

「第1回 社債市場の活性化に関する懇談会 第1部会」議事要旨

日 時 平成22年9月1日（水）午後4時～5時35分

場 所 日本証券業協会 第1会議室

出席者 野村部会長ほか各委員

議事概要

1. 証券会社の引受審査の見直し等について（意見交換）

第1回会合ということで、証券会社の引受審査の見直し等について、次のとおり、野村部会長、日本証券業協会増井副会長から挨拶があり、事務局から配付資料の説明後、自由な意見交換が行われた。

【野村部会長 挨拶】

- ・ 昨今の資金調達では、我が国資本市場の活性化のためにも、投資者保護が非常に重視されている。現行のルールによって、我が国資本市場の活性化が妨げられているのであれば見直すべきであり、一方で、投資者保護の観点から、現行のルールが不足しているのであれば、その基準等を明確にしたうえで、さらなるルールの強化を図る必要があると考える。
- ・ 社債市場を活性化するための議論は、株式と比較すれば、深まっていないと感じている。第1部会（以下「本部会」という。）では、各委員の意見を可能な限り公平に取りまとめたいと考えているので、忌憚のない意見交換をお願いしたい。

【日本証券業協会 増井副会長 挨拶】

- ・ 平成21年7月、社債市場の活性化に関する懇談会（以下「本懇談会」という。）が設置され、同22年6月には、報告書「社債市場の活性化に向けて」（以下「懇談会報告書」という。）が取りまとめられた。非常に良い方向で議論が進んでいるが、今後の各部会での議論が、我が国社債市場の活性化に向け最も重要であり、日本証券業協会（以下「日証協」という。）としても、全力で取組んで参りたい。
- ・ 今後、各部会では、懇談会報告書を踏まえて、その内容を実施していくこととなるが、その実施に際しては、様々な問題があり、簡単なことではないと思うが、相当強い意思を持って前向きに取組む覚悟である。各委員におかれては、社債市場の活性化に向け、本当の問題点は何か、本当に必要な取組みは何か、忌憚のない意見をいただきたい。

【意見交換】

- ・ 発行会社の資金調達基盤の強化という観点、その為の資金調達ソースの分散という観点から、社債は資金調達手段の一つとして非常に重要な位置付けにある。社債市場を活性化することは、企業金融の観点から長年の課題となっている。
- ・ 1980年代の我が国社債市場は、担保付社債の発行が主流であり、当社は、高い格付けを有し、ユーロ市場で無担保債を発行できていたにも関わらず、国内市場では規制が厳しく、無担保社債を発行できない状態が続いていた。1994年以降の規制緩和により我が国社債市場でも、一般事業会社が無担保社債を発行できるようになったため、当社としても、毎年社債を発行し残高を積み上げてきた。事業債市場の残高は、95年の18兆円から2001年に50兆円の大台に乗り、2.7倍近く残高を増やしてきたものの、その後は伸び悩み、2007年まで52兆円前後で推移していた。現状、リーマンショック後、金融機関の貸し出し余力が低下したことを受け、世界的に資本市場調達へのシフトが加速、我が国でも一般事業会社の大型起債が相次いだこともあって、2010年3月末で59兆円まで残高が増えたが、間接金融市場と比較し社債市場全体の発行残高は依然として小さいまま留まっている。
- ・ 本懇談会の議論は、非常に貴重であり、今後の我が国社債市場をさらに拡大する上で大きな前進である。本部会においては、我が国社債市場の活性化に貢献できるように、議論に参加させていただきたい。
- ・ 当社は、多額の設備投資資金について社債を中心に調達しており、今後とも、資金ニーズは非常に高水準であると見込まれるため、引き続き、社債市場を活用させていただきたい。最近数年において、当社では、社債償還年限の多様化への対応、起債運営の改善及び投資家との双方向コミュニケーションの充実といった観点から、様々な取組みを進めており、社債市場の動向について、大変強い関心を持っている。
- ・ 懇談会報告書は、一層効率的で透明性の高い社債市場の実現に向けた課題が適切に取りまとめられている。我が国社債市場は、国際化の観点からも、この課題の解決に向けて、市場関係者において積極的に検討を進めていかなければならない。
- ・ 本懇談会では、相当先鋭的な議論が行われていたと感じている。先鋭的な議論は、非常にスリリングであり面白いことであるが、本部会においては、「その議論とは、誰が願っていることであるのか。誰のメリットに繋がっていくことであるのか。」などが置き去りとされないように議論願いたい。

