



**日本証券業協会**  
Japan Securities Dealers Association

# 近時のデフォルト事例に見る 我が国社債市場の課題について

2023年9月15日

日本証券業協会

# 1. はじめに



- 日本証券業協会では、2009年以降、我が国社債市場の活性化を重要な課題と認識し、発行市場と流通市場の両面から、改善に向けた取り組みを実施してきた。
- また、本WG第17回会合においても我が国社債市場に係る課題認識を共有いただき、解決に向けたご議論をいただいたほか、本WG及びディスクロージャーWGにおけるご議論を踏まえ、ローン等に付されたコベナントの開示に係る制度整備も進んでいる。
- しかしながら、結果として社債市場の活性化は道半ばとの指摘がなされる状況は変わっていない。
  
- こうした状況について、発行会社・投資家ともにプレイヤーが限定的との指摘もあり、
  - 発行会社については、A格以上の企業が大宗を占め、特に米国の状況と比べ、相対的に信用リスクの高い企業（BBB格以下）の社債発行は極めて少ない。
  - 投資家については、個人における社債保有には進展がみられるものの、依然として預金取扱機関や保険・年金基金による保有が6割程度を占めている。この点については、今後、資産運用立国の実現に向け、運用対象の多様化を推進するための環境整備が図られ、投資家の運用力や投資家層の厚みの向上に繋がることを期待している。



以上を踏まえ、本日は我が国社債市場に係る課題について、近時のデフォルト事案をもとに、特に相対的に信用リスクの高い企業の社債発行の促進に係る論点を整理したい。

## 2. 事例の概要



- 2019年7月、社債発行企業であるA社に対してB社が敵対的買収を表明したことをきっかけに、複数の買収候補者がTOBを表明。
- 2020年4月、**A社の一部従業員と米国の投資会社X社が設立したY社によるEBOが成立（総額約2,050億円）**。
  - ※ EBO前に、A社は、Y社へ資金移動の際には、社債への担保差入れ等の方法による債権保全や期限前償還を行う旨等を定めた合意書をY社との間で締結した旨、開示していた。
- 同年6月、A社上場廃止（株式併合によりY社の完全子会社化）。
- 同年7月以降、**A社からY社へ配当金の支払いや貸付（総額約2,600億円）を実施。Y社は当該資金を原資にX社に割り当てた優先株の買戻し及び融資を返済したものと考えられる。これにより、実質的に、A社からX社へ約2,600億円の資金が流出。なお、当該資金は保有物件の売却によるものと考えられる。**
  - ※ EBO前に開示した合意書に記載のあった、A社からY社へ資金移動の際の社債への担保差入れ等の方法による債権保全や期限前償還の手当てはなされなかった。
- 2021年3月末から2022年9月末までの間に、A社の**長期借入金（約1,700億円前後で推移）に占める担保付債務（約500億円⇒約1,500億円へ）の割合は3割から9割に上昇。一方、社債は無担保のまま存置。**
- **上記の借入金への担保提供（もしくは担保付債務の発生）について適時開示はされず、社債権者は自身が他の債務に劣後する立場に置かれていることを知る術がなかった。**
- 2023年4月、A社、民事再生手続き開始の申立を申請。社債（計610億円）は期限の利益喪失。
- 同年5月、A社、再生手続開始決定。

課題①：支配株主等の異動

課題②：社債権者の損失を招く財務活動

課題③：他の債務との劣後関係

課題④：債権者間の情報格差

### 3. 事例を踏まえた課題と考えられる改善策①



#### 課題① 支配株主等の異動

発行会社の「所有・経営権の異動」といった当該会社の経営のあり方及び社債権者の投資判断に重大な影響を及ぼす事象が生じたにも関わらず、社債権者に対して投資判断を再考する機会が与えられなかった。

#### 課題①への改善策 チェンジオブコントロール条項のコベンツの付与

今回の事例ではチェンジオブコントロール条項※1のコベンツが付与されていれば、A社のEBO成立の段階で、社債権者は期限前償還を請求することが可能であり、被害を被ることはなかったと考ええる。

※1 発行会社の支配株主の異動等があった場合に、社債権者に期限前弁済の請求権を与えるもの

#### 課題② 社債権者の損失を招く財務活動

発行会社の営業活動に影響を与える資産の売却等により、発行会社から親会社を通じて社外へ多大な資金が流出するといった社債権者の利益を害する行為に対して、社債権者は当該行為を抑制する方策がなかった。

#### 事例②への改善策 配当等制限、支払制限、資産処分制限条項等のコベンツの付与

今回の事例では配当制限条項※2、支払制限条項※3、資産処分制限条項※4等のコベンツが付与されていれば、A社からY社への資金流出を制限できた（当社の財務状況が現状ほどに悪化することはなかった）可能性がある。

※2 発行会社が行う配当等の現金流出に制限を加え、社債の償還・利払資金の確保を図るもの。  
株主の影響力が強く、株主還元の要請が強い場合に、これを制限する効果がある。

