

# 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（第3回）

## 議事要旨

### ○日時

令和8年1月30日（金）10時00分～12時00分

### ○場所

経済産業省本館 17階 第3特別会議室（オンライン併用）

### ○出席委員、ゲスト参加者、オブザーバー

資料2\_委員等名簿 参照

### ○事務局

経済産業省 経済産業政策局 産業資金課

### ○議事要旨

#### <社債管理者設置義務の例外範囲>

- 投資単位が引き下げられると分散投資が可能となり、投資家層の拡充に繋がる。金融証券の取引では、投資家を特別に保護すべき基準として1000万円が採用されていることが多く、こうした観点からも社債管理者設置義務の基準を1000万円とすることに違和感はない。
- 社債管理者設置義務の基準を1億円から1000万円程度まで引き下げると、投資家にとって扱いやすい制度設計となるうえ、発行体に大きな不利益は生じないと考えている。
- 最低投資単位が大きいという問題は、パッシブ運用の障害になっているだけでなく、アクティブ運用においても分散投資に巨額が必要になり、小規模な年金基金の運用に影響を与えている。
- アメリカの144A（米国の1933年証券法における規則144A）を参考に、適格機関投資家のみで社債市場を構想し、その中で実務慣行を設計していくことが考えられる。コベナントの種類や管理方法、トラスティに相当する補助者の権限等について、実務慣行を作り上げていくイメージである。適格機関投資家私募に限って社債管理者不設置を認めるという制度を作ったうえで市場を生み出し、ハイイールド債市場の望ましい実務慣行を形成していくことが適切ではないか。
- 基本的には適格機関投資家にとっても十分な情報を取得できるようにすることが必要であるため、一定の財務情報、コベナント情報や補助者への権限等の情報は最低限必要となる。他方、適格機関投資家は自ら適切な情報を取得することも想定されるところ、法による規定がどこまで必要かという点は論点になる。
- 現行の金商法や会社法では公募と私募の二分になっているが、会社法における私募は個人を含めた社債権者を前提としており、プロの機関投資家に必要な社債権者保護の程度を想定できていない。ここに改正の余地があるというのが今回の議論であろう。
- 社債管理者設置義務の例外範囲は、将来的には会社法における検討が必要。
- プロボンドマーケットは特定投資家私募ができる市場。公募も特定投資家私募も主な投資家は機関投資家であるという点で実質的な違いはないが、NOMURA-BPI 総合の指数に公募は入るが私募が入らないため、投資家との関係でコストをかけてでも公募を選択する発行体もいる。

- 発行体は特定投資家私募の詳細を理解していないことも多いため、ガイドブックで取り上げて制度の周知を図っていただきたい。
- 社債管理者設置義務の最低投資単位の下限の引下げ、および多数決型書面決議のいずれについても、社債権者保護とのバランスや社債権者の特定・議決権行使の証明などの実務との関係も考慮されるべき。

### <コベンанツの付与>

- 社債管理者を設置しない場合、社債取得後に当初予定していなかった形でリスクプロファイルが変更されることを制限するため、コベンанツを付与する等の対応が考えられる。よって、社債管理者設置義務の例外範囲を認めるうえで社債権者保護を従前と同程度に保つためには、コベンанツが適切に設定され、かつそれが適切に管理されることが重要。
- ハイイールド債市場の拡充や海外投資家の参入促進の観点からは、コベンанツ付与の促進が望ましい。
- 例えば財務維持コベンанツは銀行融資で一般的に付与されているが、社債では追加負担制限コベンанツが一般的とされている。銀行融資と社債の性質の違いに着目したコベンанツの在り方をガイドブックに盛り込むべき。
- 発行体からすると、コベンанツ付与は銀行との関係で一般的であるため抵抗感が小さく、実務面でも銀行融資との差分がないので負担は大きく増加しないと考えている。
- 日本でもコベンанツ付与が増加傾向にあり、日本証券業協会がコベンанツの付与状況を確認するガイドラインを策定したことも影響していると考えられる。
- CoC 条項（チェンジ・オブ・コントロール条項）が必要となるのは必ずしも格付けの低い社債にのみではなく、本来は全ての社債に付与されていることが適切であるが、日本証券業協会のガイドライン上は低格付けに限定して確認することとされており、実務上も高格付け社債において CoC 条項の付与は進んでいない。

### <社債権者の意思結集の効率化>

- 社債管理者を設置していない場合、社債権者自身がコベンанツ抵触時の対応等を判断することになるため、迅速な意思結集が重要になる。社債権者が少額投資家である場合や多数である場合には意思結集が難しくなり、意思結集できなければ放置するか、当然に期限の利益を喪失させるかという極端な結論になり、適切なコベンанツの設計が困難となる。よって、今後社債管理者設置義務の例外範囲を考えるにあたっては、コベンанツの管理に関する意思結集を迅速にできるかどうかという観点が重要。
- 意思結集に時間がかかると、コストをかけてでも他の調達手段を選択することになる。
- 株主総会は株主との対話の場として重視している企業が多いが、社債権者集会は金銭債権をどうするかという観点なので、少し性質が違う。投資家サイドからも需要がないのであれば、効率化を進めるべきではないか。
- 実際には書面回答が中心となる実務でありながら、会社法上は物理的な会議開催が求められている状況。会場の設営、受付対応、資料管理と投票書面の回収集計等、投資家も含めて対応の手間と負担が生じている。
- 社債権者集会は対面で開催しても議論する事項がなく、書面決議で十分である。投資家側も対面参加となると対応のコストがかかるため出席しないことが多い。