- ・ 「証券会社の引受審査の見直し等」の議論は、業務内容において、証券会社が中心となって検討すべき内容であると思われるが、銀行の立場としては、本部会の議論によって、顧客である事業法人の資金の調達環境に対してどのような影響を与えるのかが最も大きな関心事であるため、その観点から議論に参加させていただきたい。
- ・ 証券会社は、発行会社に対する継続開示審査や起債時の審査に関する作業を行っている。
- ・ 「証券会社の引受審査の見直し等」の論点は、現状、決算短信の発表から有価証券報告書の提出までの間は起債のウィンドウが開いているものの、四半期決算短信の発表から四半期報告書の提出までの間は起債のウィンドウが狭い取扱いについて、今後、どのように検討するのがポイントではないか。
- ・ 本部会においては、懇談会報告書にある「証券会社の目論見書の使用者義務の確実な実施の問題」や、日証協が定める「有価証券の引受け等に関する規則」、監査法人における金融商品取引法（以下「金商法」という。）上の各種書類のレビューの範囲などについて、総合的に整理しつつ、具体的な取組みの中で検討する必要があると考えている。
- ・ 証券会社としては、引受審査に伴い起債のウィンドウが狭くなることを回避したいと考えているものの、現行のルール等を踏まえれば、引受審査として行わなければならないこともあるため、今後、その点について議論を行わせていただきたい。
- ・ 引受業務に従事する証券会社の立場として、長年にわたり「どのようにすれば我が国社債市場に多くの発行会社を呼び込むことができるか」について取組んできており、その成果は少しずつ上がっていると思うが、途半ばであると感じている。今後、本懇談会及び各部会の議論を通じて、我が国社債市場の参加者が増える方向で成果が出ることを切に願っている。
- ・ 企業が普通社債の発行を検討する際は、調達手段として間接金融と直接金融を比較することになるため、直接金融における手続面の煩雑さが避けられない問題となる。一部の発行会社では、引受審査に関する事務の手間や情報開示に関する責任の問題などから、社債の発行について消極的に考えているが、これらの問題が幾らかでも改善されるのであれば、発行会社の拡大に繋がるのではないかと考える。
- ・ 我が国の社債発行市場では、国内の機関投資家向けの社債がほとんどであると認識している。機関投資家向けの社債の発行に関する引受審査の手続及びその手続に付随する様々なルールは、基本的にエクイティ関連証券や個人投資家向け債券の発行の場合と同じ精神の下に定められているが、その妥当性を議論しても良いのではないかと思う。証券会社が引受審査

