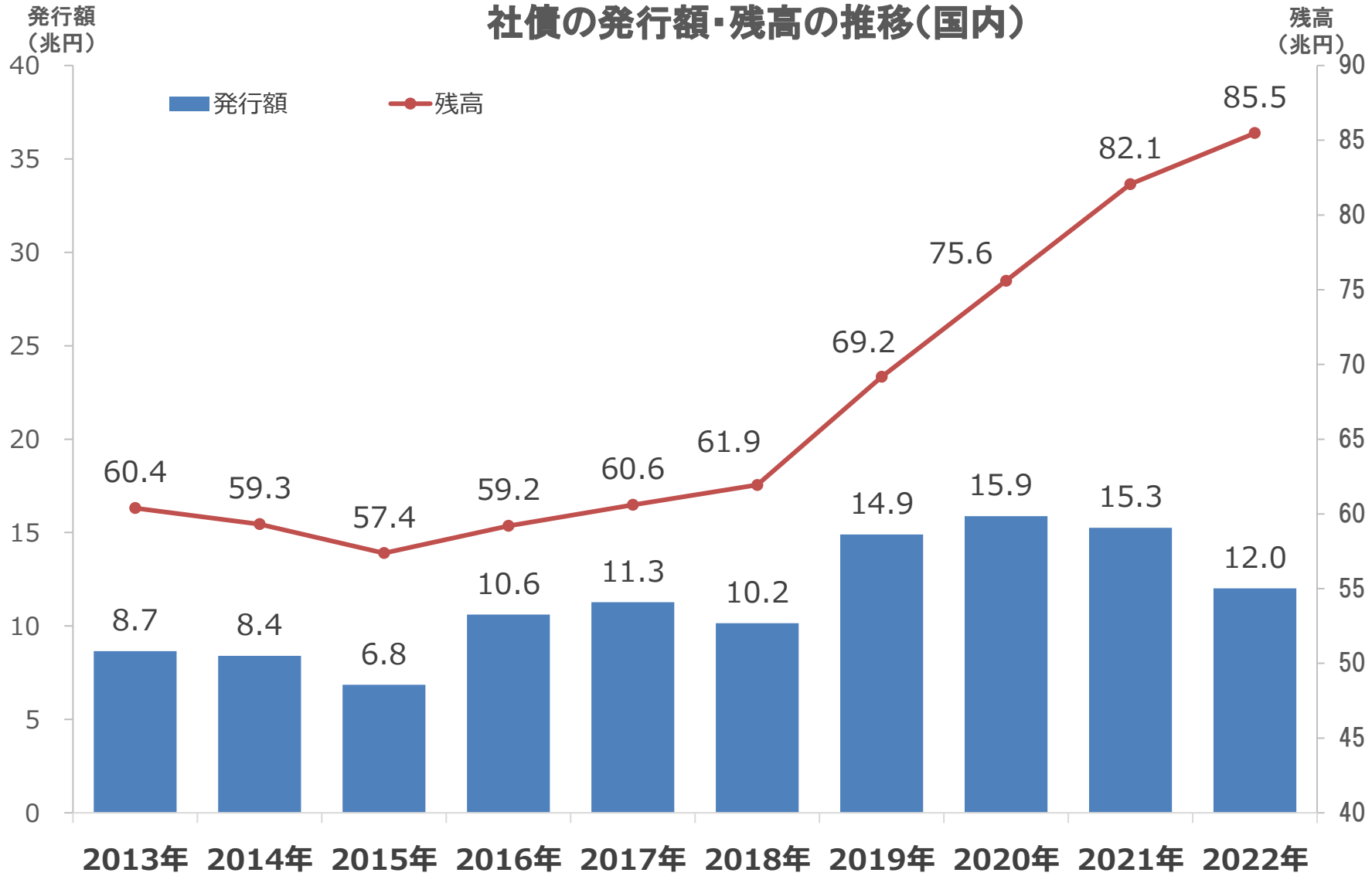
© Japan Securities Dealers Association.All Rights Reserved.

１．社債市場の活性化に向けたこれまでの取組み

年	内容
2009年	• 国際的な金融危機を背景に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）を設置
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コベナ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） • 「コベナンツモデル（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）」 策定
2020年	• 「社債券等の募集に係る需要情報及び販売先情報の提供に関する規則」 制定
2021年	• 「社債の取引情報の報告・発表制度」の見直し（Ａ格相当で発行額500億円以上の銘柄まで公表を拡大） • 「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

© Japan Securities Dealers Association.All Rights Reserved.

