

2024年7月16日

各位

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」
報告書（2024年7月報告）について

本協会では、「社債市場の活性化に関する懇談会」の下部会合として、2013年2月に「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」を設置し、主として社債管理やコベナント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取組みを進めて参りました。

同ワーキング・グループにおいては、今後の市場環境の変化を見据え、信用リスクが相対的に高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、社債管理やコベナントの在り方等について一層の取組みを進めるべく、昨年12月より検討を再開したところです。

今般、7回にわたる同ワーキング・グループの検討を踏まえ、別紙のとおり「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）を取りまとめましたので、御通知申し上げます。

本協会では、今後、本報告書に掲げられた方策の実現に向け、具体的な検討を進めて参ります。

○本件に関するお問い合わせ先：自主規制本部 公社債・金融商品部（TEL：03-6665-6771）

以上

「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

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

目次

I	はじめに	1
II	我が国社債市場の現状	2
	1. 我が国社債市場の概観	2
	2. 近時のデフォルト事案	2
	3. 政府における検討	3
	4. 昨今の市場環境を踏まえた検討の必要性	3
	5. 本WGにおける検討事項	4
III	WGにおける検討	5
	1. コベナンツ付与の在り方	5
	(1) 米国ハイイールド債市場における実務慣行	5
	(2) 各コベナンツに係る検討	5
	(3) 「基本的に付与すべきコベナンツ」とするコベナンツ	8
	(4) 「基本的に付与すべきコベナンツ」を求める対象	9
	(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	11
	(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	12
	2. コベナンツ抵触時等の対応	15
	(1) コベナンツ抵触時等の対応の実務フロー	15
	(2) コベナンツに係るエンフォースメントの確保と柔軟性の要請	15
	(3) コベナンツ抵触時の対応と社債権者集会決議の要否について	17
	(4) 社債コベナンツとローンコベナンツの差異	18
	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	22
	(1) 社債権者に対する適時適切な開示	22
	(2) 社債権者集会に係る会社法上の論点	22
IV	各課題に対応していく方策について	24
	1. コベナンツ付与の在り方	24
	(1) 「コベナンツモデル（参考モデル）」の改訂	24
	(2) 引受審査における対応	24
	2. コベナンツ抵触時等の対応	24
	3. 社債管理補助者の活用	25
V	おわりに	26
	参考資料	27

別紙

- 1 : 我が国社債市場の概観
- 2 : 「コベナンツ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)

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月に設置された。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）においては、発行会社の資本・財務政策及び投資家のニーズに応じたコバナンツの柔軟・適切な付与を通じた社債市場の活性化を図る観点から「コバナンツモデル（参考モデル）」（2012年9月18日）を策定する等の成果が盛り込まれた一方で、引き続き対処すべき課題も掲げられた。このため、これらの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バナンツの在り方等について対応するため、これまで本WGにお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）」（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」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。）が創設されたことを受け、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」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18回まで合計7回の会合における検討を重ね、今般、その検討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、相対的に信用リスクの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の整備に資する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。

II 我が国社債市場の現状

1. 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、我が国においては、依然とし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、格付面での発行会社の偏りが見られる¹。

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、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。

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ツの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、デフォルト時には、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ツや担保が十分に手当てされているとは言えないなかで、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を活用することが考えられるが、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は、ほとんどが社債管理者不設置であり、そ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。

このような社債の商品性に関しては、1996年の適債基準の撤廃及び財務制限条項の自由化以降ほぼ一貫した状況が続いており、投資家等からコベナンツの付与や社債管理者の設置が適正に評価されてこなかったことも、このような社債の商品性の一因となっているのではないかと指摘もある。

2. 近時のデフォルト事案

上述のような社債の商品性が続くなかで、2023年4月に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

1 海外の格付会社と国内の格付会社には格付に評価の差異が生じる傾向があることに留意すべきとの意見があった。

2 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いう。

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、上述の社債の商品性（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）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ものと考えられる。

3. 政府における検討

金融庁金融審議会「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、相対的に信用リスクの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た。

- ・ 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ベナントの内容は、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. 昨今の市場環境を踏まえた検討の必要性

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であったと考えられる。

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、社債市場について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に繋がる可能性もあり、このような観点からも社債市場の活性化に向けた検討の必要性が指摘されているところである。

また、昨今、企業の合併・買収等の動きが活況となっているが、合併・買収等に伴う社債の取扱いについては以下のような指摘がある。

- ・ 合併等にあって会社法により債権者異議申述権が認められているが、社債については異議申述を行うために社債権者集会の決議が必要なため実効性に乏しい。

- ・ 合併・買収等の後に非上場化するケースが足元でも発生しているが、非上場化の結果、社債権者が入手し得る発行会社に関する情報が大幅に減少し、社債権者が知らない間に財務内容が悪化して格下げになるケースが発生している。
- ・ 合併・買収等の際やその後の非上場化の際に、発行会社においても発行済みの社債の償還に対するニーズがあるが、対応するコベナントが付与されていないことや社債権者集会に係る実務の整備が進んでいないこと等により対応に苦慮するケースがある。

このような指摘を踏まえると、合併・買収等の局面における社債の取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なかで、社債市場の市場規模が相対的に小さく、発行会社及び投資家の両者においてプレイヤーが限定的であることをはじめとする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。

相対的に信用リスクの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ことにより、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、社債市場のすそ野を拡大し、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に重点を置いて、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³。

- ① コベナントの付与の在り方
- ② コベナント抵触時の対応
- 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

3 これらの課題のほか、本 WG における議論の中では、以下の指摘もあった。

- ・ 最低投資単位が1億円以上の社債については社債管理者の設置が義務付けられていないところ（会社法第702条）、我が国において発行される社債の多くは、社債の最低投資単位が1億円以上の社債管理者不設置債となっている（別紙1参照）。そのため、我が国においては少額で分散された社債のポートフォリオを組成することが困難であるほか、1億円という最低投資単位は米国ハイイールド債の最低投資単位と比較して金額が大きいことから、相対的に信用リスクの高い企業の社債への投資需要を低下させている。
- ・ 国内投資家の社内における投資基準の存在により、相対的に信用リスクの高い企業の社債への投資が制限されているのではないか。

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、無担保の普通社債に付与されるコベ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、社債市場のすそ野を拡大し、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におい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・パッケージの典型例の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は異なり、ハイイールド債では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。コベナンツ・パッケージとしてこうしたコベナンツをある程度定型的に付与することは、コベナンツ抵触時の対応を含め発行後の実務対応が定着している米国において、社債発行にあたり投資家を呼び込むことにつながっ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

我が国において社債市場のすそ野を拡大し、特に相対的に信用リスクの高い社債市場の創設を目指すべく、米国ハイイールド債市場における実務慣行も参考にしつつ、また、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、特に発行会社の信用力の変化に対応する観点から、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、「コベナンツモデル（参考モデル）」においては、

- ・ 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⁴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。

と解説されている。

プット・オプション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を与えるものとして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・経営権の変化の有無にかかわらず、発行会社が非上場企業となる場合に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。

また、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扱いに苦慮する場合があります、コール・オプションの有用性を指摘する意見もあった。

これらの観点からは、非上場化をプット・オプション又はコール・オプションの発動要件の一つとしてあらかじめ定めておくことは、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、発行会社に対し社債権者に報告を行う義務を課す条項である。

「コベナンツモデル（参考モデル）」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、又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）

4 米国ハイイールド市場では、例えば額面の101%、101%+経過利子等の額面価格に近い価格で予め定めるケースが多いとの指摘があった。

「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。

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、上場会社が社債発行後に非上場化することは、これまで投資家に対して説明していた経営方針が大きく変化するものであると受けとめられることから、社債権者の非上場化後の情報開示ニーズは高いものと考えられる。この点、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、社債権者に対する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、発行会社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ティング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ティング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会社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や会社法上の公告において開示されない事項を抽出し検討すべきとの意見、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間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ティング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ティングを行うことが重要と考えられる事項について以下のとおり整理することとした⁵。

- ・ 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る事項として、非上場化後にレポーティングを行うことが重要と考えられる事項は、以下のとおりである⁶⁷。
 - 第1・第3四半期の財務情報（決算短信の内容を参考）
 - 発行会社の決定事実
 - (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、事業の開始又は廃止
 - (b) 固定資産の譲渡又は取得
 - (c) 継続企業の前提に関する事項の計算書類への注記

5 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ティング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。

6 「期限の利益喪失」及び「期限の利益の喪失事由の発生」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ティング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、社債権者にレポーティングすべき事項と考えられる。

7 適時開示事由を参考に、バスケット条項として「その他、非上場化後に社債投資家の投資判断に重要な影響を与える事項」を項目として追加すべきとの意見や、社債投資家の投資判断に与える影響が軽微なものを軽微基準として除外すべきとの意見があった。レポーティングコベナンツの設定時には、本報告書を参考に、社債投資家にとって重要な情報は何かという観点からレポーティング項目を決定すべきであり、またレポーティングの要否を容易に判断できるような明確な規定が求められる。

一 発行会社の発生事実

- (a) 主要株主である筆頭株主の異動
 - (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
- ・ 財務情報のレポートとあわせて、有担保負債比率といった担保に係る指標のレポート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その他のコベンツ

チェンジオブコントロール条項及びレポートコベンツ以外のコベンツについて、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、財務コベンツの有用性を指摘する意見があった。検討の結果、財務コベン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、一律に考え方を整理することは困難であるが、本WGにおいて、発行会社の状況等に応じて財務コベン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、適切なコベンツの導入によって同順位の債務者が平等な立場で保護されることにより、投資者が投資しやすい環境が整備されるとの指摘があった。