の手続において確認する内容と、実際の社債の購入者が確認を求めている内容は、ポイントが異なるかもしれない。

- ・ 「証券会社の引受審査の見直し等」の論点としては、「市場の規制を緩めることによって公募債市場に対する投資家の期待が維持されるのかどうか」や、「引受証券会社に求められているデューディリジェンスとは何であるのか」などがポイントであると思う。引受証券会社がデューディリジェンスを行わないとみなされる状態に近づいた場合は、我が国社債市場への投資家の参加が大幅に減少することも危惧されるため、投資家が公募債市場に求めているものを十分に踏まえ、議論を行わせていただきたい。
- ・ 「証券会社の引受審査の見直し等」の議論としては、日米の法制度や運用を比較すれば、似ている部分が多いと思うが、法的責任を比較すれば、若干違う部分があるため、その部分は検討すべきであると思う。
- ・ そもそも、引受審査とは我が国特有の制度であり、その引受審査の存在によって、我が国の投資家が育っていかなかったことを踏まえれば、「今後、証券会社においては、どのような目線で審査を行わなければならないのか。」といったことは論点の一つであると思う。
- ・ 証券会社の引受審査の立場から見て、数年来、四半期開示制度、内部統制報告制度及び確認書制度が講じられてきたことから、発行会社では、様々な財務情報の品質管理に関する負担が増加していると認識している。
- ・ 当社では、平成 18 年以降の引受審査に関する法令規制等の新設及び強化に関する議論に参加しているが、その議論の際は、審査の独立性や厳格化について、非常に議論を戦わせて法令規制等が制定・改正されたと記憶している。本部会においては、これまでの厳格化・規則化の議論ではなく、簡素化・弾力化の議論であるため、少タイメージが浮かびづらいものの、本部会に参加されている投資家、発行会社及び監査法人などの意見を踏まえながら、検討を行わせていただきたい。
- ・ 「証券会社の引受審査の見直し等」の議論では、「機動的な社債の発行を目指している発行登録制度とは、一体何であるのか。」について、そもそも、検討課題のスタートになるのではないかと考えている。
- ・ 平成 18 年に日証協の「有価証券の引受け等に関する規則」が改正されて、引受審査の責任が明確化されたことから、引受証券会社としては、投資者保護並びに十分な審査期間の確保が課せられたと感じている。そのような状況下、引受証券会社では、「引受審査は硬直化

した部分があるのではないか。」又は「引受審査が社債の発行を阻害しているのではないか。」といった指摘を受けていると認識している。一方で、「引受審査は不要ではないか。」といった考え方は、少し度が超えていると思われるため、この考え方と現行のルールとの間で、バランスを取ることが重要であると思う。このバランスを取る中で、発行登録制度の下での審査のあり方について、コンセンサスが得られることが一番理想的ではないかと考える。

- ・ 発行登録の継続開示審査の実務では、証券会社の審査部門と各々の発行会社との間において、審査の対応、期間、内容及び頻度などが統一されていない状況である。そのような状況下、我が国では、四半期開示制度が導入されたことから、懇談会報告書において「証券会社の引受審査の簡素化・弾力化が必要である。」と提言されているのではないか。本部会においては、今後、この議論を深める必要があると思う。
- ・ 懇談会報告書では、今後、本部会において検討すべき取組みとして、① 証券会社の引受審査の枠組み、② コンフォートレターの位置付け・取扱い、③ 金商法による責任分担の明確化・徹底があるが、各々の内容は重要な議論であり、特に、金商法上の引受責任について明確にする必要があると考えている。具体的に言えば、引受証券会社と監査法人の間の役割、あるいは責任分担を明確化する議論や、現在、各証券会社ではコンフォートレターの記載内容に応じて相当異なる対応であるといった状態についても、議論を深めていきたい。
- ・ 本部会では、証券会社の法務部門の立場から、法的な要請や責任による枠組みと実務的な枠組みとの間の調整、各当事者間の責任の明確化といった非常に大きな枠組みについても、各当事者間の調和の取れる方法で、議論を行うことができれば良いと考える。
- ・ 例えば、欧州におけるMTN (Medium Term Note) では、起債状況の柔軟性を高める取組みが行われていることから、その点についても検討できれば良いと考える。
- ・ コンフォートレターについては、対象財務数値に丸付けをするなど簡易な方法で特定をすることによって監査法人の作業を効率化することも考えられます。
- ・ さらに発行体の負担の軽減化の観点から、口頭による引受審査の実施を一部導入することも検討できるのではないかと考える。
- ・ 日本公認会計士協会では、コンフォートレター専門委員会が設置されており、その委員会では、発行会社の開示責任、証券会社の引受責任及び監査法人の監査責任について、各々の責任を明確化するための議論が行われていた。社債市場を活性化するためには、各々の責任を明確化することが重要である。

