

社債発行のガイドブック

第1章 社債の概要

第2章 社債発行の意義

第3章 社債発行手続の全体像

第4章 公募債の発行

第5章 私募債の発行

第6章 さまざまな種類の社債発行

第7章 投資家保護のための措置

はじめに

企業が持続的な成長を実現していくためには、事業戦略に即した安定的かつ多様な資金調達手段を確保することが不可欠です。国内においては銀行借入が重要な役割を果たしている一方で、社債も、中長期的な資金の確保、調達手段の分散化、幅広い投資家との関係構築といった特徴を持ち、財務戦略の高度化を進めていくための重要な手段として位置づけられています。

本ガイドブックは、社債の発行を検討している企業の皆様に向けて、社債による資金調達の意義や特徴を整理するとともに、発行に至るまでの具体的な手順や、関係者の役割、留意すべき実務上・制度上のポイントを、できる限り平易に解説することを目的としています。社債は一度発行すれば終わりではなく、発行後の情報開示や投資家との対話を含めた継続的な取組みが求められる調達手段です。一連のプロセスを正確に理解しておくことは、社債発行による効果を最大限に引き出すための前提となります。企業の皆様において、社債を「特別なもの」ではなく、自社の成長戦略の構築を支える「重要な選択肢の一つ」として捉えていただくために、本ガイドブックがその一助となれば幸いです。

2026年6月

目次

第1章 社債の概要

1 社債の仕組み	5頁
2 銀行借入との違い	6頁
3 社債の種類・設計	7頁
4 社債市場における主な投資家	9頁
5 社債の利率の決定方法	10頁
6 発行市場と流通市場	13頁

第2章 社債発行の意義

1 社債発行によって期待される効果	15頁
2 社債の有効活用が期待される局面	16頁

第3章 社債発行手続の全体像

1 社債発行の方式	21頁
2 公募債の発行手続の概要	22頁
3 公募債発行に関わる関係者	24頁

第4章 公募債の発行

1 信用格付の取得	27頁
2 発行登録制度に基づく起債	31頁
3 ドキュメンテーション/必要書類の作成	32頁
4 引受審査	34頁
5 取締役会決議/取締役の決定	39頁
6 デットIR	40頁
7 起債準備・運営/マーケティング	41頁
8 条件の決定	46頁

第5章 私募債の発行

1	私募債の概要	48頁
2	プロ投資家私募の活用	49頁
3	TOKYO PRO-BOND Market における発行	52頁

第6章 さまざまな種類の社債発行

1	ハイブリッド債	54頁
2	CB (Convertible Bond / 転換社債型新株予約権付社債)	58頁
3	リテール債 (個人向け社債)	60頁
4	セキュリティトークン社債 (ST社債)	62頁
5	ESG債 (SDG s 債)	63頁
6	外貨建て債 (外債)	65頁

第7章 投資家保護のための措置

1	コベナントの設定	67頁
2	社債管理者・社債管理補助者の設置	70頁
3	社債権者集会の開催	72頁

付属資料

- 社債活用好事例集

本 編

- 第 1 章 社債の概要
- 第 2 章 社債発行の意義
- 第 3 章 社債発行手続の全体像
- 第 4 章 公募債の発行
- 第 5 章 私募債の発行
- 第 6 章 さまざまな種類の社債発行
- 第 7 章 投資家保護のための措置

第1章 社債の概要

企業が投資家から資金を調達するために発行する債券（有価証券）を「社債」といいます。本章では、社債の仕組みや銀行借入との違い、社債の種類などについて解説します。

1 社債の仕組み

- 社債を発行した企業は、社債を購入した投資家から資金を受け取り、その見返りとして、あらかじめ定めた利息を定期的に支払うなどし*、満期時に元本を返済します。この点で社債は、銀行からの借入と同様に返済義務のある資金調達（デット・ファイナンス）に分類されます。
- 社債を発行する際には、発行総額、利率、利息の支払時期、元本を償還すべき期限などの条件を定めます。公募の形式（不特定・多数の投資家に対して募集する形式）で発行する場合は、これらの条件を企業の開示書類などを通じて公表し**、投資家はその条件を確認した上で購入するかどうかを判断します。企業にとっては、資金の出し手を分散させて銀行以外の幅広い投資家からも資金を調達できる点に特徴があります。

* 利息を支払わないように設計された社債もあります（8頁参照）。

** 有価証券届出書や発行登録追補書類の中にある「社債要項」「募集要項」などの記載を通じて公表されます。

図表1-1-1 社債要項の例（抜粋）

第1【募集要項】

1【新規発行社債（短期社債を除く。）】

銘柄	株式会社〇〇第1回無担保社債（社債間限定同順位特約付）
記名・無記名の別	—
券面総額又は振替社債の総額（円）	金10,000,000,000円
各社債の金額（円）	1億円
発行価額の総額（円）	金10,000,000,000円
発行価格（円）	各社債の金額100円につき金100円
利率（%）	年2.000%
利払日	毎年5月28日及び11月28日
利息支払の方法	1 利息支払の方法及び期限 (1) 本社債の利息は、払込期日の翌日から償還すべき日（以下、「償還期日」という。）までこれをつけ、2026年5月28日を第1回の利息支払期日としてその日までの分を支払い、その後毎年5月28日及び11月28日の2回に各々その日までの前半か半分を支払う。 (2) 利息を支払うべき日が銀行休業日にあたる場合は、その支払はその前銀行営業日にこれを繰り上げる。 (3) 半年に満たない期間につき利息を計算するときは、その半年の日割りをもってこれを計算する。 (4) 償還期日後は利息をつけない。 2 利息の支払場所 別記「（注）9. 元利金の支払」記載のとおり。
償還期限	2032年11月28日
償還の方法	1 償還金額 各社債の金額100円につき金100円 2 償還の方法及び期限 (1) 本社債の元金は、2032年11月28日にその総額を償還する。 (2) 償還期日が銀行休業日にあたる場合は、その支払はその前銀行営業日にこれを繰り上げる。 (3) 本社債の買入消却は、払込期日の翌日以降、別記「振替機関」欄記載の振替機関が別途定める場合を除き、いつでもこれを行うことができる。 3 償還元金の支払場所 別記「（注）9. 元利金の支払」記載のとおり。
募集の方法	一般募集

2 銀行借入との違い

銀行借入と社債には、主として以下のような相違点があります。

- 1点目は返済方式です。一般的に、銀行借入は、元本を分割した金額に利息を足して定期的に返済する「分割返済」の方式が多いのに対し、社債は、利息のみを数か月ごとに支払い、元本はあらかじめ定められた日（償還すべき日）にまとめて償還する「一括償還」の方式が多くなっています。
- 2点目は返済までの年限です。一般的に、銀行借入の返済期間は数年程度に設定されることが多く、最長でも数十年程度を対応可能な最長期間とする金融機関が多いのに対し、社債は、20年を超える償還期限を設定して発行されることもあり、長期間での発行の余地が相対的に大きくなっています。
- 3点目は調達金額の規模です。企業によっては、銀行一行から借りられる金額よりも、社債の方が多額の調達が可能である場合が比較的多いです。なお、複数の金融機関から同一の取引条件・同一の契約書に基づいて同時期に行われる協調融資（シンジケートローン）の場合は、比較的多額の調達が可能とされています。
- 4点目は金利（利率）です。一般的に、銀行借入では変動金利が設定されることが多いのに対し、社債では固定金利が設定されることが多くなっています。

※ これらの相違点はあくまで一般的なものとして挙げたにすぎず、個々の案件によって異なる条件が設定されることもあります。また、これらは主な相違点であり、この他にも銀行借入と社債にはさまざまな性質の違いがあります。

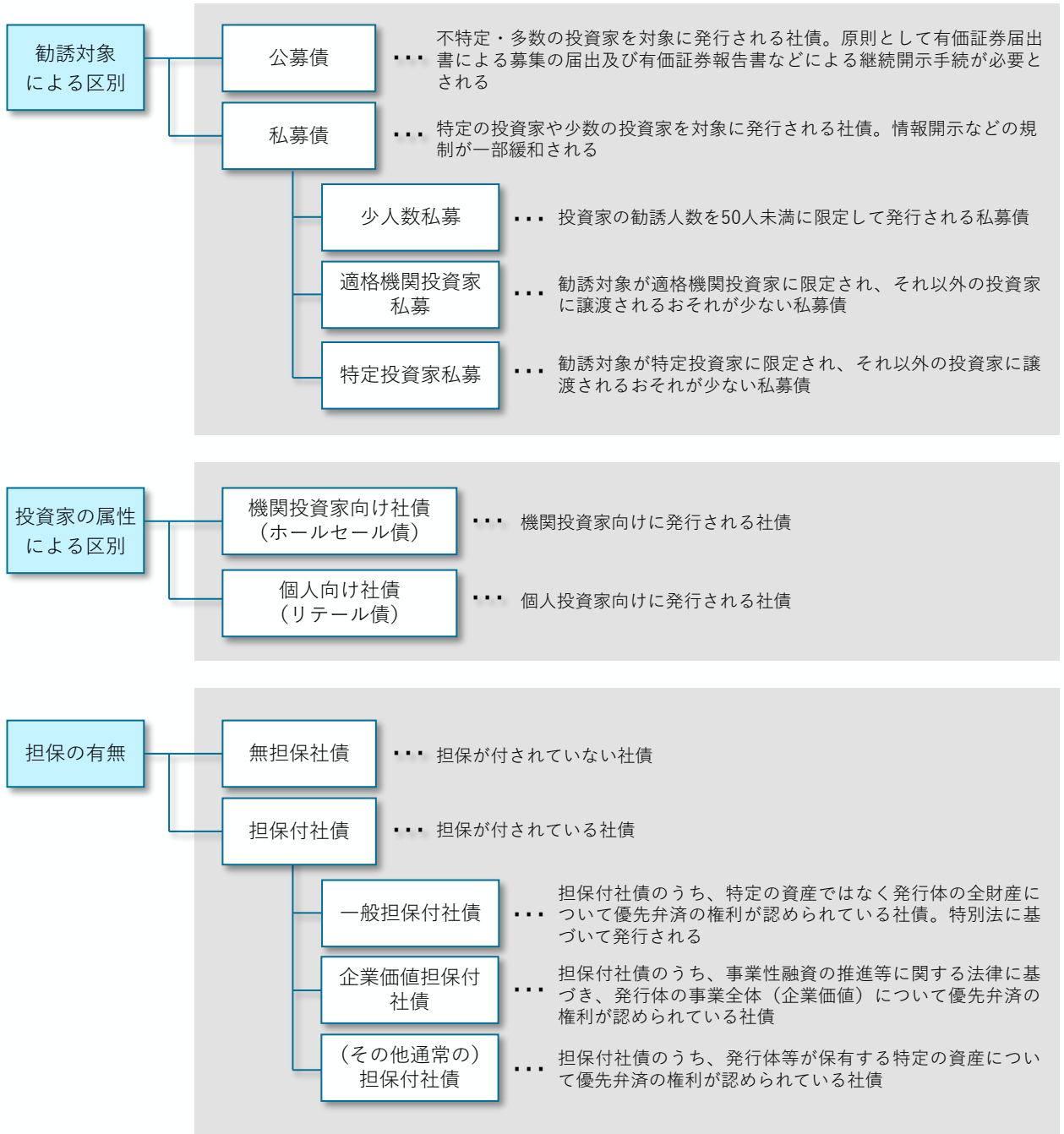
図表1-2-1 社債と銀行借入の主な違い

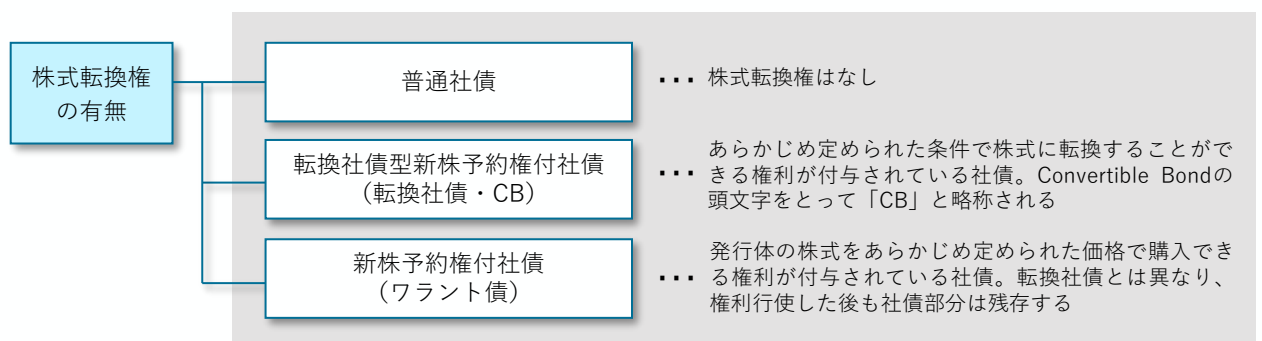
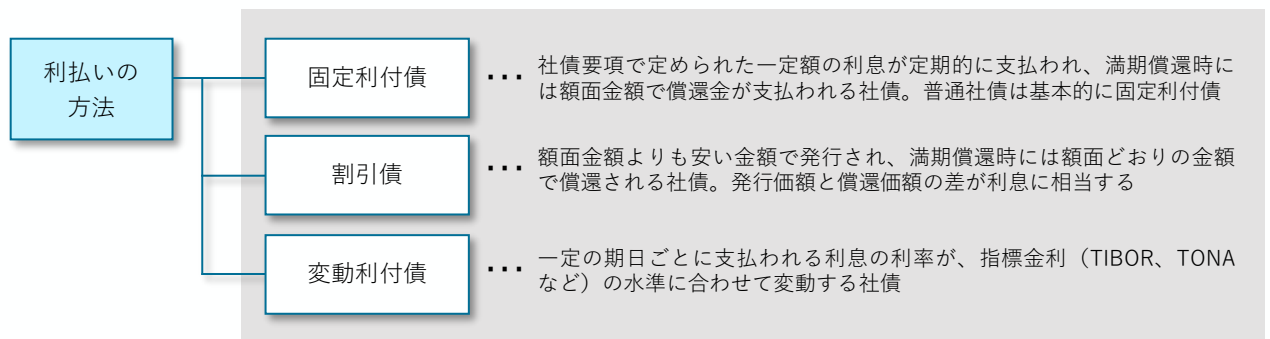
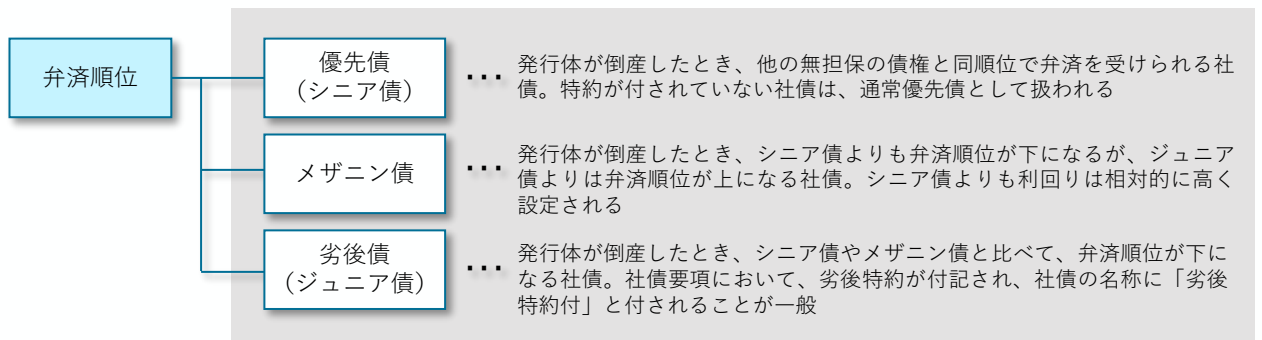
	社債	銀行借入	シンジケートローン
返済方式	○ 満期一括償還が一般的	○ 分割返済が一般的だが、社債と比べると柔軟な返済スケジュールの設定が可能であることが多い	○ 分割返済が一般的だが、社債と比べると柔軟な返済スケジュールの設定が可能であることが多い
年限	○ 一般的に、銀行借入よりも長期間の年限を設定できる可能性が高い	○ 社債対比で、超長期の年限を設定することは難しい場合が多い	○ 社債対比で、超長期の年限を設定することは難しい場合が多い
調達金額	○ 企業によっては多額の調達が可能	○ 銀行一行から借りられる金額には限度がある	○ 企業によっては多額の調達が可能
金利/利率	○ 固定金利が一般的（変動金利も可能）	○ 変動金利が一般的（固定金利も可能）	○ 変動金利が一般的（固定金利も可能）

3 社債の種類・設計

社債は、募集の方法・対象、担保の有無、弁済順位や利払いの方法などの違いにより、さまざまな種類に分類できます。社債発行の際には、資金使途や財務状況、想定する投資家層などを踏まえ、自社に適した形式を選択することが重要です。

図表1-3-1 社債の種類・分類

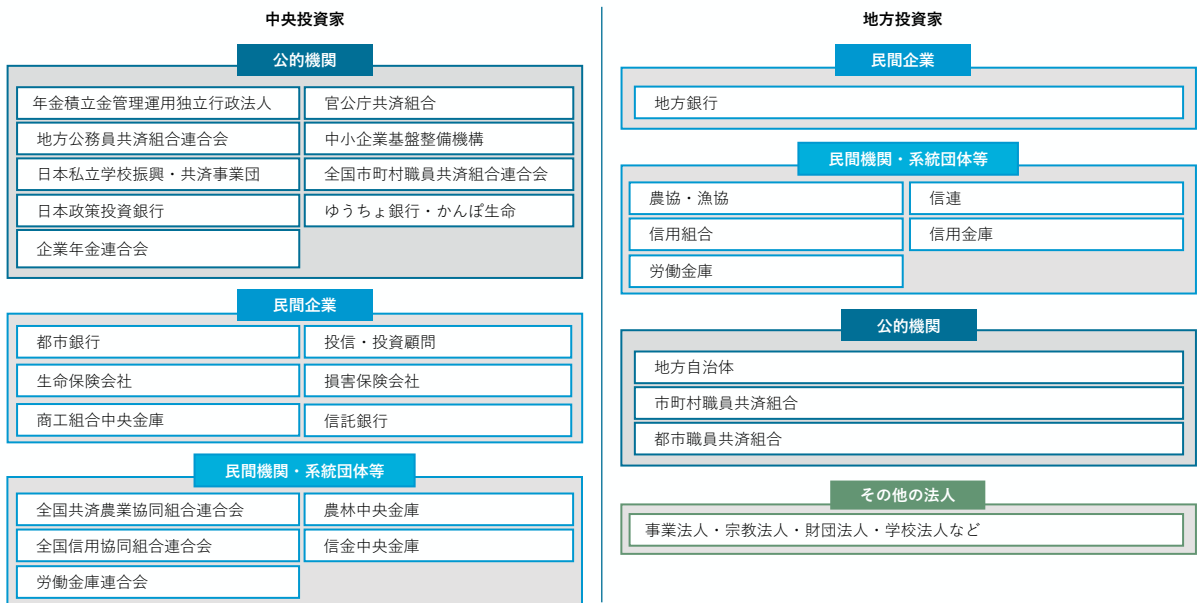




4 社債市場における主な投資家

国内社債市場には、個人投資家のほか、さまざまな属性の投資家があります。投資家の属性等を踏まえて中央投資家と地方投資家に区分することが一般的で、その中でもさまざまな投資家に分かれます。投資家の需要を幅広く集めるにあたっては、各投資家の傾向や特徴なども把握しておくことが重要です。

図表1-4-1 国内社債市場における主な投資家



* 系統団体は実務上、「系統上部」「系統下部」と分けて呼称されることがあります。

* 公的機関の整理には、旧公的機関を起源とする法人も含まれています。

※ 上記区分は主に発行市場で使用される実務上の呼称で、法的・公的なものではないことに留意ください

図表1-4-2 主要な国内投資家の特徴

投資家区分

中央投資家	
公的機関	<ul style="list-style-type: none"> 運用残高が大きく、債券市場で主要投資家に位置付けられる機関も多い
生命保険	<ul style="list-style-type: none"> 将来の保険金支払を確実に果たすため、安全性・収益性・流動性などを考慮しながら運用 「生命保険」という商品の特性上、期間の長い債券で運用を行う場合が比較的多い
損害保険	<ul style="list-style-type: none"> 生命保険と同様に将来の保険金支払を確実に果たすための資金確保の目的から運用を行う 自動車保険など、生命保険対比で短期間の商品を扱っているため、比較的短い年限の債券で運用を行う場合が多い
投信・投資顧問	<ul style="list-style-type: none"> 企業年金、公的年金、公的機関などの顧客資金の運用を行う
系統団体等	<ul style="list-style-type: none"> 系統団体からの系統金利などを元に資金を集めて運用を行う
地方投資家	
地方銀行	<ul style="list-style-type: none"> 都市銀行と同様、預金で集めた資金で運用を実施している
系統団体等	<ul style="list-style-type: none"> 系統上部に預金を預ける（系統預金）とともに、自主運用も実施している
諸法人	<ul style="list-style-type: none"> 業態は様々だが、金利上昇により債券運用に力点を移す法人が増加傾向にある

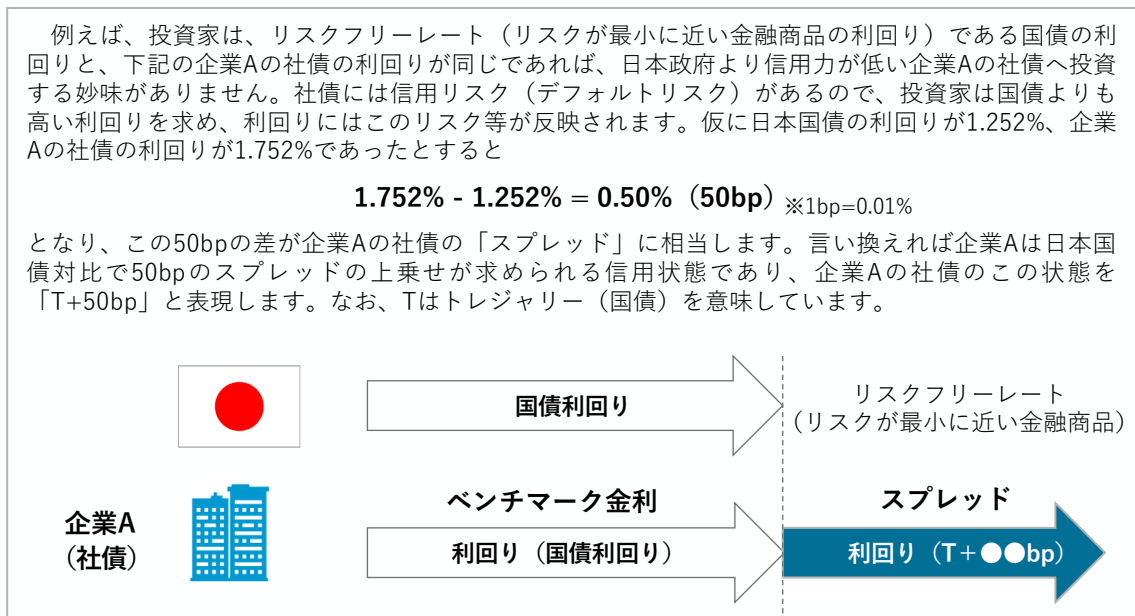
スプレッド・プライシングと絶対値プライシング

- 公募債の利率（表面利率）を決める際には、「スプレッド・プライシング」と「絶対値プライシング」のいずれかの方式が採られます。2016年1月のマイナス金利導入決定以降は絶対値プライシングが主流でしたが、現在は、金利動向を踏まえ、スプレッド・プライシングが主流になっています。

スプレッド・プライシングの概要

- 社債について投資家の需要調査を行う際に、ベンチマークとなる国債の利回りに一定の上乗せ分（スプレッド）を加えて社債発行の際の利回りを決定する方式を指します。①ベンチマーク金利（国債金利）の確認と、②スプレッドの加算という2段階のステップを踏みます。スプレッドを基にして値決めが行われることから「スプレッド・プライシング」と呼ばれます。

図表1-5-1 スプレッドの概念



図表1-5-2 スプレッド・プライシングの流れ

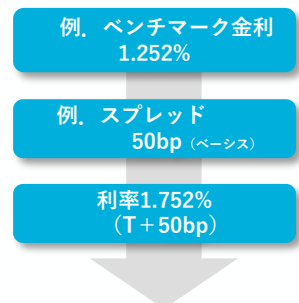
ステップ1 ベンチマーク金利（国債金利）の確認

- ◆ 当該社債と償還日が近い国債を使用し、その複利利回りを確認

ステップ2 スプレッドの加算

- ◆ ステップ1で確認したベンチマーク金利にその社債のスプレッドを加算し、利回りを算出する

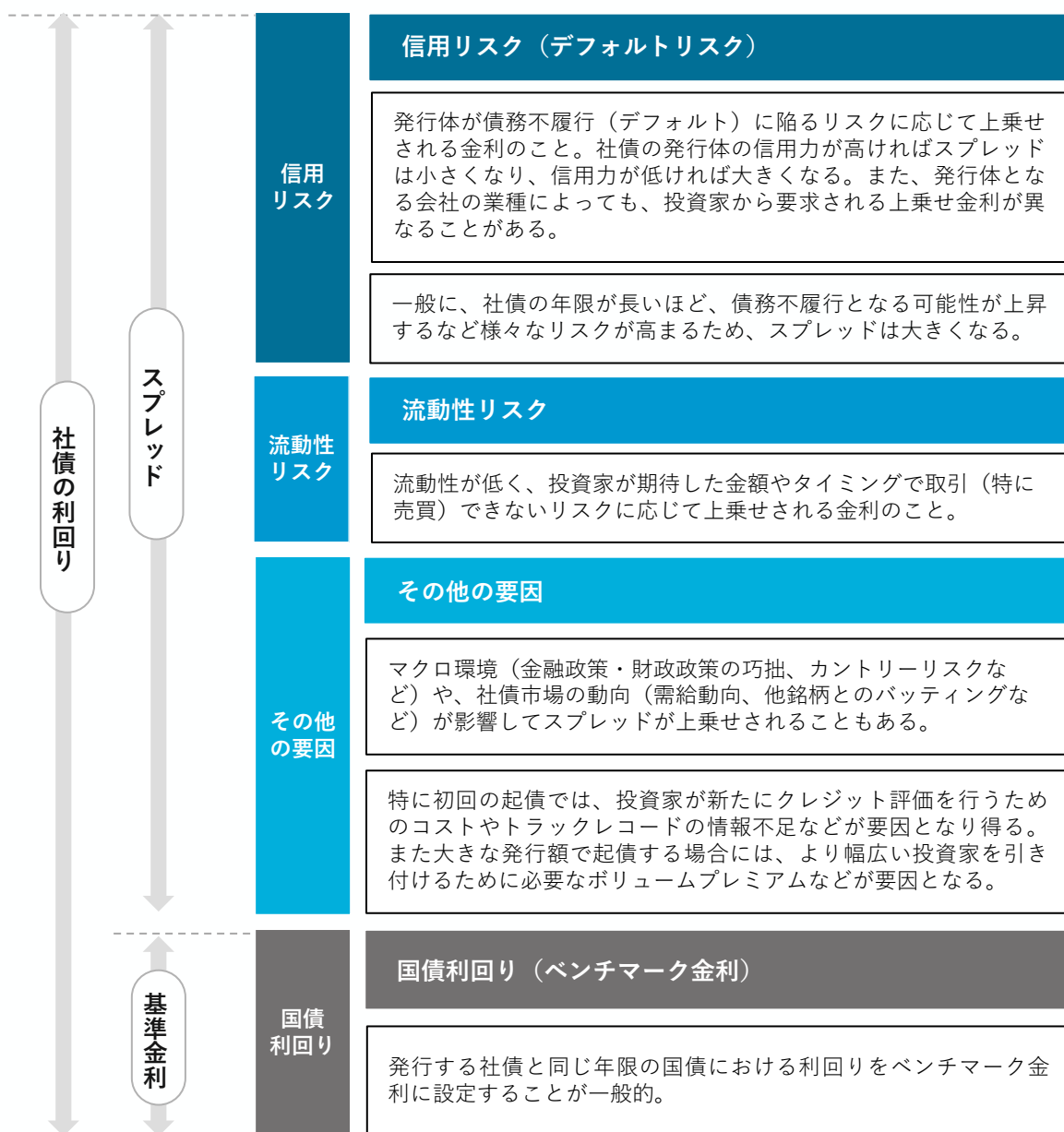
社債の利回り = ベンチマーク金利 + スプレッド



スプレッドの構成要素

- 社債のスプレッドには、発行体の信用リスク（デフォルトリスク）のほか、流動性リスクなど他のリスクも含まれ、おおむね以下の図のように整理することができます。例えば、流動性が低いと売買することが難しく、社債を保有する投資家にとっては資金が必要になった場合に希望する適正な価格で売買できない、又は売買そのものができなくなる可能性があるため、そのリスクの分が利回りに加算されます。

