第17回 金融審議会 市場制度ワーキング・グループ

資料2

事務局説明資料

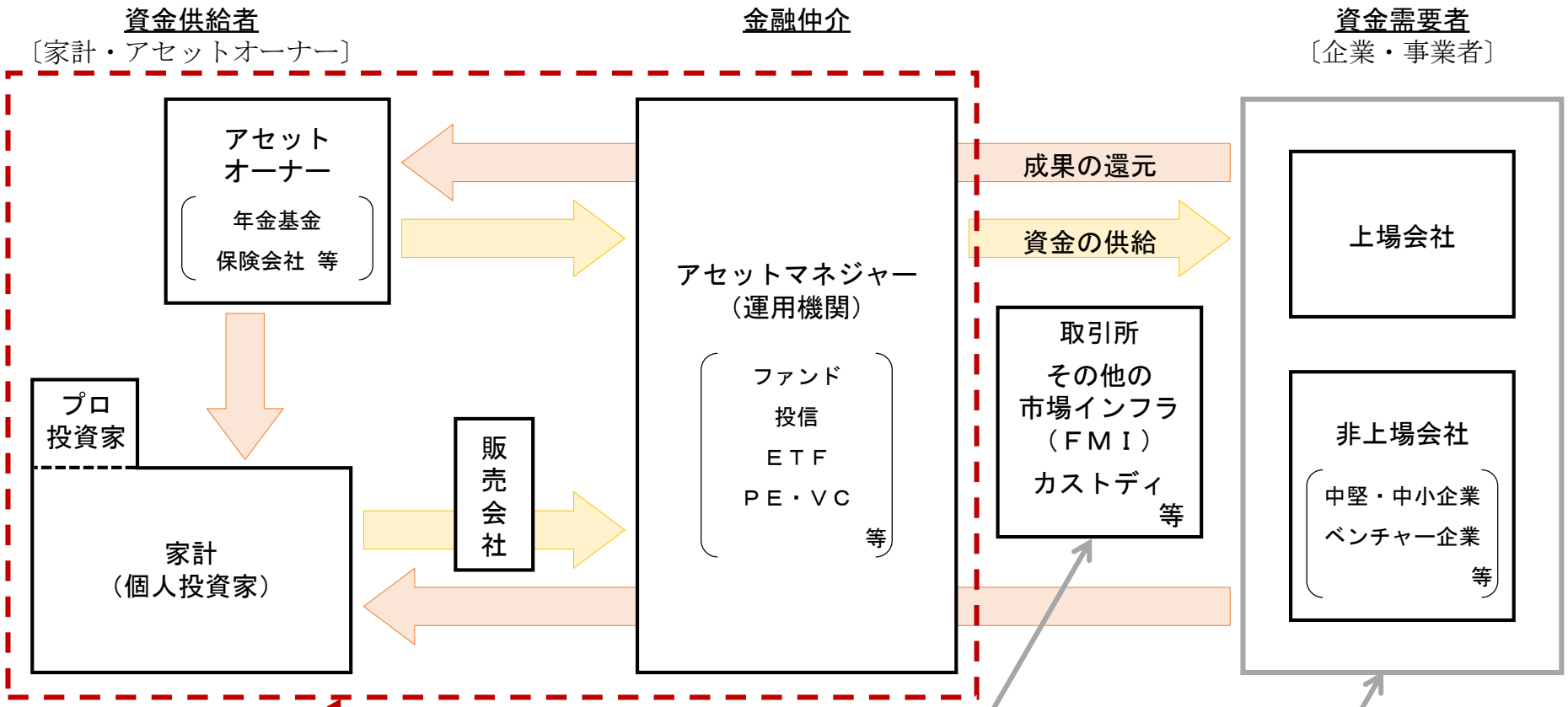
Ⅰ．顧客本位の業務運営の確保と金融サービスの向上②
（顧客への情報提供の充実とデジタル化）

Ⅱ．我が国社債市場の課題と取組み

2022年４月25日

金融庁
Financial Services Agency, the Japanese Government

資金需要者への資金供給と経済成長の成果の家計への還元



１．経済成長の成果の家計への還元促進

・　経済成長の成果の家計への還元を促し、家計の安定的な資産形成を実現していくため、販売会社による顧客に対する勧誘・助言・説明のあり方、アセットオーナー・アセットマネジャーの役割、家計の金融リテラシーの向上のための取組について検討する。

２．市場インフラ機能の向上

・　デジタル化やサステナビリティへの関心の高まりといった世界の潮流の中で、デジタル・トークン等新たな商品を含む多様な金融商品がより円滑・安定的に取引されていくよう、市場の機能やレジリエンスの向上について検討する。

３．成長・事業再生資金の円滑な供給

・　スタートアップや事業の再構築等に資する多様な形態による資金供給を促進することにより、企業活動やこれを支援する資金供給の成果が適切にステークホルダーに還元される方策について検討する。

目　次

Ⅰ．顧客本位の業務運営の確保と金融サービスの向上②
（顧客への情報提供の充実とデジタル化）・・4

Ⅱ．我が国社債市場の課題と取組み・・・12

Ⅲ．ご議論いただきたい事項・・25

Ⅰ．顧客本位の業務運営の確保と金融サービスの向上②
（顧客への情報提供の充実とデジタル化）

Ⅱ．我が国社債市場の課題と取組み

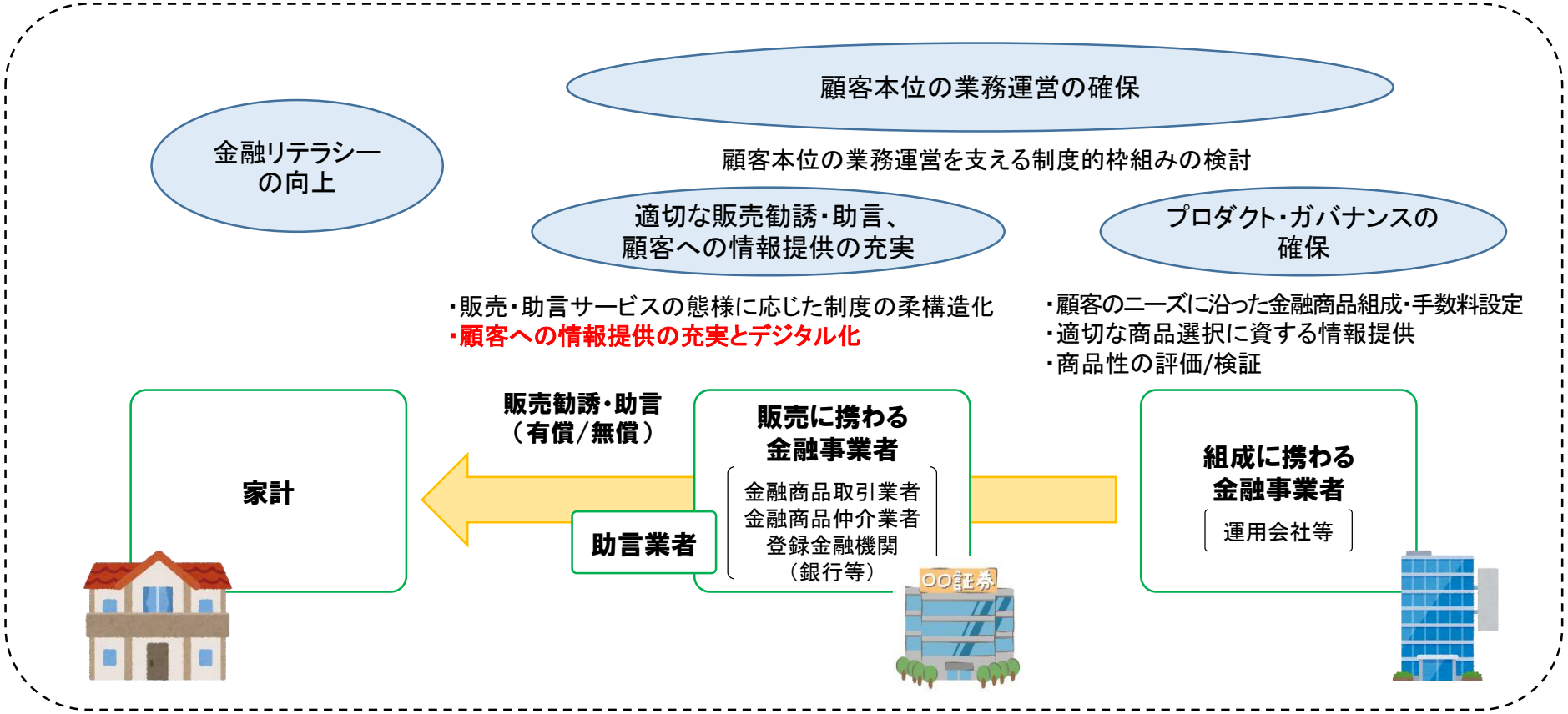
Ⅲ．ご議論いただきたい事項

Ⅰ 顧客本位の業務運営の確保と金融サービスの向上に向けた課題（概要）

○　家計の中長期的に安定した資産形成を実現していくためには、顧客本位の業務運営の確保、金融リテラシーの向上を総合的に進めることが不可欠。

○　これまでプリンシプルベースで進めてきた「顧客本位の業務運営の確保」については、それを支える制度的枠組みの検討が必要ではないか（販売面：販売・助言サービスの態様に応じた制度の柔構造化、組成面：プロダクトガバナンス（注）の確保）。

