

1. 会 合 名	社債等の発行手続に関するワーキング・グループ（第6回）
2. 日 時	2023年1月19日（木）15時00分～16時30分
3. 議 案	1. 問題意識の共有について 2. 意見交換（フリーディスカッション）
4. 主な内容	1. 問題意識の共有について 資料1に基づき事務局より説明が行われた後、各論点について意見交換が行われた。 （主な意見等） （論点①）投資家の実名開示対象範囲の見直しについて ・社債券等の募集に係る需要情報及び販売先情報の提供に関する規則（以下「規則」）第5条1項27号に基づき、販売額が10億円未満の投資家については需要額が10億円以上ではないことの確認を都度行うこととされているが、この対応は証券会社の業務負担が大きい。論点②と重なる部分もあるが、規則全体として統一感のあるシンプルな制度にすることで業務負担軽減に繋がると考える。事務過誤が即情報漏洩に繋がる可能性がある規則であると認識しており、制度としてシンプルかつ業務負担を軽減できる方策を模索し続ける必要があるのではないか。 （委員等） ⇒需要額又は販売額が10億円以上のものに関しては、発行条件の決定へ影響を与え得ると考えられるため実名開示の対象とすべきではないかということが規則制定の背景である。また、POT方式かりテンション方式かを問わず、各社が独自に全て統一して投資家の実名開示を行う運用とすることも可能であることから、本件は規則改正で対応する話ではなく、規則上の論点とは切り離して検討する必要がある。一方で、事務ミスや業務負担などの弊害に伴い、業務の最適化に向け議論を進めるべきという点のご認識の通りであろう。（主査） ⇒現行規則の運用で投資家の需要額が10億円以上か確認することに実務上の負担は生じておらず、制度趣旨を鑑みても、規則改正を行う必要はないと考える。（委員等） ⇒現状において、規則第5条1項27号に関して事務過誤などの問題は生じていない。一方、実務は煩雑であることから、投資家への対応は検討していく必要がある。（委員等） ⇒実務上非常に煩雑となっており、10億円以上か未満か判断しなければならない規則がなくなれば業務が効率化され则认为。（委員等） ⇒ファイアウォール規制（以下「FW規制」）の対象案件は、書面での情報共有の同意に係る管理となり、実務上煩雑となっている。発行者への伝達は投資家全員を実名開示とすることにより

	業務の効率化が進むのではないか。(委員等) ⇒FW規制と現行規則上で実務上の差異が生じていることは理解した。運用の効率化については各社共通の認識を抱いていると思われる。一方、規則改正の有無については会合後の意見照会を通じて検討をしていきたい。(主査) (論点②) トラペア規則運用に係る業務負荷について ・論点②で挙げられている報告フォーマットについても可能な限り統一することが望ましいと考える。また、一部の投資家において、証券会社ごとに情報開示への同意・不同意が異なるケースもあり、事務負荷が生じている。投資家へ規則の趣旨を理解していただいた上で、可能な限り全ての投資家から同意いただくことで例外がなくなり、管理も簡素化されると思われる。報告フォーマットの統一や実名開示に係る同意取得について案件ごとに差異が生じることを可能な限り排除することで、事務ミスの可能性や業務負荷を軽減できると考える。(委員等) ⇒投資家の情報開示への同意・不同意が証券会社ごとに異なるため実務が煩雑になる側面はある。一方、投資家の情報共有に係る確認方法が各社同一ではなく、弊社においてはシステム化がある程度進んでいることから、報告フォーマットの統一について重要視していない。(委員等) ⇒報告フォーマットの統一化は難しい問題であり、仮にフォーマットを統一したとしても発行者からの要望などを踏まえると結局、証券会社ごとに複数のフォーマットが生じるのではないか。(委員等) ⇒この論点は、証券会社サイドからの事務負担の話だけではない。証券会社各社から異なるフォーマットで提出された投資家情報の集計作業は発行者自身が行うため、発行者サイドの事務負担も増加していると感じている。一方、POT方式の場合、Ipreo等のシステムを用いることで一元的にデータ管理が可能となる。POT方式とリテンション方式の両方を経験した発行者からは、リテンション方式はより事務負荷がかかるという意見もいただいております、POT方式を用いることで作業を効率化することも1つの方法ではないか。(委員等) ⇒トラペア方式の導入によって発行者側の負担は以前よりも効率化されたのではないかと考えている。また、投資家の情報開示への同意・不同意の確認については、負担はあるものの証券会社で互いに確認しながら進めるしかないと考えている。(委員等) ⇒POT方式の導入については規則制定当時から議論があったが、日本では大半がリテンション方式を用いる中で、POT方式とリテンション方式を選択できる方式が望ましいという結論になっ
--	--