- 例えば、証券保管振替機構が制定している社債権者集会のガイドラインでは、個人向け社債を念頭に、口座管理機関が社債権者集会に係る発行会社と社債権者との各種のやり取りを取り次ぐこととなっている等、証券会社が意思結集において果たす役割は大きい。現状、こうした作業にかなりの手作業が生じており負担感が強いいため、こうした実務的な側面にも目配せした検討が必要。
- 無記名社債であれば3週間前に、振替債ならば法の規定はないが実務慣行として3週間前に公告をする旨を定めていることが多い。社債権者に対して周知期間を確保することは重要だが、今後、バーチャルオンリー化や電子化が進む中で適切な公告期間の長さの検討を進めていただきたい。
- 立法論としては会社法上の社債権者集会制度を抜本的に改める必要がある。現在は決議事項と決議要件を会社法でかつり決めているが、規定の在り方には改善の余地がある。
- まず決議事項が曖昧であり、「債務の免除」や「和解」の定義が明確でなく、多数決で何が決められるのかが明確ではない。何を決議の対象にするのかは契約で自由に決められるようにすればよい。
- 決議要件はリテール債を念頭に置いており、ハードルが低い。普通決議は行使された議決権の過半数、特別決議は総議決権の五分の一かつ行使された議決権の三分の一と、両者ともそれなりに低い賛成で可決できるようになっている。合理的無関心を前提とすると一定の合理性はあるものの、ハイイールド債を念頭に置けば投資家は安心できない制度となっている。
- 海外のハイイールド債では、元利金の減免等の重要事項について、契約でハードルの高い決議要件を定めているケースが多い。日本でもそのような契約が締結できるようにしておくことが必要ではないか。
- 社債権者集会が有効に成立するには議決権行使が不可欠であるため、発行体としては社債権者に対して個別に働きかけを行うことが考えられるが、現行制度では特定時点の社債権者の一覧を発行体が取得できないため、個別の働きかけを行うことが難しい。
- 議決権を行使するにあたって、社債権者は証券保管振替機構を通じて証明書を取得する必要があるが、証明書の発行後は一定期間、社債権者に売買制約が生じるため、議決権行使のインセンティブを下げる一因となっている。また、証明書の原本は証券保管振替機構へ返却する必要があるため、郵送の手間や管理の負担が社債権者と発行体の双方に発生する。
- 近年ではブロックチェーンを使ったセキュリティトークン債が出始めており、保有者が容易に特定できる。少額・短期かつ個人向けが多いが、公募の機関投資家向け社債でも活用の余地はあると思う。

### <投資家の拡充へ向けた施策>

- 日本の年金・保険セクターの社債保有比率は公債に対して圧倒的に小さいが、これは日本の債券市場における構成と平行になっている。年金や保険会社が社債を購入していないのではなく、マーケットに存在していないという認識。
- 日米のそれぞれの社債の保有主体において、保険のみに着目すると全体に占める割合に大きな差分はない。米国と比較して、日本の保険は伝統的に長期・保障中心の商品が多く、日本で長期の保障性商品に充てられるように長期かつ高利の社債があれば、保険分野からの投資がさらに進むであろう。

- 債券市場は国債が多く社債が少ない現状があり、社債の発行を増やしていくことが重要。提案されている投資家側のネックや解決策の記載も納得感がある。資料に記載のない保険セクターも含めリターンが立ち社債発行が広がれば自然と社債投資が拡大していくということと理解。
- 日米の社債保有主体のうち、海外マネーの占める割合に大きな違いがある。海外のリスクマネーを呼び込むことが流動性の向上につながる。海外マネーを呼び込むうえでの障壁は IR の言語的な壁や、グローバルな社債スプレッドとの比較によるもの。
- かつて電力債には電気事業法の附則に基づき一般担保が付され、その管理のために社債管理者が設置されていたが、一般担保が撤廃された後も引き続き社債管理者が設置されている社債もある。これは、電力会社の資金調達が巨額であり、社債権者保護を充実させる必要があることが背景にあるが、最終的には電力会社の判断によって設置の有無が分かれている状況である。
- 社債管理補助者の設置は社債権者保護の観点からも重要であるが、現状の担い手は特定のメガバンクのみ。それ以外の金融機関にも検討いただきたい。
- 社債管理者に係る制度整備が進んだとしても、担保付社債信託法における受託制度の規定により社債の担保設定が進まなければ、投資家保護上の課題が残るため、資料4において提案のあった社債管理補助者の活用等により、進展することが望ましい。
- 社債の流通市場をしっかりと考えないといけない。発行まで長期間かかるという点は、適正なプライシングに時間がかかるところにネックがあるが、これは流通市場における価格情報の開示が充実できれば解決される。劣後債と社債型種類株を比較して、劣後債は価格が分からないから種類株を購入するという投資家もいる。

以上