

社債市場改革に関するアンケート調査のレポート

80%以上が社債発行に関心なし / 使い勝手は賛否 / 低格付け債発行増の方策として適切な制度設計・投資家育成が必要 / 価格透明性向上も期待

金融資本市場の日刊専門紙「金融ファクシミリ新聞」を発行する株式会社金融ファクシミリ新聞社（本社：東京都中央区、代表取締役社長：島田一、以下当社）は、この度、日本証券業協会（以下日証協）の後援を得て「社債市場改革に関するアンケート調査」を実施しました。上場企業を中心に3607先にアンケートの案内を送付し、当社電子版サイト利用者（約7800先）からも広く参加を募りました。

1. 調査結果のサマリー

① **社債発行実績がない先**のうち80%以上が「社債発行に関心がない」と回答しています。関心がない理由として、「社債を発行するほどの大規模な資金需要がないため」「融資のみで必要な資金が調達可能であるため」などを選びました。一方、「関心はあるが実際は発行が難しい」とした先は、その理由として「社債発行に係る手続き等の社内体制が整備されていない」などが選ばれました。

② **社債発行実績がある先**に対し、社債市場の現状の使いやすさについて尋ねたところ、「使い勝手が良い」とする先はその理由として「金融機関に縛られない調達ができる」「長期の資金調達が可能」を選びました。一方、「使い勝手が悪い」とする先はその理由として「社債管理者制度が利用しにくい」「流通市場の整備が必要」を選びました。他方、低格付け社債の発行を増やす方策についての質問では、「低格付け社債に投資する投資家の育成」のほか、「社債と銀行融資との同順位化（社債への債務間同順位の担保制限条項の付与）」「発行体の業況等に応じた適切なコベンツの付与」といった投資家の負担するリスクを軽減するような制度設計の必要性が指摘されました。また、社債市場活性化策に期待したいこととして、「社債投資家の拡大」が選ばれ、発行体サイドから見た日本の投資家層の薄さが指摘されました。

③ **社債運用会社**は、低格付け社債の発行を増やす方策として、「格付けに見合った発行条件の決定」「発行会社の経営・財務状況に見合った適時適正な開示」などを選び、投資家が安心して参加できる市場や制度の整備が求められました。また、社債市場の活性化策に期待したいこととして、「流通市場の価格の透明性向上」が選ばれました。

2. 調査背景

米国に比べて日本の社債市場は極端に小さいのが現状です。日本の金融が歴史的に間接金融市場中心に運営されてきたことが原因です。また、企業における状況として、直接金融の調達手段は株式が中心で社債の割合が低いこと、非投資適格債市場が存在せず事実上社債を発行できる企業が限られていること、投資家における状況としては情報格差や流通市場の透明性向上などの課題が指摘されてきました。社債市場の活性化は新興企業も含め企業の資金調達の多様化につながる喫緊の課題であり、23年12月には日証協が多様な企業による社債発行が可能な環境整備を図ることを目的としたワーキンググループを開催するなど、議論が進展しています。

こうしたなか、社債市場の課題について現場サイドの声を聞くため、当社は日証協と協力し、社債の発行主体である未上場を含めた事業会社と生損保などの運用機関にアンケートを実施しました。

3. 調査概要

調査期間：2023年9月19日～2023年12月10日

調査対象：上場企業を中心とした3607先・「金融ファクシミリ新聞」電子版利用者約7800先

有効回答数：109先（うち、①社債発行実績がない先：69先、②社債発行実績がある先：31先、③社債運用会社：9先）

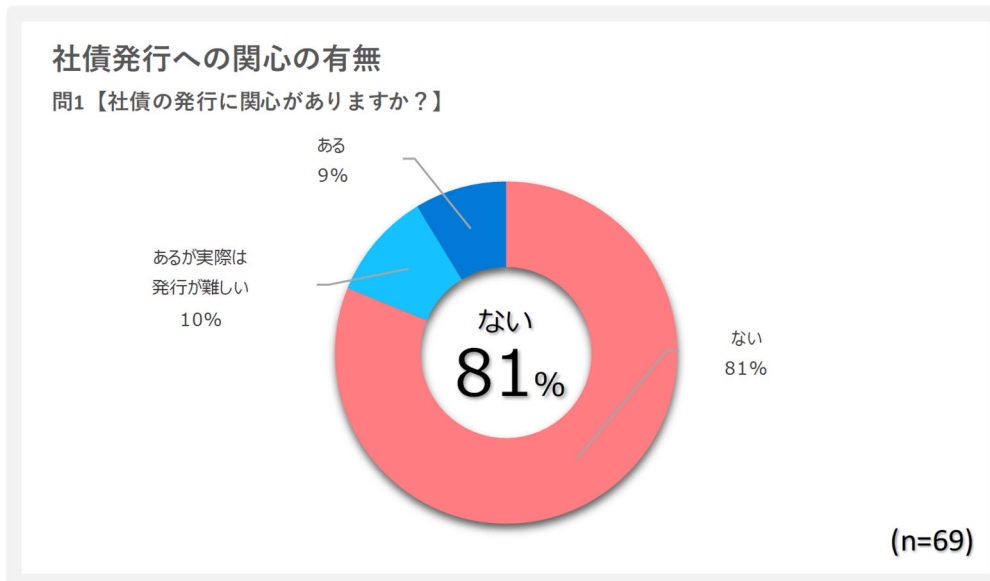
4. 調査結果の詳細

有効回答数109先のうち、①社債発行実績がない先（69先）に対しては社債発行への関心の有無などを尋ねました。②社債発行実績がある先（31先）、③社債運用会社（9先）には、社債市場の使い勝手、金融庁のコベナンツ開示を推進する施策の是非、低格付け社債市場拡大に向けた方策などほとんど同じ設問について、視点の違いを想定し選択肢の一部を変更して尋ねました。

