

2026 年 10 月 21 日 全 8 頁

社債に付与される「コベナンツ」とは何か？

社債権者保護の仕組み（1）

金融調査部 研究員 杉浦 花音

[要約]

- 企業が社債による資金調達を検討する場合、社債権者を保護するための措置を適切に講じることが重要である。コベナンツは、発行会社と社債権者の間で取り決められる、発行会社に一定の義務や制限を課す特約条項である。
- コベナンツは、発行会社の一定の行為を制限する追加負担制限コベナンツ、財務指標の維持を求める財務維持コベナンツ、及び、これらの実効性を担保するために補完的に、又は単独の条項として設けられ、社債権者の投資判断に重大な影響を与える事項について報告を求めるレポーティングコベナンツの三つに分類される。
- コベナンツの実効性を確保するには、発行会社の事業内容や財務状況等に応じて適切な内容を設定するとともに、起債後の状況変化に柔軟に対応できる仕組みを整えることが重要である。
- 足元では、コベナンツを付与し、社債管理補助者を設置した社債の発行事例も見られている。また、2026 年 5 月 29 日に成立した産業競争力強化法等の一部を改正する法律（改正産競法）では、プロ向け私募における社債管理者の設置義務を免除する特例の要件の一つとして、チェンジオブコントロール条項やレポーティングコベナンツ等の一定のコベナンツを設定することが挙げられている。コベナンツの付与と社債管理補助者制度が、社債権者保護の仕組みとして共に活用されることが期待される。

I. はじめに

我が国では、上場企業の資金調達手段は依然として借入が 8 割以上を占める¹。しかし、近年の金利動向や金融機関のリスク管理の変化に照らすと、社債は企業にとって有用な選択肢となり得るものであり、その活用余地はなお大きい²。

社債を発行するに当たり、会社は、利率や償還期限などの発行条件と併せて社債権者の利益を保護するための措置について検討する必要がある。日本の社債市場の投資家層が限定されている要因の一つとして、社債権者保護が十分でないことが指摘³されている。コベナントの付与や社債管理者及び社債管理補助者の設置⁴など、社債権者保護の枠組みをあらかじめ定めておくことは、個々の社債の商品性の改善だけでなく、国内社債市場の構造的な課題への対応という観点でも重要である。

本稿では、社債権者を保護するための措置の一つであるコベナントについて解説する。

II. コベナントの概要と基本類型

(1) 概要

コベナントとは、社債発行に当たり、発行会社にとって一定の義務や制限を課す特約条項である。たとえば、発行会社に対して、純資産額や利益を一定の水準以上に維持することを求め、これに抵触した場合には、当該社債について期限の利益を喪失することを定める条項が該当する。

コベナントは、発行会社の規律を確保し、債務履行能力の維持を図るために設けられる。コベナントによって債権回収の確実性が高まれば、投資家需要が喚起されることが期待されることに加えて、発行会社の資金調達コストの抑制につながる可能性がある⁵。また、発行会社の合併・買収や非上場化など、社債の繰上償還につながる可能性のある事象への対応をあらかじめ定めることで、投資家は当該事象の発生を織り込んで投資判断を行うことができる。

M&A や企業の非上場化の事例が増加する中、国内外の投資家から、社債権者の利益を実質的に保護することができるコベナントの付与が求められている。日本証券業協会（以下、日証協）が公表した「[コベナントモデル（参考モデル）](#)」（2025 年 6 月 17 日改訂）は、社債に付与されるコベナントを三つの類型に分けて整理している。

¹ 経済産業省「[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 事務局説明資料](#)」（2025 年 10 月 31 日）p. 11

² 社債市場の活性化に関しては、森駿介、瀬戸佑基「[データが語るコーポレートファイナンス No. 3 増える社債発行額、増えない発行体](#)」（大和総研レポート、2026 年 9 月 17 日）を参照されたい。

³ 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 中間報告書](#)」（2026 年 4 月 20 日）p. 6 及び p. 13