2．社債市場の現状
①発行額･残高の推移（国内発行額･残高）

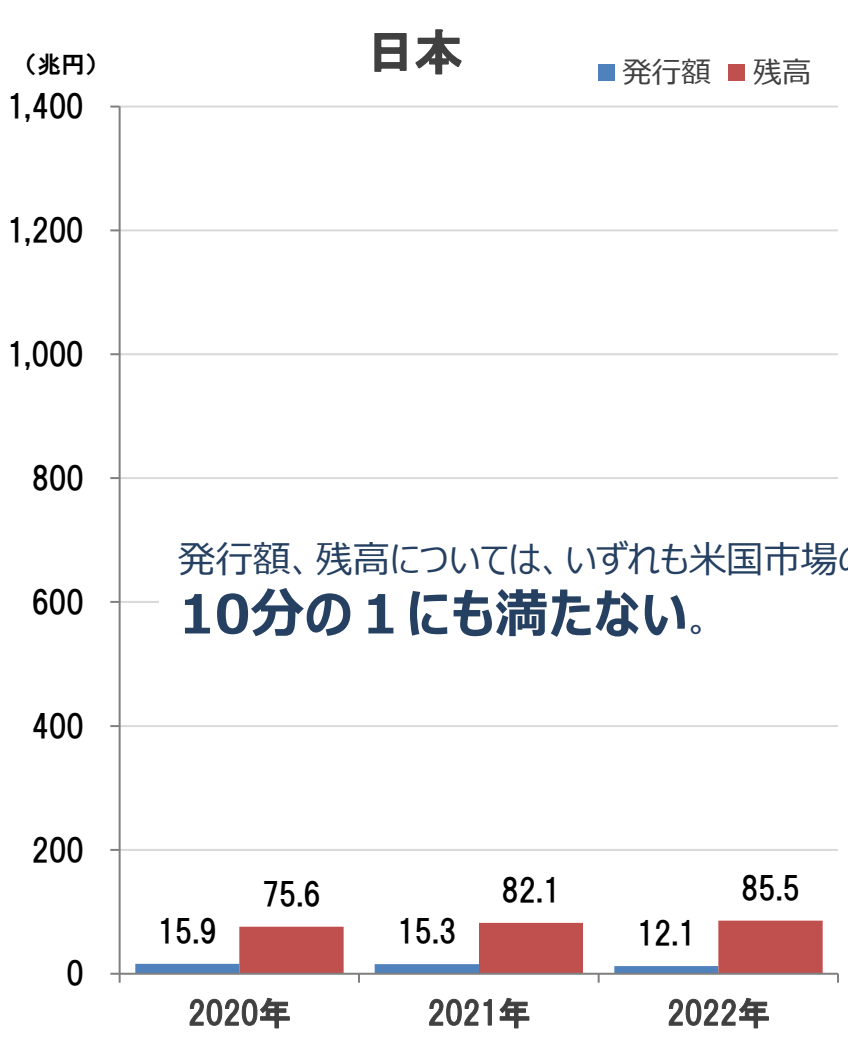


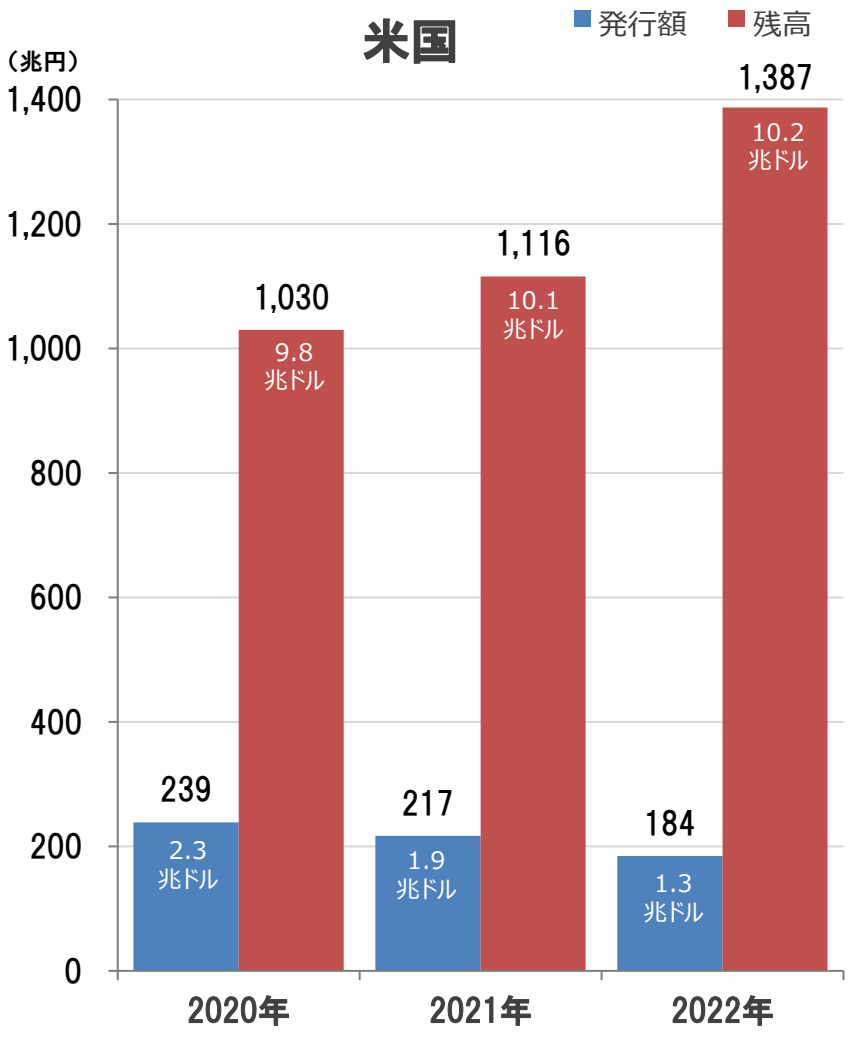
（注）投資法人債を含む。

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.

