

社債コベナントに係る引受審査等について

2024年11月11日
日本証券業協会

前回会合後意見照会を踏まえた検討事項について

- (1) 対象となる社債について
- (2) 対象となるコベナントについて
- (3) 引受審査における審査等の対応（案）について
- (4) コンプライ・オワ・エクスプレインについて

前回会合後意見照会を踏まえた検討事項について

(1) 対象となる社債について



対象となる社債について（前回会合資料 7 ページ）

意見照会にて寄せられた意見（概要）

（全般）

- 他の信用格付機関でA格[/BBB格]相当以上の発行体格付を取得している場合、「基本的に付与すべきコベナンツ」を付さない[/ダブルトリガーを付す]ことは許容されるのか。
- 対象となる社債から除くべき社債について、以下の提案があった。
TLAC債、MREL、Non-Preferred Senior債、
ソブリン債、準ソブリン債、流動化債券、私募債、信託社債

（サムライ債について）

- 対象となりうるサムライ債案件は、数年に1件～年に数件程度だろう。
- 発行者の国籍で一律に除外することは適当でないと考える。
- 日本で発行されるサムライ債についてのみ、追加のコベナンツを設定することは、グローバルで見て投資家間の不平等を招くため、発行体がサムライ債の発行を躊躇する要因となるのではないか。
- 発行体の本国市場やユーロ・米国市場で発行するスキームよりも厳しいコベナンツを要求するのは非現実的であることと、海外発行体の多くは既にCOC条項を入れているケースが殆どと思われることから、改めて義務化しなくてもよいのではないか。
- 信用格付業者による信用格付に加えて、外国格付業者による格付も対象として判断することは考えられるか。

前回会合後意見照会を踏まえた検討事項について

(1) 対象となる社債について



【意見照会を踏まえた論点】

(全般)

- ① 社債活性化WGにおいては、基本的に銘柄格付の利用が想定されとの意見が多かったことから、発行体格付の利用は想定しないことでよいか。
- ② 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が付与する格付についてどのように考えるか（前回資料では無格付としてBB格以下と同様の扱い）。例えば、信用格付業者のグループ会社である外国法人が、当該信用格付業者と同じメソドロジーによって付与する格付についても、対象と認めることが考えられるか。
- ③ TLAC債のように各国の金融規制において（又は格付上）資本性評価が行われる債券については、発行の趣旨・目的に鑑み、対象外とすることが適当と考えるか。
- ④ 引受規則においては、「会員が国内において行う株券等及び社債券等の募集又は売出し（略）の引受け」を対象とし、また、第18条の「社債券」は「金商法第2条第1項第5号に掲げる有価証券をいい、新株予約権付社債券を除き、外国法人の発行する証券又は証書で社債券の性質を有するものを含む。」と定義されており、これに該当しないものは同条の引受審査の対象ではない（会社以外が発行する債券及び私募債は引受規則の対象外）。その前提のもとで、意見が寄せられた債券（ソブリン債、準ソブリン債、流動化債券、私募債、信託社債）について、明示的に除外する必要があるものはあるか。その場合にはどのような理由が考えられるか。

前回会合後意見照会を踏まえた検討事項について

(1) 対象となる社債について



【意見照会を踏まえた論点】

(サムライ債)

- ① サムライ債の発行会社がグローバルに発行している同一クラスの社債において付与されているコベナンツが当該サムライ債に付与されている場合、「基本的に付与すべきコベナンツ」が付与されていなくても、当該コベナンツの付与により社債権者保護が図られている（コンプライ・オワ・エクスプレイン）と考えることができる場合もあるのではないかな。
- ② サムライ債を対象となる社債から除外すべきという意見が多数寄せられている一方、他の社債券と異なる扱いをすべきではないという意見も複数寄せられている。また、対象となるサムライ債の件数の見込みは、相当程度限定されると思われる。
以上を踏まえ、これまでの論点（信用格付業者以外の業者等が付与する格付、TLAC債、グローバルに発行されているサムライ債に係るコンプライ・オワ・エクスプレイン）について整理したうえで、サムライ債は対象とすることによいかな。

前回会合後意見照会を踏まえた検討事項について

(2) 対象となるコベナントについて

対象となるコベナントについて（前回会合資料 8～14ページ）

意見照会にて寄せられた意見（概要）

【チェンジオブコントロール条項】（前回会合資料 8～10ページ）

（発動事由について）

- トリガーに非上場化を含めることについて、社債活性化WG報告書に沿った内容であり異論ない。
- トリガーに非上場化を含める必要はない（Optionalで構わない）のではないか。
- 合併により消滅会社になった場合や存続会社になっても実質的な消滅会社になった場合、会社分割によって主たる事業が分割された場合等についても、チェンジオブコントロール条項の発動事由に含めることを検討してはどうか。
- 個別事情がない限り、支配権の移転における議決権の保有割合は50%を基本とすることでよい。
- 支配権の移転における議決権の共同保有者や間接保有の範囲について丁寧な定義づけが必要。
- 非上場化について、上場廃止事由の決議時点か、上場廃止日か、検討が必要。
- 非上場化について、持株会社が上場し、発行会社が非上場となるケースはどうか。

（ダブルトリガーについて）

- 日数及びノッチ数について、90日及び2ノッチを基本とすることでよい。
- 「発行時点から〔2ノッチ〕下がっている場合」と発行時点を起点にすると、支配権の移転が生じる前の通常の格付水準の変化も考慮することになり、趣旨にそぐわないのではないか。

（効果について）

- 協会規則上にチェンジオブコントロール条項のコールオプションに関する規定を置く必要はなく、発行会社の希望があればこれを付与することを妨げないという整理で良いのではないか。

前回会合後意見照会を踏まえた検討事項について

(2) 対象となるコベナントについて



【意見照会を踏まえた論点（チェンジオブコントロール条項）】

- ① 非上場化をコベナントの発動事由とすることについては、オプションと位置付けるべきとの意見もあったが、社債活性化WGでの議論を踏まえ、発動事由に加えることでどうか。
- ② BBB格のダブルトリガーのうち、「『発行時点から』〔2ノッチ〕下がっている場合」については、削除することでよいか。
- ③ 発動に係る議決権保有割合や、格下げ判断に係る日数・ノッチ数等については、上記②を除き特に修正を求める意見は寄せられなかったため、例示として、ガイドライン等で示することでどうか。
- ④ チェンジオブコントロール条項のコールオプションについて、特段規定を置く必要はないという意見が多数だったため、ガイドライン等では特に例示しないことでどうか（付与自体を妨げるものではない）。
- ⑤ その他、合併や会社分割時の取扱い、議決権保有の計算方法、非上場化の時点等について寄せられた質問や意見については、ガイドラインのドラフトとして具体案に落とし込む段階で、改めてご議論いただきたい。

前回会合後意見照会を踏まえた検討事項について

(2) 対象となるコベナントについて

対象となるコベナントについて（前回会合資料 8～14ページ）

意見照会にて寄せられた意見（概要）

【レポーティングコベナント】（前回会合資料11～14ページ）

（ダブルトリガーについて）

- ノッチ数について、2 ノッチを基本とすることにより。また、日数（90日）の要件について、設けないことで異論ない。
- 「発行時点から〔2 ノッチ〕下がっている場合」としても過度に発生しやすいとは一概に言えず、発行時点を起点とすることはやむを得ないと考える。

