

1. 会合名	引受けに関するワーキング・グループ（第 120 回） 引受審査に関するワーキング・グループ（第 22 回）
2. 日 時	2024 年 10 月 1 日（火）11:00～12:00
3. 議 案	○ 社債コベナントに係る引受審査等について
4. 主な内容	○ <u>社債コベナントに係る引受審査等について</u> 事務局より資料に基づき説明が行われた後、大要以下のとおり意見交換が行われた。 【主な発言】 資料「社債コベナントに係る引受審査等について」 6 頁～7 頁について ・ 本議論の骨子は「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「社債活性化WG」という。）において議論された結果と理解しているが、その際に議論されていたかの確認も兼ねて質問したい。資料 P. 7 では格付による区分を基に、一定のコベナントの付与等の確認を行う対象となる社債についての検討事項が挙げられているが、サムライ債のように海外の発行会社によって発行された債券についての適用はどのように考えているか。「有価証券の引受け等に関する規則」（以下「引受規則」という。）の引受審査に係る規定に記載するのであれば、これらの債券は本規則改正の影響が大きいだろう。 → 社債活性化WGでは、サムライ債について具体的な議論はしていない。本日の資料の内容は、現行の引受規則において引受審査を行う対象の債券を踏襲している。引受規則の対象だが、コベナントの確認を行う場合に異なる対応が必要と考えられるものがあれば、ご意見を伺いたい。（事務局） → サムライ債等の発行会社は各国で求められる規制や慣習に応じたコベナント付与に係るプラクティスがあると認識しており、日本においてのみ一定のコベナントを付与するとなると抵抗が大きいと認識している。 ・ 議論の大前提となるが、コベナントの付与の対象となる債券や付与の対象となるコベナントに関しては、既に「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」報告書（2024 年 7 月報告）（以下「報告書」という。）において提言があるが、本報告書に記載された事項は決定事項として扱うのか。そのうえで、「引受けに関するワーキング・グループ」・「引受審査に関するワーキング・グループ」（以下「本WG」という。）において、どのような引受審査をするかということを議論しようとしているということか。または、報告書で示されたような、どのような場合にどのようなコベナントを付与すべきかという点についても今後改めて本WGで議論していく予定なのか。 → 基本的には前者であり、方向性や制度の概要は既に報告書において取り

	まとめられ、公表されたとおりである。その内容を具体的な制度として落とし込む部分について、本WGで皆様に検討いただきたいと考えている。(事務局) → 既に方向性がある程度固まっているのであれば、本WGで細かい事項を議論するまでもないようにも思えるが、どういう趣旨で今回の検討を行うおとしているのか。 → 制度として運用をしていくことを踏まえると、審査で確認する内容等はある程度明確にする必要があると考えたため、今回、制度案としてお示したものである。(事務局) ・ 本WGの資料 P. 7 の「①対象となる社債」の格付について、複数の信用格付業者（金融商品取引法第 2 条第 36 項に定義する信用格付業者）から格付を取得している際にその格付に差がある場合は、取得した銘柄格付のうち最も高い格付を見るという理解で良いか。ここについてご意見があれば伺いたい。 → ご認識のとおりであり、ここでは取得した銘柄格付のうち高い方を基準として考えるとの案をお示ししている。なお、発行体格付を排除するものではないが、社債活性化WGでは、基本的に銘柄格付の使用が想定されることであったので、まずは銘柄格付に絞った案でご意見を伺いたい。(事務局) ・ 引受規則において定める予定として示されている内容は、どこまでガイドライン等で固めるつもりか。ガイドライン等にする場合には、一度定めてしまうと改正の手間もあろうかと思うし、どこまでの内容を厳格に守らなければならないこととするのか。 → 一定の社債に対して一定のコベナントを確認するということは、制度の枠組みとして固めることとしたい。その上で、コベナントの中身等、現時点の案ではある程度の幅を持たせている。必要な事項が明確化されていないと制度として運用しにくいと考えているが、ガイドライン等に落とし込んでいく際に、更に明確化するか、または幅を持たせるかという点について、今後ご意見を伺いつつ進めて行きたい。(事務局) → イメージとしては、本WGにおいて内容が合意されれば、証券会社の間で合意されたひな形のようなものとして運用する位置付けを想定しているか。 → ご認識のイメージである。(事務局) ・ 引受規則においてコベナントの付与に関して手当することとなると、必然的にサムライ債も対象となる理解である。サムライ債についてどうすればよいというアイディアはないが、事前によく検討しておくべきである。サムライ債についてコベナントの付与を求めることは現実的ではないと思う。 → 社債活性化WGでは、明記されているわけではないが、基本的には国内
--	--

の発行会社を念頭に議論を行っていた理解である。資料案にあるとおり、発行会社の信用力や財務状況等に応じたコベナントの有無を確認することとした場合に、その信用力や財務状況「等」の観点からサムライ債は「基本的に付与すべきコベナント」が付与されていなくとも問題ないという整理がありうるのかもしれないが、詳細についてはご意見を踏まえ検討させていただきたい。(事務局)