成長の成果の家計還元に向けた総合的アプローチ



（注）ESMA（欧州証券市場監督機構）「Final Report Guidelines on MiFID II product governance requirements」（2017）は、プロダクトガバナンスについて、金融商品の組成会社・販売会社が、金融商品やサービスのライフサイクルのすべての段階において、顧客の最善の利益のために行動することを確保するための仕組みと説明している。

Ⅰ　金融商品取引における情報提供のデジタル化

○　社会経済全体のデジタル化が進展する中、金融商品取引における情報提供に関しては、

⑴　顧客に対し、充実した内容の情報がデジタルツールの特性を活かした分かりやすい形で提供されることが「顧客本位の業務運営」の進展、ひいては、経済成長の果実の家計への還元の観点から重要。

⑵　こうしたデジタル化のメリットを幅広く顧客に拡げ、同時に、紙資源の節減や金融事業者のコスト削減にもつながるよう、「紙による情報提供を原則とする枠組み」から「デジタル・リテラシー等の顧客属性に応じた保護を図りつつ、デジタルによる情報提供を原則とする枠組み」への移行についての検討が求められている。

「デジタル社会の実現に向けた重点計画」（2021年12月24日）（抄）

第６　デジタル社会の実現に向けた施策

３．規制改革

⑴　全ての分野の共通基盤となるデジタル改革

⑨　金融商品取引における書面交付原則のデジタル原則化

金融庁は、書面交付を原則とする金融商品取引における顧客への情報提供について、顧客の投資判断等に資する適宜・適切な伝達・受領確認・アクセス確保など「デジタル完結」の意義・効果のみならず、金融事業者の環境配慮やコスト削減も踏まえ、顧客の求めがない場合にはデジタルでの情報提供のみを行う、原則デジタル化について金融審議会での検討を開始する。同審議会においては国内外の原則デジタル化に向けた改革の進展を踏まえ、従来からの顧客への情報提供のデジタル化や、顧客に対するより分かりやすい情報提供の在り方、対象とする顧客の範囲、書面交付を求める顧客の意思確認手法、必要な顧客保護のための措置など実務的対応も含めて令和４年（2022年）内を目途に結論を得て、可能なものから法案提出等必要な措置を行う。

Ⅰ (1) デジタルツールを活用した分かりやすい情報提供 - ① これまでの情報提供に関する取組み

○ 金融商品取引における情報提供は、①顧客にとって必要な情報が、②顧客にとって分かりやすく提供されるよう、行われる必要がある。

○ より良い取組みを行う金融事業者が顧客から選択されるメカニズムの実現を目指して2017年に策定された「顧客本位の業務運営に関する原則」（ＦＤ原則）には「重要な情報の分かりやすい提供」が挙げられている。

さらに、ＦＤ原則は2021年１月に改訂され、「重要情報シート」が導入された。

「顧客本位の業務運営に関する原則」

○ 金融事業者に本原則の採択を促し、その取組みの「見える化」を通じて、顧客がより良い金融商品・サービスを選択するメカニズムの実現を図る（「プリンシプルベースのアプローチ」）。

【７つの原則】

１．顧客本位の業務運営に関する方針の策定・公表等

２．顧客の最善の利益の追求

３．利益相反の適切な管理

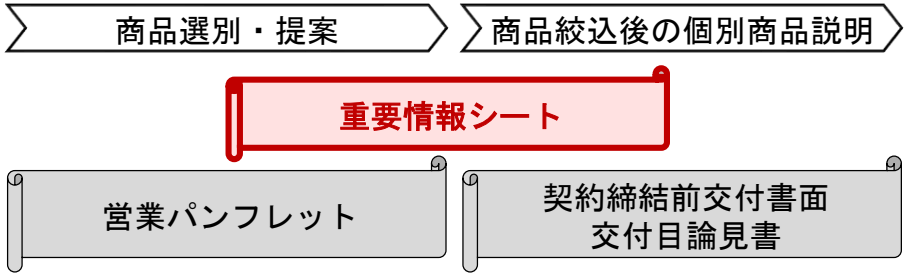
４．手数料等の明確化

５．重要な情報の分かりやすい提供

６．顧客にふさわしいサービスの提供

７．従業員に対する適切な動機づけの枠組み等

重要情報シートの概要



○ **記載項目・記載順を極力統一**し、**各商品の比較可能性を確保**

○ 主な記載項目

① 商品等の内容（金融商品の目的、想定顧客属性等）

② リスクと運用実績

③ 費用（販売手数料、継続手数料、成功報酬等）

④ 換金・解約の条件（償還期限、解約手数料等）

⑤ 顧客との利益相反（第三者からの報酬、業績評価等）

⑥ 租税の概要（NISAやiDeCoの対象かどうか等）

⑦ 顧客の理解に資するよう、顧客から販売員への質問を促すための質問例

Ⅰ (1) デジタルツールを活用した分かりやすい情報提供 - ② 深度ある、より分かりやすい情報提供

○ 近年では、デジタルツールを効果的に活用し、ウェブやアプリの画面表示を工夫することなどにより、書面や、単に書面を電子化したＰＤＦよりも分かりやすい情報提供が可能となっている。

○ 情報提供のデジタル化は、従来の書面の電子化ではなく、これまでの「顧客本位の業務運営」に向けた取組みを踏まえつつ、デジタルツールの特性を活用し、より充実した情報のより分かりやすい提供につながるよう進める必要がある。

デジタルツールの活用例

ファンド名・キーワードなど　検索　基準日：2022年4月12日

マウスオンで初心者向け用語解説を表示

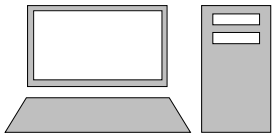
★で比較

基準価額とは、投資信託の値段のことで、・・・

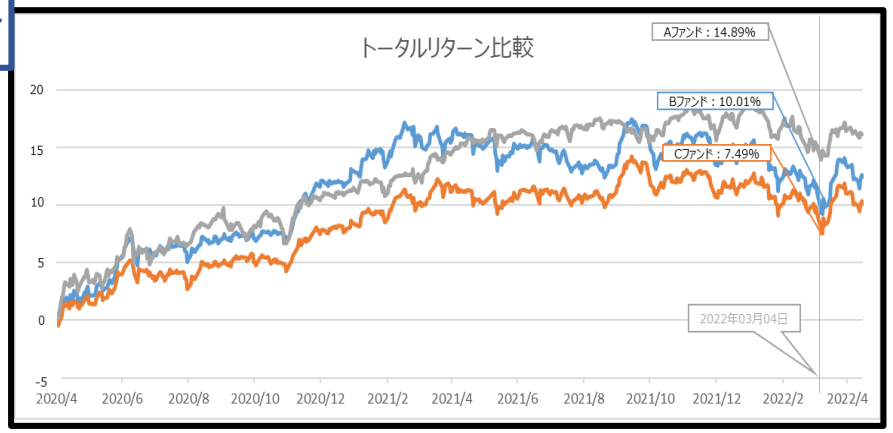
ファンド名	投資対象	基準価額 前日比（円）	純資産総額（億円）	販売手数料（%）	信託報酬等（%）	比較
Aファンド インターネットバンキング専用 販売手数料無料	国内株式	20,000 -120	11,730	0.000	0.0968	★
Bファンド つみたてNISA対象商品 販売手数料無料	国内株式	20,100 +100	3,280	0.000	0.1025	★
Cファンド	海外株式	19,000 ±0	2,300	0.440	0.1055	★

コストを含む様々な項目について並べ替え可能

「選択」した商品同士の詳細情報を見やすく比較



ファンド名	Aファンド	Bファンド	Cファンド
運用会社名	A社	B社	C社
カテゴリー	国内株式	国内株式	国際株式・米国
純資産総額	11,730億円	3,280億円	2,300億円
販売手数料	0.000%	0.000%	0.440%
信託報酬等（税込）	0.0968%	0.1025%	0.1055%
償還日	無期限	無期限	無期限



