

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

— 中間報告書 —

令和8年4月20日

経済産業省 経済産業政策局 産業資金課

目 次

1. はじめに

2. 我が国社債市場の現状と課題

- (1) 社債市場の現状 1
- (2) 企業の社債活用が進まない背景・課題 2

3. 施策の方向性

- (1) 全体像 8
- (2) 発行体の裾野拡大に向けた施策の方向性 9
- (3) 投資家の裾野拡大と債券運用の高度化に向けた施策の方向性 10
 - ① 運用体制の見直しに向けた働きかけ 10
 - ② 信用格付のみに依拠した投資判断の見直しに向けた働きかけ 11
 - ③ 流動性を向上させる価格情報インフラの整備 11
 - ④ 分割投資を円滑にする環境の整備 12
 - ⑤ 社債権者保護の充実にに向けた環境の整備 12
- (4) 発行手続の効率化に向けた検討の方向性 14
- (5) 社債に関する法令の整備
 - ① 社債管理者制度の見直しの方向性 16
 - ② 社債権者の意思結集環境の整備の方向性 18

4. おわりに

1. はじめに

日本企業が将来にわたり持続的な成長を実現していくためには、成長投資の規模をこれまで以上に拡大していくことが不可欠である。人口減少や国際競争の激化、技術革新のスピードの加速といった環境変化の中で、企業が新たな価値を創造し続けるためには、研究開発やデジタル化、脱炭素への対応等、長期的視点に立った大規模な投資が欠かせない。また、設備の老朽化や人材への投資不足等、これまで先送りされてきた課題への対応にも相応の資金が必要であり、成長投資を拡大することは、企業の競争力を維持・強化する上でも避けて通れないテーマとなっている。

こうした投資を安定的かつ継続的に実行していくためには、負債性資金の更なる供給が不可欠である。これまでは銀行をはじめとする金融機関がその役割の大部分を担ってきたが、投資規模の拡大に伴って銀行借入のみでは量的に不足する領域が広がっている。また、金利動向や金融機関のリスク管理の変化等により金融仲介の在り方も変化の兆しを見せており、銀行借入のみで資金需要の全部を賄える環境が今後も継続するとは限らない。将来の不確実性に備えるためにも、負債性資金の重要な供給源として社債市場が果たし得る役割は大きく、速やかにその市場環境を整え、企業が成長に向けた資金を確保しやすい基盤を築くことが求められている。

近年では、特に信用格付が BBB 格以下の企業において、国内社債市場では十分な投資家需要を確保できず希望発行額に達しないとして、やむなく海外市場で社債を発行し、海外投資家から資金を調達する動きも生じている。国内社債市場の構造的課題が企業の資金調達上の制約として顕在化しており、その課題を解消すべき必要性が高まっている。

本研究会では、成長投資とそのための資金供給の拡大が日本企業の持続的成長の実現に不可欠であるという認識の下、企業金融の高度化に資する社債市場の在り方について検討を進めてきた。本報告書は、その検討結果と、今後社債市場を活性化させていくために各市場関係者が取り組むべき内容についてまとめたものである。

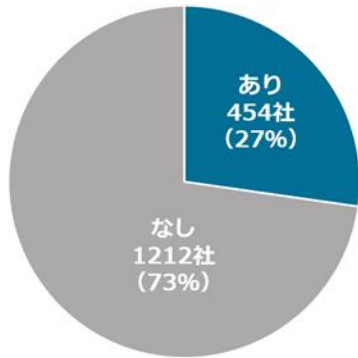
2. 我が国社債市場の現状と課題

(1) 社債市場の現状

我が国において、社債（公募債）を発行している企業は、TOPIX 対象企業 1,666 社の中でも 454 社に限られており、発行体の裾野は必ずしも広いとはいえない。発行残高ベースでは上位企業数社への集中度が高く、金融機関と一部の大企業が大部分を占めている状況にある。

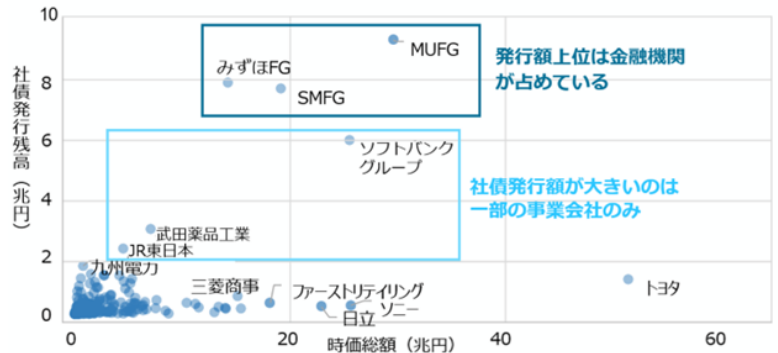
【図1 TOPIX 対象企業における社債発行企業の割合及び分布】

TOPIX対象企業における社債発行残高の有無



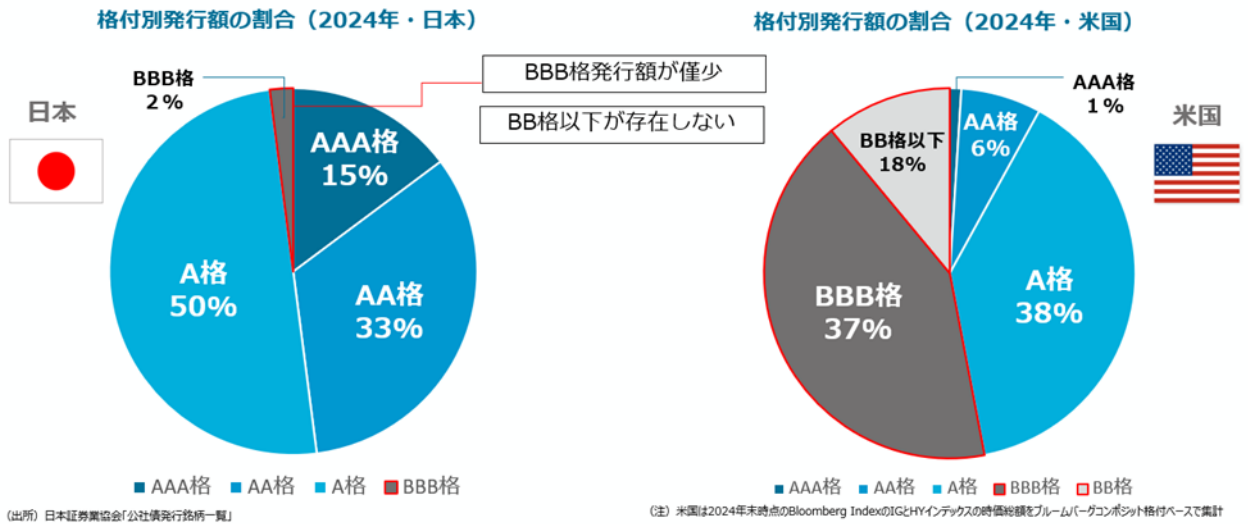
注) 2025年12月15日時点のTOPIX対象企業
(出所) Bloomberg