なお、コベンツの付与全般に関係する指摘として、コベンツ抵触⁸時の実務上の対応が整理されていないことがコベン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。このため、「Ⅲ 2. コベンツ抵触時等の対応」において考え方を整理することとした。

(3)「基本的に付与すべきコベンツ」とするコベンツ

本WGにおいては、以上のコベンツについて整理した内容の実効性を確保するための施策についても検討を行った。これまで本協会においては、1996年の財務制限条項の自由化以降、コベンツの付与は自由化されていることを前提に、コベンツの柔軟かつ適切な付与が促進されるよう、「コベンツモデル（参考モデル）」の公表等を通じて発行会社等への働きかけを行ってきたが、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、引き続きコベン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ツについて、その付与の実効性に係る課題に対処する施策について検討を行ったものである。

8 コベンツ（発行会社に課せられた一定の義務や誓約）に定められた一定の事由に該当し当該コベンツに定められた義務が発動する場合ではなく、コベンツに反した場合をいう。本報告書においては、コベンツの「発動」と「抵触」について、例えば、チェンジオブコントロール条項（発行会社の所有・経営権に変化が生じた際に社債権者にプット・オプションを付与することを規定）において、発行会社の所有・経営権に変化が生じた際に、社債権者に規定どおりにプット・オプションを付与することをコベンツの「発動」、規定に反し社債権者にプット・オプションを付与しなかった場合をコベンツの「抵触」として整理している。

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一定の拘束力を持たせる必要があるとの観点から議論を行った。

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必要性、企業の予期せぬイベントリスクへの対処の必要性及び昨今の合併・買収等の動きの活発化に対応する必要性を踏まえ、「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、特に発行会社の非上場化による情報開示の質・量の低下への対処の必要性から、「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が、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。

なお、「基本的に付与すべきコベナンツ」と位置付けていないコベナンツであっても、柔軟かつ適切なコベナンツの付与が重要であるとのこれまでの考え方を変更するものではない。

(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も寄せられた。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、以下のとおり発行時の格付による区分（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、担保付社債（一般担保付社債を含む。）については、元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⁹については、我が国において現在は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、以下の考え方に基づき「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」を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

⁹ 「基本的に付与すべきコベナンツ」を求める対象における「BB格以下の社債」の「BB格以下」は、例えば「信用格付業者（金融商品取引法第2条第36項に定義する信用格付業者）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。

ベナンツという観点から、発動時に、社債権者に対しプット・オプションを付与する内容の条項が考えられる。なお、海外では、いわゆる Make Whole 条項（発行会社に対し、いつでも社債を元本と満期までの利息全額を現在価値に割り引いた金額の合計額で繰上償還する権利（コール・オプション）を付与する条項）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、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、「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、社債投資家にとって重要な情報は何かという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¹⁰⁾（絶対値基準）や「格付が●時点から●ノッチ下がった場合」（変化幅基準）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¹¹⁾。

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」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係る考え方は「①BB 格以下の社債」と同様である。

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

10 「格付が BB 格以下となった場合」の規定ぶりとしては、例えばチェンジオブコントロール条項の発動事由を非上場化と格下げとのダブルトリガーとする場合、「非上場化の発生時点において、●●[信用格付業者]による当社の長期優先債務格付が BB 格以下である場合又は非上場化の発生時点の後●日以内に同格付が BB 格以下へ格下げされた場合」等が考えられる。

11 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が、金融商品取引法第 66 条の 32 において「信用格付業者並びにその役員及び使用人は、独立した立場において公正かつ誠実にその業務を遂行しなければならない」との誠実義務が課されているほか、格付会社からも、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。

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¹²。

なお、社債市場のすそ野を拡大し、特に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整理であり、この整理は、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の意図を有するものではない。社債権者保護の観点から、A格以上の社債であっても、必要に応じて柔軟かつ適切なコベナンツを手当てする必要がある。

(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けを行うにあたっては、市場のゲートキーパーとして以下の役割・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」の付与状況の審査等の対応が行われるよう、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「引受規則等」という。）に規定すること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「引受けを行うにあたっては、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。

引受規則等において「基本的に付与すべきコベナンツ」の付与状況の審査について規定することに関し、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

12 「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、我が国において社債市場のすそ野を拡大し、特に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BB格以下及びBBB格の社債を「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。

ナント抵触時の対応を含めて総合的に引受判断を行うことが適当と考えられる¹³。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等により、「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

本 WG では、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及び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取り上げることにした。これらの企業が発行する社債についても、発行会社の信用力等に応じ必要なコベナンツが付与されるべきとの考え方は同様であるが、それぞれの社債の性質等を踏まえ、以下のとおり検討を行った。

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場所である。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・集中化が進むなかで、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、今後は資金調達を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又は全部を社債に置き替えることによってパーマネ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場所である。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が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に対処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。

13 引受審査に係る考え方としては、本来審査すべき対象が「基本的に付与すべきコベナンツ」に限定されるわけではなく、発行会社の信用力やビジネスモデル、当該社債発行の具体的な状況等を勘案して必要な場合には適切にコベナンツが付与されているかどうかを審査するというプリンシプルがあり、当該プリンシプルを实践するうえで、「基本的に付与すべきコベナンツ」についてはその類型的な重要性に鑑みて、特に重点的に審査すべきものとするといったアプローチもあり得るのではないかと指摘があった。

検討の結果、LBO 後に非上場となった企業が発行する社債についてこれらのコベナンツが適切に活用されることが重要であるとの認識を共有したが、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）」に盛り込むことにより、コベナンツの付与を促進していくこととした。

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日に政府により「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、相対的に信用リスクの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。さらに、2024年6月、事業の実態や将来性に着目した融資が受けやすくなるよう「事業性融資の推進等に関する法律」が成立し、その中では企業価値担保権（無形資産を含む事業全体を担保とする制度）を社債にも活用できるよう、担保付社債信託法の適用に係る定めが置かれる等の制度整備がなされており、スタートアップ企業等による社債の活用の後押しとなることが期待される。

こうした取組みによって官民においてベンチャーデット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、管理機能の整備が必ずしも充実していないことといった傾向が見られ、本WGにおいて検討を行ってきた公募債の発行会社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相対的に高いクーポンやコベナンツを受け入れてでも社債を発行したいとの需要も強く、今後、中長期的に社債の発行が拡大する余地があるとの意見もあった。また、発行会社の手続き面での負担が大幅に軽減されているTOKYO PRO-BOND Marketの活用が考えられ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、その場合に投資家の投資を阻害する要因を排除する観点から、コベナンツの在り方について本WGにおい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り、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、コベナントの設定・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可能となる余地があり、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が考えられる。
- ・ 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、スタートアップ企業が発行する社債についてコベナントが適切に活用されることが重要であるとの認識を共有したが、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なかで、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ト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、社債市場の活性化に向け、発行企業の資本・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するためには、コベナ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も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、社債権者集会を開催せずに社債権者の権利放棄（以下「ウェイブ」という。）や社債契約（社債要項を含む。）の変更（以下「アmend」という。）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における検討内容は別紙2のとおりであり、別紙2をもとに、コベナンツ抵触時の対応（社債権者集会を開催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あらかじめ社債要項に明確かつ適切に規定することは、実際の抵触時に柔軟かつ円滑な対応を実現する観点から重要であり、「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。

また、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を行うこと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、コベナンツの付与の一助となるよう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、コベナンツの抵触時のみでなく、企業の成長に伴う期中の前向きなア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) コベナンツに係るエンフォースメントの確保と柔軟性の要請

コベナンツの付与に関しては、コベナンツのエンフォースメントを確保する必要がある一方で

一定の柔軟性を備える必要があると考えられる。

すなわち、社債権者の利益を保護するためのコベナンツを付与するとともに、その違反に対して期限の利益喪失等の措置を可能とすることで、コベナンツのエンフォースメントを確保することが必要である。一方、重要性の低いコベナンツ抵触については治癒を可能とすることや、コベナンツ抵触に関してアmendやウェイブすることが発行会社及び社債権者にとって合理的である場合にはそれを可能とすること等の柔軟性を備えるべきという要請も無視することはできない。

本WGでは、このような観点から、コベナンツ抵触時の類型別にコベナンツのエンフォースメントの確保と柔軟性の要請の考え方について検討を行った。

コベナンツ抵触時の対応として、社債要項に、発行会社がコベナンツに抵触した際に自動的に期限の利益を喪失する旨が定められている場合（「当然喪失」の場合）には、コベナンツに抵触すると自動的に期限の利益を喪失することから、社債権者は迅速に回収等の動きを取ることが可能となり、エンフォースメントの観点からは望ましいと考えられるが、発行会社にとってはコベナンツ抵触時の柔軟な対応が困難である点が課題として指摘されている。

当然喪失であったとしても、コベナンツへの抵触後直ちに期限の利益を喪失するのではなく、期限の利益喪失までに一定の治癒期間を設けている場合には、治癒期間内にコベナンツへの抵触状態が治癒する可能性があるほか、社債権者集会を開催しウェイブを行うことで抵触状態を解消することも可能となるため、発行会社にとっては柔軟性の向上が見込まれる。しかし、社債権者集会の開催も見込んで治癒期間を設けると、抵触から期限の利益喪失までの期間が長期化し、その間に発行会社の財務状況が悪化することや銀行等の他の債権者による保全が完了してしまうことから、エンフォースメントの観点からは課題があるとの指摘がある。

当然喪失ではなく、社債要項において、コベナンツに抵触した後に社債権者からの請求が行われることで期限の利益を喪失する旨が定められている場合（「請求喪失」の場合）には、発行会社にとっては請求の要件（社債総額に占める請求社債権者の保有総額割合¹⁴等）を設計する余地があり、当該要件を社債要項において明確かつ適切に規定していれば、請求が当該要件に満たなかった場合には社債権者集会の決議によらず実質的にウェイブを実現することが可能となるため、ある程度柔軟な対応を取ることができる。また、社債権者にとっては、期限の利益を喪失させるかどうかの判断を行うことができ、請求が当該要件を満たした場合には、社債権者集会の決議によらず期限の利益を喪失させることが可能となるという点においては、エンフォースメントの確保に資するものと考えられる¹⁵¹⁶。