資料「社債コベナントに係る引受審査等について」15 頁について

- ・ どういった状況でどういったコベナントが付与されるべきか、このコベナントが引受審査の観点から妥当なのか、社債権者保護の観点から十分なのかといった知見を引受審査部門が持ち合わせているかという点、疑問がある。コベナントの十分性を引受審査の中で評価・判断することには非常に違和感があり、難しいと思う。ダブルB格に一定のコベナントが付与されているかどうかといった形式的なことは確認できたとしても、この社債にこういうコベナントがないと引受けが難しいというような評価をすることは、引受審査においては難しい気がしており、事実の確認だけになると思うが、この辺りはいかがか。
 - 社債活性化WGにおいても同様のご指摘があったと認識している。今回の制度案は、ある程度決められた要件、例えば一定のコベナントが付与されているのか、コベナントの中身は定められた要件と異なっているかといった内容を引受審査において確認することを考えている。社債活性化WGでは、引受審査だけでなく、引受判断において最終的な判断を行う余地があってもよいのではないかというご意見があったところであり、その点は資料P.15においても、「総合的な判断と責任の下に引受判断を行う」という運用がある前提で考えている。引受審査と引受判断の線引きについては、どこまで明確にできるか皆様のご意見を伺いつつ進めていきたい。(事務局)
- ・ コベナントは社債要項として記載される内容であり、引受審査に入る以前の商品性の問題もあるため、コベナントが十分であるか、妥当であるかについて引受審査で判断することには違和感がある。コベナントが付与されているかどうかの審査は可能であるが、そのコベナントの内容の妥当性について審査することができるのか懸念がある。
 - 引受審査においてコベナントの内容の妥当性まで判断することは難しいとのことのご意見もあることは承知している。資料案では、一定のコベナントの有無や、内容が一部異なる場合にはどこが違うのか、付与されていない場合には代替となるものなり得る措置があるか否かといった事実について引受審査を行うものとしている。(事務局)
- ・ コンプライ・オワ・エクスプレインに係る対応について、コベナントが付与

	されていない場合には、どのような考えに基づいてコベナントが付与されていないのかという部分を記録に残すといった形で対応していくとの理解で良いか。 → 基本的にはご理解のとおりと考えている。なお、引受審査におけるコンプライ・オワ・エクスプレインでは、ある程度柔軟性を持たせて対応することが考えられる一方で、その結果として審査が緩い社が出てきて、案件がその会社に流れるといった状況はよくないとのことご意見も、社債活性化WGの中で寄せられている。そのため、その辺りのバランスについても今後皆様のご意見を踏まえながら検討していきたい。(事務局) ・ コンプライ・オワ・エクスプレインについて、コベナントが付与されない場合の想定事例として、どのような内容であれば問題ないのか現時点では想定しにくいいため、そのような場合の事例があると良いだろう。 → どのような内容であればよいと考えられるか、引き続き事務局においても検討を進めていきたい。なお、その内容をガイドラインに書き込むかどうかということも論点になると思っており、例えば、社債管理者が設置されていること、レポーティングコベナントの代わりに社債管理補助者を活用して情報伝達等の機能や役割を担ってもらうこと、チェンジオブコントロール条項の代わりに他の財務コベナントがついていること等が考えられるが、これらをガイドラインで明記することによって、より厳しい目線だけが示されることにもなりうると考えており、その辺りは皆様のご意見をいただきながら検討を進めていきたい。(事務局) ・ 本日挙げられている2つのコベナントを付与することで、例えばBB格の社債が本当に活性化するのか、投資家のニーズは把握しているか。 → 社債活性化WGにおいて投資家から、コベナントが付与されたら必ず投資をするという断定はできないが、リスク・リターンを落としどころとして投資の可能性は高まるとの意見があり、その結果として起債の可能性も高まるのではないかと考えている。(事務局) ・ 財務コベナントの付与については本WGで検討しないのか。 → 社債活性化WGにおいても、財務コベナントのニーズがあるのではないかとのご意見をいただいたが、発行会社ごとの個別性が強いいため、一律の考え方を整理することが困難であり、「基本的に付与すべきコベナント」とはしていない。ただし、発行会社の状況や投資家のニーズを踏まえて必要に応じて財務コベナントの付与をしてほしいということが基本的な考え方である。また、本日の制度案との関連では、コンプライ・オワ・エクスプレインの考え方の中で、財務コベナントが付与されている場合を拾うことはあり得るだろう。なお、先ほども申しあげたとおり、ではその内容をガイドラインにおいて明記するかどうかということとは
--	---

	また別の論点であると思う。(事務局) 以 上
5. その他	特になし ※ 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. 本件に関する問合せ先	自主規制本部 公社債・金融商品部（０３－６６６５－６７７１）