- ・ 懇談会報告書では「社債の機動的な発行の確保を図るための取組みとしては、コンフォートレターの位置付け・取扱いの検討が必要である。」とあるが、監査法人としては、引受証券会社が引受責任を負うことを考慮して、短期間で、適時に十分な手続を実施した結果について、コンフォートレターといった形式で提出することを検討できるのではないかと考える。
- ・ 監査法人としては、適時に十分な手続でコンフォート業務を行わなければならないが、監査法人の作業時間の短縮化を図るため、次のとおり、コンフォートレターの見直しが検討できるのではないかと考えている。
 - ① コンフォートレターの内容は、例えば、リスクに応じた記載内容とする。
 - ② コンフォートレターには、現在コンフォート業務において確認する項目を文章で長々と記載しているが、その文章に代えて、何らかの法定開示書類等のコピーを添付する。
 - ③ コンフォート業務は非監査であることから、監査法人と発行会社との間では、別途、委嘱の手続を行っているが、リスクに応じて、委嘱手続の簡素化を図る。
- ・ 「コンフォートレターの位置付け・取扱い」では、各委員から、「コンフォートレターが必要であるのか、それとも必要ではないのか。」といった幅広い意見があり、今後、各市場関係者の立場の意見を確認した上で、その意見の着地点を見つけるべく、議論を行っていきたい。
- ・ 大手機関投資家（投信投資顧問会社）として、主に公的年金や企業年金から運用資金を受託し、A格からBBB格の社債で多額の資金を運用していることから、本部会では、現場で社債を運用する立場として率直な意見を申し上げたい。
- ・ 現場で社債を運用する機関投資家から見て、四半期開示制度導入後において、業務の繁閑が顕著になったと感じている。つまり、1年間のある一時期に、起債が非常に集中することから、いわゆる季節労働者のような業務を強いられている状況である。また、A格やBBB格の発行会社には多様性がないことや、低格付社債の発行が少ないことから、社債のポートフォリオの分散を図ることは非常に難しい状況である。
- ・ 我が国社債市場に占める多くの社債は、1億円単位で販売される財務代理人（FA:Fiscal Agent）設置債が殆どであるため、個人投資家が、FA債を買うことは殆どないと思われる。FA債の発行に際しては、監査法人による発行会社の財務諸表の確認、格付会社による相応のレビュー及び機関投資家自身による社内リサーチが行われているとともに、引受証券会社によるスクリーニングも行われており、機関投資家としては、非常に有り難く思っているが、

これらの複数の者による確認は、業務が重複しているのではないかと思う。

- ・ 引受証券会社において過度な引受責任が課せられているのであれば、直ちには、その制度の改正は難しいかもしれないが、今後、その制度を見直す余地があるのではないか。若しくは、市場慣行を見直す余地があるのではないか。本部会においては、これらの点について、議論を行わせていただきたい。
- ・ 証券会社の引受審査は、投資者保護のための役割もあるが、同時に、投資家の選択肢が広がるように、社債市場の活性化が図られるように制度が見直されていくことには、大いに賛成である。しかしながら、「引受審査の仕組みを変えれば、我が国社債市場の発行量が増えるのか。」と言え、そうではないと思う。ただし、我が国社債市場の発行量が増えたときに、引受審査がボトルネックとなつてはならないと考えていることから、現段階から証券会社の引受審査の簡素化・弾力化を検討しなければならない。
- ・ 証券会社の引受審査の簡素化・弾力化を図る前提として、引受審査の拠り所としている金商法第17条（虚偽記載のある目論見書等を使用した者の賠償責任）及び同法第21条（虚偽記載のある届出書の提出会社の役員等の賠償責任）に関する問題をクリアにする必要があると考える。これらの条文の議論は、昭和の時代から学説が分かれているが、神崎先生、河本先生の学説に基づき、当時の大蔵省の指導の下、財務諸表について公認会計士又は監査法人が監査証明を行ったうえで、さらにそれに上乗せする形で、引受証券会社が財務諸表を確認する仕組みとなっている。
- ・ 「金商法による責任分担の明確化・徹底」については、社債発行時における市場関係者の役割分担を明確にするとともに、その責任分担のあり方について見直すべく、法令での手当まで行うといった踏み込んだ議論を行わなければ、実効性のある改善策はできないと考える。具体的には、引受証券会社では、法令の手当に伴い財務諸表の確認を行わなくなるのではなく、有価証券届出書の作成関係者の立場あるいは目論見書の使用者の立場として責任を果たしたいと考えており、その責任が明確化する方向で法令が手当されるべきであると考えている。
- ・ 本部会では、「金商法による責任分担の明確化・徹底」に関する検討を行ったうえで、「コンフォートレターの位置付け・取扱い」に関する検討を行う必要があると考える。財務諸表などをフォローするコンフォートレターは、現在、日本だけの特異性をもったものになってしまっているため、コンフォートレターの位置付けをグローバルスタンダードに戻す方向で議論を行っていきたい。