⁴ 社債管理補助者制度に関しては、拙稿「社債管理補助者制度の現在地」（大和総研レポート、2026 年 10 月 21 日）を参照されたい。

⁵ 経済産業省「[社債発行のガイドブック](#)」（2026 年 6 月 10 日）p. 67

(2) コベンナツの基本類型

A) 追加負担制限コベナツ

追加負担制限コベナツとは、借入れ、担保の提供、資産の処分など、発行会社の一定の行為を制限する条項である。財務維持コベナツと比較すると、発行会社が自らの判断によってコベナツへの抵触を回避できる点に特徴がある。

図表 1 追加負担制限コベナツで規制対象となる行為

制限対象となる行為	補足
① 債務の負担	(目的) 権利の希薄化又は劣化防止 ✓ 米国のハイイールド債では一般的に付与される ✓ 支払能力を毀損するおそれのない範囲で負債を負うことは許容される
② 担保の提供	(目的) 弁済順位の維持 ✓ 担保提供制限の対象に借入れ等の債務を含む場合、既存の与信枠や制度融資のための担保権の設定は適用除外とされる
③ 配当	(目的) 社債の償還・利払い資金の確保 ✓ 株主の影響力が強く、株主還元の要請が強い場合に活用され得る
④ 支払	(目的) 社債の償還・利払い資金の確保 ✓ 通常の事業に必要な支出等は除外される
⑤ 資産の処分	(目的) 社債に対する資産カバレッジの低下防止 ✓ 資産の譲受けを制限することも検討し得る
⑥ セール・アンド・リースバック (注)	(目的) 資産保全 ✓ 発行会社がセール・アンド・リースバックの対象となる動産や不動産を多く抱え、社債の資産カバレッジが低い場合の活用が想定される
⑦ 合併等	(目的) 存続会社・承継会社への債務の承継の確保 ✓ 発行会社が合併、買収、会社分割、事業譲渡等を行う場合を想定
⑧ チェンジオブコントロール	(目的) 投資判断を再考する機会の確保 ✓ 発行会社の組織再編や大株主の異動、上場廃止等を想定 ✓ 一定の格下げの発生を発動事由に加えることも考えられる
⑨ 子会社が行う①～⑥の行為	(目的) 償還・利払い資金の確保 ✓ 発行会社が純粋持株会社である場合等に検討される ✓ 連結グループ内の資金移動の自由が確保できる

(注) 所有する動産又は不動産を売却又は譲渡する前と同じ目的のために、直接的であるか間接的であるかを問わず、借り受け又はリースをする行為を指す。経済実体として、担保付借入れと類似する。

(出所) 日本証券業協会「コベナツモデル(参考モデル)」(2025年6月17日改訂)より大和総研作成

日証協の整理では、追加負担制限コベナツにはチェンジオブコントロール条項(図表1の⑧)も含まれる。チェンジオブコントロール条項とは、発行会社の所有・経営権に変化が生じる場合⁶において、社債権者にプット・オプションの行使を認める(あらかじめ定めた価格で

⁶ 発行会社の所有・経営権の変化の有無にかかわらず、非上場会社化(上場廃止)はチェンジオブコントロール条項の発動事由となると考えられている。(日本証券業協会「コベナツモデル(参考モデル)」(2025年6月17日改訂)別紙1「社債コベナツ参考事例集」(2025年6月17日改訂)p.10)

社債を償還するように発行会社に請求する権利を認める）条項である。これにより、組織再編や大株主の異動等、予期せぬイベントが生じた際に、社債権者は発行会社に対する投資判断を見直す機会を確保できる。

（補足）社債間限定の担保提供制限条項（ネガティブ・プレッジ）

現状、国内社債に付与されるコベナントの大半は、追加負担制限コベナントの一種である社債間限定同順位の担保提供制限条項（ネガティブ・プレッジ）のみである。社債間限定同順位のネガティブ・プレッジとは、発行会社が発行する他の社債に担保を提供した場合に、対象となる社債にも同等の担保を設定することを約する条項である。