※ p.3～11が「4. 調査結果の詳細」の続き、p.12～17が「5. アンケートの単純集計結果」です。

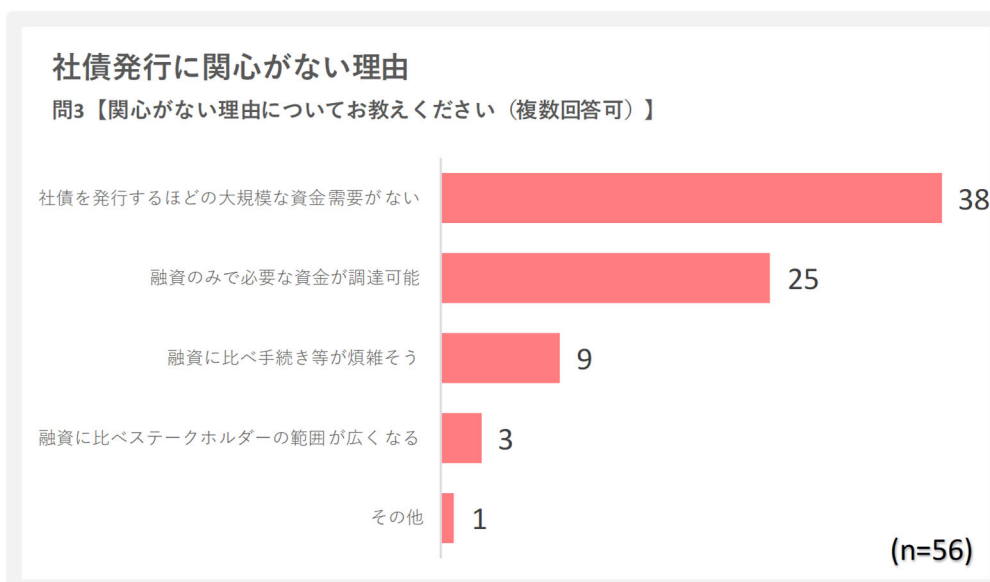
4. 1 社債発行実績がない先

「社債の発行に関心がない」が8割



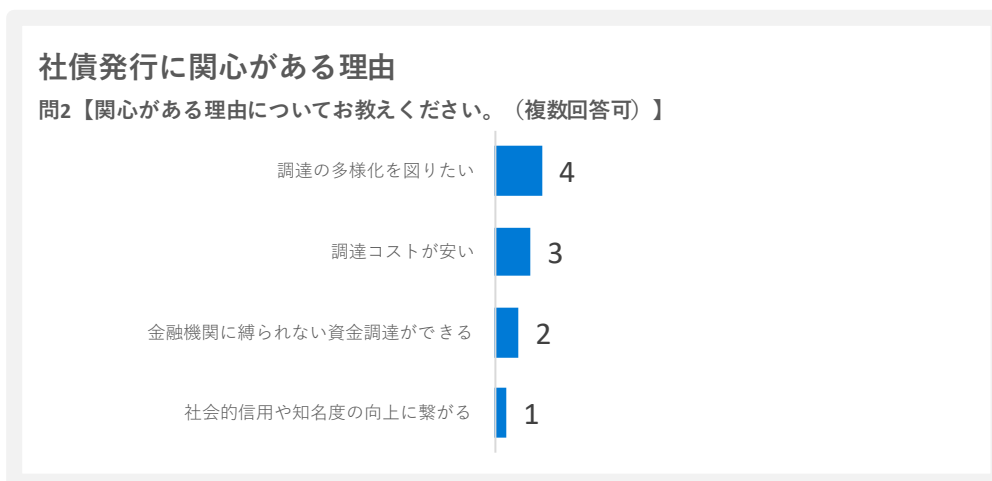
①社債発行実績がない先（69先）に、問1【社債の発行に関心がありますか？】を問うたところ、「関心がない」と回答した先が81%（56先）となりました。また、「関心があるが実際は発行が難しいと判断している」と回答した先は10%（7先）、「関心がある」と回答した先は9%（6先）でした。

「大規模な資金需要がない」が最多



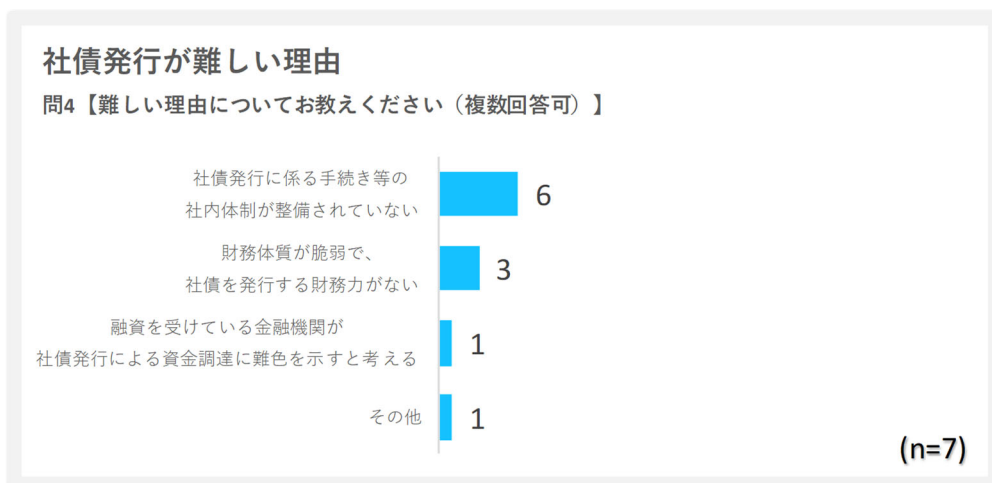
「社債発行に関心がない」とした先（56先）に、選択式で問3【関心がない理由についてお教えてください(複数回答可)】を尋ねたところ、「社債を発行するほどの大規模な資金需要がないため」が38先、「融資のみで必要な資金が調達可能であるため」が25先でした。

