

第3回 企業金融の高度化に向けた社債市場の在り方に関する研究会

社債管理補助者の現状と今後の課題

みずほ銀行

資本市場部
調査開発チーム

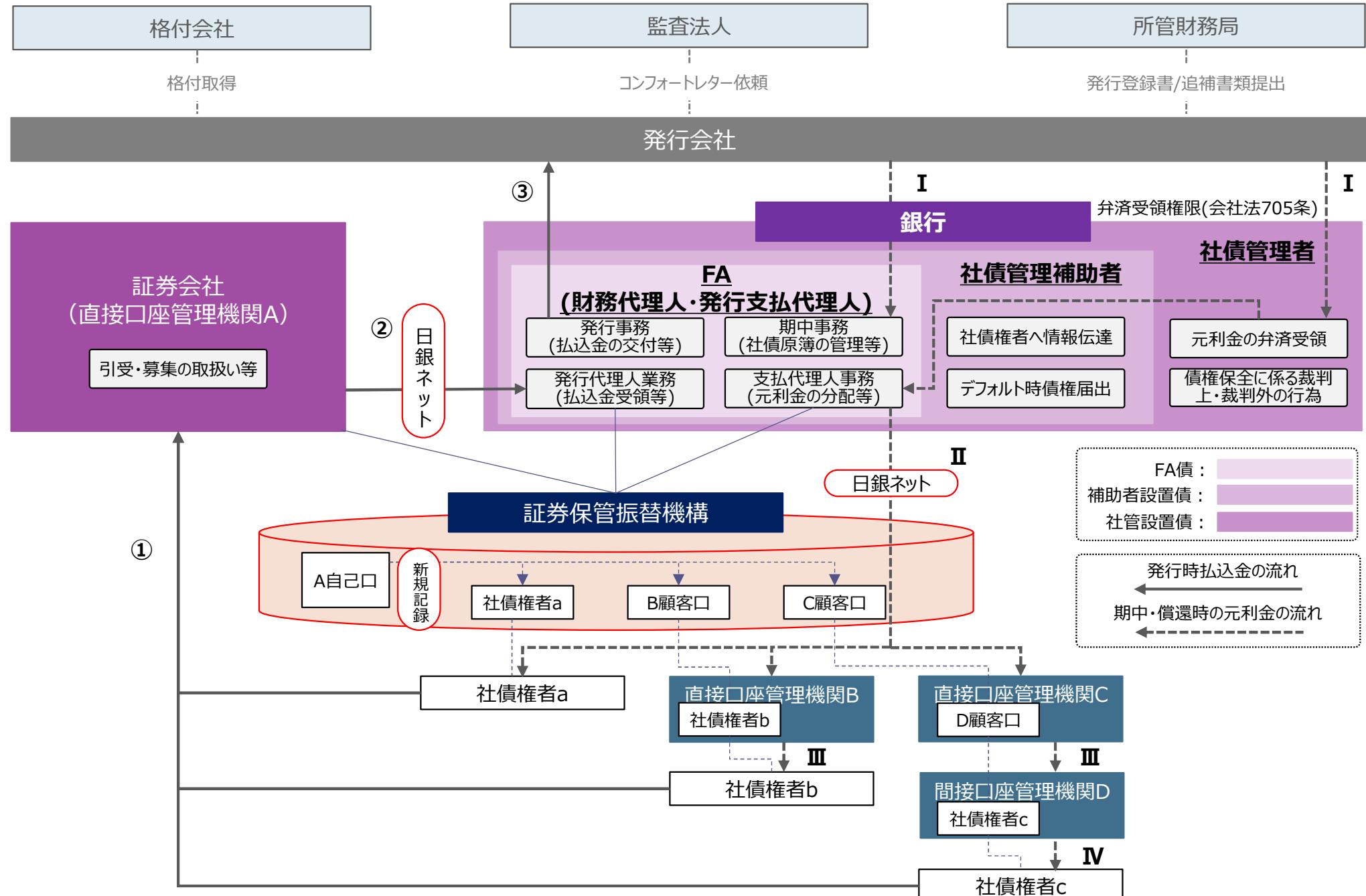
2026年1月30日

ともに挑む。ともに実る。



はじめに

はじめに 社債発行関係者イメージ



はじめに 社債発行の関係者及び役割

- 社債発行の関係者及び役割概要は下表の通り

関係者	概要
銀行	<ul style="list-style-type: none">■ 財務代理人（FA）又は社債管理者・社債管理補助者の受託。 下記を含む実務を担う<ul style="list-style-type: none">①受託契約を含む開示書類等の発行時のドキュメンテーション②証券保管振替機構とのやり取り③発行時・期中・満期償還時の元利金支払い④利子所得税等の納付（発行会社が源泉徴収義務者である場合）
証券会社	<ul style="list-style-type: none">■ 社債を引受け、募集の成否に関わらず販売分担額の社債を払込日（発行時）に買取る（買取引受の場合）<ul style="list-style-type: none">①需要調査、投資家へのマーケティング②発行条件の協議・決定③引受契約や発行登録追補書類・有価証券届出書等のドラフティング
口座管理機関 (資産管理銀行/ 証券会社等)	<ul style="list-style-type: none">■ 代理受領した元利金を、投資家や下位口座管理機関に分配■ 利子所得税等の納付（口座管理機関が源泉徴収義務者である場合）
証券保管振替機構	<ul style="list-style-type: none">■ 社債の銘柄情報等を管理■ 現時点において、主務大臣の指定を受けている振替機関は、証券保管振替機構のみ
格付機関	<ul style="list-style-type: none">■ 投資家が投資判断をする際の材料となる格付を付与。ESG評価を付す「第三者認証機関」としての役割もあり