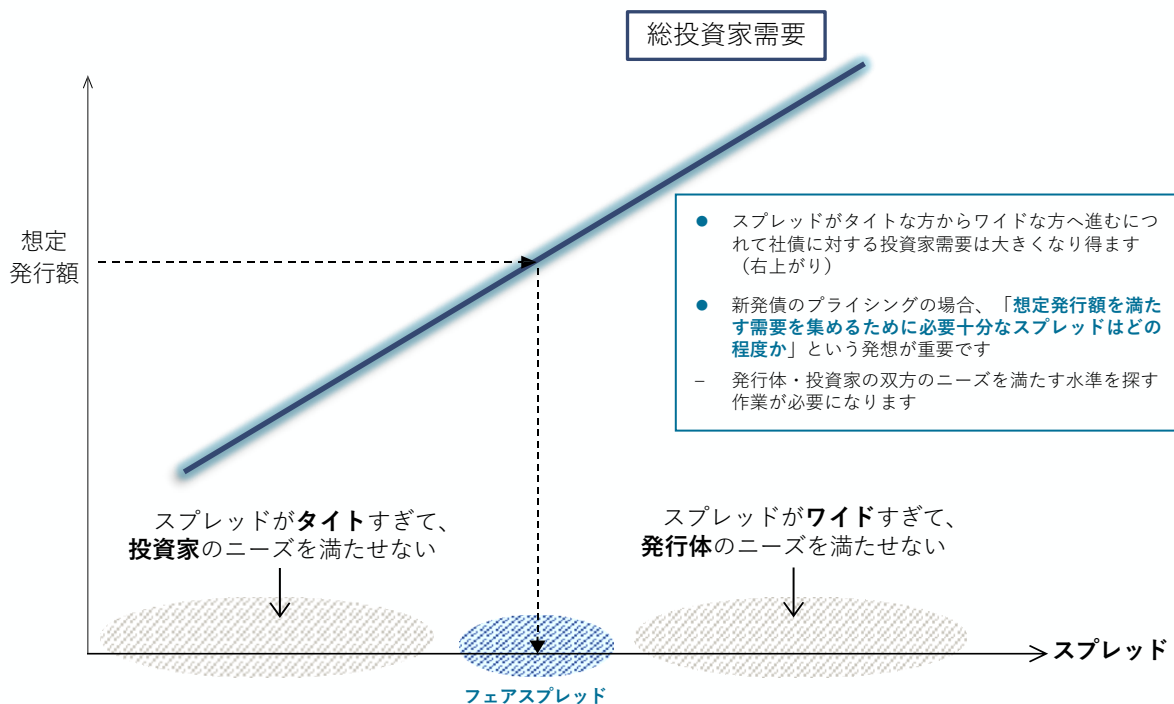
図表1-5-3 スプレッドの構成要素



フェアスプレッドの設定

- スプレッドを高く設定すれば（ワイドにすれば）、投資家需要の増加が期待できる一方、発行体が負担するコストも大きくなります。また、スプレッドを低く設定すれば（タイトにすれば）、コスト負担が減る一方、必要な投資家需要が集まらない可能性が高まります。発行にあたっては「タイトすぎず、ワイドすぎず」といえるフェアスプレッドがどこなのかを、投資家との対話を通じて探る必要があります（41頁以下参照）。

図表1-5-4 フェアスプレッドの設定



（参考）絶対値プライシングの概要

- 社債の利率を決定するにあたって、基準となる国債金利との差（スプレッド）ではなく、利率そのものの数値（絶対値）を投資家に提示する方式を指します。ベンチマーク金利を基準としたスプレッドによる価格付けが機能しにくい場合などで用いられます。
- 例えば、マイナス金利政策の導入時など、ベンチマーク金利がマイナスに沈んでいる場合、スプレッドが形骸化するため、投資家の投資判断基準も絶対値へ移行しやすくなります。

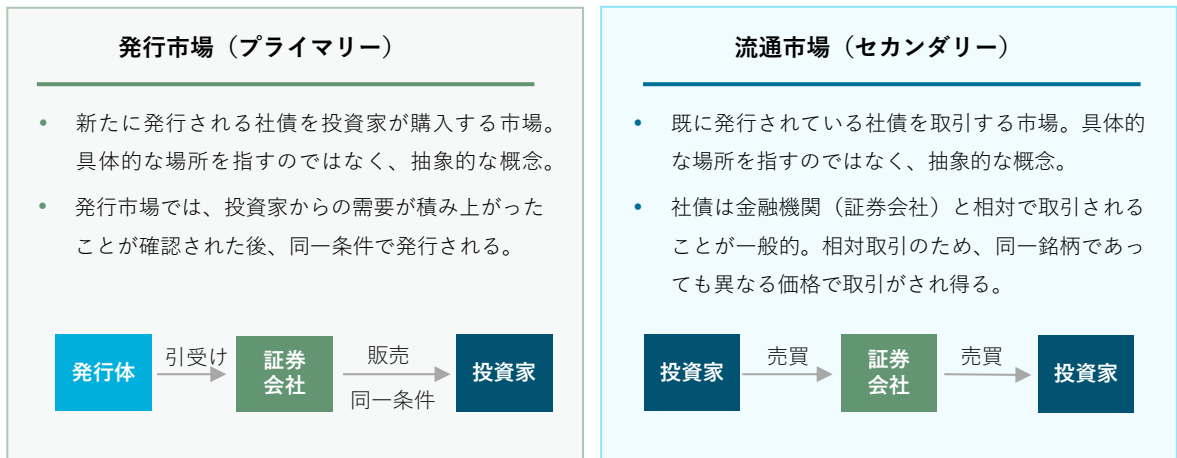
<絶対値プライシングにおける利回りの決定方法>

- ◆ 絶対値プライシングでは、スプレッドを用いず、利回りそのものの水準を基に、投資家との対話が進められます。
- ◆ なお、条件決定の際に、ベンチマーク金利の変動を受けて社債の利回りが変動することは基本的にありません。

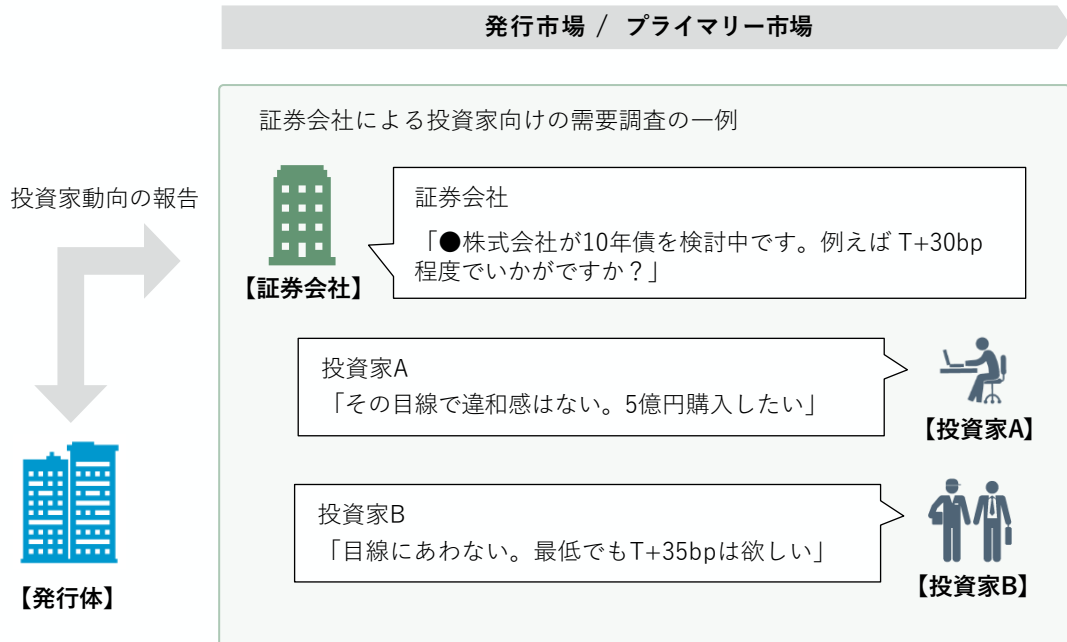
6 発行市場と流通市場

社債を購入できる市場の概念として、発行市場（プライマリー）と流通市場（セカンダリー）があります。同一条件で募集を行うプライマリー市場での販売後は、セカンダリー市場で取引される流れとなっています。取引所で売買される株式と異なり、社債は各証券会社の店頭にて相対取引で売買されます。また、セカンダリー市場では証券会社ごとにレートを提示するため、同一銘柄でも、同一価格で取引されるとは限りません。

図表1-6-1 発行市場と流通市場



図表1-6-2 公募債の発行市場における取引の例



- 各投資家との対話を経て、各投資家の希望を踏まえて、最終的なスプレッドを決めます
- 条件決定時刻におけるベンチマーク金利にスプレッドを上乗せし、利回り（利率）を決定します
(46頁参照)

債券や社債について解説するものの中には、「利率」と「利回り」を区別しているものもあれば、両者を区別せずに解説したものもあり、初学者が混乱を来す原因になっています。下記のとおり、新たに発行される社債（新発債）であれば一般的に「利率=利回り」の関係になりますが、流通している社債を取引する場面では、必ずしも社債の「利率」と「利回り」は一致しません。「利率」が社債の券面であらかじめ定められたものであるのに対し、「利回り」は、投資元本に対して1年間で何%の収益を得られるかの指標として用いられるもので、その意味するところは異なります。

例えば、額面100万円、利率2%、満期1年の社債について、この社債を額面どおり100万円で買った場合、1年後には利息を含めて102万円になるので、利回りは2%（2万円÷100万円）で、利率と利回りは一致します。これに対して、同じ社債を流通市場で95万円で購入した場合（発行体の信用リスクが高まっている場合や市中金利が上昇している場合には社債価格が低下します）、このときも1年後には102万円を受け取れるので、利回りは約7.3%（7万円÷95万円）になり、利率と利回りは一致しません。このように「利率」と「利回り」は一致する場合もあれば異なる場合もあるので、両者を混同しないように注意する必要があります。

$$\text{利回り（単利,\%）} = \frac{\text{利率（\%）} + (100 - \text{社債価格}) / \text{残存年数}}{\text{社債価格} / 100}$$

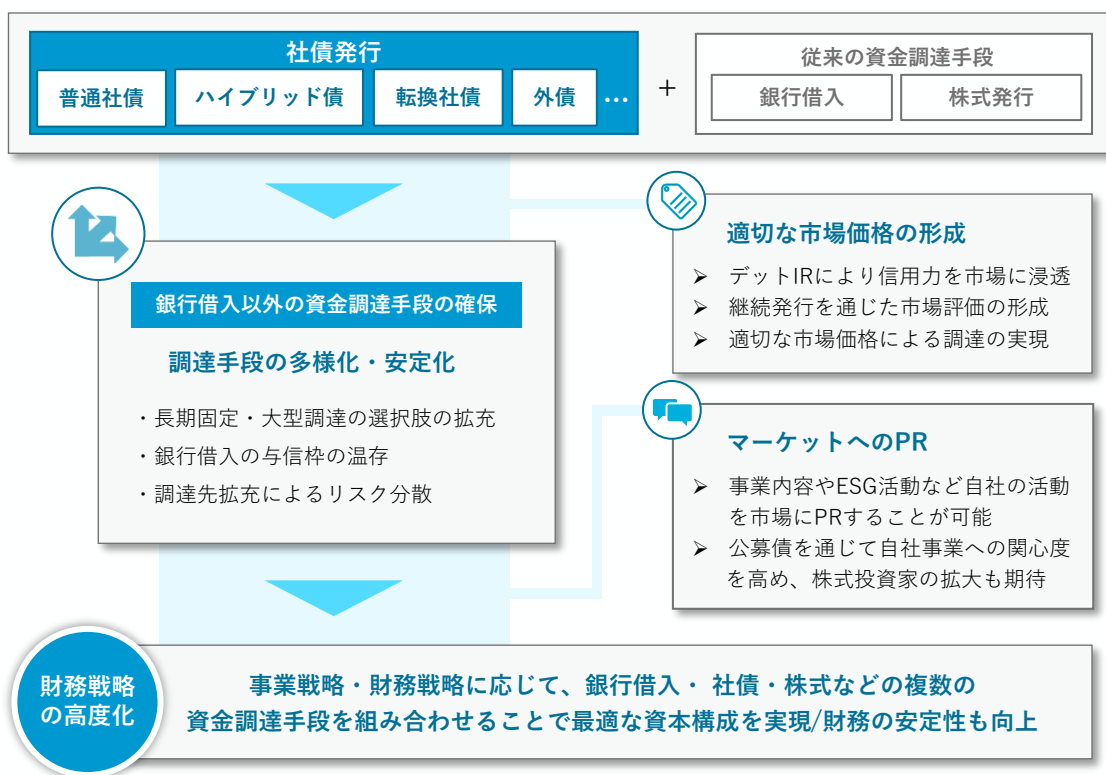
* 通常、新発債の価格は100.00円と設定されるので、利回り=利率となります

第2章 社債発行の意義

社債発行は、資金調達の一手段にとどまらず、間接金融や他の調達手段との組み合わせを工夫することにより、財務戦略の高度化や資金調達の安定化にもつなげることができます。本章では、社債発行が企業経営にもたらす効果や、社債活用が効果的な場面などを解説します。

1 社債発行によって期待される効果

図表2-1-1 社債発行の意義



調達手段の多様化と事業戦略・財務戦略の高度化

- 社債による調達手段の多様化は、事業戦略や財務戦略構築との関係でも重要な役割を果たします。第一に、償還までの年限が長期かつ固定金利の資金を確保できるという社債の特性により、銀行借入のみの場合と比べ、【事業戦略の時間軸を長期化】しやすい点に大きな意義があります。社債は、償還期限を数年、十数年以上先に設定できることから、投資回収期間が長期に及ぶような設備投資、M&Aといった中長期の成長投資を前提とした事業戦略の構築を後押しできます。

- 第二に、資金調達の実選択肢が増えることで、【財務戦略の工夫の余地や柔軟性】が高まります。固定長期適合率や投資回収期間等を踏まえ、銀行借入と社債発行を組み合わせることで財務の安定性向上を図ることができるほか、社債発行に比べて簡易迅速な調達が可能な銀行借入の与信枠を温存することで、将来に備えて機動性も確保できます。また、資本コスト（資金調達に伴うコスト）を最適化するにあたっては、資本と負債のバランスを調整するだけでなく、負債の中でも複数の資金調達手段を確保し、より有利な借入条件を設定できるよう間接金融の交渉力を高めることも重要です。直接金融手段を確保し、市場において適正な条件で調達できる環境を整備することは、財務戦略を高度化するにあたって不可欠な要素といえます。

マーケットとの対話による付随的効果

- 社債発行により、市場からの評価を直接受けることも重要な意義を持ちます。社債価格やスプレッド、格付といった指標は、企業の信用力や財務健全性に対する市場の見方を映し出します。市場からの評価を意識することにより、財務指標管理の高度化やリスク管理体制の整備が進み、経営の透明性や規律が高まることで、経営の質向上にもつながります。
- また、市場側からの評価だけでなく、継続的に社債市場を活用し、平時からの情報開示やデットIRの取組みを充実させることで、企業の適正な評価を市場に形成・浸透させることもできます。この取組みにより、将来的な調達の円滑化や、より良い条件の追求にもつながります。さらには、発行体の事業領域に結びつけた資金使途の設定や ESGラベルの付与により、自社の事業内容やサステナビリティ経営などを投資家にPRすることも可能です。個人向け社債においては、顧客の拡大に加え、事業内容の理解深化を通じて株式投資にも興味を持つ投資家の増加が期待されます。

2 社債の有効活用が期待される局面

社債は、企業が一定の経営判断を行う局面においてその効果がより明確になります。そのような局面を見据えて、将来的に多額の社債を発行できる素地を作るために、日ごろから定期的に社債を発行し、投資家との関係を構築しておくことも重要です。以下では、社債の有効活用が期待される主な局面や社債活用企業の声を紹介いたします。



社債活用企業の声

間接金融のみで資金需要が満たされている中で社債を発行する理由について、1点目は、銀行借入のみでは資金需要を賄いきれない局面に至った場合に備えておく必要があること、2点目は、社債投資家との関係を作り、信頼を少しずつ積み上げていく必要があることが挙げられる。まずは小規模からはじめて投資家の信頼を固めていき、信頼が積み上がっていく中で発行額を増やしていくことを考えている。そのために、現在は銀行借入で賄ってはいるものの、将来に備えて社債も発行することに決めた。

① 大型設備投資や拠点新設などを行う局面

大型設備投資や拠点新設など、多額かつ長期の資金を必要とする投資では、投資回収期間に見合った長期資金の確保が重要となります。社債により長期又は超長期の資金を固定条件で調達することで、返済負担を安定化させ、投資判断を財務面から支えることが可能になります。



社債活用企業の声

長期の設備投資資金を調達する際の手段について、社債は固定金利での満期一括償還にできるため、長い目で見れば金利コストを下げられる場合もある一方、銀行借入であれば、分割返済の手法を選択し、減価償却と併せたタイミングで返済できるという面があるため、銀行借入にも利点はある。それぞれに一長一短があるため、ケースごとに、どのような資金調達スキームを構築すれば自社にとってより有益なのかを検討し、場合によってはそれぞれの手段を組み合わせ活用している。

② M&Aなどの事業買収を実行する局面

水面下での大規模な資金調達の準備が求められるM&Aでは、銀行借入による短期の「つなぎ融資」（ブリッジファイナンス）で買収資金を確保し、その後のリファイナンス手段として社債を活用することが比較的多いです。社債を発行して買収後に長期資金に借り換えることで、財務構造を安定させ、統合後の事業運営に集中できる態勢を整えることができます。



【付属資料：社債活用の好事例集 事例④参照】

③ 借入期限・償還期限の満期集中を是正する局面

特定年度に借入の返済期限が集中している場合、市場環境の変化次第では資金繰りリスクが高まります。社債発行で調達した資金でリファイナンスを行うとともに、5年債、7年債、10年債などの複数の年限の社債を発行することで、社債の償還時期を分散することも可能です。これにより、返済スケジュールの平準化を図り、将来的な借換リスクを抑制できます。



④ 金利上昇を見据えるべき局面

将来的な金利上昇が見込まれる局面では、固定金利の社債発行により資金コストを早期に確定させることが、コスト低減の観点からは有効です。変動金利借入の比率が高い企業にとっては、金利変動リスクを抑制する財務戦略の構築にも寄与します。



⑤ 資本コストを改善する局面

株主資本コストが高く算定されている状況や、配当金額の大きい優先株が多く発行されている場合などでは、社債発行で調達した資金で自己株式取得を行い、資本構成を適正化することで、資本コストが低減されることもあります。このような自己株式取得は適度なレバレッジの活用としても効果を持ち、自己資本利益率（ROE）の改善にもつながります。



【付属資料：社債活用の好事例集 事例③参照】

⑥ 銀行借入以外の資金調達手段を拡大する局面

銀行借入において、財務制限条項により追加的な資金調達が制約され、また資金使途が運転資金に限られるなどして積極的な事業戦略構築に踏み出せない企業がいたり、貸出金利が市場水準から大きく外れていたりする場合は、社債市場へのアクセスを確立することで、交渉力の向上に寄与し、銀行借入の条件改善にも繋がる可能性があります。



社債活用企業の声

* 好事例集掲載企業の声ではありません

弊社としては、直接金融でも資金を調達できることを市場に示したいという思いもあって、資金調達の多様化に取り組むようになった。また、取引銀行における融資の枠にも限度があるため、限度額を一杯使わないためにも、資金調達の手段は分散して、何かあったときに必要な資金を取れるようにしている。直接金融により良い条件で資金調達できるということは、間接金融の交渉の際にも良い意味で牽制になってくるので、交渉材料のためにも資金調達の選択肢は増やしていきたいと考えている。

【付属資料：社債活用の好事例集 事例⑦参照】

⑦ ESG・サステナビリティ戦略を打ち出す局面

グリーンボンドやサステナビリティボンド、ブルーボンドなどの発行は、環境・社会課題への取組みを具体的に示す手段となり、企業評価や知名度の向上のほか、ESGに関心の高い投資家層の拡大にも寄与します。また、企業の中長期戦略を市場に発信する機会としても活用できます。



社債活用企業の声

当初は普通社債による資金調達を検討していたが、証券会社からESG債の提案を受けて、弊社の事業方針とも親和性があると感じ、資金使途として適した投資案件もあったことから、発行を決めた。中期経営計画において環境保全や社会価値の創出を掲げる中で、今回のESG債の発行は、我々が中計で目指しているビジョンを投資家に知ってもらう大きなチャンスにつながった。ESG債の中でも少し特殊な形態であったことから、市場の注目度を高めることもできたと聞いている。

⑧ 個人投資家層を開拓・拡大する局面

従来は銀行や機関投資家との関係が中心であった企業にとって、豊富な家計資産に裏付けられた個人は重要な投資家層となります。また、一般消費者との接点があるBtoC企業やブランド力向上を図る企業にとって、個人向け社債は企業名や事業内容を広く発信する機会となり、資金調達だけでなく、自社製品の顧客拡大につながることもあります。社債を通じて自社事業に関心を持った個人が株式投資家になることも期待され、そのような投資家は、中長期的な企業価値向上を求める傾向が強く、安定的な株式投資家の基盤確立にもつながります。



社債活用企業の声

リテール債は、ホールセール債と比べてコストが余分にかかるため発行体側の負担は小さくないが、これまでの銀行や機関投資家を中心とした投資家層に加えて個人投資家層が増えることは、資金調達基盤の厚みを増やすうえでは非常に有効と考えている。特に、ホールセール債は格付の影響を受けやすく、格付が下がると一気に需要も落ちるため、社債投資家層の裾野を広げておきたいという思いもあった。個人投資家に対しては、リテール債の購入を通じて株式投資にもステップアップしてもらえることを期待している。

【付属資料：社債活用の好事例集 事例①参照】

企業の資金調達手段を考える際、「直接金融と間接金融のどちらが望ましいのか、どのような割合が適切か」といった問いがしばしば提起されます。社債をはじめとする「直接金融」と、銀行借入をはじめとする「間接金融」の割合（直間比率）は、財務戦略を構築するにあたって非常に重要な要素となります。

結論からいえば、業種、規模、成長段階、事業の安定性などによって適切な割合は企業ごとに大きく異なり、一律の正解はありません。例えば、安定的なキャッシュフローを有し、中長期の設備投資を積極的に実施している企業であれば、社債の割合を高めることにも合理性がありますが、短期資金需要が中心で、迅速な資金繰り対応が求められる企業では、銀行借入の機動性が重要となり、間接金融の割合を高めることに合理性があるといえます。そのほかにも、間接金融については、日ごろからその割合を高めて銀行と良好な関係を築くことにより、業績悪化時など緊急の融資が必要な場合に銀行からの支援を期待できる側面もあります。重要なのは「どちらが優れているか」という二者択一の発想ではなく、自社の事業特性や財務戦略に照らして、どのような組み合わせが望ましいかを考えることです。

したがって、直接金融の比率を高めること自体を財務戦略の目的とすべきではありません。社債発行には一定のコストや体制整備が必要であり、発行後も投資家への情報提供など継続的な対応が求められます。自社の体制や将来の資金需要を踏まえたうえで、無理のない範囲で段階的に社債を活用していくことが現実的であり、かつ、適切といえます。本ガイドブックで推奨する社債発行も、直接金融の比率を機械的に引き上げることを目的とするものではなく、あくまで、企業が資金調達の選択肢を広げ、経営戦略に応じた最適な組み合わせを検討するための一手段として推奨するにすぎません。

社債発行に踏み出すことは、自社にとっての「適切な割合は何か」といった問いを持つことにもつながります。直間比率の在り方を見つめ直すこと自体が、財務戦略を一段引き上げる第一歩となるでしょう。

第3章 社債発行手続の全体像

社債発行には、不特定・多数の投資家を勧誘対象にして発行される「公募」の方式と、50人未満の少数人やいわゆるプロ投資家のみを勧誘対象にして発行される「私募」の方式があり、それぞれの手続は大きく異なります。本章では、各方式の概要を紹介した後に、主に「公募」の手続の全体像について解説します。

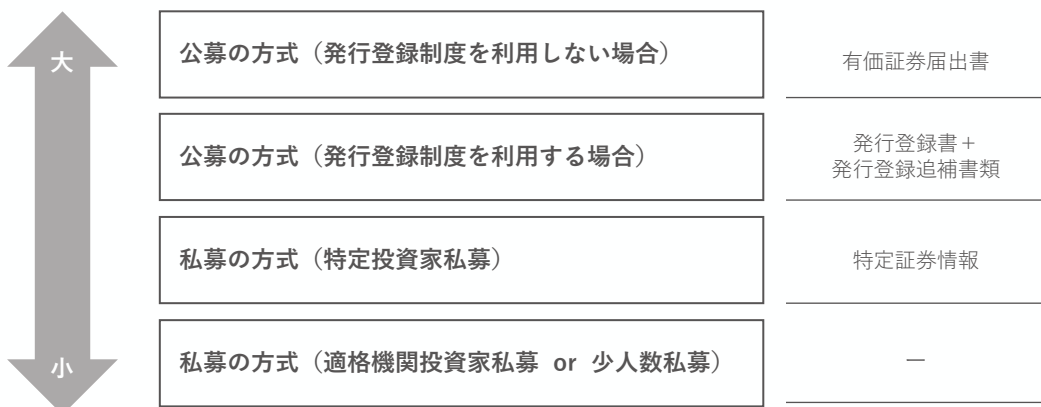
1 社債発行の方式

- 公募は、金融商品取引法等の関係法令及び規則により「有価証券届出書」などによる情報開示をはじめとした投資家保護のための一定の手続の履践が求められます*。多数の投資家から資金を調達できる一方で、その手続負担やコストは相対的に大きくなります**。
 - * 調達金額が1億円未満の場合は「少額免除」という制度により、有価証券届出書の提出義務は免除されます（2026年4月時点）。
 - ** 従来開示を行っていなかった企業が公募で社債を発行した場合には、発行後、金商法等により、原則として、有価証券報告書の継続開示義務が発生します。
- 公募のうち「発行登録制度」と呼ばれる制度を利用した会社が所定の手続をあらかじめ履践した場合には、発行の度に作成負担の重い有価証券届出書を提出する必要がなく、より簡易とされる発行登録追補書類を提出すれば足りるので、手続負担や準備期間を軽減することができます（31頁以下参照）。
 - * 同制度を利用して初めて振替債を発行しようとする場合、事前に証券保管振替機構に対する制度参加手続が必要となります。
- 私募には、少数私募、適格機関投資家私募、特定投資家私募の3つがあり、いずれも有価証券届出書の提出は不要とされ、手続負担やコストは相対的に小さくなります（48頁参照）。
- なお、私募の中でも特定投資家私募については、「特定証券情報」*を投資家に提供し又は公表する必要があるため、対象投資家の範囲が相対的に広いものの、情報開示の負担も大きくなっています。
 - * 特定証券情報は、証券情報と企業情報で構成されますが、会社法上の計算書類と事業報告の添付をもって企業情報に代えることができるなど、有価証券届出書に比して簡易なものになっています。

図表3-1-1 社債発行の方式の全体像

社債発行時の手続負担

法令上の主な情報開示



* 公募の方式のうち、調達金額が1億円未満の場合における「少額免除」と、調達金額が1億円以上5億円未満の場合における「少額募集」の各制度については記載を省略。なお、少額免除制度と少額募集制度の各金額の基準はいずれも2026年4月時点のもの。