「調達の多様化」や「コスト」に関心



一方、社債発行に「関心がある」とする先（6先）は、問2【関心がある理由についてお教えてください(複数回答可)】について、「調達の多様化を図りたいから」（4先）、「調達コストが安いから」（3先）などと回答しました。

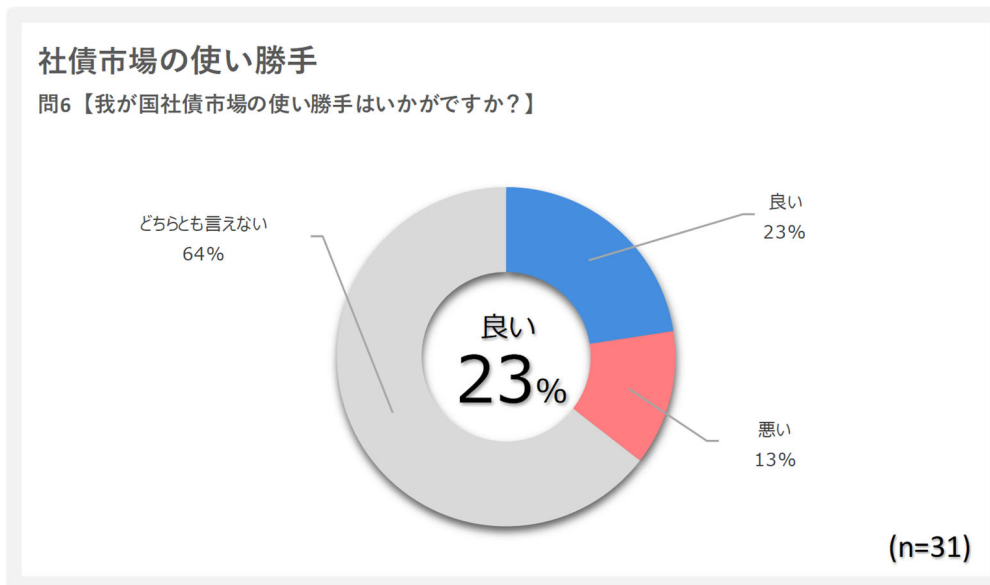
「社内の体制整備」が課題



社債を発行することが難しいとした先（7先）のうち6先が、問4【難しい理由についてお教えてください(複数回答可)】の回答として「社債発行に係る手続き等の社内体制が整備されていない」を選びました。

4. 2 社債発行実績がある会社

使い勝手は「どちらとも言えない」



②社債発行実績がある先（31先）に、社債市場の現状の使いやすさを尋ねる問6【我が国社債市場の使い勝手はいかがですか？】では、「どちらとも言えない」が64%（20先）を占める結果となりました。「良い」が7先、「悪い」が4先と続きました。

使い勝手の良さは「金融機関に縛られない」点に



社債市場の使い勝手が「良い」とした先（7先）に、その理由について問7【社債市場の使い勝手が良い、とお答えの方にその理由をお尋ねします(複数回答可)】を尋ねたところ、「金融機関に縛られない調達ができる」「長期の資金調達が可能」がそれぞれ7先中5先に選ばれました。

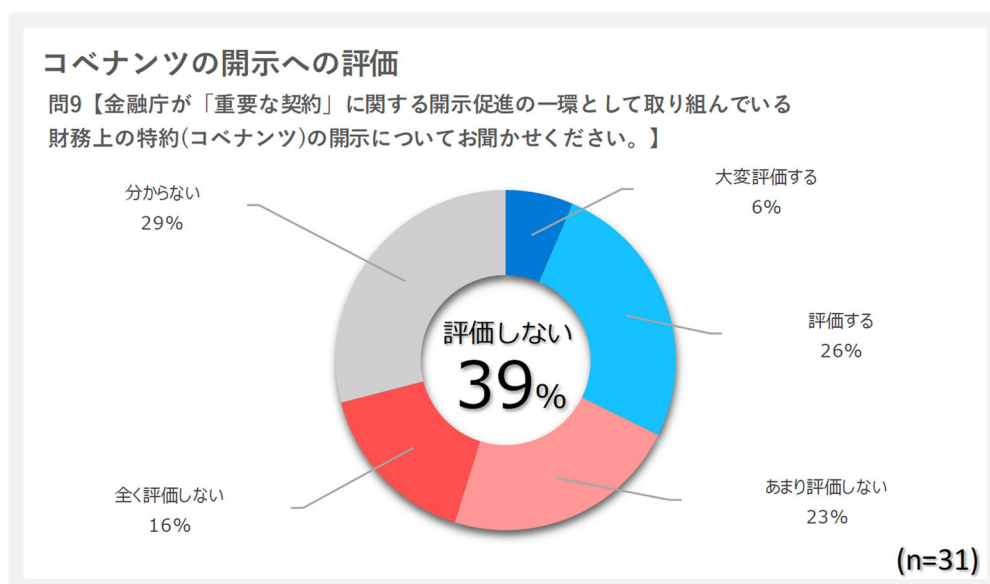
使い勝手の悪さは社債管理者制度の利用しにくさなど



社債市場の使い勝手が「悪い」とした先（4先）の問8【社債市場の使い勝手が悪い、とお答えの方にその理由をお尋ねします。(複数回答可)】に対する回答は、「社債管理者制度が利用しにくい」（2先）、「流通市場の整備が必要」（2先）などばらけました。