Ⅰ ⑵ 情報提供のデジタル化の促進 - ① 金融商品取引法等における制度の内容

○ 金融商品取引法等は、顧客に提供すべき情報を記載した書面として、目論見書、契約締結前交付書面、取引残高報告書、運用報告書等を定めている。これらは、顧客が同意すればデジタルによる情報提供に代えることが可能とされている。

（注）金融商品取引法の規定を準用している特定預金等契約や特定保険契約、特定信託契約、特定金融サービス契約に係る情報提供（書面交付）についても、分野横断的な規律を図る観点から、同様の取扱いとされている。

○ また、一定の場合には顧客同意は不要とされている。

（顧客同意が不要とされる例）

- 投資信託について、交付運用報告書は書面交付が原則だが、運用報告書（全体版）については、投資信託約款で電磁的方法による提供を規定している場合には（顧客同意がなくとも）ウェブ掲載等による提供が認められている。
- 上場株式などのプレーンな商品に係る契約締結前交付書面は、一度交付すれば、その後はウェブ掲載等による提供が認められている。

		作成主体	主な記載事項
契約前	目論見書	有価証券の発行者	・発行者の情報（発行者名、事業内容、大株主の状況、財務諸表等） ・発行する有価証券の情報（発行総額、発行価格、利率、払込期日、償還期限等） ・引受の情報（引受人名、引受額、手数料等）
	契約締結前交付書面	証券会社等	・証券会社等の情報（名称・登録番号、加入している金融商品取引業協会、紛争解決措置等） ・金融商品取引契約の情報（契約の概要、クーリング・オフ規定の適用の有無等） ・取引コストの情報（手数料、租税の概要等） ・リスクの情報（元本損失・元本超過損が生ずるおそれがある場合の損失の原因となる指標等）
契約後	取引残高報告書	証券会社等	・顧客の情報（氏名・名称） ・金融商品取引契約の情報（約定年月日、売付け・買付けの別、銘柄・数量・価格等） ・残高等の情報（報告対象期間の末日における金銭等の残高、信用取引の評価損益等）
	運用報告書（投資信託法）	投資信託委託会社等	・投資信託の仕組み（運用方針を含む） ・期末現在の投資信託財産の情報（銘柄・数量・価格等） ・期中の運用の情報（売買総数・売買総額等、投信委託会社及び受託会社に対する報酬等、運用状況の推移等） ・利害関係人等との取引の情報（取引の状況、当該利害関係人等に支払われた手数料の総額）

Ⅰ ⑵ 情報提供のデジタル化の促進　-　② 現行制度を巡る課題

○　金融商品取引法等に基づく情報提供のデジタル化について、現状、「新規顧客」については、対面営業を主とする証券会社（以下「対面証券」）で７～８割、ネット証券で８～９割の顧客が電子提供に同意している一方、対面証券の「既存顧客」の電子提供率は低いという調査がある。

○　デジタルツールの特性を活用した、深度ある、より分かりやすい情報提供がより多くの顧客に享受されるとともに、紙資源節減やコスト削減等につながっていくよう、以下の点を踏まえつつ、「紙による情報提供を原則とする枠組み」から「デジタル・リテラシー等の顧客属性に応じた保護を図りつつ、デジタルによる情報提供を原則とする枠組み」への移行についての検討が求められている。

- 顧客属性（デジタル・リテラシー等）や商品類型（複雑性等）等には差異があること
- 既存契約に関し書面（購入済の投資信託の運用報告書等）交付を受けている顧客の中には、契約にあたり能動的に電子提供に同意しなかった（書面を「選択」した）者も一定数存在すると考えられること

■電子提供の状況

	既存顧客	新規顧客
対面営業を行う証券会社	２～３割	７～８割
非対面中心の証券会社（ネット証券）	８～９割	８～９割

■証券業界における顧客交付書面の現状（日本証券業協会）

◆　**対面営業を行う証券会社の既存顧客の電子交付率が低い**

【背景】

- 電子交付とするためには顧客自身が電磁的方法又は書面により承諾をしなければならない（顧客の能動的なアクションが必要）
- 既に書面で受領しているものにつき、「無料であれば引き続き書面でも受領できるとよい」との認識があり、“承諾”という能動的なアクションにまでつながっていない
- 新規顧客は、口座開設時に電子交付を誘因しやすい

◆　**証券会社の取組み**

⇒　手数料の割引又は無償化による電子化への移行促進

◆　**顧客の同意取得は進んでいない**

⇒　郵送コストの高止まり

⇒　目論見書等の廃棄（IPO等の場合、タイトな募集スケジュールに対応するため、一定の在庫を準備する必要がある。）

➡　**キャンペーン等の効果は限定的。個社努力による同意取得は限界ではないか。**

※　規制改革推進会議経済活性化ワーキング・グループ（第６回）（2021年12月）日本証券業協会提出資料より抜粋

【参考】他の類似分野におけるデジタル化の促進

○　2020年の割賦販売法改正では、クレジットカード会社（包括信用購入あっせん）によるカード交付時・利用時の情報提供（規約、利用明細等）について、顧客の事前承諾を要することなく電子提供を行うことが許容された。

　一方、クレジットカード会社による契約解除等の「催告」は、顧客の法的な契約関係に影響する特に重要な情報提供であるとして原則は書面とされた。また、個別信用購入あっせんについても原則は書面とされた。

○　2021年の特定商取引法改正では、従来電子提供が認められていなかった販売業者等による交付書面について、消費者の事前承諾を得た場合には電子提供を行うことが許容された。

■割賦販売法（2020年改正後（2021年４月施行））

包括信用購入あっせん		個別信用購入あっせん （例：オートローン、リフォームローン、家電製品のクレジット等）	
包括信用購入 あっせん業者	加盟店 （包括）	個別信用購入 あっせん業者	加盟店 （個別）
・カード交付時 ・カード利用時 ・リボ債務請求時 ▼ **情報提供** （利用者の求めがあれば、書面交付）	・カード利用時 ▼ **情報提供** （利用者の求めがあれば、書面交付）	・個別クレジット契約申込時 ・個別クレジット契約締結時 ▼ **書面交付** （利用者の承諾を取得すれば、電子による方法が可能）	・売買契約等締結時 ▼ **書面交付** （利用者の承諾を取得すれば、電子による方法が可能）
・契約の解除等の催告時 ▼ **書面交付** （利用者の承諾を取得すれば、電子による方法が可能）		・契約の解除等の催告時 ▼ **書面交付のみ**	
・スマートフォン・パソコン完結型サービス ▼ **完全電子化** （書面交付義務を負わない。）			

■特定商取引法（2021年改正後（2023年６月までに施行））

訪問販売・電話勧誘販売・訪問購入	連鎖販売取引・特定継続的役務提供 ・業務提供誘引販売取引
販売業者等	販売業者等
・申込書面 ・契約書面 ▼ **書面交付** （消費者の承諾を取得すれば、電子による方法が可能）	・概要書面 ・契約書面 ▼ **書面交付** （消費者の承諾を取得すれば、電子による方法が可能）

