

1. 会合名	引受けに関するワーキング・グループ（第 121 回） 引受審査に関するワーキング・グループ（第 23 回）
2. 日 時	2024 年 11 月 11 日（月）14:30～15:40
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	○ 社債コベナントに係る引受審査等について 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」 2 頁～4 頁について ・ 対象となる社債のうちサムライ債については、対象外とすることが望ましいと思う。そもそも今回の検討は低格付の社債の発行数を増やしていくことが目的であると認識している。サムライ債はグローバルのプラクティスに合わせて発行されているが、今回の規制により発行会社がグローバルに現在受け入れられているタームと異なるコベナントを組み入れることを拒むことで、日本におけるサムライ債の発行の余地を狭めてしまい本来の目的から逸れることを懸念している。また、仮に「有価証券の引受け等に関する規則」（以下、「引受規則」という。）においてサムライ債を対象とした場合に、コンプライ・オワ・エクスプレインをすることで対象となる社債から外れることを前提に進められているが、そのような前提を置いて規制することは、規則の在り方として適切でないと思われる。 → サムライ債を対象となる社債に含めるべきかどうかについては、一律かつ形式的に対象外とすべきであるという御意見が多かったと認識している。しかし、引受規則の考え方に照らして、サムライ債を対象外とすることで問題ないという規則上の考え方の整理ができるかという、いただいた御意見からはそこまでは難しい感触であった。一方で、サムライ債に係る論点として、例えば T L A C 債や海外格付について考え方を整理することは可能と考え、そのような切り口から案をお示ししたものである。その結果として、本制度の対象となるサムライ債は相当限られるのではないかと感触を持っている。（事務局） → サムライ債をグローバルで発行している中で、社債要項については統一されていると思われるので、日本のみ外形的なルールに従ってより厳しいコベナントを付与しなければならないとすると、発行会社にとってサムライ債を発行する意義がなくなるのではないかと懸念している。また、対象となる社債がほとんどないことをもってサムライ債を対象としてもよいという考え方は違うのではないか。 → 先ほどの事務局の発言は、対象となる社債が少ないことをもってサム

	ライ債を対象とするという意図ではない。対象から除外してもよいと考えられる要件を整理したところ、資料 P. 4 に示している内容になったということである。それにより対象となるサムライ債は結果として限られると考えたが、その点は感触をお伺いしたい。(事務局) → 資料 P. 4 の整理に当てはめて残った対象となるサムライ債がどの程度あるかということについて正確にはわからないものの、おっしゃる通り、多くはないということは確かであると思う。もし仮に対象とするのであれば、コンプライ・オワ・エクスプレインの中に入るのではないかと思うが、例えばサムライ債について海外で発行される場合と遜色ない形でコベナントが付与されているという事実があれば、形式的に規則が適用されないという考え方があれば良いのではないか。 → いただいた御意見を踏まえ、検討していきたい。(事務局) ・ コベナントの付与に関して、欧米の市場では、投資家と発行会社の双方の合意に基づいてコベナントを付与している。一方で、日本の市場におけるコベナントの付与は BB 格以下の社債市場を育てるためであると認識している。海外のプラクティスをみると、そもそも引受審査がコベナントをチェックするという慣習がない。本来は証券会社と発行会社、投資家の三者でコベナントの有無について合意があれば事足りるので、実務上の立場からすると引受審査においてコベナントの付与について審査することに疑問がある。また、引受審査にドキュメントが回覧されるのは案件の後半であり、オリジネーションの段階にはそもそも関与しない。日本の市場の現場において BB 格以下の社債市場が発達していない原因については、コベナントの付与の有無が原因ではないと考えている。本質的な部分を議論せずに規則改正を行うと結果的に各証券会社や銀行等の関係者全員の業務量が増え、負担が増すだけではないか。今回の「引受けに関するワーキング・グループ」兼「引受審査に関するワーキング・グループ」(以下「本WG」という。)での議論は、引受審査においてコベナントの付与の有無を確認することは決定しており、それを本WGの委員で最終確認するだけなのか。若しくは、引受審査で審査することが適切なのかを含めて議論の余地があるのか、可能な範囲で教えていただきたい。本件は慎重に議論すべき内容であるので、年内で決定することは難しいのではないか。 → コベナントの付与を求める趣旨としては、相対的に低格付の社債発行が少ない中、投資家が投資をしない理由を一つでも減らしていこうという観点からコベナントの付与を促進するという議論をこれまで行ってきたものであり、冒頭に御発言いただいた内容と理解は一致しているように思う。また、本WGにおける議論の位置づけについては、詳細は前回会合における説明のとおりだが、「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、本年の7月に報告書を公表しており、
--	---