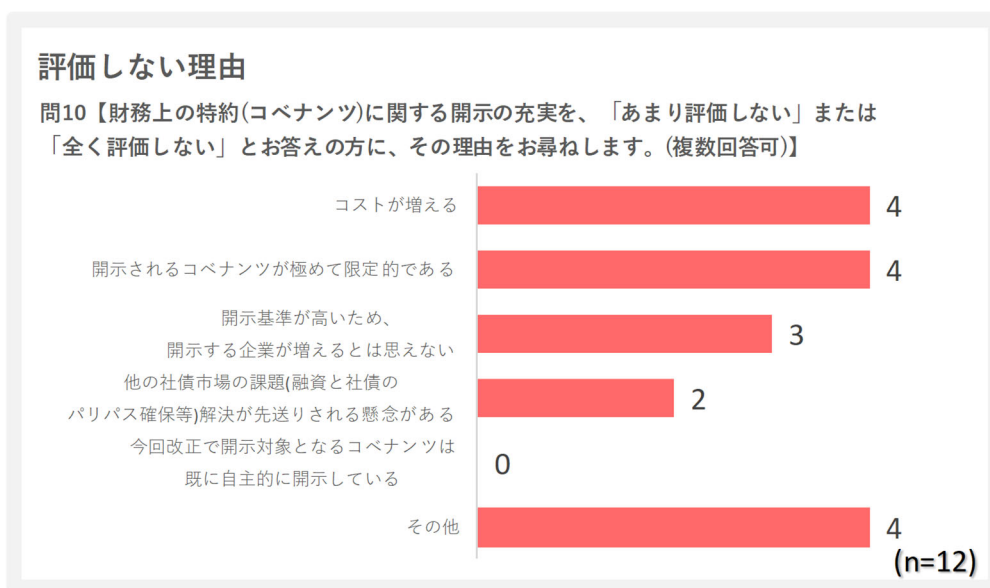
自由記述では、「社債レポが実質的に困難なため、流動性にかける」（「流通市場の整備が必要」について）、「発行規模と維持管理費のバランスが取れない（管理者側もコストがかかるのは理解できるが総じて維持管理費が高額）」（「社債管理者制度が利用しにくい」）などの回答がありました。

コベナント開示の評価は分かれる



金融庁のコベナント開示を推進する施策の是非を問う問9【金融庁が「重要な契約」に関する開示促進の一環として取り組んでいる財務上の特約(コベナント)の開示についてお聞かせください】については、評価する先（「大変評価する」と「評価する」の合計）が10先、評価しない先（「あまり評価しない」+「全く評価しない」の合計）が12先、「分からない」が9先と、評価が割れました。

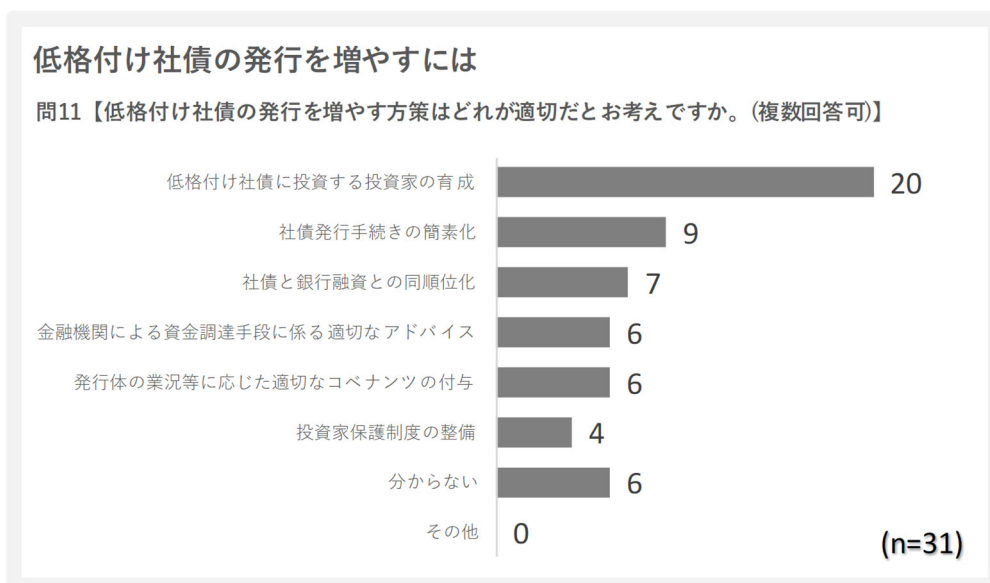
評価しない理由はコストと開示の限定性



また、コベナンツ開示の充実化を「評価しない」先（問9に「あまり評価しない」または「全く評価しない」と回答した先、12先）にその理由について問10【財務上の特約(コベナンツ)に関する開示の充実を、「あまり評価しない」または「全く評価しない」とお答えの方に、その理由をお尋ねします。(複数回答可)】で問うたところ、「コストが増える」が4先、「開示されるコベナンツが極めて限定的である」が4先といった結果になりました。