	た。現状でも、発行者へPOT方式とリテンション方式の両方を案内することで、発行者の意見も反映されていると考えており、業界全体としてPOT方式かリテンション方式のいずれかに誘導するものではないと考える。(主査) ⇒言語対応や管理の観点から、現状のPOT方式のシステムが必ずしもよいわけではないと思われる。各社システム開発コストがかかることを踏まえると、各社で協力してトラペア方式とPOT方式の両方に対応するシステムを構築して運用していくことも考えられる。(委員等) ⇒規則制定当時も効率的な運用を可能とすべく共通システムの構築に係る議論があった。日証協含め証券会社間や発行者と情報共有できるシステムを検討しており、また改めて議論をしたいと思う。(主査) ⇒POT方式によりこれらの問題が全て解決するとは考えていないものの、POT方式がグローバルスタンダードとなっている。POT方式をメインとすることでコストはかかる一方、投資家及び発行者へより良いサービスを提供すると同時に、市場の発展や透明性向上という観点から、証券業界として長期的な視野を持ってPOT方式の利用拡大に係る検討を進めてもよいのではないか。(委員等) (論点③) リテール債に係る価格の透明性確保について ・リテール債の需要情報等を発行者に伝えることが適正な価格形成へと繋がるのか疑問に感じている。ホールセール債の価格がマーケットで認められているのであれば、現状のホールセール債の価格を参照する運用でよいと考える。(委員等) ⇒リテール債を規則の対象としても本質的な問題解決にはならないと認識している。価格決定後に募集される中で、募残が生じたかどうかという点は重要ではなく、価格の透明性にも直接影響を与えるものではないと認識している。規則制定時の議論においても、リテール債はホールセール債の価格を前提としてプライシングされており、ホールセール債の価格の透明性が確保されていることを前提に、リテール債は規則の対象外となったと認識している。一方、ホールセール債の価格の妥当性について、流動性の低い日本のマーケットにおいては難しい部分があり、各社考え方も異なるため、業界全体としてホールセール債の価格の在り方について、より解像度を上げた統一見解を整理することも考えられる。(主査) ⇒これは議論⑤で挙げられている規則の対象外である地方債のレス販売にもつながる話だが、トラペア規則は、ホールセール債の募残削減に非常に寄与したと考えている。発行者にも募残の状況等を理解していただくことで、より適切な価格形成が図
--	--

	られると考える。(委員等) ⇒リテール債の価格形成の妥当性は、募集状況の結果を検証する必要があると考える。募残が発生したことを報告することで価格の妥当性が必ず担保される訳ではないが、レス販売が明らかになった際には、募残の状況がレス販売の実態を事後的に検証する上で必要な情報となるのではないかと。(委員等) ⇒ホールセール債の発行額とリテール債の発行額の差があまりに大きい場合には、投資家保護の観点から問題ではないかと。(委員等) ⇒リテール債は、販売可能な金額で引受けを行うことが前提となるが、価格については個人投資家の需要で決定すべきではなく、機関投資家が許容する価格とすべきと考える。その点、ホールセール債とリテール債を同時に起債するケースを除き、実務上、リテール債は売買参考統計値を基に価格が算出されることが一般的であるが、昨今のマーケットにおいてはホールセール債の起債が難しいため、リテール債のみ起債して資金調達を行うケースが見受けられる。このような場合でも売買参考統計値を基にプライシングをすることでよいのか、業界全体として考えを整理するべきと考える。(委員等) ⇒リテール債が売れなかった場合は、適切な価格でなかったのではなく、需要を見誤ったということではないかと。(委員等) ⇒リテール債の需要は、共同主幹事の需要を合算することで需要がより膨らむこととなる。よって、ホールセール債との単純な金額差をもってリテール債が不適切だとは言えない。本質的にはホールセール債の価格が適切かと思うが、昨今のマーケット環境におけるリテール債の価格は各社悩みながら算出しているのではないかと。(委員等) ⇒価格の妥当性と需要は切り分けて考えるべきではないかという話があった一方、発行後に値崩れする可能性があることを考慮し、関係者が需要情報について詳らかに認識する必要があるのではないかと。(委員等) ⇒過剰な引受により、レス販売が行われているのであれば、別途議論する必要があるのではないかと。(主査) (論点④) 投資家需要の囲い込みについて ・発行者の同意なく、投資家へ具体的な起債情報を伝達して勧誘
--	---