2．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（2022年は1ドル：136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

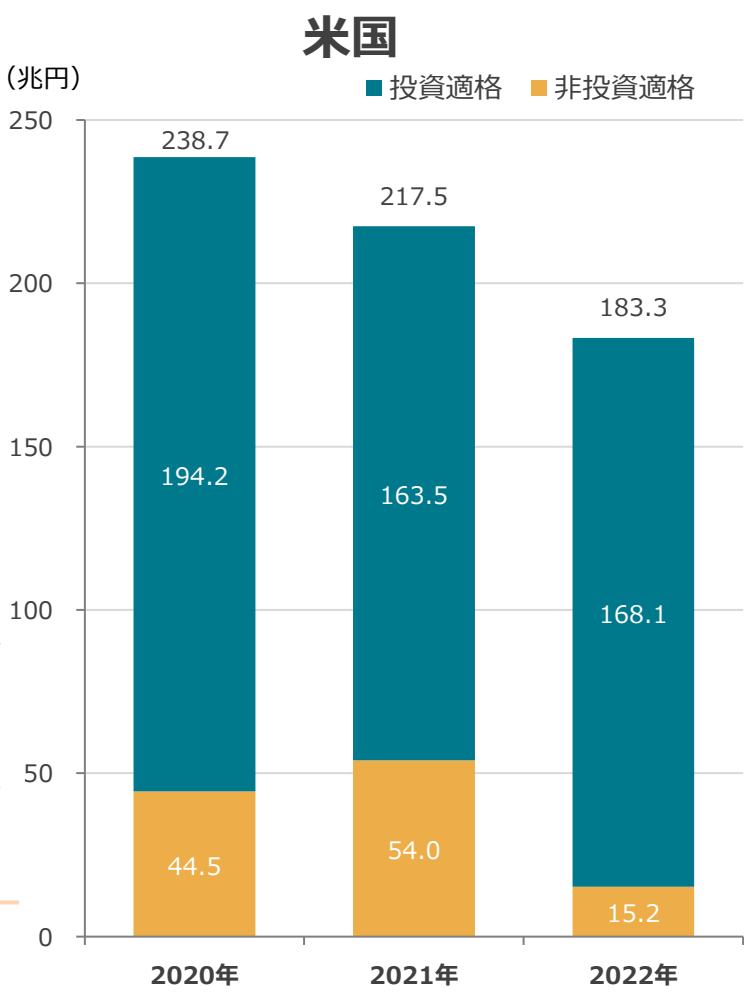
© Japan Securities Dealers Association.All Rights Reserved.

2．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

9割以上が
A格以上

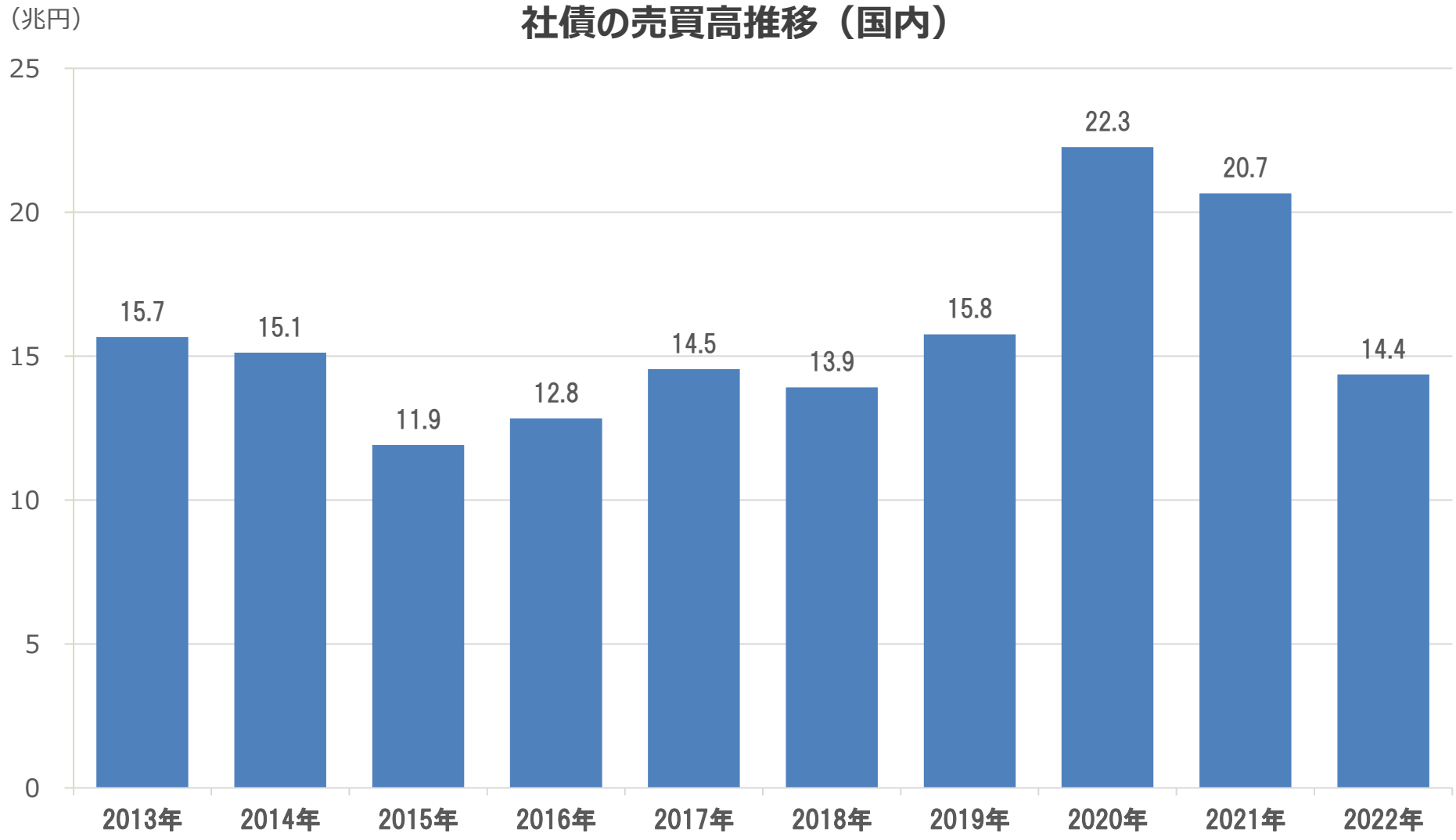
米国市場では、
2021年までは
非投資適格が
2~3割程度
で推移していた。
※2022年は金利上昇懸念等から非投資適格の発行が少なかったものと思料。