社債発行企業の時価総額と社債発行残高の分布



発行体の信用格付をみると、日本ではA格以上が発行額全体の90パーセント以上を占め、BBB格は約2パーセントにとどまり、BB格以下のいわゆるハイイールド債は発行されておらず、発行体は高格付の企業に大きく偏っている¹。

【図2 格付別発行割合の日米比較】

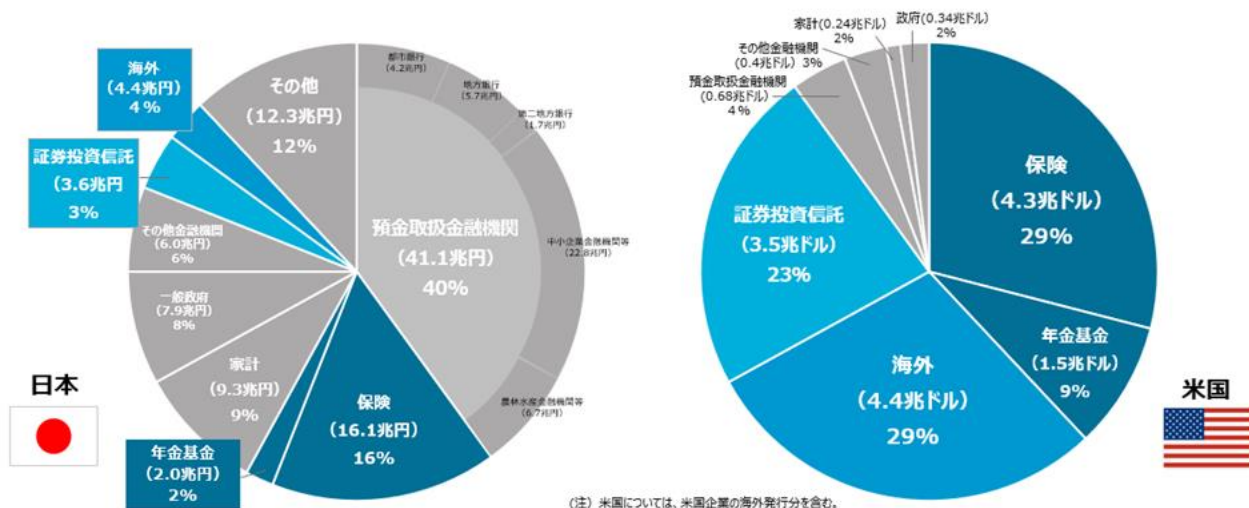


日本の投資家構成をみると、預金取扱金融機関が最大の保有主体で、社債発行残高全体の約40パーセントを保有する。保険会社がこれに続き、投資信託や海外投資家の割合は低い。保有割合の高い投資家は長期安定運用の志向が強く、この構成は市場の安定性を支える一方、流通

¹ 日本の事業会社を評価する国内格付会社（R&I、JCR）と、海外企業を中心に評価する格付会社（S&P、Moody's等）では、同一企業に対する評価であっても格付結果が異なる場合が多く、一般に海外格付会社の方が低い格付となりやすい。このため、日本と米国の格付別発行額の割合の違いには、国内外の格付会社による評価基準の差も影響していると考えられる。

市場の売買回転率は低く、社債の多くが満期まで保有される傾向にある。そのため、銘柄によっては取引が散発的で、売買高や約定件数が限られ、価格情報の蓄積も進みにくい状況にある。

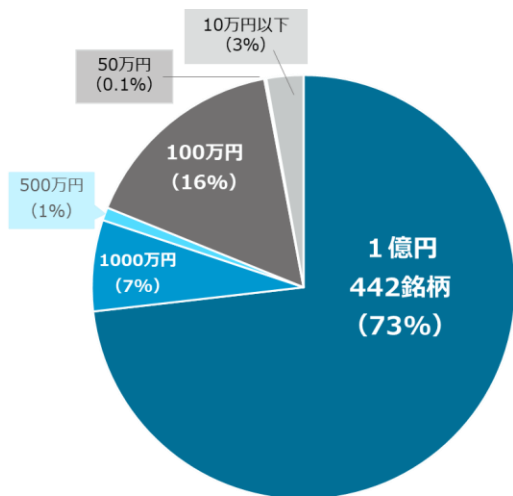
【図3 社債保有主体の投資家別割合】



(出所) 日本：日本銀行「資金循環統計」「民間金融機関の資産・負債」 米国：Financial Accounts of the United States の各データに基づき作成

また、国内社債市場では、最低投資単位が1億円の銘柄が全体の7割超を占めており、欧米市場と比べても投資単位が大きい水準にある。このため、信用リスク分散の観点から数十社以上の銘柄に投資する場合や、市場インデックスに連動した運用を行う場合には相応の資産規模が必要となっており、小規模な機関投資家が参入困難となっている。

【図4 国内社債における最低投資単位の設定状況】



(出所) 日本証券業協会「公社債発行銘柄一覧」に基づき作成

最低投資単位	銘柄数 (全604銘柄)	備考
1億円	442銘柄 (73%)	・ 社債管理者設置義務なし
1,000万円	42銘柄 (7%)	・ うち相当程度は高速道路会社債
500万円	6銘柄 (1%)	
100万円	96銘柄 (16%)	・ うち32銘柄は個人向け社債 (その他の64銘柄は電力会社の一般担保付き社債)
50万円	1銘柄 (0.1%)	・ すべて個人向け社債
10万円以下	17銘柄 (3%)	・ すべて個人向け社債