※　経済産業省「割賦販売法（後払信用）の概要」（2021年６月）

Ⅰ．顧客本位の業務運営の確保と金融サービスの向上②

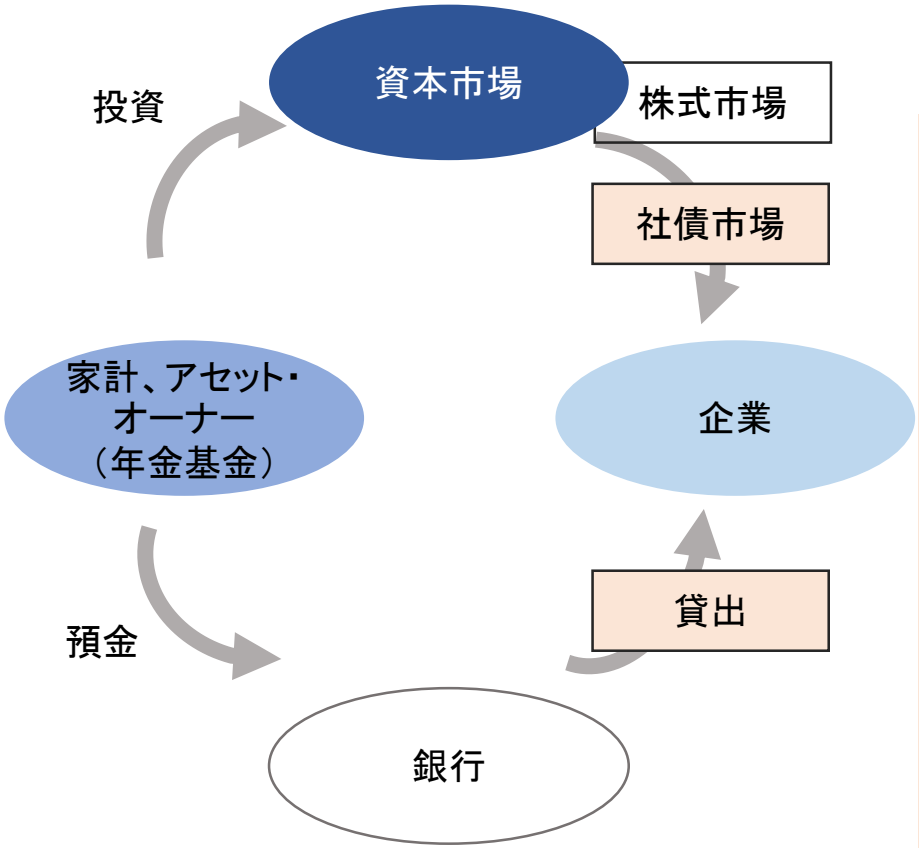
（顧客への情報提供の充実とデジタル化）

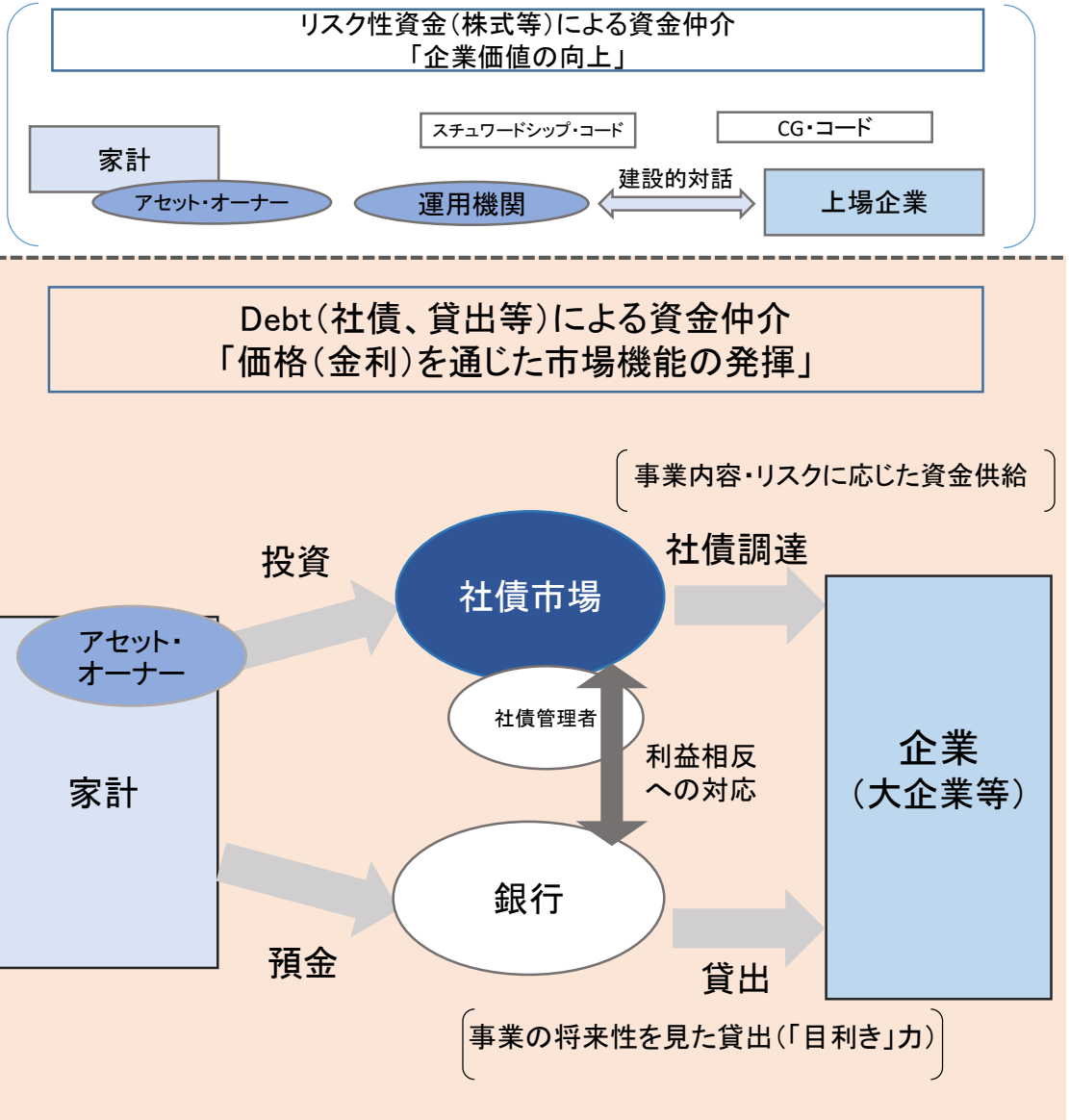
Ⅱ．我が国社債市場の課題と取組み

Ⅲ．ご議論いただきたい事項

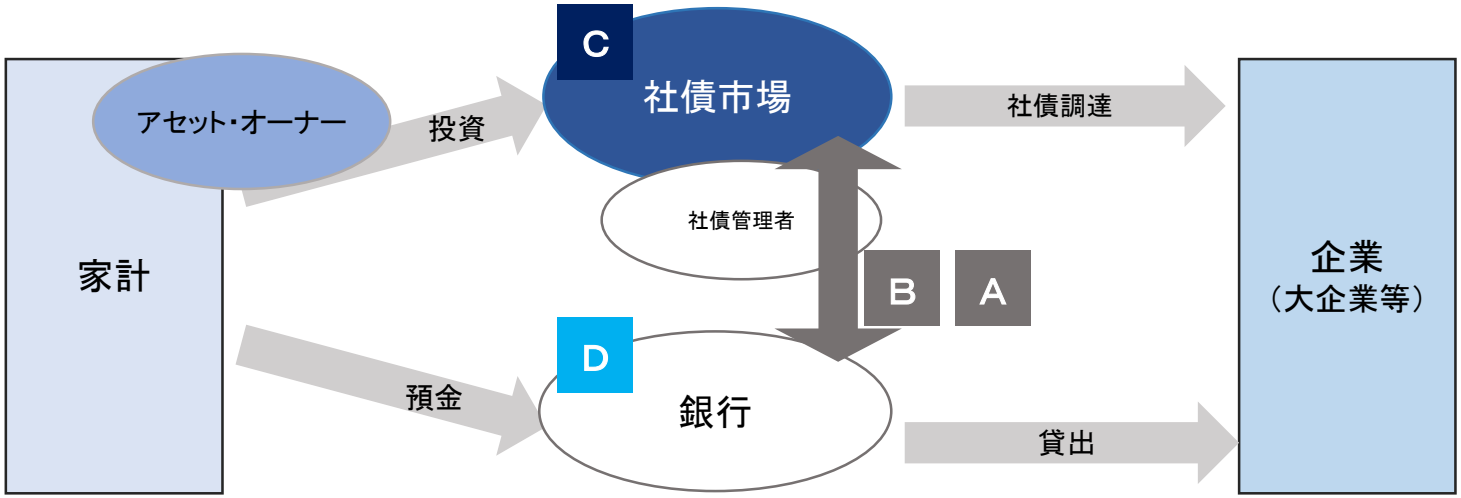
家計の資産形成に資する効率的・効果的な資金フローの実現

○ 社債市場を通じた資金供給は、銀行等による貸出とともに、事業リスク等を踏まえた企業への効率的・効果的な資金供給、その成果の家計への還元との面において、重要な役割を担っている。





