

## 「社債券の適切な引受判断に係るガイドライン」について（案）

2025年3月18日  
日本証券業協会

### I. 趣旨

本協会では、2024年7月に公表した「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」の提言を踏まえ、「引受けに関するワーキング・グループ」及び「引受審査に関するワーキング・グループ」において、社債のコベナント付与の実効性の確保について、実務的な検討を行ってきたところである。

両ワーキング・グループにおける検討の結果、証券会社の引受判断に際して、相対的に信用リスクの高い社債を対象に、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を確認すること等を定めた「有価証券の引受け等に関する規則第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）」を策定することとする。

### II. 骨子

(1) 引受会員は、社債券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の付与状況等を確認する必要がある、かかる確認結果及び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う必要があるものとする。 (Q1)

(2) 確認対象となる社債券について、銘柄格付がBBB格相当又はBB格相当以下の社債券を対象とすることや銘柄格付けを取得していない場合の考え方を定める。 (Q2、Q3)

(3) 確認対象とな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トの内容を定める。(Q4～Q6)

(4) コベナントが付与されていない場合の考え方を定める。(Q7)

(5) 本ガイドラインに沿って確認したコベナントの付与状況等に係る社内記録の作成、保存について定める。  
(Q8)

### Ⅲ. 適用時期

このガイドラインは、2025年●月●日（ガイドラインの策定の3か月後）以後に条件決定される社債券に係る引受判断から適用する。

## パブリックコメントの募集スケジュール等

### (1) 募集期間及び提出方法

#### ① 募集期間：

2025年3月18日（火）から2025年4月16日（水）17:00まで（必着）

#### ② 提出方法：

郵便又は協会ホームページ内専用フォームにより下記までお寄せください。

郵便の場合：〒103-0027 東京都中央区日本橋2丁目11番2号

日本証券業協会 公社債・金融商品部 宛

本協会 Web サイト経由の場合：<https://www.jsda.or.jp/contact/app/Contact.php?id=17>

### (2) 意見の記入要領

件名を「『社債券の適切な引受判断に係るガイドライン』に対する意見」とし、次の事項を御記入の上、御意見を御提出ください。

#### ① 氏名又は名称

#### ② 連絡先（電子メールアドレス、電話番号等）

#### ③ 法人又は所属団体名（法人又は団体に所属されている場合）

#### ④ 意見の該当箇所

#### ⑤ 意見

#### ⑥ 理由

- 本件に関するお問合せ先：  
日本証券業協会 公社債・金融商品部（TEL 03-6665-6771）

以 上

**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 策定  
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。）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、かかる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、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。

※ 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」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」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) 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

※ 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。

Q5：本ガイドラインにおける「レポーティングコベナンツ」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レポーティングコベナンツは、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。

<発動事由>

- 金融商品取引所への上場が廃止された場合

<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) 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
- 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ンツを設定することは有用と考えられます。

※ レポーティングコベンツの一般的な解説や規定例は、コベンツモデル参照。また、コベンツ発動時の対応は、「コベ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、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バナンツの付与状況や、これらのコバナンツ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。

(注) 本ガイドラインは、2025年●月●日（ガイドラインの策定の3か月後）以後に条件決定される社債券に係る引受判断から適用する。

以 上

DRAFT