

1. 会合名	引受けに関するワーキング・グループ（第123回） 引受審査に関するワーキング・グループ（第25回）
2. 日時	2025年2月18日（火）10:30～11:30
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	<p>○ 「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</p> <p>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。</p> <p>【主な発言】</p> <p>資料「有価証券の引受け等に関する規則第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</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 「有価証券の引受け等に関する規則第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GL案」という。）Q7の回答の3行目において「引受案件ごとの個別の事情に応じ」と追記されているが、この文言は、既に発行実績のある発行会社の既存の社債にコベナンツが付与されていない状態で問題なく起債できている場合にはQAで示されているような代替する措置の確認をスキップすることも可能といったようなことまでを含めた裁量の余地があるものと解釈してよいか。 → 該当箇所の修正は、意見照会時に「文言の修正」という趣旨でいただいた御意見を反映したものである。御質問いただいた箇所の本GL案の読み方について、発行する社債の個別の事情に応じて代替する措置が取られていることを確認することが求められるという内容のため、代替する措置の確認自体をスキップすることはできない。その上で、御質問いただいた残存する既発行社債がある場合のケースは、本GL案の代替する措置の例示の（v）に該当し得るため、その点を確認することとなるだろう。（事務局） → 代替する措置の例示の（v）について、先程のケースの場合には、既存の債券における社債権者との平等性を踏まえると、新発債にコベナンツが付与されていなくとも、社債権者間の平等性の観点から（v）の代替する措置が取られていると解釈されるものと理解している。他方で、今回御提案いただいた修正後の文言を見ると「他の社債券のコベナンツと内容・効果等に照らして同等のコベナンツ」と記載があるため、既存の債券のコベナンツと新発債のコベナンツを比較する内容となっている。つまり、修正後の文言では、既存の債券にコベナンツが付されていないケースが読み込めず、そうであれば、お示しいただいた解釈と比べてより厳格な内容に読めるため、追記いただいた「のコベナンツ」の文言を削除することを検討いただきたい。 → コベナンツを付与していない既発行の社債が、新発債の発行時に残存し

ているのであれば、(v) に当てはまるだろう。また、「のコベナンツ」の修正については、この文言を記載することで、文中の「同等」が指している内容を明確化することを目的として修正したものであり、特別なニュアンスを持たせるような意図はない。(事務局)

- 従前の理解をあえて厳格化する修正ではないと承知した。しかし、本G L案の記載内容だけではそのように解釈を行うことは難しいと思われるため、「のコベナンツ」は削除していただきたい。(v) の「ただし」と追記された箇所を見ても、この箇所は、(v) の代替する措置をもってコベナンツを付与しないという判断をした場合であっても、事前に発行会社に提案・確認することが望ましいという内容となっているため、「のコベナンツ」という文言を削除してコベナンツを付与しないケースも明確に読めるようにした上で、括弧書きの「ただし」以降を記載いただく方が文章として適切に思う。
- 例えば、「のコベナンツ」の文言はそのまま記載した上で、コベナンツの後に「有無」という言葉を補足いただく案も考えられるのではないかと併せて御検討いただきたい。

- ・ 意見照会結果の中で、日本の社債市場でコベナンツの付与が定着するためには、証券会社サイドはもちろんのこと、市場並びに投資家そして発行会社向けにコベナンツの付与に係る取組みについて周知する必要があるという意見も寄せられている。事務局として現時点ではどのような活動を想定されているのか。

- 「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」において過去に公表した「コベナンツモデル」の修正と「コベナンツ抵触時の対応の実務フロー」の策定を行う予定である。意見照会において御指摘いただいたとおり、これらの取組みは本G L案の策定とセットで進めて行くことが重要だろう。「コベナンツモデル」や「コベナンツ抵触時の対応の実務フロー」の公表時期は本G L案の公表時期と変わらないタイミングになると考えている。(事務局)

- ・ 具体的な本G L案のパブリックコメントのスケジュールはどのように考えているか。

- 最も早ければ、本年3月半ば頃開催予定の自主規制会議において機関決定された後にパブリックコメントの募集が開始となる。募集期間は通常1か月程度となっており、4月半ば頃が締切りとなる予定。その後、いただいたコメントを踏まえて本G L案の修正を行い、5月または6月頃に公表する見込み。また、本G L案の適用時期について、以前猶予期間について意見照会した際にいただいた御意見では、3か月程度の期間が必要という御意見が多かったと認識している。例えば、本G L案を公表してから3か月後の条件決定の日から適用するような方向で検討し

	<p>ている。(事務局)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 今回の意見照会で寄せられた各社からの質問については回答が示されるのか。 → 資料等での回答は予定していないが、この場でいただいた御質問に係る事務局の受け止め方を回答させていただきたい。まず、意見照会結果資料の項番5と6の、本G L案の内容に係る明確化に係る御意見について、概ね本G L案にて既に必要な事項を記載若しくは例示していると考えている。 <p>項番7の、全ての社債についてコベンанツの付与状況に係る引受判断が必要であるという原則を記載した上で、中でもBBB格相当について言及するという記載ぶりにしてはどうかとの御意見について、御意見の内容自体は事務局の考えと大きくずれているものではないと受け止めている。現在の「有価証券の引受け等に関する規則」(以下、「本規則」という。)第3条において、引受判断については総合的な判断とされており、規則の解釈として、格付に関わらずコベンанツの付与の確認も必要に応じてなされるものである。また、本G L案Q2のなお書きにおいても本G L案の対象となる社債以外の社債について言及しているところ、本G L案自体はBBB格相当以下の社債について具体化したものだという位置づけであるため、このような記載とさせていただいている。</p> <p>項番8の、本G L案の対象となる社債の範囲に関する質問について、本G L案の記載にて、これまで本WGでの議論で取り上げた社債を含め、すべての社債についての考え方が整理されていると考えており、G L案にて言及していない例外的な取扱いを想定していない。</p> <p>項番25の、代替する措置の(iv)の一定の販売手続の実施に係る御意見について、「投資家の合意」の内容は、「チェンジオブコントロール条項又はレポーティングコベンанツが付与されていないことの説明」を想定している。また、合意の方法等については本G L案において一律に規定する必要はないと考えている。(事務局)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 本日いただいた御意見を踏まえると、若干文言調整を検討する部分はあるが、大枠としては、本日事務局より示された本G L案を基に今後のプロセスを進めることとしたい。 <p style="text-align: right;">以 上</p>
5. その他	<p>特になし</p> <p>※ 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。</p>
6. 本件に関する問合せ先	<p>自主規制本部 公社債・金融商品部 (03-6665-6771)</p>