（レポーティング事項について）

- 取引所の適時開示事項に準じること考えられる。
- 「解散」は、通常は期限の利益喪失要件の一部であり、不要ではないか。
- 「固定資産の譲渡または取得」について、規則においては金額基準を明記した方がよい。
- 「有価証券報告書の提出遅延」等には、半期報告書も含めてはどうか。

（その他）

- 非上場会社がBBB格以下の社債を発行する場合には、レポーティングコベナントを付ける必要はないと考えられるか。
- レポーティングコベナント発動時の開示方法や、レポーティングが適切に実施されない場合はどう考えるのか。

前回会合後意見照会を踏まえた検討事項について

(2) 対象となるコベナンツについて

【意見照会を踏まえた論点（レポーティングコベナンツ）】

- ① 格下げ判断に係る時点や・ノッチ数等については、特に修正を求める意見は寄せられなかったため、例示として、ガイドライン等で示すことでどうか。
- ② その他、レポーティング事項等について寄せられた質問や意見については、ガイドラインのドラフトとして具体案に落とし込む段階で、改めてご議論いただきたい。なお、本WGでは引受規則における対応について検討を行うため、レポーティング時の開示の方法やレポーティングが適切に実施されなかった場合の対応については検討対象としていない（別途、社債活性化WGにおいて検討予定の「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」の中で例示することを想定）。

前回会合後意見照会を踏まえた検討事項について

(3) 引受審査における審査等の対応(案)について



引受審査における審査等の対応(案)について(前回会合資料15ページ)

意見照会にて寄せられた意見(概要)

- 引受審査部門においては、対象となる社債に「基本的に付与すべきコベナンツ」が付与されているかどうか(有無のみ)を確認し、引受部門においては、コベナンツの内容が適切か、またBBB格相当の社債でコベナンツが付与されていない場合にはコベナンツがなくとも社債権者保護の観点で問題ないか、を確認・検討のうえ最終的な引受判断を行うことが考えられる。
- コベナンツは、上流の提案・商品設計段階において、投資家と発行体のニーズに即して検討・協議され内容を固めていくものである。そのためコベナンツはあくまでも商品性を構成する一要素であり、下流の引受審査段階で引受審査部門が確認するものではない。
- 現在、コベナンツがなくとも投資家保護上問題ないとして社債が発行されている中で、引受審査部門が、付与の事実確認を超えて、コベナンツが必要かつ適切かどうかの評価を行うことは難しく、評価を伴わない事実確認の意義はない。
- 個々の起債案件ごとに様々なコベナンツを可能とする制度設計は円滑な起債運営に逆行する事態を誘発するものであり、最終的に社債市場の活性化を阻害する恐れがあるものと危惧している。
- 引受規則上、審査項目として「その他会員が必要と定める事項」が定められており、コベナンツに関して新たな審査項目を設けることは反対。

前回会合後意見照会を踏まえた検討事項について

(3) 引受審査における審査等の対応(案)について



【意見照会を踏まえた論点】

- 引受審査において、コベナンツ付与の有無といった事実確認は可能との意見、また、コベナンツの内容が適切かどうか等の評価は引受部門において行うべきとの意見が多数寄せられたことを踏まえ、以下の①～③の対応を行うことについてどのように考えるか。
- ① 引受規則第18条の引受審査項目として「社債権者保護の対応状況」を追加したうえで、引受細則11条の引受審査項目の細則として「発行会社の信用力や財務状況等に応じたコベナンツの有無」を追加する。これにより、引受審査において、対象となる社債について「基本的に付与すべきコベナンツ」の有無を審査することとする。
※「基本的に付与すべきコベナンツ」が付与されていない場合には、慎重な引受判断が必要と考えられることから(②を参照)、かかる判断が適切に行われることを確保するため、引受審査において「基本的に付与すべきコベナンツ」の有無を審査することとする。
 - ② 引受会員が、引受規則3条に基づき引受判断を行う場合において、対象となる社債に「基本的に付与すべきコベナンツ」が付与されていない場合は、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・確認したうえで引受判断を行う。
 - ③ ②の検討・確認について、引受規則第7条に基づき、当該引受判断の形成過程に係る記録を作成するとともに、引受判断の基となった資料及び情報並びに当該記録を保存する。

有価証券の引受け等に関する規則 (抜粋)

(適切な引受判断)

第3条 引受会員は、引受けを行うに当たっては、引受審査業務のために必要かつ十分な期間を確保したうえで、第12条から第14条までの規定に基づき引受審査を行った内容を踏まえて総合的な判断と責任のもとに引受判断を行わなければならない。

(社内記録の作成、保存)

第7条 引受会員は、引受けを行った場合には、次の各号に掲げる記録を作成し、5年間これを保存しなければならない。

- 1 引受審査において収集した資料及び情報(引受判断に影響を及ぼすと認められるものに限り)並びに当該資料及び情報に対する分析及び評価の内容に係る記録
- 2 引受判断の基となった資料及び情報並びに当該引受判断の形成過程に係る記録

前回会合後意見照会を踏まえた検討事項について

(4) コンプライ・オウ・エクスプレインについて



コンプライ・オウ・エクスプレインについて（前回会合資料15ページ）

意見照会にて寄せられた意見（概要）

- コンプライ・オウ・エクスプレインの具体的な内容について、以下の提案があった。
 - ✓ 他のコベナントの付与
例：格付維持条項、財務上の特約（純資産維持条項や利益維持条項等）、（支配権の移転に限定しない）プット条項
 - ✓ 親子会社や第三者の保証付社債
 - ✓ 社債管理者または社債管理補助者の設置
 - ✓ セールスが「基本的に付与すべきコベナント」がないことを明示した上でもなお購入を希望する投資家に限定して販売すること
- コンプライ・オウ・エクスプレインの手法を活用する考え方として、募集に際して「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には、発行者に対してその理由の公表を主幹事会員は要請することを規定することが考えられるのではないかと。
- コンプライ・オウ・エクスプレインの内容をガイドライン等に明示することについて、以下の意見があった。
 - ✓ 外形的要素で一律に定めることはミスリードにつながるおそれもあり、各社の判断に委ねるよりは、社債権者保護の観点からどのようなものであれば問題ないかについて、例示や考え方を示した方が良だろう。
 - ✓ 個社ごとに事情が異なるため典型的にガイドラインで明確化するのは困難であり、ガイドライン等で明確化することは避けるべきではないか。

