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7回）
2. 日 時	2023年3月30日（木）15時30分～17時00分
3. 議 案	1. 意見照会結果を踏まえた検討事項について 2. その他
4. 主な内容	<p>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。</p> <p>（主な意見等） （論点①）発行者への情報提供について</p> <ul style="list-style-type: none"> ・投資家等の非公開情報を提供することが規則違反となることについての発行者への周知方法として、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（トラペア規則）に係るQ&A等の作成・公表を行うことに異存はない。なお、発行者への周知を徹底する方法については、十分に検討する余地があると考え。（委員等） <p>⇒発行者への情報提供について各社から意見が寄せられた背景に、一部の投資家より、適切なマーケット運営のために何か措置を講じて欲しいという要望が各社に寄せられたためだと認識している。本件を進める際には投資家の意向を適切に反映させる必要があるだろう。Q&A等の作成・公表については、発行者への効果が限定的ではないかと考えているものの、発行者への間接的なメッセージをQ&Aに盛り込んだ上で、金融庁並びに投資家全体の意向として発行者に対して周知を図ることが望ましいのではないかと考えているもの、Q&Aについては、証券会社向けの内容でありながらも、発行者にも間接的に働きかけるような内容を盛り込むことが良いだろう。（主査）</p> <p>⇒Q&Aの内容については異存ない。発行者への周知については、発行者との個別の対話において地道に伝えていくことがよいと考える。（委員等）</p> <p>⇒日証協のホームページにおいて、「投資を始めたい方、初心者の方へ」・「教育関係者の方へ」といったページが開設されている中、例えば、「発行者の方へ」というページを設けて本件について案内することは可能なのか。（委員等）</p> <p>⇒「発行者の方へ」という頁を設けるには、内容がかなり限定的であるといった印象である。ご意見も踏まえ対応可否を含め検討させていただく。（事務局）</p> <p>⇒「発行者の方へ」という個別トピックのページを開設することは難しい。なお、Q&A自体はホームページに掲載しており、各社で発行者にそのページを案内することは可能と思われる。（事務局）</p>

	<p>⇒承知した。発行者が直接自身で確認できるための周知方法として何か工夫が必要できないかという趣旨で提案した。(委員等)</p> <p>⇒発行者が自ら確認することを通して周知を図るのは難しいだろう。そのため、発行者と我々の日々の対話の中で、Q&Aの内容やその掲載場所等について伝えていくことが望ましい。(委員等)</p> <p>⇒周知方法については、日証協と連携しながらも引き続き検討を進めていきたい。また、証券界主導の取組みとしてではなく、関係者全体の取組みとして対応しており、証券業界だけでなく発行者にも守ってほしい事項だということを発行者に伝える必要がある。(主査)</p> <p>(論点②) トラペア規則運用に係る業務負荷について</p> <ul style="list-style-type: none"> ・トラペア規則制定時に共通フォーマットを作成したが、発行者からの個別要請があるため、共通化が難しいと認識している。発行者からの個別要請がない場合において、共通化の余地があるのではないかという意見が寄せられているが、現状を踏まえた改善点についてご教示いただきたい。(主査) <p>⇒マーケティング中に需要情報等を発行者に報告するフォーマットではなく、最終日に行う発行者への報告に係るフォーマットを想定して業務負荷改善に係る意見を提出した。現行の運用でも、業種の並び順等に関して若干の差異がある程度であるため、各社のフォーマットを統一化することが望ましいと考える。一方、マーケティング中に需要情報等を発行者に報告するフォーマットについては、案件毎に千差万別であるため統一化は難しいと考える。(委員等)</p> <p>⇒トラペアに係る報告フォーマットについては共通化が望ましいと考える。最終日に案件が集中するような状況下においては、業務負荷が軽減されると思われる。(委員等)</p> <p>⇒最終日に行う発行者への報告に係るフォーマットについては、各社が使用するフォーマットに大差がないため軽微な対応で足りると考えている。共通フォーマットがあれば、システム化対応も含めて業務負荷及び事務ミスが減ると思われるので、方向性に異論ない。(委員等)</p> <p>⇒少しの修正でフォーマットの共通化が実現するだろう。フォーマットの修正に伴い一時的に業務負荷が生じる社もあるかと思うが、その後の負荷は軽減されることから、実務等のタイミングを鑑みて、各社のシンジケートやデット・キャピタル・マーケット部門等の関係者間で調整の上で対応を進めていきたい。状況については、WGにも適宜ご報告させていただく。(主査)</p>
--	--

