

1. 会合名	引受けに関するワーキング・グループ（第 122 回） 引受審査に関するワーキング・グループ（第 24 回）
2. 日 時	2024 年 12 月 19 日（木）13:00～14:00
3. 議 案	○ 社債券の適切な引受判断に係るガイドライン（案）について
4. 主な内容	○ 社債券の適切な引受判断に係るガイドライン（案）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「有価証券の引受等に関する規則第 3 条の考え方（案）（社債券の適切な引受判断に係るガイドライン）」について ・ 「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。）の前回会合において、主要な証券会社のほとんどが否定的な意見であったと認識しており、そのように議事に残されている。それにもかかわらず、なぜ今回提示された「有価証券の引受等に関する規則第 3 条の考え方（案）（社債券の適切な引受判断に係るガイドライン）」（以下、「本G L 案」という。）においても、前回会合と同様の内容を通そうとしているのか。 → 前回会合と同様の内容を通そうとしているわけではない。前回会合においていただいた御意見としては、引受審査における確認について、実効性の観点も含め皆様より強い抵抗感があつたと認識している。そのため、本G L 案では、引受審査でコベナントを確認するのではなく、付与されたコベナントを踏まえて引受判断を行う内容に、御意見を踏まえ修正している。また、サムライ債についても、前回会合での御意見を反映し、本G L 案Q 7 の A の代替的措置の部分で整理している。 - 本G L 案の大枠については、繰り返しとなるが、「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 7 月に公表された『「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。）の提言を受け、進めているものである。（事務局） → 前回及び前々回会合において発言したとおり、プライシングの前に、投資家や発行会社を含めてマーケティングを実施し、商品設計を含め決めていくのが通常のデットのやり方である。現状では BBB 格においてもコベナントを付与していない案件が多い中で、急にコベナントの付与を検討するとすると引受け件数が激減する可能性がある。その点についても既に十分に検討された上で本議論が進んでいるという認識で良いか。 → 本G L 案により、BBB 格で継続的に発行実績のある会社の社債発行に影響

	響を与える可能性があることについては認識している。その点を踏まえた上でも、社債権者保護を図りながら BBB 格以下の社債市場を健全に発展させていくためには、これまでの枠組みを何かしら変える必要があるのではないかと、社債活性化WGの報告書において提言されたものである。また、影響を与える事への対応として、代替措置を設けることを本G L案のQ 7 の中で示している。(事務局) ・ 本G L案Q 7 の(v) は対象をサムライ債に限定する内容であるが、社債権者間の平等性という点では、先程の意見交換もあり、他の既発債も同様の代替措置を用いることが考えられるため、サムライ債に限らないような内容にすることを検討していただきたい。社債活性化WGの議論を踏まえた具体的な検討内容として本G L案が示されていることについては理解しているが、一方で他の証券会社より寄せられている懸念もあるため、本G L案は可能な限り柔軟性を持たせた方が良いだろう。 また、Q 2 のAのまた書きについて、TLAC 債や MREL 債が対象外であることを明確にするために、資本性評価だけでなく、「損失吸収力」が認められる債券も除外することを明記してはどうか。 → いただいたご意見を反映する方向で検討させていただきたい。(事務局) ・ 引受判断において対応するという提案だが、引受審査の結果を含めて最終的に引受判断を行うものであり、引受判断であっても対応は難しいのではない。引受審査ではなく引受判断であればコベナントの付与状況の確認が可能であると整理された経緯について教えていただきたい。 → 前回会合及びその前に実施した意見照会では、引受判断での対応が難しいという御意見は特段なかったと認識している。これまでいただいた御意見は、いわゆる上流の段階で発行会社や投資家のニーズを踏まえ商品設計をしている中で、下流の引受審査の段階でコベナントの付与の有無について確認を求められたとしても、形式的な確認ならば可能であるが、その段階から商品設計を変更することは難しく、また、これまでコベナントを含め商品性については引受審査の対象としていないため、審査に係る実効性や知見といった意味でも難しい、という御意見であったと認識している。(事務局) → 当社としては引受審査であれ引受判断であれ、コベナントの付与の確認を行うことは難しいと考えている。この点につき各社の御意見も伺いたい。 → 最終的な引受判断について、例えば BBB 格の銘柄については、低格付であるものの「基本的に付与すべきコベナント」の付与がされていない状態について本当に投資家の理解が得られているのか、マーケットの状況や投資家の声等の各社のマーケティングの内容を踏まえて最終的に引受判断を行うものと認識している。そのため、当社では、本G L案の内
--	--