注) 2024年度に発行された債券区分が「社債」の銘柄。銘柄コードの付されていない社債、投資法人債を除く。

(2) 企業の社債活用が進まない背景・課題

我が国においては、前記のとおり、社債を併用する企業は信用力の高い大企業に偏在しており、多くの企業は間接金融のみで負債性資金を調達している。企業の社債活用が広がらない背景には、以下のような構造的・制度的な課題が複合的に存在していると考えられる。

① 社債活用の意義・利点が企業に対して十分に共有されていないこと

第一に、企業において、銀行借入と比較する際の社債の相対的な優位性が見えにくいことが挙げられる。我が国では長年にわたり低金利環境が継続し、銀行間競争も相まって、企業にとって銀行借入の調達コストは低位に抑えられてきた。その結果、表面的な金利水準のみを比較すると、社債による調達は引受手数料や格付取得費用、開示関連コスト等を含めて割高に映る場合が少なくない。

しかしながら、社債を活用すべきか否かの判断をするにあたって、満期一括償還が一般的である社債と、期中の約定返済が一般的である銀行借入とを、表面利率のみで比較することは必ずしも適切ではない。また、社債には、投資回収期間が長期に及ぶ設備投資や M&A といった中長期の事業戦略に必要な資金を、長期固定金利で安定的に調達できる意義があるほか、資金調達手段の多様化によるリスク分散、金融機関との交渉力の向上、さらには市場との対話を通じた経営の質向上等、戦略的かつ非価格的な効果が備わっている。企業に対してこうした中長期的視点からの意義が十分に共有・周知されているとはいえず、「借入で足りるなら社債は不要」との認識が根強く残っていることが、社債活用が進まない背景の一つとなっている。

② 投資家層が限られていること

第二に、(i) 国内社債市場における投資規模は小さく、多額の発行を安定的に吸収するだけの投資家の需要が厚くないこと、特に、(ii) BBB 格以下の社債に投資する主体が限られているために、これらの企業による社債発行が困難となっていることが挙げられる。

投資家層のうち、保険会社や一部の年金基金、諸法人等では BBB 格以下の銘柄も含めて国内社債に対しても一定規模の投資を行っているが、全体をみると、我が国では依然として国債をはじめとする公共債への投資比率が高く、国内社債への資金配分は限定的であり²、その中でも特に BBB 格以下の社債を投資対象とする投資家は限られている。その背景としては、以下の各要因が指摘されている。

² 国債等の公共債への投資比率が高い背景としては、そもそも国内債券市場全体に占める公共債の割合が大きく、社債については発行銘柄及び発行額が少ないために投資機会が限られていることも指摘されている。

- ③ 債券運用に関するクレジット分析に長けた人的資源を十分に投入している機関投資家が少なく、その結果、個別銘柄ごとのリスク・リターン分析が精密にできず、社債については投資対象外とするか一部の高格付銘柄のみを取り扱うにとどまり、とりわけクレジット分析がより必要となる BBB 格以下の銘柄に関しては投資対象外とされることが少なくない。
- ④ アセットオーナーを含め、一部の機関投資家は外部機関が付与する信用格付に基づく機械的な債券運用を行っており、その投資基準・内部規程において、「BBB 格未満に格下げされた銘柄については、直ちに売却等の措置を講じること」としている。債券運用を専門とするアセットマネジメント会社等に外部委託する場合であっても、委託契約において同様の投資基準を求める機関投資家が相当数存在する。これにより、債券運用に長けた人材・体制を備えていない機関投資家はもとより、高度なクレジット分析能力を有するアセットマネジメント会社等であっても、投資基準の下限付近の銘柄については格下げによる投げ売りのリスクを避けるために、投資対象外とするか投資判断を慎重にせざるを得ない状況が生じている³。

このような事情から、BBB 格以下の社債は流通市場における買い手が乏しく、流動性が極端に低下するため、債券価格の下落局面でも損失確定のための売却が難しく、十分な買い手が見つからない、又は価格を過度に引き下げなければ約定しないとといった事態が生じ得るため、流動性を重視する投資家の市場参入も困難となっている。

- ⑤ 国内社債市場は満期保有を前提とする投資家が多く、そのために流通市場での売買実績が積みあがらず、スプレッドの妥当性を客観的に検証することが構造的に難しい。適正な市場価格を推知するための価格情報インフラの整備は進んだものの、依然、3、4 割程度の銘柄の価格情報（実勢価格）は公表されていないため、発行体・投資家双方にとって情報の非対称性が十分に解消されておらず、新規の市場参加のインセンティブを弱める要因となっている。
- ⑥ 国内社債の約 7 割の銘柄は最低投資単位が 1 億円に設定されており、投資単位の大きさゆえに投資信託への組入れや小規模アセットオーナーの分散投資を制約している。また、複数のアセットオーナーから運用を受託している一部のアセットマネジメント会社において

³ 格付に強く依拠し、A 格以上の高格付銘柄を重視する投資家が多数を占める一方で、BBB 格未満へ格下げされた場合は直ちに売却等の対応を求める機関投資家が多く、いわば「横並びの投資行動」となる結果、特定格付帯域に需要が過度に集中し、需給バランスが乱れることで価格形成が歪み、リターンが相対的に低い A 格以上の社債を割高な水準で購入せざるを得ないと、市場全体に対する投資妙味が損なわれているとの指摘もある。

も、受託資産が小規模な場合には購入できる銘柄数が限られることから、同一の運用方針やリスク管理方針を掲げていても委託者ごとに構成銘柄が異なる場合が生じ、管理負担や受託者間の公平性の観点で問題が生じ得る。このように、最低投資単位の大きさが、パッシブ運用及びアクティブ運用の双方においてリスク分散やリスク管理を阻害する要因となっている。

- ㉔ 国内社債の多くは無担保で発行されており、コベナンツ⁴も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⁵）のみにとどまるものが大半で、相対的に信用リスクが大きいBBB格以下の銘柄であっても、適切なコベナンツが手当てされているとはいえない状況にある。また、コベナンツが不十分であることに見合ったスプレッドの上乗せが必ずしも確保されているわけではなく、社債権者保護を重視する海外投資家等を中心に、一部投資家の市場参入を阻害する要因となっている。

以上のとおり、投資家層の限定性は、㉑クレジット分析体制の不備、㉒投資基準・内部規程上の制約、㉓価格情報を推知する上での制約、㉔最低投資単位の大きさに起因する分散投資等の制約、㉕社債権者保護が不十分であることによる投資対象としての魅力の低さといった複合的要因に起因しており、その結果として、BBB格以下の領域に十分な投資がされず、それも相まって発行体の裾野が広がらないという「鶏と卵」の問題が固定化されている⁶。