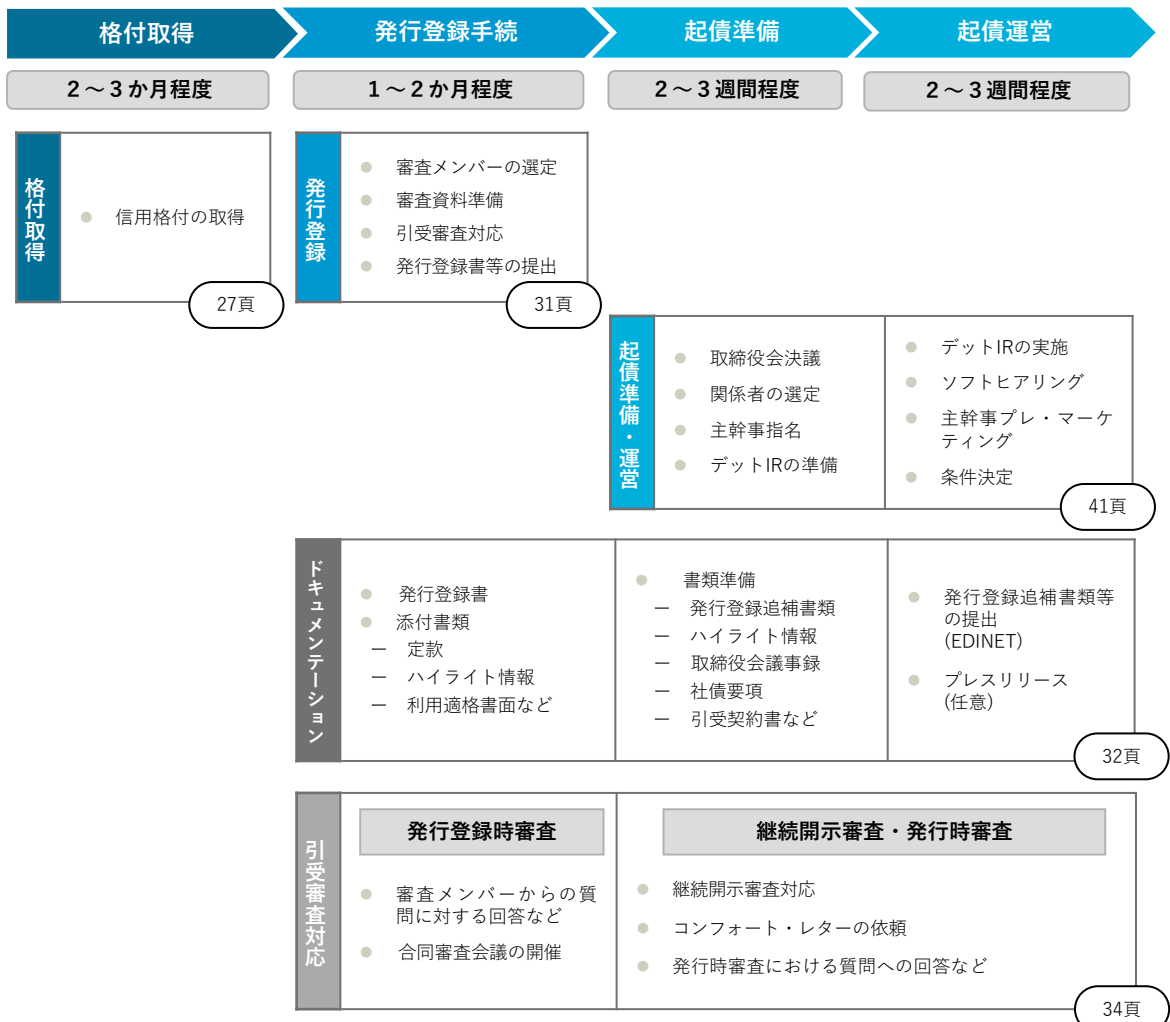
2 公募債の発行手続の概要

- * 以下では、主に発行登録方式（31頁参照）を用いたときの公募債発行の流れを解説します。所要期間の目安や手続の細部については発行体の状況や案件によって異なる場合があります。また、各用語の意味や整理も公的・法的なものではありませんので、ご注意ください。
- * 手続が複雑で多岐にわたると感じられますが、多くの手続は関係者によるサポートが期待されます。また、発行登録を行えば、それ以降の発行ではその負担感は大幅に低減され、手続期間も短縮化されます。その観点からも、急な社債発行の必要に迫られた場合に備えて、平時から発行登録などの準備をしておくことが重要です。

公募債発行の流れと必要な期間のイメージ

- 公募債の発行には、おおむね2～3か月（初回は4～5か月）程度の期間が必要とされています。発行登録書を提出している企業は、起債準備/運営をおおむね2～3週間程度の期間で終わることが一般的です。
- 手続は大きく分けて、①信用格付の取得、②発行登録制度に基づく登録、③起債準備、④起債運営に整理できます。また、それぞれの項目の中で、関係法令や規則に基づき、必要書類の作成（ドキュメンテーション）と、審査（引受審査）対応を行う必要があります。

図表3-2-1 公募債発行の流れと必要な期間のイメージ



信用格付の取得

- 信用格付は、投資対象の信用力を判断する際の指標として活用されており、社債発行にあたっては取得しておくことが望ましいと考えられています。

発行登録手続

- 一定の要件を満たした会社があらかじめ発行登録書を財務局に提出した場合には、社債発行時に有価証券届出書の提出を発行登録追補書類の提出に代えることで、機動的な募集・売出しを可能にする制度です。

ドキュメンテーション

- 社債発行にあたって必要となる契約書類等（引受契約書など）の作成・契約締結、開示書類（有価証券届出書、（訂正）発行登録書、発行登録追補書類など）の作成・財務局への提出といったプロセスを指します。

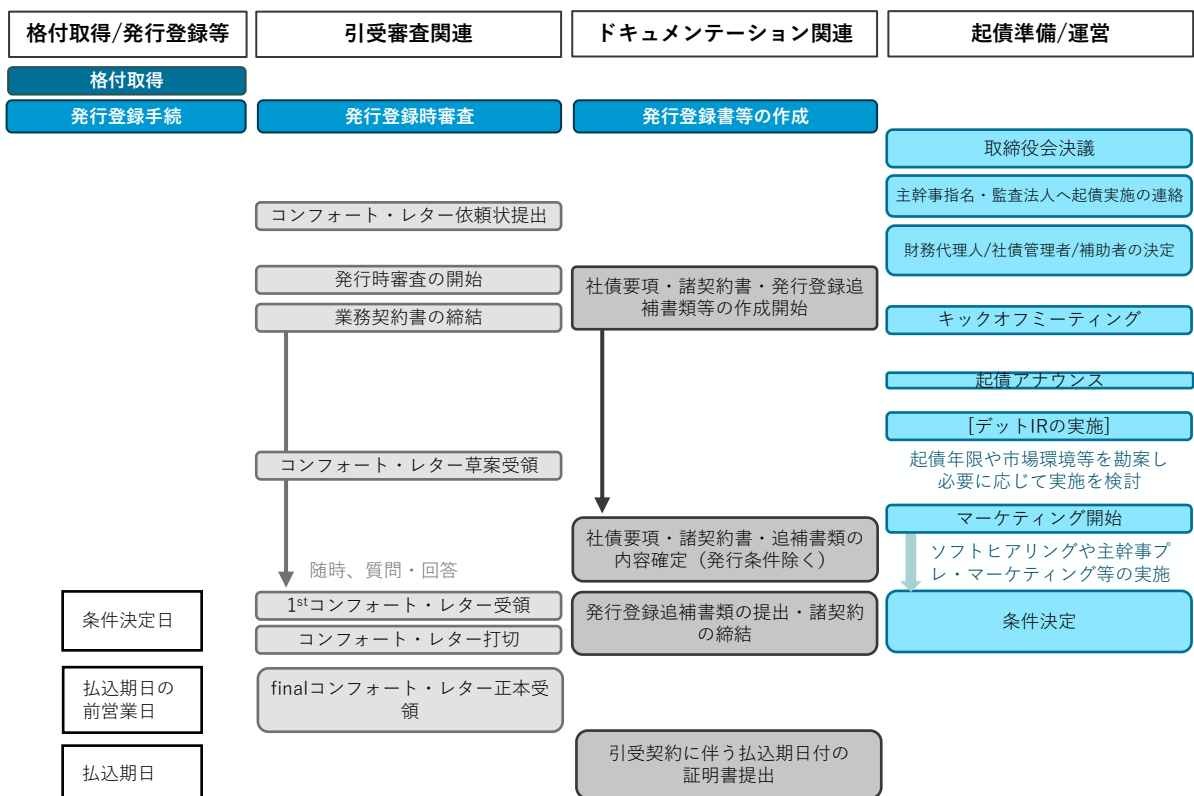
引受審査

- 当該社債が広く投資家に取得され、投資家の信頼を損ねることのないような銘柄であるか否かを証券会社が適切に判断するため、資本市場における資金調達としてふさわしいか否か及び情報開示が適切に行われているか等の観点から審査が行われます。

起債準備/運営

- 投資家の需要動向を調査・把握し、投資家需要を踏まえてスプレッドなどの条件を絞り込んでいき、最終的な発行額や利率などの条件を確定させるための手続です。マーケティングとも呼ばれます。

図表3-2-2 運営項目別社債発行フローの一例

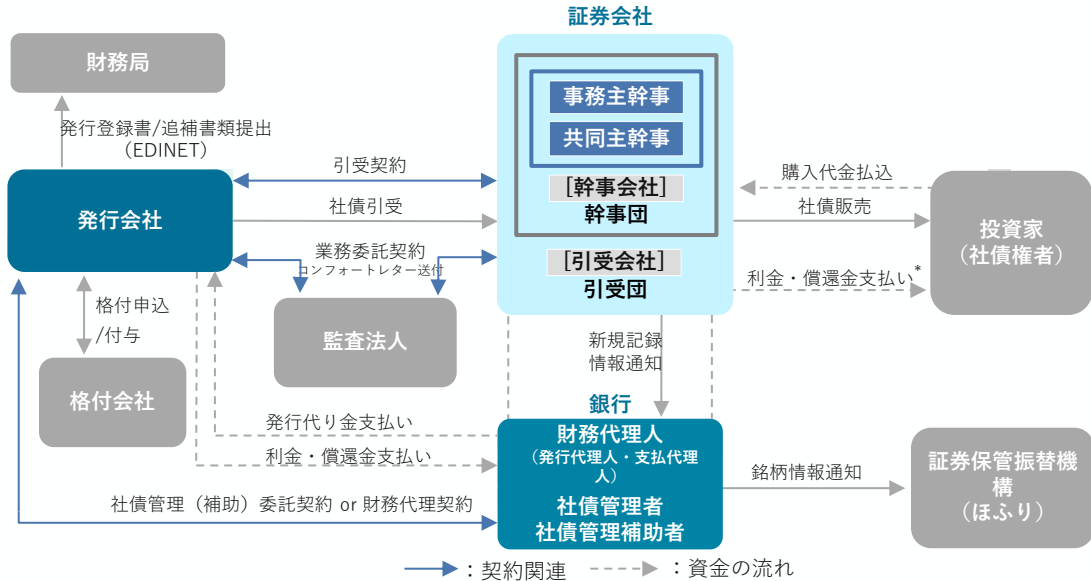


※ コンフォート・レターとは、監査法人が作成する社債発行体に関する調査報告書のこと。詳細は41頁参照

3 公募債発行に関わる関係者

社債発行には、発行体である企業を中心に、証券会社、銀行、格付会社、監査法人など多くの関係者が関与しています。ここでは、それぞれの関係者が担う役割や関係性などについて解説します。

図表3-3-1 社債発行の関係者・相関図



* 発行代り金：発行した社債につき、投資家（又は引受証券会社）から払い込まれる対価（資金）のこと

起債関係者		主な役割	
証券会社	引受審査メンバー (主幹事候補)	<ul style="list-style-type: none"> 発行登録時審査、継続開示審査を通じ、法定開示が適切に行われているか否かなどを確認します 引受審査メンバーが複数の場合は「取りまとめ証券会社」を定め、引受審査に関し、発行体と協議・連絡の上、引受審査の日程調整、他のメンバーとの折衝等、実務上の中心的役割を果たします 	
	引受団 (引受シ団)	主幹事会社	<ul style="list-style-type: none"> 引受会社を代表して、マーケティング活動、発行体との発行条件の交渉、発行時審査、関係当局に対する折衝、引受契約の締結など、実務上の中心的役割を果たします 主幹事会社が複数社（共同主幹事制）の場合は、共同主幹事のうち1社が事務主幹事証券となり、共同主幹事の取りまとめ役を務めます
		幹事会社	<ul style="list-style-type: none"> 社債の発行に際して組成された引受団を代表して発行体と「引受契約」を締結する役割を担います
		引受会社	<ul style="list-style-type: none"> 社債の全額につき連帯して買取引受又は残額引受を行います
銀行	発行代理人 支払代理人	<ul style="list-style-type: none"> 銘柄情報を証券保管振替機構に通知するほか、発行体から元利金支払いの基金を受領し、証券保管振替機構からの資金請求データに基づき口座管理機関に対して元利金支払いを行います 社債管理者、社債管理補助者、財務代理人のいずれかが、これらの役割を兼ねることが一般的です 	
	財務代理人 社債管理者 社債管理補助者	<ul style="list-style-type: none"> 実務上、社債管理者、社債管理補助者、財務代理人のいずれかを設置します。 財務代理人は、社債管理者と社債管理補助者のいずれも設置しない場合に設置され、主に発行・期中の事務及び元利金取りまとめ事務を行います 社債管理者は、社債権者のために弁済を受領し、債権の回収を容易にするなどの社債管理を行います 社債管理補助者は、社債管理者よりも法定の権限及び責任の範囲が限定されています 	
	証券保管振替機構 (ほふり)	<ul style="list-style-type: none"> 電子化された有価証券の振替その他の総合的な証券決済インフラ業務を行っています 振替債（社債、株式等の振替に関する法律に基づき、紙の社債券（券面）を発行せず、電子的な口座管理によって社債の権利移転や管理を行う社債）の記録を行い、証券会社等に開設された証券口座における社債権者の権利の管理を電子的に行います。 	
格付会社	<ul style="list-style-type: none"> 信用格付を付与し、その後も格付のフォローを行います 		
監査法人	<ul style="list-style-type: none"> 発行登録追補書類/有価証券届出書（訂正届出書）又はその参照書類である有価証券報告書等に記載されている財務情報の妥当性及び事後の変動を確認するコンフォート・レターを作成します 引受審査において必要となる確認事項について監査法人の立場から回答します 		

証券会社の役割

- 証券会社は社債発行に際して中心的な役割を果たします。証券会社1社のみが引き受ける場合もあれば、複数社が引き受ける場合もあり、その際は、証券会社ごとに異なる役割（事務主幹事・共同主幹事・幹事会社・引受会社）が与えられます。なお、各証券会社を選定する決定権は発行体にあります。

図表3-3-2 複数の証券会社が引き受ける場合における役割の一例

		事務主幹事	共同主幹事	幹事会社・引受会社
概要		複数の主幹事会社置かれた場合、これらを代表して事務を進行する	複数の幹事会社により幹事団を組成する場合、中心的役割を果たす	複数の引受会社が置かれた場合、幹事会社は引受会社を代表して発行体と協議する
実務	起債運営	<ul style="list-style-type: none"> 発行体や共同主幹事との綿密なコミュニケーションを通じ、起債運営を主導 主幹事間の意見などを取りまとめ、起債運営に係る資料を作成 	<ul style="list-style-type: none"> 事務主幹事や発行体との対話を通じ、起債運営を実施 	<ul style="list-style-type: none"> 原則、マーケティングには不参加
	引受審査	<ul style="list-style-type: none"> 発行時審査関連の作業を主導 質問状などを作成 	<ul style="list-style-type: none"> 質問状の内容や追加質問の有無などを確認 	
	ドキュメンテーション	<ul style="list-style-type: none"> 訂正発行登録書、発行登録追補書類や契約関係書類といった起債に伴うドキュメンテーションのドラフトを作成 起債に必要なドキュメンテーション関連実務の取りまとめを行う 	<ul style="list-style-type: none"> 事務主幹事が作成したドラフト書類を確認 	<ul style="list-style-type: none"> 原則、審査・ドキュメンテーション・デットIRなどは、一定の引受審査を除き不参加
	その他対応	<ul style="list-style-type: none"> デットIRを実施する場合、投資家のアレンジ、アテンドを実施 	<ul style="list-style-type: none"> デットIRにおける投資家のアレンジ、アテンドを事務主幹事と分担して実施（ケースバイケース） 	

銀行の役割

- 銀行は、社債発行に際して、主に社債管理や事務代理の立場から重要な役割を果たします。

図表3-3-3 銀行の役割

役職名	主な役割
社債管理者	<ul style="list-style-type: none"> 社債を発行する場合には、会社法上、原則として社債管理者の設置が義務付けられます。詳細は70頁を参照ください 社債管理者の立場から社債要項の内容も精査します。また、発行体の委託を受けて、社債原簿の作成を行います。発行体がデフォルトした場合は、債権保全・回収に必要な行為も行います
社債管理補助者	<ul style="list-style-type: none"> 2021年に施行された会社法の改正により新設された制度です 社債管理者設置義務がない社債に関し、社債権者が自ら社債の管理を行うことを前提として、社債権者による社債の管理の補助を行います。また、社債管理補助者の立場から社債要項の内容の精査を行うほか、発行体の委託を受けて社債原簿の作成を行います 法令上、弁護士・弁護士法人等も就任できますが、現在、銀行が就任することが一般的です（70、71頁参照）
財務代理人（FA）	<ul style="list-style-type: none"> 会社法等には、社債管理者を設置しなくてもよい例外規定があります。この場合は、社債管理補助者か財務代理人が設置されることが一般的です 社債管理者又は社債管理補助者がいる場合は、これらが財務代理人業務を担います 財務代理人は、発行・期中の社債関連事務を発行体の代理として行うのみであり、社債管理者のような法令上の義務・権限はありません 財務代理人の立場から社債要項の内容を精査するほか、発行体の委託を受けて社債原簿を作成します
発行代理人 支払代理人（IPA）	<ul style="list-style-type: none"> 社債管理者、社債管理補助者又は財務代理人がいる場合は、発行代理人業務・支払代理人業務を兼務します 発行体の代理人として、証券保管振替機構に対して社債の発行事務（銘柄情報登録等）及び期中事務（元利金支払事務等）を行います

社債発行において、初回発行（初回債）と継続的な発行では、必要となる手続期間や発行体における担当者の負担が大きく異なります。

初回債では、証券会社の支援を受けつつも、社内体制の整備、必要資料・内部情報の整理、関係部門との調整など、いわば「ゼロからの立ち上げ」が求められます。この準備段階だけでも相応の時間を要し、結果として全体のリードタイムは長期化しがちです。一方で、継続発行の場合には過去の発行実績が大きな資産として機能します。例えば、

- ▶ 信用格付の取得では、初回時には事業内容、財務方針、将来計画など幅広い説明が必要となりますが、二回目以降は定期モニタリングを前提とした更新対応が中心となり、資料整備・質疑対応の負担は大幅に軽減されます。格付会社との対話が継続的に行われていれば、相互理解が深まり、審査プロセスが円滑に進むことも期待できます。
- ▶ 発行登録制度を活用している場合には、登録期間中であれば都度の有価証券届出書の提出が不要となり、より機動的な起債が可能です。また、二回目の発行登録（発行登録の更新）を行う場合、二回目以降は社内にノウハウが蓄積されているため、必要書類の整備や当局対応は効率化できます。
- ▶ ドキュメンテーションの面でも、前回の契約条項や発行条件、作業プロセスを参照できるため、条項検討や関係者間の調整は格段に速くなります。証券会社による引受審査についても同様で、初回時にはビジネスモデルや内部管理体制の詳細確認が行われるのに対し、継続発行体であれば既存の理解を基礎とした追加的な確認が中心となるため、説明資料作成や質疑対応の工数は減少します。
- ▶ さらに重要なのは、マーケティング面での効果です。継続的に市場にアクセスしている発行体は、投資家にとって「情報が蓄積された馴染みのある存在」となります。決算説明会やデットIRを通じて継続的に情報提供することで投資家の理解は深まり、需要形成に要する時間も短縮されます。その結果、スプレッドの見極めや発行条件の最終決定までのプロセスが円滑となり、市場環境が良い局面を逃さず迅速な調達が可能になります。過去実績に基づく信頼感の高まりにより、より多くの需要獲得につながることも期待されます。

このように、継続発行は単なる資金調達手段の反復ではなく、手続負担の構造的な低減と、市場との信頼関係の蓄積をもたらします。平時から市場との接点を持ち、一定の発行実績を積み上げておくことは、突発的な資金需要が生じた局面においてこそ真価を発揮します。急な発行が必要となった際に初めて準備を始めるのではなく、計画的かつ継続的に社債市場を活用しておくことが、結果として調達の機動性確保とコスト最適化につながると考えられています。

第4章 公募債の発行

本章では、格付取得、発行登録、ドキュメンテーション、引受審査、起債運営といった具体的な実務プロセスを時系列に沿って解説します。初めて社債を発行する企業でも具体的なイメージが持てるよう、実務上のポイントを中心に解説します。

1 信用格付の取得

信用格付の概要

- 国内では、株式会社日本格付研究所（JCR）と、株式会社格付投資情報センター（R&I）の二社が代表的な格付会社として位置づけられています。それぞれの格付会社における信用格付の定義は、以下のとおりです。

格付会社	定義
JCR	法人の債務履行能力、又は個別債務（社債、ローン、CPなど）の履行確実性を等級で表示したもの
R&I	発行体が負う金融債務についての総合的な債務履行能力や個々の債務等が約定どおりに履行される確実性（信用力）に対する R&I の意見

- 信用格付は、投資対象の信用力を判断する際のベンチマークとして利用されており、会社が発行する社債の発行条件（利率）に大きく影響します。
- 信用格付には、発行体の信用力を評価する「発行体格付」のほか、個々の債務のリスクを評価する「債券格付」「長期個別債務格付」もあります。個々の債務に対して「債券格付」を付与するにあたっては、まず発行体が経営破綻に陥るなど債務不履行となる可能性（デフォルトリスク）を分析し、次いで債務不履行時の損失の可能性（回収リスク）を判断されます。

信用格付の取得意義

- 信用格付は、公募で社債を発行する場合には取得することが一般的であり、その取得により社債発行などの資金調達の手段が拡張されます。
- それだけでなく、会社の信用力に対する評価・意見を格付会社から得られる貴重な機会にもなります。格付会社の評価を経営に対する第三者の意見として捉え、経営方針を定期的にチェックすることもできます。
- さらには、格付取得を契機として、一定の財務規律の維持に対する意識が高まり、また、中長期的な財務戦略・財務運営の検討も深まり、総じて財務マネジメントの質向上につながることを期待されます。



財務規律の維持

中長期的な財務戦略の検討

信用格付の符号

株式会社日本格付研究所（JCR）と株式会社格付投資情報センター（R&I）の二社はいずれも、AAAからDまでの符号を用いて企業や債券の信用力を評価します。なお、各符号の定義は、以下のとおり格付会社によって異なります。

JCRの格付符号

格付	定義
AAA	債務履行の確実性が最も高い
AA	債務履行の確実性は非常に高い
A	債務履行の確実性は高い
BBB	債務履行の確実性は認められるが、上位等級に比べて、将来債務履行の確実性が低下する可能性がある
BB	債務履行に当面問題ないが、将来まで確実であるとはいえない
B	債務履行の確実性に乏しく、懸念される要素がある
CCC	現在においても不安な要素があり、債務不履行に陥る危険性がある
CC	債務不履行に陥る危険性が高い
C	債務不履行に陥る危険性が極めて高い
LD	一部の債務について約定どおりの債務履行を行っていないが、その他の債務については約定どおりの債務履行を行っているとしてJCRが判断している
D	実質的にすべての金融債務が債務不履行に陥っているとJCRが判断している

* AAからBまでについては、同一等級内での相対的位置を示すものとして、プラス又はマイナスの符号による区分が付けられます。

R&Iの格付符号

格付	定義
AAA	信用力は最も高く、多くの優れた要素がある
AA	信用力は極めて高く、優れた要素がある
A	信用力は高く、部分的に優れた要素がある
BBB	信用力は十分であるが、将来環境が大きく変化する場合、注意すべき要素がある
BB	信用力は当面問題ないが、将来環境が変化する場合、十分注意すべき要素がある
B	信用力に問題があり、絶えず注意すべき要素がある
CCC	信用力に重大な問題があり、金融債務が不履行に陥る懸念が強い
CC	発行体のすべての金融債務が不履行に陥る懸念が強い
D	発行体のすべての金融債務が不履行に陥っているとR&Iが判断する格付

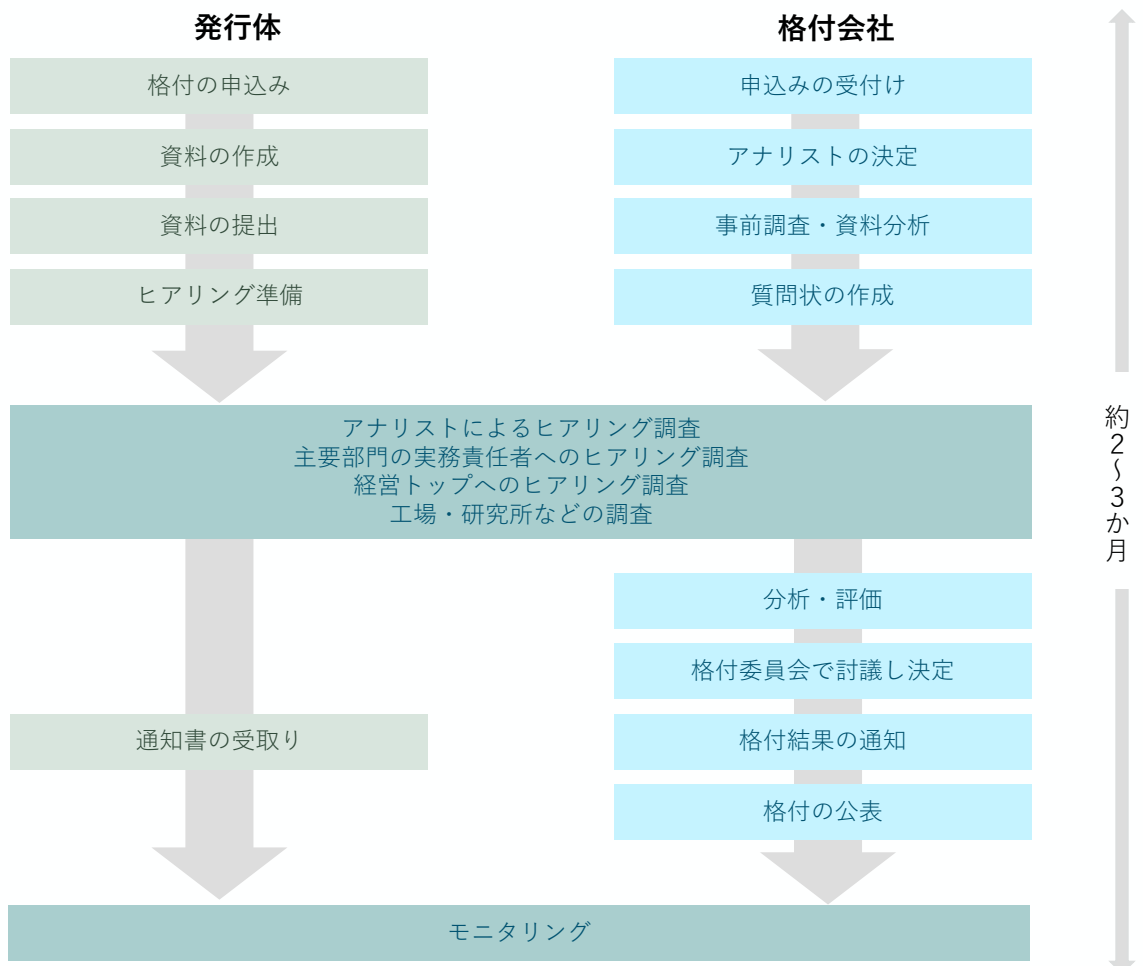
* AAからCCCまでについては、上位格に近いものにプラス、下位格に近いものにマイナスの表示をすることがあります。プラス、マイナスも符号の一部です。

債務不履行（デフォルト）の定義

格付会社	定義
JCR	金融債務の元利金支払いが当初約定どおりに履行されない状態を指す。これには、①実質的にすべての金融債務が債務不履行に陥っていると JCR が判断した場合と、②一部の債務について約定どおりの債務履行を行っていないが、その他の債務については約定どおりの債務履行を行っている JCR が判断した場合が含まれる。
R&I	金融債務が約定どおりに履行されない状態をいい、以下の事象が生じた発行体をデフォルトとして集計します。 1) 法的破綻 2) 金融債務の支払不履行 3) 債権者に著しく不利益となるような債務の条件変更の要請もしくは実施

信用格付取得までの流れ

図表4-1-1 信用格付取得までの流れの一例



* ヒアリング調査は1日程度、トップインタビューは1時間程度

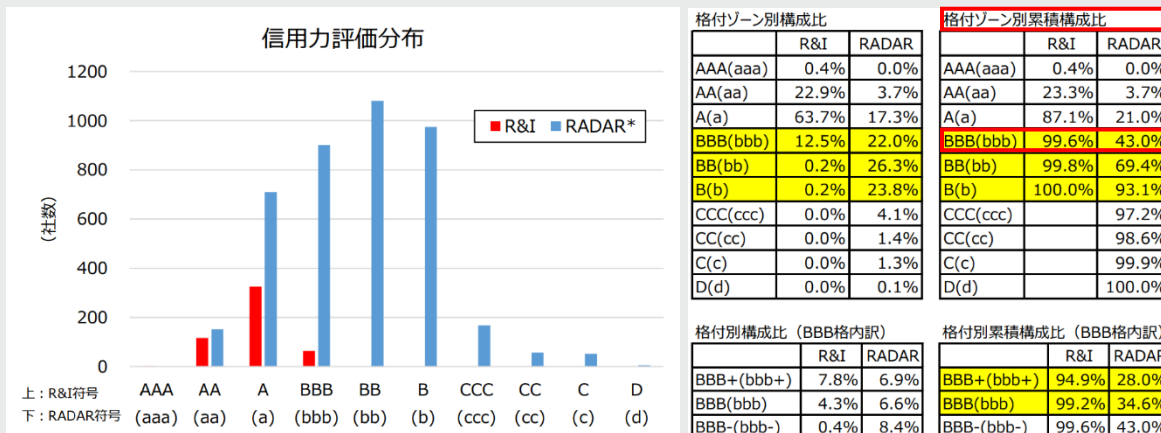
社債発行を検討する企業にとって、「BBB格」という格付は一つの心理的な分岐点となっています。国内投資家の中には「BBB格」の社債を投資対象から外すところもあり、企業においても「BBB格」以下の信用格付が付与される見通しになった際に、格付付与の申請を取り下げることが少なくありません。企業と投資家のそれぞれにおいて、BBB格は「不名誉な格付ではないか」「安全性が低いのではないか」といった印象を持たれているのかもしれません。

