

有価証券の引受け等に関する規則第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

コメントの追加 [A1]: 文言修正

- 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、「有価証券の引受け等に関する規則」（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ト」（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トをいう。）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ト」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。

コメントの追加 [A2]: 文言修正

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条第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、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ト（後述）の付与状況等を確認する必要があります。

コメントの追加 [A3]: 文言修正

引受会員は、かかる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ト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。

コメントの追加 [A4]: コメント No.3 を受けて修正

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、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ト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、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~~規制法令上~~又は格付上の損失吸収力や資本性評価が認められる社債券については、その特性を考慮し確認を行う必要はないと考えられます。

コメントの追加 [A5]: コメント No.9 を受けて修正

※ 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。

コメントの追加 [A6]: コメント No.10 を受けて修正

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ツ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。

Q 3 : 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、~~Q 1 における「社債券のうち一定のもの」の該当性~~~~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、~~「社債券のうち一定のもの」の該当性~~~~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。

コメントの追加 [A7]: コメント No.3 を受けて修正

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の内容について

Q 4 : 本ガイドラインにおける「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ツですか。

A : 本ガイドラインにおけ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）当社発行者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一般的な解説や規定例は、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。

コメントの追加 [A8]: コメント No. 3、17 受けて修正

コメントの追加 [A9]: 文言修正

Q 5 : 本ガイドラインにおける「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 : 本ガイドラインにおけるレポーティングコベナントは、発行者が金融商品取引所へ上場している場合において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。

コメントの追加 [A10]: コメント No.16 を受けて追記
(以下の※書きも追記)

< 発動事由 >

○ 金融商品取引所への上場がを廃止された場合

コメントの追加 [A11]: コメント No.18 を受けて修正

< 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判定時点における充足状況（及びその算定根拠）について、代表取締役名の証明書

コメントの追加 [A12]: コメント No.19 を受けて修正

○ 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

(d) 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申請書の提出

(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又は不承認

(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

※ 本ガイドラインにおけるレポーティングコベナンツは、上場会社が非上場化した場合に有用と考えられるレポーティング事項を例示したものです。発行者が社債発行時に上場していない場合においても、投資家にとって重要と考えられる項目を報告するコベナンツを設定することは有用と考えられます。

※ 一般的なレポーティングコベナンツの一般的な解説や規定例は、コベナンツモデル参照。また、コベナンツ発動時の対応は、「コベナンツ抵触時の対応の実務フロー」参照。

Q 6 : BBB 格相当の社債券について、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の発動事由については、Q 4 や Q 5 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、これらのコベナンツが付与されているものとすること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]

コメントの追加 [A13]: 適時開示との平仄を取るための修正

コメントの追加 [A14]: 文言修正

コメントの追加 [A15]: コメント No.3 を受けて修正

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

チェンジオブコントロール条項又はレポーティング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：引受会員はチェンジオブコントロール条項又はレポーティング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チェンジオブコントロール条項又はレポーティング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係る引受けの可否の判断に当たっては、引受案件ごとの個別の事情に応じ、これらのコベナントの付与に代替する措置が取られていることを確認すること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。

また、以下のケースに該当する場合には当該代替する措置が取られていると考えられますが、それ以外の場合であっても、発行者の状況や投資家・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と判断できるのであれば、代替する措置が取られているものと考えられます。

＜代替する措置の例＞

(i) 他のコベナントの付与

例：発行時の格付に係る格付維持条項、支配権の移転に限定しないプットオプション、債務間限定同順位担保提供制限条項

(ii) 親子会社又は第三者の保証、キープウェル契約の締結

(iii) 社債管理者の設置

(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チェンジオブコントロール条項又はレポーティング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) 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残存する他の社債券のコベナントと内容・効果等に照らして同等性のコベナントであること（ただし、この場合であっても、引受証券会社として、現在の市場環境や投資家のニーズ等を踏まえ、社債権者保護に関する措置の必要性について事前に発行者に提案・確認す

コメントの追加 [A16]: コメント No.3 を受けて修正

コメントの追加 [A17]: コメント No.21 を受けて修正
社債権者⇒投資家

コメントの追加 [A18]: コメント No.3 を受けて修正

コメントの追加 [A19]: コメント No.22 を受けて修正

コメントの追加 [A20]: コメント No.23 を受けて修正

コメントの追加 [A21]: コメント No.30 を受けて修正

コメントの追加 [A22]: コメント No.3 を受けて修正

コメントの追加 [A23]: コメント No.1 等を受けて修正

ることが望ましいと考えられます。)

