

有価証券の引受等に関する規則第3条の考え方（案）
（社債券の適切な引受判断に係るガイドライン）

2025 年●月●日

日本証券業協会

- 2024 年 7 月、「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）が公表され、社債市場のすそ野を拡大し、特に相対的に信用リスクの高い社債市場の創設を目指す観点から、「有価証券の引受等に関する規則」（以下、「引受規則」という）において「基本的に付与すべきコベナンツ」（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をいう。以下同じ。）にかかる審査について規定する等により、「基本的に付与すべきコベナンツ」の付与の実効性を確保することが適当であると提言されました。
- 本ガイドラインは、上記の提言を踏まえ、引受会員が社債券の引受けを行うに当たり、引受規則第3条に基づく適切な引受判断に係る考え方や必要な事項等を示すことにより、社債権者の保護が図られ、社債市場の健全な発展に資することを目的として作成したものです。

社債券の募集の引受けに係る考え方について

Q1：引受規則第3条における引受判断について、引受会員が社債券の引受けを行う場合には、どのような対応を行う必要がありますか。

A：引受会員は、引受規則の趣旨を踏まえ、発行者の信用力や財務状況等に応じた適切な社債権者保護が図られているか否か、また、発行者が将来にわたって社債権者の期待に応えられるか否か等の観点から引受判断を行う必要がありますが、特に社債券（引受規則第2条2号イに掲げる社債券をいう。以下同じ。）のうち一定のものについては、「基本的に付与すべきコベナンツ」であるチェンジオブコントロール条項とレポーティングコベナンツ（後述）の付与状況等を確認する必要があります。

引受会員は、「基本的に付与すべきコベナンツ」の付与状況等の確認結果及び引受規則第12条から第14条までの規定に基づき引受審査を行った内容を踏まえて総合的な判断と責任の下に引受判断を行わなければなりません。

確認対象となる社債券について

Q2：Q1における「社債券のうち一定のもの」とは、どのような社債券を指していますか。

A：引受会員は、少なくとも、信用格付業者（金融商品取引法第2条第36項に定義する信用格付業者）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※の社債券については、「基本的に付与すべきコベナンツ」の付与状況等を確認する必要があります。

ただし、社債権者保護のために「基本的に付与すべきコベナンツ」の付与状況等を確

認するという観点から、担保付（一般担保付を含む）の社債券については、「基本的に付すべきコベナント」の付与状況等の確認を行う必要はないと考えられます。

また、劣後特約が付与されている等により法令上又は格付上の資本性評価が認められる社債券は、その特性から「基本的に付すべきコベナント」の付与が馴染まないと考えられるため、付与状況等の確認を行う必要はないと考えられます。

※ 本ガイドラインにおける「BBB 格相当」及び「BB 格相当以下」とは、それぞれ以下のとおりです。

- ・ BBB 格相当：「BBB マイナス」又は「Baa3」相当以上の銘柄格付を一以上取得していることをいう。ただし、「A マイナス」又は「A3」相当以上の銘柄格付を一以上取得している場合を除く。
- ・ BB 格相当以下：取得した銘柄格付のうち最も高い格付が「BB プラス」又は「Ba1」以下であることをいい、信用格付業者の付与する銘柄格付を取得していない場合（無格付）を含む。

なお、当然ながら、確認を行う必要がない社債券であっても、発行者の状況や投資者のニーズを踏まえ、必要に応じ柔軟かつ適切にコベナントが付与されているか等の観点を含めて、適切な引受判断が行われる必要があります。

Q3：信用格付業者の付与する銘柄格付を取得していない社債券について、信用格付業者以外の業者の付与する銘柄格付を基に「基本的に付すべきコベナント」の付与状況等を確認すべき社債券か否かを判断することは考えられますか。

A：信用格付業者の付与する銘柄格付を取得していない場合には、例えば、信用格付業者のグループ会社である海外の格付会社が、当該信用格付業者と同じメソドロジーを基に付与する銘柄格付を用いて、「基本的に付すべきコベナント」の付与状況等を確認すべき社債券か否かを判断することが考えられます。

「基本的に付すべきコベナント」の内容について

Q4：「基本的に付すべきコベナント」として確認が必要な「チェンジオブコントロール条項」とはどのような内容のコベナントですか。

A：「基本的に付すべきコベナント」であるチェンジオブコントロール条項は、以下の発動事由が生じた場合に、社債権者は、発行会社に対して、当該社債権者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（プットオプション）条項を言います。

<発動事由>

※ 以下は典型的なケースを例示したものであり、発行者の状況や投資者のニーズを踏

まえ適切に発動事由が規定されていることを確認する必要があります。

- 支配権の移転が発生した場合（例えば、以下の場合）
 - （i）50%を超える議決権を単独で又は共同保有者とともに直接又は間接的に保有する株主が新たに出現した場合
 - （ii）当社を完全子会社とする株式交換又は株式移転を承認する株主総会（株主総会決議が不要な場合は、取締役会）の決議が採択された場合
 - （iii）50%を超える議決権を単独で又は共同保有者とともに直接又は間接的に保有する既存株主の議決権保有割合が50%未満となった場合
- 金融商品取引所に対して上場廃止申請が提出された場合

※ 一般的なチェンジオブコントロール条項の解説や規定例は、コベナントモデル参照。
また、コベナント発動時の対応は、「コベナント抵触時の対応の実務フロー」参照。

Q5：「基本的に付与すべきコベナント」として確認が必要な「レポーティングコベナント」とはどのような内容のコベナントですか。

A：「基本的に付与すべきコベナント」であるレポーティングコベナントは、以下の発動事由が生じた後に、以下のレポーティング事項について社債権者に報告する義務を発行者に課す条項を言います。