（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

© Japan Securities Dealers Association.All Rights Reserved.

2．社債市場の現状
④取引状況（国内売買高の推移）

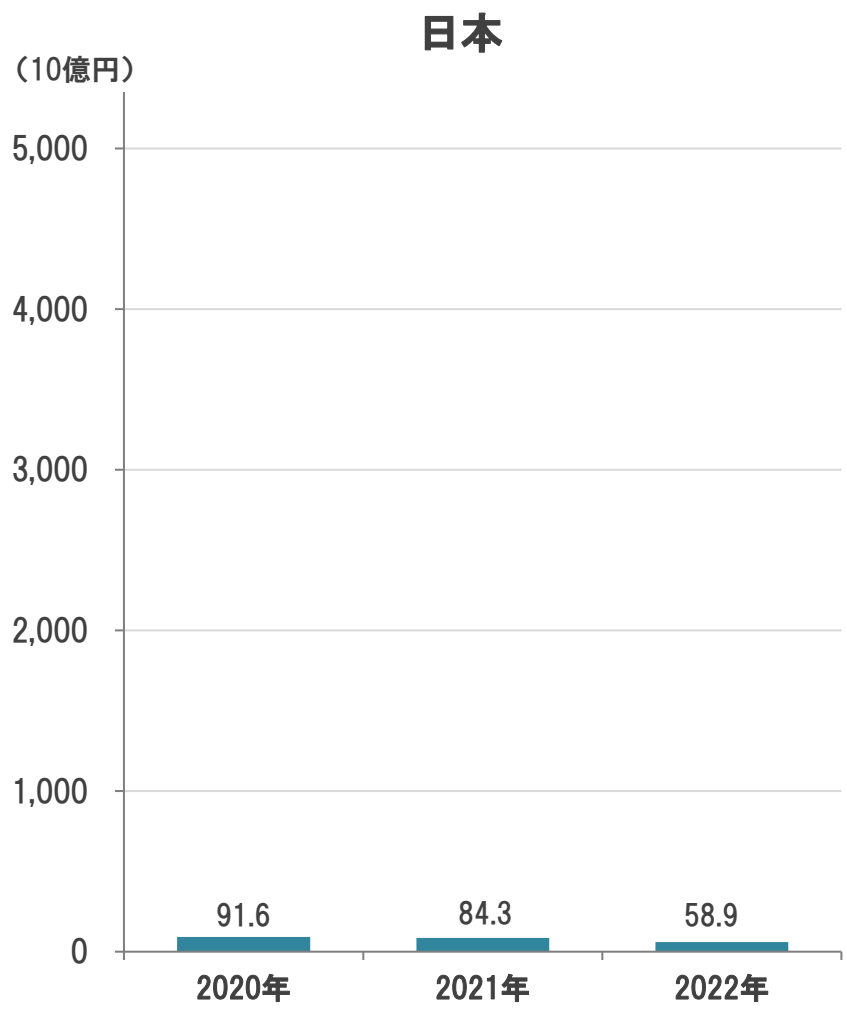


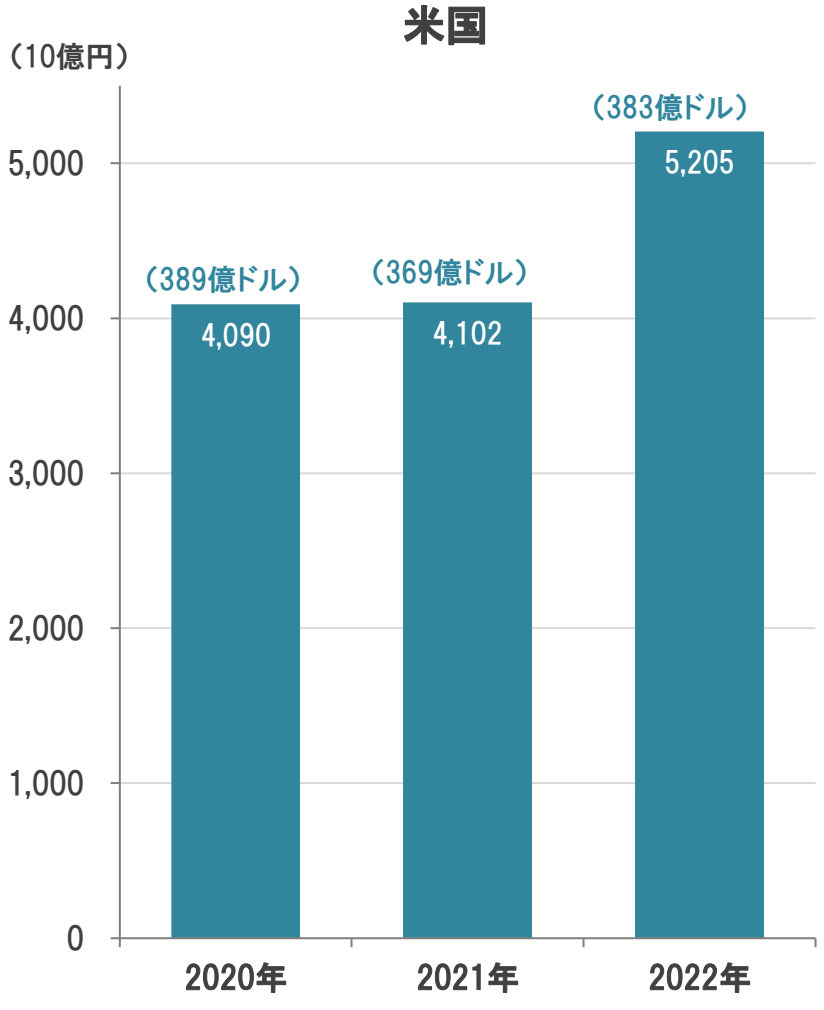
（注）投資法人債及び日銀買入れオペを含む。現先取引を除く。
出所：日本証券業協会「公社債店頭売買高」（2018年４月分までは「公社債種類別店頭売買高」）に基づき作成

© Japan Securities Dealers Association.All Rights Reserved.