社内記録の作成、保存について

Q8：引受会員は、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、本ガイドラインにおいて確認対象となる「社債券のうち一定のもの」については、引受判断の際に確認した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トの付与状況や、これらの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。

コメントの追加 [A24]: コメント No.12 を受けて修正

以 上

「有価証券の引受等に関する規則第3条の考え方（案）」に関する意見照会結果

2025年1月17日締切

○「有価証券の引受等に関する規則第3条の考え方（案）」の内容についてのご意見

		該当箇所	ご意見
1	A 社	全体	本 WG での議論はガイドラインの冒頭にもあるように、「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の提言を踏まえ、審査プロセスに組み込む等、実務上どのように実効性を持たせるかを議論する場であったはずと認識しておりましたが、従来の市場慣行を踏まえた代替措置の拡大に焦点が当たり、インフラ WG で想定していたような実効性を確保するための議論ができているとは言い難いように感じております。
2	B 社	全体	ガイドライン案の内容には特にコメントはございません。 なお、社債にコベナンツを付与することが定着していくためには、投資家をはじめとするマーケットでその必要性が認識される必要がありますので、貴協会における社債市場の活性化に向けた取り組みの周知をはじめとする各種広報活動等については、これまで以上に行っていただく必要があるものと考えます。 また、今回の議論では、相対的に信用リスクの高い発行体が社債による資金調達を行うことができるような環境を整備するという観点で、BBB 格・BB 格以下といった形で、格付けが基準となる形で議論が行われましたが、格付けを基準とすることの妥当性や効果については、今後、社債市場の活性化に向けたインフラ整備に関する WG 等でも議論・検証していただく必要があるものと考えます。
3	C 社	全体	文言の修正等（別紙参照）
4	D 社	Q1	社債券の定義が Q1 の A 1 に登場しているが、それより前に社債券という語句が記載されている。 本ガイドラインの対象となる場合、コベナンツの付与状況等の確認が必要となるため、定義記載箇所を含めて、対象となる範囲を明確にさせていただくことが必要と考える。 冒頭枠内：“・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” Q1 タイトル：“社債券の募集の引受けに係る考え方について” Q1 文章：“Q 1：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。”
5	D 社	Q1 A	引受規則3条においては、『引受審査業務のために必要かつ十分な期間を確保』すること、『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』ること、『総合的な判断と責任のもとに引受判断を行』うことのみが記載されている。 A 1では、“引受会員は、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トの付与状況等の確認結果及び・・・”として、確認結果は、引受審査と並列した確認項目として記載され、これら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らないとされている。 引受規則 3 条の記載を考えると、付与状況等の確認結果については条文に明記されていないため、総合的な判断を行う際の内容の一つとして整理されると思われる。一方で、ガイドラインでは、“必要”とされていることから、コベナントの付与状況の確認が引受規則上どのような位置づけになるか明確にしていきたい(総合的な判断を行うにあたっての確認が必要な項目になるのではないと思われる。また、Q 8において、社内記録の作成、保存を求めているため、総合的な判断の内の一項目について、特に記載を求める趣旨をガイドラインにおいて明確にしたほうが良いかと考える)。
6	D 社	Q1 A	”うち一定のものについては、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ト（後述）の付与状況等を確認する必要があります。”について、当該一定の範囲に含まれるものは、義務として確認が必要という理解でよい。
7	A 社	Q1・Q2	BBB 格相当以下の「一定のものについて」確認を行う必要があるとしたうえで、Q2 尚書きで、確認を行う必要がない社債券であっても適切な引受判断が行われる必要があるとされていますが、まず先に格付に関わらず全ての債券について適切にコベナントが付与されているかも含めた適切な引受判断が行われる必要があると原則論を述べたうえで、中でも BBB 格相当以下の一定のものについては・・・という順序にされては如何でしょうか。 インフラ WG の議論でも、格付に関わらず COC を導入するのが本来望ましいが、まずは COC を定着させるにあたって BBB 格相当以下のものから段階的に導入していくことを意図したものと認識しております。
8	D 社	Q2 A	A 2において、“少なくとも”と記載されており、また、Q 3において、“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”が記載されている。これ以外に“社債券のうち一定のもの”に該当するケースはどのようなものか。 また、確認を行う必要はないとされる“担保付（一般担保付を含む）”及び“劣後特約”付以外で、一定のものに含まれないケースは存在するという理解でよい。 もし、上記のようなケースが存在するのであれば、ガイドラインに記載のないものについては、どのように判断を行うのか、考え方を示す必要があるのではない。
9	A 社	Q2 A	「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」