	を行うことは、発行者に係る情報の漏洩に当たるのではない か。(委員等) ⇒早期の囲い込みは、募残が生じないようにするために行っている という認識でよい。これは究極的にはリテンション方式の 弊害なのではないか。POT方式ではこのような問題は生じない と考える。いずれにせよ、本件については非常に高い危機感を 持っており、各社ともアンテナを高くしてプロ意識をもって対 応すべきと考える。(委員等) ⇒ご指摘のとおり、オーダーを早めに積み上げることで発行者か らよく見られたいという証券会社側の思いがあるのだろう。一 方で、本件はトラペア方式とPOT方式での投資家需要を集める 方法に係る議論ではなく、情報管理の観点から、発行者の同意 なく勧誘を行うことは法令違反への該当が疑われる行為では ないかと考え、問題提起した次第だ。(委員等) ⇒公正な競争環境を整えるべきという点については同意見であ る。一方で投資家ドリブンでディールを成立させる案件等にお いて、発行者の了承を得る前から投資家との対話を通じて起債 される案件もあり、一律に制度としてどのように整理すべきか 難しい側面もあるため、各社の意見も伺いたい。なお、届出前 勧誘は法令違反であると考えている。(主査) ⇒補足だが、発行登録がない状態での投資家への勧誘や勧誘類似 行為は法令違反であるが、発行者登録があるとしても、発行者 の同意なく投資家へ勧誘することに問題意識を持っている。 (委員等) (論点⑤) レス販売について ・本件については、会合等の場において、定期的に問題意識の共有 や注意喚起を行っていきたい。(委員等) ⇒レス販売の疑いがあれば、定期的に確認を行うべきである。業 界全体としては問題なく運営されているものの、一部疑わしい ケースが生じた場合は互いに牽制し合うことが必要ではない か。レス販売は禁止行為であることを業界全体として再度認識 共有したい。(主査) (論点⑥) 発行者への情報提供について ・他の論点と同様に証券業界として共通見解を共有しておきた い。(委員等) ⇒発行者にも証券会社と同様の認識を持っていただく必要があ るのではない。顧客の同意なしの非公開情報の第三者提供の 禁止について、注意喚起の協会員通知が発出されたが、その内 容は発行者は認識していないと思われる。1つのアイデアであ るが、規則もしくはQ&Aに協会員通知の内容を加えることで発
--	---

	行者にも同様の認識を持っていただけるのではないかと。証券会社と発行者の双方が正しい認識を持つことで、健全な市場発展へ繋がると考える。（委員等） ⇒証券会社として襟を正し、発行者にも同様の認識を持ってもらう必要があるという意見に同意するが、規則上で厳しくする話ではないと考える。本来、アドバイスの1つとして暗黙の内に共有される情報に必要以上に制限がかかるというようなことは望ましくない。改めて議論を進めていきたい。（主査） （今後の検討の進め方について） ・本日の会合を踏まえ、意見照会を実施する。いただいた意見も踏まえ、今後の進め方について検討していきたい。（主査） ⇒1つの論点のなかにも複数の課題があることを認識した。いただいた意見を整理した上で、優先順位をつけながら、各論点について引き続き議論を進めたい。（事務局）
5. その他	※本議事要旨は暫定版であり、今後、内容が一部変更される可能性があります。
6. 本件に関する 問い合わせ先	公社債・金融商品部（03-6665-6771）