※3 発行会社が行う配当等を含む現金流出全般に制限を加え、社債の償還・利払資金の確保を図るもの。

※4 発行会社による資産の売却を制限（通常の事業に伴うものを除く）を図るもの。

## 3. 事例を踏まえた課題と考えられる改善策②



### 課題③ 他の債務との劣後関係

発行会社の経営悪化時等には、銀行借入金に対しては担保が設定される等の債権保全が図られるが、社債に付された担保提供制限条項は社債間限定同順位であり社債以外の債務への担保は制限されていない。このため、社債は銀行借入金等への債務に実質的に劣後しており、銀行の担保設定により社債の元利金返済のための資産が著しく減少した。上記の背景から、デフォルト時の社債の回収率は極めて低い傾向にある。

### 事例③への改善策 他の債務（銀行借入れ等）との間でのパリパス確保

社債に付される担保制限条項を、「債務間同順位」とすることで銀行借入金との間でパリパス（同等性）を確保することが望ましい。  
現状は、融資を受ける発行会社の立場上、銀行借入金とのパリパスを求めるのは困難なため、社債に付される担保制限条項は「社債間のみ同順位」とする内容に留まっている。

### 課題④ 債権者間の情報格差

投資家の投資判断に重要な影響を及ぼす「債務の発生」や「当該債務に付される担保やコベナンツ等」に関する正確な情報が、市場に適時適切に開示されなかった。

### 事例④への改善策 債権者間の情報格差の是正

金融庁において臨時報告書等の開示内容を充実すべく「重要な契約」について「企業内容等の開示に関する内閣府令」等の改正※5が予定されていることから、今後、その運用状況を見ていく必要はあるが、更なる取り組みとして、財務上の特約の有無に関わらず、社債権者にとって投資判断に重要な情報である「債務の発生（担保提供の内容を含む）」や「既存債務への担保提供」に関する情報についても、米国※6のように「重要な契約」として臨時報告書において、適時適切に開示されることが望ましい。

※5 債務契約そのものではなく債務に付された「重要な財務上の特約」が「重要な契約」と捉えられているため、臨時報告書の開示対象は重要な財務上の特約（財務基準を維持することを求める特約に限定）が付された一定規模以上の債務契約等に限定されている。去る8月10日までパブリックコメントの募集が行われ、改定後の規定は2025年4月1日以後に提出される臨時報告書から適用予定。

※6 米国ではローンの契約及び当該契約の変更は重要事象とみなされ、契約内容全体が契約締結後（契約変更後）4営業日以内に開示されることが多い。

### 3. 事例を踏まえた課題と考えられる改善策③




#### その他 社債管理補助者の設置

発行会社の信用力が低下した際には社債権者の代理人として債権保全の役割を担う社債管理補助者が自動的に設置される仕組みや本事案を踏まえての社債管理補助者の役割の整理が必要と考えられる。



## 4. まとめ

- 本事例を踏まえると、わが国社債市場について以下の課題が挙げられる。
  - ✓ 発行会社の信用力や業容等に応じた適切なコベンツの付与
  - ✓ 社債投資家の投資判断に必要な情報の適時適切な開示
  - ✓ 発行会社の信用力が低下した場合に適切な債権保全がなされる仕組み
- これらの課題はこれまでも関係者から指摘されてきたところであるが、必ずしも大きな進展はみられていない。
- 政府の掲げるスタートアップの育成のためには、エクイティでの資金調達に加え、デットでの資金調達も重要であるが、これらの課題が改善されなければ、相対的に信用リスクの高いスタートアップ企業への社債を通じた資金供給は困難なものと思料。
- 一方で、社債市場の課題改善のためには、発行会社、投資家、証券会社、銀行など多くの市場関係者による認識共有・協力が必要。

- 
- **スタートアップ企業をはじめとする企業の資金調達手段の多様化の観点から、本WGにおけるご議論を踏まえ、当局を含めた多様な市場関係者において社債市場の課題改善に向けた効果的な検討が必要であり、本協会としても、引き続き、社債市場の課題改善に向けて役割を果たしてまいりたい。**

# (参考) 本協会における主な取り組み



年	内容
2010年	• 「社債市場の活性化に向けて」 公表
2012年	• 「社債市場の活性化に向けた取組み」 公表 (①証券会社の引受審査の見直し等 ②コバナンツの付与及び情報開示等 ③社債管理のあり方等 ④社債の価格情報インフラの整備等) • 「コバナンツモデル (参考モデル)」 策定
2013年	• 「売買参考統計値に関する取扱いについて」 (ガイドライン) 策定
2015年	• 「社債の取引情報の報告・発表制度」 開始
2016年	• 「コバナンツの状況等に係る開示基準及び開示内容の例示等について (コバナンツ開示例示集)」 策定
2020年	• 「社債券等の募集に係る需要情報及び販売先情報の提供に関する規則」 制定 • 「協会員の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」一部改正 (トークン化有価証券の取引に関し、取引開始基準及び確認書徴求義務を規定)
2021年	• 「社債の取引情報の報告・発表制度」の見直し (A格相当で発行額500億円以上の銘柄まで公表を拡大) • 「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)」 公表
2022年	• 「社債レポ市場の整備に向けた課題対応工程 (マイルストーン)」公表
2023年	• 「私設取引システムにおける非上場有価証券の取引等に関する規則」制定 (トークン化有価証券を含む非上場有価証券のPTS取引について規定)