監査法人	<ul style="list-style-type: none">■ 引受証券会社宛に財務情報の正確性等を証明するコンフォートレターを作成■ 通常、発行会社の監査法人が担当
所管財務局	<ul style="list-style-type: none">■ 発行登録書及び発行登録追補書類の提出先（EDINET）

社債管理に関する制度の概要

社債管理に関する制度の全体像

- **社債管理者**は、主に個人向け社債や電力債において設置（個人向け社債では必置）。社債権者の法定代理人として全面的に社債権者保護機能を担う
- **社債管理補助者**は、社債管理者が必要でない社債において、コベナンツ管理やレポーティングなど社債要項に規定された限定した役割を担い、社債権者の自律的な社債管理をサポートする機能を担う
- **財務代理人（Fiscal Agent。略してFAという）**は、社債権者保護機能ではなく、社債にかかる発行・期中管理の事務のみ発行体から受託。大半の機関投資家向け社債はFA債にて発行

#	社債管理者	社債管理補助者	財務代理人（FA）
役割	社債権者に代わり社債を管理	社債権者が行う社債管理を補助	債券発行に係る事務受託
業務・権限の範囲	FA業務	<ul style="list-style-type: none">■ 債券発行業務(契約作成、保証登録)■ 元利金支払等の期中管理業務	<ul style="list-style-type: none">■ 同左
	法定权限	<ul style="list-style-type: none">■ 法的倒産時の債権届出等■ 弁済受領■ 債権保全の為に必要な一切の裁判上または裁判外の行為 等	<ul style="list-style-type: none">■ 法的倒産時の債権届出等■ 情報伝達による社債権者のサポート（※社債管理補助者の法定の義務）
	約定权限	<ul style="list-style-type: none">■ 期限の利益喪失行為	<ul style="list-style-type: none">■ コベナンツ管理■ 弁済受領■ 債権保全の為に必要な一切の裁判上または裁判外の行為■ 期限の利益喪失行為