前回会合後意見照会を踏まえた検討事項について

(4) コンプライ・オワ・エクスプレインについて



【意見照会を踏まえた論点】

- ① コンプライ・オワ・エクスプレインに係る意見を踏まえた以下の事例についてどのように考えるか。
＜コンプライ・オワ・エクスプレインの事例（案）＞
 - ✓ 他のコベナントの付与
例：格付維持条項、財務上の特約（純資産維持条項や利益維持条項等）、（支配権の移転に限定しない）プット条項
 - ✓ 親子会社（又は第三者）の保証付社債
 - ✓ 社債管理者または社債管理補助者の設置
 - ✓ 一定の販売手続きの実施（対象となる投資家の制限、「基本的に付与すべきコベナント」が付与されていないことの説明及び投資家の合意等）
※ この場合には、セカンダリーでも同様の対応が必要となるのではないか。
- ② また、コンプライ・オワ・エクスプレインによる社債権者保護の効果や実効性をより適切に確保するため、例えば以下の対応を行うことは考えられるか。
 - ✓ 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には、主幹事会員は発行会社に対してその理由の公表の要請を行う。
- ③ ガイドライン等にコンプライ・オワ・エクスプレインの内容として考えられる事項を具体的に例示するべきか否かについて、意見が割れているが、以上の事例（案）も踏まえ、どのように考えるか。

第 120 回・第 22 回会合後意見照会結果

2024 年 11 月 11 日

問 1 対象となる社債について（会合資料 P. 7）

問 1－1 P. 7 対象となる社債（案）について

コベナントの付与等の確認を行う対象として、BBB 格又は BB 格以下の社債（一部を除く）とする会合資料 P. 7 の内容にご意見等ありましたらご回答ください。

番号	意見
1	意見無し（5 社）
2	対象となるコベナント案や発動事由が非上場化を想定していることを踏まえると、相対的にリスクの高い格付けとはあまり関係がないように思える。A 以上の高格付けであっても、非上場化は行われるし、そうなれば社債発行時（投資家から見れば取得時）と投資判断の前提が大きく変化しているので、保護の観点では格付けと無関係としたほうがよいのではないか。 また、発行時に A 以上の高格付けであっても、中長期債であれば償還までに格付けが下がる可能性もある点も考慮すれば、発行時の格付けで区別することは妥当でないと考える。
3	BB 格以下の社債については、「基本的に付与すべきコベナント」の付与を求めることが適当と考えられる。 一方で、BBB 格の社債について「基本的に付与すべきコベナント」の付与を求める場合は、社債発行を阻害することのないよう、投資家保護の観点から必要な場合にのみ、付与を義務付けるべきと考える。 社債発行は、資本市場の原理に則って行われるものであり、その商品性は発行体・投資家間の市場での合意に基づくことを原則とすべきと考える。過度な規制の導入は、社債発行の妨げとなり、社債市場の活性化に逆行する懸念がある。
4	・資料では対象となる格付を<u>銘柄格付</u>としていますが、取得している<u>銘柄格付</u>が BBB 格[／BB 格]相当以下乍ら、他の信用格付機関で A 格[／BBB 格]相当以上の<u>発行体格付</u>を取得している場合、「基本的に付与すべきコベナント」を付さない[／ダブルトリガーを付す]ことは許容されますか（許容されない場合、相対的に高い格付を付与する信用格付機関の選択を誘因することに繋がること懸念されます。ここは、問 3－2 の「エクスプレイン」で整理することも考えられると思料致しま

番号	意見
	す)。 ・信用格付を取得していない場合（無登録格付機関からのみ格付を取得している場合を含みます。）や、信用格付を期中に取り下げた場合の取扱いについても検討する必要があるのではないのでしょうか。
5	除外対象に、1. シニア債であっても金融規制資本に該当する商品（例：TLAC シニア債等）全般、および2. サムライ債を追加すべきと考えております。理由は以下のとおりです。 1. チェンジオブコントロール条項の発動時に償還されてしまうことが金融規制上および/または格付評価上における資本性評価に支障をきたすことが想定されるため、除外をご検討いただきたいと考えております。 2. 除外いただきたい理由については問 1-2 の回答にて詳述しております。 なお、サムライ債がコベナントの付与等の確認を行う対象となる場合は、会合資料 P.7 に記載されている金商法上の「信用格付業者」から格付けを取得しておらず、無登録格付（信用格付業者に係る指定関係法人から取得する格付けを想定しております。）のみを取得しているサムライ債発行体を考慮して、参照する格付の対象を無登録格付も含む形に拡大の上、Moody's、S&P、Fitch 等の格付についても「BBB 格」又は「BB 格以下」を基準とすることが妥当かについて検討が必要となると考えます。 また、外債（本邦発行体が海外市場で発行する社債）については、引受規則の適用外であるため本規定も対象外と理解しておりますが、その理解でよいか念のため確認させていただければと思います。
6	BBB 格の発行者にとって、コベナントの付与が大きな懸念となるようであれば、却って発行を阻害することとなり、発行市場が縮小してしまう結果になりかねません。 そのため、本施策を進める場合は、社債発行を行う会社への説明と理解を得るための対応が必要になるものと考えます。 また、発行体及び引受審査の負担が過度にならないよう、発行時における審査対応についても配慮が必要と思われます。
7	コベナント無しで既に起債実績のある発行体やコベナントなしで十分に発行できる発行体に対して一律にコベナント付与を義務付け、さらに引受審査において付与等の確認を行うという対応は非効率であり、引受審査等が確認するものではないと思料します。発行体と投資家の間や投資家の要望を理解する立場にある債券資本市場部等でコベナント付与の是非の議論をするのが効率的であると考えております。

問 1－2 P. 7 その他

会合において、サムライ債の取り扱いについてご意見がありました。基本的に付与すべきコベナント（チェンジオブコントロール条項、レポーティングコベナント）の付与状況の確認対象に該当するサムライ債（BBB 格以下）の今後の引受の見込み（見込みの有無及び、有の場合には年間でのおおよその件数）についてご教示ください。また、サムライ債の実態等踏まえ、上記コベナントの付与状況を確認する対象にサムライ債を含めるべきか否か、ご意見等ありましたら、その理由とともにご回答ください。

※ 現行の引受規則第 2 条第 2 号イにおいて定義される「社債券」は、「外国法人の発行する証券又は証書で社債券の性質を有するものを含む」とされている。

また、その他、対象に含めるべき／除外すべきと考えられるものがありましたら、その理由や、当該社債が今後どの程度確認する対象に該当すると見込まれるか、とともにご回答ください。

番号	意見
8	サムライ債が社債券に内包される現行の引受規則（引受審査の項目や手続等）を前提にした場合、コベナントに限ってサムライ債を他の社債券と異なる扱いをすることは適切ではないと思料します。
9	発行者の国籍で一律に除外することは適当でないとする。 他方で、内国会社に比べてモニタリングの難易度は高いと考えられ、取得する投資家も限定的であること、発行者によっては今回検討されている対象となるコベナントが付されていることなどを考慮すると、ケースバイケースではないかと思われる。 問 1-1 にも記載したが、発行者の状況、想定する取得者（社債権者）等によって設計される商品性の問題と考えられ、外形的要素で一律に定めるものではないとする。
10	サムライ債（BBB 格以下）の引受見込みは、（海外格付も判定対象になる前提であれば）A 格を持っているところが多いため、現在のところ年間 3～4 件の見込みです。 海外格付が判定対象とならない場合、かつシニア債よりも 1 ノッチダウンする TLAC 債も規制対象となる場合には、更に増える可能性があります。 サムライ債につきましては、対象から除外すべきと考えます。