③ 発行手続の長期化・機動性の低さ

第三に、社債発行手続における機動性及び柔軟性の不足が指摘される。社債発行までのプロセスが長期化する要因はいくつか存在するが、とりわけ近年問題視されているのは、マーケティング期間が海外と比較して長期に及んでいる点である。

公募債の発行に際しては、投資家への事前説明、需要動向の把握といったマーケティング手続を経る必要があり、実務上、一定の実施期間を確保することが通例となっている。こうした丁寧な手続は、安定的な需要形成の観点から重要な役割を果たしてきた。一方で、市場

⁴ コベナンツとは、社債発行にあたってその社債要項に定められる、債務者（発行体）の債務履行能力の維持を図るために当該債務者に一定の義務・制限を課す特約条項を指すものである。

⁵ 社債間限定同順位のネガティブ・プレッジは、社債発行後、同一の発行体が発行する他の社債に担保権が設定された場合に限り既発の社債にも同等の担保権設定を保証するというもので、デフォルト発生時には、発行時に弁済順位が同順位以下であった銀行借入等にも劣後する可能性があり、社債権者保護としては不十分と指摘されている。

⁶ BBB格以下の銘柄に投資家の需要が集まらない理由としては、本文記載の要因のほか、単純に国内社債には信用リスクや流動性リスクに見合うスプレッドが提示されていないため、合理的な投資対象にならないという点も指摘されている。

環境が急速に変動し、基準金利やスプレッドが日々変動する局面においては、プロセスの長期化により最適な発行タイミングを捉えにくくなり、結果として当初想定した金利水準から乖離する可能性が高まっている。

特に、我が国のマーケティング期間は、主要諸外国と比較して過度に長い傾向にあると指摘されている。その背景には、従来からの実務慣行が色濃く残っていることに加え、一部の機関投資家が投資判断や内部決裁に時間を要していること等、複数の要因が存在する。発行体や証券会社等の市場関係者にとって、サウンディングやソフトヒアリング⁷といった形で需要探索を繰り返すマーケティング期間の長期化が負担増大につながっているとの指摘もある。今後、発行体の裾野拡大や取引量増加を図るにあたり、証券会社にかかる負担を軽減させることで、新規発行体の掘り起こしにつながる可能性もある。

以上のように、我が国においては、①社債活用の財務戦略的意義の未浸透、②投資家層の限定性による需給構造の制約、③発行手続の長期化・機動性不足という要因が相互に作用し、企業の社債活用や発行体の裾野拡大を抑制している。これらの課題に体系的に対応することが企業金融の高度化を実現するための前提条件であり、次頁以降において、各課題について具体的な対応の方向性を記す。

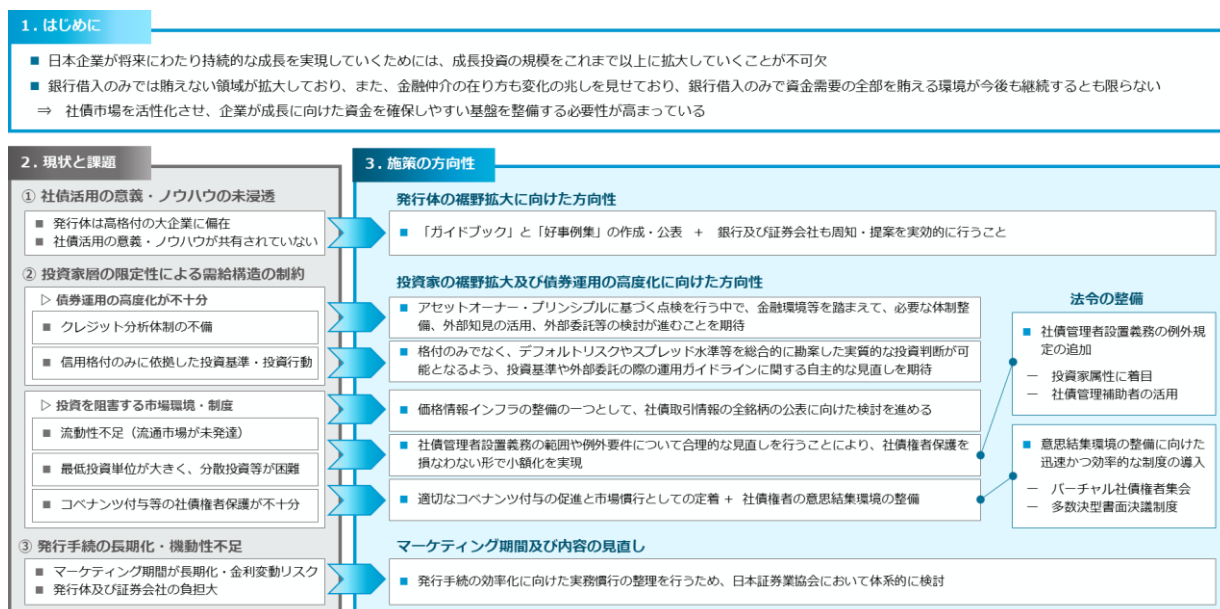
⁷ サウンディングやソフトヒアリングはいずれも、発行条件を決定するにあたって、投資家の需要や発行条件に対する考え方を把握するために証券会社が実施するものである。実務上はいずれか一方のみが実施されることが多い。

3. 施策の方向性

(1) 全体像

これまでに整理したとおり、我が国においては、複数の課題が相互に関連し合う中で社債市場の拡大が制約されており、個別論点ごとの対応のみでは十分な効果は期待しにくく、各施策を同時並行的に進める必要がある。その中でも特に、以下のとおり、①発行体の裾野拡大、②投資家の裾野拡大と債券運用の高度化、③発行手続の効率化の三点に係る施策を推進することが有用と考えられる。

【図5 社債市場の活性化に向けた施策の全体像】



(2) 発行体の裾野拡大に向けた施策の方向性

国内社債市場は高格付の銘柄が太宗を占め、発行体や業種の広がりという点で、必ずしも厚みのある市場とはいえない。本来、社債市場の魅力は、多様な発行体、多様な年限、多様な信用力の銘柄が揃うことによって高まる。銘柄が十分に揃っていないければ分散投資は困難であり、また、多様な銘柄の存在が前提となる債券型投資信託の組成や運用の高度化も促進されない。発行体の裾野を拡大する政策は、単に企業の資金調達手段を多角化するという意味にとどまらず、市場全体の厚みと魅力を高め、投資家の参入を促進することにもつながる。

