

「社債券の適切な引受判断に係るガイドライン」（案）の パブリックコメントの募集について

2025年 3月18日
日本証券業協会

1. 社債コベナントに係るこれまでの検討経緯

- 2009年、「社債市場の活性化に関する懇談会」（以下「懇談会」という。）を設置し、社債市場の活性化に向けた取組みを実施。
- 2012年、懇談会報告書「社債市場の活性化に向けた取組み」の提言を踏まえ、コベナントの柔軟・適切な付与を通じた社債市場の活性化を図るため、「**コベナントモデル（参考モデル）**」を策定・公表。
- 2013年、主に**コベナントや社債管理に係る課題を検討するため**、懇談会の下部に「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」（以下「**活性化WG**」という。）**を設置**。
- 2023年12月、我が国社債市場の現状を踏まえれば、特にコベナントの付与等について引き続き取組みを進める必要があり、また、今後の市場環境の変化を見据えた社債市場の活性化に向けた検討の必要性の高まりを受け、**活性化WGにおける検討を再開**。特に相対的に信用リスクの高い企業の社債発行を促進する観点から、**コベナントの付与の在り方を中心に検討**。
- 2024年7月、活性化WGの検討結果を取りまとめ、「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）（以下「**報告書**」という。）**を公表**。
→ **コベナントの付与の在り方について、次頁のとおり提言**がなされた。

報告書におけるコベナンツ付与の在り方に係る提言の概要

- 我が国において社債にはコベナンツが殆ど付与されない現状は、当該社債への投資を阻み、プレイヤーの拡大が進まない要因の一つであると考えられることから、コベナンツ付与の在り方を改善するため、以下のとおり検討を行った。

①「基本的に付与すべきコベナンツ」の種類

- ✓ 相対的に信用リスクの高い社債市場の創設に向け、「社債にコベナンツが殆ど付与されない」現状を改善するため、以下のコベナンツを、「基本的に付与すべきコベナンツ」(※)として位置づけることとした。

※ 投資家が必要最低限の内容として求める又は投資家保護上必要と考えられるコベナンツ

チェンジオブコントロール条項

- 発行会社に組織再編、大株主の異動や非上場化等があった場合に、社債権者に繰上償還の請求権を与える条項

レポーティングコベナンツ

- 発行会社に投資判断に重要な事象が生じた場合に社債権者へ報告を行う義務を課した条項

※ なお、他にも財務コベナンツについて検討を行ったが、多くの会社に共通する考え方を整理することが難しいため「基本的に付与すべきコベナンツ」とは位置付けず、発行会社の状況等を踏まえて柔軟かつ適切に付与することが重要であるとの認識を共有した。

報告書におけるコベナンツ付与の在り方に係る提言の概要

② 「基本的に付与すべきコベナンツ」の付与を求める対象(格付に係る考え方)

- ✓ 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、以下のとおり格付による整理を行った。

【BB格以下の社債】

- 「基本的に付与すべきコベナンツ」の付与を求める。

【BBB格の社債】

- 「基本的に付与すべきコベナンツ」の付与を求める。
- ただし、一定の発行実績があることを考慮し、格付が下がった場合(BB格への低下等)に、基本的に付与すべきコベナンツの効力が発生する形式も認める。

【A格以上の社債】

- 発行実績の中核を占めることから、目的及び影響に照らし「基本的に付与すべきコベナンツ」を求める対象としない。なお、A格以上の社債であっても、社債権者保護の観点から、必要に応じて柔軟かつ適切なコベナンツを付与することが必要である。

※なお、担保付社債(一般担保付社債を含む。)は、対象外とする。

③ BBB格及びBB格以下の社債について、付与を求める方策(引受審査等における対応)

- ✓ 証券会社の引受審査等の際に、コベナンツの付与状況について適切な審査が行われるよう、引受規則又はガイドラインにおいて、「基本的に付与すべきコベナンツ」に係る審査について規定すること等について、引受WG等において実務者の意見を踏まえ検討する。
- ✓ 検討の際には、引受審査等の硬直的な対応や引受審査の形骸化を招かぬよう、発行会社の状況等に応じた対応の余地を設けることやコンプライ・オア・エクスプレインの手法を活用すること等も含めて総合的な引受判断が行われるよう留意する。

2. 引受WG等における検討状況

- 2024年10月より、**報告書にて提言されたコベナンツ付与の在り方を踏まえ**、「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」（以下、「**引受WG等**」という。）**において検討**を実施。
- **引受WG等では**、証券会社の引受実務を踏まえ、社債券に付与されているコベナンツについて、その有無の形式的な確認のみならず、適切性等を実効的に確認するためには、**引受証券会社として発行者の状況や投資者のニーズ等も踏まえたうえで総合的に判断することが望ましいため、引受審査ではなく引受判断において対応することが適切**とされた。
- このため、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、「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）」（案）（以下、「**ガイドライン案**」という。）**を取りまとめた**。

有価証券の引受け等に関する規則（抜粋）

（適切な引受判断）

第3条 引受会員は、引受けを行うに当たっては、引受審査業務のために必要かつ十分な期間を確保したうえで、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もとに引受判断を行わなければならない。

3. 「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）」の概要

社債券の募集の引受けに係る考え方について（Q1）

引受会員は、引受規則の趣旨を踏まえ、特に社債券のうち一定のもの（下記①参照）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バナンツ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。

ガイドライン案における確認対象について

①確認対象となる社債券について（Q2、3）

銘柄格付がBBB格相当又はBB格相当以下の社債券（担保付社債・損失吸収力や資本性評価が認められる社債券を除く（※1））

- ※1 担保付社債には既に一定の社債権者保護が図られていること、また、損失吸収力や資本性評価が認められる社債券はその商品性から他の債権より劣後することが前提であることから、対象外とした。
- ※2 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バ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る。