	その報告書の提言に沿って具体的に制度に落とし込んでいくことについて皆様の御意見をいただいているということである。(事務局) ・ 今回の検討の主旨は、低格付債の発行を増やすという目的がある中で、現状対象がないから規制しても問題ないということはおかしいのではないかと。 → サムライ債を今般の規制の対象とすることに関して、現状対象がないから規制しても問題ないと考えているわけではない。事務局内でサムライ債を確認した際に、現在コベナンツが付与されていないものが大半であった。サムライ債の発行会社は他国において発行している場合、コベナンツが付与されておらず、日本のみにおいて劣後している状況がないかということに関してはきちんと引受証券会社で見たいとされている。 - グローバルに発行されている会社で、日本のみ劣後した条件で社債を発行していることは基本的にはあり得ないという理解で良いか。(事務局) → サムライ債の社債要項の内容は、弁護士の仲介のもとで議論しているので審査部において把握しきれていない部分もあるが、基本的には、サムライ債に係る引受側の弁護士が社債の要項を確認して劣後しない内容で交渉していると思う。他の証券会社の方も何かあれば教えていただきたい。 → 仮にサムライ債が海外で発行されるものと常に同条件になることが担保されていないのであれば、サムライ債は審査の対象となる社債に含めるべきであり、そのうえで他国で発行されている社債のコベナンツ等が同条件であるという観点で、エクスプレインしていただけないかと考えている。(事務局) ・ コンプライ・オワ・エクスプレインについて、サムライ債も同様に対象となる社債の取扱いとなるので、ホームページ等でコベナンツが付与されていない理由の開示を行うようなエクスプレインを行う場合、海外のホームページで開示することとなるが、このような理解で良いか。 → コベナンツが付与されていない理由を開示することについては、委員の方より御提案いただいたエクスプレインの方法を取り上げたものであり、現時点で決まったものはない。ウェブサイト等で開示することの可否も含めて皆様の御意見をいただきたい。仮にエクスプレインの手段としてウェブサイト等で開示することを採用するのであれば、サムライ債も同様の対応をすることとなるだろうと思う。(事務局) → サムライ債についてコンプライ・オワ・エクスプレインで対応する際に、ウェブサイト等で公表するのか、追補書類で対応するのか等、公
--	--

表に関する実務的な部分を含めて検討していかなければならないだろう。

- ・ 資料 P. 3 の意見照会を踏まえた論点②に「金融商品取引法第 2 条第 36 項に定義する信用格付業者以外の業者等」と記載されており、例としてムーディーズ、S&P、フィッチ・レーティングス・ジャパン以外を想定されていると思うが、基本的には違和感がないものの、同じメソドロジーによって付与する格付であるかどうかについて確認する術があるか現時点ではわからない。一方で、ムーディーズ、S&P、フィッチ・レーティングス・ジャパン以外については深く考える必要がないのではとも考えられるが、同じメソドロジーであるかどうかの確認はしなくてはならないのか。
 - 基本的には同じメソドロジーで格付が付与されていると認識しており、同じメソドロジーであることを確認することについてまで、具体的にガイドラインに記載することについては、今後の検討課題だろう。この点について、同じメソドロジーであるかどうかを大きな問題として取り上げるものではないという感触であった。(事務局)

資料「社債コベナントに係る引受審査等について」 6 頁～8 頁について

- ・ 資料 P. 6 のチェンジオブコントロール条項の論点①について、非上場化をトリガーとすることは、支配権の移転と重なる部分があるのではない。支配権の移転には非上場化についても含まれると考えられるため、必ずしも非上場化について規定する必要はないのではない。
 - 非上場化と支配権の移転について状況が重なる部分があるということはおっしゃるとおりだが、昨今の非上場化の増加を踏まえた対処として、従来のチェンジオブコントロール条項に非上場化を組み入れることが望ましいと社債活性化WGの報告書において提言されたことを踏まえて検討事項として掲げている。ガイドライン等で記載する際のトリガーの考え方については引き続き検討していきたい。(事務局)
- ・ 対象となるコベナントについて大きく違和感があるという意見は社内でも出ていなかった。しかし、資料 P. 8 のレポーティングコベナントに係る論点の②のなお書き部分において、「コベナントモデル」や「コベナント抵触時の実務フロー」については本WGでは検討対象とせず、社債活性化WGにおいて別途検討されとの記載があるが、今回、引受規則等の改正を行うのであれば、極力、規則が施行されるタイミングに合わせて、他の検討事項も進めていただいた方が混乱が起きにくいという社内の意見があったので、この場で紹介させていただく。
 - 「コベナントモデル」や「コベナント抵触時の実務フロー」については、引受規則等の改正と同時に公表できるような形で現在検討を進めている。公表前には本WGの皆様にも共有させていただく。(事務局)