しかし、この理解は必ずしも正確ではありません。BBB格に関する格付会社の定義によれば、JCRでは「債務履行の確実性は認められる」と評価され、R&Iでは「信用力は十分である」と評価されています。BBB格に関する定義のうち、「上位等級に比べて、将来債務履行の確実性が低下する可能性がある」（JCR）、「将来環境が大きく変化する場合、注意すべき要素がある」（R&I）との定義の部分も、あくまで景気変動や業界環境の変化に対する耐性がA格以上に比べて相対的に劣る可能性があることを指摘するにすぎません。

上場企業全体を俯瞰してみても、BBB格は決して「平均以下」の水準ではなく、むしろ上位に位置付けられています。下図にあるとおり、R&Iが付与した格付との一致率が高いプロダクト（RADAR）において、上場企業全社を対象として推計した信用格付の分布図によれば、BBB格の企業は上位43.0%に含まれています。上場企業全体における倒産件数が直近5年間で数件程度にとどまることからしても、BBB格が十分な信用力を備えた評価されるべき企業であることは明らかです。

社債発行を検討する企業にとっても、投資家にとっても、BBB格はネガティブに捉えるべき評価ではなく、信用力を十分に備えた企業にのみ付与される高い評価であり、そのことを十分に理解する必要があります。格付符号の印象にとらわれるのではなく、その実質的な意味を把握することが、信用格付を活用するにあたっての前提となります。

【上場企業全体におけるBBB格企業の位置付け】



*RADARは企業の財務情報から、格付投資情報センター（R&I）の発行体格付を推計する財務定量モデルを搭載した日経金融工学研究所が提供するプロダクト。R&Iの格付との一致率が高いとされる。上図のRADARの信用力評価は、上場全社を対象として、2024年度の決算データより推計した格付。

[R&I（2025年8月31日時点の格付）日経金融工学研究所]

(図の出所) 第1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 株式会社格付投資情報センター提出資料から抜粋

2 発行登録制度に基づく起債

発行登録制度は、発行手続の簡略化を目的とした発行時開示の特例として、1988年の証券取引法（現：金融商品取引法）改正により導入されました。

発行登録制度を利用することにより、事前に「発行登録書」を提出し、社債発行時に「発行登録追補書類」を提出すれば、有価証券届出書の提出が不要とされ、機動的な有価証券の募集が可能になります。

※ 発行登録制度を利用せずに、個別の社債発行ごとに「有価証券届出書」を提出する方式を採用することも可能です。

発行登録制度の概要

- 発行登録制度とは、一定の期間内*に有価証券（社債など）の発行を予定している会社が、その期間内における発行予定額や発行予定有価証券の種類を記載した「発行登録書」をあらかじめ提出することにより有価証券の募集や売出しを機動的に行うことを可能とする制度です。

* 発行登録期間は、1年又は2年のいずれかを企業が選択することができ、実務上は2年間を選択する企業が大半を占めています。

- 社債の募集又は売出しを行う場合も、通常は金融商品取引法に基づき「有価証券届出書」を提出する必要がありますが、発行登録書を事前に提出している場合には、これに代えて、社債発行時に発行条件等を記載した「発行登録追補書類」を提出することで足りります。
- 発行登録制度を利用する場合には、発行登録追補書類の準備まで最短で数週間程度で足り、市場環境に応じた柔軟な資金調達が可能となるとともに、マーケット・リスクの軽減を図ることができます。
* なお、有価証券届出書（通常方式）では、財務諸表等の企業情報の作成を勘案すると少なくとも3か月以上の準備期間が必要となります。
- 発行登録制度を利用するためには、所定の利用適格要件を満たしている必要があります。

発行登録の利用適格要件

- 発行登録制度の利用適格要件として、継続開示要件と周知性要件の両方の充足が必要です。

継続開示要件

1年間継続して有価証券報告書を提出している者

周知性要件*

- ① 上場株式の年平均売買金額及び年平均時価総額が100億円以上
- ② 上場株式の年平均時価総額が250億円以上
- ③ 過去5年間に於いて、発行開示を行った募集又は売出しに係る社債券の券面総額又は振替社債の総額が100億円以上
- ④ 法令により優先弁済を受ける権利を保証されている社債券（一般担保付社債）を既に発行している場合
- ⑤ 指定外国金融商品市場に上場しており、かつ同市場における基準時時価総額が1,000億円以上

* 周知性要件について、国内上場会社の場合は①～④のいずれかを、非上場会社の場合は③の基準を充足していることが必要です。

3 ドキュメンテーション / 必要書類の作成

社債発行にあたっては、発行登録に必要な書類に加え、条件決定日までに発行登録追補書類や社債要項なども作成する必要があります。提出期限に留意しなければならない書類もあるので、事前にその範囲や、当該書類を作成するために必要な社内手続を把握しておくことが重要です。

※ 以下では特に重要な、①発行登録関係、②発行登録追補書類関係、③契約書関係等について解説します。実務上はこのほかに、引受審査関連の書類作成が必要となりますが、この点については「4 引受審査」(34頁以下)を参照ください。

① 発行登録関係

書類名		備考
発行登録書		重要な項目： <ul style="list-style-type: none"> 発行予定期間：発行登録の効力発生日から起算して1年間又は2年間のいずれかを選択 発行予定額：発行予定期間内に想定される額を記入。訂正発行登録書による増額はできない（発行登録取下げ後の再提出が必要）ため、ある程度余裕を持った設定が必要 資金使途：想定される使途はあらかじめすべて記載しておくことが一般的
添付書類	利用適格書面	継続開示要件及び周知性要件を満たしていることを示す
	ハイライト情報	事業内容の概要及び主要な経営指標等の推移を記載（通称「ハイライト情報」） <ul style="list-style-type: none"> 提出日の直近日における情報にアップデート
	定款	参照書類である直近の有価証券報告書に定款が添付されていない場合、又は当該参照書類に添付した日以後定款に変更がある場合に必要
	業績の概要	有価証券報告書等の提出前に決算の承認など重要な事実が発生しながら、発行登録書の提出時に当該重要な事実を記載できない場合には、決算短信等直近の資料を添付する必要あり。

② 発行登録追補書類関係

書類名		概要	時期/期限
発行登録追補書類		発行登録制度において実際の募集を行う都度、その具体的な条件を補足して提出・開示する書類	条件決定日
添付書類	取締役会議事録（写し又は抄本）	会社法に定める社債の募集事項等の決定が行われた取締役会の議事録の写し又は抄本を添付	条件決定日
	ハイライト情報	事業内容の概要及び主要な経営指標等の推移を記載 <ul style="list-style-type: none"> 提出日の直近日における情報にアップデート 	条件決定日
	業績の概要	有価証券報告書等の提出前に決算の承認など重要な事実が発生しながら、発行登録追補書類の提出時に当該重要な事実を記載できない場合には、決算短信等直近の資料を添付する必要あり。	条件決定日

③ 契約書関係等

書類名	概要	関係者			時期/期限
		発行体	主幹事	銀行*	
契約書関係					
社債要項	<ul style="list-style-type: none"> 社債の内容を規定したものであり、発行登録追補書類の証券情報の内容となる 引受契約書及び財務代理契約書の末尾にも添付される 	●	●	●	条件決定日
引受契約書	<ul style="list-style-type: none"> 社債の引受けに係る募集方法、手数料、責任の所在などを取り決めた契約書。発行体と引受会社との間で条件決定日に締結する 	● 代表者 捺印	● 代表者 捺印		条件決定日
引受契約に係る 証明書	<ul style="list-style-type: none"> 引受契約書における発行体の表明保証（開示書類の正確性、反社会的勢力との関係がない旨など）について、払込期日において改めて表明及び保証するための書類 	● 代表者 捺印	●		払込期日
財務代理契約書	<ul style="list-style-type: none"> 財務代理人を置く場合に締結される契約書 発行体と財務代理人との間で締結される 	● 代表者 捺印		● 代表者 捺印	条件決定日
社債管理委託契約書 又は 社債管理補助委託契約書	<ul style="list-style-type: none"> 社債管理者又は社債管理補助者を置く場合に締結される契約書 発行体と社債管理者又は社債管理補助者との間で締結される 	● 代表者 捺印		● 代表者 捺印	条件決定日
投資者情報管理に関する確約書					
投資者情報の管理に 関する確約書	<ul style="list-style-type: none"> 投資者情報を適切に管理し、本件以外の目的で使用しないことを確約する文書 	●	(●)		起債運営 開始前
社債発行に係るプレスリリース					
プレスリリース	<ul style="list-style-type: none"> TDnet（又は／及び）発行体のホームページに掲載することが多い（作成・開示は各社の任意） 	●	(●)		条件決定日

* 銀行：財務代理人、社債管理者又は社債管理補助者

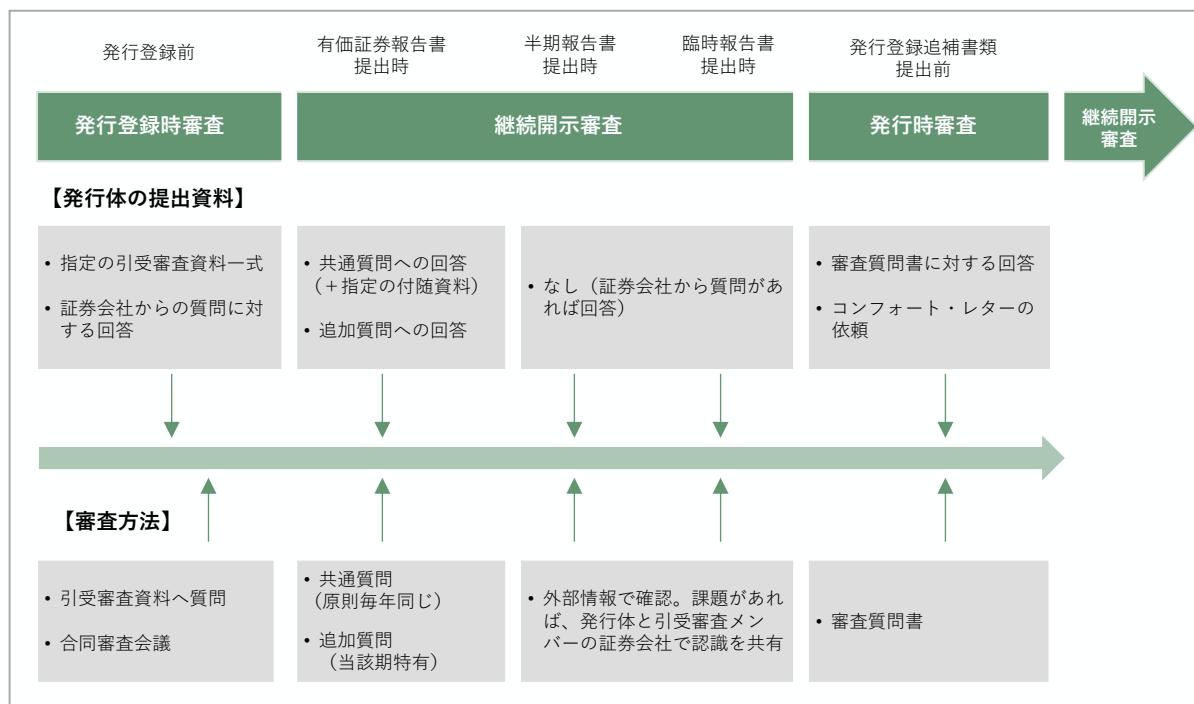
4 引受審査

- 引受審査とは、企業が株式や社債を発行する際に、それを引き受ける証券会社において、投資家保護などの観点から、発行体から提出された審査資料一式及び情報を基に行われる審査のことをいいます。社債発行における引受審査には、①発行登録時審査、②継続開示審査、③社債発行時審査の3つがあります。
- このうち財務諸表周りの審査については、財務諸表の品質確保が十分になされていることを前提として、外部の財務諸表等を分析する立場から明らかに疑わしい事象がないかという点に留意して審査することとされ、「財務諸表作成における留意点」の遵守状況の確認については不要とされています。

①発行登録時審査、②継続開示審査、③発行時審査の概要

引受審査	審査のタイミング	備考
発行登録時審査 (新規)	発行登録書提出前	発行体、監査法人及び主幹事候補会社（引受審査メンバー） ▶ 主幹事候補会社が、引受審査資料を基に質問書を作成 ▶ 発行体は、その質問書に対する回答書を作成し、提示 ▶ 質問書・回答書のやり取り後、原則、三者間で合同審査会議を開催し、回答書などの内容を確認
継続開示審査	有報提出時・半報提出時	発行体、監査法人及び主幹事候補会社（引受審査メンバー） ▶ 発行登録期間中に新たな有価証券報告書又は半期報告書が提出された場合に行う。発行体は有価証券報告書提出時に共通質問に対する回答書を提出 ▶ 有価証券報告書・半期報告書・臨時報告書等の継続開示書類に加え、共通質問に対する回答書を受け、主幹事候補会社は質問書を作成 ▶ 通常、合同審査会議は開催しない
発行時審査	社債の発行時	発行体、監査法人及び個別社債発行時の主幹事会社（引受審査メンバー） ▶ 個別の社債発行時の主幹事会社により行われ、資金使途に関する開示内容、発行登録時審査又は継続開示審査以後の変動等を審査対象として質問書を作成。その質問書に対して発行体は回答書を提出 ▶ 通常、合同審査会議は開催しない

図表4-4-1 引受審査の流れ



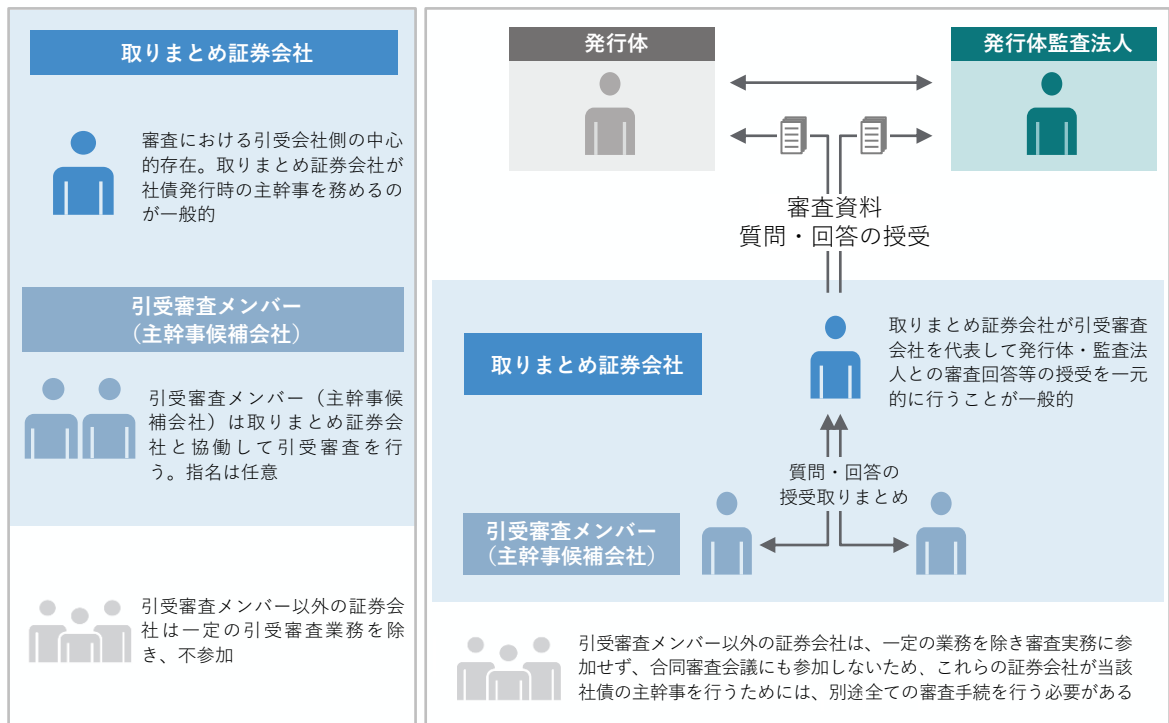
発行登録時の審査（新規の発行登録を行う場合）

- 発行登録時の引受審査では、開示書類及び別途提出の引受審査資料に係る証券会社からの質問に対して書面にて回答し、その後、合同審査会議にて質疑応答を行う形で実施されることが一般的です。

- ① 発行体が引受審査資料を発行登録の効力発生予定日の14営業日以上前までに引受審査メンバーに提出
- ② 引受審査メンバーが資料受領後質問事項を作成し、取りまとめ証券会社が集約し、発行体及び監査法人に送付
- ③ 発行体及び監査法人が上記質問への回答を書面で取りまとめ証券会社に送付、その後、引受審査メンバーに配布
- ④ 回答配布後、発行体、監査法人及び各引受審査メンバーで面談、質疑応答を行う（合同審査会議）

発行体から提出する資料	審査に用いられる公開資料の例
<ul style="list-style-type: none"> ➢ 関係会社一覧表 親会社、子会社、関連会社等の名称、所在地、議決権の所有割合、事業内容、及び関係性（役員兼任や取引関係）を明確にする書類 ➢ その他必要と認められる資料 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 定款（最新版） ➢ 計算書類及び事業報告（2期分） ➢ 金商法上の継続開示書類及びその添付書類 ➢ 決算短信、決算補足説明資料 ➢ 適時開示資料、プレスリリース ➢ 証券会社アナリストが作成したレポート ➢ 格付会社が公表したレポート ➢ その他必要と認められる資料

図表4-4-2 発行登録時の引受審査実務のイメージ



継続開示審査

- 発行体が発行登録期間中に新たな参照書類（金融商品取引法に基づき開示する「有価証券報告書」「半期報告書」「臨時報告書」その他の継続開示書類）を提出した場合、証券会社が遅滞なく、発行登録時審査に準じた形で行う審査です。
- 継続開示審査では、投資家の判断に影響の大きい元金支払能力及びリスクファクターの開示（将来キャッシュ・フロー創出力に影響のある事項の分析と開示）に係る審査に重点を置いた確認を行います。外部情報の確認などによって、引受けに向けての基本的な考え方やスタンスに影響が及ぶようなことがないかを確認することがメインです。通常、合同審査会議も開催されません。

発行時審査

- 主幹事証券会社により行われ、主に、発行登録時又は継続開示審査以後の変動を審査対象とします。
 - * なお、発行登録の引受審査メンバー以外の証券会社が主幹事証券会社となる場合には、有価証券届出書方式と同様、あらかじめ全ての審査を行う必要があります（その際、継続開示審査メンバー以外の主幹事証券会社には、継続開示審査での質疑内容を共有することが一般的です）
- また、社債発行時には、引受証券会社の責任を全うすることを目的として、監査法人が発行体の財務諸表などの正確性を調査し、その結果をまとめた書簡（コンフォート・レター）を発行体及び主幹事証券会社が受領することとされています。
- コンフォート・レターは、払込日の前営業日に監査法人から受け渡されます。なお、財務諸表以外の財務情報に関する調査については、監査法人は発行体及び主幹事証券会社と協議の上、コンフォート・レターとは別に発行登録追補書類の提出日付で作成することもできます（ファースト・コンフォート・レター）。

図表4-4-3 継続開示審査及び発行時審査の概要

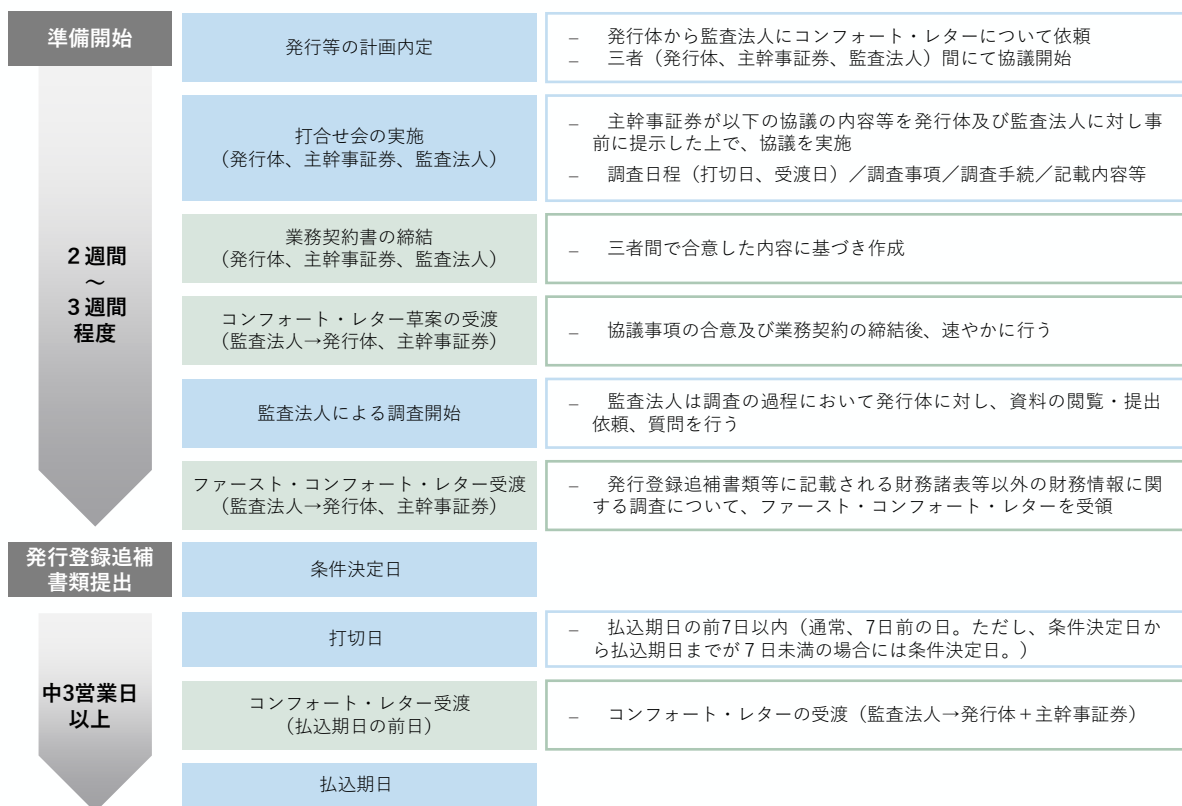
	継続開示審査		発行時審査
	有価証券報告書提出時	半期報告書・臨時報告書提出時	
基本スタンス	<ul style="list-style-type: none"> ● 元金支払能力及びリスクファクターの開示（将来キャッシュ・フロー創出力に影響のある事項の分析と開示）に係る審査に重点を置いた確認を行う ● 財務諸表周りは、外部から財務諸表等を分析する立場から、明らかに疑わしい事象がないかという点に留意し、従来みられた財務諸表作成における留意点の遵守状況の確認は不要 		
審査の流れ	1. 共通質問事項 有価証券報告書提出後、発行体は共通質問（原則毎年同じ）に回答 2. 追加質問事項 発行体は共通質問事項回答後、引受審査メンバーの証券会社から提示される当該期特有の事項等に係る質問に回答	① 引受審査メンバーの証券会社は外部情報で確認（発行体からの当初の資料提出は不要） ② 課題が認識された場合、発行体と引受審査メンバーの証券会社で認識を共有 ③ 発行体は、起債時までに課題の解決に向けた取組みを行う	① 主幹事証券会社は、下記の審査内容について、引受けの妥当性を審査 ② 発行体の監査法人とコンフォート・レター（正本は払込期日の前営業日に受領）及びコンフォート・レター作成に係る業務委託契約の内容について、必要に応じて打合せも行う
審査内容	<ul style="list-style-type: none"> ● 財政状態及びCF ● 企業内容等の適切な開示 ● CF計画・分析 ● 財務基盤の健全性（貸借対象表分析） 	<ul style="list-style-type: none"> ● 引受けに向けての基本的なスタンス変更に影響を与える事項 	<ul style="list-style-type: none"> ● 継続審査で認識された課題への解消状況 ● 財政状態及びCF ● 適格性関連 ● 調達資金の資金使途 ● 企業内容等の適切な開示 ● その他主幹事証券会社が必要と認める事項

図表4-4-4 コンフォート・レターの主な内容

① 日付、宛先、打切日
<ul style="list-style-type: none"> - 打切日とは、監査法人の責任の時間的限界を示す日であり、監査法人の調査手続及び書簡に記載される内容は、打切日までの事項が対象となります
② 届出書等*に含まれている監査済の財務諸表等
<ul style="list-style-type: none"> - 監査報告書日付現在の状況において訂正を必要とする事項が、打切日現在生じていないかに関する発行体の責任者に対する質問による調査結果 - 通期決算発表後有報提出前又は半期決算発表後半報提出前には、業績の概要（未監査の財務諸表）がコンフォート・レターの対象となることもあります
③ 届出書等に記載されている財務諸表等以外の財務情報
<ul style="list-style-type: none"> - 調査の実施手続及びその記載内容が発行体の会計記録等と合致しているかについての調査結果 - 調査事項は、内部統制の管理下にある資料等から入手された情報及び議事録、契約書等によって直接確かめることができる情報
④ 事後の変動
<ul style="list-style-type: none"> - 届出書等に記載された最近事業年度（連結・中間を含む）の財務諸表等の決算日の翌日から直近月末及び打切日までの期間における特定の財務項目の変動 - 具体的には、純資産の減少の有無、売上高又は利益金額の前年同期比減少の有無等について、議事録の閲覧、発行体の責任者に対する質問、直近の月次財務諸表・月次試算表の閲覧による調査結果

* 発行登録方式の場合、「届出書等」とは発行登録追補書類等の参照書類（有価証券報告書等）を指します。

図表4-4-5 コンフォート・レター受領までの流れの一例



証券会社は、有価証券届出書のうち、公認会計士又は監査法人による監査証明を受けた財務諸表等に重要な事項の虚偽記載又は重要な事項・事実の記載欠如がある場合、金融商品取引法第 21 条第 1 項第 4 号に基づく損害賠償責任を負う可能性があるほか、虚偽記載等のある目論見書等を使用して有価証券を取得させた者として、同法第17条に基づく損害賠償責任を負う可能性があります。

日本証券業協会においては、証券会社の引受業務の適正な運営と投資家保護を図り、資本市場の健全な発展に資するため、「有価証券の引受け等に関する規則」等を定め、また、引受審査の質の確保を図りつつ、より機動的な社債発行が確保されるよう、実務の合理化・効率化を図るため、関連するガイドラインを制定し、証券会社における業務の目線合わせを行っています。

発行体としても、引受審査の趣旨や内容を十分に理解したうえで、常日頃から適時・適切な情報開示や正確な財務報告に努めることが、引受審査を円滑なものにします。引受証券会社と発行体が相互の役割を共有し、建設的な対話を重ねることが、投資家保護と機動的な社債発行を両立させることにつながると考えられます。

5 取締役会決議 / 取締役の決定

社債発行は、会社法上、取締役会の決議事項とされています。ただし、社債内容の概要のみを取締役会で決議し、具体的な条件の一部の決定については、個々の取締役に委ねることもできます。取締役会決議がされていることは、条件決定日に取締役会議事録などを財務局に提出することによって明らかにします。

取締役会決議事項

- 会社法及び会社法施行規則上、取締役会決議によって決定しなければいけない事項（法定取締役会決議事項）は、要旨次のとおりです。
 - ・ 二以上の募集に係る決定を委任するときは、その旨（複数回の社債の募集に係る決定の委任）
 - ・ 社債の総額の上限
 - ・ 利率の上限その他の利率に関する事項の要綱
 - ・ 払込金額の総額の最低金額その他の払込金額に関する事項の要綱
- 上記事項以外の事項の決定については、個々の取締役に委任することが認められているため、社債の概要のみを取締役会で決議し、実際の利率などについては委任を受けた取締役に決定することができます。
- ただし、監査等委員会設置会社においては、取締役の過半数が社外取締役である場合又は定款の定めがある場合には、取締役会決議により、上記法定取締役会決議事項の決定を取締役に委任することができます。指名委員会等設置会社においても、取締役会決議により、同取締役会決議事項の決定を執行役に委任することができます。

6 デットIR

デットIR（インベスター・リレーションズ）とは、企業が投資家に対し、財務状況などの投資判断に必要な情報をタイムリーに開示・提供する広報活動の一種です。

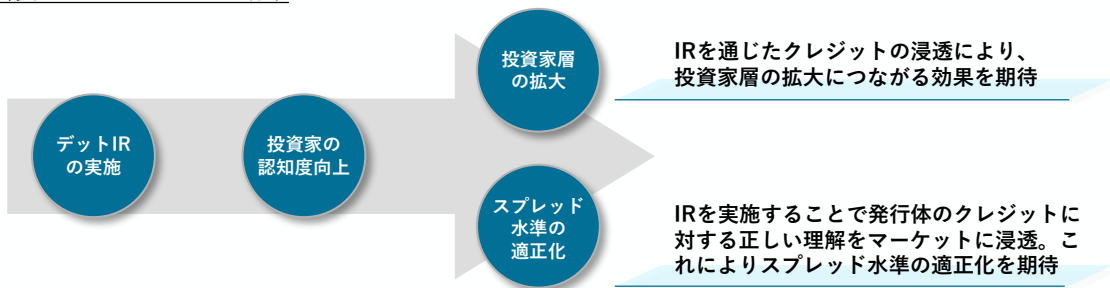
ディールロードショーとノンディールIR

- デットIRは、商慣習上、①個別の社債発行に結びつけたディールロードショーと、②個別の社債発行とは別に行うノンディールIRに大別されます。
- ディールロードショーを実施するか否かは、発行体の状況や起債時期などに応じて適宜判断されます（初回債、SDGs債、大型案件等の際に実施されることが比較的多いです）。
- ノンディールIRは、決算の説明などが主な内容で、継続発行を行う発行体が主に実施しています。