このように多様な銘柄の発行が促進されるためには、社債活用の意義や財務戦略上の利点を、社債未活用企業も含む多くの企業に周知させる施策が必要である。

具体的には、社債活用の意義や発行にあたっての専門的・実務的な知見をまとめた「ガイドブック」や「好事例集」等も活用しつつ、その意義等を周知・普及させていくことが考えられる。その際、ガイドブックにおいて、資金調達の長期固定化による財務の安定性、直間比率の調整の重要性、間接金融の交渉力強化等の社債活用の意義や活用場面をまとめ、活用目的別に整理された好事例集とともに提示することで、自社にとっての活用可能性を具体的にイメージできる環境を整えることが有用である。ガイドブックにおいては、単なる制度解説にとどまらず、財務指標への影響、IR活動との関係等を含め、社債発行が経営戦略の高度化にもつながることを示すことで、財務部門のみならず経営層の理解促進にも資することが期待される。

また、社債未発行企業においては、引受手数料や格付取得費用等を含む調達コストの大きさが社債活用の障害になっており、こうしたコスト面の要因を低減する観点から、海外における活用事例等も参考として、補助金等の施策を講じることも期待される。

さらに、市場関係者、特に銀行及び証券会社が周知・提案を実効的に行うことも重要である。銀行業界及び証券業界は、企業との日常的な接点を有する立場として、営業活動や説明会の開催等を通じ、継続的な啓発活動を行うことのできる地位にある。特に銀行は、既存の融資取引を通じて企業の財務状況を把握していることから、関連法令に留意しつつ、社債活用が適切な局面においては選択肢として提示する役割が期待される⁸。

⁸ 公募債においては、必要に応じて社債管理者や社債管理補助者等の業務を担う役割も期待される。

(3) 投資家の裾野拡大と債券運用の高度化に向けた施策の方向性

発行体の裾野拡大は、需要側である投資家層の拡充と同時に進めなければ十分な金額を確保できず、結果として発行体層の拡大にはつながらない。適切なリスク・リターンを踏まえた投資判断ができ、適正な市場価格で取引し、短期のマーケティング期間にも対応できる投資家層を拡充することが今後は重要であり、それがアセットオーナーにおける期待利益の最大化にもつながると考えられる。そのためには投資家層の拡大とともに、債券運用の高度化も並行して進むよう、以下の方向性での施策が有用と考えられる。

① 運用体制の見直しに向けた働きかけ

これまでの我が国では、長期にわたる低金利環境の下、債券運用によって十分な収益を確保することは容易でなかった。デフレ下にあったことも相まって、多くの機関投資家において、債券運用は「損失を出さなければよい」領域として位置づけられ、専門的なクレジット分析や銘柄選択に十分な人的・組織的リソースを投下するインセンティブが働きにくい状況が続いてきた。

しかしながら、足元ではインフレの進行とともに金利が上昇局面に入り、市場環境は大きく変化している。名目利回りが上昇する一方で、物価上昇率も高止まりしており、単に公共債や高格付債券を保有するだけでは資産価値が目減りするリスクが現実的な課題となっている。

このような環境下では、クレジット分析の高度化やミドルリスク帯の社債への投資等、より戦略的かつ能動的な債券運用に移行することが求められ、そのためには、運用部門の人材強化、リスク管理体制の高度化、データ基盤の整備等、組織的な運用体制の見直しが不可欠であり、自社での高度な債券運用が困難な場合には、積極的に外部知見の活用や外部委託も検討する必要がある。

内閣官房新しい資本主義実現本部事務局において2024年に公表された「アセットオーナー・プリンシプル」⁹においても、アセットオーナーは受益者の最善の利益を追求する観点から、適切な運用体制を整備し、その実効性を確保する責務を負うとされており、そこでは、必要な専門人材の確保や育成、さらには外部運用機関の活用を含めた体制整備の検討が明確に求められている。

⁹ https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/pdf/assetownerprinciples.pdf

今後は、各アセットオーナーにおいて、アセットオーナー・プリンシプルに基づく点検を行う中で、金融環境等を踏まえて、受益者等の最善の利益を勘案した運用目標や運用方針が定められているか、必要な人材確保等の体制整備が行われているか、必要に応じて外部知見の活用や外部委託が検討されているか、これらを実施しない場合にはその理由が十分に説明されているか等の検討が進むことが期待される。

② 信用格付のみに依拠した投資判断の見直しに向けた働きかけ

BBB 格以下を含む幅広いレンジの投資家層を拡大するためには、信用格付に過度に依存した投資基準を見直すことが必要である。

信用分析の専門機関である格付会社による評価は、市場において重要な情報基盤を提供し、投資判断におけるリスク評価の主要な指標として大きな役割を果たしている。他方で、投資判断においては、信用格付のみならず、デフォルト率に見合ったスプレッドが付与されているか、発行会社の個別状況はどうかといった要素も併せて評価されるべきである。スプレッドの値や発行会社の状況等にかかわらず、信用格付のみを根拠に投資や売却等を機械的に求める投資基準が合理的であるとはいえない。また、内部規程で格付水準を硬直的に要件化すると、投資判断が「基準を満たすか否か」という形式的チェックに収斂し、信用リスクの実質的な評価が形骸化するおそれもある。さらには、債券運用をアセットマネジメント会社等に外部委託する場合にまで格付基準に基づく一律的な行動を求めると、受託者による高度な運用判断を阻害する可能性もある。

今後は、運用体制の高度化と並行して、格付のみに過度に依存した投資判断の在り方を再検討することが重要である。「BBB 格未満に格下げされた場合には売却する」といった形式的基準ではなく、デフォルトリスクやスプレッド等の要素を総合的に勘案し、格下げ後も保有を選択できる柔軟な判断枠組みを設けることや、外部委託時にはより柔軟な投資基準を設けることなど、実質的な投資判断が可能となるよう、投資基準や外部委託の際の運用ガイドラインに関する自主的な見直しを進めていくことが期待される。