このように、コベナンツ抵触時の類型によって、コベナンツのエンフォースメントの確保と柔軟性の観点におけるメリット・デメリットが異なることから、コベナンツの内容や抵触事由に応じて、抵触時の対応を規定することが重要であると考えられる。

14 諸外国においては、請求を行った社債権者の保有する金額が社債の総額の 25%や 30%を超えた場合に期限の利益を喪失するといった設計が見られるとの指摘があった。

15 社債権者による請求可能期間が長い場合には、エンフォースメントの確保が難しくなるとの指摘があった。

16 社債権者集会の決議によらず期限の利益喪失の是非を決定する場合には、事前に発行会社と社債権者が十分にコミュニケーションを図る機会の確保が必要ではないかとの指摘があった。

(3) コベンナツ抵触時の対応と社債権者集会決議の要否について

社債権者集会は、法定事項及びその他社債権者の利害に関する事項について決議するために開催される会議体である（会社法第 716 条）。社債権者集会の法定決議事項として、社債管理者・社債管理補助者の選解任、社債の支払の猶予、債務又は債務不履行責任の免除・和解、訴訟行為及び倒産手続に属する行為等（会社法第 706 条、第 713 条、第 714 条、第 714 条の 7、第 724 条第 2 項）が規定されているが、その他にどのような行為について社債権者集会の決議が必要であるか、「社債権者の利害に関する事項」の意義は必ずしも法律上明確ではないように思われる。

コベンナツ抵触時の対応についても、どのような場合に社債権者集会の決議によらず対応できるかは必ずしも法律上明確ではないが、コベンナツ抵触によりウェイブやアmendを行う場合には、社債権者集会の決議によることが常に必要であるとの考えがこれまで一般的であったように思われる。そのため、社債権者集会の開催には一定の期間を要すること等により、コベンナツ抵触時の柔軟な対応に課題があるとの指摘がなされてきた。

この点、コベンナツの抵触後直ちに期限の利益を喪失する当然喪失の場合、期限の利益喪失を回避するためにアmendやウェイブを行うのであれば、支払の猶予や債務又は債務不履行の免除・和解に該当し、社債権者集会の決議が必要になると思われる。

一方、当然喪失であったとしても、期限の利益喪失までに一定の治癒期間を設けている場合には、コベンナツに抵触した後、期限の利益を喪失するまでの間は、債務又は債務不履行責任の免除・和解の発生前の段階であるため、コベンナツ抵触時の対応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考えられる。

このような考え方を踏まえ、コベンナツ抵触時における社債権者集会の決議によらない対応について WG で検討したところ、以下のような意見があった。

- ・ 会社法に定められた社債権者集会の法定決議事項以外にも社債権者の利害に重要な影響を与える事項はあるので、社債権者集会の決議によらずにウェイブやアmendを行うことのできる事項の範囲について検討が必要ではないか。
- ・ アmendを行う場合は変更を行う契約内容が多様であり、社債権者集会の決議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。
- ・ 社債権者集会の決議によらずにウェイブやア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、社債権者集会の法定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。
- ・ 諸外国においては、ウェイブやアmendを行う場合に必要となる同意の割合がコベンナツの項目毎に明示されている等の実務の運用例があることも踏まえると、市場関係者における受入れやすさの観点からは、社債権者集会の決議によらずにウェイブやア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。

社債権者集会の決議によらずにウェイブやアmendを行うことについては、我が国においてこれまで判例・通説も実例も存在しないなか、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 で解決することは容易でなく、本報告書におけ

る考え方や意見も参考に、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。

(4) 社債コベナンツとローンコベナンツの差異

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、相対の契約に基づき柔軟なア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との指摘がある。

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対し、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、社債発行会社に求められる特定の行為又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。インカランスコベナンツの場合、発行会社の判断によりコベナンツに抵触する行為を避けることも可能であることから、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、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。

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、社債市場の活性化に向け、発行企業の資本・財務政策及び投資家のニーズに応じた適切なコベンツ付与を促進するためには、コベンツ抵触時の対応を整理する必要があるが、この点について、発行会社と社債権者の間をつなぐ役割として社債権者が行う社債管理の補助を担う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と考えられる。

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¹⁷。

(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、社債管理者と比較して権限及び裁量が限定される一方で、委託契約により権限を柔軟に定めることができるという社債管理補助者の特性に鑑み、その円滑な導入に資するため、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¹⁸。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、社債管理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

17 社債管理者の担い手を確保することが難しい等の問題意識から社債管理補助者制度が創設された経緯を踏まえ、特に相対的に信用リスクの高い社債においては社債管理者の担い手の確保がより一層困難であると考えられることを踏まえ、社債管理補助者の活用について検討を行った。

18 「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¹⁹20。

なお、この整理の過程において、「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も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

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、実際に業務を担うなか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²¹（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

「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

19 「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。

20 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。

21 ここでいう集計作業とは、社債権者から寄せられた賛否等を形式的に集計する（機械的に数える）作業を指し、社債権者から寄せられた質問への回答や意向の調整を行うことは含まない。

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 において検討を行った。

- ・ 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、社債管理補助者を設置する際における、社債権者集会の決議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。社債権者集会の決議の要否に関しては、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とも社債権者集会の決議によら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」を定めなければならないとされているため、社債管理補助者を設置する旨を発行時に定めず社債要項にも規定していなかった場合には、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の決議が必要であると考えられるとの意見もあった。

以上を踏まえ、社債権者集会の決議によら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、社債管理補助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、社債管理補助者を設置する旨を発行時に定めず社債要項にも規定していなかった場合に、社債権者集会の決議によらずに期中に社債管理補助者を設置が可能か否かについては、今後の実務の積み上げ等を踏まえ、関係者間において更なる法的検討が行われることが望ましい旨、認識を共有した。

また、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「格付が BB 格に下がったこと」とした場合、社債管理補助者が就任する時点で既に格付が相応に低下していることとなるため、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ようにするため、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。

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において認識を共有した。

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において、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論点

コベンツ抵触時の柔軟な対応に係る課題の一つとして、社債権者集会を開催する場合には、社債要項において公告期間（多くの場合3週間）の定めがある²²ことや、物理的な開催場所の確保が必要であること等により、一定の準備期間が必要であることが指摘されている。コベンツ抵触時の柔軟な対応の一つとして、「Ⅲ 2. (3) 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」においてコベンツ抵触時に社債権者集会の決議によらずにウェイブやアmendを行いうるかどうかについて検討を行ったところであるが、社債権者集会の法定決議事項については当然ながら社債権者集会の決議が必要であるため、社債権者集会の円滑な開催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号により、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開催できないと考えられている。

²² 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」と規定されているところ、当該規定は無記名式の社債券を発行している場合に適用される規定であることから振替債には適用されないが、実務においては、振替債であっても社債要項において3週間前までの公告を定めている例が多い。

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又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い難いことから、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²³。

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は、その長さから、社債権者集会の機動的な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、公告期間のうち銀行等の他の債権者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の観点を踏まえると、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、社債要項上の期間の定めを柔軟化すること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。

23 社債権者集会における議決権の行使等に当たっては、社債、株式等の振替に関する法律第86条の規定による証明書の提示が必要である。当該証明書は、電磁的方法による提示に係る明文の規定が置かれていないことから、実務においては書面による提示を行っているところ、電磁的方法による提示も認められたいとの意見があった。

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、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. コベナント付与の在り方

(1) 「コベナントモデル（参考モデル）」の改訂

「Ⅲ 1. コベナント付与の在り方」において検討したコベナントの付与に係る課題全般については、今後、本 WG において、「コベナントモデル（参考モデル）」の改訂を進める。

その際に、「コベナントモデル（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トが柔軟・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。

- ・ 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トを「基本的に付与すべきコベナント」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、これらのコベナントについては、より詳細な考え方の解説や規定例の提示を行う。
- ・ 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ト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トのパッケージとして考えられる内容を示す。
- ・ その他、「コベナントモデル（参考モデル）」策定後の制度変更や環境変化等を踏まえ、内容の更新を行うほか、社債コベナントとローンコベナントの考え方の差異について解説を加える。

(2) 引受審査等における対応

「基本的に付与すべきコベナント」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トの付与状況について、社債市場のすそ野を拡大し、特に相対的に信用リスクの高い社債市場の創設を目指す観点から、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する等の対応が行われるよう、「Ⅲ 1. (5) 「基本的に付与すべきコベナント」付与の実効性確保の方法」の内容を踏まえ、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、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。

2. コベナント抵触時等の対応

コベナント抵触時の対応（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トの発動時の対応に関し、別紙 2 において示した内容をもとに「コベナント抵触時の対応の実務フロー」（仮称）の策定に向けて、本 WG において検討を行う。

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もとに、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活用の更なる方策について、「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。

V おわりに

以上が、本 WG 第 12 回会合から第 18 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、本協会として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ところである。

今回の検討においては、今後、金利等の市場環境が変化することも見込まれるなかで、この「鶏と卵」の関係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、我が国社債市場の信頼を高め、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や、社債管理補助者制度等を活用した発行会社と社債権者との間の円滑なコミュニケーションが促進されることにより、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。

また、今回の議論のなかでは、コベ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、社債権者集会開催の電子化についても検討を行った。これらの論点の一部について一定の考え方の整理を行ったものの、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との結論に至り、また後者に関しては完全電子化（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る等、将来的な課題も明らかになった。今後、これらの点について、実務の積み上げや市場関係者のニーズを踏まえつつ、関係者間による更なる議論・検討が行われることを強く期待したい。