２．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）



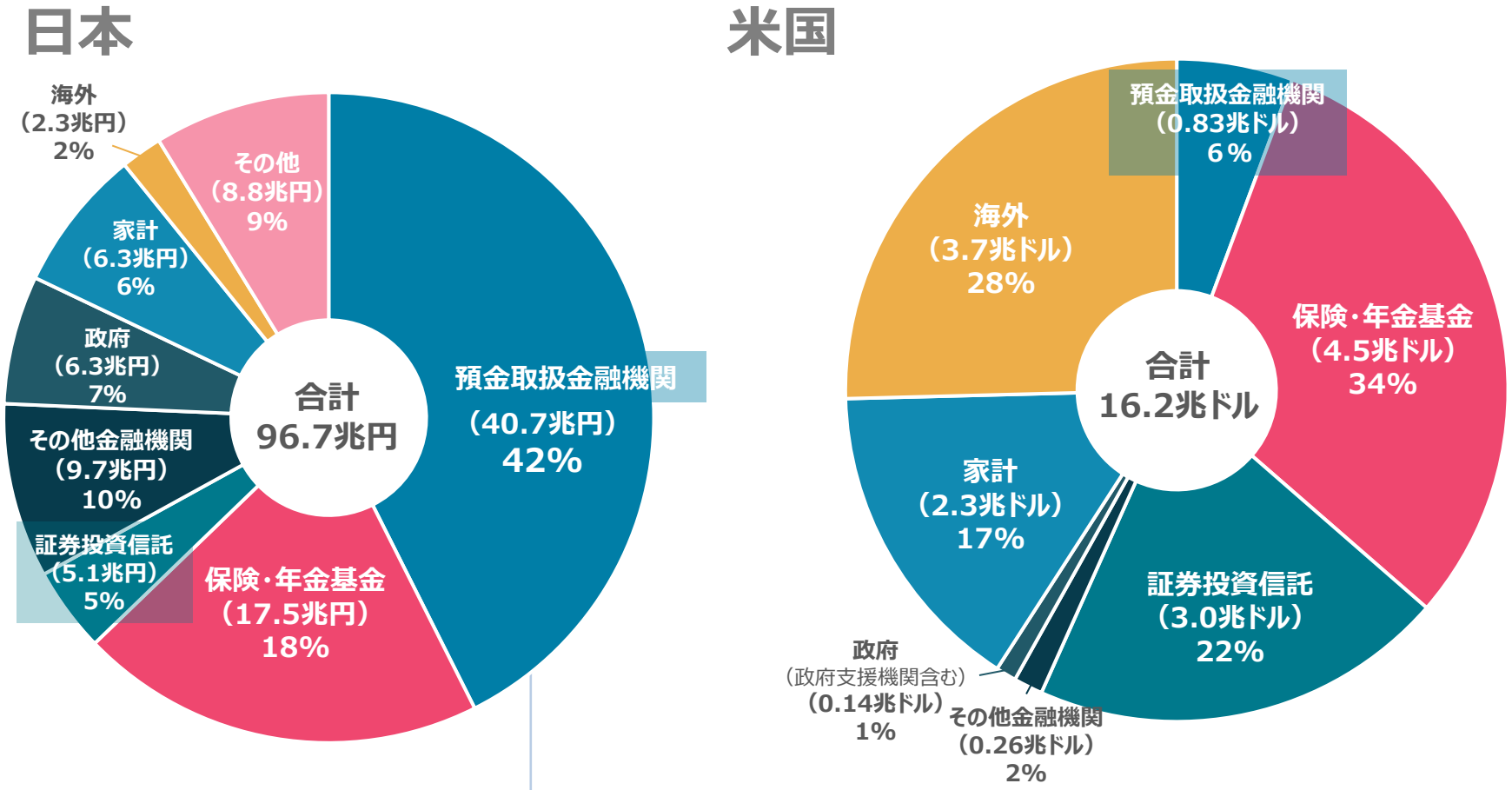


（注）日本の売買高は、投資法人債及び日銀買入れオペを含む。現先取引を含まない。
出所：日本証券業協会「公社債店頭売買高」及びSecurities Industry and Financial Markets Association「US Corporate Bonds Statistics」に基づき作成