デットIRの効果

- IRを実施することにより、発行体の信用力に対する正しい理解を市場に浸透させることができ、認知度向上による投資家層の拡大、スプレッド水準の適正化といった効果が見込まれます。

図表4-6-1 デットIRの効果



デットIRの手法・各手法の比較

- IRを行う目的や投資家の理解度などに応じて、IRの手法を使い分けることが重要です。1on1ミーティングと集合型ミーティングが一般的な手法で、足元では、Web会議による開催も一般的となっています。

図表4-6-2 デットIRの手法

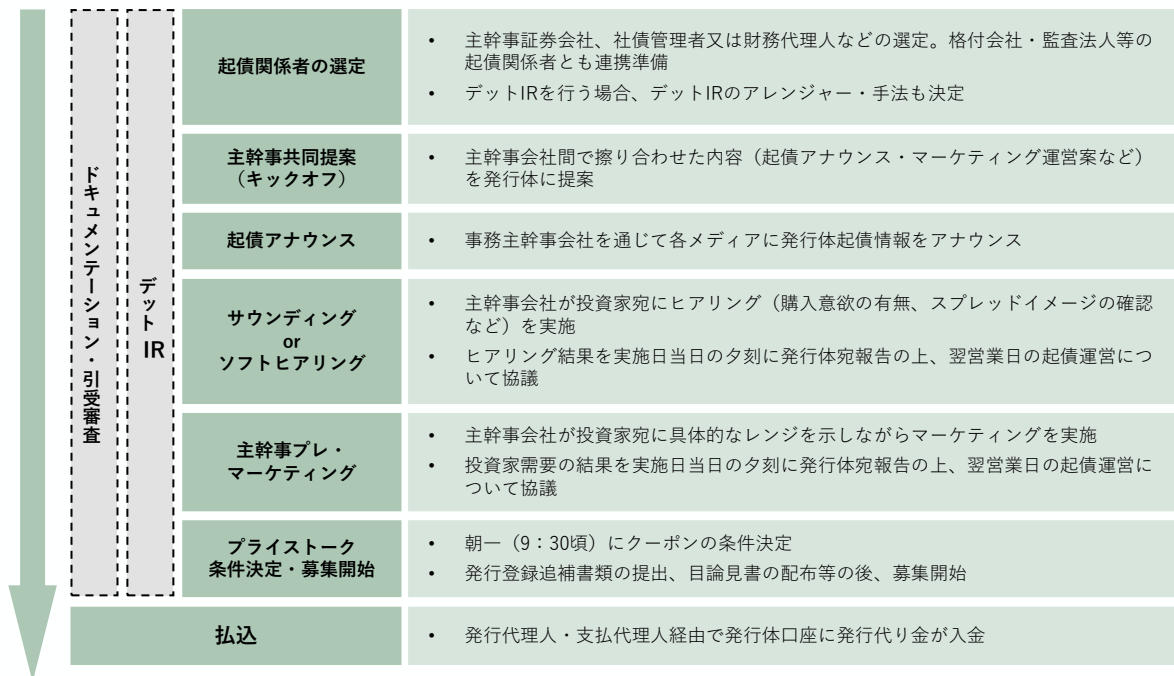
	実施方法 / 形式	メリット	デメリット
1 on 1 MTG	電話会議・対面・WEB会議 1対1 の対面形式	<ul style="list-style-type: none"> ▲ 1対1の形式であり、発行体からの説明・Q&Aにおいて各投資家の具体的な関心事項に沿った深いコミュニケーションが可能 ▲ 直接対話をするため、投資スタンスについて投資家の考え方を汲み取りやすい 	<ul style="list-style-type: none"> ▼ 発行体が投資家オフィスへ赴く場合（昨今はあまり多くない）には、1件あたりの時間効率が悪い ▼ 設定可能な面談数に限りがあり、カバーされる投資家も限定される傾向
集合型（スマール）MTG	電話会議・対面・WEB会議 複数 の投資家に対する説明会形式	<ul style="list-style-type: none"> ▲ 短期間でより多くの投資家と効率的にコミュニケーションを図ることが可能 ▲ 幅広く声掛けを行うことで、これまで購入がなかった潜在的な投資家候補の開拓に繋がる可能性あり 	<ul style="list-style-type: none"> ▼ 発行体のクレジットについて個別に深く分析したい投資家がいる場合、1on1対比で内容が薄くなる可能性あり

7 起債準備・運営 / マーケティング

社債発行におけるマーケティング（起債運営）は、投資家へのヒアリングやIR活動を通じて最適な条件（金利、発行額など）を決定し、適切な需要と販売先を確保するための重要なプロセスです。

起債準備・運営の全体像

図表4-7-1 起債準備・運営の流れの一例



サウンディング/ソフトヒアリング

- サウンディングは、投資家に具体的なスプレッドのレンジ（範囲）を示さず、投資家の目線や需要額をあらかじめ把握するために実施します。サウンディングを実施しないこともあります。
- ソフトヒアリングは、発行者が起債意思を固めた後（公表後）に、投資家のニーズをより具体的に把握するために実施します。
- 両者とも、投資家に具体的なレンジは示しませんが、投資家への案内における参考としてガイダンスレンジ（スプレッドがどのくらいの範囲になるかを示す目安）を提示することはあります。

（サウンディング/ソフトヒアリング結果の例）

投資家分類		
生命保険会社	A	例：ガイダンスレンジに違和感はない。〇〇億円程度検討。
	B	例：投資機会を重視したいが、〇〇bp程度ではタイトな印象。
損害保険会社	A	・・・
	B	・・・
都市銀行	A	・・・

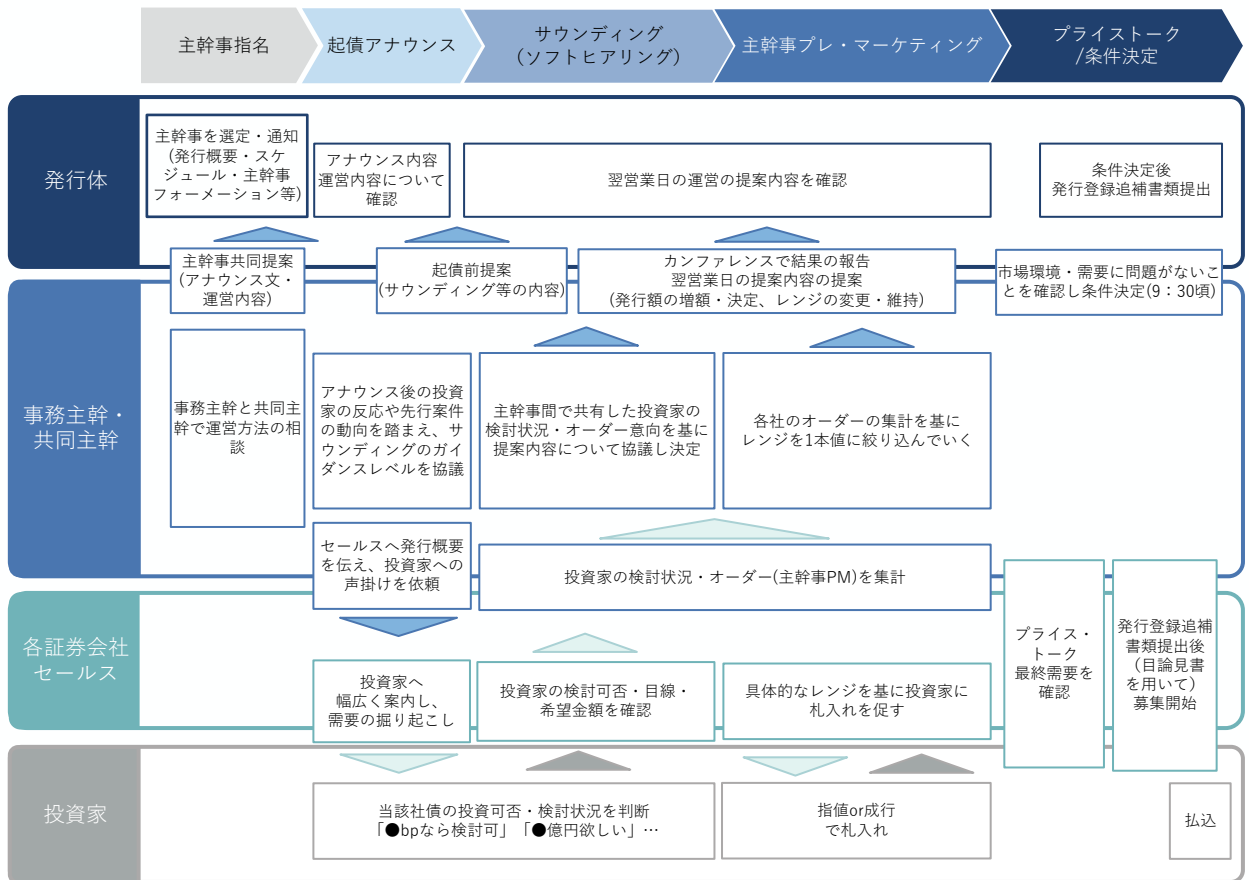
主幹事プレ・マーケティングについて

- 主幹事プレ・マーケティングでは、具体的なレンジを設定し、投資家需要を取り込みます。
- 主幹事各社が投資家からレンジで定めたスプレッド（又は絶対値）ごとにオーダーを受け、投資家のレベル感を確認しながら徐々にレンジを絞っていく作業を進めます。
- 主幹事プレ・マーケティング最終日に発行額の需要を確保できるスプレッド（又は絶対値）を決定します。

マーケティングにおけるレンジの絞込みの考え方の一例

- レンジは投資家の需要の集まり具合を確認し、ワイドサイド、タイトサイド又はその双方を同時にカットし絞り込みを進めます（12頁も参照）。
- 特定のスプレッド又は絶対値までで発行額を満たす需要が集まった場合、それよりワイドなスプレッド又は絶対値をカットします。
- 逆に需要の積み上がりが悪く実現が難しそうな場合、タイトサイドをレンジに残しておくことで投資家の警戒感が強くオーダーの入りが遅くなりそうな場合などは、タイトサイドをカットすることもあります。

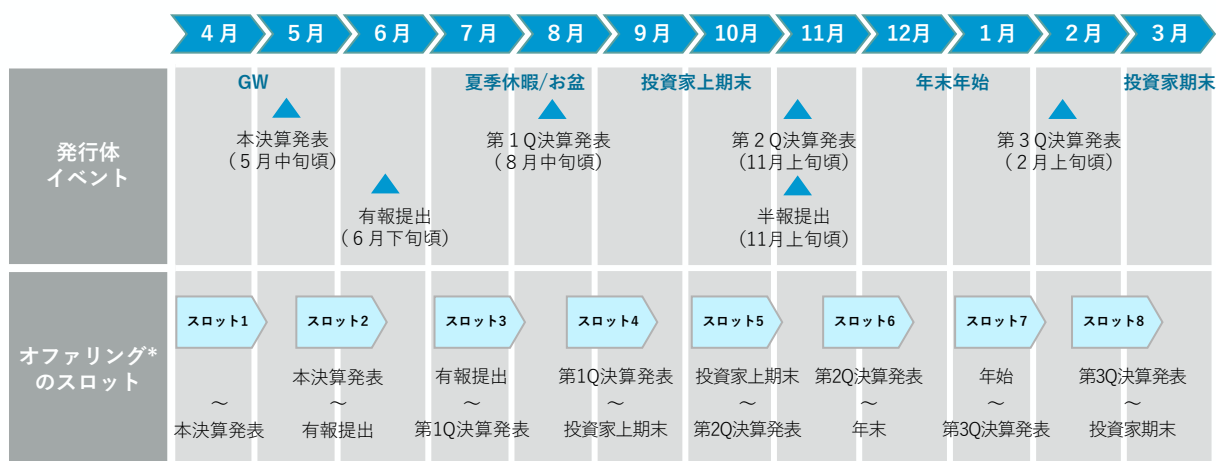
図表4-7-2 マーケティングプロセスの全体像



起債ウィンドウの考え方

- 社債発行に際しては、起債ウィンドウという考え方があり、起債運営を行う際は、発行体の開示タイミングや四半期末及び連休前後を避けた日程を設定する場合があります。

図表4-7-3 起債ウィンドウのスポット（3月末決算の発行体の場合）



* 債券などを投資家に販売するために、条件提示や需要の取り込みを行う一連の手続きのことをいいます。

- 発行体の開示イベント及び各四半期末を境に8つの起債ウィンドウ（スポット）が存在します。
- マーケティング期間中や、条件決定から払込までの間に、発行体の新しい開示イベント（決算発表、継続開示書類の提出等）の予定がないことが大原則とされています。

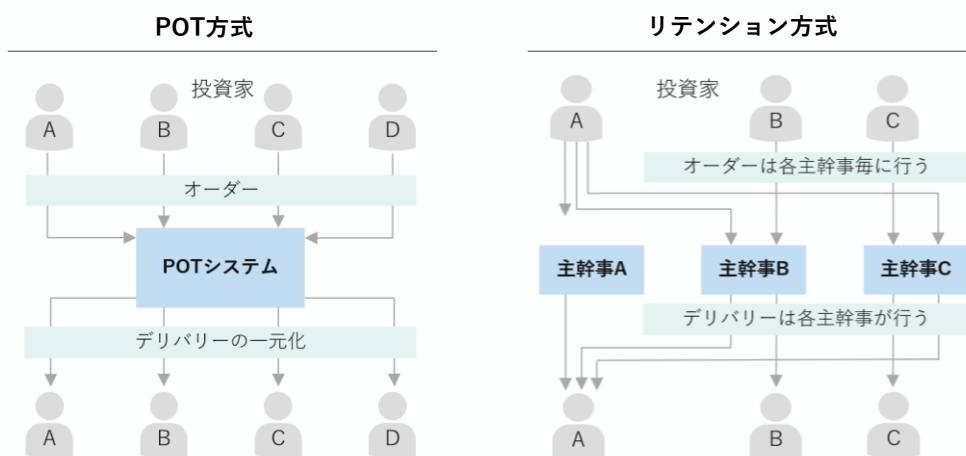
起債ウィンドウではないタイミング

四半期末/大型連休前後	9月末、3月末、年末年始、ゴールデンウィーク、お盆、年末年始等の大型連休との重複は、投資家需要が弱い（投資家がない）可能性が高い
発行体の開示イベント前後	各四半期の決算発表や報告書提出予定日をまたぐ起債運営は、正確な情報開示、投資家保護の観点から回避
その他の留意事項	国内外問わず、重要な政治経済イベントや指標公表日には留意が必要

販売方式の比較 — POT方式とリテンション方式 —

- 証券会社が複数いる場合、各証券会社に対して社債をどのように割り振って販売するかについては、大きく分けて、①POT方式と②リテンション方式の二つがあります。
- POT方式は、証券会社各社が受けた投資家からの注文を「1つのつぼ (POT)」に集約し、需要情報や販売先を他の証券会社や発行体と共有し、各証券会社が協力して販売する方式で、透明性が高いとされています。リテンション方式は、証券会社ごとに分割して社債を割り当て、各証券会社はそれぞれ自社の引受分 (販売シェア分) のみを販売する方式です。
- これまではリテンション方式が主流でしたが、起債運営の透明性の向上を企図し、かつグローバルスタンダードとされるPOT方式の割合が近時は増加傾向にあります。

図表4-7-4 POT方式とリテンション方式のイメージ



図表4-7-5 POT方式とリテンション方式のメリット・デメリット

※ POT方式もリテンション方式も、必ずしも毎回同じ方法というわけではなく、細部の運営は案件ごとに異なる場合があります。そのため、メリット・デメリットの整理もあくまで一般的な傾向を示したものにすぎないことに留意ください。

	発行体視点	投資家視点
POT方式	<ul style="list-style-type: none"> 発行体自身が投資家の名称や提示条件を把握することができ、起債プロセスの透明性が向上する* その結果、上記情報を踏まえた起債運営が可能となり、起債運営に対する安心感が増す 	<ul style="list-style-type: none"> 価格決定プロセスが透明なため投資家の納得感が向上する リテンション方式と比べオーダーの手続きの煩雑さは抑制され得る アロケーション金額が起債運営の終盤まで見通しづらく、希望額を確保できない可能性あり
リテンション方式	<ul style="list-style-type: none"> POT対比で自社分の販売に対する各引受会社のインセンティブが働きやすく、結果として販売力の向上が期待される 基本的に事務主幹事が取りまとめるから発行体に共有されるため、情報の即時性・粒度が損なわれる結果、POT方式対比で起債運営の透明性が低くなる可能性あり 需要進捗不調時に、主幹事が自社引受責任額の充足を優先し、本来やるべき新たな投資家探し等ではなく全社が見えている投資家のオーダーを自社に誘導するインセンティブが働く可能性あり 	<ul style="list-style-type: none"> 水準感よりアロケーションの確保を重要視する投資家に対して、主幹事各社の裁量の範囲で投資家にアロケーションの確約がしやすい 価格決定プロセスの観点で投資家の納得感に影響する可能性あり 主幹事ごとにオーダーを出す必要があり、投資家において煩雑さを感じる可能性あり

* 発行体は、投資家名の開示に同意せず「アカウントX」などと別名義で登録される投資家の正式名称については、POT方式であっても把握できません。

公募による社債発行を円滑に進めるためには、証券会社のサポートが不可欠です。投資家の需要把握や販売活動など起債運営の中核的役割を担っている証券会社と緊密に連携することが、円滑かつ充実した起債運営を行うための重要な要素となります。そのためには、発行体においても、証券会社の業務の前提となる法令や情報管理の枠組み、実務の在り方を十分に理解しておく必要があります。

まず、金融商品取引法上、有価証券届出書の提出前に社債の勧誘を開始すること（届出前勧誘）は禁止されています。これは、不確実又は不十分な情報に基づく投資判断を防止する観点から、有価証券届出書の提出前に投資家へ実質的な勧誘を行い、販売圧力によって投資判断を歪めることを防ぐためのものです。このような背景から、証券会社は正式な情報開示前の段階では投資家への働きかけに慎重にならざるを得ません。発行体としても、証券会社から投資家に対する情報提供のタイミングについては留意する必要があります。

また、発行体の非公開の起債情報や投資家の非公開の投資意向は、いずれも顧客情報として厳格に管理されています。これらの情報は、法令・諸規則に基づく場合や当該発行体又は投資家の同意がある場合を除き、第三者に提供することはできません。同意のもとで他社に情報提供を行う場合であっても、その目的はあくまで起債運営を適切に行うことに限定され、提供先に対しても適切な情報管理が求められます。こうした規律との関係で、例えば、証券会社が起債アナウンス前の早い段階で、発行体の同意を得ることなく投資家の需要を獲得してしまうと、顧客情報の管理上の問題につながるだけでなく、その時点で把握された需要がその後の市況変化を反映しないまま条件決定に用いられることにより、発行条件の適正性にも影響を及ぼすおそれがあります。したがって、発行体としては、単に需要の多寡のみならず、その形成過程の適切性にも目を向けることが重要です。

特にリテンション方式においては、販売力の強さ（完売できるか否か）だけでなく、情報管理の適切性や需要形成のプロセスを含めて総合的に評価し、次回以降の主幹事選定に反映させることが、より良いディールの実現につながると考えられています。

さらに、新規発行された社債のうち投資家への販売後も証券会社に残る部分を「募残」といいますが、これは必ずしも販売不振による売れ残りを意味するとは限らず、証券会社は、自身の独立した判断（ディーラーの独立した判断）により自己勘定でポジションを保有する場合があります。こうした実務上の特性についても理解しておくことが重要です。

以上のように、発行体が証券会社の規律や実務を踏まえた上で連携を図ることにより、透明性と信頼性の高い起債運営が可能となり、安定的かつ効率的な資金調達につながることが期待されます。

- 発行条件の決定時は、主幹事からの条件提示後、マーケット変動リスクを回避するために機動的に対応する必要があります。

条件決定日の流れの一例

図表4-8-1 条件決定日の流れの一例

時刻	運営内容	発行体の関与	内容
9:00頃	前日の国内市場及び海外市場の寄り付き状況を把握	必要	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 事務主幹事から発行体に連絡 ー 条件決定に向けて市場環境に問題がないことを確認
9:00~ 9:25	プライストークの実施 (投資家需要の最終確認)	ー	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 共同主幹事にて最終需要及びプライストークレベルを確認
9:30頃	条件決定 (プライシング)	必要	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 事務主幹事から発行体にプライストーク結果を報告 ➤ 発行条件を確認し、確定
可能な限り 速やかに	発行登録追補書類+添付書類の提出	必要	<ul style="list-style-type: none"> ➤ プライシングを確認後、発行体にてEDINETに提出
	発行登録追補書類提出完了の連絡	必要	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 発行体から事務主幹事に「EDINET提出完了」の連絡
	発行登録目論見書及び発行登録追補目論見書の送付	ー	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 目論見書を作成 ➤ 各引受会社に配布
	募集開始	ー	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 募集事務を開始

日本の社債発行におけるマーケティング期間は、海外市場と比較して長い傾向にあると指摘されています。

日本の社債市場では、長らくの低金利環境、完売を目指す発行体の意向、プロではない投資家層の存在感の大きさなどを背景として、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ました。しかし、近時は、次のような弊害が生じるおそれ指摘されています。

- 第一に、マーケティング開始時点から条件決定までに時間がかかることで、その間に市場金利が変動する可能性が高まる点です。

低金利下であれば基準金利の変動幅が比較的小さく、マーケティング期間が長くなっても発行条件への影響は限定的でしたが、金利上昇局面に移行したことにより、近時は金利変動のリスクが高まっています。マーケティング期間中に基準金利が上昇すれば、当初想定していた調達コストから乖離するおそれがあり、想定していた条件での発行が難しくなるといった事例もみられるようになっています。場合によっては、発行条件の見直しを余儀なくされ、資金調達計画に影響を及ぼす可能性もあります。

- 第二に、発行体や証券会社にとっての事務負担が大きくなる点です。長期にわたるマーケティング期間中には、投資家との間で継続的な対話や情報提供が行われます。これには投資家の理解が深まるというメリットがある一方で、前記のとおり、連日にわたる会議が必要な期間もあるなど、発行体のIR部門や財務部門、さらには引受証券会社にとっても相応の人的・時間的コストが生じます。

こうした状況を踏まえ、近時はマーケティング期間の在り方について見直しを模索する動きも出てきています。

もっとも、すべての社債について一律に期間を短縮すればよいというわけではありません。例えば、初めて社債を発行する企業の「初回債」や、一般の社債よりもリスク特性が複雑な「劣後債」などについては、投資家が慎重にクレジット分析を行う必要があります。このような場合には、発行体が事業内容や財務状況、発行の目的などを丁寧に説明し、投資家の理解を得ながら需要を積み上げていくプロセスが重要であり、一定のマーケティング期間を確保することが合理的です。一方で、すでに市場で実績のある発行体による継続的な社債発行については、投資家側にも一定の情報や評価が蓄積されています。このようなケースでは、過度に長いマーケティング期間を設けなくても投資家の需要を把握できる可能性が高く、よりコンパクトなスケジュールでの発行も検討の余地があります。

マーケティング期間を適切に短縮することができれば、金利変動リスクを抑えるとともに、発行体の負担軽減にもつながります。今後は、社債の性質や発行体の状況に応じてマーケティング期間の在り方を柔軟に見直していくことが重要です。投資家の十分な分析や判断を妨げない範囲で発行プロセスの効率化を進め、必要な場合には丁寧な説明を行うというメリハリのある運用を行うことで、機動的かつ安定的な社債発行を実現していくことが期待されます。

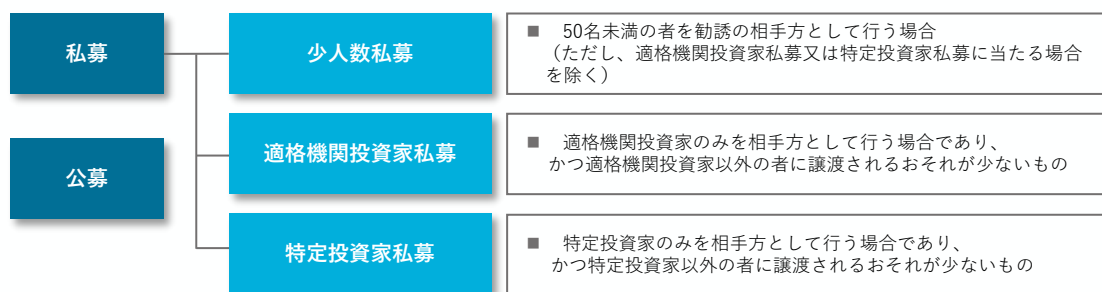
第5章 私募債の発行

私募債とは、広く不特定・多数の投資家を対象に募集される公募債とは異なり、少数の投資家や特定の大口投資家のみを対象として発行される社債を指します。一般的に、少ない手続負担と低コストで発行できるため、未上場企業や中小・中堅企業も含め、幅広い企業の資金調達手段として位置づけることができます。

1 私募債の概要

- 私募には3種類の形式があり、①50名未満の者を勧誘の相手方として行う「少数私募」、②適格機関投資家のみを相手方として行う場合であり、かつ、適格機関投資家以外の者に譲渡されるおそれが少ないように設計された「適格機関投資家私募」、③特定投資家のみを相手方として行う場合であり、かつ、特定投資家以外の者に譲渡されるおそれが少ないように設計された「特定投資家私募」があります。

図表5-1-1 私募の種類



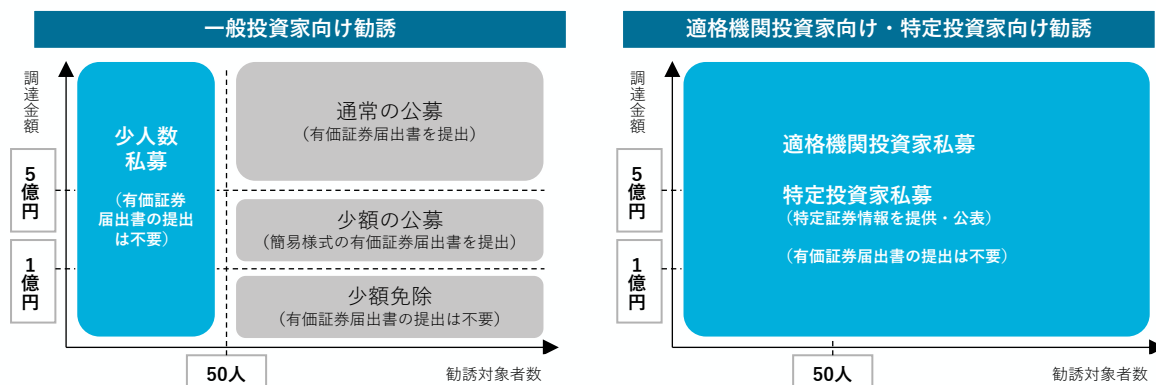
私募債の特徴

- 私募債は勧誘の対象が限定されているため、金融商品取引法上の開示規制（有価証券届出書の提出義務など）が適用されず、発行手続が大幅に簡素化される点が大きな特徴です。また、開示規制以外の手続負担も公募債と比べると重くないため、迅速かつ機動的な発行を実現できます。加えて、調達コストも一般的に公募債対比で低くなるが多いため、低コストでの発行も期待されます。
- このように、私募債は発行までのリードタイムが短く、開示書類の作成やマーケティングに伴う負担も比較的軽いため、特に、初めて社債発行に取り組む企業や、開示規制に対応することが難しい未上場企業にとって有効な選択肢となります。
- 一方で、投資家層が限定されることから、現状の国内市場では大規模な資金調達には必ずしも適さない場合があります。また、流通市場が形成されにくく、発行後の流動性が低い点にも留意が必要です。

私募債に対する規制

- 50人以上の一般投資家を勧誘対象とする「公募」は、調達金額が1億円以上であれば、有価証券届出書の提出が原則必要になります。一方、「私募」の場合は有価証券届出書の提出は必要とされません。
 - * 勧誘対象者数は過去3か月分を通算。調達金額は過去1年間の募集・売出しの調達金額を通算。
- 「少数私募」に該当するためには、原則として、社債の取得勧誘の相手方が49名以下であることが必要であるほか、社債が多数の者に譲渡されないための一定の制限を設けることが必要となります。また、「適格機関投資家私募」では適格機関投資家以外に、「特定投資家私募」では特定投資家以外に、それぞれ発行した社債がその取得者から譲渡されないための一定の制限を設ける必要があります。
- 特定投資家私募については、投資家保護の観点から、特定投資家に対して「特定証券情報」の提供又は公表をしなければなりません。
 - * 特定証券情報は、証券情報と企業情報で構成されますが、会社法上の計算書類と事業報告の添付をもって企業情報に代えることができるなど、有価証券届出書に比して簡易なものになっています。