	容に沿って体制整備を行ったとしても、ワークしないというわけではないだろうと考えている。しかし、皆様の中で懸念すべき事項があるならば、その懸念についてしっかりと本G L案に反映すべきだろう。 → 引受判断において、総合的に見てコベナントを付与しないという判断が、現在の例外規定の例示内容に該当しない場合においても可能なのであれば、実質的にワークすると思うが、そうであれば例外規定は、そういった実質的な考慮が可能な書き方とする必要があると個人的に考える。 → 当社としても、本G L案の作成にあたり、全体的に柔軟性を持たせたものとした方がよいと考える。Q 7の代替措置の例示内容についても良い案があれば、コメントいただきたい。 ・ 本G L案は協会員以外にも、市場関係者となる発行会社や投資家も参照するものであるため、こういったものならば社債権者保護上許容されるのかをQ 7において代替措置として例示することは有用だろう。BBB 格の発行会社はこれまでと異なる対応が求められるのかどうか、本G L案を参考に判断するため、代替措置の例示内容が曖昧にならないよう丁寧かつ分かりやすくする必要があるだろう。また、例示した内容以外の措置が認められないということにならないように注意する必要がある。 また、最終的に社債権者保護を踏まえて判断することになるが、社債権者保護に係る一定の指針等があればその判断も容易となるので、その点についても検討の余地があるだろう。 → これまでの皆様の御意見として、代替措置の例示については詳細に記載すべきという御意見と、記載されている以外の対応の余地を残すために例示を絞るべきという御意見の両方が寄せられている。そのため現時点での案は、前回会合の資料を基に御意見のあった点を反映するものとしている。現時点の内容でもレベル感にはばらつきがあるようにも思われ、その点も留意しつつ、引き続き皆様の御意見を踏まえ検討していきたい。(事務局) ・ 本G L案の冒頭にあるとおり、『『基本的には付与すべきコベナント』の付与の実効性を確保することが適当である』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、本G L案について議論がされているとの認識である。これについて、コベナントは発行体と投資家が合意し、つまりマーケティングかその前に合意したうえで案件が進むわけだが、前回会合と繰り返しの発言になるが、コベナントの付与が社債市場の健全な発展のために数値的にどの様に寄与するのか、実務担当者としては見えにくいところである。日本の BBB 格以下の市場が発展しないことは、コベナントの有無の問題ではないと考えている。社債活性化WGの報告書の提言を踏まえてとのことであるが、何をもって格段に、かつ、すぐさま市場が発展す
--	--