社債間限定同順位のネガティブ・プレッジは、銀行借入れ等広範な債務を対象に含む無限定のネガティブ・プレッジと比較すると、担保提供制限の対象となる債務の範囲が狭い。ローン等に担保が設定された場合、デフォルト発生時に社債の弁済順位が劣後するため⁷、社債権者保護の観点では不十分だと指摘⁸されている。

B) 財務維持コベナント

財務維持コベナントとは、純資産額や自己資本比率など、一定の財務指標の維持を求めることにより、発行会社の債務履行能力の維持を促す条項である。もっとも、追加負担制限コベナントと違い、発行会社の業務内容や資産状況、債務との関係を踏まえたうえで、個別の案件ごとに具体的な内容を定める必要がある。

図表 2 財務維持コベナントで参照される財務指標の概要

指標等	補足
① 純資産額	✓ 無担保普通社債にも付される場合がある ✓ 純資産額が不変でも、自己資本比率が低下した場合、社債に対する資産カバレッジが低下することには留意が必要
② 自己資本比率	✓ 成長企業に適している
③ 経常損益又は営業損益	✓ 無担保普通社債にも付される場合がある
④ 負債額、負債比率	✓ 建設・不動産業者等、構造的に多額の有利子負債を抱える発行会社の場合などに活用が想定される ✓ 事業再生型ファイナンスでの活用が想定される
⑤ インタレスト・カバレッジ・レシオ	✓ $(\text{営業利益} + \text{受取利息} + \text{受取配当金}) \div \text{支払利息}$
⑥ デット・サービス・カバレッジ・レシオ	✓ $\text{元利金返済前キャッシュフロー} \div \text{元利金返済額}$
⑦ 有利子負債/EBITDA 倍率	✓ 過去に多額の有利子負債により財政状態が悪化した経験のある企業のファイナンス等に適している

⁷ 付与されているコベナントが社債間限定同順位のネガティブ・プレッジのみで、無担保の社債管理者非設置債にデフォルトが発生した事案では、債権の回収率が極めて低かったとされている。（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16日）p. 3）

⁸ 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 中間報告書」（2026年4月20日）p. 6（注5）

⑧ 有担保負債比率	✓ 従来担保付で資金調達を行ってきた場合等、負債や担保提供を制限するインカランスコベナントを受け入れることが実務上困難な発行会社に適している
⑨ 格付	✓ 信用格付の水準により異なる内容の規定を置くことが可能 ✓ 発行会社のコントロールが及ばないことには留意が必要

(出所) 日本証券業協会「コベナントモデル(参考モデル)」(2025年6月17日改訂)より大和総研作成

C) レポーティングコベナント

レポーティングコベナントとは、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場合等に、社債権者への報告を発行会社に義務付ける条項である。追加負担制限コベナントや財務維持コベナントの実効性を確保し、又は補完するものと位置付けられている。

図表3 レポーティングコベナントの対象となる事項

報告事項	詳細
① コベナントの充足状況	✓ 各事業年度の末日等から一定期間内に、充足状況に関する発行会社の代表取締役等の証明書を提出 ✓ ウェブサイトへの公表、社債管理者や社債管理補助者の活用を想定
② 期限の利益の喪失事由 ^(注1) 、 経営・業況の重大な変化、 財産・資産の変化等の内容	✓ 左記の事象が発生した場合、社債権者へ迅速に報告 ✓ 公告、ウェブサイトへの公表、社債情報伝達サービス及び社債管理者又は社債管理補助者の活用を想定
③ 財務指標(コベナントの対象)	✓ 複雑な計算を要するコベナントや一般的でない財務維持コベナント^(注2)について、概要とともに報告 ✓ 有価証券報告書中の連結財務諸表の注記事項等、利用者にわかりやすい方法での開示を想定
④ 上場廃止後の状況	✓ 発行会社が非上場化した後に社債権者の投資判断に重要な影響を与える事項について報告 ✓ 公告、ウェブサイトへの公表、社債情報伝達サービス及び社債管理者又は社債管理補助者の活用を想定