図表5-1-2 私募債に対する規制



2 プロ投資家私募の活用

- 適格機関投資家私募や特定投資家私募といった、いわゆる「プロ投資家」向けの私募債は、少数私募と異なり勧誘対象の人数制限がないため、多数人から多額の資金を調達できる余地があります。
- 特に、特定投資家私募は、非上場株式の分野において普及が進んでおり、特定投資家による投資機会が増えることで幅広い有価証券に投資する投資家層の裾野拡大が期待されています。

図表5-2-1 プロ投資家私募と少数私募の相違点

	適格機関投資家私募	特定投資家私募	少数私募
募集対象	適格機関投資家	特定投資家	制限なし（適格機関投資家私募・特定投資家私募は不可）
人数制限	制限なし	制限なし	50名未満
譲渡制限	適格機関投資家のみ譲渡可	特定投資家等のみ譲渡可	分割譲渡不可（一括譲渡等に限定）
情報開示	規定なし	特定証券情報等	規定なし
その他	—	適格機関投資家等以外の者を相手方とする場合は、金融商品取引業者等に対して取得勧誘を委託することが必要	単位の総数が50未満の場合、単位未満に分割できない旨の制限あり

適格機関投資家の範囲

- 適格機関投資家とは、有価証券に対する投資に係る専門的知識及び経験を有する者を指します。

【適格機関投資家の主な範囲】

- | | |
|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> ○ 銀行、証券会社、保険会社、信用金庫等の金融機関 ○ 投資事業有限責任組合 ○ 信用協同組合（届出制） ○ 運用型信託会社（届出制） ○ 厚生年金基金（届出制） | <ul style="list-style-type: none"> ○ 次に該当する個人・法人（届出制） <ul style="list-style-type: none"> ・ 法人（有価証券残高10億円以上） ・ 個人（有価証券残高10億円以上、かつ、口座開設後1年経過） ・ 民法組合等の業務執行者である法人・個人（当該組合の有価証券残高10億円以上、かつ、他の組合員の同意） ○ 外国政府、外国の金融機関（届出制） など |
|---|---|

特定投資家の範囲

- 特定投資家とは、知識・経験・財産の状況に照らして金融取引に係る適切なりスク管理を行うことが可能な投資家を指します。

① 所定の手続なく特定投資家として取り扱われる者

適格機関投資家（投資法人、銀行、信用金庫、保険会社など）
国
日本銀行

② 所定の手続なく特定投資家として取り扱われる者

* ただし、金融商品取引業者等に対して一般投資家として取り扱うよう申し出ることが可能

特殊法人・独立行政法人	資本金の額が5億円以上であると見込まれる株式会社
投資者保護基金	預金保険機構
農水産業協同組合貯金保険機構	金融商品取引業者又は特例業務届出者である法人
特定目的会社	外国法人
金融商品取引所に上場されている株券の発行体である会社	

③ 所定の手続（金融商品取引業者等への申出）を経ることにより「特定投資家」として扱われる者

一定の要件に該当する個人（以下参照）	①②以外の法人
--------------------	---------

〈個人が特定投資家に移行するための要件〉

	有価証券等の取引経験（必須）	資力要件			追加条件
		純資産額	有価証券等の資産	年収金額（前年）	
類型①	1年以上	3億円以上	and 3億円以上	—	—
類型②	1年以上	5億円以上	or 5億円以上	or 1億円以上	—
類型③	1年以上	3億円以上	or 3億円以上	—	承諾日前1年間における一月あたりの平均的な取引実績件数が4件以上
類型④	1年以上	1億円以上	or 1億円以上	or 1,000万円以上	特定の知識経験を有する者（下記参照）

「特定の知識経験を有する者」（以下のいずれかに関する実務に通算1年以上従事した者）

金融業に係る業務に従事	経済学又は経営学の教授・准教授等	以下の資格保有者で実務にも従事した者 証券アナリスト・証券外務員（1種/2種） FP技能士・中小企業診断士	経営コンサルタント業に従事する者その他の者で、左記と同等以上の知識経験を有する者（下記参照）
-------------	------------------	---	--

「同等以上の知識経験を有する者」の例示（以下のいずれかに関する実務に概ね通算1年程度従事した者）

有価証券報告書提出会社（上場会社等）の役員	企業財務・経営戦略策定等の業務経験のある以下の者（中核的な役割を担う者として従事した者に限定） 上場会社等の従業員/スタートアップの役員	M&A/POの業務経験者（中核的な役割を担う者として従事した者に限定）	以下の資格保有者で実務にも従事した者 公認会計士/税理士/資産形成コンサルタント	認定経営革新等支援機関
-----------------------	---	-------------------------------------	---	-------------

（注）上記例示に該当しない個人についても、その知識及び経験の実態に応じて、申し出を受けた金融商品取引業者等において「同等以上の知識経験を有する者」であると判断することは可能。

類型⑤	匿名組合の営業者・民法組合の業務執行組員・有限責任事業組合の重要な業務執行決定に関与し自ら執行する組員である個人（出資合計額3億円以上の組合 全組員の同意取得が要件）
-----	--

- 上記の「一定の要件」は、移行の「申出」をするための要件であり、特定投資家に移行するためには、別途、金融商品取引業者等の「承諾」が必要です。一定の要件を満たしていても証券会社の内部基準により特定投資家に移行できない場合もあります。

特定投資家私募における社債管理者設置義務の免除特例

- 社債を発行する会社は、会社法上、原則として社債管理者設置義務があります。私募債においては、金融商品取引法上、公募対比で開示規制は緩和されていますが、社債管理者設置義務は、当然に免除されるわけではありません（会社法等の社債管理者設置義務の例外については70頁以下参照）。そのため、50名以上の投資家に向けて社債を発行する場合には、最低投資単位を1億円以上に設定しない限り、原則どおり、社債管理者を設置しなければなりません。
- もっとも、2026年5月29日に成立した産業競争力強化法の一部を改正する法律（改正産競法）の中では、一定の要件を満たした社債について社債管理者設置義務を免除する特例制度が創設されます。その制度概要・要件は、以下のとおりとなることが予定されています。今後、本改正法が施行され、このような特例制度が開始すれば、プロ向け私募においては、最低投資単位を1億円未満に設定しながら社債管理者設置義務の免除を受けることができるようになります。

図表5-2-2 産競法の社債管理者設置義務の特例制度の概要

概要	産競法において新たに創設する「 <u>事業費上昇事業適応計画</u> 」の認定を受けた事業者が、同計画上の設備投資資金を調達するために社債を発行する場合において、 <u>次の①から③の要件をいずれも満たす場合には、社債管理者設置義務を免除する</u> 会社法の特例を設けることとする。
要件	「事業費上昇事業適応計画」の認定を受けた事業者による、同計画上の設備投資資金を調達するための社債発行であることを前提として、 ① 特定投資家私募又は適格機関投資家私募にあたること ② 社債管理補助者が設置されていること ③ 一定のコベナント*が設定されていること * 一例としてCoC条項やレポーティングコベナント等を想定（67頁以下を参照）。詳細は告示・ガイドラインで定める予定。

3 TOKYO PRO – BOND Market における発行

- TOKYO PRO – BOND Marketは、東京証券取引所が運営するプロ投資家（特定投資家）向けの債券市場です。
- 柔軟かつ機動的な債券の発行を実現し、国内外の発行体と投資家、さらには証券会社など市場関係者の利便性を向上させ、アジアの中核としての日本の債券市場の発展に貢献することを目的としています。

TOKYO PRO – BOND Marketの主な特徴

機動的かつ柔軟な起債が可能

- 国内で公募債を発行する場合と比較して、債券発行に伴う手続きが簡素化されています。投資家への情報提供の質を損なわないよう留意された上で、必要書類などが簡素化されており、起債に伴う事務負担の低減が期待されます。
- 発行体の財務情報や当年の起債予定額をTOKYO PRO – BOND Marketに登録（プログラム上場）すると、その予定額の範囲内で随時債券を発行できる仕組みが導入されています（詳細は次頁参照）。

（参考）海外発行体に対しても利便性を提供

- これまで海外発行体にとっての障害であった日本語による開示の必要がなくなり、英文のみでの情報開示が認められています。また、日本会計基準に加え、国際会計基準、米国会計基準の使用も可能です。加えて、円建て以外の通貨での発行も可能です。
- 海外発行体の参入が促進されることで、市場の魅力と注目度が高まり、市場の厚みが増すことも期待されています。

図表5-3-1 TOKYO PRO – BOND Marketを活用するメリット



(出所) 株式会社日本取引所グループ・ホームページ

TOKYO PRO-BOND Market に上場するための要件

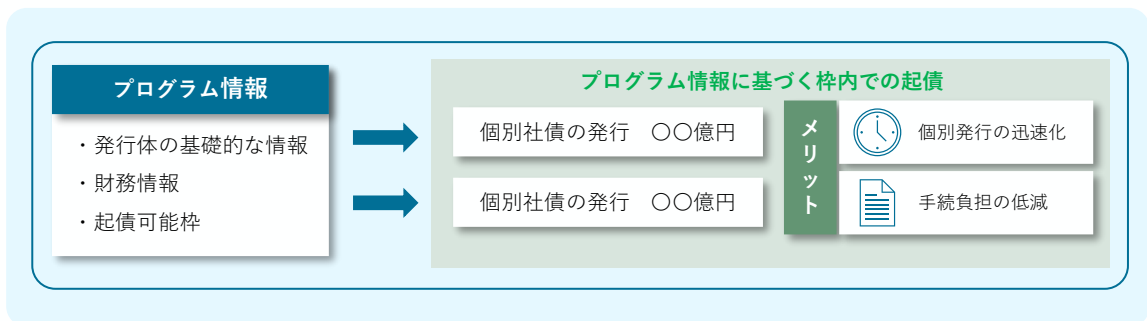
- 債券一般におけるTOKYO PRO-BOND Marketへの上場適格性要件は以下の2つです。

1. 信用格付要件	2. 主幹事証券会社要件
<ul style="list-style-type: none"> ➢ 債券又はプログラム情報が格付業者による格付を取得していること 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 債券を引き受ける主幹事証券会社又は当該債券の発行体が東証の「主幹事証券会社リスト」に登録されていること
<ul style="list-style-type: none"> ※ 格付業者：S&P、ムーディーズ、フィッチ（いずれも日本法人に限らない）、格付投資情報センター、日本格付研究所、RAM Rating Services Berhad ※ ①国債又は地方債の場合、②国、国内外の地方公共団体又は東証が適当と認める金融機関による保証を受けている場合は対象外 	<ul style="list-style-type: none"> ※ 東証が適当と認める金融機関が債券の総額を購入している場合は対象外

プログラム上場について

- TOKYO PRO-BOND Marketにおいて社債を発行・上場するには、プログラム情報を提出する「プログラム上場」による方法と、プログラム情報を提出しない「スタンド・アローン」の方法の2つがあります。
- プログラム上場とは、発行体の基礎的な情報や財務情報、起債可能枠（プログラム情報）を開示し、所定の手続を経ることで、その後、プログラム情報に基づき、起債可能枠の範囲内での社債発行時に、速やかな発行と上場手続の履践を可能にする制度です。
- プログラム情報の提出は、あくまで任意です。頻繁に（＝年間に何度も）社債を発行する発行体にとっては、プログラム情報の提出により個別の発行の迅速化、容易化などのメリットがありますが、例えば1年間に1回しか社債を発行しない発行体であれば、プログラム情報の提出は必ずしもメリットがありません。そうした発行体は、プログラム情報を提出せず、個別社債の発行ごとに必要な手続を履践する「スタンド・アローン」の方法を採用することもできます。

図表5-3-2 プログラム上場の概要



(参考) 北海道ESGプロボンドマーケットについて

- 札幌証券取引所も、2025年9月にプロ投資家向けの債券市場として「北海道ESGプロボンドマーケット」を創設しました。
- 本邦初のESG債に特化した市場として、国内外からのESG投資を促進することを目的としています。

第6章 さまざまな種類の社債発行

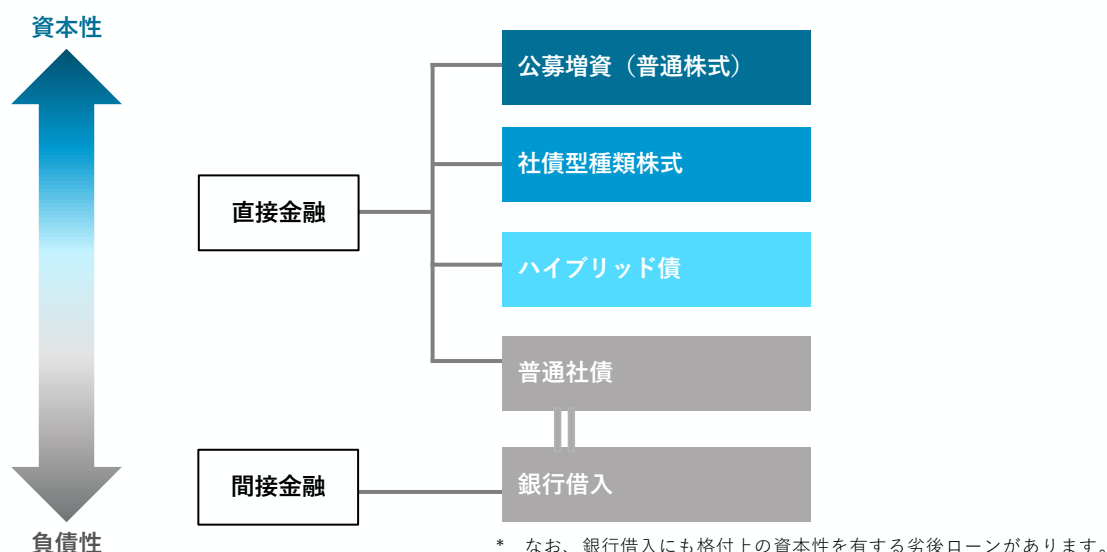
社債には、いわゆる普通社債だけでなく、ハイブリッド債や転換社債など、さまざまな形態があります。社債発行を検討する際には、その目的や状況に応じて、適切な社債の形態を選択することが重要です。本章では、このうち代表的なものの特徴を整理して解説します。

1 ハイブリッド債

ハイブリッド債の概要

- 一定の条件が設定された劣後債は資本（株式）に類似した性質を持つので、ハイブリッド債と呼ばれます。普通社債よりも元本及び利息の支払い順位が低いため債務不履行時の回収リスクが大きい分、利回りは相対的に高く設定されます。
- 社債であるため会計上は「負債」と評価されますが、格付会社が一定の条件のもと、資金調達額の一部を「資本」とみなして格付をするので、資本増強策としても利用されます。

図表6-1-1 資本性と負債性に着目したファイナンス手法の分類



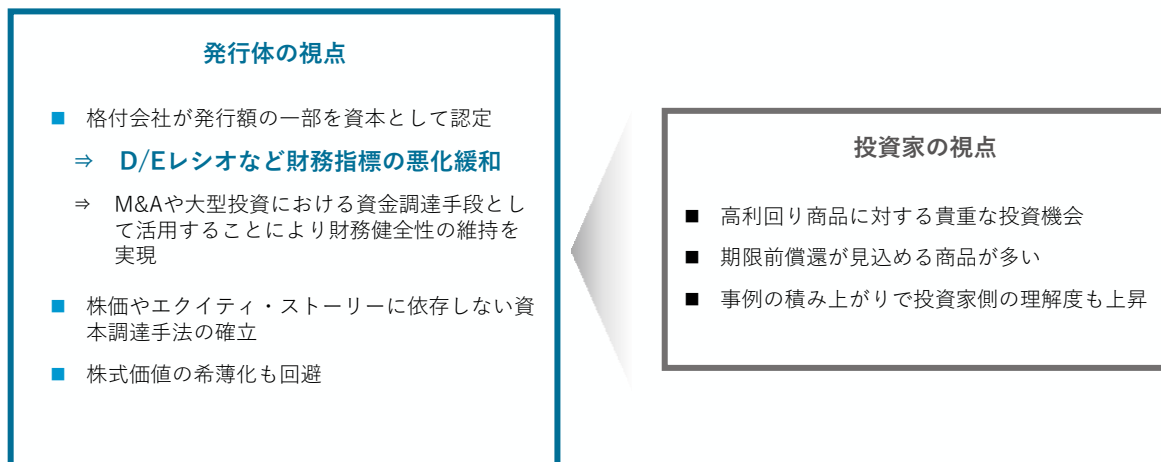
	元本返済の期間	破綻時の返済順位	投資家の期待リターン	会計上の区分	格付上の評価
普通株式	—	最後	高	資本	資本
ハイブリッド債	超長期	劣後	中	負債*	資本・負債 (割合は商品次第)
普通社債	中長期～超長期	優先	低	負債	負債

* 永久債（元本の満期償還がない社債）の場合は、IFRS（国際財務報告基準）採用企業では、発行額全額が資本としてカウントされます。

ハイブリッド債のメリット・活性化の背景

- ハイブリッド債は、格付会社の基準を満たす場合には、調達額の一部が格付上の「資本」として認定されるため、発行体は、EPS（一株当たりの利益）の希薄化を伴わずに、格付上の「資本」を増強することができます。このようなメリットから、近時はハイブリッド債を発行する企業が増加傾向にあります。

図表6-1-2 ハイブリッド債の活性化の背景



ハイブリッド債の商品設計

- ハイブリッド債について格付会社から資本性の認定を受けるためには、普通株式と類似した特性（期限の定めがなく返済の義務がない、利息の支払いが義務ではない、破綻時において請求権が他の上位債権に劣後するなど）のいずれか又は全部を有していることが求められます。なお、格付会社によって資本性を認定するための基準が異なるので、注意が必要です。
- 一定の条件の設定により、普通社債よりも返済順位が劣後し、利払いが繰り延べられる可能性があるなど、投資家にとってのリスクが相対的に高いことから、相対的に高い利率を付与する必要があります。なお、こうしたリスクは社債の格付けが低下する形で反映されることもあります。

図表6-1-3 ハイブリッド債が格付会社から資本性認定を受けるための条件・視点

① 返済義務・元本の永続性	<ul style="list-style-type: none"> ■ 満期までの十分な期間が確保されていること（超長期年限・25年～35年など） ■ 期限前償還の際は、原則、同等以上の資本性を有する証券で借り換えること（借換制限・ただし、例外規定を設けることができる）
② 利払いの柔軟性	<ul style="list-style-type: none"> ■ 業績低迷時などに、発行体の裁量で、利息が繰り延べられること
③ 破綻時の柔軟性	<ul style="list-style-type: none"> ■ 破綻時における弁済順位が普通社債権者等上位の債権者に劣後すること

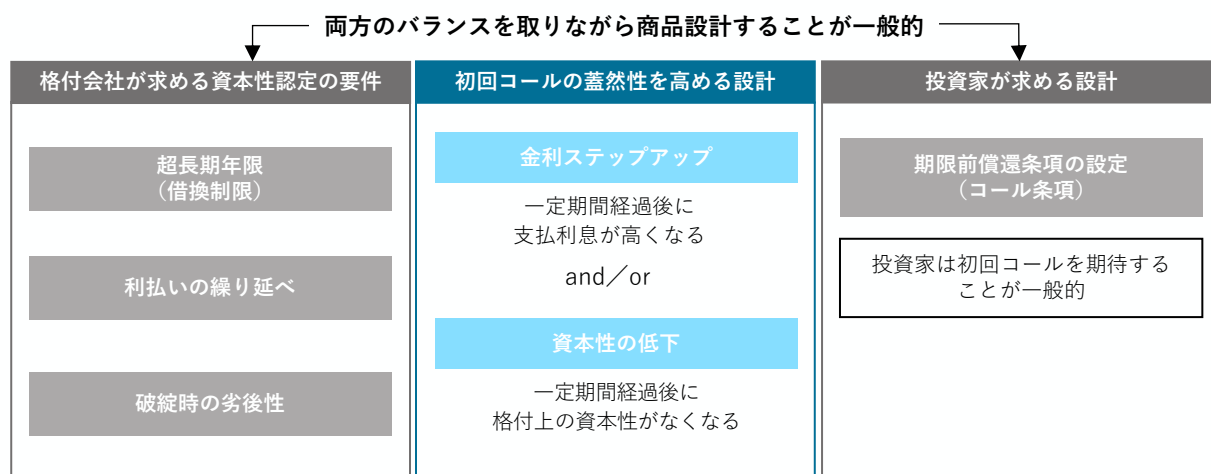
借り換え表明（借換方針）について

- ハイブリッド債の発行により資本性認定を受けられる資金を調達しながらすぐに期限前償還してしまうと、調達した資金に対する資本としての評価が損なわれてしまいます。そのため、ハイブリッド債を期限前償還する場合には、それと同等以上の資本性資金の調達により借り換える方針をあらかじめ表明しておくことが一般的です（借り換え表明（借換方針））。
- ただし、期限前償還をするにあたり、発行体の信用力が改善し、劣後債によって格付を下支えする必要がなくなった場合の対応として、借換方針の例外規定を置き、一定の例外要件を充足していれば、同等以上の資本性資金による借換を行わないことが選択可能な場合もあります。

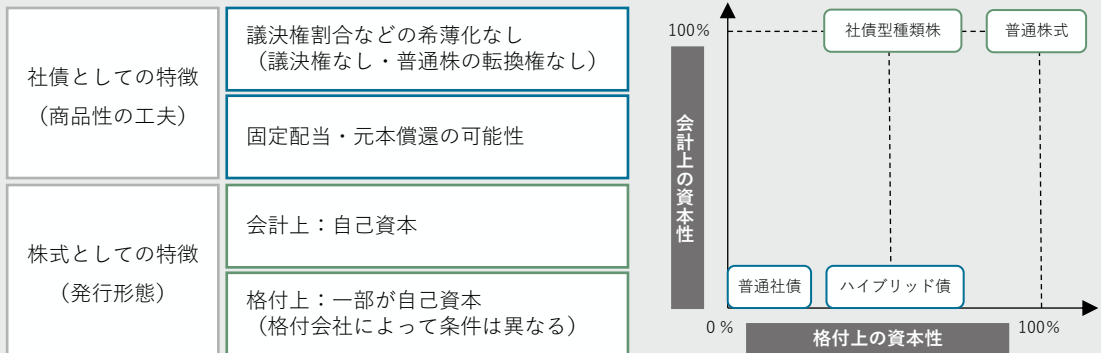
期限前償還に関する留意点

- 資本性認定のために満期を超長期にする必要があるため、必ずしも期限前償還されるとは限りません。もっとも、通常、ハイブリッド債には期限前償還条項（発行体によるコール条項）が付与されているため、初回任意償還日（5年目が多い）に期限前償還（初回コール）される想定でこれを購入する投資家が多いとされています。そのため、国内の劣後債においては、プライシングも初回任意償還日の年限に合わせて設定されることが一般的です。
- 投資家に対して、「初回コールの蓋然性が高い」商品であると判断してもらい、需要を多く集めるために、初回任意償還日の翌日以降に金利がステップアップするといった条件を設定するなどして、商品設計を工夫するケースが多いです。

図表6-1-4 期限前償還条項設定における留意点



- 社債型種類株式とは、社債に類似した商品性を持つ「種類株式」の通称です。一般的な商品設計として、議決権がなく、固定配当で、元本償還の可能性を備えることから「社債」に類似した性質を備えつつ、「株式」であるため会計上はその調達額の全部が「資本」として認定され、格付会社によっては格付上も調達額の一部が「資本」として認定されます。この性質により、企業は資金調達とともに、既存株主の株式価値（1株あたりの価値や議決権割合）の希薄化を避けながら資本を厚くすることができます。近時はこのような特性を生かし、成長投資資金を確保しつつ、資本効率の維持・向上も両立させる目的で社債型種類株式を発行する例が出始めています。



※ 社債型種類株式の一般的な特徴を記載していますが、これらは商品設計や格付会社各社の認定によって変わる可能性があります。

- 社債型種類株式は、社債としての特徴を備えるために、一般的には以下のような条項が設定されます。

		発行日	一定期間
議決権	➢ なし		
普通株式への転換権	➢ なし		普通株式の希薄化は生じない
配当（優先配当）	➢ 発行後、一定期間は固定配当（以降変動配当） ➢ 普通配当に優先 ➢ 非参加型（当初設定された優先配当金以上の分配は行われない）	固定配当	変動配当
金銭対価の取得条項 (発行体の権利として)	➢ 発行日から一定期間経過後に発行体が行使可能 ➢ 発行価格相当額に未払配当金及び経過配当金を加えた金額で取得		金銭による取得

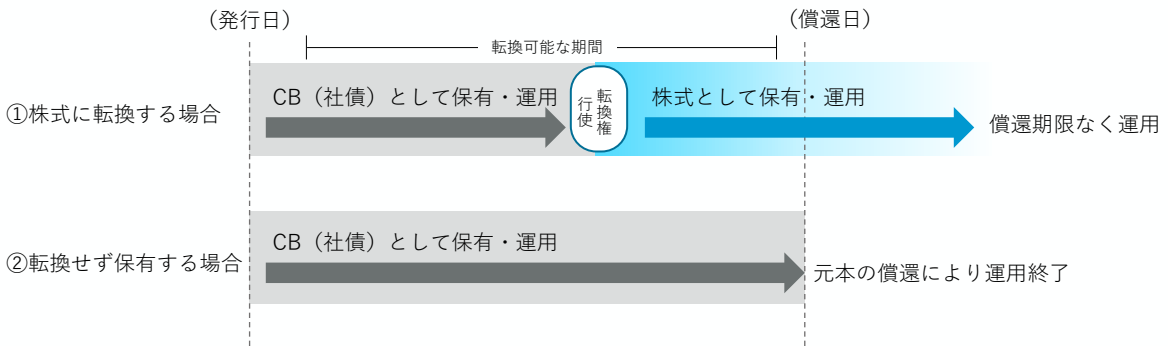
なお、社債型種類株式の活用にあたっては、以下の点にも留意する必要があります。

- 普通社債や劣後債対比でコストが高くなるのが一般的です。また、損金算入もできません。
- 種類株式の発行であるため、株主総会決議による定款変更が必要です。

CBの概要

- CBとは、一定期間内にあらかじめ決められた価格で株式に転換できる権利（転換権・新株予約権）を与えられた社債のことで、転換権が行使されると社債権者には株式が交付されます。
- 例えば、発行体において転換価格を1,000円と定めたCBを発行し、その後、その会社の株価が上昇して転換価格を上回る1,300円になったとすると、社債権者は社債を1,000円で転換して、1,300円の株式を取得できます。逆に、株価が転換価格（1,000円）を下回っていれば転換せずに社債のまま保有することで、社債としての利息収入と額面金額の返還を受ける権利を保持できます。このように、投資家において、社債としての安全性（利息と償還金の返還可能性）と、株式に転換することによる収益のいずれかを選択できるという特徴があります。

図表6-2-1 CB（転換社債型新株予約権付社債）の概要



CBによる資金調達の特長・利点

- コスト減に向けた商品性の工夫の余地が大きいこと
例えば、転換可能なオプションが社債に付与されている代わりに、ゼロクーポン（表面利率0%）とすることや、額面以上の価額で証券会社が募集を行い、投資家が引受手数料分を負担する設計にするなど、普通社債に比べて一部の条件を低コストな設計にすることもできます。
* ただし、転換した場合は配当コストが発生する等、普通社債対比で高コストになる部分もあります。
- 資本増強・即時希薄化の回避
当初は負債として計上されますが、株式へ転換された場合は資本として計上されるので、資本増強策として活用することも可能です。CB発行時の株価よりも高い転換価格を設定するなどの商品設計の工夫により、即時に株式希薄化が起こる公募増資と比べて、既存株主に配慮した資本増強手段にすることもできます。
- 調達手段の多様化
普通社債とは異なる投資家層をターゲットにすることもあり、調達手段の多様化に繋がります。

商品設計の自由度の高さ

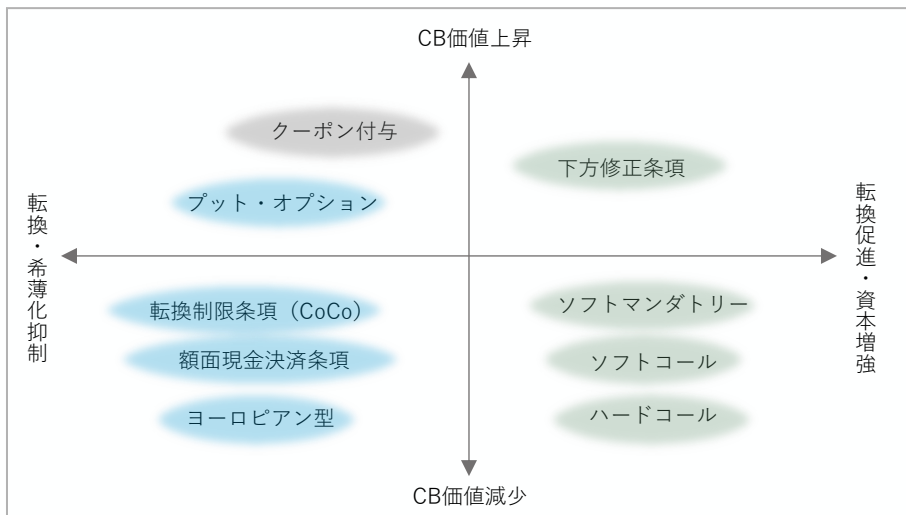
①
低コストファイナンスの実現②
資本増強・即時希薄化の回避③
調達手段の多様化