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・グループ名簿

2024年7月
日本証券業協会

主 査	神 作 裕 之 (学 習 院 大 学 法 学 部 教 授)	
委 員	井 口 聖 一 朗 (ア イ リ ス 執 行 役 員 財 務 担 当)	
〃	市 川 佳 典 (三 菱 HC キ ャ ピ タ ル 財 務 部 資 本 市 場 グ ル ー プ 次 長)	
〃	荻 原 聖 司 (ア セ ッ ト マ ネ ジ メ ン ト One 運 用 本 部 債 券 運 用 グ ル ー プ チ ー フ ク レ ジ ッ ト ア ナ リ ス ト)	
〃	小 山 考 史 (東 京 海 上 ア セ ッ ト マ ネ ジ メ ン ト 債 券 運 用 部 長)	
〃	川 村 玲 子 (ソ フ ト バ ン ク グ ル ー プ 財 務 統 括 マ ネ ー ジ ン グ デ ィ レ ク タ ー キ ャ ピ タ ル マ ー ケ ッ ト 部 長)	
〃	木 村 明 子 (ア ン ダ ー ソ ン ・ 毛 利 ・ 友 常 法 律 事 務 所 弁 護 士)	
〃	黒 川 栄 光 (大 和 証 券 デ ッ ト ・ キ ャ ピ タ ル マ ー ケ ッ ト 第 一 部 長)※1	
〃	小 出 昌 弘 (み ず ほ 証 券 執 行 役 員 プ ロ ダ ク ツ 本 部 副 本 部 長)	
〃	櫻 本 剛 弘 (ゴ ー ル ド マ ン ・ サ ッ ク ス 証 券 投 資 銀 行 部 門 資 本 市 場 本 部 資 本 市 場 部 長 マ ネ ー ジ ン グ ・ デ ィ レ ク タ ー)	
〃	田 中 英 幹 (三 菱 U F J 銀 行 ソ リ ュ ー シ ョ ン プ ロ ダ ク ツ 部 調 査 役)	
〃	徳 島 勝 幸 (ニ ッ セ イ 基 礎 研 究 所 取 締 役 金 融 研 究 部 研 究 理 事)	
〃	殿 村 成 信 (日 本 格 付 研 究 所 格 付 企 画 部 長)	
〃	二 井 祥 仁 (三 井 住 友 銀 行 デ ッ ト フ ァ イ ナ ン ス 営 業 部 資 本 市 場 グ ル ー プ グ ル ー プ 長)	
〃	二 瓶 辰 之 進 (S M B C 日 興 証 券 第 一 デ ッ ト ・ キ ャ ピ タ ル ・ マ ー ケ ッ ト 部 長)	
〃	堀 内 将 道 (三 菱 U F J モ ル ガ ン ・ ス タ ン レ ー 証 券 デ ッ ト ・ キ ャ ピ タ ル ・ マ ー ケ ッ ト 部 エ グ ゼ ク テ ィ ブ ・ デ ィ レ ク タ ー)	
〃	松 井 智 予 (東 京 大 学 大 学 院 法 学 政 治 学 研 究 科 教 授)	
〃	松 尾 元 信 (日 本 証 券 業 協 会 専 務 理 事)	
〃	松 田 あ き み (ピ ム コ ジ ャ パ ン リ ミ テ ッ ド シ ニ ア バ イ ス プ レ ジ デ ン ト ク レ ジ ッ ト リ サ ー チ ア ナ リ ス ト)	

- 〃 安田 達矢（野村 證券 キapital・マーケット部 部長）
- 〃 行岡 睦彦（神戸大学 大学院 法学研究科 教授）
- 〃 横山 淳（大和 総研 金融調査部）
副部長・主任研究員
- 〃 渡邊 展行（みずほ 銀行 資本市場部 調査開発チーム）※2
次長

オブザーバー

金融庁 企画市場局市場課
 Fintech協会
 法務省 民事局参事官室

※1 2023年12月から2023年3月まで静田淳（大和証券 デットキャピタルマーケット第一部部長）

※2 2023年12月から2023年3月まで大島輝秋（みずほ銀行 資本市場部長）

以上 23 名
 （敬称略・五十音順）

「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」
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 コベンан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。

以 上

「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」
における検討状況について

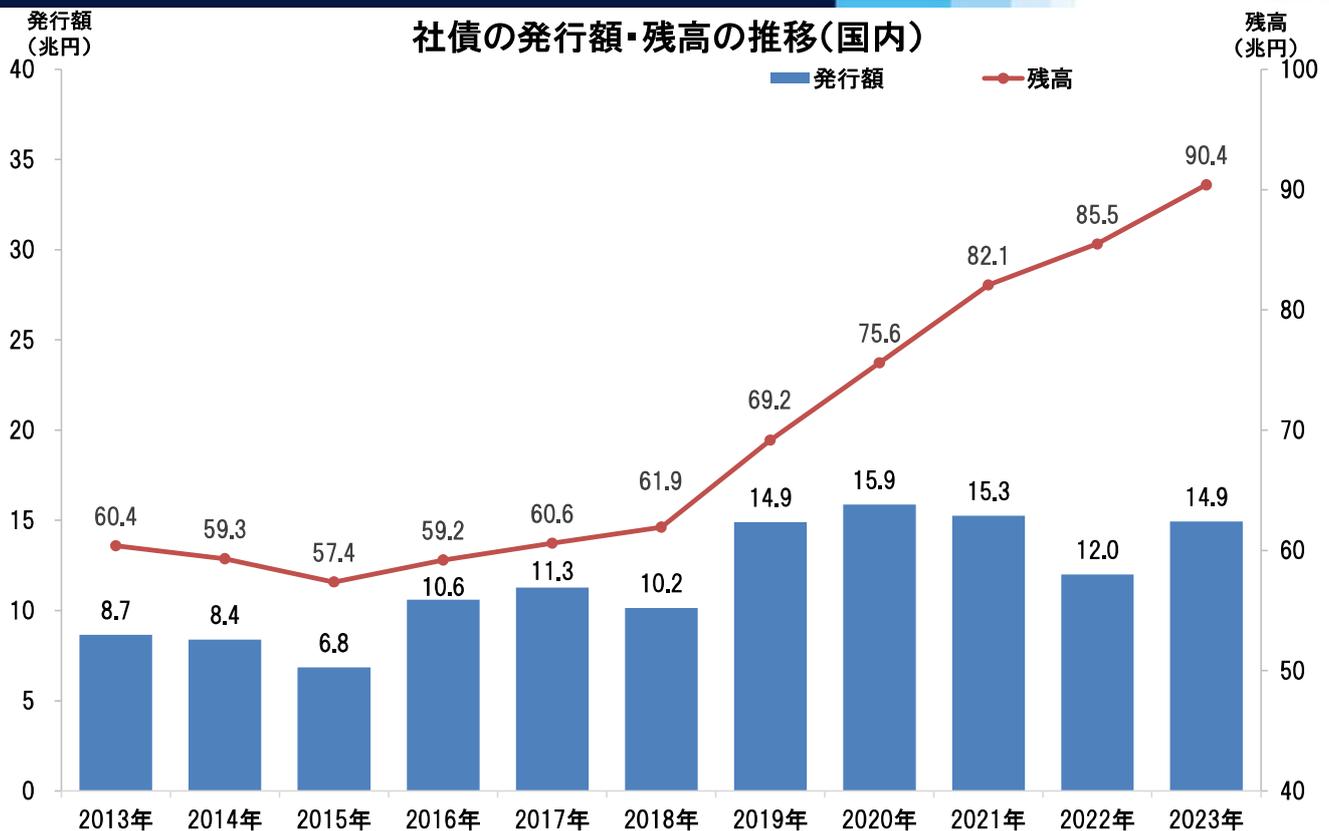
会合	議案
第 12 回会合 (改組後第 1 回) 2023 年 12 月 11 日 (月)	1. 社債市場の現状と課題について 2. 社債市場の課題、必要な環境整備について (東京海上アセットマネジメント 債券運用部長 小山委員) 3. 米国ハイイールド債市場について (ゴールドマン・サックス証券 投資銀行部門 資本市場本部 資本市場部長 マネージング・ディレクター 櫻本委員)
第 13 回会合 (改組後第 2 回) 2024 年 1 月 19 日 (金)	○コベナントの付与の在り方について
第 14 回会合 (改組後第 3 回) 2024 年 2 月 13 日 (火)	○コベナントの付与の在り方について
第 15 回会合 (改組後第 4 回) 2024 年 3 月 12 日 (火)	○社債管理補助者の活用について
第 16 回会合 (改組後第 5 回) 2024 年 4 月 10 日 (水)	1. 社債における機動的かつ効率的な意思結集手段の検討 (みずほ銀行 資本市場部 調査開発チーム 次長 渡邊委員) 2. コベナントの付与の在り方等について
第 17 回会合 (改組後第 6 回) 2024 年 5 月 15 日 (水)	○本ワーキング・グループの報告書 (案) について
第 18 回会合 (改組後第 7 回) 2024 年 6 月 26 日 (水)	○本ワーキング・グループの報告書 (案) について