	<p>(論点③) リテール債に係る価格の透明性確保について</p> <ul style="list-style-type: none"> ・募残はホールセール債でも生じるものであり、リテール債の募残が価格の透明性を傷つけるものではないと認識しているが、リテール債は募集期間が長い為、募残が生じるリスクを抱えているため、募残が生じた際には報告することが重要であると考え。現状、リテール債において、販売報告時に完売したと言わざるを得ない状況もあるかと思うので、リテール債についても発行者への募残報告を規則で定めることで、より透明性の高いマーケットになると考える。(委員等) <p>⇒リテール債については機関投資家が購入できない水準での価格決定は行わないことを個人投資家保護の観点から徹底する必要がある。また、売買参考統計値を用いた価格決定だけではマーケットの変動を適切に反映できていない事例も散見されており、価格決定のあり方についても引き続き議論の上、考え方を整理する必要があると思料する。リテール債の募残報告については、適正な引受額の判断に寄与する側面がある一方、募残報告を行いたくないが故に無理な販売へと繋がり得ることも危惧される。リテール債を過度に引受けることの問題意識はあるが、募残報告によって牽制となるかは検討が必要。(委員等)</p> <p>⇒リテール債の価格決定のあり方について、事務局案に異存はない。募残報告の規則化については、適切な価格形成を行うためにトラペア規則が制定された背景を踏まえると、順序として適当でないと思われる。また、募残を回避しようとし無理な販売が行われることも予想されることから、規則化は望ましくないと考える。(委員等)</p> <p>⇒リテール債の価格決定にあたり、売買参考統計値がマーケットの変動を適切に反映できていないこともあるため、社債の取引情報発表制度においても発表対象銘柄を拡大していくなど、プライマリーとセカンダリーの両面において、市場の透明性確保に努めていく必要があると思われる。また、リテール債の募残報告の規則化については、将来的には対応せざるを得ないかもしれないが、まずは過度な募残が発生しないよう各社が適切に対応をする他ないと考える。(委員等)</p> <p>⇒リテール債の発行者への募残報告については、将来的には規則化が望ましいかもしれないが、現状においては適切な価格決定の上、レス販売を行わないということを各社がしっかりと守っていくことで、必然的に価格の透明性が高まると思われる。しかし、需給も含めた価格への信頼が拡大解釈された結果、過度な引受が行われるのであれば、価格のあり方が適当であったか否かを振り返ることが大事である。また、適切な価格のあり方に関しては、背景にある日本の社債の流動性並びに価格の透明</p>
--	---

性の課題に関し、セカンダリーにおいても改善されことにより、プライマリーにおける透明性も高くなると考えるため、セカンダリー部門にも問題意識を共有しながら対応を進めていきたい。各社での問題意識は大きく相違ないと考えられるため、まずは問題意識を共有して各社で営業に務めることで対応終了とし、規則化については将来的な枠組みとして必要であれば改めて議論を行うことが望ましいと考える。(主査)

(論点④) 投資家の実名開示対象範囲の見直しについて
⇒意見なし

(論点⑤) 投資家需要の早期囲い込みについて

- ・この論点については各社で認識が一致しているか疑問がある。投資家需要の不当な早期囲い込みについて、届出前勧誘を行わないというような当たり前のことを主張したいのではない。ヒアリング、マーケティング及び勧誘の別を問わず、案件が公表される前に投資家に対して発行者の同意を得ずに情報を開示することは非公開情報の漏洩に繋がることを改めて確認したい。これは守秘義務や情報漏洩に係る規則を緩く解釈して業務にあたることで、競争上の優位性を得るインセンティブが生じる項目だと考えており、そのためにも情報漏洩を防ぐために社内情報管理についてどうあるべきかという話に繋がる。この場で改めて認識を共有したい。(委員等)

⇒発行者の同意について各社の認識がずれているという点が大きな論点だと思う。本件のルール化については、発行者が起債を決める前のコミュニケーションがやりづらくなると同時に、発行者によってはある程度の需要が見込まれることをもって起債を行いたいケースもあることから、中々難しいと考える。一方でいち早く抜け駆けして、投資家需要を囲い込みたいという動きはよくないという点は各社共通の見解であるかと思う。なお、どこまでルールで縛るかという点については、現状の市場運営において「問題ない」とされていることができなくなることは少なくとも避けるべきだと考える。この場においては、発行者からの同意が得られてないにも関わらず投資家需要の囲い込みを行うことについては、業界全体で再度認識共有を行うことで、業界としてのあり方を正していくことが良いと考える。(主査)