(注) 社債管理補助者における赤囲みは、現状発行されている社債管理補助者債の業務・権限の範囲。

社債管理者～概要～

- 会社法は、社債管理者を原則として設置しなければならないとしている一方で、①各社債の金額（券面額）が1億円以上の場合、②社債権者の数が50人以上となる可能性がない場合には、例外的に設置を不要としている。
- なお、社債管理者不設置債は、一般的にFA（財務代理人）債と呼ばれている。

社債管理者強制設置と例外の趣旨

1. 小口かつ多数の社債権者が存在する社債の場合、発行会社が経営困難に陥っても社債権者が自ら適切に社債の管理を行うことが難しいことから、社債権者の利益のため社債管理者の設置を強制（江頭憲治郎『株式会社法（第9版）』763頁（有斐閣,2024））
2. 設置の例外については、①社債金額が多い場合には各社債権者において自ら社債を管理する能力およびインセンティブがあること、②社債権者の数が少ない場合には協力することが容易であることが理由であるとされる（江頭憲治郎編『会社法コメントアル16』130頁[藤田友敬]（商事法務,2010）

会社法702条（社債管理者の設置）

会社は、社債を発行する場合には、社債管理者を定め、社債権者のために、弁済の受領、債権の保全その他の社債の管理を行うことを委託しなければならない。ただし、各社債の金額が一億円以上である場合その他社債権者の保護に欠けるおそれがないものとして法務省令で定める場合は、この限りでない。

法務省令169条（社債管理者を設置することを要しない場合）

法第七百二条に規定する法務省令で定める場合は、ある種類（法第六百八十一号第一号に規定する種類をいう。以下この条において同じ。）の社債の総額を当該種類の各社債の金額の最低額で除して得た数が五十を下回る場合とする。

社債管理者～権限・義務・責任～

権限

- 社債管理者は、社債権者の法定代理人として、社債権者のために社債に係る債権の弁済を受け、または社債に係る債権の実現を保全するために必要な一切の裁判上または裁判外の行為をする広汎な権限を有する（会社法705条1項）

義務・責任

社債管理者は、その広汎な権限の行使につき、社債権者に対し、公平・誠実義務、善管注意義務を負っている

公平義務

- 社債管理者は、社債権者をその内容・額面の額に応じて公平に取り扱わなければならない（会社法704条1項）

誠実義務

- 社債管理者は、自己または第三者の利益と社債権者の利益が相反する場合には、自己または第三者の利益を優先してはならない（会社法704条1項）

善管注意義務

- 社債管理者は、社債権者に対して、善良な管理者の注意をもって社債の管理を行わなければならない（会社法704条2項）

社債管理者は、公平・誠実義務、善管注意義務違反があった場合には、損害賠償責任を負う（会社法710条1項）

特に一定の場合には、証明責任が転換された特別の損害賠償責任を負う（会社法710条2項）

公募社債に関する社債管理者設置・不設置の状況（FY2024）

- 社債管理者設置債と社債管理者不設置債の割合は、件数ベースで概ね3:7
- 社債管理者設置は、その義務・責任が重いことから、基本的に高格付先以外に就任が難しく、会社法上、必置であるリテール債のほかは、ホールセール債では電力会社債やその他の一般担保付社債での設置が8割を占める状況
- ホールセール債の社債権者保護の観点からは、実務上、社債管理補助者の更なる活用が現実的。