- ・平成19年4月の「監査人から引受事務幹事会社への書簡」要綱の改正では、引受証券会社及び市場関係者の立場からは、発行時におけるデューディリジェンスについて監査人が撤退しているイメージを受けている。当時の議論では、エンロン事件を契機とした監査法人の責任限定の問題が浮上していたため、その問題を優先して検討が行われ、ゲートキーパーとしての役割が軽視されたのではないかと思う。引受証券会社としては、改めて、コンフォートレターについて、監査人のネガティブ・アシュアランス（消極的保証）が付される書簡に戻す方向で議論を行っていきたい。
- ・「監査人から引受事務幹事会社への書簡」要綱の改正は、日証協と公認会計士協会との間で調整を行わなければならないが、この調整に際しては、是非とも金融庁に關与していただきたい。平成19年4月の「監査人から引受事務幹事会社への書簡」要綱の改正時は、両協会の立場が異なることから、両者の議論が平行線の状態であった。今後の同要綱改正の際は、我が国資本市場全体に対する責任といったことを考えた上で取りまとめるべきであると考えらる。
- ・懇談会報告書では、引受審査を行うことから、「社債の起債可能期間の制約・起債の集中化が生じ、機動的な発行が制約されている状況となっている。」との指摘があるが、当社としては、この指摘について誤解であると考えらる。引受証券会社としては、発行登録制度において、機動的な発行ができる状態を確保すべく、新たな参照書類が提出される都度、効力停止期間中に引受審査が完了することを目標として業務を組み立てている。ただし、引受証券会社では、すべての銘柄において、その目標が達成できているわけではない。
- ・当社では、今回、当社の継続開示審査を受けていて頻繁に多くの社債を発行している企業を対象として、1年間でどの程度の審査日数を要しているのかをカウントしてみた。その結果は、平成21年の実績で、多くの社債を発行している企業の審査累計日数は最短で10日であった。有価証券報告書及び四半期報告書の提出に伴う効力停止期間は約5日間であるため、最短で10日間の審査期間と比較すれば、四半期開示制度導入に伴い、起債ウィンドウは狭くはなっていないと思う。ただし、審査累計日数が10日間の企業もある一方で、審査日数が55日間や58日間の企業もあった。審査累計日数が多くかかる理由は、そもそも、社債の発行予定がなければ、引受証券会社も企業も審査日程に余裕を持たせて、審査を行っているためであると考えている。
- ・「起債ウィンドウが狭くなっているのではないか。」といった問題は、証券会社の引受審査が原因ではないのではないか。社債の発行期間中又は払込直後において、新たな情報が開示されることについて、発行会社及び投資家が好まれるか否かの問題だと思う。社債市場が

活性化し、発行市場が繁忙となったときには、発行会社及び投資家が好まない起債ウィンドウを使わなければならなくなるため、本部会では、発行市場が繁忙となったときに対応できる仕組みについて、議論を行わせていただきたい。