			⇒「劣後特約が付与されている等により規制上又は格付上の」
10	D 社	Q2 A	BBB 格相当の定義において、“「BBB マイナス」又は「Baa3」相当以上”と“相当”となっている理由はなにか。 ※相当という語句が幅を含む意味合いであるため、念のため確認を行うもの。
11	E 社	Q2 A ※	下線部を追加してはどうか。 ・ BBB 格相当：(省略)。ただし、「A マイナス」又は「A3」相当以上の発行体格付または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：取得した発行体格付または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、(省略)
12	D 社	Q2 A	“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・・・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”について、“確認を行う必要がない社債券”については、確認が義務ではないという認識でよいか(Q 8 での取り扱いを含めて、どのような整理になるか確認するもの)。 A 8 では、記録を残す対象が、“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トの付与状況の確認結果”ではなく、“引受判断の際に確認した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トの付与状況や、これらの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”と記載されている。 “確認を行う必要がない社債券”については、記録において、どのような記載を要するか、もしくは不要という認識でよいか？
13	D 社	Q2 A	投資者のニーズを踏まえとあるが、マーケティング開始時にはコベナントの付与を含め発行概要が確定している必要があり、また投資家のニーズ(例えばコベナント付与の有無が需要や条件設定に影響するのか)をどのように把握して引受判断を行うのか、Q 8 の社内記録の作成・保存との関連でも具体的な実務について共通認識を確認した方がよいのではないか。
14	D 社	Q3	“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トの付与状況等を確認すべき社債券”とは、Q 1 及び Q 2 での「社債券のうち一定のもの」と同一か。
15	D 社	Q4、Q5	コベナントの内容と例示されているものと差異がある場合は、当該差異を踏まえて例示のコベナントと同等であると判断した場合は、確認結果にあたって、付与されていると評価するのか。それとも、例示のコベナントが付与されていないが、Q 7 のとおり、“付与されていないが、代替措置があるもの”として、取り扱われるのか。
16	D 社	Q4、Q5	2024 年 11 月 11 日付社債コベナントに関する引受審査等についての 7 頁に記載されているレポーティングコベナントに

			おける「非上場会社が BBB 格以下の社債を発行する場合の取扱い」についてガイドラインに明記する必要があるのではないか。（当該場合は、どのような取り扱いになるか。）
17	D 社	Q4 A 発動事由	A の＜発動事由＞（ii）の「 <u>当社</u> を完全子会社とする」は「 <u>発行者</u> を完全子会社とする」にしてください。（※と表現をそろえ、対象を明確にするため。）
18	D 社	Q5 A 発動事由	発動事由として”金融商品取引所の上場を廃止した場合”とあるが、”金融商品取引所の上場が廃止された場合”の方がよいのではないか。
19	A 社	Q5 A 定期的な レポート ィング事 項 (iii)	「各四半期の末日における」（削除） ⇒「社債要項に定めるすべての財務上の特約条項について、 <u>判定時点における充足状況</u> ～」 例えば、一般的な純資産額維持条項は期末時点での純資産額の維持が求められており、期中も常に維持する事を求められているわけではありません。（維持している方が勿論望ましいものの）財務コベナンツにおいて四半期末の純資産額維持を求められていない以上、それ以上の義務をレポートィングコベナンツとして要求する合理性がないと考えます。
20	D 社	Q7 A	“当該社債券についてこれらのコベナンツ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”について、付与状況の確認において、コベナンツが付与されていないことを確認した場合、代替措置があることは、引受を行うにあたり必須となるか。また、代替措置とは、社債権者保護に関するなんらかの条項や保護のための対応が必要という趣旨か（内容または手続き面での対応が必須、または義務か）。
21	D 社	Q7 A	社債権者のニーズについて、他では投資者のニーズとなっているので、統一してはどうか。
22	A 社	Q7 A 代替措置 例 (i)	「債務間限定同順位」⇒「債務間同順位」 社債間限定の同順位ではなく、全債務間同順位を意図したものという理解でよろしいでしょうか。
23	A 社	Q7 A 代替措置 例 (ii)	キープウェル契約も含むことを明示しては如何でしょうか。
24	A 社	Q7 A 代替措置 例 (iii)	社債管理者設置を代替措置とする背景は、支配権の異動もしくは非上場化の際には社債管理者がトリガーを引けるという解釈でしょうか。社債管理者といえども事業の継続が難しいと合理的に判断できるケースでなければトリガーを引けないとすると、支配権の異動もしくは非上場化で格下げになったとしても、当面発行者が存続するのであれば、そのまま何の手当てもなされず放置されることにならないでしょうか。 また、逆にトリガーを引いてしまうと期限の利益喪失になり、他の債務もクロスデフォルトとしてしまいますので、支