以 上

我が国社債市場の概観

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）

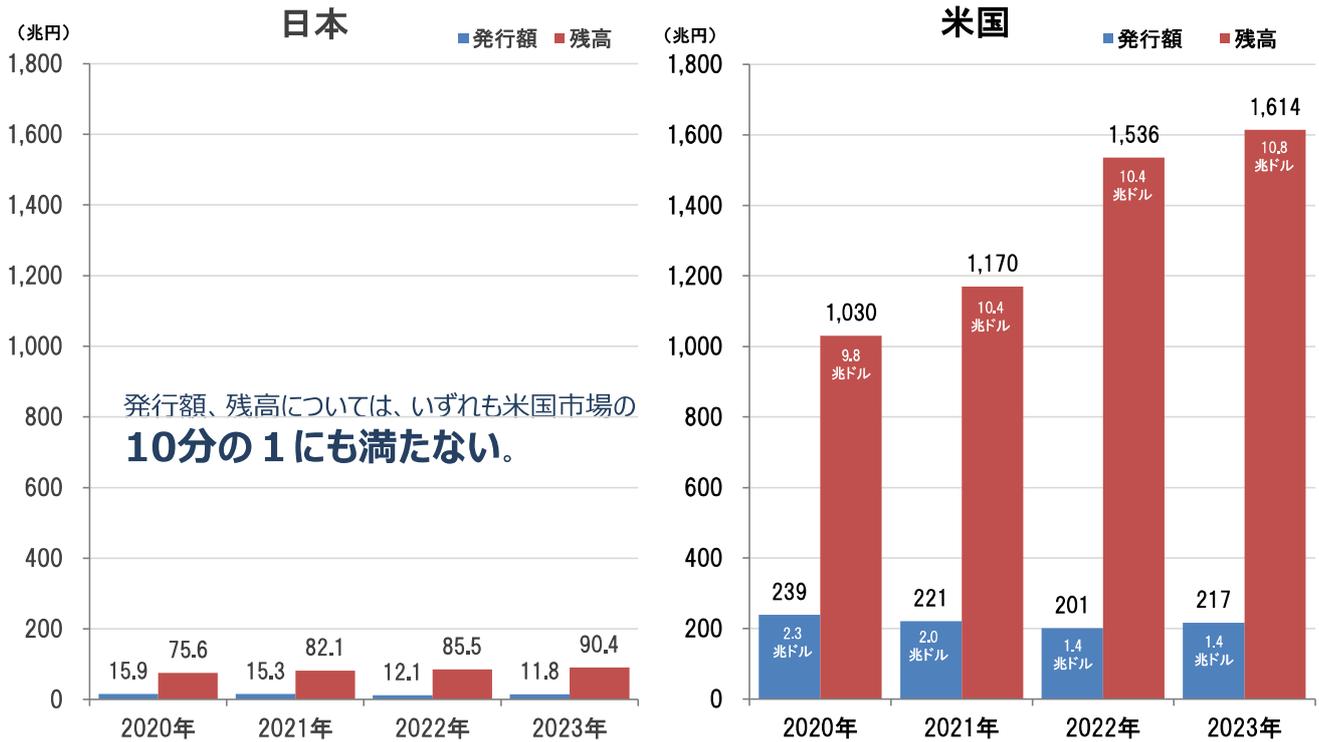


(注) 投資法人債を含む。

出所：日本証券業協会「公社債発行額・償還額」に基づき作成

1. 我が国社債市場の現状

②発行額・残高の推移（日米比較）

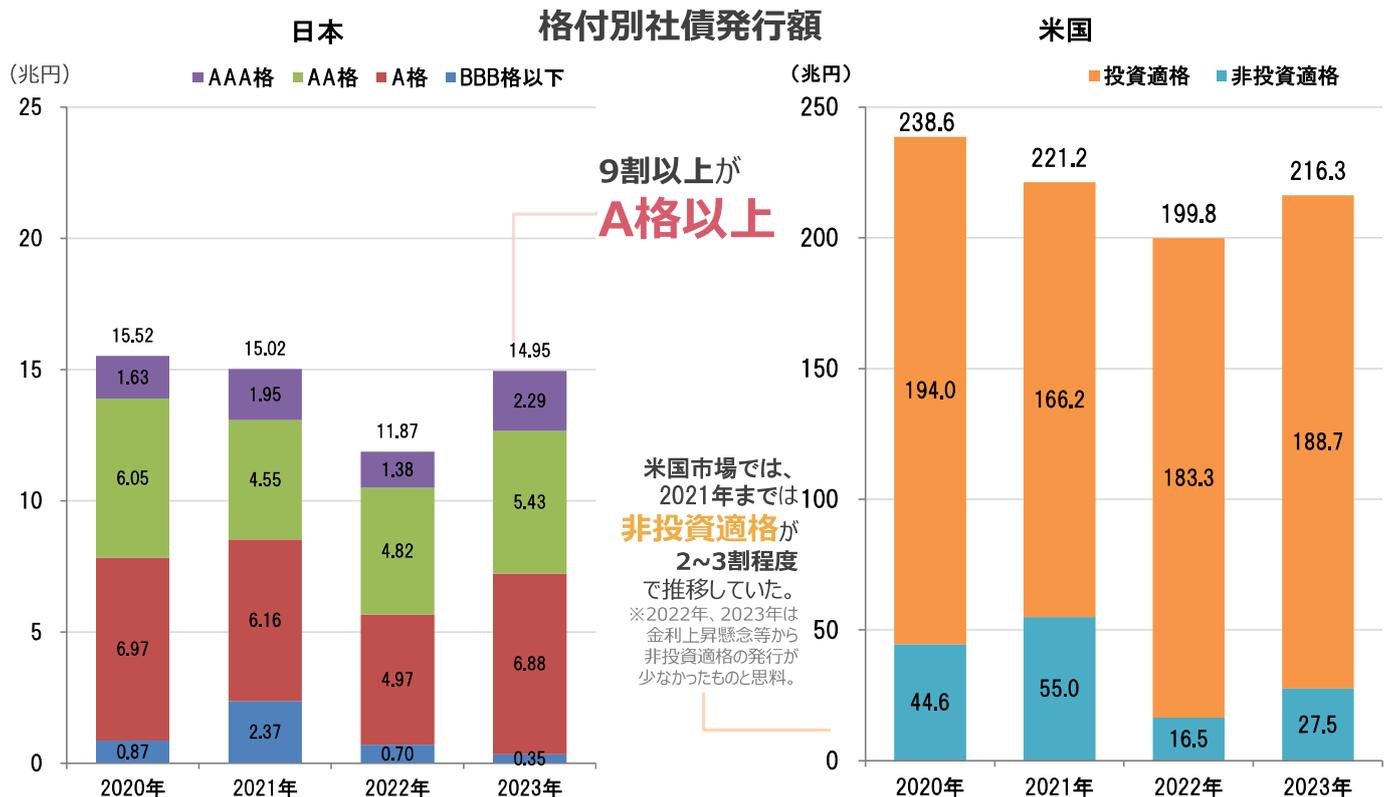


発行額、残高については、いずれも米国市場の10分の1にも満たない。

(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

1. 我が国社債市場の現状

③格付別発行額の日米比較



9割以上がA格以上

米国市場では、2021年までは100非投資適格が2~3割程度で推移していた。
※2022年、2023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。

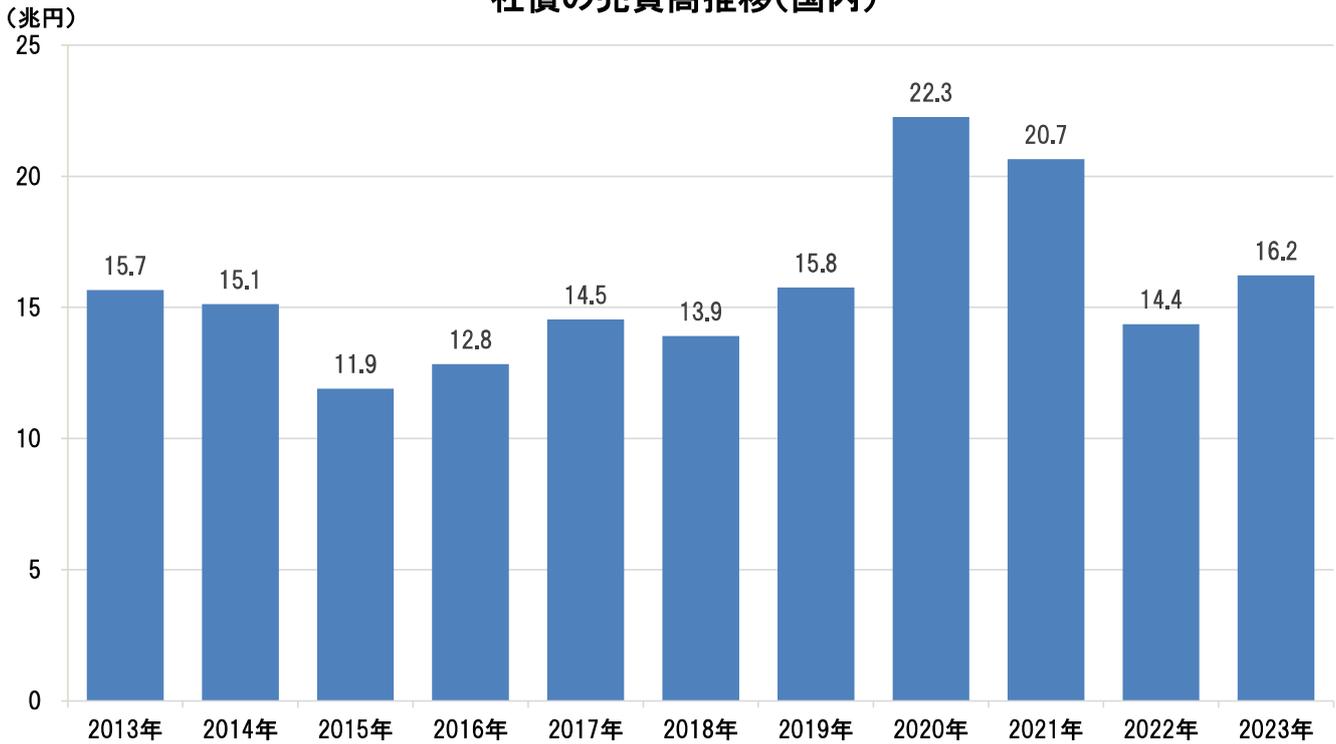
(注) 日本の発行額は、投資法人債を含む。
出所：日本証券業協会「公社債発行銘柄一覧」及びSecurities Industry and Financial Markets Association「US Corporate Bonds Statistics」に基づき作成