© Japan Securities Dealers Association.All Rights Reserved.

2．社債市場の現状
⑥保有状況（日米比較）

社債の保有状況（2022年末時点）



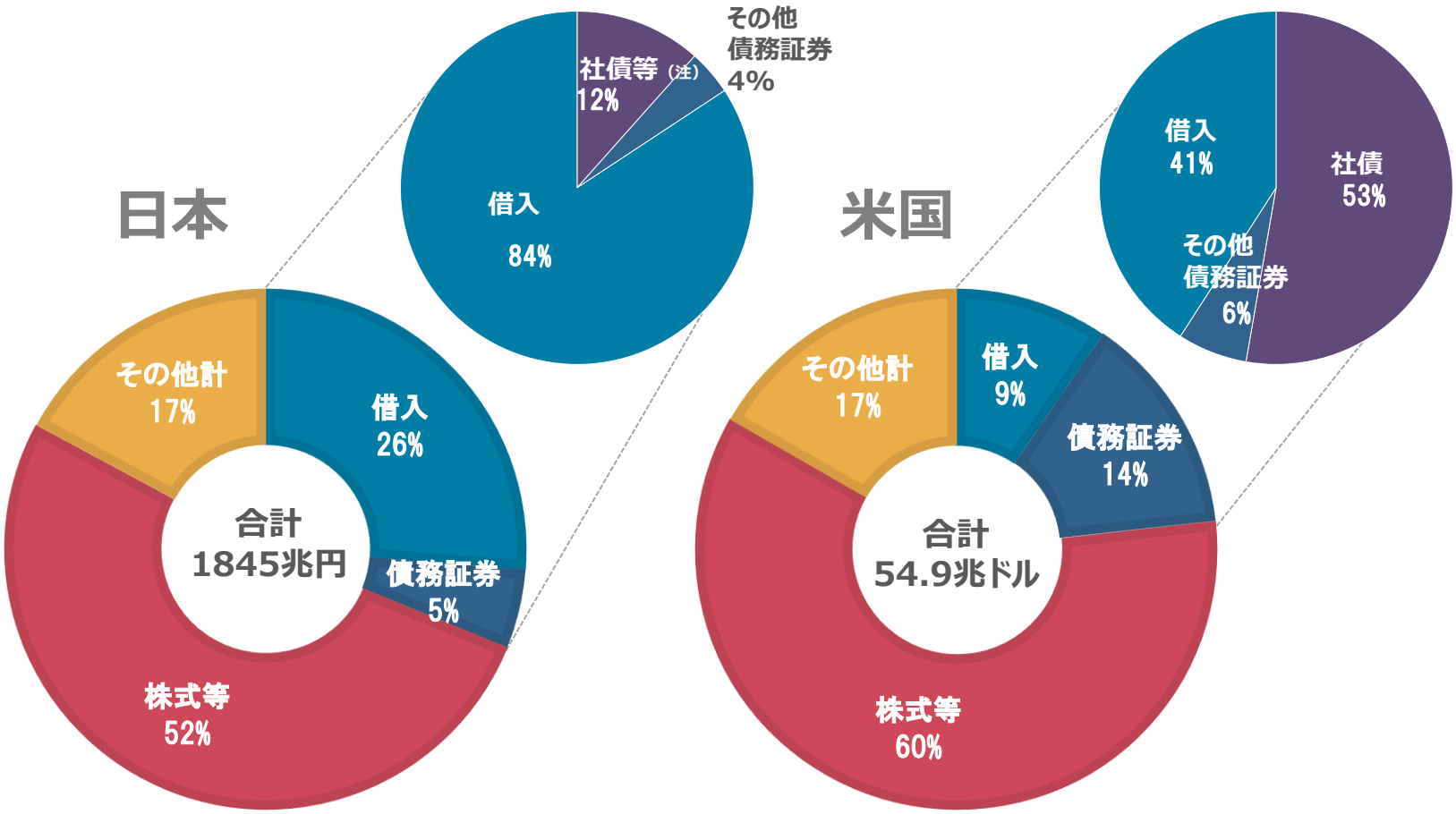
国内では、銀行の保有率が**４割程度**と高く、投資家層に偏りが見られる。

（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

© Japan Securities Dealers Association.All Rights Reserved.