②確認対象となるコバナンツについて（Q4～6）

・チェンジオブコントロール条項

支配権の移転が発生した場合若しくは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

・レポーティングコバナンツ

発行者が金融商品取引所へ上場している場合において、金融商品取引所への上場が廃止された後に、社債権者にレポーティングを行う義務を発行者に課す条項

※BBB格相当の社債にこれらのコバナンツを付与する場合、発動事由を格下げとのダブルトリガーとすることも考えられる。

3. 「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）」の概要

コベナンツが付与されていない場合の考え方について（Q7）

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ツ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、これらのコベナンツの付与に代替する措置（例えば、以下のような措置）が取られていることの確認によって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、当該社債券の引受けを行うことが可能である。

＜代替する措置の例＞

（i）他のコベナンツの付与

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

※親会社の子会社等に対して、資金不足になった場合に資金を提供することを約束する契約。キープウェル契約は親子会社間での契約のため、親会社が債権者に直接債務保証するものではないが、実質的に同様の効果を与えるものとみなすこともできる。

（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）

（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ツと内容・効果等に照らして同等のコベナンツであること（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）

ガイドラインに沿って確認したコベナンツの付与状況等についても、記録を作成して保存する必要がある。

有価証券の引受け等に関する規則 (抜粋)

(定義)

第2条 この規則において、次の各号に掲げる用語の定義は、当該各号に定めるところによる。

1 (略)

2 社債券等

次に掲げる有価証券をいう。

イ 社債券（金商法第2条第1項第5号に掲げる有価証券をいい、新株予約権付社債券を除き、外国法人の発行する証券又は証書で社債券の性質を有するものを含む。以下同じ。）

ロ 投資法人債券（金商法第2条第1項第11号に掲げる投資法人債券をいう。以下同じ。）

3～25 (略)

(適切な引受判断)

第3条 引受会員は、引受けを行うに当たっては、引受審査業務のために必要かつ十分な期間を確保したうえで、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もとに引受判断を行わなければならない。

(社内記録の作成、保存)

第7条 引受会員は、引受けを行った場合には、次の各号に掲げる記録を作成し、5年間これを保存しなければならない。

1 引受審査において収集した資料及び情報（引受判断に影響を及ぼすと認められるものに限る。）並びに当該資料及び情報に対する分析及び評価の内容に係る記録

2 引受判断の基となった資料及び情報並びに当該引受判断の形成過程に係る記録

(適切な引受審査)

第12条 引受会員は、引受けを行うに当たっては、発行者が将来にわたって投資者の期待に応えられるか否か、募集又は売出しが資本市場における資金調達又は売出しとしてふさわしいか否か及び当該発行者の情報開示が適切に行われているか否かの観点から、引受審査部門（第5条第2項の場合には、当該引受審査案件に係る引受審査業務を遂行する担当者）において、第16条から第19条までに規定する引受審査項目について厳正に引受審査を行わなければならない。

2 主幹事会員は、引受審査を行うに当たっては、発行者によって公開された資料を確認するとともに、原則として、細則に定める資料（優先出資証券、不動産投資信託証券、インフラファンド、ベンチャーファンド、新投資口予約権証券、外国株信託受益証券及び外国インフラファンド信託受益証券並びに外国法人の発行する証券又は証書で株券等又は社債券の性質を有するものの引受審査を行うに当たっては、これに相当する資料をいう。以下「引受審査資料」という。）を細則に定めるところにより、発行者から受領するものとする。

有価証券の引受け等に関する規則 (抜粋)

(適切な引受審査)

第12条 (続き)

- 3 主幹事会員は、第16条から第19条までに規定する引受審査項目を審査するため、前項の発行者によって公開された資料及び引受審査資料に記載されている事項の内容を確認する場合には、発行者に対し、当該確認すべき内容を書面により送付し、その回答を書面により受領するよう努め、必要に応じて当該発行者との間で面談を行うものとする。
- 4 主幹事会員は、前項の場合において、当該発行者の財務情報の内容が適切であるかを確認する際には、必要に応じて監査人から聴取を行うものとする。
- 5 主幹事会員は、引受審査を行う場合には、当該引受審査の対象となる有価証券の募集又は売出しに係る有価証券届出書等（有価証券届出書及び売出しに係る目論見書をいう。以下同じ。）に記載される財務情報の正確性、当該財務情報の事後の変動に係る調査等を行うため、監査人からコンフォートレターを受領するものとする。
- 6 主幹事会員は、引受審査を行うに当たっては、引受審査業務の重要性に鑑み、証券アナリストの調査結果の活用を努めなければならない。

(主幹事会員と他の引受会員の連携)

第13条 主幹事会員は、他の引受会員（独立引受幹事会員を除く。以下この条において同じ。）に対し、十分な期間前に引受審査のために必要な資料及び情報を細則で定めるところにより提供する等して、当該他の引受会員の引受審査に可能な限り協力するものとする。

- 2 他の引受会員は、前項の規定に基づき取得する情報以外に、引受審査の充実の観点からさらに必要な情報があると認めた場合には、直接発行者に対して確認を行うことにより十分な引受審査を行うものとする。

(主幹事会員の交代等があった場合の対応)

第14条 主幹事会員は、引受審査を行うに当たって、事前に当該引受審査案件につき発行者が指名を予定していた主幹事会員の交代、選任していた又は選任を予定していた監査人の交代又は上場申請を予定していた取引所金融商品市場の変更が行われた事実を知ったときは、当該発行者に対して、当該交代又は変更の理由を確認するとともに、当該確認した内容の合理性について十分な検討を行うものとする。