	かと考えているのか、市場環境も変化しているため、再度教えていただきたい。 → 社債活性化WGの議論においても、コベナントの付与により即座に BBB 格以下の社債市場が大きく拡大すると結論付けていたわけではない。投資家へのヒアリングの結果、BBB 格以下の銘柄に投資しにくい要因の一つとしてコベナントが付与されていないことが挙げられたため、投資家の社債投資へのハードルを一つでも下げるため、コベナントの付与を求めることが望ましいと提言されたものである。 最近の事例でも、社債市場から離れていた発行会社が、コベナントを付与することで社債市場に戻ってきたという報道もあった。その際に、投資家からコベナントが付与されている点を評価したとの声もあったため、コベナントの付与を求めることも有用な方策の 1 つと言えるのではないか。その他にも、昨年デフォルト事例を受け、コベナントの付与等により必要な社債権者保護が図られていないことが、投資家が社債投資を躊躇する要因の一つではないかと考えており、コベナントの付与が社債市場活性化に向けた一つの方策であるとして検討を進めている。 (事務局) → BB 格の発行会社であればコベナントを付与することで投資が広がる余地もあるだろう。また、チェンジオブコントロール条項を付与して社債を発行したことで、投資家から一定の評価が得られた事例については認識している。しかし、BBB 格の発行会社に関しては、これまでコベナントを付与しなくてもよいとされていたにも関わらず、発行する際にコベナントの付与の有無に係る判断を追加的に求められることから、本 G L 案に関する対応を求められることが障害になり得ると考えている。この点に関しても各社の意見を聞いて判断されるとの認識で良いか。 → 社債活性化WGにおいても同様に既発債の社債発行が縮小するのではないかという懸念の声があった。このような意見を踏まえて、Q 6 にあるとおり、BBB 格については格下げとのダブルトリガーとすることも提示しているところであるが、引き続き御意見を伺いたい。(事務局) ・ Q 8 の社内記録の作成・保存について、BBB 格以下の発行会社とのやり取りにおいて、これまでと変わらずコベナントを付与することを想定していない発行会社がいる中で、まったくコベナントを付与しないで進めることになった場合に、その旨のエビデンスを残す必要があるのか。 → これまでの社債引受けに関する証券会社と発行会社のコミュニケーションの中では、コベナントの付与に関するやり取りは全くないということか。(事務局) → 他の証券会社も同様であると思うが、御指摘のとおり、BBB 格については通常、コベナントを付与する前提ではないと思うし、証券会社と発行会社において会話する状況でもないだろう。少なくとも足元、当社で引
--	--

	受けを行った BBB 格の銘柄についてはコベナントについて議論していない。今後もこれらの発行会社とはコベナントについて議論も生じない場合もあるだろう。過去にコベナントを付与していない発行会社はこれから先も付与するつもりがなく、なぜ付与しなければならないのかと証券会社に質問するのではないか。 → 当社では、社債活性化WGの報告書が公表されたタイミングで、一部の BBB 格の発行会社と「基本的に付与すべきコベナント」について議論を行っており、本GLの内容が固まれば、投資家やマーケットの反応を見つつ、BBB 格の発行会社と必要な議論を行うことを想定している。 また、Q8の社内記録の作成については、商品設計時の発行会社との議論やマーケティング時の投資家のコメントを踏まえ、最終的に「基本的に付与すべきコベナント」が付与されない場合には、そのような背景を踏まえて引受判断したことの証跡を残すことを考えている。各社で引受判断の証跡を残すタイミングが異なることがあるかもしれないが何かしらの記録を残すことは可能ではないかと考えている。 ・ チェンジオブコントロール条項については、昨今、非上場化や買収のリスクが大きいことから、投資家の懸念も理解できるところである。しかし、あまり格付によって区分する議論ではないように思う。本件の最終的な目的が日本の低格付市場の拡大であれば、目的と逆行しないかという不安がある。 決してチェンジオブコントロール条項等が必要ではない BBB 格の発行会社に、「付与すべき」とすることは強すぎるのではないか。そういった社債を発行しにくくなるのではないか。 証券会社の負担という面でも、コベナントの付与をすることは当然であるという前提であれば、なぜ付与しなかったのかという理由について社内記録できる材料がそろえるのか、社内で議論しなければならない少々重いテーマになり得るだろう。 → コベナントの付与は発行会社の判断に基づくものであるため、「基本的付与すべきコベナント」の「すべき」という表現は強すぎるのではないか。現在の表現では、BBB 格と BB 格にコベナントを付与することは当然であるように読むことができる。柔軟性を担保するという意味で、もう少しマイルドな表現としてはどうか。 コベナントをマーケティングの途中で付与することとした案件がどの程度あるか、思いつかない。コベナントが付与されている事案は、当初からコベナントの議論を行っていると推測する。コベナントを付与するかどうかは上流の設計段階で証券会社と発行体で決めるものであり、それがそのまま落ちてくるので、投資家へのマーケティングにおいて付与する・しないの議論は生じにくい。「すべき」という言葉は強いので、修正を検討してほしい。投資家保護の観点は否定しないが、日本の社債市
--	---