我が国社債市場の構図と論点



我が国社債市場の十分な機能発揮に向けた課題として以下の諸点が指摘されている。

A　市場への適切な情報提供・社債／融資のイコールフッティングの向上

① 他債務との優先劣後関係を含め、社債評価（valuation）に必要な情報が十分に提供されているか。

② 社債コベナンツの内容は、諸外国の例も踏まえ、社債権者保護の観点からみて適切・十分か。

B　社債管理の担い手の確保・利益相反への対応

① 我が国ではメインバンクが社債管理者となる場合が多いが、情報面でのメリットがある反面、利益相反への対応は十分か。

② 社債管理者が設置されないことが多く、社債権者保護が不十分ではないか。

C　社債市場の課題（発行手続き、価格情報、レポ市場等）

① 発行市場：諸外国の例を踏まえ、より透明性の高い社債の発行条件の決定手続きが必要ではないか。

② 流通市場：社債の活発な流通に資するための社債レポ市場などの整備が必要ではないか。
社債の流通市場での価格の透明性を高めていく必要があるのではないか。

D　大企業の資金調達を巡る状況

金融緩和や銀行間の競争等を背景にした、借入に伴う低い調達コストが、大企業が社債ではなく銀行融資を選択する一因となっているのではないか。

【参考】 社債市場の活性化に関するこれまでの取組み

○　2009年7月の「社債市場の活性化に関する懇談会」設置以降、社債市場の活性化に関し、様々な課題についての検討及び取組み・見直しが進められてきた。

年	主な取組み
2010年	「社債市場の活性化に向けて」取りまとめ・公表（日証協）
2012年	「社債市場の活性化に向けた取組み」取りまとめ・公表（日証協） （①証券会社の引受審査の見直し等　②コベ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） 「コベナンツモデル（参考モデル）」制定（日証協）
2015年	「社債の取引情報の報告・発表制度」開始（日証協）
2016年	「コベナンツの状況等に係る開示基準及び開示内容の例示等について（コベナンツ開示例示集）」公表（日証協）
2021年	社債発行者への需要販売情報の提供（トランスペアレンシー方式）等を規定した自主規制規則施行（日証協） 改正会社法（社債管理補助者制度の導入）の施行 「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）（日証協）
2022年	金融審議会「ディスクロージャーWG」で「コベナンツ（ローン、社債）の開示」を議論（金融庁） 銀証ファイアーウォール規制の見直し等に係る内閣府令等を公布、施行予定（金融庁）

社債市場の状況①（社債投資家の状況）

○ 社債の保有者構成は、銀行を含む預金取扱機関、保険・年金基金が約6割を占めている。

○ 本邦社債保有における海外機関投資家等（注；一般にリスクテイクに積極的でリスク・リターンのバランスを厳しく評価するといわれる）の比率は極めて低水準にとどまっている。これについては、言語や低金利環境といった要因に加え、コベナンツの設定・開示や社債管理者の設置状況など本邦社債市場の構造的な課題も原因となっているとの指摘がある。

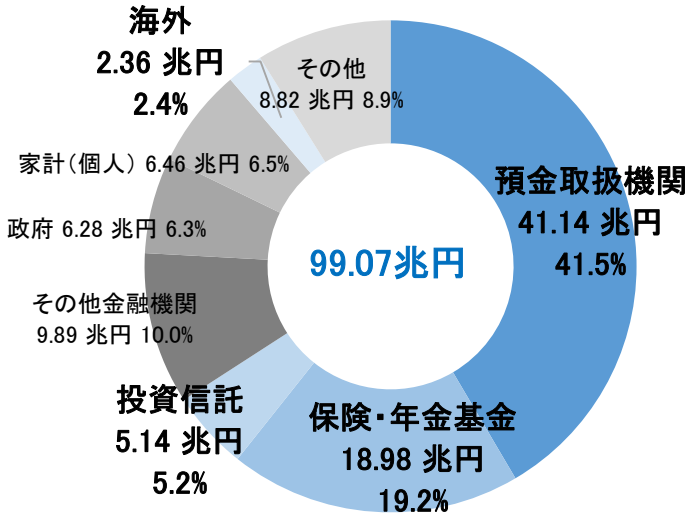
○ 投資信託や小規模な年金等の社債投資を制約している要因として、

- 多くの社債が、社債管理者不設置で社債の額面1億円以上で発行されていることで、パッシブ運用において一定の運用規模が必要となっている、
- これらの投資家が現に積極的に活用している社債インデックスや日本社債に特化した大規模なパッシブファンドが存在しない

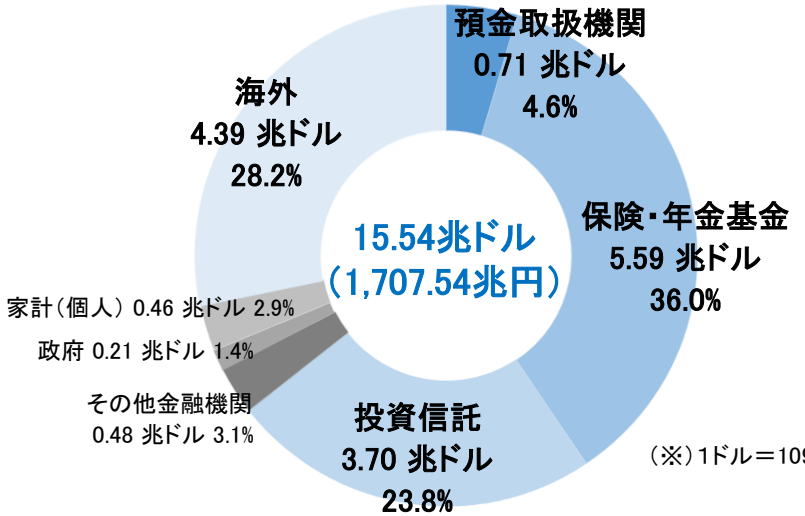
ことが挙げられるのではないか、といった指摘もある。

社債等の投資家別割合（日米比較）

日本（2021年末）



米国（2021年末）



（※）1ドル＝109.88円で換算

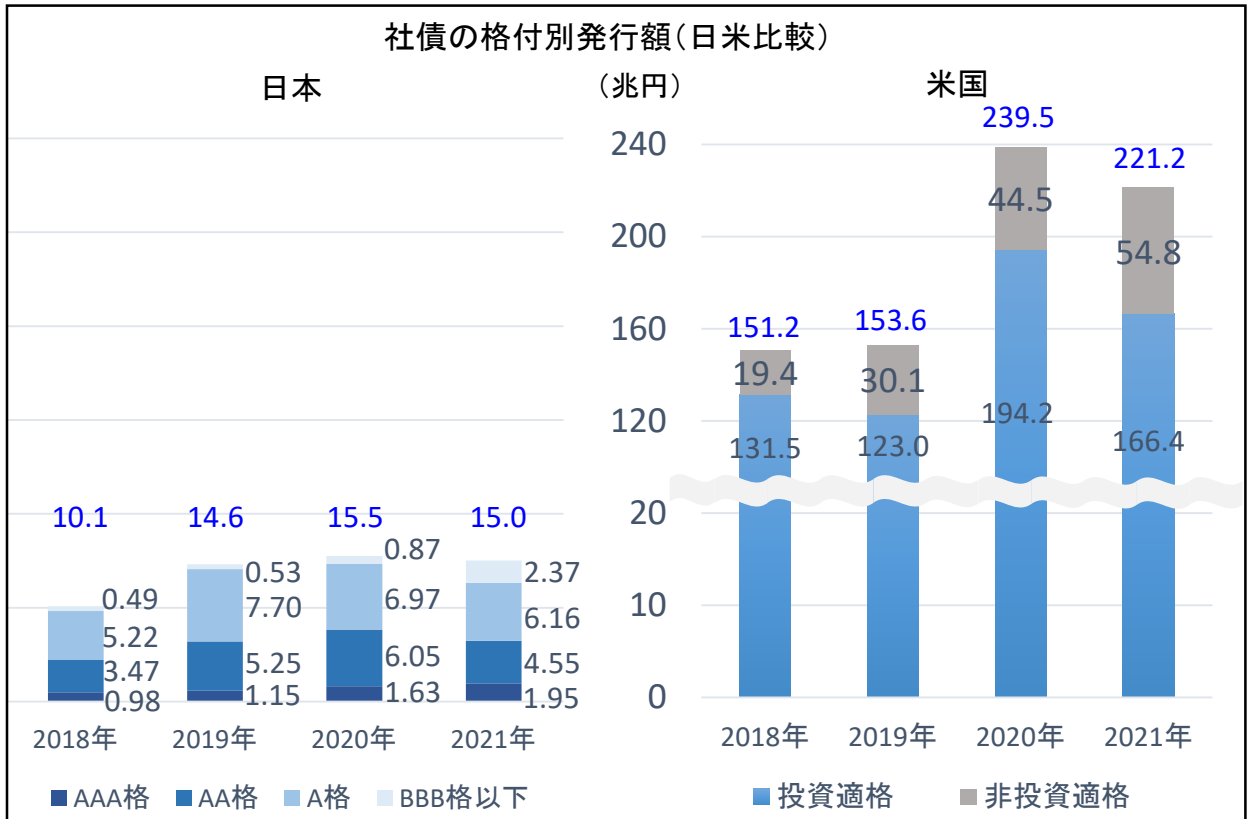
（注1）日本については、国内発行の社債及び新株予約権付社債（CB）を時価ベースで計上。
（注2）米国については、米国企業の海外発行分を含む。
（出典）日本銀行「資金循環統計」、Financial Accounts of the United Statesのデータに基づき金融庁作成