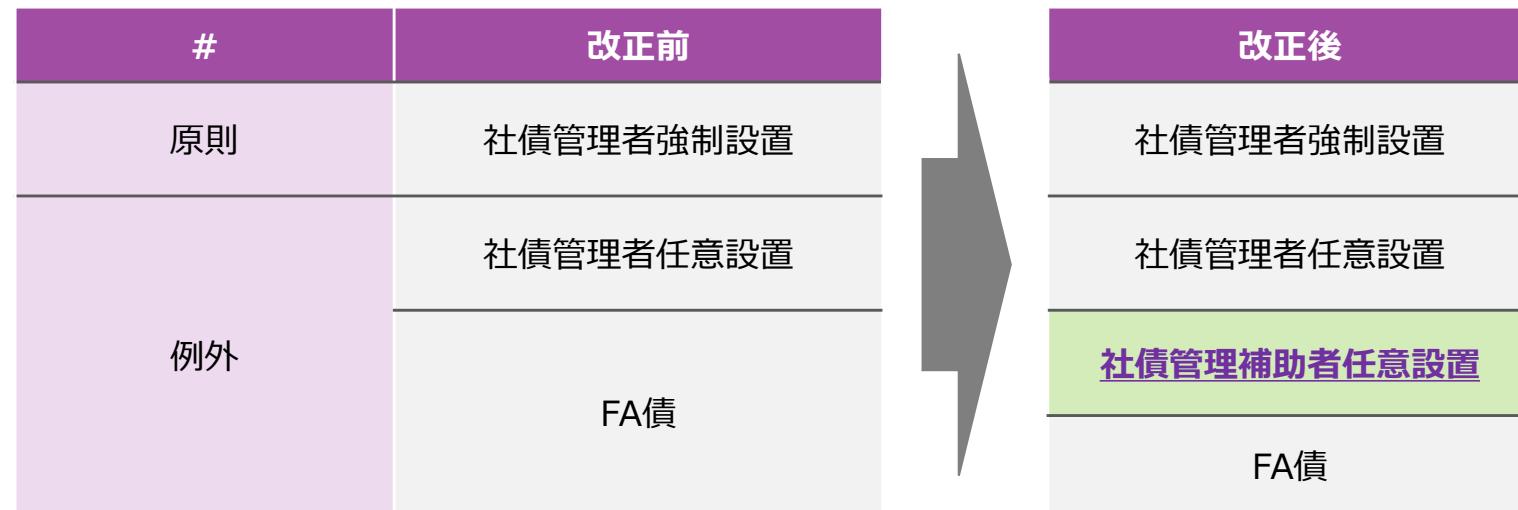
根拠法	社債管理者設置		社債管理者不設置				合計			
	会社法第702条		会社法第702条ただし書		会社法第714条の2					
	財務代理人（FA）を設置（任意）		社債管理補助者を設置（任意）							
	本数	金額（兆円）	本数	金額（兆円）	本数	金額（兆円）	本数	金額（兆円）		
ホールセール債	127	3.7	418	9.2	3	0.013	548	13.0		
うちBBB以下	0	0.0	26	0.5	1	0.003	27	0.5		
リテール債（個人向け）	56	2.4					56	2.4		
うちBBB以下	1	0.0					1	0.0		
合計	183	6.1	418	9.2	3	0.013	604	15.4		
うちBBB以下	1	0.0	26	0.5	1	0.003	28	0.5		

「BBB以下」とは、R&I若しくはJCRの債券格付がBBB格以下をいう（無格付は含まず）。

(出所：日本証券業協会データより債券区分が「社債」を抽出)

社債管理補助者～目的・権限～

- リーマンショック後に社債管理者が設置されない社債（FA債）の債務不履行が多発して投資家に混乱が生じたことや、低格付社債市場創設を目的として、社債管理者より裁量の余地が限定されたコベナンツ管理や倒産手続における債権届出のみの権限を有し、社債権者による社債管理の補助を行う制度として、令和元年会社法改正により新たに創設
- 社債管理者が設置されないFA債に任意に設置をすることで、社債権者自身の管理をサポートすることが目的



社債管理補助者の権限

- 社債管理補助者の権限は、法定の権限である倒産手続等への債権届出のほかは、社債管理補助者委託契約の定めによって付与される設計となっている
- 現行の社債管理補助者設置債で付与されている権限は、コベナンツのモニタリングと抵触時の報告・通知に限定されており、社債管理補助者の裁量性は排除・限定されている