	場は小さすぎるので、意味がある取り組みであると見えてこない。 → 「基本的に付与すべきコベナント」の文言については、社債活性化WGにおける定義を引用したものである。事務局としては、引受けを行う証券会社のあるべき姿として、必要に応じて発行会社にコベナントの付与を提案していただきたいという思いがあり、このような表現としているが、御意見を踏まえて検討したい。(事務局) ・ 今後のスケジュールとして、本G L案の最終的な公表はいつ頃を想定しているのか。また、どの程度のインターバルで施行されるというイメージか。 → 本会合の後、本日いただいた御意見を踏まえて事務局にて本G L案を修正し、意見照会を実施したい。その後はいただいた御意見次第ではあるが、2025年2月頃を目途に本WGの上部会議体である公社債分科会及び自主規制会議に諮ることも考えているところである。また、本G L案の内容が市場関係者に影響を与えることを鑑み、パブリックコメントに付すこともありうるところである。 本G L案をいつから有効とするかについては、各社の社内体制整備もあると思うので、意見照会時に伺いたい。(事務局) → 社内整備の時間や、発行会社側と起債のコミュニケーションを取り始めると対応が難しくなるため、ある程度の猶予が必要だろう。 ・ Q 7の本文では「社債権者保護が図られていること」とあるが、代替措置の(v)をサムライ債以外にも広げた場合に、コベナントが付与されていないとも「図られている」となるのか。コベナントが付与されていないように読めるので、修正を検討いただきたい。 → 御意見を踏まえて検討したい。(事務局) ・ BBB 格の案件で「基本的に付与すべきコベナント」が付与されていない、かつ、Q 7の代替措置の例にも該当しない社債について、仮に社内会議で引受けると引受判断をした社債であっても、自主規制上引受けてはならないということになるのか。 → 「基本的に付与すべきコベナント」が付与されていない場合であっても、社内において当該発行会社の状況を踏まえ、社債権者保護上問題なく発行可能であり引受けできると合理的に判断されたならば、引受け可能となる場合もあるだろう。(事務局) → 引受け可能と判断した場合に、発行会社がウェブサイト等において社債権者保護に関する何らかの対外的説明を行う必要があるのか。 → そのような対応は考えていない。引受会員が社内記録として、引受け可能と判断した背景等を事後的に検証できるよう証跡を残していただきたい。(事務局)
--	---

	→ 社内記録に関して、例えば発行額を上回るような投資家需要を確認できた旨を記録に残すことでよいのか。発行額を上回るということは需要があり購入したい投資家が多いということであり、社債権者保護上問題ないとも考えることも可能と考えているが、書面で何か残す必要があるのか。 債券の投資家はプロであり、書面で各投資家に引受けが問題ないことについて確認を取ることは、意味のない無駄な作業と考えるが、この辺についてどのように考えるべきか。 → 投資家の意思を書面で確認することまでが必ず必要とは考えていない。御指摘の場合の記録については、需要が発行額を上回ったという状況について、Q 7 の（iv）に該当するため社債権者保護上問題ないと社として判断したのであれば、そのことを記録に残していただきたい。ただし、需要が上回ったことをもって直ちに投資家保護上問題ないと言えるのかどうかに関しては、個別に判断していくべきと考えられるため、この場で一律的な回答を述べることは難しい。（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）