社債市場の状況②（発行企業の状況）

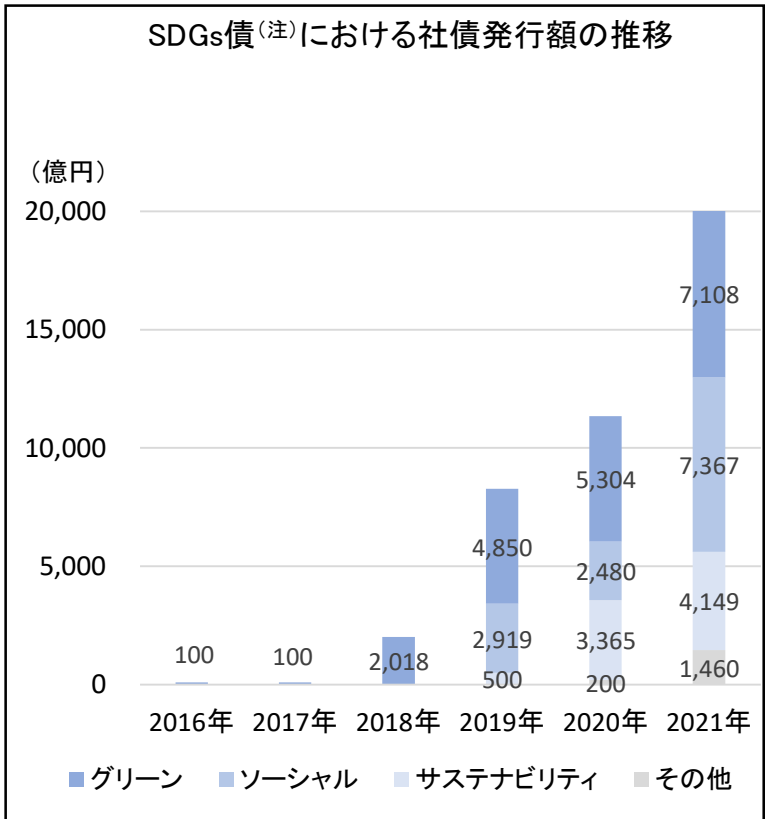
○ 我が国の社債発行額は増加してきているが、格付別ではA格以上が大宗を占めており、非投資適格（BB格以下）は、2019年～2021年のアイフルの発行を除いて見られない。また、投資適格の中でもBBB格の発行は米国に比して極めて少ない。

○ こうした信用リスクが相対的に高い企業の社債発行を促進するためには、コベナンツの設定・開示や社債管理の担い手の確保・利益相反への対応等が課題として指摘されている。

○ いわゆるSDGs債の発行が増加しており、発行体の裾野の広がりにつながっている。



（注1）日本の発行額は、国内公募分。
（注2）米国の発行額は、各年12月基準外国為替相場を基に換算。
（出典）日本証券業協会「公社債発行銘柄一覧」及びSecurities Industry and Financial Markets Association「US Corporate bonds Statistics」に基づき金融庁作成



（注）日本証券業協会では、グリーンボンド、ソーシャルボンド、サステナビリティボンド、サステナビリティ・リンク・ボンド及びトランジションボンド等の債券を「SDGs債」と呼称。
上記の「その他」にはサステナビリティ・リンク・ボンド及びトランジションボンドが含まれる。
（出典）日本証券業協会「SDGs債の発行状況」の「社債」に区分された銘柄の発行額に基づき金融庁作成

A 市場への適切な情報提供・社債／融資のイコールフッティングの向上①

○ 社債評価にあたって必要な情報が十分に開示されることが重要。特に、我が国実務では担保提供制限条項（ネガティブプレッジ）(注)の範囲を「社債間」に限定することが一般的であり、ローンに関する情報開示の重要性は特に高いと考えられる。

（注）担保提供制限条項とは、社債・借入等の債務について、担保権を設定することを制限し、本社債の法的な支払順位を確保しようとするものをいう。本邦社債では、債務間同順位の担保提供制限条項を規定している例は極めて限定的。一方、米国では、1971年にひな形として作成された模範社債信託証書条項に記載されている担保提供制限条項はローンを含む債務全体を対象としており、ローンも対象とする担保提供制限条項の付与が従来から定着していると言われている。

○ 現在、金融審議会「ディスクロージャーWG」において、ローン等に付されたコベナンツの開示につき議論が行われている。

（参考） 各国のコベナンツの開示の状況

（2022年１月19日　第５回ディスクロージャーワーキング・グループ資料抜粋）

i	日本	■ 2020年11月時点で、TOPIX100構成銘柄のうち、国際会計基準又は米国会計基準を採用する会社（53社）中、コベナンツを開示している企業は12社。他方、日本基準を採用していてコベナンツを開示している企業は1社のみ。 ■ 直近1年間（2020年9月決算～2021年8月決算）の有価証券報告書の連結財務諸表注記において、コベナンツを開示している企業は485社（日本基準399社（主にシンジケート・ローンの場合）、IFRS基準81社、米国基準5社）
ii	英国	■ 2022年1月時点で、FTSE100構成銘柄の時価総額上位30社中、財務情報においてコベナンツの内容について一定程度開示している企業は12社
iii	ドイツ	■ 2020年11月時点で、DAX30構成銘柄のうち、連結財務諸表の注記においてコベナンツの内容について一定程度開示している企業は7社 ■ また、経営報告書において開示している企業は6社（連結財務諸表の注記と共に開示しているものが3社、経営方向書のみで開示しているものが3社）
iv	米国	■ 2022年1月時点で、ダウ構成銘柄（30種）中、コベナンツの内容について一定程度開示している企業は18社（非財務情報・財務情報で8社、非財務情報のみで6社、財務情報のみで6社） ■ 2020年12月時点で、ナスダック上場銘柄の時価総額上位12社中、コベナンツの内容について一程度開示している企業は8社（非財務情報・財務情報で7社、財務情報のみで1社）

A 市場への適切な情報提供・社債／融資のイコールフッティングの向上②

○ 社債コベナンツの内容は、諸外国の例も踏まえ、社債権者保護の観点からみて適切・十分であることが求められる。この点、例えば、米国では多くの低格付債に付与されているチェンジ・オブ・コントロール条項が、我が国実務では盛り込まれていないとの指摘がある。

○ 機関投資家等による社債の評価において、コベナンツの付与や社債管理者等の設置が適切に反映される必要があるとの指摘もある。

（参考） チェンジ・オブ・コントロール条項（CoC条項）とその状況について

CoC条項とは、発行企業に組織再編や大株主の異動等があった場合に社債権者に予め定めた価格での償還請求権を与えるもの等をいう。本邦社債では一律盛り込まれていないという指摘があるが(注)、昨今、CoC条項が付されていないことが課題として指摘される事案もある。

（社債発行企業であるA社の事例）

① 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。

② 2020年4月、A社の一部従業員と米国の投資会社が設立した会社によるEBOが成立。

③ EBO成立後、2020年12月末までの間に、財務状況や見通しの悪さ等から、A社の社債格付けはBBB+からBB+/ネガティブまで4回にわたり引下げられた。

④ 財務状況が不安定であったうえに、適切な情報開示がなされなかったこと等から市場の混乱を招き、A社社債の価格はいずれも大幅に下落（2022年3月末の残存額790億円、価格はEBO成立後から銘柄により最大74%下落）。

⑤ 社債のコベナンツの脆弱さが浮き彫りになった、CoC条項があれば、今回のような事態は避けられた可能性があった、との指摘もある。

（注）2010年にCoC条項付社債が1銘柄発行されている。その際のプライシングでは同コベナンツ付与による有意な差異は認めにくい、との指摘があった。

B 社債管理の担い手の確保・利益相反への対応①

○ 社債管理者は「公平誠実義務」及び「善管注意義務」を負い、社債権者保護に重要な役割を担う。我が国ではメインバンクが社債管理者となっている場合が多い（例えば、メガバンク以外の銀行や信託銀行が社債管理者を務める社債は2021年発行分では4銘柄）。

○ メインバンクの就任について、与信取引等で得た情報を活用できるといったメリットがある一方、利益相反への対応が必要ではないか、との指摘がある。

（注）米国のトラスティーについては、デフォルト後、社債権者との利益相反規制があり、法定の利益相反事項に該当した場合、90日以内にトラスティーを辞任又は当該利益相反関係を解消しなくてはならないとされている。

（参考） 社債管理者とトラスティーの概要比較

	社債管理者	トラスティー（米国）	
設置義務	原則設置。ただし、各社債の金額が1億円以上である場合等には設置しないことができる	元本1,000万ドル以上の公募社債を発行する場合等に設置義務あり	
資格	銀行、信託会社及び法務省令で定める金融機関（有価証券関連業を行う金融商品取引業者は不可）	米国法に基づき設立された自己資本15万ドル以上の事業法人（実際は信託銀行等が多く就任）	
権限	社債の管理に関して広範な裁量に基づく包括的な法定権限を有する	（デフォルト前）	（デフォルト後）
		社債の管理に必要な事務的な業務を行う	社債権者の利益を最大化するため、信託証書に定められた権限を行使する
義務・責任	・広範な権限並びに業務内容に基づく公平誠実義務及び善管注意義務 ・利益相反行為をした場合の賠償責任　等	・信託証書に明示された義務を除き責任を負わない	・慎重な者(Prudent Man)ルール ・社債権者との利益相反規制あり（※）