③ 流動性を向上させる価格情報インフラの整備

社債市場の活性化に向けては、流動性を高めるために流通市場を整備していくことも必要である。投資家にとって、必要なときに、希望する適正価格で保有する社債を売却できる環境が整えば、流動性リスクへの懸念が和らぎ、社債への投資姿勢もより積極的なものとなることが期待される。このような市場環境を実現するためには、社債の市場実勢、すなわち実際の取引

価格といった価格情報を、市場参加者に広く共有することが重要である。価格情報の透明性が高まれば、投資家は合理的な売買判断を行いやすくなり、公正な価格形成の一層の促進や流通市場の取引の活性化にもつながることが期待される。

日本証券業協会が設置した「社債市場の活性化に関する懇談会」においても、流通市場の活性化のためには、価格情報の透明性向上と信頼性確保が重要であるとされ、2012年に公表された報告書「社債市場の活性化に向けた取組み（「社債市場の活性化に関する懇談会部会」報告）」では、社債の取引情報の公表を行う方針が示された。公表対象銘柄については、証券会社から報告があった全銘柄としつつ、流動性等に与える影響を考慮し、当分の間の措置として、公表対象銘柄を一部に限定するとともに定期的に社債の流動性に与える影響等について検証を行い、必要に応じて公表対象銘柄、公表方法及び公表日等について見直しを行うこととされている。

今後は、上記のような価格情報インフラ整備の必要性を踏まえ、社債の流動性等に与える影響も考慮しながら、社債の取引情報の全銘柄公表に向けた検討がより一層進展することが期待される。

④ 分散投資を円滑にする環境の整備

BBB 格以下の銘柄に投資する層の拡大のためには、リスクコントロールのための分散投資が円滑にできる環境の整備が重要である。そのためには、発行体の裾野拡大による銘柄数の増加に加え、1銘柄あたりの最低投資単位の引下げも重要となる。

現状、機関投資家向け社債の多くは最低投資単位が1億円に設定されている。これにより、小規模な機関投資家においては購入できる銘柄数が限られ、少数の銘柄への集中度を高める結果となりやすい。投資単位が小額化されれば、小規模な機関投資家であっても複数銘柄への分散投資が可能となり、信用リスクの平準化が進み、需要基盤の拡充につながる。ひいては、発行体側にとっても投資家層の多様化というメリットが生じることが期待される。

最低投資単位の小額化は、会社法における社債管理者設置義務の範囲と密接に関連するため、同義務の範囲や例外要件について合理的な見直しを行うことにより、社債権者保護を損なわない形で実現することが求められる。

この点については、「(5) 社債に関する法令の整備」の項において後述する。

⑤ 社債権者保護の充実に向けた環境の整備

i 適切なコベナント付与に関する更なる周知

投資家層の拡充のためには、投資対象としての社債の魅力を上昇させる必要があり、社債権者保護の充実はその重要な一要素となる。特に、会社の信用リスクに大きな影響を与える事象が発生した場合の情報提供、迅速な意思結集手続、権利行使の明確化等が整備されれば、投資家はデフォルト発生時のシナリオを想定したうえで合理的にリスクを取ることができ、このような権利保護の明確さは市場への信頼を高め、海外投資家を含めた新規投資家の参入も後押しする。

そして、適切なコバナンツの付与を市場慣行として定着させることは、かかる社債権者保護の充実につながるものと考えられる。我が国の公募社債市場では、コバナンツの付与がないか、社債間限定同順位担保提供制限条項を付与するにとどまる例が太宗を占めている。もっとも、近時のM&Aの活発化や非上場化戦略の普及等を踏まえ、国内外の投資家からは、社債権者の利益を実質的に保護するためのコバナンツ付与を求める声が大きくなっている。こうした声を受け、日本証券業協会では、「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」の報告書にて提言されたコバナンツ付与の在り方を踏まえ、2025年に「有価証券の引受け等に関する規則第3条の考え方（社債券の適切な引受け判断に係るガイドライン）」を策定している。本ガイドラインでは、社債市場の裾野を拡大し、特に相対的に信用リスクの高い社債を包摂する市場の創設を目指して、一定の格付の銘柄については、コバナンツの一種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バナンツの付与状況等を引受け証券会社が確認する必要があること等を規定しており、コバナンツ付与の実効性確保が期待されている。

今後は、こうした動向を踏まえ、発行体、引受け証券会社、機関投資家等の市場関係者が、コバナンツの意義と設計の考え方について共通理解を更に深め、市場慣行として定着させていくことがより強く求められる。

なお、欧米においては、社債にコバナンツを付与する場合には、意図せずコバナンツ抵触が生じることのないよう、コバナンツ管理の負担が発行体に生じる財務維持コバナンツではなく、発行体の判断によりコバナンツに抵触する行為を避けることも可能な追加負担制限コバナンツを付与することが一般的とされている。我が国においても、発行体に過度な負担が生じない方向での環境整備が進められていることも併せて周知すべきである。

ii 社債権者の迅速な意思結集環境の整備

コバナンツ付与の促進が重要である一方、企業を取り巻く事業環境は常に変化しており、起債当初には想定していなかった投資機会や事業戦略構築の必要性が後から生じることもあり、こうした場面でコバナンツを硬直的に運用すると、合理的な事業戦略の遂行が妨げられるおそれがある。また、財務健全性の向上や資本構成の変化等により、コバナンツを見直しても社債

権者の利益を実質的に損なわない場合もあり得る。このような局面を見据えて、今後はコベナンツ付与の促進と併せて、状況に応じてコベナンツの内容を柔軟に変更できる仕組みを整えておくことも必要である。

また、発行体がコベナンツの内容に抵触した場合、一般的には、強制的な措置として当該債務に係る期限の利益喪失が生じ得るが、コベナンツ抵触が発行体の財務健全性等に実質的な影響を及ぼさない場合もあり、その際には社債権者の意思を速やかに確認し、アmend（コベナンツに係る契約内容の変更）やウェイブ（社債権者の権利放棄）の可否を検討することが、発行体及び社債権者の双方の利益となり得る。

以上のようなコベナンツを含む社債要項の変更や、実際にコベナンツ抵触が生じた場合に備えて、社債権者が迅速に意思結集できる環境を整備することは、コベナンツの柔軟な運用を促進する上で特に重要となる。

また、発行体の信用リスクが顕在化した際に迅速な債権保全・回収が実行できることも、社債権者保護の観点からは重要である。社債管理補助者設置債において、補助者が期限の利益喪失に必要な措置を講じるにも社債権者集会の決議が必要とされていること等を踏まえると、この点からも、社債権者の意思決定を迅速に結集できる制度的環境を整備する必要性は高いものといえる。