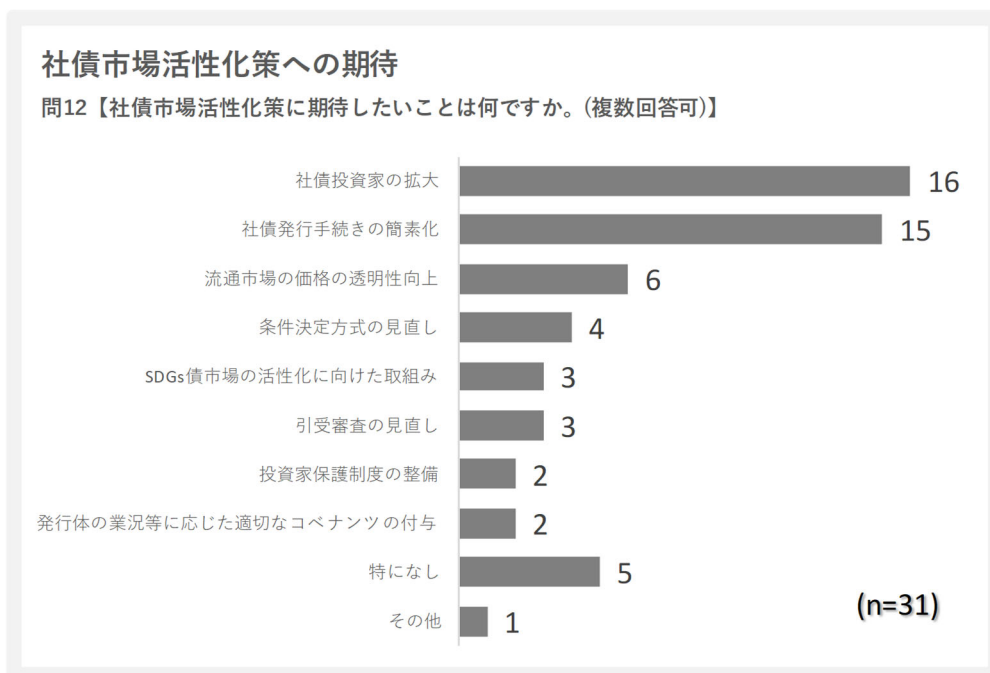
このほか、自由記述では、「金融機関との取引に影響が出る可能性がある」「コベナンツの設定は、必ずしも当該企業の財務状況に応じて要否が検討されるだけではなく、シンジケートローンやコミットメントライン等の商品性に依るケースもあるため、一律に開示することの意味に疑問がある」といった回答もありました。

低格付け債市場は制度改正と投資家育成が課題



低格付け債市場創設に関連した問11【低格付け社債の発行を増やす方策はどれが適切だとお考えですか。(複数回答可)】では、「低格付け社債に投資する投資家の育成」が20先で最多でした。加えて、「社債と銀行融資との同順位化(社債への債務間同順位の担保制限条項の付与)」(7先)、「発行体の業況等に応じた適切なコベナントの付与」(6先)、「投資家保護制度の整備」(4先)など、投資家の負担するリスクを軽減するような制度設計が適切と考える先もありました。

起債プロセスの見直しにも期待

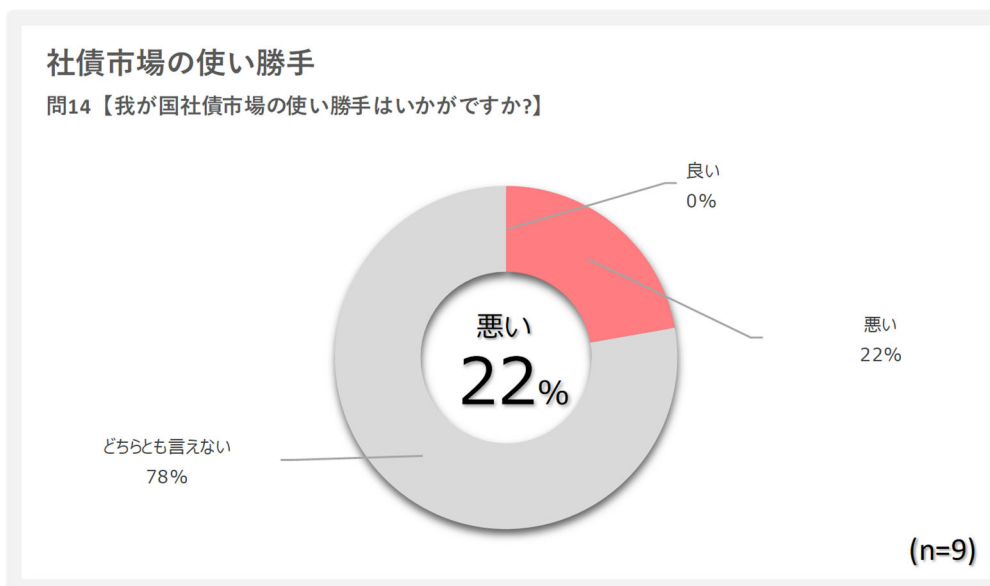


社債市場の拡大に向けた課題を尋ねる問12【社債市場活性化策に期待したいことは何ですか。(複数回答可)】では、「社債発行手続きの簡素化」(15先)や、「条件決定方式の見直し」(4先)、「引受審査の見直し」(3先)など起債プロセスの見直しを求める声が見られました。最も多くの先が選んだ選択肢は「社債投資家の拡大」(16先)で、発行体サイドから見た日本の投資家層の薄さが指摘されました。

自由記述では、「監査法人によるコンフォートレター廃止」(「社債発行手続きの簡素化」)、「米ドル市場同様に1営業日で条件決定が完了する慣行とすることが望ましい」(「条件決定方式の見直し」)などの回答がありました。