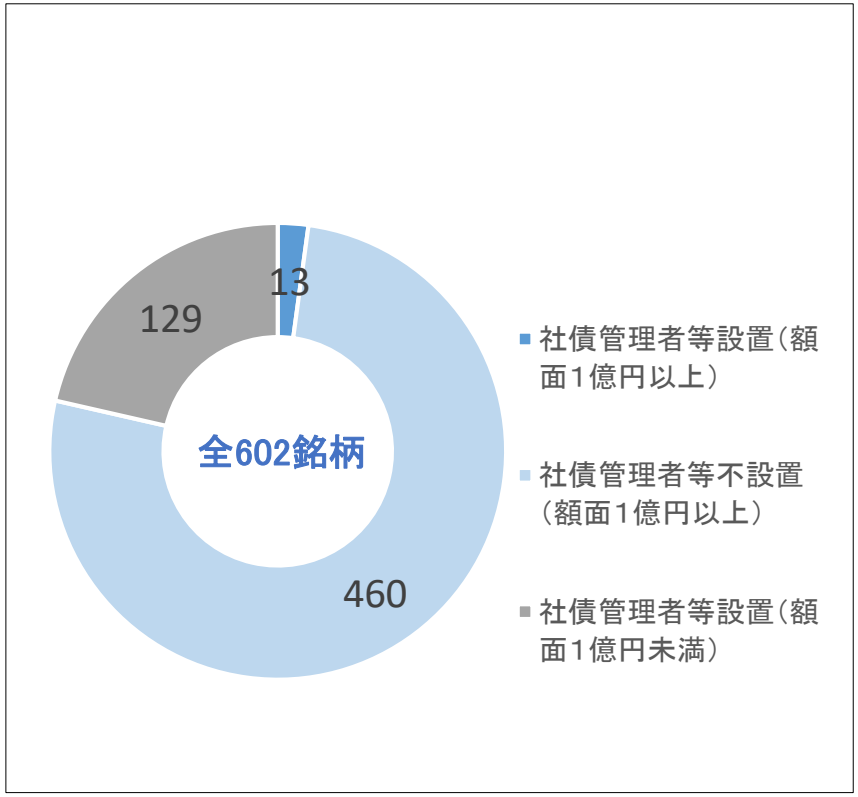
（※）法定の利益相反事項に該当した場合、90日以内にトラスティーを辞任又は当該利益相反関係を解消しなくてはならない

（出典）神田秀樹著「会社法」、（公社）商事法務研究会「社債管理の在り方に関する会社法上の論点の調査研究業務 報告書」、野村資本市場研究所「米国社債市場における社債権者保護の仕組み ―社債権者の利益を代表するトラスティー―」に基づき金融庁作成

B 社債管理の担い手の確保・利益相反への対応②

○ 我が国においては、社債管理者が設置されないケースが多い（額面１億円以上の発行が79％、うち不設置債97％）。2019年の会社法改正で「社債管理補助者制度」が導入されたところ（2021年３月施行）、今後の活用を促していく必要がある。

（参考１） 社債管理者等の設置銘柄数（2021年・日本）



（注）「社債管理者等」には社債管理者のほか債券管理者、募集の受託会社を含む。
（出典）日本証券業協会「公社債発行銘柄一覧」に基づき金融庁作成

（参考２） 社債管理補助者の概要

	社債管理補助者（※）
設置義務	社債管理者が置かれない社債につき、任意で設置可能
資格	社債管理者になれる者（前ページ）、弁護士及び弁護士法人
権限	社債の管理の補助に関して、裁量の余地の限定された法定権限（例：破産手続等への参加）及び約定権限を有する
義務	・限定的な権限並びに業務内容に基づく公平誠実義務及び善管注意義務等 ・社債権者に対する社債の管理に関する事項の報告、周知義務

（※）社債管理者不設置債を対象に、2019年、改正会社法により社債管理者より限定された権限（破産手続等の参加）のみを有する「社債管理補助者制度」を創設。2021年６月、日証協が「社債管理補助者制度に係る実務上の対応について」を公表。

C 社債市場の課題（発行手続き、価格情報、レポ市場等）①

○ 日証協では、発行市場の透明性及び流通市場の流動性の向上等について検討・取組みを行っている。

○ 発行市場については、より透明性の高い発行条件の決定手続きに向け、2020年に、発行者への「需要情報」、「販売先情報」の提供に係る自主規制規則を制定（トランスペアレンシー方式の導入）。透明性の高い発行市場に向けた取組みが進められている。

（参考1） POT方式とリテンション方式について

日証協では、2020年、新たに自主規制規則を制定し、POT方式とリテンション方式ともに発行者へ「需要情報」及び「販売先情報」が提供されることとなった。

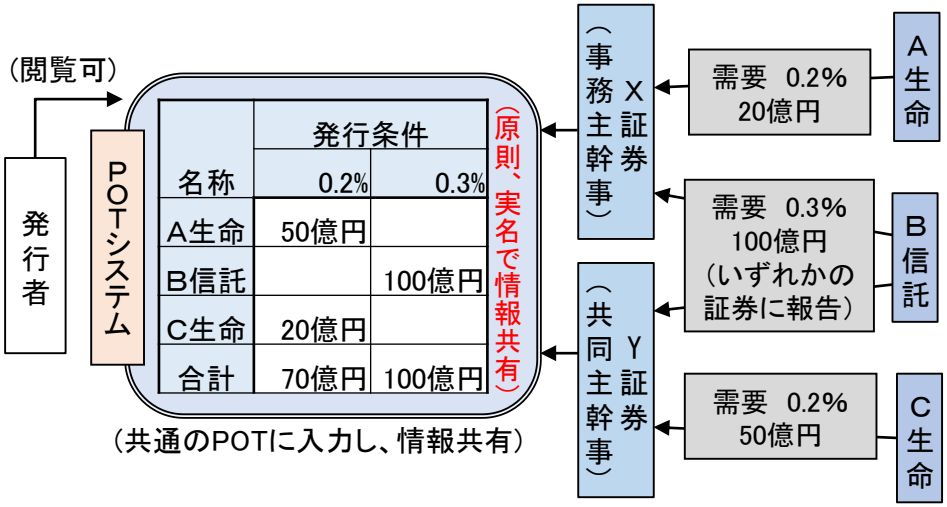
POT方式：
- 主幹事が意見聴取した投資家の需要を共通のPOT（壺）に集約し、主幹事及び発行者と情報共有する。原則、投資家の名称も共有される。

リテンション方式：
- トランスペアレンシー方式導入後は、主幹事が意見聴取した投資家の需要について、事務主幹事が、原則、投資家の名称を含めて需要情報を発行者に報告する（共同主幹事が直接発行者へ報告も可能）。
- トランスペアレンシー方式導入以前は、主幹事が意見聴取した投資家の需要について、投資家の名称を伏して、需要の件数と需要額の合計のみ事務主幹事に伝達し、事務主幹事が発行者に報告していた。

（参考2） POT方式の活用について

- 従来より、劣後債等において、POT方式の活用が見られたところ、直近では、その他の発行においてもPOT方式の活用が増加しつつある。
- 2020年にはPOT方式による発行は1割程度であったが、2021年にはPOT方式による発行が全体の2割程度に増加したと言われている。

POT方式の概要



C 社債市場の課題（発行手続き、価格情報、レポ市場等）②

○ 日証協では、流通市場における流動性の向上策の１つとして、社債レポ取引に関する一定のニーズが確認されたことから、同市場の整備に向けた検討が進められている。

○ また、価格の透明性については、社債の取引情報の報告・発表制度が2015年に開始しており、現在では、発表対象がA格相当で発行額500億円以上の銘柄(注)まで（全取引数量の49%）拡大されており、着実な進展が期待される。

（注）A-相当、劣後特約付きのもの及び残存年数が20年以上のものを除く。

（参考1） レポ市場の整備に向けた検討

- 本年4月末目途で「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）」を公表する予定。同工程では、社債レポ市場の発展段階（フェーズ1（黎明期）、フェーズ2（拡大期）、フェーズ3（成熟期））毎の課題とその対応を整理している。