社債管理補助者～義務～

社債管理補助者の善管注意義務・公平誠実義務

- 社債管理補助者も社債管理者同様、会社法上、善管注意義務（会社法714条の7・704条2項）・公平誠実義務（会社法714条の7・704条1項）を負う
- ただし、社債管理補助者は裁量の限定された権限のみを有する者であることから、社債管理者と比べて義務違反が問われ得る場合は限定的であるとされている（神田秀樹「会社法制（企業統治等関係）の見直しに関する要綱案」の解説〔VI〕」旬刊商事法務2196号8頁（2019））
- 具体的には、利益相反に関する誠実義務について、「権限を限定して、債権届け出等の最低限の権限しか与えられないなければ、債権回収をしても誠実義務は生じない」（藤田友敬ほか「〈座談会〉「会社法制（企業統治等関係）の見直しに関する要綱」の検討」ソフトロー研究29号129頁[藤田発言]（2019））とされる
- また、社債管理補助者は、社債管理者よりも裁量の限定された権限のみを有し、重大な利益相反行為を行う懸念が類型的に小さいと考えられるため、会社法上、社債管理者と異なり、「証明責任が転換された特別の損害賠償規定」は設けられていない

社債管理補助者の報告義務

- 社債権者による社債の管理を補助するという観点から、社債管理補助者においては、委託契約に従い、社債の管理に関する事項につき、社債権者に対して報告等すべき義務を定めている（会社法714条の4第4項）
- 報告等義務の内容は法律上画一的に定められておらず、委託契約の定めに委ねられている

社債管理補助者の現状と今後の課題

社債市場活性化にむけた日証協の取組み

- 2023年のデフォルト事例や企業再編等の活発化を背景に、日証協は、2024年7月、「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」報告書を公表
- 本報告書では、近時、社債発行企業によるMBO等での非上場化が増加している状況等を踏まえ、「チェンジ・オブ・コントロール条項及び非上場化時の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、BBB格以下の企業に対してこれらのコベナンツの活用による発行の裾野拡大を図る等、「主にコベナンツの付与や社債管理のあり方について提言
- 直近では、本報告書において掲げられた方策について、日証協は“「コベナンツモデル（参考モデル）」（2012年公表）の改訂”や“「社債券の適切な引受判断に係るガイドライン」の策定”等にて、具体化

日証協が具体化したコベナンツの概要

「基本的に付与すべきコベナンツ」の種類

- 「チェンジ・オブ・コントロール（COC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ナンツ」
 - 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、発行体に対して社債権者へ報告を行う義務を課した条項

「基本的に付与すべきコベナンツ」の付与対象

- 「BB格以下の社債」
 - 「基本的に付与すべきコベナンツ」の付与を求める
- 「 BBB格の社債」
 - 「基本的に付与すべきコベナンツ」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（B B格への低下等）に基本的に付与すべきコベナンツの効力が発生する形式も認める
- 「A格以上の社債」
 - 「基本的に付与すべきコベナンツ」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ベナンツを付与することが必要である

「社債市場の活性化に向けたインフラ整備に関するワーキング・グループ」（以下、「本WG」）のこれまでの取り組み

時期	内容
2015/3/17	報告書「社債権者の保護のあり方について」公表 (社債権者への「情報伝達インフラ」、「社債管理人制度」創設の2点を提言)
2016/8/24	報告書「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
2016/9/23	「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）」
2021/6/16	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）」
2023/12～	<コベナンツの付与や社債管理のあり方をテーマとして、本WGを再開し、改めて社債市場の活性化に向け検討>
2024/7/16	報告書「社債市場の活性化に向けたインフラ整備に関するワーキング・グループ」公表

社債管理補助者設置債の発行状況

- 社債管理補助者設置債は、足元、2年で12件発行。主としてデビュー債において、投資家目線を意識したコベナンツを付与することで投資家の不安を軽減し、需要を捕捉・発行した事例が多いが、今後は、日証協のガイドラインを踏まえ、BBB格帯以下の起債におけるコベナンツ付与による社債管理補助者設置債も増加が期待される