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(国内)



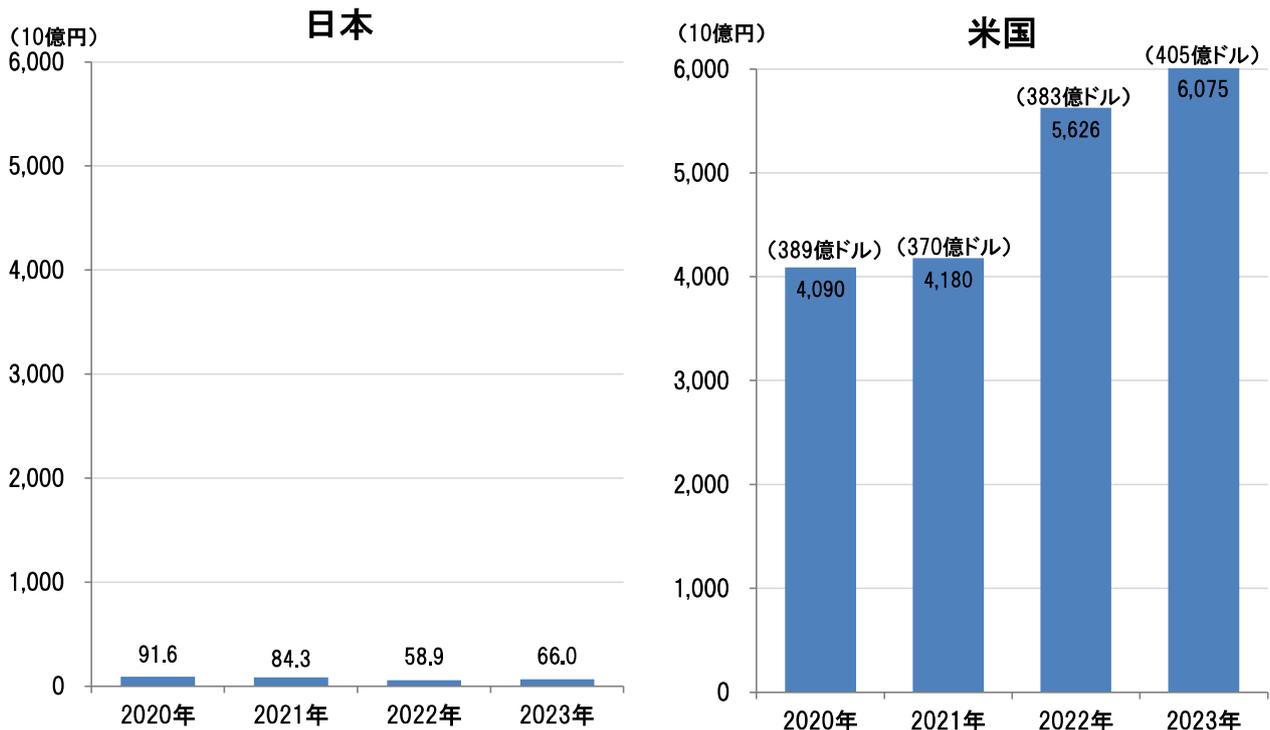
(注) 投資法人債及び日銀買入れオペを含む。現先取引を除く。
出所：日本証券業協会「公社債店頭売買高」（2018年4月分までは「公社債種類別店頭売買高」）に基づき作成

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

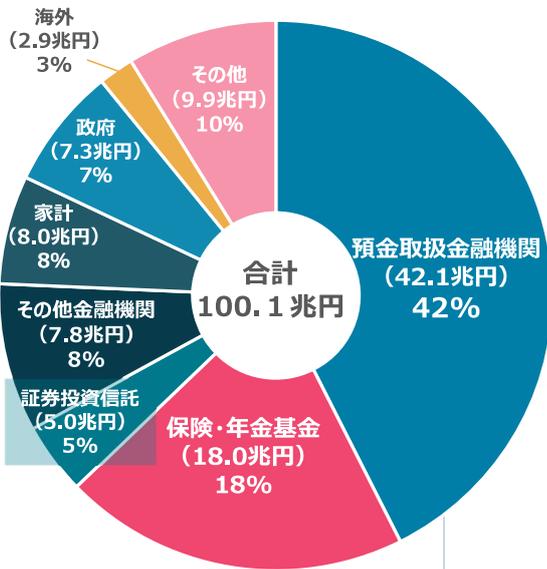
1. 我が国社債市場の現状

⑥保有状況（日米比較）

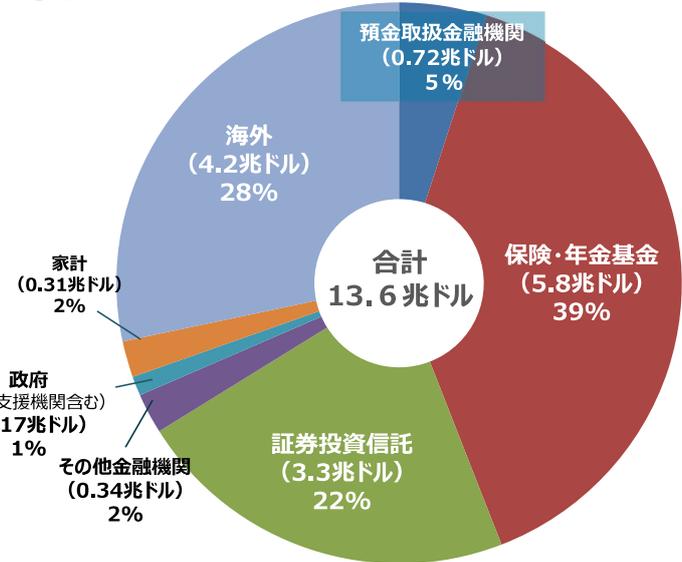


社債の保有状況（2023年末時点）

日本



米国



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.

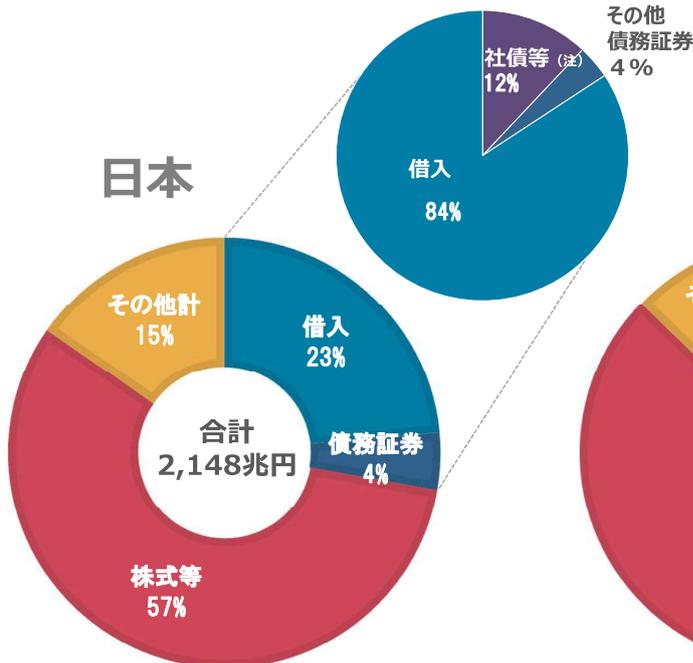
1. 我が国社債市場の現状

⑦金融負債構成（日米比較）

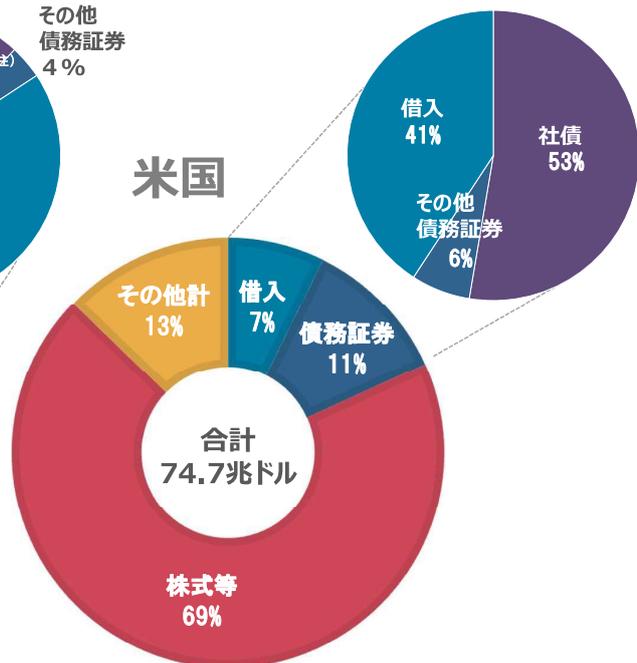


民間非金融法人企業の金融負債構成（2023年末時点）

日本



米国



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

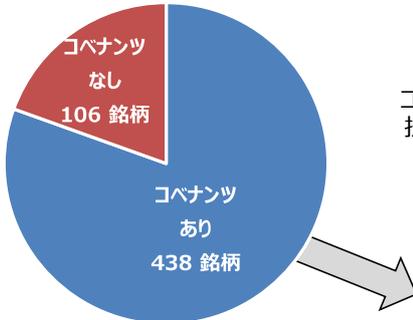
1. 我が国社債市場の現状

⑧ 日本社債のコバナンツの付与状況

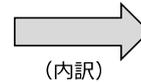
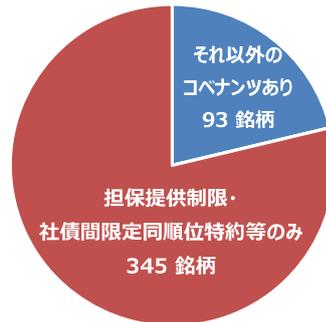