			配権の異動もしくは非上場化の場面で社債管理者が出来ることはあまりないのではと考えておりますが、COC の代替措置として十分な社債権者保護が図られているでしょうか。
25	D 社	Q7 A 代替措置 例(iv)	(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チェンジオブコントロール条項又はレポーティングコベナンツ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）” における“投資家の合意等”は何に対する合意か。
26	D 社	Q7 A 代替措置 例(iv)	”チェンジオブコントロール条項又はレポーティングコベナンツが付与されていないことの説明及び投資家の合意等”について、具体的な実務（例えば確認書の交付又は目論見書への記載等）に関する共通認識を確認した方がよいのではないか
27	A 社	Q7 A 代替措置 例(iv)	一定の販売手続の実施については、現状の書きぶりでは解釈が分かれるように思います。転々流通する公募債前提の議論だと認識しておりますが、投資家を限定するとは、例えば法人投資家向けのホールセール債であれば良いのでしょうか。 コベナンツが付与されていないことの説明及び合意に関しましても、COC が付されていない事を説明し、投資家が認識したうえでオーダーを入れるのであれば良いということであれば、少なくともこれまではCOC が付されていないことを投資家も認識しているなかで問題なく起債できていますので、事実上はこれまでとほぼ変わらないことになるとと思いますが、その理解でよろしいでしょうか。
28	F 社	Q7 A 代替措置 例(iv)	コベナンツが「付与されていないことの説明等」を行ったことが明確であれば、「約定」をもって「投資家の合意等」がなされたという整理ができることから、必ずしも「及び投資家の合意」まで記載する必要はないと考える。
29	D 社	Q7 A 代替措置 例(v)	“(v) 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ツと内容・効果が同じであること”について、“他の社債券のコベナンツと内容・効果が同じ”というのは、既発債を前提としているものと思われるが、既発債がない場合はどのように考えるか。また、既発債がある場合でもコベナンツがない場合はどのように考えるか。
30	A 社	Q7 A 代替措置 例(v)	COC が付されていない既発債が存在していれば、引き続き COC なしでよいとの理解でよろしいでしょうか。起債実績のある発行体にとっては既得権益のようになり、今後も BBB 格の多くの発行体について COC の導入が進まない事になりかねませんが、それでも投資家が受け入れ起債が継続できるのであれば問題ないということでもよろしいでしょうか。
31	F 社	Q7 A 代替措置	サムライ債の限定が削除されたので、「社債権者間の平等性の観点」は、国内の事業会社においても適用可能となり、また、サムライ債においても、国内の事業会社と同様の取扱いを行う必要があることになったとの理解でよいか。その場

	例(v)	合、該当する格付帯であっても既発債に CoC 条項やレポーティングコベナンツが付与されていなければ、新発債でも付与しなくてもよいと捉えられるが、その理解で問題ないか
--	------	--