しかしながら、現行制度の下では、社債権者集会の招集・開催手続の負担が大きく、書面決議の活用範囲にも制約がある。実務上の機動性には課題があり、関連制度の見直しが求められる。この点については、「(5) 社債に関する法令の整備」の項において後述する。

(4) 発行手続の効率化に向けた検討の方向性

社債発行におけるマーケティングの在り方は、手続期間の長短のみならず、市場全体の透明性や公正性にも大きな影響を及ぼす重要な論点である。

我が国社債市場では、長らくの低金利環境等を背景として、需要の積み上げや条件の精緻な調整を重視する傾向が強まり、その結果としてマーケティング期間が海外と比べて長期化してきた。低金利下では金利変動が小さかったため、こうした長期化の弊害は顕在化しにくかったが、近時、金利が上昇局面に移行したことにより、手続期間中の金利変動リスクが具体的な問題として表面化している。特に、発行プロセスの長期化は、最適な発行タイミングの逸失や、想定する金利水準からの乖離を招く可能性があり、発行体と投資家の双方にとって看過できない課題になり得る。

このように、基準金利やスプレッドが変動しやすい局面において、発行体が希望するタイミングで機動的かつ迅速に発行できるようにするためにも、また、市場関係者の事務負担を低減するためにも、マーケティング期間の在り方を見直す必要性は急速に高まっている。ただし、適切な発行条件の決定や、投資家への十分なマーケティング期間の確保のため、一定の期間が必要な場合があることにも留意する必要がある。

そのうえで、マーケティング期間の在り方の見直しにあたっては、以下の点を踏まえたアプローチが有用と考えられる。

第一に、すべての案件に一律の短縮化を求めるのではなく、発行規模、信用力、発行頻度、市場環境等、案件特性に応じて合理的な期間を設定する運用の整理をしていくことが考えられる。特に、初回債や劣後債等の特殊性を有する案件では、投資家の検討期間を十分に確保し、丁寧な需要の積み上げを行う必要性が高いため、一定のマーケティング期間を確保することが望ましいと考えられる。

第二に、マーケティング期間の短縮化のためには発行体及び投資家側の意識変容も必要であり、投資家側においては、投資決定プロセスの迅速化・効率化等、短縮化された期間に対応できる運用体制の構築も今後は求められる。もっとも、既存投資家に対して急激な負荷が生じないよう十分な配慮策を講じるべきであり、段階的な移行策を講じることが望ましいものと考えられる。

第三に、マーケティング期間の効率化を図るうえでは、POT方式¹⁰の活用を促進することも考えられる。POT方式により発行体や証券会社は効率的な需要把握が可能となり、投資家においても証券会社ごとに対応しなければならない煩雑さがなくなるなどの負担低減が見込まれる。これによりマーケティング期間の過度な長期化を防ぐ効果も期待される。

以上の課題については、更なる議論の場が必要であり、発行体、証券会社、機関投資家等多様な立場の意見を踏まえ、発行手続の効率化に向けた実務慣行の整理を行うため、日本証券業協会において体系的な検討をすることが期待される。

¹⁰ POT方式とは、証券会社各社が、投資家から受けた注文内容をPOTシステム（Excelの場合もあり）に集約し、需要情報や販売先を他の証券会社や発行会社と共有し、各証券会社が協力して販売する方式を指す。

(5) 社債に関する法令の整備

① 社債管理者制度の見直しの方向性

会社法では、社債を発行する場合には原則として社債管理者の設置が義務付けられており、例外として、各社債の金額（最低投資単位）が1億円以上である場合等一定の要件を満たすときは、社債管理者を設置しないことが認められている（会社法702条）。

実務上は、この例外規定を活用し、最低投資単位を1億円に設定する例が大半を占めている。社債管理者に課される義務及び責任は広範であり、発行体の財務状況の継続的な監視や、デフォルト発生時の対応等について重い善管注意義務が課される一方、責任限定や情報に依拠できる範囲が必ずしも明確でなく、その結果、社債管理者が就任できる銘柄は限られている。発行体にとっても社債管理者設置費用を削減できることから、例外要件を満たす発行条件を選択する方が合理的となりやすい。

しかしながら、大半の社債の最低投資単位が1億円に設定されている現状は、国際的にみても投資単位の水準が高く、投資家層の拡大や市場の発展を阻害する要因となっている。小規模な機関投資家にとっては投資可能銘柄数が限られ、分散投資が困難となるほか、パッシブ運用の実現性も低下する。また、投資信託における社債組入れの制約となることに加え、海外投資家からもその大きさが問題視されており、市場参入を阻害する可能性がある。

本来、投資家保護のための制度設計は、適格機関投資家や特定投資家といったプロ投資家と一般投資家との属性の差異を踏まえ、それぞれの専門的知識や経験に応じて構築されることが望ましい。また、2021年に施行された改正会社法では、社債管理者制度を補完する仕組みとして社債管理補助者制度が導入されており、これらを活用することで社債権者保護の枠組みを柔軟に構築することも可能となっている。そこで、今後は、社債権者保護を確保しつつ、最低投資単位1億円未満の社債発行が促進されるよう、現行の社債管理者設置義務の例外規定について、新たな類型を追加することが考えられる。

その具体的な検討の方向性としては、以下の二点が挙げられる¹¹。

- i. 第一の方向性として、投資家を適格機関投資家や特定投資家といったプロ投資家に限定して、新たな例外規定を設ける案が考えられる。適格機関投資家は、法令上、銀行、保険会社、信用金庫等、高度な専門的知見や情報収集能力を備えた主体に限定されていること

¹¹ いずれの検討の方向性も、関連法規に新たな例外規定を創設することを意図したものである。

から、これらの投資家に対してまで社債管理者の設置を一律に義務付けることが適切かは検討に値する。

なお、特定投資家は「プロ投資家」に分類されるものの、個人からの移行が比較的広く認められており、その専門的知識・経験は適格機関投資家に比べて幅がある。このため、適格機関投資家と特定投資家との間で異なる制度設計にすることも検討の余地がある。