2023年発行社債の担保・コバナンツの付与状況

2023年発行銘柄の
コバナンツの有無
(544銘柄)



コバナンツありのうち、社債間限定同順位の担保提供制限条項のコバナンツ付与状況
(438銘柄)



93銘柄のその他のコバナンツ※1	
担附切換	44 銘柄
併存的債務引受条項※2	31 銘柄
特定資産留保条項	12 銘柄
留保資産附切換	8 銘柄
留保資産提供制限	3 銘柄
純資産額維持	1 銘柄
利益維持	1 銘柄

※1 集計に際して重複あり
※2 債務者の債務を免脱させずに、引受人が債務者の債務を引き受けるもの。担保付の社債に付与される。

- 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。

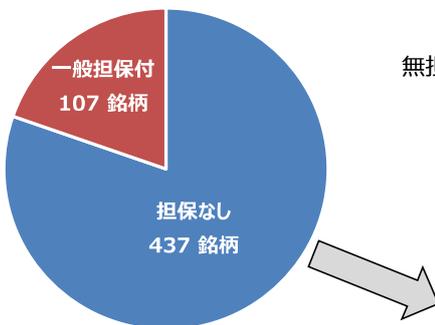
(注) 銘柄コードの付与されていない社債、投資法人債及び非居住債を除く。
出所：QUICKのデータに基づき作成

⑨ 日本社債の担保・コバナンツの付与状況

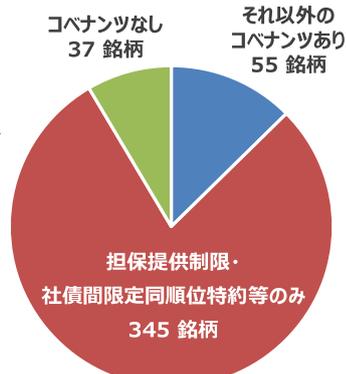


2023年発行社債の担保・コバナンツの付与状況

2023年発行銘柄の
担保の有無
(544銘柄)



無担保社債のうち、社債間限定同順位の担保提供制限条項のコバナンツ付与状況
(437銘柄)



55銘柄のその他のコバナンツ※1	
担附切換	44 銘柄
特定資産留保条項	12 銘柄
元金回復特約	10 銘柄
留保資産附切換	8 銘柄
留保資産提供制限	3 銘柄
純資産額維持	1 銘柄
利益維持	1 銘柄

※1 集計に際して重複あり

※2 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

- 無担保社債においても同様に、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社債の割合が高い。

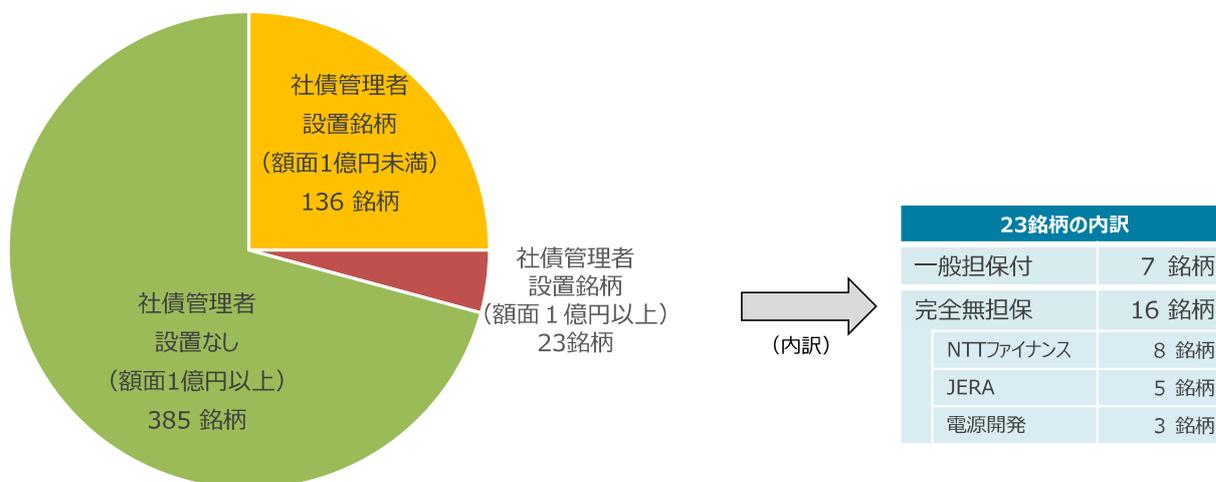
(注) 銘柄コードの付与されていない社債、投資法人債及び非居住債を除く。
出所：QUICKのデータに基づき作成

1. 我が国社債市場の現状

⑩ 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

2023年（544銘柄）



- 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 3 割を占め、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

「コベナンツ抵触時の対応の実務フロー」(仮称) (案)

① コベナンツ抵触時の対応



- コベナンツに抵触しても発行会社が事業を継続し存続可能なケースもあるため、発行会社がウェイブやアmend等の対応ができるよう、想定される実務フローを以下に例示する。
- なお、ウェイブやアmendを可能にするためには、コベナンツ抵触から期限の利益喪失まで、一定の猶予期間を設ける必要がある。

実務フロー案

(a) 発行会社が社債権者集会を招集する場合

1. 発行会社は、コベナンツの抵触事由が発生した場合、その旨を公表（金商法上の重要事実の公表手続きによるものをいう。以下同じ。）したうえで、証券保管振替機構の社債情報伝達サービス（参考参照）を通じて、社債権者へ通知する。その際に、発行会社の連絡先をあわせて通知するとともに、社債権者集会開催に向けたウェイブ案やアmend案（社債権者集会の議案内容案）等への意向確認のため、社債権者の連絡先を発行会社へ伝達することを社債権者に依頼する。
2. 発行会社は、社債権者から寄せられた連絡先を用いて、必要に応じ社債権者へ意向確認を行う。
※ 発行会社は社債情報伝達サービスを通じて、社債権者へ社債権者集会の事前説明会の開催を周知し、オンライン等の方法により開催することも可能。
3. 発行会社は、意向確認の結果を踏まえ、社債権者集会の招集に向けた準備（場所の確保等）を行う。
4. 発行会社は、社債権者集会の3週間前までに、社債権者集会を招集する旨及び社債権者集会の日時及び場所、議題等を公告するとともに、社債情報伝達サービスを通じて社債権者へ通知を行う。
5. 社債権者集会を開催し、議案の決議を行う。
6. 発行会社は、決議後1週間以内に裁判所へ社債権者集会決議の認可申請を行う。
7. 裁判所の認可後、発行会社はその旨の公告を行い、社債権者集会決議の内容に従い、ウェイブやアmend等の効力が発生する。

実務フロー案

〔b-1〕 社債権者が社債権者集会を招集する場合（社債管理補助者設置債）

1. 発行会社は、コバナンツの抵触事由が発生した場合、その旨を公表したうえで、社債情報伝達サービスを通じて社債権者へ通知する。その際に、社債管理補助者の連絡先及び以下の内容をあわせて通知する。
 - ・ 社債権者集会招集を希望する場合又は社債権者集会招集者としての参加に関する他の社債権者の意向確認を社債管理補助者へ請求する場合は、その旨及び社債権者集会の目的と招集の理由を、口座管理機関から発行された振替口座簿の記録を証明する書面（86条証明書）を添付のうえ社債管理補助者へ連絡すること
2. 社債管理補助者は、要請のあった者が社債の未償還残高の10分の1未満を保有する社債権者であった場合、社債情報伝達サービスを通じて、他の社債権者に対し、社債権者集会の目的及び招集の理由とともに、社債権者集会の招集者として参加するかの意向確認を行う旨通知する。その際に、社債管理補助者の連絡先をあわせて通知し、社債権者集会の招集者として参加する場合はその旨を、86条証明書を添付のうえ社債管理補助者へ連絡する旨を通知する。
3. 社債管理補助者は、（意向確認の結果）社債の未償還残高の10分の1以上を保有する社債権者から社債権者集会招集の意向が確認された場合、社債権者集会の招集に向けた準備（場所の確保等）を行う。
4. 社債管理補助者は、社債権者集会の3週間前までに、社債権者集会を招集する旨及び社債権者集会の日時及び場所、議題等について公告するとともに、社債情報伝達サービスを通じて、社債権者へ通知を行う。
5. 社債権者集会を開催し、議案の決議を行う。
6. 社債管理補助者は、決議後1週間以内に裁判所へ社債権者集会決議の認可申請を行う。
7. 裁判所の認可後、発行会社はその旨の公告を行い、社債権者集会決議の内容に従い、ウェイブやアmend等の効力が発生する。