2．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（2022年末時点）



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」、「資金循環の日米欧比較」及びFinancial Accounts of the United Statesデータに基づき作成

© Japan Securities Dealers Association.All Rights Reserved.

3．社債市場に係る課題
（金融審議会「市場制度ワーキング・グループ」における議論）

① 金融審議会「市場制度ワーキング・グループ」第24回会合（2023年９月15日開催）において、金融庁より、我が国社債市場に係る課題等の説明があった。

金融庁より示された課題・論点（概要）

- 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と考えられる。
- そのためには、社債権者の適切な保護が不可欠であり、社債権者の保護を図る上で以下の論点がある。
  - 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ティングの向上：付与されている社債コベナンツの内容は、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。

② 当日は本協会からも近時の事例を踏まえ、より具体的な内容として以下の課題を掲げている。

本協会より提示した課題・改善策（概要）

① 社債権者に重大な影響を及ぼす事象発生時（所有・経営権の異動等）に投資判断を再考する機会がない
⇒チェンジオブコントロール条項のコベナンツの付与

② 社債権者の損失を招く財務活動を抑制する方策がない
⇒適切なコベナンツの付与（配当等制限、支払制限、資産処分制限条項等）

③ 社債は他の債務（銀行借入れ等）に実質的に劣後し、デフォルト時の回収率が極めて低い
⇒他の債務との間でのパリパス確保

④ 社債権者の投資判断に重要な影響を及ぼす情報の適時適切な開示を充実させる必要性
⇒債権者間の情報格差の是正

⑤ 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の必要性
⇒社債管理補助者制度の活用

© Japan Securities Dealers Association.All rights reserved.

3．社債市場に係る課題
（金融審議会「市場制度ワーキング・グループ」における議論）

③　金融庁及び本協会の説明を踏まえ、当日は委員より、以下のご発言があった

委員ご発言（概要）

※当日のご発言をもとに本協会が作成したもの

投資家

- リスクマネー供給の中で社債の役割を発揮できないかという課題があり、さらに言えば、リスクの高い社債を買う投資家が日本にはいないという問題もある。
- 機関投資家の能力の向上が、結果としてスタートアップを含め企業が様々な調達手段にアクセスできる道筋になる。イールドに対する投資家の要求に応えられるよう、適切な競争状況が生まれることが必要。

社債権者保護等

- 社債活性化を考えるならば、社債権者保護の体制整備をより進めていただきたい。
- 各種コベナンツが付され、社債管理補助者が設置された無格付の公募社債が発行されことは、きっかけとして非常に期待している。
- 銀証連携で得るもの多いが、利益相反等のデメリットを把握して対応策を考えるべきであり、コベナンツでバランスを取ることも考えられる。
- 発行体が社債権者に重大な影響を与える行動を取ること、投資の再考の機会を与えていないことの論点に対しては、今後対策を検討する必要がある。
- コベナンツも社債管理補助者も、社債権者が主体的・積極的に行動することが大事である。
- 情報開示について、法制面での見直しは進んでいるが、引き続き開示項目を検討する必要がある。
- 開示による情報提供は、社債のリスクに対する理解を深めるため重要。
- 投資家目線ばかりでなく、発行体の負担とのバランスをとって検討を進めてほしい。

市場環境

- 米国では銀行が長期資金を貸さないが、欧州と日本は長期資金について社債と借入が併存しており、債務間の順位の問題がある。銀行融資をやめるという話ではないが、そうすると社債市場はなかなか育たない。
- 調達手段の多様化はとても重要だが、銀行を介した資金供給が滞り、全体として資金供給が後退することのないよう、資金供給全体の目線で考えていくべき。

その他

- 個人投資家を呼び込むことも重要だが、その観点では、小口化・デジタル化を進めることで活性化する可能性がある。
- スタートアップへの投資の面を考えれば、信用力が低い発行体が担保付社債で信用力を補完することも考えられるが、これまであまり想定されていなかった。現在の担保付社債信託法の規律に過不足がないか、現場の意見を聞いて点検することも必要。

© Japan Securities Dealers Association.All Rights Reserved.

3．社債市場に係る課題（まとめ）

- 我が国社債市場の現状や金融審議会「市場制度ワーキング・グループ」における議論を踏まえると、今後検討すべき主要な課題は以下のとおりと考えられる。

- 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、発行企業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にある。
- 特にBBB格以下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。
- 政府としてもスタートアップ企業の育成に力を入れている中で、信用リスクが相対的に高いスタートアップ企業も含めて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は、近時のデフォルト事案で浮き彫りとなったように、社債権者を実効的に保護する仕組みが必要であると考えられる。
  そのためには、以下のような課題について幅広い市場関係者間において検討を進めていく必要がある。
  - ① 発行会社の信用力や業容等に応じた適切なコベナンツの付与
  - ② 発行会社の信用力が低下した場合に適切な債権保全がなされる仕組み
  - ③ 社債権者の投資判断に必要な情報の適時適切な開示

© Japan Securities Dealers Association.All Rights Reserved.