<発動事由>

- 金融商品取引所への上場を廃止した場合

<レポーティング事項>

※ 以下は上場会社が非上場化した後に社債権者が重視すると考えられる典型的なレポーティング事項の例示であり、発行者の状況や投資者のニーズを踏まえ適切にレポーティング事項が規定されていることを確認する必要があります。

- 定期的なレポーティング事項
 - （i）第1・第3四半期の財務情報（決算短信の内容を参考）
 - （ii）有担保負債比率等の担保に係る指標
 - （iii）各四半期の末日における、社債要項に定めるすべての財務上の特約条項についての充足状況（及びその算定根拠）について、代表取締役名の証明書
- 適時のレポーティング事項
 - （i）発行者の決定事実
 - （a）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
 - （b）固定資産の譲渡又は取得
 - （c）継続企業の前提に関する事項の計算書類への注記
 - （ii）発行者の発生事実

- (a) 主要株主である筆頭株主の異動
- (b) 有価証券報告書又は半期報告書の提出遅延、有価証券報告書又は半期報告書の提出期限延長申請に係る承認
- (c) 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
- (d) 親会社等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
- (e) 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

※ 一般的なレポーティングコベナントの解説や規定例は、コベナントモデル参照。また、コベナント発動時の対応は、「コベナント抵触時の対応の実務フロー」参照。

Q6：BBB 格相当の社債券について、「基本的に付与すべきコベナント」の付与状況等の確認を行うに当たって BB 格相当以下の社債券と異なる扱いを行うことは考えられますか。

A：BBB 格相当の社債券の「基本的に付与すべきコベナント」の発動事由については、Q4 や Q5 における＜発動事由＞の発動とあわせて、以下のようにその社債券に付与されている銘柄格付の格下げが生じた場合に発動する仕組み（ダブルトリガー）であっても、「基本的に付与すべきコベナント」が付与されているものとするこでもよいと考えられます。

＜格下げに係る発動事由＞

※ 以下は典型的なケースを例示したものであり、発行者の状況や投資者のニーズを踏まえ適切に発動事由が規定されていることを確認する必要があります。

（チェンジオブコントロール条項の場合）

- ・ 支配権の移転又は上場廃止申請の提出時点において、[信用格付業者の名称を記載] による本社債の格付が BB 格以下である場合、あるいは支配権の移転又は上場廃止申請の提出後 90 日以内に同格付が BB 格以下へ格下げされた場合
- ・ 支配権の移転又は上場廃止申請の提出後 90 日以内に、[信用格付業者の名称を記載] による本社債の格付が 2 ノッチ下がった場合

（レポーティングコベナントの場合）

- ・ 上場廃止日において、[信用格付業者の名称を記載] による本社債の格付が BB 格以下である場合、あるいは上場廃止日以降に同格付が BB 格以下へ格下げされた場合
- ・ 上場廃止日において、[信用格付業者の名称を記載] による本社債の格付が発行時点から 2 ノッチ下がっている場合、あるいは上場廃止日以降に、同格付が 2 ノッチ下がった場合

「基本的に付与すべきコベナント」が付与されていない場合の考え方について

Q7：引受会員は「基本的に付与すべきコベナント」が付与されていない BBB 格相当の社債券又は BB 格相当以下の社債券の引受けを行ってはならないのですか。

A：引受会員は、BBB 格相当の社債券又は BB 格相当以下の社債券について「基本的に付与すべきコベナント」が付与されていない場合であっても、当該社債券について「基本的に付与すべきコベナント」の付与に代替する措置により社債権者保護が図られていることを確認したうえで、適切な引受判断を行うことにより引受けを行うことが可能であると考えられます。

「基本的に付与すべきコベナント」の付与に代替する措置の例は以下のとおりです。

＜「基本的に付与すべきコベナント」の付与に代替する措置の例＞

※ 以下は典型的と考えられる措置の内容を例示したものであり、下記の内容を参考に発行者の状況や社債権者のニーズを踏まえ適切に社債権者保護が図られていることを確認する必要があります。

(i) 他のコベナントの付与

例：BBB 格相当の格付維持条項、財務上の特約（純資産維持条項や利益維持条項等）、（支配権の移転に限定しない）プットオプション、債務間限定同順位の担保提供制限条項

(ii) 親子会社（又は第三者）の保証付社債

(iii) 社債管理者又は社債管理補助者の設置

(iv) 一定の販売手続の実施（例えば、対象となる投資家の制限や「基本的に付与すべきコベナント」が付与されていないことの説明及び投資家の合意等により、社債権者保護を図ること）

(v) サムライ債について、社債権者間の平等性の観点から、発行者が発行する同順位の他の社債券のコベナントと内容・効果が同じであること

社内記録の作成、保存について

Q8：引受会員は、「基本的に付与すべきコベナント」の付与状況の確認結果等、社債券の引受判断に当たって確認した内容について、社内記録を作成する必要はありますか。

A：引受会員は、引受規則第 7 条に基づいて引受判断の形成過程に係る記録を作成する必要があります。これに基づき、引受判断の際に確認した「基本的に付与すべきコベナント」の付与状況や、「基本的に付与すべきコベナント」が付与されていない場合の代替措置の内容等についても、同様に記録を作成して保存する必要があります。

以 上