(注1) コベナントの抵触を含む。

(注2) 当該コベナントが法定開示事項ではない場合を想定している。

(出所) 日本証券業協会「コベナントモデル(参考モデル)」(2025年6月17日改訂)より大和総研作成

コベナントモデル(参考モデル)が示す代表的なレポーティングコベナントの一つに、発行会社が非上場化した後、当該社債が償還されるまで、社債権者が求めるレポーティング事項について報告を行うとする条項がある(図表3の④)。

発行会社が社債発行後に非上場化すると、経営方針に大きな変化が生じる可能性があるため、社債権者の情報開示ニーズは高くなる。他方、取引所規則に基づく適時開示が行われなくなる等、社債権者に提供される情報の質及び量は低下するおそれがある。このことから、日証協では、適時開示の対象である一方、法定開示の対象とはされていない事項のうち、非上場化後にレポーティングを行うことが重要な事項を以下のように整理している。

- A) 第1・第3四半期の財務情報
- B) 発行会社の決定事実
 - (ア) 解散（合併による解散を除く）、業務上の提携又はその解消、事業の開始又は廃止
 - (イ) 固定資産の譲渡又は取得
 - (ウ) 継続企業の前提に関する事項の計算書類への注記
- C) 発行会社の発生事実
 - (ア) 筆頭株主の異動
 - (イ) 有価証券報告書の提出遅延、有価証券報告書の提出期限延長申請に係る承認
 - (ウ) 財務諸表等の監査報告書における不適正意見、意見不表明、継続企業の前提に関する事項を除外事項とした限定付適正意見
 - (エ) 親会社に係る破産手続開始、再生手続開始、更生手続開始又は企業担保権の実行の申立て
 - (オ) 免許の取消し、事業の停止その他これらに準ずる行政庁による法令に基づく処分

（出所）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16日）より大和総研作成

（3）「基本的に付与すべきコベナンツ」

前述のコベナンツのうち、チェンジオブコントロール条項及びレポーティングコベナンツは、投資家が必要最低限の内容として求めるもの、又は投資家保護上必要なものとして、「基本的に付与すべきコベナンツ」に位置付けられている。

日証協は、BBB格相当又はそれ以下⁹の格付の社債について「基本的に付与すべきコベナンツ」の付与状況等を引受証券会社が確認する必要があると整理している。なお、A格以上の社債は「基本的に付与すべきコベナンツ」の付与を求める対象とされていないものの、社債権者保護の観点から、状況に応じて柔軟かつ適切にコベナンツを手当てする必要があると考えられている。

また、財務維持コベナンツは発行会社の状況等を踏まえた検討が必要であるため、「基本的に付与すべきコベナンツ」として一律に付与を求めることはされていないものの、投資家視点での有用性に照らし、必要に応じて付与することが重要であるとの認識が共有されている。

III. コベナンツの設定・運用における留意点

コベナンツの付与は、社債権者の保護を充実させるだけでなく、発行会社にとっても、有事における円滑な実務対応の実現や市場からの信頼向上につながり得る。ただし、発行会社と社債権者の双方がこうした効果を楽しむには、コベナンツが実効性を備えていることが前提と

⁹ 信用格付業者の付与する予定の銘柄格付（非依頼格付を除く）がBBB格相当又はBB格相当以下であることを指す。（日本証券業協会「[有価証券の引受等に関する規則第3条の考え方（社債券の適切な引受判断に係るガイドライン）](#)」（2025年6月17日））

なる。以下では、実効性を確保するための留意点を、起債時と起債後に分けて整理する。

① 起債時

起債時には、コベナントの対象となる行為や事象を明確に定義し、各コベナントの性質を十分に考慮した組み合わせにすることが重要である。発行会社の事業内容や成長段階に見合わない過重なコベナントは、事業活動に過度な制約をかけるおそれがある。たとえば、財務維持コベナントによる画一的な管理に適さない成長企業の場合には、追加負担制限コベナントを中心に構成することが考えられる。