コベナンツ付社債管理補助者設置債の発行事例とコベナンツの種類

No.	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
払込日	2023/9/20	2024/7/19	2024/10/29	2024/12/19	2025/5/29	2025/6/30	2025/6/30	2025/7/25	2025/10/30	2025/11/20	2025/11/26	2025/12/4
発行体名	JIA	エスコン	いちご	JIA	フージャースHD	GENDA	ムゲンエステート	エスコン	いちご	JIA	IDOM	ケイスター不動産
外部格付(発行時)	無格付	JCR : A+	R&I : BBB-	無格付	無格付	JCR:BBB+	無格付	JCR : A+	R&I : BBB	無格付	JCR : BBB+	無格付
年限/発行金額	2年/35億円	5年/74億円	3年/30億円	2年/21億円	2年/20億円	3年/33億円	3年/36億円	5年/100億円	3年/29億円	2年/26億円	3年/30億円	3年/42億円
利率(年)	1.600%	1.488%	1.650%	1.950%	2.200%	2.498%	2.500%	1.917%	2.363%	2.4%	2.447%	2.750%
回号	1	1	2	2	1	1	1	2	3	3	2	1
コベナンツ種類	財務制限条項	利益維持	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
	純資産維持	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
	CoC条項	大株主変更	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
	吸收合併・完全子会社化			●	●	●	●		●	●	●	●
	非上場化			●	●	●	●		●	●	●	●
	その他	監査法人 不適正意見等								●	(レポーティングのみ)	●
判定基準	財務制限条項	半期末ごと判定	●		●	●	●			●		●
		年度末ごと判定		●					●			
	CoC条項	事由発生時	●		●	●	●	●	●	●	●	●
		事由発生後 一定期間内に格付低下 (ダブルトリガー)				●			●			
	その他	事由発生時								●	(●)	
コベナンツヒット時	期限の利益喪失	—	●	●								
	パー償還		●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
	期限前償還請求権	プレミアム付償還					●					●
社債管理補助者		みずほ銀行										

(出所) 各種公開情報より、みずほ銀行資本市場部作成

※上記のほか、東京エネシスにおいて社債管理補助者途中設置とする社債の事例あり

デビュー債でのコベナンツ付社債管理補助者債活用事例

- 2025年6月、GENDAとムゲンエステートが、コベナンツを付与しての公募社債を初めて発行（デビュー債）。両社はコベナンツ付社債の発行に際し、社債管理補助者※を設置。
- 外部格付は、GENDAがBBB+（JCR）、ムゲンエステートが無格付と、投資可能な投資家が限定的な格付帯であることから、コベナンツを付与し投資家の不安を軽減することで、投資家需要を捕捉することを企図した模様。

	GENDA #1	ムゲンエステート #1
業種	エンターテインメント事業	中古不動産買取業
格付	BBB+（JCR）	無格付
発行額	33億円	36億円
払込日 / 償還日	2025年6月30日 / 2028年6月30日（3年）	2025年6月30日 / 2028年6月30日（3年）
利率	年2.498%	年2.500%
コベナンツ概要 および 抵触時の対応	<p>下記抵触時に<u>社債権者に期限前償還請求権（プットオプション）が発生</u></p> <p>■ CoC（チェンジ・オブ・コントロール）条項</p> <ul style="list-style-type: none"> 以下いずれかに該当し、かつ、以下を要因として90日以内にBB+以下への格下または非公表となった場合 <ul style="list-style-type: none"> ① 50%を超える議決権を単独or共同して、直接or間接的に保有する株主が出現した場合 ② 当社を消滅会社とする合併ならびに完全子会社とする株式交換もしくは株式移転が発生した場合 ③ 当社の株式が上場廃止（非上場化）となることが確定した場合 	<p>下記いずれか抵触時に<u>社債権者に期限前償還請求権（プットオプション）が発生（なお、償還金額にはプレミアムが発生）</u></p> <p>■ CoC条項</p> <ul style="list-style-type: none"> ① 1/3超の議決権を単独or共同して、直接or間接的に保有する株主が出現した場合 ② 当社を消滅会社とする合併ならびに完全子会社とする株式交換もしくは株式移転が発生した場合 ③ 当社の株式が上場廃止（非上場化）となることが確定した場合 <p>■ 財務制限条項</p> <ul style="list-style-type: none"> 純資産額維持、経常利益維持
社債管理補助者	みずほ銀行	