4. 3 社債運用会社

使い勝手は「どちらとも言えない」



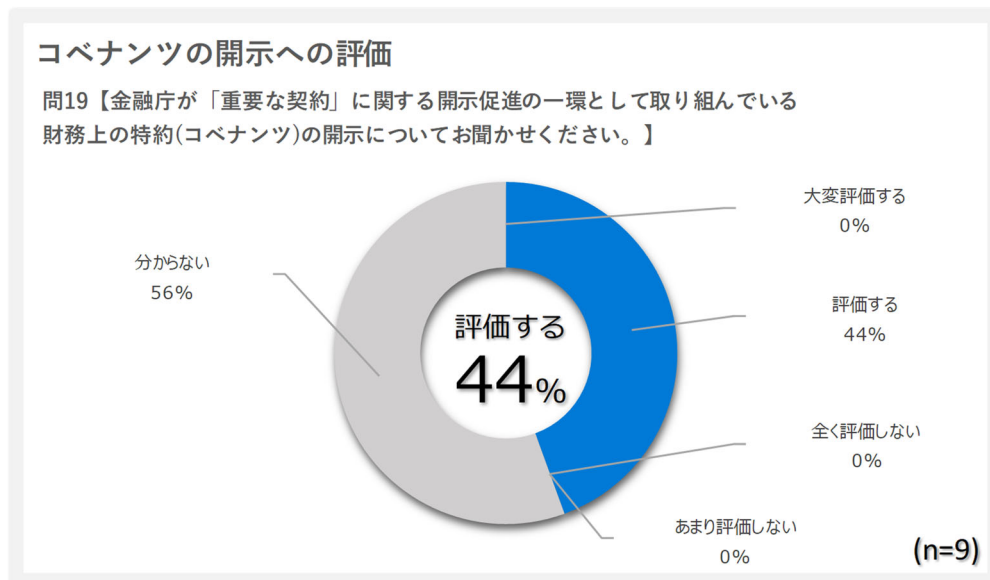
③社債運用会社（9先）は、問14【我が国社債市場の使い勝手はいかがですか?】に対し、「どちらともいえない」と回答したのが7先、「悪い」と回答したのが2先で、「良い」と回答した先はありませんでした。

低格付け債市場は「発行条件」と「情報開示」が課題



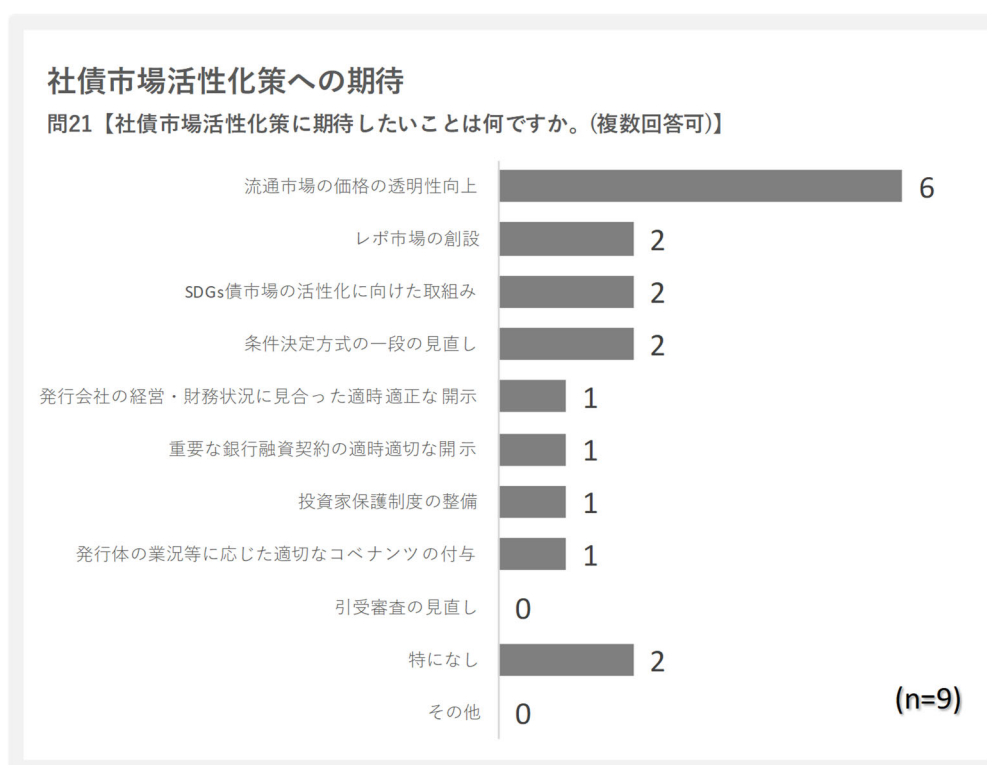
問17【低格付け社債の発行を増やす方策はどれが適切だとお考えですか。(複数回答可)】では、「格付けに見合った発行条件の決定」(6先)、「発行会社の経営・財務状況に見合った適時適正な開示」(4先)と続き、投資家が安心して参加できる市場や制度の整備に焦点が当たっています。

コベナント開示の評価は分かれる



問19【金融庁が「重要な契約」に関する開示促進の一環として取り組んでいる財務上の特約(コベナント)の開示についてお聞かせください。】については、「分からない」が5社、「評価する」が4社で、「評価しない」とする先はありませんでした。

流通市場の価格の透明性向上に期待



問21【社債市場活性化策に期待したいことは何ですか。(複数回答可)】では「流通市場の価格の透明性向上（6先）」が最多となりました。また、「レポ市場の創設」（2先）、「SDGs債市場の活性化に向けた取組み」（2先）についても期待する先がありました。

自由記述では、「発行体優位のマーケットになっている。クーポンは需給で決まらず発行体が想定する水準で決定される」（「条件決定方式の一段の見直し」）、「債権者保護手続の実効性」（「投資家保護制度の整備」）、「SDGs債投資の明確なメリットが必要」（「SDGs債市場の活性化に向けた取組み」）といった回答がありました。

※本レポートの調査結果をご利用いただく際は、「金融ファクシミリ新聞社調べ」と明記をお願いいたします。

本レポートについてのお問い合わせ先

株式会社金融ファクシミリ新聞社 アンケート事務局

(当社ウェブサイト: <https://www.fn-group.jp/> 「金融ファクシミリ新聞」電子版: <https://kinfaku.jp/>)