- ・ 当社に、発行登録を行っていただいている継続開示会社数は250社程度であるが、そのうち発行登録制度を利用した会社は、平成21年実績で102社であった。なお、当社の引受審査が厳しいことから、社債の発行が行われなかったことではないため、念のため申し添えたい。
- ・ 発行登録制度を利用している企業の中には、社債の発行を予定していないにもかかわらず、継続開示審査を依頼されていることもあり、不要な審査時間やコストをかけていることも事実である。この点は、今後、根本的に見直す必要があると思う。
- ・ 本部会では、社債市場が活性化した際に、適正な審査手続が行えるような仕組みを議論していきたい。
- ・ 我が国社債市場において、効率化を図ることができる市場慣行は、論点を洗い出したうえで見直しを行うことが非常に有益である。
- ・ 発行会社では、社債の発行条件決定（ローンチ）から払込みまでの間に四半期報告書の提出がある場合（いわゆる「マタギ」）において社債の発行を避ける傾向にある。このような傾向は、四半期報告書制度導入前の半期報告書制度においては、特段、見受けられなかったことから、今後、この解消を図るべく議論を行っていきたい。
- ・ 「証券会社の引受審査の枠組み」の議論において、「四半期報告書の継続開示審査は、有価証券報告書提出時の継続開示審査と異なり、同じ様に時間を要していない。」との意見があったが、発行会社から見れば、有価証券報告書の提出時と同様の継続開示審査を受けている印象であり、四半期開示制度の導入に伴う審査期間の拡大とマタギの問題が組み合わせられることによって、起債ウィンドウの制約を非常に感じている。具体的に言えば、多くの3月決算会社では、本年8月に第1四半期報告書を提出しているが、仮に引受審査期間が最大2週間程度であった場合、8月第1週に起債しなければ、8月には起債できない状況である。勿論、引受審査期間の長短によって起債ウィンドウは異なるが、多くの3月決算会社では、8月が起債のクローズ期間となりやすいことから、起債時期が集中せざるを得ない状況となる。そのような状況になれば、投資家から、「起債時期が集中すれば、投資判断が行いづらくなる。」といった声を聞くことになるため、この点は、是非とも議論が必要である。

- ・ 懇談会報告書では、「上場会社等では、全体的な品質管理の下で財務情報が作成されている。」とあるが、合せてレビューを行う監査法人内部においても品質管理体制が充実整備されている状況にある。そのような状況下、証券会社の引受審査の簡素化・弾力化を図るためには、金商法第17条及び第21条に規定する「相当な注意」の解釈について、どのように考えるべきか検討が必要である。
- ・ 毎年頻繁に社債を発行している企業の立場から見て、初めて引受証券会社から質問を受けた当時、「どうしてこのような質問をするのか。」と考えざるを得ない非常に細かい質問もあったが、最近では、引受証券会社も発行会社に対する質問内容を相当絞っており、発行体も引受審査のプロセスに手慣れてきたと感じている。具体的に言えば、引受証券会社からの継続開示審査に関する質問事項は、本年6月の有価証券報告書提出時において15問であり、本年8月の四半期報告書提出時において14問であった。発行会社としては、継続開示審査が起債ウィンドウを狭くしているのではないと感じている。
- ・ 一方で、7年に1度又は5年に1度の割合で社債を発行する企業や、格付の低い企業が社債を発行する場合は、引受証券会社による審査のハードルは高いと考えられる。引受証券会社が、社債の発行頻度の少ない企業や、信用力が劣る低格付け企業の社債、個人向け社債の発行について、慎重な引受審査を行うことは、投資家保護の観点からも当然であり、本部会においては、社債を発行する企業の実態に応じた引受審査のあり方を検討願いたい。
- ・ 「格付の低い企業は引受審査のハードルが高い。」という指摘があったが、引受業務に従事する証券会社の立場としては、「社債の発行後に社債が売れるのか、それとも売れないのか。」といった点や、「他の社債と比べて競争力のあるレートが出るのか、それとも出ないのか。」といった点が一番大きなハードルであると感じている。
- ・ 社債による資金調達を行うことによって、コスト的にメリットがあるのであれば、企業は証券会社による引受審査に協力すると思う。しかしながら、現状の日本のマーケットにおいて、相対的に格付けの低い企業にとって社債の発行は銀行のローンと比べてコストが高くなるケースが多く、そうした場合には社債の発行が進まないのではないかと。社債とローンとの間におけるコスト比較は、本懇談会全体の議論として、非常に大きなポイントであると思う。
- ・ 「証券会社の引受審査の見直し」の議論は、非常に重い課題であると感じており、この議論は大変難しい問題であると認識している。
- ・ 「四半期開示制度導入に伴う起債ウィンドウの短縮化」について、「市場関係者の運用面