番号	意見
	発行体の本国市場やユーロ・米国市場で発行するスキームよりも厳しいコベナントを要求するのは非現実的であることと、海外発行体の多くは既に COC 条項を入れているケースが殆どと思われることから、改めて義務化しなくてもよいと考えます。もし対象とするのであれば、 ①本国市場等で COC 条項を付与してる場合は、その COC 条項と同等の内容をサムライ債でも付与することで良いとすること。これは、例えば上場廃止トリガーを本国でつけていない場合に、円債市場のためだけに当該トリガーを入れよ（日本投資家だけ優遇せよ）、と要求するのは非現実的であるため ②ソブリン・準ソブリンを含まなくてよいことの明確化 ③サムライ債については、信用格付業者による信用格付に加えて、外国格付業者による格付も対象として判断すること（例えば海外発行体が取得しているのはムーディーズ・ジャパンによる信用格付ではなく、米国 Moody's による無登録格付） ④TLAC 債等のバйлインツールを内包した債券も対象外にすること について、追加検討が必要かと思います。
11	サムライ債（BBB 格以下）の今後の引受見込み ・・・現時点では不明。上期であれば 3 銘柄。 非居住者についてはコベナントの平仄をグローバルで平仄を取る傾向にあるため、日本だけ特別扱いは難しく、本件の付与すべきコベナントの対象外とすべきと考える。
12	・ BBB 格相当のサムライ債案件は、数年に 1 件程度 サムライ債については、コベナントの付与状況を確認する対象にサムライ債を含めるべきではないと考えています。 （理由） 外国会社の場合には、本国やユーロ債（Reg S）のマーケットで適用する要項については、ファームポリシーに近いレベルで固めておりますので、日本のマーケットでだけ適用するコベナントを強要すると、日本の債券市場への誘致に大きな影響があると考えています。 また、日本では金商法上の継続開示義務しか負っていない外国会社に議題の事例として挙がっているようなレポーティングコベナントを課すのはオーバーディスクローズであり、外国会社が了解するかは不詳です。

番号	意見
	・「対象に含めるべき／除外すべき」の観点で、以下イ) ～ホ) の認識で宜しいでしょうか。 イ) 発行者の発行体格付やシニア債の銘柄格付が BBB 格相当[以下]であっても、「劣後特約付社債」は、「対象となる社債」から除かれる ロ) TLAC 債は「劣後特約」は付されていませんが、「対象となる社債」から除かれる ハ) BBB 格相当[以下]の担保付社債の場合、社債権者保護には影響ないので「対象となる社債」から除かれる ニ) 担保付社債が「対象となる社債」から除かれていることを勘案すると、流動化証券や信託社債も「対象となる社債」から除かれる。 ホ) 「私募債」は、引受規則の対象外であり、同様の論点はあるものの、「対象となる社債」から除かれる。
13	1. コベンツの付与状況の確認対象に該当するサムライ債 (BBB 格以下) の今後の引受の見込み ✓ これまで、シングル A 格以上の発行体による起債が多く、目先のトレンドも急に大きく変わることはなく、基本的には確認対象となるものはないと考えております。 ✓ 但し、サムライ債市場の発展・拡大、本邦投資家の為に多様な選択肢を確保する観点からは、潜在発行体による起債が考えられ、国内外で主要タームの不整合(後述参照)が生じないようにするべきであると考えます。 2. コベンツの付与状況の確認対象にサムライ債を含めるべきか否か 以下の理由から、サムライ債については明示的に対象外とすることが適切と考えます。また、現在(本枠組みの対象外となっているソブリン、国際機関および政府系機関等 (SSA) を除いた) 外国法人により発行されているサムライ債の大宗を金融機関が発行する MREL および/または TLAC 債が占めており、下記の理由からもとよりわけ MREL および/または TLAC 債が格付基準によりコベンツの付与の確認対象となる制度とすることは避けるべきと考えます。 ✓ 他市場で発行されるタームとの不整合: サムライ債の社債要項の主要なターム(例: 債券の地位、ネガティブプレッジ、償還事由、債務不履行事由、コベンツ)は、発行体が発行する同一クラスの社債の投資家の権利内容に不平等を生じさせないため、発行体が本国およびその他の市場でグローバルに発行している社債間で同等の内容とすることが原則となります。従って、日本で発行されるサムライ債についてのみ、追加のコベンツを設定することは、グローバルで見て投資家間の不平等を招くため、発行体がサムライ債の発行を躊躇する要因となり、<u>サムライ債市場がグローバルな資金調達市場として選択されなくなる要因となる可能性があります。</u> ✓ Capital Requirements Regulation、TLAC Term sheet との不整合: 現在 SSA 以外の発行体によって発行されているサムライ債の大宗を FIG による MREL および/または TLAC 調達で占めています。MREL に関する Capital Requirements

番号	意見
	Regulation (CRR)ⁱ及び TLAC に関する TLAC Term Sheetⁱⁱでは MREL または TLAC 債務として以下の適格要件を定め、金融機関の損失吸収力を安定的に維持させる観点から投資家によるプットオプションの設定に制約を設けており、潜在的に投資家にプットオプションを付与する可能性を生じさせるチェンジオブコントロール条項はこれらの規定に抵触すると考えられます。 MREL および/または TLAC 債を発行しているサムライ債のうち現時点で「BBB 格」又は「BB 格以下」基準に抵触する銘柄は無いため(但し、格付基準の適用にあたり信用格付を取得していない銘柄については、無登録格付を参照しています。)直ちにこれらの発行体に同条項を求める事態にはならないと思われませんが、<u>グローバルな金融資本規制が求める要件と整合の取れない要件が、外形基準により外国金融機関に適用される余地を残す制度とすることは避けるべきであり、その観点からも外国金融機関がメインプレイヤーとなっているサムライ債は明示的に本制度の枠組みから除外することが適切と考えます。金融機関の損失吸収規制は社債投資家に損失を吸収させて預金者を保護することがその目的の出発点であり、社債投資家に早期に保護を提供することを目的とした本制度とは整合しない点も多く、後者の観点からの審査を MREL および/または TLAC 債に対して適用する制度とすることは避けるべきと考えます。</u> CRR 72b (h) the liabilities are not redeemable by the holders of the instruments prior to their maturity, except in the cases referred to in Article 72 c (2)ⁱⁱⁱ; (中略) (j) the liabilities may only be called, redeemed, repaid or repurchased early where the conditions set out in Articles 77^{iv} and 78a^v are met; (中略) <u>(l) the provisions governing the liabilities do not give the holder the right to accelerate the future scheduled payment of interest or principal, other than in the case of the insolvency or liquidation of the resolution entity;</u> TLAC term sheet 9. ELIGIBILITY CRITERIA <u>e. not be redeemable by the holder (i.e., not contain an exercisable put) prior to maturity⁸; and</u> 8 As an exception to this principle, an instrument that includes a holder redemption option allowing the holder to redeem the instrument prior to the original stated maturity may be TLAC-eligible if it meets the one year minimum residual maturity threshold. The maturity of the instrument would be defined for this purpose as the earliest possible date on which the holder can exercise the redemption option and request redemption or prepayment of the