〒103-0016 東京都中央区日本橋小網町9-9小網町安田ビル

TEL: 03-3639-8777

E-mail: enquete@fn-hd.jp

5. 〈付録〉アンケートの単純集計結果

5.0 フェイス項目

社債に関して御社の立場をお教えてください。

公募社債の発行実績のない会社様	69
公募社債発行の実績のある会社様	31
社債運用会社様	9

(n=109)

5.1 公募社債の発行実績のない先を対象とした問い（問1～5）

問1 公募社債の発行実績のない会社様に対しお尋ねします。社債の発行に関心がありますか？

ある	6
ない	56
関心があるが実際は発行が難しいと判断している	7

(n=69)

問2 社債の発行に関心がある、と回答された方にお尋ねします。関心がある理由についてお教えてください(複数回答可)

調達コストが安いから	3
調達の多様化を図りたいから	4
企業の社会的信用や知名度の向上に繋がると考えるから	1
金融機関に縛られない資金調達ができるから	2
その他	0

(n=6)

問3 社債の発行に関心がない、と回答された方にお尋ねします。関心がない理由についてお教えてください（複数回答可）

融資に比べ手続き等が煩雑そうなので	9
融資に比べステークホルダーの範囲が広がるため	3
融資のみで必要な資金が調達可能であるため	25
社債を発行するほどの大規模な資金需要がないため	38
その他	1

(n=56)

自由記述：「必要資金は借入および私募債(MTN発行)で賄っているため。」(その他)

問4 関心があるが発行が難しい、と回答された方にお尋ねします。難しい理由についてお教えてください（複数回答可）

財務体質がまだ脆弱で、社債を発行するまでの財務力がないと考えるから	3
融資を受けている金融機関が社債発行による資金調達に難色を示すと考えるから	1
社債発行に係る手続き等の社内体制が整備されていないから	6
その他	1

(n=7)

自由記述：「現在の融資額が数億円レベルなので、流通市場を形成しにくいと考えている。また、発行登録制度は大規模な発行額を前提にしており、利用できず、一般の組込み方式では煩雑で機動性に乏しいと思う。」(その他)

問5 財務体質がまだ脆弱で、社債発行をするまでの財務力がないと考えている方にお尋ねします。投資家の運用姿勢が緩和されBBB格以下の格付けの発行体も柔軟に起債が可能になれば、社債発行を検討されますか？

是非検討したい	0
検討したい	2
分からない	1

(n=3)

5. 2 公募社債の発行実績のある先を対象とした問い（問6～13）

問6 公募社債発行実績のある会社様にお尋ねします。我が国社債市場の使い勝手はいかがですか？

良い	7
悪い	4
どちらとも言えない	20

(n=31)

問7 社債市場の使い勝手が良い、とお答えの方にその理由をお尋ねします。（複数回答可）

発行コストが安い	1
機動的に資金調達できる	3
長期の資金調達が可能	5
資金調達手段が多様化できる	1
資本市場での存在感がアピールできる	2
金融機関に縛られない調達ができる	5
その他	1

(n=7)

自由記述：「現行は発行できる格付だが、仮に格付が下がると発行環境が一気に悪化、場合によっては発行できなくなるので、格付への依存、財務状況次第の面が強いと感じている。」（その他）

問8 社債市場の使い勝手が悪い、とお答えの方にその理由をお尋ねします。（複数回答可）

発行条件が投資家寄り	0
機動的な発行ができない	1
条件決定方式に更なる透明性が必要	1
流通市場の整備が必要	2
社債管理者制度が利用しにくい	2
その他	1

(n=4)

自由記述：「仕訳・税制の一本化・簡略化(スキームにより、どのような取扱いになるかわかりにくい)」（条件決定方式に更なる透明性が必要）、「社債レボが実質的に困難なため、流動性にかける」（流通市場の整備が必要）、「発行規模と、維持管理費のバランスが取れない(管理者側もコストがかかるのは理解できるが、総じて維持管理費が高額)」（社債管理者制度が利用しにくい）

問9 金融庁が「重要な契約」に関する開示促進の一環として取り組んでいる財務上の特約（コベナンツ）の開示についてお聞かせください。（参考：<https://www.fsa.go.jp/news/r4/sonota/20230630-8/20230630-8.html>「企業内容等の開示に関する内閣府令」等の改正（案）の公表について）

※内閣府令改正案については、パブリックコメントの結果を受けて修正され、23年12月22日付で公布されました。（<https://www.fsa.go.jp/news/r5/sonota/20231222-4/20231222.html>）。

大変評価する	2
評価する	8
あまり評価しない	7
全く評価しない	5
分からない	9

(n=31)

問10 財務上の特約（コベナンツ）に関する開示の充実を、「あまり評価しない」または「全く評価しない」とお答えの方に、その理由をお尋ねします。（複数回答可）

開示されるコベナンツが極めて限定的であるため	4
開示基準が高いため、開示する企業が増えるとは思えないから	3
他の社債市場の課題(融資と社債のバリパス確保等)解決が先送りされる懸念があるから	2
コストが増えるから	4
今回改正で開示対象となるコベナンツは既に自主的に開示しているため	0
その他	4

(n=12)

自由記述：「金融機関との取引に影響が出る可能性がある」（その他）、「参考にならない・できない」「投資判断において有用な情報でないため」（その他）、「コベナンツの設定は、必ずしも当該企業の財務状況に応じて要否が検討されるだけでなく、シンジケートローンやコミットメントライン等の商品性に依るケースもあるため、一律に開示することの意味に疑問があるため。」（その他）

問11 低格付け社債の発行を増やす方策はどれが適切だとお考えですか。（複数回答可）

社債発行手続きの簡素化	9
発行体の業況等に応じた適切なコベナンツの付与	6
社債と銀行融資との同順位化(社債への債務間同順位の担保制限条項の付与)	7
投資家保護制度の整備	4
金融機関による資金調達手段に係る適切なアドバイス	6
低格付け社債に投資する投資家の育成	20
その他	0
分からない	6