○「有価証券の引受等に関する規則第3条の考え方（案）」の施行時期についてのご意見

	期間の目安	理由
G 社	不要	
B 社	不要	弊社としてはガイドラインの適用日として決められた時期に合わせて対応が可能であると考えております。 ただし、レポーティングコベナンツの付与に関しては、11/11 の WG 資料 P8 の、「レポーティング時の開示の方法やレポーティングが適切に実施されなかった場合の対応については検討対象としていない（別途、 <u>社債活性化 WG</u> において検討予定の「 <u>コベナンツモデル</u> 」や「 <u>コベナンツ抵触時の対応の実務フロー</u> 」の中で例示することを想定）」の下線部分の検討が進められている必要があるものと考えます。
A 社	2～3ヶ月	既に起債プロセスに入っている案件に途中から適用することは難しいため
D 社	2～3か月 + α	現行実務から多くの変更がなければ、社内の整理及び帳票等の整備に必要な時間として2～3か月を想定。投資家や発行体の理解、周知等が必要である場合は、加えて当該期間を考慮したほうがよいものと考えられる。
C 社	3か月	社内関係者への周知および実務上の体制の整備・調整のため
E 社	3か月程度	コベナンツ付与状況の確認や社内記録を残すためのフローの構築が必要であるため。
H 社	3か月程度	社内規程及びマニュアル等の改訂に必要とされる社内稟議や社内記録の記載方法の検討等を要するため。 また、発行体（特に現行実務からの変更影響が大きい BBB 格の発行体）への周知も要するため。
F 社	半年程度	該当する格付帯の発行体に対して、証券会社が提案し、発行体が社内外の関係者と検討・折衝する時間を踏まえ、半年程度のインターバルが妥当と考える

以 上

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ト」（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トをいう。）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ト」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、発行者の信用力や財務状況等を含めた取引ごとの個別の事情に応じた事項（例えば、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ト（後述）の付与状況等）の確認を行うよう特に留意する必要があります。

引受会員は、かかる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ト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※の社債券を想定しているについては、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トの付与状況等を確認する必要があります。【C社：Qにより端的に答え

書式を変更：蛍光ペン

書式を変更：蛍光ペン

るAとなるように内容を調節しています。】

ただし、社債権者保護のために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トの付与状況等を確認するという観点からは、担保付（一般担保付を含む）の社債券については、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損失吸収力や資本性評価が認められる社債券については、その特性を考慮し、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トの確認を行う必要まで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。

Q 3：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、Q 1における「社債券のうち一定のもの」の該当性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、「社債券のうち一定のもの」の該当性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。

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トの内容について

Q 4：本ガイドラインにおける「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：本ガイドラインにおけ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）**当社発行者**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：本ガイドラインにおける「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：本ガイドラインにおけ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バナンツの解説や規定例は、コバナンツモデル参照。また、コバナンツ発動時の対応は、「コバナンツ抵触時の対応の実務フロー」参照。

Q 6 : BBB 格相当の社債券とについて、チェンジオブコントロール条項及びレポーティングコバナンツ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で異なる扱いを行うことは考えられますか。

A : BBB 格相当の社債券のチェンジオブコントロール条項及びレポーティングコバナンツの発動事由については、Q 4 や Q 5 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）とすることがであっても、これらのコバナンツが付与されているものとする~~ことでもよい~~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
 - レポーティングコバナンツの場合
 - ・ 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

チェンジオブコントロール条項又はレポーティング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：引受会員はチェンジオブコントロール条項又はレポーティング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いないのですか行う場合にどのような対応をとるべきですか。

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チェンジオブコントロール条項又はレポーティング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係る引受けの可否の判断に当たっては、取引ごとの個別の事情に応じ、これらのコベナントの付与に代替する措置が取られていることを確認するか、又は取引ごとの個別の事情を踏まえて代替する措置を取らなくともにより社債権者保護が図られていると判断したことが確認できる場合には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。

書式を変更：蛍光ペン（なし）

例えば以下のケースに該当する場合には当該代替する措置が取れていると考えられますが、それ以外の場合であっても、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と判断できるのでことが確認されれば、引受けは可能である代替する措置が取られているものと考えられます。

<代替する措置の例>

(i) 他のコベナントの付与

例：発行時の格付に係る格付維持条項、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

(iii) 社債管理者の設置

(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チェンジオブコントロール条項又はレポーティング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) 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とのコベナントのと有無・内容・効果等に照らしてが同等であること

社内記録の作成、保存について

Q8：引受会員は、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トの付与状況や、これらのコベナントが付与されていない場合
の確認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

DRAFT