番号	意見
	instrument. The date must be specified as a date certain in the instrument. また、ご質問の趣旨とはずれのかもしれませんが、低格付け社債市場の拡大に向けた効果的な対応を今後も検討していくため、どのような商品性であれば低格付け債を購入しやすくなるのか、投資家の具体的なご意見を引き続き収集いただけますようお願いいたします。
14	対象となる有価証券は明確にしておく必要があるかと考えております。格付を基準とする場合、サムライ債の他、ストラクチャードファイナンス等についても、対象となるか確認しておきたいと思います。 一方で、種別ごとに検討すべき項目がないかにも留意が必要かと思えます。 例えば、サムライ債の場合であれば、海外発行体が日本市場を敬遠する要因にならないようにしておくことも必要かと考えられます(グローバルスタンダードから大きく外れていないかどうかなど)。
15	弊社において、1件引き受ける可能性のある案件がありますが、当該案件においてコベナントを付与する予定はなく、付与無しのまま進む可能性があります。このような現状をふまえても、付与を義務化するべきものではないと思料します。
16	「サムライ債において BBB 格の事例は相応にあるとの認識です。 サムライ債の実務では、債券者間の公平性を確保する観点から本邦外での発行時のタームとそろえる形とすることが一般的であり、一律にコベナント付与の対象とすることには支障があると考えられます。 劣後債については対象外とされとのことですが、フランスの金融機関が発行する Non-Preferred Senior 債（BBB 格の事例あり）のような債券の取扱いについて明確化が必要と考えられ、また、近時の発行事例はないものの、無格付けの JBIC 保証債の取扱いも課題となるものと考えられます。 以上の点を考慮すると、サムライ債についてはコベナント付与の対象から除外することが望ましいものと考えられます
17	サムライ債については近時引き受けを行っておりませんので、発言をすべきところではないかと存じますが、同様に取り扱うというのは現実的ではない場合もあるのではないかと拝察しております。
18	弊社は現時点においてサムライ債の引受は行っておりませんので、今後の引受の見込みはございません。また、後段の質問に関して特に意見等はございません。

問2 対象となるコベナントについて（会合資料P. 8～14）

問2-1 P. 8～10 チェンジオブコントロール条項について

チェンジオブコントロール条項に係る発動事由や効果の案について、会合資料P. 10の論点の内容も踏まえ、ご意見等ありましたらご回答ください。

番号	意見
19	意見無し（3社）
20	便宜的に会合資料P. 10の論点に上から順に番号を振らせていただき、回答させていただきます。 「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）に沿った内容であり、異論ございません。 2012年に貴協会より発出された「コベナントモデル（参考モデル）」に沿った内容と認識しておりますが、合併により消滅会社になった場合や、存続会社になっても実質的な消滅会社になった場合、会社分割によって主たる事業が分割された場合等も考え得るところ、これらも発動事由に含める必要性について検討してはいかがでしょうか。ユーロ円CBの同条項を参考にすることも一案かもしれません。 （ご参考：レゾナック・ホールディングスの2024年4月23日付プレスリリースより抜粋） 「組織再編等」とは、当社の株主総会決議（株主総会決議が不要な場合は、取締役会決議）により（i）当社と他の会社の合併（新設合併及び吸収合併を含むが、当社が存続会社である場合を除く。以下同じ。）、（ii）資産譲渡（当社の資産の全部若しくは実質上全部の他の会社への売却若しくは移転で、その条件に従って本新株予約権付社債に基づく当社の義務が相手先に移転される場合に限る。）、（iii）会社分割（新設分割及び吸収分割を含むが、本新株予約権付社債に基づく当社の義務が分割先の会社に移転される場合に限る。）、（iv）株式交換若しくは株式移転（当社が他の会社の完全子会社となる場合に限る。以下同じ。）又は（v）その他の日本法上の会社再編手続で、これにより本社債若しくは本新株予約権に基づく当社の義務が他の会社を引き受けられることとなるものが承認されることをいう。 - 保有割合が50%未満であっても実質的な支配権の移転が起り得ることが想定される場合や、逆に50%より高い水準でなければ支配権の移転が起り得ないと想定される場合といった個別事情がない限り、50%を基本とすることによ

番号	意見
	いのではないかと考えております。 4. 会合資料 P. 9 に記載のように「a または b のどちらかに該当した場合」（変化幅基準だけではなく絶対値基準も設ける）との定めであれば、90 日および 2 ノッチを基本とすることでよいのではないかと考えております。 5. ご指摘のように、理論的には期間の長い債券ほどヒットする確率が高まると考えられますが、「過度に発生しやすい」とは一概に言えないものと思います。一方、発行時点を起点とする場合、支配権の移転が生じる前の通常の格付け水準の変化も考慮することとなり、本条項の趣旨にはそぐわないと考えられますので、「発行時点から〔2 ノッチ〕下がっている場合」は不要ではないかと考えております。 6. 発行体にとってはコールオプションがあった方が使い勝手がよいケースも想定されますので、任意での付与は許容してもよいのではないかと考えます。ただし、コールオプションを付与する場合、需要に悪影響を及ぼし発行条件が悪化する可能性を考慮する必要や、償還価格について検討する必要があると認識しております。 7. 引受審査部門における確認事項が本条項の有無に限定されるのであれば、特にございませぬ。
21	・ P9 格付に係る発動事由の要素である「格付 2 ノッチ下げ」について、2 社より債券格付を取得していて、一方は 2 ノッチ下げ、他方は 1 ノッチ下げの場合には、（日証協資料 P9 中段枠内 a にも該当しない前提で）発動事由にヒットしないとの理解で良いでしょうか（定義の明確化が必要）。 ・ P9 格付に係る発動事由として、支配権移転／非上場化から「90 日以内に BB 格または 2 ノッチ下がった場合」を設定していますが、以下のケースはその効果の想定範囲でしょうか。 イ) 格下げは様々な経路が考えられ、その経路の違いで発動事由にヒットするか否かが変わることになります（イベント前後で 1 ノッチずつ下げるケースとイベント後に 2 ノッチ下がるケース等）。 ロ) ユニゾ HD の格下げは、2020/4/3 EBO 成立：BBB+、6/18 上場廃止：BBB+、9/10：BBB、12/21：BBB-、12/28：BB+の経緯を辿っていますが、この場合、当該発動事由にヒットしないことになります。 ・ P10 チェンジオブコントロールは発行体サイドの事由であることから、少なくとも社債権者に不利となる可能性のある