資料「社債コベナントに係る引受審査等について」10頁～12頁について

- ・ 資料P. 10の「引受審査における審査等の対応（案）」について、意見照会にて寄せられた意見を踏まえて対応（案）が作成されたとのことだが、①の「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」という文言を今回使用された背景はどのあたりとなるか。
 - 格付けがBBB格以下となる銘柄について「基本的に付与すべきコベナント」の有無を見ていただきたいという趣旨であるが、他に適切な言葉があれば検討させていただきたいので、皆様の御意見をいただきたい。（事務局）
 - 「発行会社の信用力や財務状況等」を総合的に勘案して適切なコベナントが付与されているか評価するように読み取れてしまう。格付に応じてコベナントの付与の有無を確認するというのであれば、「発行会社の信用力や財務状況等」という記載ではなく、簡潔に「格付に応じたコベナントの有無」といった文言でもよいのではないかと。
 - 検討させていただく。（事務局）
- ・ コベナントの有無や内容については、投資家と発行会社と証券会社の間で早い段階で合意されているので、引受審査の段階では遅いという話があったが、その点でコベナントの付与の適正性について確認することは難しいが事実確認は可能といった意見が各社より多く寄せられていると思う。先程の委員の意見に賛同するものになるが、『有価証券の引受け等に関する規則』に関する細則の文言について、「財務状況等に応じる」といった文言であると、様々なコベナントが想定され得ると思うので、単に「格付に応じる」という文言が良いのではないかと。また、基本的にはそもそも引受審査の項目として対象としなくて良いと思う。
- ・ 社債活性化WGでは、社債権者保護の実効性確保の方法の一案として、引受審査による確認が出てきていると認識している。引受審査の立場からすると、単なる事実確認のみであれば引受審査の関与は必ずしも必要ではないと思う。資料P. 10において①の対象となる社債について「基本的に付与すべきコベナント」の有無を審査することを対応せずとも、②に記載されているコンプライ・オワ・エクスプレインのエクスプレインの内容を踏まえ、社債権者保護の観点で問題ないか等を検討・確認した上で引受判断を行うといった内容を引受規則に盛り込むことで十分実効性は確保されるのではないかと。引受審査がコベナントの付与の有無等の事実確認をすることが必要であるか、あるいは関与することが有用であるのかという点は他社の意見も伺いたい。
 - 先程の委員の意見と全く同じであり、コベナントの付与の有無の事実確認のみという部分に引受審査が積極的に関与する必要性について

	は疑問がある。資料P. 10の①においても、「有無を審査することとする」と記載があるが、コベナントの付与の有無を事実確認しているのみでは審査とはいえないと思っており、審査できるほどの関与が難しい中で審査項目を求めることに少し違和感がある。 → コベナント付与の確認は、事実上引受審査として機能しない部分が多いため、果たして引受審査で対応する必要であるのか疑問を感じている。 → 事務局としては、可能な限り実効性を確保したいという趣旨から、現在の引受規則の中では、引受審査において資料P. 10に示した案を組み入れることで最も実効性が担保できるのではないかと考え、御提案したものである。実効性を担保するうえでは、規則において何らかの形で明確化することも重要と考えたが、皆様の御意見を踏まえつつ、他の引受判断の部分で対応することも踏まえて再度事務局において検討したい。(事務局) ・ 社内では、資料P. 12のコンプライ・オワ・エクスプレインの事例の部分で、例えば財務コベナント等の他のコベナントの付与されていることをもってエクスプレインとすることや一定の販売手続きの実施は、むしろ条件として厳しくなり、社債権者保護の効果の割に負担が大きいのではないかと。既に現在 BBB 格以下の銘柄で発行頻度が高い発行会社は投資家に認知されているため、改めて投資家にエクスプレインして合意を取りに行くことは、その負担と効果が釣り合わないのではないかと意見が出ていた。 また、他の社内の意見としては、コベナントの付与については、そもそも商品設計時に投資家と発行会社と証券会社で検討されるものであるため、引受審査でコベナント付与の有無を見るものではないのではないかと。このことであった。一定の社債の発行実績があり投資家にコベナントの付与がなくとも受け入れられている実績がある社債、または購入候補となる主な投資家の意見を踏まえてコベナントの有無を検討した社債について、コンプライ・オワ・エクスプレインの事例として定めることを想定した案を意見照会時にコメントしているので、再度検討いただきたい。 最後に、発行会社への理由の公表の要請については、社内では、そもそもコベナントが付与されていないことを認識して購入しているものにあえて公表することで得られる効果がどこまであるのか、との意見が出ている。実務的な部分を踏まえて何か考えがあれば皆様の御意見を伺いたい。 → 既に投資家がコベナントの付与がないことについて認知しているにも関わらず、追加で公表を要することは相応の反応があるだろう。また、公表することによるコベナント付与に向けた効果の関連性について疑問に思う。社債活性化WGで今後再度検討されとのことだが、特に直近で足元での議論が進んでいないように見えるため、その部分について発言した。
--	--

	コベナント付与に係る引受審査の実効性について、多くのご意見を頂戴した。意見照会においても、引受審査における審査等の実効性を疑問視する御意見があったことは認識している。その部分については、独立した立場である引受審査部門が確認することを重視し、本日の資料のように提案したものであるが、改めて実効性や効果がないとの御意見が強かったことから、引受判断で実効性を担保することができないかということを、御意見を踏まえ再考させていただく。なお、社債活性化WGにおいては、何らかの形で実効性が担保され、コベナントが付与されることで投資家の投資が進むことが望ましいとの結論をすでに出ているので、社債活性化WGに議論を戻して再考する予定はない。（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）