４．今後の検討について

前頁の課題を踏まえ、信用リスクが相対的に高いスタートアップ企業等を含む幅広い企業による社債発行が可能な環境整備を図るため、本協会において、以下のとおり検討を行うこととする。

１．検討事項

① コベナンツ付与のあり方
② 社債管理補助者に期待する役割
③ 社債権者への適時適切な情報提供
④ その他、社債権者保護に関する事項

２．検討会議体

「社債市場の活性化に関する懇談会」の下部会合である「社債市場の活性化に向けたインフラ整備に関するWG」を３．のとおり改組し、検討する。
なお、公社債分科会へは適宜報告を行うこととする。

※WGの庶務は、公社債・金融商品部が担当する。

３．構成（案）

主査：学習院大学　神作裕之教授
委員：証券会社、銀行、発行体（スタートアップ企業含む）、投資家、有識者、日証協
オブザーバー：金融庁、法務省、Fintech協会

※委員20名程度（証券会社、銀行については部長クラスを想定）

© Japan Securities Dealers Association.All Rights Reserved.

４．今後の検討について

４．スケジュール（想定）

11月：初回会合開催（月１回程度の開催を想定）
３月：報告書の取りまとめ、各種会議体へ報告
４月以降：報告書提言を踏まえ、各検討体（引受WGや補助者検討部会を想定）において具体的検討

※その他、必要に応じて社債市場の活性化に向けたインフラ整備に関する課題について、引き続き検討を行う。

© Japan Securities Dealers Association.All Rights Reserved.

（参考①）コベナンツモデル（参考モデル）について

「コベナンツモデル（参考モデル）」

- 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ナンツが柔軟・適切に設定されるよう、**2012年９月、以下で構成される「コベナンツモデル」を策定**。
  - イ．社債コベナンツ参考事例集
    → 社債コベナンツの類型※、及び各々のコベナンツの解説と文例
  - ロ．社債コベナンツ組合せモデル
    → コベナンツの組合せについて例示
  - ハ．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）
    → 社債コベナンツ抵触時の対応に関する具体的内容の例示と解説

※　社債コベナンツの類型

(1) 追加負担制限コベナンツ（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) 財務維持コベナンツ（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

© Japan Securities Dealers Association.All Rights Reserved.

（参考②）コベナンツ開示例示集について

「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）」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へ、コベ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サビリティーの向上についての理解を促進することにより、社債市場の活性化を図る。

【位置付け】
現在の開示制度を前提としたうえで、特にコベ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有価証券報告書等（「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
コベナンツ関連（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、その他コベ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.

（参考③）社債管理補助者について

「社債管理補助者」に関する対応

- 2020年11月、「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、「社債管理補助者制度」に関する社債要項及び業務委託契約書の規定の在り方等について検討を行うため、**「社債管理補助者制度に関する実務検討部会」を設置。**
- 検討部会において、市場関係者が社債管理補助者に期待する役割や業務の内容を中心に検討を行い、2021年６月、**検討部会における議論を報告書「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）」として取りまとめ、公表。**

社債管理補助者制度の概要（2021年３月施行）	
対象	社債管理者不設置債（担保付社債を除く）への任意設置
契約形態	• 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
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
権限	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） • 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
業務	• 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
義務	• 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 • 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

© Japan Securities Dealers Association.All Rights Reserved.

（参考④）「社債市場の活性化に向けたインフラ整備に関するWG」の設置について

平成25年２月15日
社債市場の活性化に関する懇談会

1. 設置

社債市場の活性化に関する懇談会（以下「懇談会」という。）では、報告書「社債市場の活性化に向けた取組み」に掲げられた課題、及びその他社債市場の活性化に向けた課題について検討を進めるため、標記ワーキング・グループ（以下「ＷＧ」という。）を設置する。

2. 検討事項

(1) 当面、次の事項について検討を行う。

① コベナンツ・債務の状況等に関する情報開示（事例集の作成等を通じた開示の充実のあり方についての検討）

② 社債権者保護の充実のあり方
- ・社債権者への情報伝達及び意思結集のインフラ整備
- ・社債管理人（仮称）の検討
- ・社債権者保護のあり方についての課題の検討

(2) その他、必要に応じて社債市場の活性化に向けた課題について検討を行う。

3. 構成・運営

(1) ＷＧは、懇談会の委員、市場関係者及び有識者をもって構成する。
(2) ＷＧに主査を置き、委員のうちから座長が選任する。
(3) 委員がＷＧを欠席する場合又は検討すべき特定の分野・課題に応じて、代理人を出席させ、又は書面により意見を提出することができる。
(4) 懇談会の委員は、ＷＧに出席することができる。
(5) 主査は、必要に応じ、関係者に出席を求めることができる。
(6) 議事の公開その他ＷＧの運営については、「『社債市場の活性化に関する懇談会』の運営について」に準じて行う。

4. 報 告

ＷＧにおける検討状況等は、適宜、懇談会に報告する。

5. 事務局

ＷＧの事務局は、関係機関の協力を得て、日本証券業協会が行う。

© Japan Securities Dealers Association.All Rights Reserved.