(n=31)

問12 社債市場活性化策に期待したいことは何ですか。(複数回答可)

社債発行手続きの簡素化	15
条件決定方式の見直し	4
引受審査の見直し	3
発行体の業況等に応じた適切なコベナントの付与	2
社債投資家の拡大	16
投資家保護制度の整備	2
流通市場の価格の透明性向上	6
SDGs債市場の活性化に向けた取組み	3
その他	1
特になし	5

(n=31)

※自由記述：「監査法人によるコンフォートレター廃止等」(社債発行手続きの簡素化)、「米ドル市場同様に1営業日で条件決定が完了する慣行とすることが望ましい」(条件決定方式の見直し)、「流通市場の取引量拡大」(その他)

問13 その他、社債市場への要望があればお聞かせください。

特になし	29
ご要望	2

(n=31)

自由記述：「投資家との会話期間が長く、起債期間の長期化の傾向があると感じる。短縮化できるような仕組みづくりを期待したい、発行体がSDGs債(特に〇〇リンク債)のラベルを付与しなくとも、投資家が独自に[原文ママ]」(ご要望)

5. 3 社債の運用会社を対象とした問い (問14～22)

問14 社債の運用会社様にお尋ねします。我が国社債市場の使い勝手はいかがですか？

良い	0
悪い	2
どちらとも言えない	7

(n=9)

問15 社債市場の使い勝手が良い、とお答えの方にその理由をお尋ねします。(複数回答可)

運用の自由度がある	0
発行条件に市場実勢が反映されている	0
運用に十分な発行量がある	0
価格の透明性が高い	0
流通市場が整備されている	0
その他	0

(n=0)

問16 社債市場の使い勝手が悪い、とお答えの方にその理由をお尋ねします。(複数回答可)

発行条件が発行体寄り	1
買いたい銘柄が買えない	1
流通市場の規模が小さかつ価格が不透明	2
社債のレポ市場が育っていない	0
低格付け社債市場が育っていない	1
発行市場の規模が小さい	1
条件決定方式に更なる透明性が必要	0
引受審査制度の見直しが必要	0
その他	1

(n=2)

自由記述：「社債権者の権利保護が不十分」(その他)

問17 低格付け社債の発行を増やす方策はどれが適切だとお考えですか。(複数回答可)

格付けに見合った発行条件の決定	6
発行体の業況等に応じた適切なコベンツの付与	3
社債と銀行融資との同順位化(社債への債務間同順位の担保制限条項の付与)	3
投資家保護制度の整備	1
重要な銀行融資契約の適時適切な開示	3
発行会社の経営・財務状況に見合った適時適正な開示	4
金融機関による企業への資金調達手段に係る適切なアドバイス	1
アセットオーナー・運用会社の運用に係る社内ガイドラインの緩和	1
その他	2
分からない	1

(n=9)

自由記述：「投資家の多様性の拡大」(その他)、「情報の非対称性の解消」(その他)

問18 発行体の業況等に応じた適切なコベンツの付与、とお答えの方にお尋ねします。以下の中から低格付け債において、付与されるべきと考えるコベンツをお聞かせください。

チェンジオブコントロール	0
債務間同順位の担保制限条項	0
資産売却制限	0
セール&リースバック制限	0
債務制限	0
支払い制限	0
その他	0

(n=0)

問19 金融庁が「重要な契約」に関する開示促進の一環として取り組んでいる財務上の特約（コベナンツ）の開示についてお聞かせください。（参考：<https://www.fsa.go.jp/news/r4/sonota/20230630-8/20230630-8.html>「企業内容等の開示に関する内閣府令」等の改正（案）の公表について）

※内閣府令改正案については、パブリックコメントの結果を受けて修正され、23年12月22日付で公布されました。（<https://www.fsa.go.jp/news/r5/sonota/20231222-4/20231222.html>）。

大変評価する	0
評価する	4
あまり評価しない	0
全く評価しない	0
分からない	5

(n=9)

問20 財務上の特約(コベナンツ)に関する開示の充実を、「あまり評価しない」または「全く評価しない」とお答えの方に、その理由をお尋ねします。(複数回答可)

開示されるコベナンツが極めて限定的であるため	0
開示基準が高いため、開示する企業が増えるとは思えないから	0
米国のようにコベナンツの付与にかかわらず重要な融資契約は開示されるべきと考えるから	0
他の社債市場の課題(融資と社債のバリバス確保等)解決が先送りされる懸念があるから	0
社債市場の活性化に繋がると思えないため	0
その他	0

(n=0)

問21 社債市場活性化策に期待したいことは何ですか。(複数回答可)

条件決定方式の一段の見直し	2
引受審査の見直し	0
発行体の業況等に応じた適切なコベナンツの付与	1
投資家保護制度の整備	1
重要な銀行融資契約の適時適切な開示	1
発行会社の経営・財務状況に見合った適時適正な開示	1
流通市場の価格の透明性向上	6
レボ市場の創設	2
SDGs債市場の活性化に向けた取組み	2
その他	0
特になし	2

(n=9)

自由記述：「発行体優位のマーケットになっている。クーポンは需給で決まらず発行体が想定する水準で決定される」（条件決定方式の一段の見直し）、「債権者保護手続の実効性」（投資家保護制度の整備）、「SDGs債投資の明確なメリットが必要」（SDGs債市場の活性化に向けた取組み）

問22 その他、社債市場への要望があればお聞かせください。

特になし	8
ご要望	1

(n=9)

自由記述：「海外投資家の参入障壁の解消」（ご要望）

以上