- 今後、**同工程に沿って、取引の安定性、収益性及び将来性等を勘案しつつ、各市場関係者との間で具体的に検討していく予定。**

課題	課題への対応事項
フェイル対応(注)	（フェーズ1までに）フェイルチャージの導入 （フェーズ2～3）レンディング機能の導入
ネッティング決済	（フェーズ1までに）ロール時のネッティング決済導入 （フェーズ3）清算機関の導入
担保管理	（フェーズ1～2）担保適格性に係る枠組みの構築 （フェーズ2～3）担保管理サービスの導入
その他	（フェーズ1までに）契約書等の整備

（注）検討の中では、インフラ整備に加え、フェイル慣行の定着に向けた市場関係者の意識改革も必要といった指摘もある。

（参考2） 社債の取引情報の報告・発表制度の検討

- 社債市場の活性化に向けた懇談会で提言された「全銘柄の取引の公表」を最終的なゴールとしつつ、社債市場の流動性に悪影響が生じていないことを確認したうえで、**段階的に発表対象銘柄の拡大を進める方向**。(注)

- 定期的に（少なくとも1年に一度）検証を行い、見直しの検討が行われている。

（注）米国では、社債の取引情報を自主規制機関であるFINRAに取引後15分以内に報告し、FINRAのシステムを通じてリアルタイムで公表している。対象銘柄は段階的に拡大され、投資適格債及び非投資適格債（ハイイールド債）ともに報告・公表の対象となっている。

社債の取引情報の報告・発表制度の見直し状況

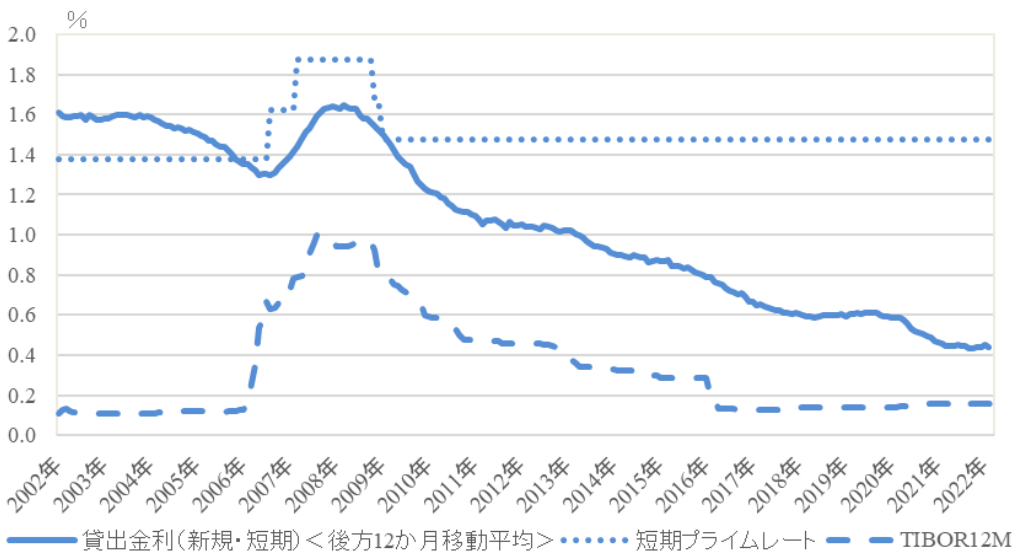
発表対象銘柄		2015年の制度開始当初 • 銘柄格付がAA格以上で、かつ、銘柄格付を二以上取得、又は発行体格付を二以上取得	2017年の見直し後 • 銘柄格付がAA格以上	2021年の見直し後 • 次のいずれかに該当するもの ①銘柄格付がAA格以上 ②銘柄格付がA格（A－を除く）で発行額500億円以上（劣後特約付きのもの及び残存年数20年以上のものを除く）
発表内容		約定年月日、銘柄コード、銘柄名、償還期日、表面利率、取引数量（額面5億円以上／5億円未満の別）、約定単価、約定年月日と同日の売買参考統計値、売買の別（2018年改訂）		
発表方法	区分	取引数量により2つに区分　①額面5億円以上　②額面1億円以上5億円未満		
	時期	報告日の翌営業日午前9時		

D 大企業の資金調達を巡る状況

○ 金融緩和や銀行間の競争等を背景にした、借入に伴う低い調達コストが、大企業が社債ではなく銀行融資を選択する一因となっているのではないか、との指摘がある。

○ 上場企業等に係るファイアーウォール規制の見直しに伴い銀行グループの業務運営の一体性が高まることで、「融資と社債引受」、「資本性ローンと劣後債引受」等を比較し、より顧客ニーズを反映したサービス提供につながることが期待される。

（参考1） 貸出金利等の推移



【参考】 経費率※：0.67%（2020年度）
信用コスト率※※：大手行0.21%、地域銀行0.15%、信用金庫0.15%（2020年度）

※経費÷預金・譲渡性預金・債券平残
※※（貸倒引当金純繰入額＋貸出金償却＋売却損等－償却債権取立益）÷貸出残高

（出典）日本銀行「貸出約定平均金利」、「長・短期プライムレート（主要行）」、「2020年度の銀行・信用金庫決算」、全国銀行協会「日本円TIBOR」、「全国銀行財務諸表分析（2020年度決算）」に基づき金融庁作成

（参考2） リスク・リターンの適切な評価について

「金融緩和や銀行間の競争激化を背景に貸出利鞘の縮小が一段と進むなか、一部の優良企業向けや地方公共団体向けにおいて、貸出単独では採算割れとなると考えられる案件が引き続きみられている。金融機関は、貸出に付随すると期待される諸取引の収益性検証を含め、貸出におけるリスク・リターンを適切に評価する必要がある。」
（日本銀行金融システムレポート2017年４月）

（参考3） 金融審議会 市場制度ワーキンググループ第二次報告 －コロナ後を見据えた魅力ある資本市場の構築に向けて－

（略）加えて、コロナ後の日本経済の回復・成長力強化を見据え、資本市場における市場機能及び金融仲介機能の発揮が課題であり、その資本市場において、国内金融機関が、投資銀行機能の向上により、事業法人に対して、デット/エクイティの区分なく高度な金融サービスの提供等を行うことを通じて、事業法人が国内外において新たな成長を切り開くことをサポートしていくことが重要である。

Ⅰ．顧客本位の業務運営の確保と金融サービスの向上②

（顧客への情報提供の充実とデジタル化）

Ⅱ．我が国社債市場の課題と取組み

Ⅲ．ご議論いただきたい事項

ご議論いただきたい事項

Ⅰ．顧客本位の業務運営の確保と金融サービスの向上②　（顧客への情報提供の充実とデジタル化）

１．　金融商品取引における情報提供は、①顧客にとって必要な情報が、②顧客にとって分かりやすく提供される必要がある。情報提供のデジタル化を進める中で、デジタルツールの特性を活用し、「深度ある、より分かりやすい情報提供」を推進していくため、どのような取組みが必要か。また、顧客に提供される情報を充実させる観点から、見直すべき点はあるか。

２．　デジタルによる情報提供のメリットが多くの顧客に享受されるよう、「原則デジタル化」のあり方を検討するにあたり、

①　顧客属性（デジタル・リテラシー等）や商品類型（複雑性等）等には差異があること、

②　既存契約に関し書面交付を受けている顧客の中には、契約にあたり能動的に電子提供に同意しなかった者も一定数存在すると考えられること、

なども踏まえ、どのような制度としていくことが考えられるか。

ご議論いただきたい事項（続き）

Ⅱ　我が国社債市場の課題と取組み

・　社債市場が有効にその機能を発揮するためには、

（ⅰ）「社債発行」から「信用モニタリング（情報提供や担保設定などを含む）」、さらには「償還、あるいは破綻時の対応」に至る一連のプロセス全体における適切な社債権者保護

（ⅱ）社債の現物市場のみならず、社債レポ市場やデリバティブ市場（CDS）全体としての機能発揮

（ⅲ）社債市場のみならず、銀行融資やシンジケート・ローンを含む、クレジット市場全体としての機能発揮

（ⅳ）国債をはじめとする金利市場、さらには海外クレジット市場、為替市場などとの円滑な裁定機能の発揮等が総合的（holistic）に進められることが重要。

・　この点、いわゆるSDGs債の増加が進む等、我が国の社債発行額は増加してきている。また、特にリーマン危機以降、銀行融資との利益相反関係なども視野に入れた取組みが進められているが、長期にわたる超低金利環境の継続もあり、社債市場の活性化は道半ば。

こうした中、上場企業顧客に関する銀証ファイアーウォール規制の見直しが進み、社債・融資合わせたクレジット市場全体としての機能発揮を考える環境整備が進む現状において、社債活性化に向け、さらにどのような取組みが求められるか、重点的に進めるべき施策は何か。