② 起債後

起債後は、事業活動を必要以上に制約しないよう、状況に応じてコベナントの内容を柔軟に変更できる仕組みを整えることが重要である。

社債の契約期間は数年から10年超に及ぶものもあり、その間の事業環境の変化によって、起債時に設定されたコベナントが過剰な制約となるリスクがある。他方、財務健全性の向上や資本構成の変化等により、コベナントを見直しても社債権者の利益を実質的に損なわない場合もある。米国の社債市場では、ハイイールド債の格付が投資適格水準以上となった場合、多くのコベナントが失効し、担保提供制限条項及びチェンジオブコントロール条項のみが残ることが一般的な実務慣行とされている¹⁰。

発行会社がコベナントに抵触した場合、社債権者による請求の要否に違いはあるものの、一般的には、期限の利益の喪失につながる。ただし、発行会社が事業を継続することが可能である場合には、直ちに弁済を求めることが社債権者にとって常に合理的とは限らない。

このため、必要に応じて社債契約の内容（社債要項を含む）を変更するアmendや、社債権者が自らの権利を一部放棄するウェイクを行える仕組みを確保することは、発行会社と社債権者の双方にとって重要である。

アmendやウェイクを行うには、一般的に、社債権者集会の決議を取る必要があると考えられてきた。社債権者集会は開催に伴う負担の大きさが課題とされてきたものの、足元では、バーチャルオンリー社債権者集会の法制化¹¹や書面決議制度の見直しが検討されており、社債権者の意思を迅速に集約するための制度整備が進められている。

他方、日証協の「コベナント抵触時の対応の実務フロー」（2025年6月17日）では、社債権者集会によらず、社債要項等の規定に従って行うアmend又はウェイクの流れが示されている。

¹⁰ 前掲脚注7文書、p.5

¹¹ バーチャルオンリー社債権者集会の法制化については、拙稿「[社債権者集会のバーチャル化に向けた論点](#)」（大和総研レポート、2026年9月28日）を参照されたい。

IV. おわりに～社債管理補助者を活用したコベナンツ管理～

本稿ではコベナンツの定義に加え、その実効性を確保するうえでの留意点を説明した。適切なコベナンツの付与を市場慣行として定着させることは、社債権者保護の充実に繋がると考えられている。

最後に、コベナンツの付与が法的な要件とされた制度を紹介する。2026 年 5 月 29 日に成立した産業競争力強化法等の一部を改正する法律（改正産競法）では、プロ向け私募において、最低投資単位を 1 億円未満に設定しつつ、社債管理者の設置義務の免除を受ける特例の要件の一つとして、チェンジオブコントロール条項やレポーティングコベナンツ等一定のコベナンツを設定することが挙げられている。これにより、「基本的に付与すべきコベナンツ」を求める対象と整理されている BBB 格以下の社債に加え、投資単位が比較的小さく、相応の数のプロ投資家による引受けが想定される社債でも、コベナンツの付与が実務上重要な検討事項となる可能性がある。

コベナンツを柔軟かつ円滑に運用するためには、発行会社による継続的な管理が必要となる。この実務負担を軽減する手段として、社債管理補助者の活用が考えられる。社債管理補助委託契約に、コベナンツ管理に関する業務を盛り込むことにより、社債権者と発行会社との間の情報伝達を円滑にすることが期待される¹²。

足元では、BBB 格相当又は無格付の企業による、コベナンツ付補助者債（コベナンツを付与し、社債管理補助者を設置した社債）の発行事例¹³も増加している。このような社債を発行する際には、自社の事業内容や財務状況に適したコベナンツと、その実効性を支える管理体制について検討することが重要である。今後の国内社債市場において、コベナンツが社債管理補助者制度とともに社債権者保護の仕組みとして一層活用されることを期待したい。

¹² 社債管理補助者の「基本的業務」には、期限の利益喪失及び喪失事由、チェンジオブコントロール条項の期限前償還事由、レポーティングコベナンツの効力発生事由などが生じた場合、発行会社から社債権者に報告する業務が含まれている（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 17 日）p. 2）

¹³ 法務省「法制審議会会社法制（株式・株主総会等関係）部会」第 14 回会議（2026 年 5 月 27 日）みずほ銀行「[社債権者集会に関する会社法改正について](#)」p. 6