実務フロー案

〔b-2〕 社債権者が社債権者集会を招集する場合（FA債）

1. 発行会社は、コバナンツの抵触事由が発生した場合、その旨を公表したうえで、社債情報伝達サービスを通じて社債権者へ通知する。
2. 社債権者集会招集の意向を有する社債の未償還残高の10分の1以上を保有する社債権者（特定少数社債権者）は、発行体へ社債権者集会の招集を請求する。
 - ※ 特定少数社債権者は、社債権者集会招集の前に、社債情報伝達サービスを通じて、アmend案（社債権者集会の議案内容案）等に対する他の社債権者の意向を確認することも可能。
3. 発行体が社債権者招集の要請に応じない場合、特定少数社債権者は、裁判所へ社債権者集会の招集に関する許可を申請する。
4. 裁判所の社債権者招集に関する許可が下りた場合、特定少数社債権者は、招集に向けた準備（場所の確保等）を行う。
5. 特定少数社債権者は、社債権者集会の3週間前までに、社債権者集会を招集する旨及び社債権者集会の日時及び場所、議題等について公告するとともに、社債情報伝達サービスを通じて、他の社債権者へ通知を行う。
6. 社債権者集会を開催し、議案の決議を行う。
7. 特定少数社債権者は、決議後1週間以内に裁判所へ社債権者集会決議の認可申請を行う。
8. 裁判所の認可後、発行会社はその旨の公告を行い、社債権者集会決議の内容に従い、ウェイブやアmend等の効力が発生する。

② コバナンツ抵触時の社債権者集会によらないウェイブ・アmendの対応



- 社債権者の利害に与える影響等を考慮した結果、社債権者集会の決議によらずとも社債要項等の規定に従い適法にアmendやウェイブを行うことが可能であると考えられる場合について、想定される実務フローを以下に例示する。

実務フロー案（社債権者補助者設置債の場合）

1. 発行会社は、コバナンツの抵触が発生する可能性がある場合、その旨を公表した上で、ウェイブ案やアmend案を社債管理補助者に通知する。
2. 社債管理補助者は、社債情報伝達サービスを用い、本社債の社債権者に対し、発行会社から提出されたウェイブ案やアmend案を通知する。その際、当該ウェイブ案やアmend案に対する賛否に係る社債管理補助者への提出期限をあわせて通知する。
3. 社債権者は、ウェイブ案やアmend案への賛否について、上記期限までに社債管理補助者へ回答する。
※ 回答の際に、社債権者は、社債、株式等の振替に関する法律第277条に規定する自己の口座に記載され、若しくは記録されている事項を証明した書面を添付することで、自己の保有する本社債の金額を明らかにすることが考えられる。
4. 社債管理補助者は賛否を機械的に集計し、集計結果を発行会社に連絡する。
5. 発行会社は、社債権者により【賛成を申し出た社債権者の保有する金額が本社債の総額の●を超えたことを確認した場合】には、社債管理補助者にウェイブ案やアmend案が可決された旨を通知する。
※ 社債権者からの賛否の取得方法や割合については、当該ウェイブ案やアmend案が成立した場合に社債権者の利害に与える影響等に鑑み設定することが考えられる。なお、コバナンツの項目毎にあらかじめ社債要項に明記することも考えられる。
6. 社債管理補助者は、ウェイブ案やアmend案が可決された旨を、社債情報伝達サービスを用い社債権者に通知する。
※ 発行会社は、ウェイブ案やアmend案が否決された場合には、社債管理補助者を通じて、ウェイブやアmendの効力の不発生につき、社債情報伝達サービスを用いて社債権者に通知する。
※ 社債権者がウェイブ案やアmend案への賛否を社債管理補助者に回答する際に、自身の連絡先を併せて通知することで、発行会社は、ウェイブ案やアmend案に異議のある社債権者へ個別に説明・交渉を必要に応じて行うことも考えられる。

© Japan Securities Dealers Association. All Rights Reserved.

4

③ チェンジオブコントロール条項（プット条項の場合）発動以降の対応



- チェンジオブコントロール条項の発動事由に該当し、社債権者がプット・オプションを行使する場合について、想定される実務フローを以下に例示する。

実務フロー案（社債権者補助者設置債の場合）

1. 発行会社は、期限前償還事由である大株主の異動や非上場化が決定した場合、●日以内にその旨及び償還の条件（償還価格等）や社債権者が期限前償還を希望する場合の手続き（償還請求期間、提出書類等）等を公表したうえで、社債情報伝達サービスまたは社債管理補助者を通じて社債権者へ通知する。
2. 社債権者は、期限前償還を希望する場合、口座管理機関が定めた期限内に口座管理機関に対し必要な手続きを行う。
3. 発行会社（支払い代理人）は、社債要項の規定に基づき支払いを実施する。

社債権者への情報伝達項目及び社債情報伝達サービスの利用者について

情報伝達項目	利用者
社債権者集会の開催に関する事項 ①社債権者集会の招集 ②説明会の開催 ③他の社債権者の意向確認	発行者（※1）、管財人（※2）、社債管理者（※3）、社債権者補佐人（※4）、及び社債権者（※5）、社債管理補助者 なお、社債権者については左記②、発行者、管財人および社債管理者については③を除く
法的整理等に関する事項 ①法的整理の手続開始 ②債権者説明会の開催 ③管財人への連絡先提供依頼 ④債権届出に関する情報 ⑤債権者集会の開催	発行者、管財人、社債管理者、社債管理補助者および社債権者補佐人
発行要項に定める事項 ①合併等の組織再編時の社債の取扱い ②コベナンツへの抵触 ③期限の利益の喪失	発行者及び社債管理者、社債管理補助者および社債権者補佐人
発行者の債務再編に関する事項 ①社債の買入及び取得に関する情報 ②私的整理に関する情報	発行者

※1発行者…一般債振替制度において社債を発行する者

※2管財人…会社更生法等に基づき、更生会社等の業務及び財産を管理又は処分するために裁判所により選任された管財人がいる場合、当該管財人も利用可能

※3社債管理者…1つの社債の銘柄に複数の社債管理者が設置されている場合、当該社債の銘柄の代表管理者

※4社債権者補佐人…発行要項および社債権者補佐人業務委託契約に定めるところにより、社債権者のために債権の保全に関するサポート等を行う者と機構が認める者

※5社債権者…①社債の残存総額の10分の1以上の残高を有する社債権者

②共同して社債情報伝達サービスを利用することについて同意する他の社債権者と合算した残高が当該社債の残存総額の10分の1以上となる社債権者

(出所)証券保管振替機構のウェブサイトを基に日証協にて作成

社債管理補助者に期待される役割（案）

「コバナンツ抵触時の対応の実務フロー」（仮称）案を受けた対応 ① 社債権者への通知等関係



- 「コバナンツ抵触時の対応の実務フロー」（仮称）案における社債管理補助者の業務のうち、社債権者への通知関係について、現行の「基本的業務」の文言に照らし整理すると以下のとおりである。
- 今般、下線の業務について「基本的業務」として整理することとする。

「コバナンツ抵触時の対応の実務フロー」（仮称）案における業務内容	現行の「基本的業務」への該当
社債権者への通知等関係	
・ <u>チェンジオブコントロール条項の期限前償還事由（大株主の異動・非上場化）の発生事実の報告</u>	これまでコバナンツの抵触に含むものとして【参考 1. ④ (e) 期限の利益喪失事由の発生】に該当すると考えられていたと思われるが、必ずしも明確ではない
・ <u>レポートイングコバナンツの発動事由（非上場化）の発生事実の報告</u>	該当しない
・ <u>レポートイング事項とされた事象等の発生事実の報告</u>	該当する【参考 1. ④ (e) 期限の利益喪失事由の発生】
・ <u>発行会社の証明書の確認</u> ・ <u>「期限の利益の喪失事由」の以外の事象の発生事実の報告</u>	該当しない
・ <u>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（機械的）なとりまとめ</u>	該当しない
・ <u>社債権者への社債権者集会の目的及び招集の理由の報告</u>	該当する【参考 1. ④ (c) 社債権者集会の招集に係る社債権者への報告】
・ <u>社債権者集会の招集者として参加するかの意向確認</u>	該当する【参考 1. ④ (g) 10分の1未満の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】
・ <u>他の社債権者の社債権者集会招集意向を集計する等の形式的（機械的）なとりまとめ</u>	該当しない

「コバナンツ抵触時の対応の実務フロー」（仮称）案を受けた対応 ②社債権者集会関係



- 「コバナンツ抵触時の対応の実務フロー」（仮称）案における社債管理補助者の業務のうち、社債権者集会関係について、現行の「基本的業務」の文言に照らし整理すると以下のとおりである。
- 今般、下線の業務について「基本的業務」と整理することとする。

「コバナンツ抵触時の対応の実務フロー」（仮称）案における業務内容	現行の「基本的業務」への該当
社債権者集会関係	
・社債権者集会の招集に向けた準備（社債権者集会の会場の確保等）	該当し得る【参考 1. ③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】
・社債権者集会を招集する旨の公告、社債権者への通知	該当する【参考 1. ④（c）社債権者集会の招集に係る社債権者への報告】
・裁判所への社債権者集会決議の認可申請	該当する【参考 1. ③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】

2

（参考）コバナンツに係る社債管理補助者の役割について 過去の議論（部会報告）における整理



「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）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。

なお、「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」のすべてを担うことを義務付けるものではない。

「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. 社債管理補助者の権限・業務

- 社債管理補助者の業務を「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、以下の業務を社債管理補助者の基本的業務（社債管理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。

【社債管理補助者の基本的業務】

- ① 破産手続等への参加（総額での債権届出）
- ② 清算手続における債権の申出
- ③ 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
- ④ 社債の管理に関する事項の社債権者への報告
 - (a) 合併等の組織再編に係る個別催告に関する事項
 - (b) 債権届出等以降の手続き
 - (c) 社債権者集会の招集に係る社債権者への報告
 - (d) 組織再編の際の社債の取扱い
 - (e) 期限の利益喪失事由の発生
 - (f) 期限の利益喪失
 - (g) 10分の1未満の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
- ⑤ 社債要項及び社債管理補助委託契約書の備置

2. 社債管理補助者の義務・責任

- 社債管理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社債管理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、社債管理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

- 社債管理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、社債管理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。



日本証券業協会
Japan Securities Dealers Association

「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。