商品設計の工夫

- CBの商品設計にあたっては、以下のような付帯条項を活用することも可能です。付帯条項を工夫することで、転換権行使の抑制又は促進が期待されます。

	名称	概要	主な目的・機能
コスト関係	オーバーパー発行	額面以上の価額で募集し、払込金額との差額を発行諸費用などに充てる	発行諸費用の極小化
	ゼロクーポン	支払利息をゼロにする	期中費用の低減
転換抑制に影響	プットオプション	満期前（発行から3年後など）に投資家が償還できる権利を付与	CBの価値の上昇 株式転換抑制
	額面現金決済型取得条項	社債の額面相当額を現金で支払い、同額を超える部分につき株式交付し、CBを取得する条項	希薄化抑制
	転換制限条項（CoCo型）	転換制限価額（転換価額より一定以上高い株価）に達するまでは社債権者による転換権行使を制限する条項	株式転換抑制
	転換制限条項（ヨーロピアン型）	一定期間、社債権者による転換権行使を制限する条項	株式転換抑制
転換促進に影響	ソフトコール	一定の水準まで株価が上昇した場合（株価が転換価額の一定割合以上）に、発行体が額面で償還することを可能にする条項	・株価上昇時の転換促進効果あり ・実質的に資本増強オプションの確保可能
	ハードコール	一定期間経過後（株価が転換価額を上回っている場合）に、発行体が額面で償還することを可能にする条項	・株価上昇時の転換促進効果あり ・実質的に資本増強オプションの確保可能
	ソフトマンドトリー	株価が転換価額を下回る場合であっても、株式交付とともに、その価値が額面に満たない部分は現金で補填する形で、発行体がCBを取得する条項	株価下落時の資本増強オプション
	下方修正条項	一定期間後、転換価額まで株価が達しなかった場合、転換価額を下げる条項	株価下落時の株式転換の可能性向上

図表6-2-2 付帯条項が与える影響のイメージ図



3 リテール債（個人向け社債）

リテール債による資金調達の特徴・利点

- 個人向け社債は、販売単位（額面金額）を小額にすることにより、主に個人投資家を対象として発行される社債です。その特性から、以下のような利点があります。

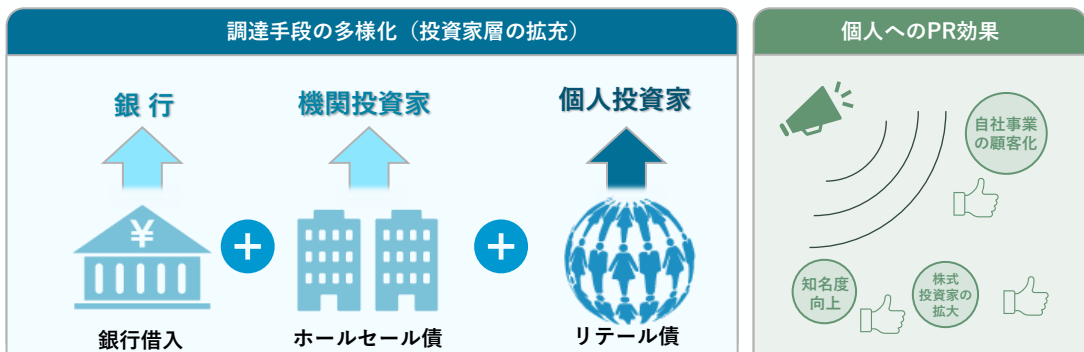
調達手段の多様化

機関投資家向け社債（ホールセール債）と投資家層が異なるリテール債を活用することで、直接市場全体からの調達キャパシティを拡大することができます。特に近時は、個人投資家層の拡大により、リテール債によって大規模な資金を調達する動きも広がっています。さらに、相対的に市場の影響を受けづらい個人投資家層を確保しておくことで、市場動向の影響による資金調達リスクを低減することも期待されます。

個人投資家へのPR効果

BtoCビジネスを展開する企業を中心に、個人投資家との関係構築を図るためにリテール債を活用する例もみられます（発行体から証券会社に対して販売先の限定を求めることもあります。）。自社事業に関心を持ってもらい、顧客層の拡大や自社株式への投資につながるなどの波及的効果を期待して発行するケースもあります。この特性を生かすために、リテール債の特典や懸賞として、関連事業のサービスや商品などをセットにするケースも比較的多いです。

図表6-3-1 リテール債の特徴・利点



懸賞・景品の付与について

- 前記のとおり、リテール債の発行においては、懸賞や景品を付与する例が比較的多くみられます。個人投資家の需要を積み上げる効果があるほか、懸賞などを通じて自社事業や自社商品をPRする効果が期待されます。（例：自社のポイント付与、自社商品の送付、抽選による宿泊券の付与など）
- ただし、こういった商品やサービスの付与をするにあたっては、その総額が不当景品類及び不当表示防止法（景品表示法）の規定する限度額を超えないように注意する必要があります。
- また、利息の一部としてポイントを付与する場合には、資金決済に関する法律に基づく前払式支払手段に関する規制に該当する可能性にも注意する必要があります。

リテール債のプライシングについて

- リテール債のプライシング（条件決定）は、基本的に、ホールセール債のプライシングに準じて行うこととされています。

基本的な考え方

リテール債の条件決定は、起債時のホールセール債のスプレッド又は利率を参照し、同程度の水準で行う

（理由・背景）

- 個人投資家は、一般にプロの投資家である機関投資家のように企業の財務内容や信用力を比較精査して投資を行うことができない投資家層と捉えられています。
- そのため、個人投資家への販売にあたって、機関投資家が購入しないようなスプレッド・利率で販売を行うことは適当でないと考えられています。
- そこで、価格透明性の観点から、同時期、同条件の起債において、ホールセール債とリテール債を同一価格とする考え方にも合理性が認められ、それを実現するために、機関投資家が購入可能なスプレッド、利率などを実際に需要調査した上で（同年限のホールセール債の仮募集を同時に行い）、条件決定を行うプロセスを経て、又は店頭売買参考統計値を参照して条件決定スプレッドを算出することが一般的です。

具体的な条件決定方法

- ①（同年限の）ホールセール債と同時に仮募集を行い、ホールセール債と同水準で条件決定する
or
②セカンダリーのレベルを参考にして、線形補間などを実施して条件決定する

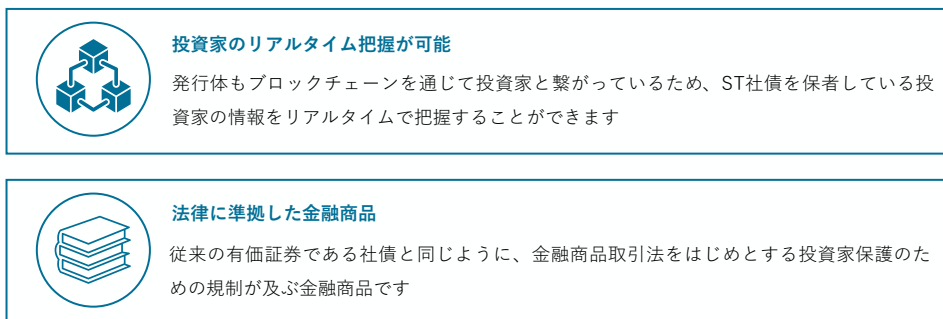
リテール債の留意点

留意点	プライシング	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 上記留意点のほか、リテール債では、募集期間中において投資判断に影響を及ぼす重要な事象について、金商法等により、投資家に対してその説明を行うことが義務付けられています。プライシングの観点からは、募集社債のスプレッドがセカンダリーと50bp以上乖離した場合には、上記事象が生じた場合（投資家にとって著しく不利な状況が発生した場合）に当たると考えられています。 ➢ そのため、募集期間中に新発債のスプレッドに対して既発債が50bp以上大きく乖離するようなことがあれば、一般的な引受契約書に規定されている「募集が困難」な事由に相当すると判断し、起債が中止される可能性があります。
	起債日程	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 個人向けのポスターやリーフレットを作成し、また、懸賞などの検討にも時間を要することが多いため、ホールセール債よりも準備期間が長くなる傾向があります。 ➢ 条件決定後の募集期間も一定程度確保するため、条件決定から払込までの期間も長くなることが多い点に留意が必要です。
	コスト面	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 一般的に、リテール債では、ホールセール債と比較して、以下の費用が追加的に発生します。 <ul style="list-style-type: none"> ー 社債管理者に支払う費用 ー 償還・利払手数料（一般的にホールセール債よりも高く設定されます） ー 引受手数料（一般的にホールセール債よりも高く設定されます） ー その他、目論見書、ポスター、リーフレットなどの印刷費用がかかることもあります。
	販売単位	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 個人も購入できるように、100万円以下の投資単位にすることが一般的で、近時は投資単位を10万円にする発行例も増えてきています。 ➢ この場合、各社債の投資単位が1億円未満となるため、現行法上、原則として社債管理者の設置が必要です（70頁以下参照）。

ST社債の概要

- ST社債は、ブロックチェーン技術を用いて権利の移転・記録が行われるデジタル化された社債です。
- このように、ST社債は、証券保管振替機構が発行・流通・決済等に関する振替債ではないため、社債、株式等の振替に関する法律の適用を受けません。他方、有価証券としての性質を有する以上、金融商品取引法等により、投資家保護のための規制が及びます。
- また、ブロックチェーン上で取引記録等の情報が管理されるという特徴から、ST社債には振替債と異なる利点があります。
- その一つが、発行体がリアルタイムで社債権者を把握できる点です。ST社債では発行体もブロックチェーンを通じて投資家と繋がっているため、振替債と異なり、ST社債を保有している投資家の情報を把握することができる点が、大きな利点として挙げられます。

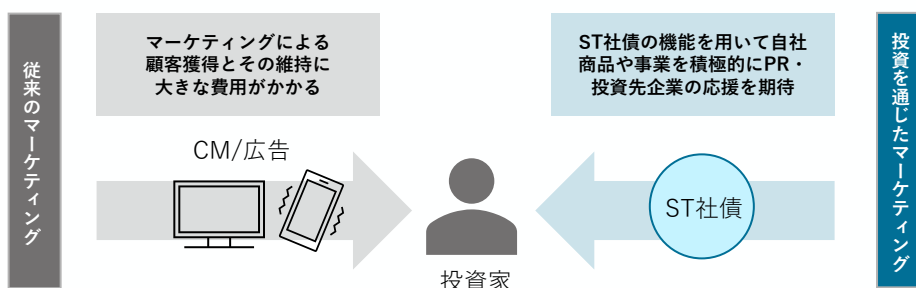
図表6-4-1 ST社債の概要・特徴



ST社債の意義 — ファン・マーケティング —

- ST社債は、発行体がリアルタイムで現在の投資家の情報を把握できるため、ファン・マーケティングを高度化できると指摘されています。
- 特に、投資を通じて投資先となる会社の事業内容や商品に関心を持った投資家との間では、相対的に強い関係性を構築できる可能性があるとして、自社事業のサービスと連動させる取組みもみられます。

図表6-4-2 ST社債によるファン・マーケティング

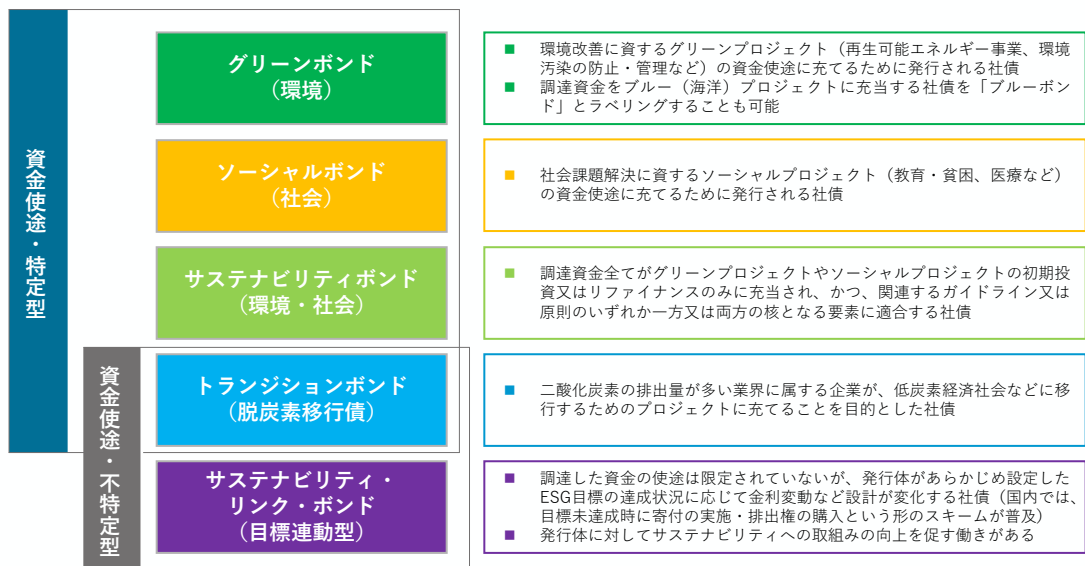


5 ESG債（SDGs債）

ESG債の種類

- ESG債（Environment, Social, and Governance bonds）は、環境（E）、社会（S）、ガバナンス（G）に資するプロジェクトに係る資金調達を目的とする債券の総称です（以下では、社債を前提とします。）。主に、環境事業用のグリーンボンド、社会貢献事業用のソーシャルボンド、両方を含むサステナビリティボンドなどがあります。
- 国際資本市場協会（ICMA）や省庁などが定めた原則やガイドラインに基づき、資金用途などの一定の要素を満たしているかにつき、外部評価機関から認定を受けることが一般的です。
- 特定のプロジェクトに紐づいた資金用途特定型と、特定のプロジェクトに紐づかない資金用途不特定型があり、不特定型では、発行体があらかじめ設定したサステナビリティ目標の達成状況に応じて、金利や償還価格などが変動するよう設計し（例えば、サステナビリティ目標を達成できなかった場合は利率が0.1%上昇するなど）、これにより発行体に対してサステナビリティへの取組み向上を促す仕組みが採られることが一般的です。

図表6-5-1 ESG債（SDGs債*）の種類



* SDGsとは、Sustainable Development Goalsの略称です。

ESG債のメリット

- ESG債を発行するメリットとしては、調達資金の用途を環境・社会課題への取組みに紐づけて明確に示すことにより、投資家に対して企業の持続可能性への姿勢を具体的に発信でき、企業価値やブランド力の向上につながる点が挙げられます。
- また、責任投資原則（PRI）やステューワードシップコードの浸透により、ESG要素を投資判断の際に考慮する投資家が増えています。ESG債は、こういったESGを重視する国内外の投資家層にアプローチすることが可能になるため、投資家基盤の多様化や需要の安定化につながる可能性があります。
- さらには、投資家へのPRだけでなく、発行体に関わり合う幅広い業態の顧客に対して製品・ソリューションをPRする効果も期待されます。

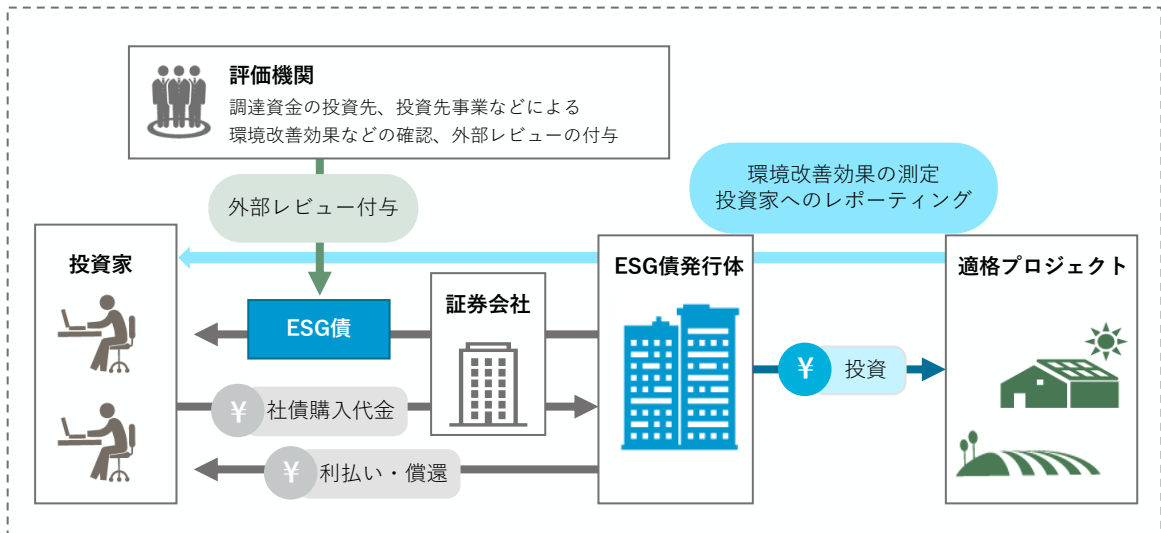
図表6-5-2 ESG債のメリット

メリット	サステナビリティ戦略のPR	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 発行体のマテリアリティ（重要課題）に沿ったサステナビリティへの取組みを、ESG債の資金使途と紐づけてステークホルダー（投資家・株主、取引先、最終消費者、従業員等）に広くPRすることができる ➢ ESG債の発行を契機に、組織内のサステナビリティへの取組みの一層の推進に繋げることができる
	投資家層の拡大	<ul style="list-style-type: none"> ➢ ESG投資割合の開示などにより企業の取組みが評価される流れを受け、積極的にESG投資を行う投資家が増えることにより、通常の社債では購入に至らない投資家層を取り込むことができる可能性もある

サステナブル・ファイナンスの仕組み

- ESG債では、レポートと呼ばれる形で、定期的に、かつ透明性の高い方法で、発行後に調達資金の使途や環境・社会への貢献度（インパクト）を投資家に報告することが求められます。
- 資金の充当状況や、具体的な成果を数値化する形で報告され、グリーンウォッシュ（環境に配慮したかのように見せかけた、実態が伴わない事業活動）を防ぐ重要な役割を担います。

図表6-5-3 ESG債の一般的なスキーム



ESG債発行に伴う留意点

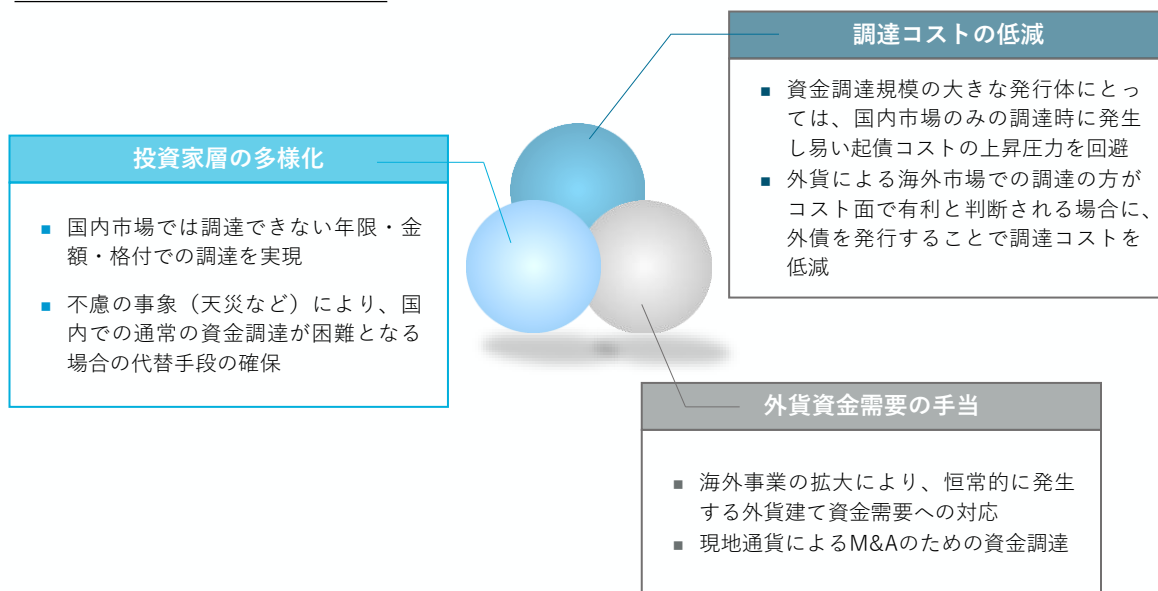
留意点	事務・コスト負担	<ul style="list-style-type: none"> ➢ フレームワークの策定や外部評価機関からの評価（セカンド・パーティ・オピニオン=SPO）取得、レポート時の社内調整等、通常の起債よりも事務手間・コスト負担が発生する
	発行後の対応	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 投資したESG債の充当予定事業が延期されることによる未充当資金の発生や、充当事業の中止による調達資金の充当先の不足等の問題が起きることもあります。その場合には、投資家への説明や開示が必要となります

6 外貨建て債（外債）

国内発行体による外債発行の意義・背景

- 海外市場における外貨建て債（外債）発行の意義・背景としては、以下の点が挙げられます。
 - ① 国内市場では調達できない年限・金額・格付での調達を実現するため（大規模なハイブリッド外債、大規模な超長期債など）。また、不慮の事象（天災など）により、国内での通常の資金調達が困難となる場合の代替手段を確保しておくため。
 - ② 資金調達規模の大きな発行体にとって、国内市場のみでの調達時に発生し易い起債コストの上昇圧力を回避するため。また、国内市場での円債発行や銀行借入と比較して、外貨による海外市場での調達の方がコスト面で有利と判断される場合に、外債を発行することで調達コストを低減するため。
 - ③ 海外事業の拡大により、恒常的に発生する外貨建て資金需要に対応するため。また、現地通貨によるM&Aに向けた資金を調達するため。

図表6-6-1 外債発行の意義・背景



外債発行の留意点

- 外債の発行を行う場合には、調達する通貨、調達金額の規模感、作業負担の程度などの観点から、どのマーケットにおいて、いかなる形式・フォーマット（①Reg.S Only債（ユーロ債）、②144A/Reg.S債（米国私募債）、③SEC登録債（米国公募債））で発行するかについて、それぞれの法的要件やリーガルリスクなども踏まえて、高度な検討が必要になります。
- また、投資家層や市場慣行の違いにも配慮する必要があり、コベナントの設定水準、発行条件の決定などにあたっては、海外投資家層の特性も踏まえた対応が求められます。起債プロセスの内容や期間にも違いがみられ、各マーケットやフォーマットにおけるプロセスを適切に把握する必要があります。
- これらの点については、証券会社や法律専門家などとも連携して、準備・検討することが重要です。

外債の発行は、発行体である企業の国際的な認知度の向上や、海外投資家による信用力の評価を高める効果があると指摘されています。特に、国内では広く知られている企業であっても、海外では社名や事業内容が十分に認識されていないケースも少なくありません。海外投資家に対して自社の事業内容、成長戦略、財務基盤を直接説明できる機会は貴重であり、外債発行に伴うデットIRを通じた継続的な情報発信により、数千億円規模の発行や、格付が低下して相対的に信用リスクが高まった局面でも対応可能な海外投資家層の形成につながると評価されています。

さらに注目されるのは、外債発行を契機に構築された海外投資家との関係が、その後の円債発行にも好影響を及ぼしうる点です。市場関係者の間では、「一度外債に投資した海外投資家は、その企業の円債にも関心を示すようになる」との認識が共有されることがあります。実際に近年では、外債を発行した企業がその後国内社債市場で円建て社債を発行する際、海外投資家から多額の需要が寄せられる案件が見られており、「海外投資家を含めた需要でブックが積み上がるケースも珍しくない」との声も聞かれます。このような動きは、国内社債市場における投資家層の多様化に寄与するもので、特に、相対的にリスク許容度の高い海外投資家層を取り込むことは、業績が変動した場合などに国内投資家の需要が不安定になっても、その影響を緩和する効果が期待されます。

初回の外債発行には一定の準備やコスト負担が伴うものの、通貨や市場を跨いで柔軟に調達手段を選択できるようになれば、国内市場の動向に過度に左右されない安定的な資金調達基盤の構築が可能となり、ひいては、グローバルな視点に立った大規模な事業戦略を後押しする効果も期待されます。

第7章 投資家保護のための措置

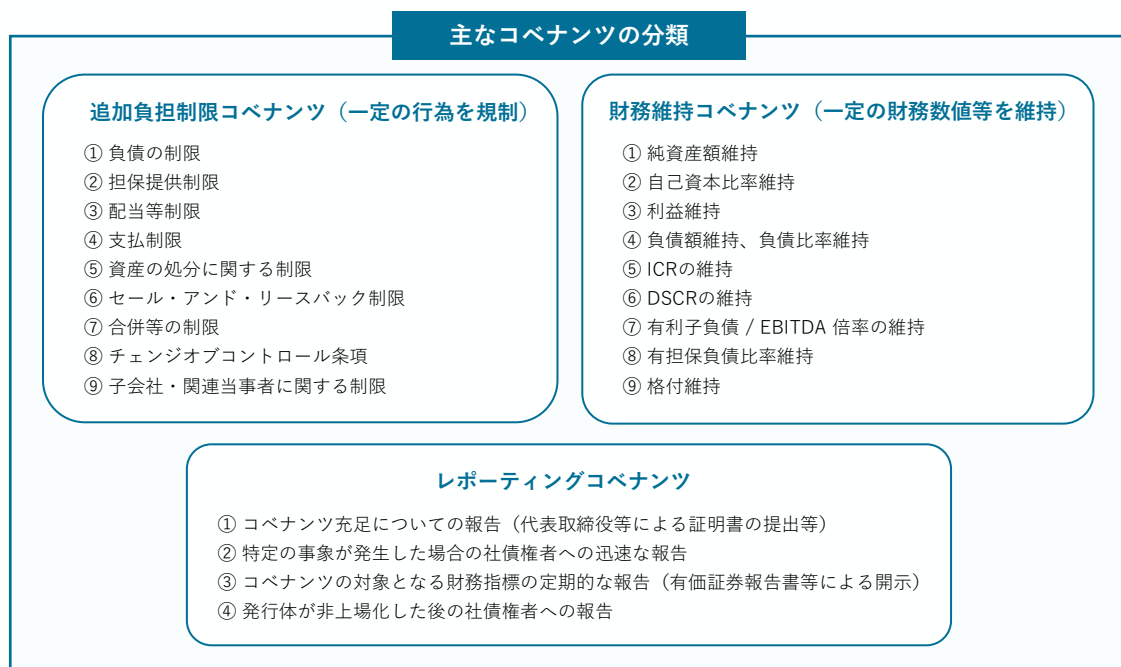
社債の信頼性を高め、投資家からの需要を幅広く集めるためには、投資家保護の仕組みが重要となります。その中で、情報開示や契約上の規律、発行後の管理体制など、企業には一定の対応が求められます。本章では、社債発行において講じられる投資家保護のための主な措置とその考え方を解説します。

1 コベンナツの設定

コベンナツの概要

- コベンナツとは、社債やローンによる資金調達の際に、その社債要項又はローン契約の内容として、債務者の債務履行能力の維持を図るため当該債務者に一定の義務・制約を課す条項です。
- 例えば、「発行体の組織再編や大株主の異動があった場合、社債権者が発行体に対して自身の保有する社債をあらかじめ定める価格で償還することを請求できる」旨の条項（チェンジオブコントロール条項）などがあります。
- コベンナツ付与を通じて、発行体にとっては、利率を引き下げ、調達コストを抑えることにつながるだけでなく、財務の健全性維持が図られたり債務履行能力を低下させるような一定の行動を防いだりすることで、発行体の規律が保たれる効果も期待されます。また、債権回収の確実性が高まることで、投資対象としての魅力が向上し、投資家需要が喚起されることも期待されます。
- 主な社債のコベンナツは、一定の行為を規制する追加負担制限コベンナツ（Incurrence Covenants）、定期的に財務指標を確認等する財務維持コベンナツ（Financial Maintenance Covenants）、一定の報告を義務付けるレポートイングコベンナツ（Reporting Covenants）に分類できます。