また、社債管理者制度が創設された背景には、社債権者が個人である場合の専門性不足に加え、社債が多数に分割されることによる管理インセンティブの希薄化、個別行使が社債権者全体の利益と整合しないリスク等の複数の問題が存在する。これらの点に対処するためには、投資家属性による制限に加え、社債管理補助者の設置等他の要件を併用する制度設計も考えられる。

- ii. 第二の方向性として、最低投資単位を1,000万円以上としたうえで、社債管理補助者制度等の措置を併用する新たな例外規定を設ける案が考えられる。現在では分散投資の重要性が公衆にも広く認知されており、一般の個人投資家が国内社債1銘柄に1,000万円以上を投資することは一般的でない。このため、1,000万円以上の社債を購入できる投資家に対象を絞り、管理コスト低減のために社債管理補助者の設置を義務付けることで、社債権者保護と投資単位の引下げによる市場参入拡大を両立できる可能性がある。

社債管理者設置義務の例外規定を新設するには、いずれの方向性であっても関係法規の改正が必要である。また、社債管理補助者を活用するにあたっては、その担い手の層を拡大していくことも必要と考えられる。今後も、社債権者保護と市場の健全な発展を両立させる観点から、制度の在り方や実務慣行について継続的に議論を深化させていくことが望まれる。

② 社債権者の意思結集環境の整備の方向性

前述のとおり、投資対象としての社債の魅力を向上させるためには、社債権者保護に資するコベンツの付与を促進することが有用である。コベンツ付与にあたっては将来の事業戦略の構築を過度に制約しないよう適切な設計を講じる必要があるが、償還期限までの期間が比較的長期に及ぶ社債においては、起債時点では想定し得なかった事象が事後的に発生する可能性も少なくなく、起債時に設定したコベンツが状況変化の結果として過度な制約となるリスクも否定できない。そのため、コベンツの合理的な内容変更が必要となった際に効率的に社債要項を修正できる仕組みを確保しておくことが、その付与を促進していく上では重要といえる。また、発行体の信用リスクが顕在化した際に機動的な債権保全・回収のための意思決定ができることも、社債権者保護の観点からは欠かすことができない。これらの実現に向けて、社債権者の意思を効率的かつ迅速に集約できる環境を整備する重要性は特に高いものといえる。

市場関係者において、現行会社法の下では、これらの手続には基本的に社債権者集会の開催が必要と認識されているものと思われる。社債権者集会の招集・開催には実務上相当の負担が伴い、書面決議も社債権者全員の同意が要件とされていることから、実効的な活用には限界がある。現行法制は迅速な意思決定が求められる信用事象の発生場面において十分に機能しているとはいえない。

また、実務における社債権者集会の開催状況をみると、事前に大多数の社債権者が書面議決権を行使するケースが多く、近時の事例をみても、当日の出席者が0名又は数名にとどまるものがほとんどである。決議の方向性が事前に確定しているにもかかわらず、形式的に集会を開催せざるを得ないことが、発行体の過度な負担や時間的ロスにつながっている。

このような状況を踏まえれば、迅速かつ効率的に社債権者の意思形成を図るための新たな制度を整備することが必要である。そこで、今後は会社法を改正し、以下の各制度を導入し、又は見直すことが期待される。

i バーチャル社債権者集会

一定の規律の下でバーチャルオンリー社債権者集会（集会場所の定めのない社債権者集会）の開催を認める制度

ii 社債権者集会の決議があったものとみなす制度

発行体、社債管理者、社債管理補助者又は社債権者が社債権者集会の目的である事項について提案し、知れている社債権者、発行体及び社債管理者又は社債管理補助者に対して通知し、社債権者から書面又は電磁的記録による同意の意思表示がされ、一定の可決要件を満たした場合には、社債権者集会の決議があったものとみなす制度

4. おわりに

本研究会では、国内社債市場の活性化に向け、市場慣行・投資家基盤・インフラ面・制度面等多岐にわたる課題について検討を重ねてきた。社債市場の活性化は、これまでも長年にわたり議論と取組が積み重ねられてきたテーマであり、一朝一夕に解決できるものではない。しかし、金利環境の変化、企業財務戦略の多様化、資産運用の高度化に対するニーズの高まりといった昨今の環境変化を踏まえれば、今あらためて市場機能の強化に取り組む意義は大きい。短期的な成果の有無に一喜一憂するのではなく、中長期的な視点に立ち、改善の積み重ねを続けることが肝要である。

その際には、特定の施策に即効性を求めるのではなく、市場関係者が共通の認識と方向性を共有し、複数の施策を同時並行で粘り強く進めることが求められる。発行体、投資家、証券会社、銀行、取引インフラ、関係団体、そして行政当局がそれぞれの立場から役割を果たし、互いを補完し合うことによってこそ、市場全体の厚みと信頼性は着実に高まっていく。

とりわけ、新たな発行体層の開拓に向けては、「実際に案件が出ること」が極めて重要である。制度整備や政策的支援を講じるだけでは、市場が自律的に広がるわけではない。案件創出に向けてすべての関係者が具体的な取組を積み重ねて初めて、実際の発行事例が生まれ、市場規模の拡大につながっていくものと考えられる。

そして、市場関係者の取組を進める鍵となるのは、改革のモメンタムを絶やさないことである。本報告書で示した方向性が、今後の継続的対話と協働の基盤となり、市場参加者の主体的な行動変容を促す契機となることを期待したい。

以 上

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
委員等名簿

(委員については五十音順、敬称略)

座長

徳島 勝幸 株式会社ニッセイ基礎研究所 専務取締役 金融研究部研究理事 年金研究
部長 兼 年金総合リサーチセンター長 兼 サステナビリティ投資推進室長

委員

奥山 玄博 一般社団法人生命保険協会 (第一フロンティア生命保険株式会社 リスク
管理統括部長)

松本 昌男 日本証券業協会 常務執行役

行岡 睦彦 東京大学大学院法学政治学研究科 教授

渡邊 展行 株式会社みずほ銀行 資本市場部 調査開発チーム/業務第二チーム 次長

オブザーバー

大橋 俊安 千葉商科大学大学院 会計ファイナンス研究科 客員教授/ファンズ株式会
社 特別参与

村瀬 暢 株式会社格付投資情報センター 格付企画調査室 企画部長

株式会社東京証券取引所

公益社団法人経済同友会

一般社団法人全国銀行協会

金融庁

法務省

事務局

経済産業省 経済産業政策局 産業資金課

※委員・オブザーバーの肩書は、本報告書公表時点のものです。