番号	意見
	償還金額が「各社債の金額 100 円につき 100 円／101 円」での「コールオプション」はなじまないと考えます。現在価値に割り戻した償還金額で償還することは考えられますが、国内事業債の繰上償還では現状実例はありません。満期償還までの利息を上乗せした価格については、社債権者集会の決議を経て行う繰上償還の場合に実例があります。 ・「非上場化」について、発行体のグループ内再編によって非上場となり、持株会社が上場となるケースもありますが、この場合もチェンジオブコントロール条項適用の対象となりますか。
22	〔50〕 %を超える議決権を単独で若しくは共同保有者とともに直接若しくは間接的に保有する株主が新たに出現した場合という事例を前提に置くと、共同保有者や間接保有の範囲については、丁寧な定義づけが必要と認識しています。 株式の保有状況は変動する可能性があり、変動に関して発行体が直接関与しない場合もあり得るため、留意が必要と考えています。
23	発動事由については、日数やノッチ数の妥当性についてはコメントすることができない。 なお、「上場廃止申請が行われた場合」とあるが、申請による廃止は非常に稀で、非上場化を企図したコーポレートアクションでは、上場廃止事由に該当する決議によって廃止となっているので、留意が必要と考える。 また、上場廃止事由の決議の時点なのか上場廃止日なのかについても検討が必要と考える。
24	コールオプションの付与については、組織再編の際に発行体としても繰上償還したい場合や、COC 条項（プット）発動で少額だけ残存してしまった場合の対処として非常に有効ですが、協会規則上にコールオプションに関する規定を置く必要はなく、発行体の希望があればこれを付与することを妨げないという整理で良いと考えます。
25	非上場化については、Optional でも構わないかと考えております。 COC 条項については、引受審査での検討というものには本質的には馴染まないものではないかと思料しております。
26	非上場化は含めなくても良いのではないかと。被買収による発行会社の予期せぬクレジットイベントについては投資家保護が必要であるが、非上場化については発行会社の意思も含まれる（経営戦略の一部）と考えた場合、その部分の投資家保護は不要ではないか。
27	コベナンツは発行体と投資家とで協議し合意する事項であるため、その双方の合意が得られていればチェンジオブコントロール

番号	意見
	ロール条項がなくとも問題無しと考えており、発動事由やその効果を引受審査の対象としてルール化すべきものではないと考えます。

問 2-2 P.11~14 レポーティングコベナントについて

レポーティングコベナントに係る発動事由や効果の案について、会合資料 P. 14 の論点の内容も踏まえ、ご意見等ありましたらご回答ください。

番号	意見
28	意見無し（5 社）
29	便宜的に会合資料 P. 14 の論点に上から順に番号を振らせていただき、回答させていただきます。 1. 会合資料 P. 11 に記載のように「a または b のどちらかに該当した場合」（変化幅基準だけではなく絶対値基準も設ける）との定めであれば、2 ノッチを基本とすることでよいのではないかと考えております。 2. 異論ございません。 3. ご指摘のように、理論的には期間の長い債券ほどヒットする確率が高まると考えられますが、「過度に発生しやすい」とは一概に言えないものと思います。b は非上場化による格付け水準の変化を考慮するためのものと考えますと、発行時点を起点とすることは必ずしも適切ではないと思われる一方、非上場化に至る経緯によって格付けがモニター指定される時点も変わることを考えますと、発行時点以外の適切な起点を定めることも難しいと思われるので、「過度に発生しやすい」とは一概に言えないことも踏まえ、発行時点を起点とすることはやむを得ないかと考えております。 4. 引受審査部門における確認事項が本条項の有無に限定されるのでしたら、特にございませ。
30	規則に落とすのであれば、「固定資産の譲渡又は取得」については金額基準を明記した方が良いと思います。
31	発動事由については（引受審査の観点では）特にない。 レポーティング事項については、原案では臨報提出事由との棲み分けなどとの整理が考えられる一方、非上場による開示の後退を避けるために、取引所の適時開示事項に準じる内容とすることも考えられる（業績予想の修正は、予想開示を止めていけば除く）。

番号	意見
32	・P12「適時のレポーティング事項」(a)で、「解散」が挙がっていますが、通常は期限の利益喪失の要件の一部なので、不要ではないでしょうか (P21 のコベナントモデル (2) (i) に期限の利益喪失が記載されており、ここに含まれると考えます)。 ・P13「適時のレポーティング事項」(b)で、提出遅延・延期申請は、有価証券報告書の他、半期報告書も含めては如何でしょうか。
33	本項についても引受審査での検討というものには本質的には馴染まないものではないかと思料しております。
34	2-1 (チェンジオブコントロール条項) の回答と同様でございます。

問2-3 P. 8～14 その他

資料に記載の内容のほか、チェンジオブコントロール条項及びレポーティングコベナントについて検討すべき事項がありましたらご回答ください。

番号	意見
35	・レポーティングコベナント発動時の開示の方法として、 イ)「定期的なレポーティング事項」は、発行体のホームページで開示する前提で宜しいですか (レポーティングを行うことになった場合、例えば、最初に掲載場所 (URL 等) を載せることが考えられます)。 ロ)「適時のレポーティング事項」の場合は、発行体のホームページで開示の上、保振の情報伝達ツールを用いることを推奨するレベル感で如何でしょうか。 ・レポーティングコベナントの発動後、レポーティングが実施されなかった場合の対応はどうなりますか (社債管理者・社債管理補助者が設置されていない場合、レポーティングが実行されているかの判断は誰が行いますか。「期限の利益」の請求喪失としますか。)

番号	意見
	・本論から外れますが、BBB 格／BB 格相当で、当初より適時開示が求められていない非上場会社が発行する場合には、特にレポーティングの義務はないという認識で宜しいでしょうか。 逆に義務があるとした場合、「BB 格相当」の非上場会社がその後上場した場合にレポーティングの義務がなくなる旨を定めることは許容されますか。

問3 引受審査における審査等の対応について（会合資料 P.15）

問3-1 P.15 引受審査における審査等の対応（案）について

引受審査における審査等の対応の案について、会合資料 P.15 の内容（問3-2 関係以外）にご意見等ありましたらご回答ください。

特に、会合における「引受審査部門において、適切なコベナントの付与がなされているか否かの評価を行うことは困難である」とのご意見に関連し、どの程度の内容であれば引受審査部門での対応が可能か（適切か否かの評価ではなく、資料に記載のコベナント付与の有無や社債権者保護の方策の内容確認といった事実確認であれば可能）、又は、どのような過程（部署）において適切なコベナントの付与がなされているか否かの評価を行うことが考えられるか等について、ご意見等ありましたらご回答ください。

番号	意見
36	意見無し（1社）
37	引受審査部門においては、対象となる社債に「基本的に付与すべきコベナント」が付与されているかどうか（有無のみ）を確認し、引受部門においては、コベナントの内容が適切か、また BBB 格相当の社債でコベナントが付与されていない場合にはコベナントがなくとも社債権者保護の観点で問題ないか、を確認・検討のうえ最終的な引受判断を行うことが考えられます。
38	・社債要項の一部であるコベナントは社債の商品性に係る事項であり、投資家と発行体のニーズに即して検討されるべきものと考えています。そのため、引受審査部門にて単なる事実確認を実施することは可能ですが、適切なコベナントの付与がなされているか否かの評価を行うことは困難であり、評価が伴わない事実確認を引受審査部門で実施する意義はないものと考えています。 ・今回、制定する規則の実行性確保を目指すのであれば、コンプライ・オワ・エクスプレインの手法を活用することが考えられます。具体的には、募集に際して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には発行者に対してその理由の公表を主幹事会員は要請する、と定めることが考えられます。 ・どのような過程（部署）において対応するかは別として、「適切なコベナント」のコンセプトを定めた上で、「適切か否か」の判断に資する明確な例示があるのが、望ましいと考えます。実務的には、発行体と折衝する部署（例えばデット・キャピ