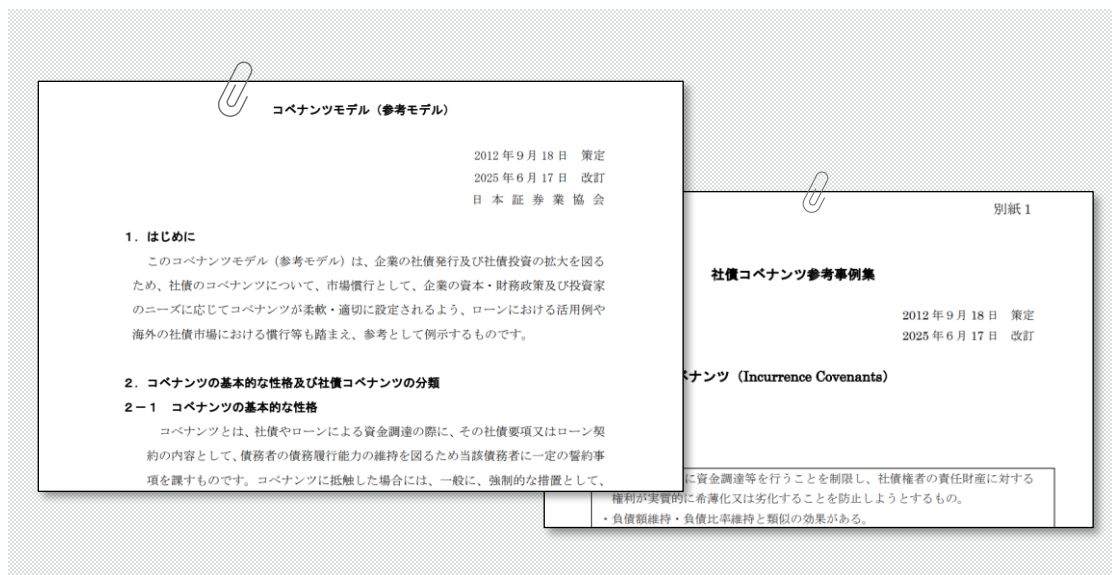
図表7-1-1 主なコベンナツの分類



社債コバナンツの柔軟・適切な設定

- 社債コバナンツの設定にあたっては、個別案件ごとに発行体の状況や投資家の意向を踏まえつつ、実効性が高くかつ現実的な内容にすることが重要です。
- 過度に重い財務維持コバナンツが設定されてしまうと、発行体の事業活動に制約をかけ、資金調達の効果を損なう要因になりかねません。この点、欧米においては、発行体に生じ得るコバナンツ抵触のリスクやコバナンツ管理の負担を考慮し、「財務維持コバナンツ」に代えて、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が可能な「追加負担制限コバナンツ」を活用する事例もみられます。また、追加負担制限コバナンツの設定にあたっては、対象範囲を明確に定義するほか、コバナンツの実効性の低下に留意しつつ、通常の実業活動に支障が出ないように適用除外を設定することも考えられます。
- 社債コバナンツを設定する際には、市場のニーズに合わせて、複数のコバナンツを組み合わせて利用することも考えられます。個々のコバナンツはそれぞれ有効に機能する状況・効果が異なるため、適切に組み合わせることができればそれぞれの効果をより強固にすることもできます。一方、個々のコバナンツの性質を十分に考慮することなく組み合わせて利用すると、意図しない期限の利益の喪失など、発行体にコントロールが難しい状況を生み出してしまいうこともあり得ます。
- このような観点から、日本証券業協会では、適切な社債コバナンツが設定されるよう、「コバナンツモデル（参考モデル）」を2012年に策定・公表しています（2025年改訂）。コバナンツを策定する際には、こういったモデル集を参考にすることも考えられます。

図表7-1-2 日本証券業協会「コバナンツモデル（参考モデル）」



https://www.jsda.or.jp/about/kaigi/chousa/shasai_kon/files/250617_kobanantu.pdf

社債コバナンツの変更・コバナンツ抵触時の対応

- コバナンツが事業活動に制約を与えないよう、社債権者集会などの手続を経ることにより、コバナンツの内容（社債要項）を事後的に変更することも可能です。現状、柔軟性・機動性の観点から社債権者集会による変更事例は多くないものの、発行後の財務健全性の向上や資本構成の変化などにより、コバナンツの見直しが社債権者の利益を実質的に損なわない場合もあり、社債権者の同意を得られるケースも想定されるので、このような局面を見据えて、コバナンツの内容を変更するための手続の流れをあらかじめ押さえておくことも重要です。
- また、発行体がコバナンツの内容に抵触した場合、一般的には、強制措置として当該債務に係る期限の利益喪失（社債を直ちに償還しなければならない状態）が生じ得ますが、このときも、期限の利益を喪失させない方が社債権者の利益につながる場合もあります（発行体の財務健全性に影響はなく、引き続き社債権者が利息の収受を期待する場合など）。この場合にも、社債権者の意思を速やかに確認し、アmend（コバ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）の可否を社債権者に判断してもらうことが考えられます。
- 日本証券業協会では、コバナンツ抵触時などにおいて、アmendやウェイブを行う場合に想定される典型的な実務の対応フローを例示した「コバナンツ抵触時の対応の実務フロー」を公表しています。実際に手続を履践する際には、この実務フローが参考になります。

図表7-1-3 日本証券業協会「コバナンツ抵触時の対応の実務フロー」（抜粋）

【目的と活用法】

- ▶ この「コバナンツ抵触時の対応の実務フロー」（以下「実務フロー」という。）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」報告書（2024年7月報告）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バナンツの付与を促進するにあたっては、コバナンツ抵触時に「期限の利益喪失」以外の柔軟な対応が可能となるよう実務上の対応を整理すること、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、実務債行の形成・定着を図ることが必要であるとの提言を踏まえ、コバナンツ抵触時にアmend（社債契約の変更）やウェイブ（社債権者の権利放棄）を行う場合等に想定される典型的な実務の対応フローを参考として例示するものである。実務フローの前提となる考え方は同報告書に取りまとめられているため、併せて参照いただきたい。
 - ・ 「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」報告書（2024年7月報告）
https://www.jsda.or.jp/about/kaigi/chousa/shasai_kon/20240716144333.html
- ▶ 実務フローはコバナンツ抵触時等の対応を示し、コバナンツの付与の一助となるよう策定したものであるが、社債発行後の企業の状況の変化に伴い、企業が期中（コバナンツ抵触時以外）にアmendやウェイブする場合においても活用できると考えられる。
- ▶ また、コバナンツ抵触時等に円滑な対応を実現するためには、想定される状況及び対応をあらかじめ社債要項に明確かつ適切に規定することが重要であることから、実務フローを社債要項の規定例の参考として活用することも考えられる。
- ▶ 市場関係者が実務フローを活用し、適切なコバナンツを付与した社債の発行を検討する契機となり、ひいては多様な発行者による社債発行と投資家の裾野拡大に繋がることを期待する。

① コバナンツ抵触時の対応



- ▶ コバナンツに抵触しても発行者が事業を継続し存続可能なケースもあるため、発行者がウェイブやア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、コバ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。

【a】発行者が社債権者集会を招集する場合

1. 発行者は、コバ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、社債権者に通知する。その際に、発行者の連絡先をあわせて通知するとともに、今後、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）等への意向確認を行うため、社債権者の連絡先を発行者に伝達することを社債権者に依頼する。
2. 発行者は、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に意向確認を行う。
 - ※ 発行者は社債情報伝達サービスを通じて、社債権者に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。
 - ※ 2. において意向確認を行うほか、発行者が1. の時点でウェイブ案やアmend案を作成している場合には、1. における社債権者への通知の際にウェイブ案やアmend案を提示することで、社債権者の連絡先とともに、ウェイブ案やアmend案に対する賛否等の意向を確認することも考えられる。
3. 発行者は、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. 発行者は、社債要項で定めた期日までに、社債権者集会を招集する旨並びに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に通知する。
5. 社債権者集会を開催し、議案の決議を行う。
6. 発行者は、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、発行者はその旨の公告を行い、社債権者集会においてウェイブやアmendが可決された場合は、その効力が発生する。

https://www.jsda.or.jp/about/kaigi/chousa/shasai_kon/files/250617_jitumuhuro.pdf

社債管理者・社債管理補助者の概要

- 社債管理者とは、社債権者のために、弁済（元利金）の受領、債権の保全その他の社債管理を行うことを発行体から委託された者です。銀行や信託会社などが社債管理者になるための資格を有しています。
- 会社法の規定により、社債を発行する場合は原則として社債管理者を設置する必要がありますが、次の①又は②の場合には、例外として、社債管理者を設置する義務はありません。
 - ① 各社債の金額（最低投資単位）が1億円以上の場合
 - ② 社債権者の数が50人未満である場合
- また、上記①又は②の場合には（社債管理者設置義務がない場合には）、社債管理補助者を定めることができます。社債管理補助者は、社債権者のために、社債の管理の「補助」を行う者で、法律上の権限（法定権限）や義務が社債管理者よりも限定されています。資格の範囲も、弁護士や弁護士法人まで拡大されています。
- 社債管理者は、社債権者に代わって社債の管理を包括的に行うものとされ、そのために必要な権限を包括的に有し、広い裁量をもって当該権限を行使することが求められています。一方、社債管理補助者は、社債権者自身が社債管理を行うことを前提に、その補助を行うという建付けとされ、委託契約により付与する権限を柔軟に定めることができ、それに伴って権限の範囲内に限って義務を負うこととなります。
- 実務上は、社債管理者や社債管理補助者を設置しない場合、財務代理人（Fiscal Agent）と呼ばれる機関を設置することが多くあります。財務代理人は、法律の規定に基づくものではなく、社債発行事務や元利金支払業務等の事務のみを行うために設置されます。

図表7-2-1 社債管理者・社債管理補助者・財務代理人の相違点

	社債管理者	社債管理補助者	財務代理人（FA）
対象	原則すべての社債 (例外規定あり)	上記①②の場合に任意	任意*
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	社債発行・期中管理に係る事務受託
資格要件	銀行、信託会社、保険会社 その他省令で定める金融機関等	社債管理者の資格を有する者に加え、 弁護士、弁護士法人	なし（ただし、振替債の場合、発行 代理人・支払代理人に就くためには 振替機関による指定が必要）
財務代理 業務 (FA業務)	<ul style="list-style-type: none"> ■ 社債発行業務（契約書作成、 ほふり登録） ■ 元利金支払等の期中管理業務 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 同左 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 同左
法定権限	<ul style="list-style-type: none"> ■ 法的倒産時の債権届出等 ■ 弁済受領 ■ 債権保全のために必要な一切 の裁判上又は裁判外の行為等 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 法的倒産時の債権届出等 ■ 社債の管理に関する事項を社債 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（法定義務でもある） 	<ul style="list-style-type: none"> ■ なし
約定権限	<ul style="list-style-type: none"> ■ 期限の利益喪失行為 	<ul style="list-style-type: none"> ■ コベナント管理 ■ 弁済受領 ■ 債権保全のために必要な一切の 裁判上又は裁判外の行為 ** ■ 期限の利益喪失行為 	<ul style="list-style-type: none"> ■ なし

* ただし、相当数で設置されます

** 通常、契約においては、債権の届出等限定的・具体的な形で権限を付与されます

社債管理補助者に係る社債要項や委託契約の規定例

- 社債管理補助者制度については、相対的に信用リスクの高い社債に社債管理補助者を設置し、社債権者保護を充実させることで、投資対象としての魅力が向上し、投資家層の拡大を図ることも期待されています。
- もっとも、社債管理補助者の法定業務は、法的倒産時の債権届出や社債権者のサポートなどに限られています。そこで、日本証券業協会では、社債管理補助者の業務を、①法定権限業務、②会社法714条の4第4項に関する業務（委託契約に従い、社債の管理に関する事項を社債権者に報告し、又は社債権者がこれを知ることができるようにするための業務）、③約定権限業務に分類したうえで、市場関係者が社債管理補助者に「最低限期待する業務」を社債管理補助者の「基本的業務」と整理し、基本的業務の内容やそのために必要な権限、社債管理補助者の業務終了事由や費用・報酬等の取扱いを記した、社債要項及び社債管理補助委託契約書の規定例を策定・公表しました。
- 特に、社債管理補助者の約定権限としてコベナンツ管理に係る権限を付与することで、コベナンツの柔軟かつ円滑な運用の実現も期待されています。例えば、社債権者によるコベナンツ管理の補助として、コベナンツ抵触事由の発生等に係る社債権者への連絡や、コベナンツ抵触後の社債権者の意向の取りまとめといった業務を社債管理補助者との委託契約に盛り込むことにより、コベナンツに係る社債権者と発行体との連絡・調整が円滑になり、コベナンツの柔軟な運用や実効性が高まることが期待されます。
- 当該規定例やその考え方については、「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）」及び「社債管理補助者に係る社債要項及び社債管理補助委託契約書の規定例について」に記載されています。

図表7-2-2 「社債管理補助者に係る社債要項及び社債管理補助委託契約書の規定例について」（抜粋）

<p style="text-align: right;">別紙</p> <p style="text-align: center;">社債要項及び社債管理補助委託契約書の規定例（参考モデル）</p> <p style="text-align: right;">2025年6月17日</p> <p>1. 社債管理者の不設置及び社債管理補助者の設置</p> <p>【解説】</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 社債管理補助者制度の創設に伴い、発行者が社債の引受けの申込みをする者に対して通知すべき事項（会社法第 676 条、第 677 条第 1 項第 2 号）に「社債管理者を定めないこととするときは、その旨」及び「社債管理補助者を定めることとするときは、その旨」が追加されたことを受け、社債要項において上記事項の記載が必要になると考えられる。なお、(1)の発行時より社債管理補助者を設置する場合には、社債管理補助者と発行者との間の委託契約において上記事項を規定する必要性は低いと考えられることから、社債要項とは異なり、上記事項に係る社債管理補助委託契約書における規定例は示していない。 ● (2)の規定例により、期中に社債管理補助者を設置する場合には、社債発行時に社債管理補助委託契約を締結することが考えられるが、社債管理補助委託契約書において、当該契約の効力の発生に係る要件（期中に社債管理補助者が設置される要件）を規定することが考えられる。（3. 社債管理補助委託契約書への規定例（P.13）参照）。 ● (2)の規定例は、社債管理補助者制度がより活用されるよう、社債発行時にあらかじめ発行者と委託契約を締結するもののその時点では社債管理補助者が設置されず、発行者の信用力や社債権者の投資判断に影響を与えるような事象が発生した場合等の一定の条件下で、期中より社債管理補助者に業務委託される場合の社債要項の規定例である。 	<p>期中に社債管理補助者を設置する場合</p> <p>【社債要項への規定例】</p> <p>○項 社債管理者の不設置 本社債には社債管理者は設置されていない。</p> <p>○項 社債管理補助者の設置 1. 当社が次に掲げる事由に該当した場合、本社債に社債管理補助者を設置し、本社債の社債管理補助者を●●とする。 (ア) ●●[金融商品取引所]に対して上場廃止申請を行ったこと又は上場廃止基準のいずれかに該当したことについて適時開示が行われた場合 (イ) ●●[信用格付業者]による本社債の格付について●●格を下回った場合 (ウ) 第○項第○号乃至第○号に定める事由が発生した場合</p> <p>社債要項への規定例】</p> <p>○項 社債管理補助者の権限 社債管理補助者は、当社の破産手続、民事再生手続及び会社更生手続において、本社債に係る社債権者を代理して、債権を届け出る権限を有する。 社債管理補助者は、当社の清算手続において、本社債に係る社債権者を代理して、債権を申し出る権限を有する。 社債管理補助者は、次に掲げる場合には、社債権者集会を招集する権限を有する。 (ア) 本種類の社債の総額（償還済みの額を除く。また、当社が有する本種類の社債の金額の合計額は算入しない。）の 10 分の 1 以上にあたる本種類の社債を有する社債権者から、社債権者集会の目的である事項及び招集の理由を記載した [書面/電磁的方法] による請求があったとき (イ) 社債管理補助者が自らの辞任に当たり、社債権者集会の同意を得る必要があるとき</p>
--	--

https://www.jsda.or.jp/about/kaigi/chousa/shasai_kon/files/250617_hojyosyakiteirei.pdf

社債権者集会の決議事項と決議要件

- 社債権者集会は、会社法に規定する事項（社債全部の支払猶予など）及び社債権者の利害に関する事項について決議をすることができます。近時は、発行体が非上場化に伴って社債全部の期限前償還をする際に、社債権者集会を開催する例が複数みられます。
- 社債権者集会の可決要件は、決議の内容によって異なります。社債全部の支払猶予や債務不履行によって生じた責任免除などの一定の事項については、特別決議事項として可決要件が通常よりも加重されています。

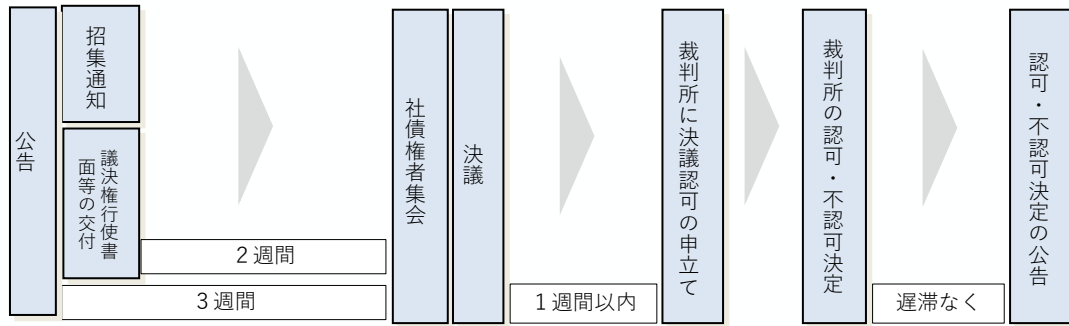
図表7-3-1 社債権者集会の決議要件

	決議事項	可決要件
通常決議	会社法に規定する事項及び社債権者の利害に関する事項 (ただし、特別決議事項を除く)	出席した議決権者の議決権の総額の1/2を超える同意
特別決議	社債全部の支払の猶予、その債務若しくはその債務の不履行によって生じた責任の免除又は和解等	議決権者の議決権の総額の1/5以上かつ出席した議決権者の議決権の総額の2/3以上の同意

社債権者集会の流れ

- 社債権者集会の決議は、法令（会社法、社債、株式等の振替に関する法律など）が定める一定の手続を履践する必要があります。その大きな流れとしては、会社法上、無記名債券を発行する場合は、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などを公告し、社債権者集会の日の二週間前までに、知っている社債権者などに対し、招集通知をするとともに社債権者集会参考書類や議決権行使書面を交付する必要があります。社債権者集会の決議を行ったあとは、当該決議があった日から一週間以内に、裁判所に対して当該決議の認可の申立てをする必要があります。社債権者集会の決議は、裁判所の認可を受けなければその効力を生じません。社債権者集会の決議の認可又は不認可の決定があった場合は、遅滞なく、その旨を公告することとされています。
- 現在主流となっている振替債の場合も流れは同じですが、①振替債において招集のための公告は会社法上の義務ではないものの、実務上、社債権者集会の日の三週間前までに同様に行われていること、②社債権者が提示した証明書（社債、株式等の振替に関する法律第86条の証明書）を管理しなければならないことに留意する必要があります。
- このほかにも、細目的な手続が法律に規定されていますので、社債権者集会を開催する際には手続の不備がないよう留意する必要があります。
- なお、社債権者集会の目的である事項について、議決権者の「全員」が書面又は電磁的記録により同意の意思表示をしたときは、当該提案を可決する旨の社債権者集会の決議があったものとみなすことが認められており、この場合、別途裁判所の認可を受けることなく決議の効力が生じます。

図表7-3-2 社債権者集会の流れの概要



社債権者集会の開催事務の効率化ガイドライン（標準モデル）

- 社債権者が議決権を行使する場合などに際しては、社債権者は口座管理機関に対して社債、株式等の振替に関する法律第86条の証明書の発行を依頼し、当該証明書の交付を受けた上で、発行体、社債管理者、社債管理補助者又は（担保付社債の場合）受託会社に対して提示する必要があります。
- 社債権者集会が開催される銘柄が、個人向け社債のように多数の社債権者が存在する銘柄の場合には、社債権者から口座管理機関に対する証明書の発行依頼、当該証明書の提示、社債権者集会の招集者による当該証明書及び議決権行使書の受付並びに社債権者の本人確認といった事務が膨大になり、口座管理機関、発行体及び社債管理者の事務負荷が大きくなることが想定されます。
- また、決議事項が特別決議である場合には、社債権者集会における定足数を確保する必要がありますが、振替債では、発行体及び社債管理者は社債権者が誰であるかを認識できない仕組みになっていることから、社債権者に対する社債権者集会開催の案内の周知方法についても工夫する必要があります。
- このような事情を踏まえ、証券保管振替機構は、市場関係者と協同して、社債権者集会の関連事務を円滑に行うための「社債権者集会の開催事務の効率化ガイドライン（標準モデル）」を策定していますので、実際の開催に際しては、当該ガイドラインを参考にすることも考えられます。

図表7-3-3 社債権者集会の開催事務の効率化ガイドライン（標準モデル）（抜粋）

【事務フロー図】

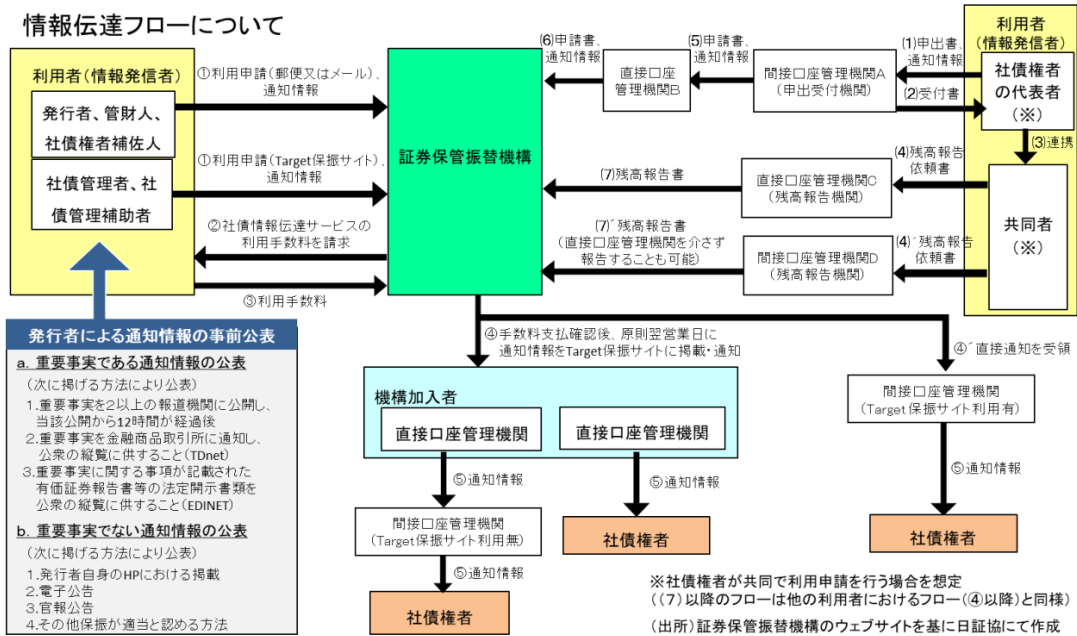
	発行者/ 社債管理者	機構	口座管理機関	社債権者
社債権者集会招集の 公告・公表 (集会の4週間前まで)	社債権者集会の 招集通知			
社債情報伝達サービス による情報伝達	通知の申出	情報の通知、ガイド ラインの利用依頼	情報の通知	情報の確認
ガイドラインの利用申込			ガイドラインの 利用申込	
証明書発行・取次、議決 権行使書の取次依頼			証明書の発行、 取次依頼の受付 ↓ 口座残高の凍結、 証明書の作成	証明書の発行、 取次依頼
証明書・議決権行使書 の取次 (集会の1週間前まで)	証明書、議決権行使 書の受付		証明書、議決権行使 書の取次	
社債権者集会の開催				
証明書の返還	証明書の返還		口座残高の 凍結解除	

※ 左記のイメージ図は、証明書及び議決権行使書の取次を行わない場合及び対象銘柄が新株予約権付社債の場合のフローは省略している。

社債情報伝達サービス

- 前述したとおり、振替債は、発行体及び社債管理者において社債権者が誰であることを認識できない仕組みになっています。そこで、証券保管振替機構では、「社債に係る必要な情報の通知に関する規則」などにのっとり、特定の銘柄の社債について必要な情報を社債権者に通知するためのサービスを提供しています（社債情報伝達サービス）。

図表7-3-4 社債情報伝達サービスの概要



（出所）日本証券業協会「コベナンツ抵触時の対応の実務フロー」から抜粋

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	発行体、管財人、社債管理者、社債管理補助者、社債権者補佐人（※1）、及び社債権者（※2） なお、社債権者については左記②、発行体、管財人及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法的整理の手續開始 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	発行体、管財人、社債管理者、社債管理補助者及び社債権者補佐人
社債要項に定める事項 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	発行体、社債管理者、社債管理補助者及び社債権者補佐人
発行体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	発行体

※1 社債権者補佐人…社債要項及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又はこれに類すると機構が認める者

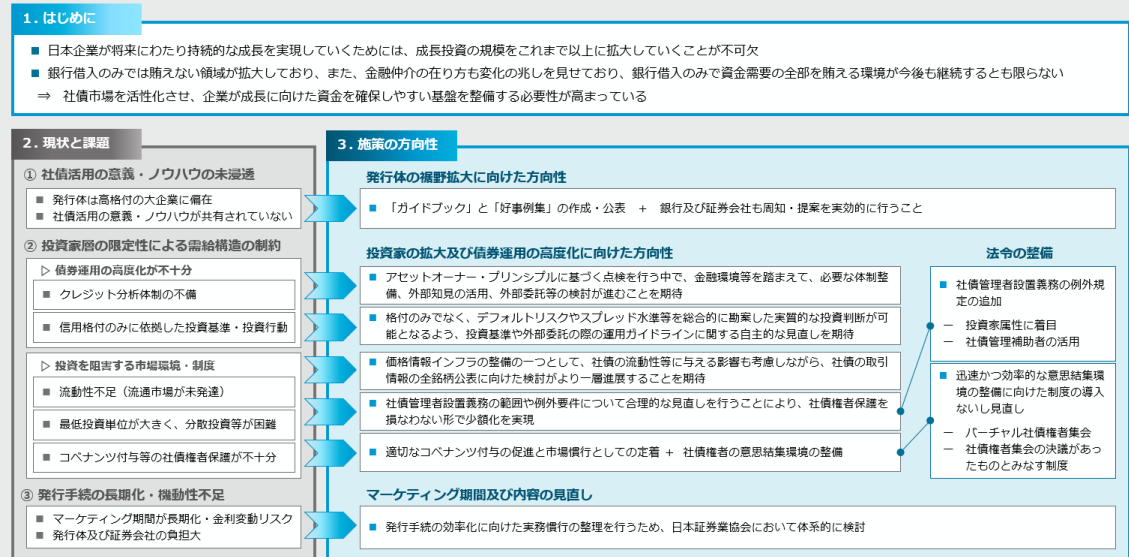
※2 社債権者…①社債の残存総額の10分の1以上の残高を有する社債権者、②共同して社債情報伝達サービスを利用することに同意する他の社債権者と合算した残高が当該社債の残存総額の10分の1以上となる社債権者

経済産業省では、2025年10月から2026年3月にかけて、全5回にわたって、企業の社債活用を妨げる課題の解消とともに国内社債市場の活性化を目的として、発行体、投資家、法学者、証券会社、銀行、格付会社などの幅広い関係者を招いた研究会を開催しました。本研究会での議論の成果として、中間報告書（https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/corporate_finance/pdf/20260420_report.pdf）が公表され、発行体層の裾野拡大、投資家層の裾野拡大と債券運用の高度化、発行手続の効率化など、多岐にわたる課題と対応の方向性が整理されました。

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み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ありません。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といえます。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重要です。そして、その鍵となるのは、改革のモメンタムを絶やさないことです。

引き続き、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を繰り返しながら、社債市場の発展と活性化に向けて、実務の改善や新たな取組みを積み重ねていくことが期待されます。

【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・中間報告書の概要】



参考文献・参考資料（順不同）

- 日本証券業協会「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）」
- 日本証券業協会「報告書「社債権者保護のあり方について」（2015年3月17日）」
- 日本証券業協会「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）」
- 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）」
- 日本証券業協会 ホームページ掲載情報「自主規制関連用語集」
- 日本証券業協会「コベナンツモデル（参考モデル）」
- 日本証券業協会「コベナンツ抵触時の対応の実務フロー」
- 日本証券業協会「社債管理補助者に係る社債要項及び社債管理補助委託契約書の規定例について」（2025年6月）」
- 日本取引所グループ ホームページ掲載情報「TOKYO PRO-BOND Marketの概要」
- 株式会社証券保管振替機構「社債権者集会の開催事務の効率化ガイドライン（標準モデル）」
- 株式会社証券保管振替機構「一般債振替制度に係る業務処理要領 第7章 社債情報伝達サービスに係る手続」
- 株式会社格付投資情報センター「事業法人等の信用格付の基本的な考え方」（2024年6月24日）」
- 株式会社格付投資情報センター ホームページ掲載情報「信用格付（信用格付取得の主なメリット、格付会社の存在意義 関連）」「格付符号と定義」「信用格付の手引（事業法人等）」
- 株式会社格付投資情報センター「ハイブリッド証券の資本性の評価と格付の視点」（2021年6月11日）」
- 株式会社日本格付研究所「コーポレート等の信用格付方法」
- 株式会社日本格付研究所 ホームページ掲載情報「信用格付の種類と記号の定義」「格付取得をお考えの皆さまへ」
- 株式会社日本格付研究所「ハイブリッド証券の資本性評価」（2022年12月1日）」
- 証券会社提供資料
- 金融庁「金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ（令和7年度）」事務局資料
- 経済産業省「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」参加企業提出資料



【問い合わせ先】

- 経済産業省 経済産業政策局 産業資金課
- メール：bzl-shasai-sangyoshikin@meti.go.jp
- 電話：03-3501-1676