で工夫を行えば、何らかの対応ができるのではないか。」といった意見があった。上場会社は全体的な品質管理の下で財務諸表を作成しており、引受証券会社により引受審査については、内部統制報告書や確認書などを利用することによって、運用面において工夫できるのではないかと考えている。

- ・ 行政の立場としては、「新成長戦略（平成22年6月18日閣議決定）」において、「プロ向け社債発行・流通市場の整備」が掲げられていることから、本部会において、我が国社債市場の活性化のための検討が行われることを非常に期待している。
- ・ 我が国企業の資金調達構造は、直接金融よりも間接金融に偏っており、特にBBB格未満の企業は社債によって資金調達が困難な状況にあるため、今後、諸外国並みの資金調達構造にもう少し近づければ良いと思う。
- ・ 本部会においては、金商法による責任分担の明確化・徹底などの検討を含む市場慣行の解消に向けた取組みが行われることから、今後の検討においては、「その市場慣行とはどのようにあるべきであるのか。」について、具体的に本音の議論を行っていただきたい。
- ・ 「証券会社の引受審査の見直し」にあたっては、実務を深く理解したうえで、その問題点を的確に把握する必要がある。各委員からは、「コンフォートレターの取扱いは、金融庁も加わり、日証協と公認会計士協会との間での調整をしなければならない。」、「法令解釈等の明確化のためには、本部会の議論だけをもって解決ができない問題もある。」との意見があった。
- ・ 本部会の議論を進めるうえで重要なことは、「実際に市場慣行として行われている実務が制度的に避けがたいものとして行われているのか、それとも、何らかの合理性があるために任意に行われているのか。」について検証しなければならない。
- ・ 「法が整備されているにもかかわらず、責任が何らか不明確であるために、思いがけない責任を負わされることを懸念して、同じような実務を繰り返し行っている状況である。」との意見もあったが、こうした状況が社債市場の活性化を妨げているのだとすれば問題があると言わなければならない。
- ・ 我が国社債市場が活性化しない理由には、様々な事由があると思う。日本経済全体に成長の期待が見えない状況から、そもそも企業活動が冷え込んでいることが、その理由の遠因であると思われるが、このような内容まで議論を広げすぎれば、本部会の検討テーマの答えは見つからないと思われる。

- ・ 証券会社の引受審査が、我が国社債市場の活性化を妨げている大きな原因だと考えているわけではないが、今後、我が国社債市場を大きく活性化するためには、引受審査がその妨げにならないように、現段階から、議論を行っておくことは必要である。
- ・ 現状の引受審査の実務は、多くの市場参加者が関係しているが各市場参加者の役割が明確になっていない。「各々の市場参加者の責任とは何であるのか。」の議論を行う前に、「各市場参加者は一体誰のために業務を行っているのか。」を適切に考えることが重要ではないか。「各市場参加者は、主として誰のためにということが期待されており、何をすべきであるのか。」を明確にすれば、自ずと責任のあり方は見えてくるだろう。
- ・ 今後の本部会においては、「証券会社の引受審査の見直し」の検討を中心としながら、「各市場参加者がどのような役割を果たせば良いのか。」について議論を行っていきたい。

2. 次回会合

第2回本部会を10月6日（水）に開催する。

（配付資料）

- ・ 社債市場の活性化に向けて（平成22年6月22日）
- ・ 社債市場の活性化に関する海外調査報告（平成22年4月6日）

※ 配付資料は報告書「社債市場の活性化に向けて」に掲載しております。

以 上