※ 社債管理補助者は、社債権者自身が社債の管理を行うことを前提に、その補助を担う（コベナンツ管理や倒産手続きにおける債権届出など限定的な範囲の補助）

今後の課題

1. バーチャル社債権者集会・書面による多数決決議の法制化

- コベナンツ付社債が増加すると、コベナンツ抵触時に当該コベナンツを変更する等により抵触を回避するニーズが今後発生し得る。コベナンツ変更のためには、現状リアルで社債権者集会を開催しなければならず、発行体の負担が大きいことから負担軽減が必要。
- この点、法制審議会会社法部会では目下、バーチャル社債権者集会の法制化が検討されているとの認識だが、バーチャル社債権者集会のみならず、より一層、発行体の負担を軽減するために、一定の場合には、会議体自体を開催せず、書面又は電磁的方法による多数決決議が可能となるような改正も是非お願いしたい。

2. 「債務の免除」に関する定義の明確化

- 上記の通り、今後、コベナンツ付社債の増加に伴い、期中のコベナンツ変更のニーズが増加する可能性があるが、そもそもコベナンツの変更が会社法706条1項1号の「当該社債の全部についてする（中略）その債務（中略）の免除」に該当し特別決議事項となるかが明確でない。
- この点、同号の債務とは、専ら元利金債務を念頭に置いているものと解される一方、民法上の「債務」の定義としては、コベナンツのような作為・不作為を約することも排除されないと考えられる。実務上の安定性確保のため、会社法706条1項1号の債務とは元利金債務に限定される旨明確化することが期待される。

3. 担信法の見直し

- 社債管理補助者債でパリパス条項（他の無担保債権者と返済順位において同等に扱われることを約する条項）が付されている場合、他のローン債権等が担保付になると当該補助者債も担保付としなければならない。
- この点、社債に担保をする場合には担保付社債信託法上の受託会社が必要なところ、同受託会社は社債管理者と同一の権限を有し、義務を負う（担信法35条）とされており、権限及び義務が限定されている社債管理補助者が受託会社を担うことが出来るか疑義がある。この点、権限及び義務が限定された受託会社の新設等が補助者の更なる活用拡大にとって課題と考える。

4. 社債管理者設置義務の例外基準の見直し

- 現行法は、前述の通り、①1口1億円以上、②社債権者数が50未満のいずれかのみ社債管理者設置義務を免除。この点、1口1億円以上では大き過ぎるため、投資信託の組成を阻害しているとの意見がある。
- ホールセール債において1口1,000万円～1億円未満で社債管理補助者を設置している場合等、一定の場合には、社債管理者設置義務を免除できないか。（ただし、社債権者保護の観点から必要な対応については十分な検討が必要。）

ともに挑む。ともに実る。

MIZUHO



- 本説明資料は、ディスカッションを目的として作成したものであり、本説明資料に含まれる情報の確実性あるいは完結性を表明するものではありません。
- 今後の環境の変化如何によっては、その仮定・スキーム等を大幅に変更する可能性があり、その場合、本説明資料の内容通りにはならない可能性がありますので、予めご了承下さい。
- また、法務・会計・税務等の取扱いについては、弁護士・会計士・税理士と別途ご相談の上、最終ご確認ください。