⇒発行者からの同意を得られてない状態での行為は望ましくなく、不当な行為は行わないよう取り組む必要がある。しかし、案件によっては各社足並みを一律に揃えるのは難しく、タイミングに差異が生じてしまう案件もあるのは致し方ないと思う。(委員等)

	<p>⇒引受並びにセールスの中で、発行者からの同意を得られていない状態で需要の囲い込みを行うことへの問題意識を持つ必要があると考える。形式的な確認が必ず必要になる訳ではなく、明示・非明示に関わらず発行者の同意を得た上で対応を進めていくことを各社共通認識として抱くことが重要である。情報伝達のタイミングに多少のずれは生じるかもしれないが、大きな差にはならないと考える。著しい不利益やインセンティブが働く状態が続くのであれば再度検討する必要があるかもしれないが、ルールで縛ることでこれまで認められていたことが出来なくなる恐れもあるため、ある程度自由に行える部分を残すことが大事であると考え。市場のモニタリングを通して、各社共通認識にぶれがないかどうか適宜確認していきながら対応を徹底することが望ましいと考える。(主査)</p> <p>⇒発行者の非公開情報を同意なく漏洩しない点が大事であり、大丈夫だろうという暗黙の了解で投資家に非公開情報を伝えてしまうことが大きな問題に繋がり得ると考える。暗黙の内に同意が得られている発行者については同意を得ること自体は難しくないため、必ず同意を得るという問題意識が各社で共有されていれば、新たなルールを設けるといったことではなく、あくまで既存ルールの中での解釈の問題であると考え。(委員等)</p> <p>⇒事務局としても発行者の非公開情報を同意なく第三者に伝えてはならないと認識をしておき、その旨を資料上にも明記しているし各社同様の認識かと考える。更なる問題提起の趣旨は、勧誘の定義が曖昧などといった観点からも認識のすり合わせが必要ということか。(事務局)</p> <p>⇒ヒアリングやマーケティングの定義を拡大解釈して、「勧誘に当たらないから大丈夫」という形で解釈されることは適切でなく、発行者の同意なく非公開情報を漏洩することは処分の対象と認識している。本件に関する捉え方について各社で若干のずれがあると感じているため、各社の見解を確認できればと思う。(委員等)</p> <p>⇒発行者からの同意なく情報を伝達することは、勧誘やヒアリングの別を問わず、どういった罰則に該当するかは別として、問題であると感じている。ヒアリング等の定義に係る拡大解釈を行わないという点は改めてこの場でも改めて共有したい。(主査)</p> <p>⇒発行者の同意なく第三者へ情報を提供することはあってはならないが、起債に係るコミュニケーションを通じて適切に伝わった情報でも情報漏洩を懸念するような誤った解釈が行われる事例もあり、情報漏洩に該当すると第三者が判断することは難しい。そのため一律に規制することは困難であり、発行者か</p>
--	--

	<p>ら情報を適切に管理して欲しいと言われている案件については情報漏洩を行わないことで各社共通認識をもつことが肝要であると考え。なお現時点において、ルール化までは不要と考える。(委員等)</p> <p>⇒協会の規則に関しては、発行者から同意を得ていない情報を第三者に漏洩してはならないという解釈であり、その目的が勧誘であるか否かによって考え方に差異が生じる訳ではない。また、既に公表されている情報や発行者からの同意を得ている場合であれば、秘密の情報に該当しない。なお同意の取得方法については、実態に即して対応していく他ないと考える。(事務局)</p> <p>⇒非公開情報を第三者であるパブリックの方に伝達してはいけないことは当然のことと考える。投資家需要の早期囲い込みについては、トラペア方式がもたらすものと認識しており、自社のポジションをよく見せたいという思いがこの問題を引き起こしていると考え。POT方式を採用することで、このような問題は生じなくなるのではないかと。(委員等)</p> <p>⇒発行者の非公開情報を同意なく第三者に伝えてはならないという認識共有を業界全体で行うことで一定程度の改善が見込まれると考える。ただ実態として改善されないのであれば、再度検討を行う必要があるだろう。また、同意取得の方法についてもその方法等について一律に揃える必要はないものの、各社で適切に運用していくことをこの場で再度共有したい。(主査)</p> <p>(論点⑥) レス販売について ⇒意見なし</p> <p style="text-align: right;">以 上</p>
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)