番号	意見
	タル・マーケット部) が発行体に内容を説明できる、かつ、マンドート後に複数の主幹事間で見解の相違が発生しない、程度のレベルが望まれます。
39	コベナンツ付与の要否やその内容は、上流の提案・商品設計段階から発行体との協議が行われ内容を固めていくのがマーケットのプラクティスであり、下流の引受審査段階で引受審査部門が確認するものではないと考えます（従って、上流に關与する部署で評価や確認を行うべき）。下流段階で後付けの確認を行い、コベナンツの修正を行うこととなった場合はマーケティングをやり直す必要があり、発行体や投資家にも迷惑がかかり、避けるべきと思料致します。
40	あるべきものが無い、定着している実務から逸脱しているといったことであれば、引受審査部門から審査意見として述べることは可能であるが、発行者の状況や想定している投資家・社債権者の状況に照らして、社債権者保護の方策が有効であるか否かの評価を引受審査部門が担うのは困難であると思われる。 本質的には商品性の問題であり、法律的要素があるので、法務部門やコンプライアンス部門等の意見を参考にしつつ引受部門が評価することが考えられるが、依って立つルールが明確になれば困難であると思われる。自主規制ルールで何らか定めるか、会員内で基準を設ける（そのことを自主規制ルールで定める）等する必要があると考えられる。
41	活性化 WG 報告書における「コベナンツ付与の在り方」等の定められた一定のルールや内容に基づき、コベナンツ付与の有無といった事実確認を行うことは可能。一方で、どういったコベナンツが適切か又は付与すべきかどうかといった観点については、有価証券の引受けの可否というよりは、多分に投資家サイドでの許容度等によって左右されるものと思われることから、債券のセーラビリティの一要素として評価されるべきものと思料する。
42	会合で示された「引受審査部門において、適切なコベナンツの付与がなされているか否かの評価を行うことは困難である」とのご意見に賛同致します。一方、付与されるコベナンツの内容を統一的なルールとして定めたうえで、当該内容が付与されているか否かを外形的に事実確認することであれば、引受審査部門でも対応可能と思料します。 なお、個々の起債案件ごとに様々なコベナンツを可能とするような制度設計は円滑な起債運営に逆行する事態を誘発するものであり、最終的に社債市場の活性化を阻害する恐れがあるものと危惧します。コベナンツ付与は社債市場の活性化を命題とする一つの方策である以上、確認主体（部署）の如何にかかわらず、円滑な起債運営の妨げとならないよう、付与が義務化されるコベナンツはボトムラインとしての統一的（画一的）な内容にとどめるべきと思料します。

番号	意見
43	引受審査部門においては定められたルール通りに設定されているかどうかや設定されていない場合に理由を確認することは可能ですが、それらの妥当性や適切性について判断することは難しいと考えられます。(例えばBB格の社債においてCOCとレポーティングコベナントが付されていたとしても、それだけで社債権者保護として十分なのかという観点もあります。また、エクスプレインに関しては当該説明が妥当かどうかの判断基準が示されないと判断が難しいと思います。) 一方、例えば特定の投資家のニーズを把握してコベナントを設定する等商品性の向上を主目的に別途コベナントが設定された場合に、その妥当性を判断するのは困難ですが、否定する根拠もないと考えられます。 これらから、コベナントは引受審査部門が審査する事項ではなく、あくまでも商品性を構成する一要素と整理することが妥当であると考えます。
44	あるご発行体が発行する社債についてコベナントを付与するか・付与するとしてどのような内容のコベナントを付与するかは、商品設計・発行条件に係る内容であり、投資家または投資家のニーズを把握している債券資本市場部等が発行体との間で議論して決めるべき内容であると考えます。現在において、コベナントがなくとも投資家保護の観点から問題がないとしてコベナントなしで発行している社債がある中で、本改定に基づき付されたコベナントが社債権者保護のために「必要かつ適切なコベナントか否か」を引受審査で実質的に評価/確認することは難しいと考えます。事実の確認として、発行会社と引受証券で合意した内容が「証券情報」又は「特別記載事項」に適切に開示されているかを確認することは可能と考える余地はあるものの、形式的な確認にとどまり、実質的に意味のある引受審査にはならないことを懸念しております。
45	会合でも引受審査担当者から指摘があったように、コベナントは社債要項の記載事項であり、引受審査に案件が持ち込まれる前に既に検討及び設定されている性質のものである。開示上の問題点がある場合を除き、引受審査の知見を提供できる機会に乏しいのではないかと存じます。
46	引受審査においては、付与の事実確認にとどまるかと存じます。

問3-2 P.15 コンプライ・オワ・エクスプレインについて

会合においては、BBB格の社債にコベナントが付与されていない場合等の「コンプライ・オワ・エクスプレイン」の対応についてご意見がありました。当日のご議論も踏まえ、どのような場合であれば、基本的に付与すべきコベナント（チェンジオブコントロール条項、

レポーティングコベナンツ)の付与がなくても社債権者保護の観点で問題ないと考えられるか、想定されるケースがありましたらご回答ください。併せて、当該ケースをガイドライン等で明確化すべきか否かについてもご回答ください。

番号	意見
47	意見無し(1社)
48	他のコベナンツが付されていることにより社債権者保護が図られている場合を前提にしますと、格付維持条項や、トリガーを支配権の移転に限定しないプット条項の付与等が考えられます。またコベナンツではありませんが、親子会社や第三者の保証付債(支配権の移転が生じたり、財務状況が好転したりしても保証が継続される場合)も基本的に付与すべきコベナンツの付与がなくとも問題ないと整理して良いと考えます。(保証付債でBBB格以下はあまりないと思いますが)これらはガイドラインであくまで一例として示し、これと同等の債権者保護の効果があると考えられるものが該当すると目線を示すのが良いと考えます。
49	BBB格の多くのケースが付与がなくても社債権者保護の観点で問題ないと考えており、付与すべきケース自体が特殊な案件と想定(親会社のクレジット寄与がとて大きい場合、MB0の噂がある場合など)
50	・議論の前提として、起債において、「対象となるコベナンツ」の付与がなかった場合、引受証券会社は引受規則違反となりますか。また、「コンプライ・オワ・エクスプレイン」における「エクスプレイン」の部分は、対外的に公表するものではなく、付与しなかった場合の根拠や妥当性を総合的に判断し、社内記録に残しておけばよいですか。 ・社債権者保護の観点で問題ないケースとして、例えば、純資産維持条項/利益維持条項等の財務上の特約が付与されている、A格相当以上の親会社等からのキープウェルが付されている、近日中にA格相当以上への格上げが見込まれる(クレジットウォッチ)、他の信用格付機関や無登録格付機関でA格相当以上の発行体格付を取得している、資本性証券の発行が予定されておりクレジットの向上が期待できる、留保資産条項が付与されている、社債管理者(定期報告を受ける・調査権限がある)を設置している、セールスが「基本的に付与すべきコベナンツ」がないことを明示した上でもなお購入を希望する投資家に限定して販売する、は許容する余地があると考えます。 ・明確化することが必要と考えます。

番号	意見
51	例えば以下のいずれかを満たすことを含め、総合的に勘案のうえ引受判断を行うことが考えられます。 ① 条件決定日または発行日（の予定日）以前 X ヶ月間に、債券投資家に IR を行っている（「X ヶ月」は、例えば 3 ヶ月など、直近の業績・財務状態を知らしめされる時間軸で設定） ② 条件決定日または発行日（の予定日）の X 年前応当日以降、BBB 格相当を維持している（「X 年」は、例えば 3 年） ③ 条件決定日または発行日（の予定日）以前 X 年間に、有価証券届出書または発行登録追補書類を提出して募集した社債の総額が Y 億円以上（「X 年間」は、例えば 5 年、「Y 億円」は、例えば 100 億円） ④ 社債管理者または社債管理補助者を設置している ⑤ 現状、支配権に関する争いがない 想定されるケースについて、ガイドラインや Q&A 等において例示されることで、一定の判断基準に基づいた引受判断を行いやすくなりますので、明確化した方がよいと考えております。
52	ダブルトリガー等記載されているもの以外で想定できるものではありません。各社の判断に委ねるよりは社債権者保護の観点からどのようなものであれば問題ないかの例示や考え方を示していただいた方がいいと思います。
53	個社ごとに事情が異なるため、類型적으로ご回答する（そのような類型をガイドラインで明確化する）のは困難ではないかと考えます。
54	社債権者保護の十分性、妥当性の評価においては、様々な要素を考慮して評価するものと思われ、想定するケースを挙げることは現時点では困難である。 ガイドライン等で明確にすることについては支持するが、先にも述べたように外形的要素で一律に定めることはミスリードにつながるおそれもあり、基本的な考え方などを示す方が望ましいと思われる。
55	問 3-1 の通り、例外対応を誘発するような制度設計は避けるべきとの考えから、当該ケースを回答することは差し控えさせていただくとともに、当該ケースをガイドライン等で明確化することも避けるべきと考えます。
56	引受審査が確認すべき事項ではなく、発行体へ投資を行う機関投資家が各社購入をする前に確認すべき項目だと考えております。

番号	意見
57	当該事項については、引受審査よりも引受判断に関する事項と史料。

問 3－3 P.15 その他

資料に記載の内容のほか、引受審査における審査等について検討すべき事項がありましたらご回答ください。

番号	意見
58	これまでの起債実務においてコベナントが引受審査上の重要テーマとなるケースは専ら開示審査の範疇に収まるものでしたが（例：既存の銀行借入に付与されているコベナント内容の開示要否）、今回の制度概要案は付与されるべきコベナントの内容自体を引受審査の評価対象とするものであり、引受審査上の位置付けが一変するものと理解しております（必要とされる審査深度が一段と上がる結果、発行体負担を大きく増大させることが想定されます）。 社債市場の活性化（≡低格付け債の起債活性化）の方策としてのコベナント付与には賛同しますが、上述の趣旨から、付与されるコベナントは圧倒的多数の起債案件が網羅されるような統一的（画一的）な内容にとどめるとともに、引受審査における対応も外形的な事実確認にとどめることが適切と史料します。
59	引受規則上、社債券の引受審査項目には、既に「その他会員が必要と認める事項」（引受規則第 18 条第 1 項第 5 号）が定められており、コベナントに関して新たな審査項目を設けることには反対。
60	主幹事会員の対応としては、あくまで「引受判断」ということで、起債前に限定される（すなわち、期中にチェンジオブコントロール条項やレポーティングコベナントの発動事由に抵触しているかを確認する義務はない）という整理でよいですか。
61	問 3－1 に記載のとおり、コベナントは引受業務部門での確認とする方法等、商品性を構成する一要素として検討する方法が考えられると思います。 『引受規則第 18 条に定める引受審査項目として、例えば「社債権者保護の対応状況」を追加したうえで、引受細則において「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」等の具体化を図る。』とありますが、規則化の対象と考えているのはチェンジオブコントロール条項、レポーティングコベナントだけと理解していいのでしょうか。それともコベナント全般が対象でしょうか。コベナント全般が対象の場合は、従来の実務と大きく変更になる可能性があり、A 格以上の社

番号	意見
	債にも影響がでると思います。

以上

ⁱ <https://www.eba.europa.eu/regulation-and-policy/single-rulebook/interactive-single-rulebook/12674>

ⁱⁱ <https://www.fsb.org/uploads/TLAC-Principles-and-Term-Sheet-for-publication-final.pdf>

ⁱⁱⁱ Article 72 c

1. Eligible liabilities instruments with a residual maturity of at least one year shall fully qualify as eligible liabilities items.

Eligible liabilities instruments with a residual maturity of less than one year shall not qualify as eligible liabilities items.

2. For the purposes of paragraph 1, where a eligible liabilities instrument includes a holder redemption option exercisable prior to the original stated maturity of the instrument, the maturity of the instrument shall be defined as the earliest possible date on which the holder can exercise the redemption option and request redemption or repayment of the instrument.

^{iv} Article 77

1. An institution shall obtain the prior permission of the competent authority to do any of the following:

(a) reduce, redeem or repurchase Common Equity Tier 1 instruments issued by the institution in a manner that is permitted under applicable national law;

(b) reduce, distribute or reclassify as another own funds item the share premium accounts related to own funds instruments;

(c) effect the call, redemption, repayment or repurchase of Additional Tier 1 or Tier 2 instruments prior to the date of their contractual maturity.

2. An institution shall obtain the prior permission of the resolution authority to effect the call, redemption, repayment or repurchase of eligible liabilities instruments that are not covered by paragraph 1, prior to the date of their contractual maturity.

^v Article 78a

1. The resolution authority shall grant permission for an institution to call, redeem, repay or repurchase eligible liabilities instruments where one of the following conditions is met:

(a) before or at the same time as any of the actions referred to in Article 77(2), the institution replaces the eligible liabilities instruments with own funds or eligible liabilities instruments of equal or higher quality at terms that are sustainable for the income capacity of the institution;

(b) the institution has demonstrated to the satisfaction of the resolution authority that the own funds and eligible liabilities of the institution would,

following the action referred to in Article 77(2) of this Regulation, exceed the requirements for own funds and eligible liabilities laid down in this Regulation and in Directives 2013/36/EU and 2014/59/EU by a margin that the resolution authority, in agreement with the competent authority, considers necessary;

(c) the institution has demonstrated to the satisfaction of the resolution authority that the partial or full replacement of the eligible liabilities with own funds instruments is necessary to ensure compliance with the own funds requirements laid down in this Regulation and in Directive 2013/36/EU for continuing authorisation.

(後略)

Where an institution provides sufficient safeguards as to its capacity to operate with own funds and eligible liabilities above the amount of the requirements laid down in this Regulation and in Directives 2013/36/EU and 2014/59/EU, the resolution authority, after consulting the competent authority, may grant that institution a general prior permission to effect calls, redemptions, repayments or repurchases of eligible liabilities instruments, subject to criteria that ensure that any such future action will be in accordance with the conditions set out in points (a) and (b) of this paragraph. That general prior permission shall be granted only for a specified period, which shall not exceed one year, after which it may be renewed. The general prior permission shall be granted for a certain predetermined amount, which shall be set by the resolution authority. Resolution authorities shall inform the competent authorities about any general prior permission granted.

The resolution authority shall withdraw the general prior permission where an institution breaches any of the criteria provided for the purposes of that permission.