

「第2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10月6日（水）午後4時～6時5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. 社債発行における引受審査について

大和証券キャピタル・マーケッツ 朝比奈委員から、社債発行における引受審査及び第1部会における主な論点について、配付資料に基づき報告・説明があった後、次のとおり、意見交換が行われた。

【意見交換】

1. いわゆる「マタギ」に関する問題

- ・ 発行登録追補書類の提出から払込までの期間に、決算短信、四半期決算短信の発表を挟む日程や、有価証券報告書、四半期報告書の提出を挟む日程（いわゆる「マタギ」）は、ディスクロージャーの問題、投資家への説明の問題、審査手続が困難であるなど様々な問題があり、引受証券会社では、そうした日程での起債は推奨していない。
- ・ なぜ「マタギ」の期間中は、社債の発行を避ける傾向にあるのか。最新ではない財務諸表（目論見書）に基づいて社債の募集が行われ、実際に払込みが行われるときに、最新の財務諸表が公表されれば、投資家から「発行会社の業況が異なるではないか。」といった声があがることは理解できるが、それ以外に、特に社債の発行を避けなければならない理由はあるのか。
- ・ 「マタギ」には、① 決算短信の発表を跨ぐ場合、② 決算短信の発表後、有価証券報告書等の継続開示書類の提出を跨ぐ、2つの場合がある。
- ・ ①の決算短信の発表を跨ぐ場合は、投資家に対して、投資情報の中で最も重要である直近の経営成績等が開示されない状況下において、社債の募集が行われることが問題である。ただし、過去には、「マタギ」で発行されたケースもあり、「マタギ」の問題は、ルールではなく、市場慣行であると思う。
- ・ 投資家は、四半期決算短信や業績予想の修正等に関する適時開示を非常に重要視している。

上場会社が、その適時開示を適切に行っているのであれば、投資家としては、直近の経営成績等を把握できるため、社債を投資する際に大きな情報不足にならないと思う。したがって、決算短信の発表を跨ぐ場合は、どこまで、投資家が直近の財務情報を求めているのかがポイントではないか。

- ・ 引受証券会社では、起債に際して直近の財務諸表が公表されていなかったとしても、発行会社が把握している見込みの業績を極力入手して確認を行うことが必要となる。決算短信の発表を跨ぐ場合の「マタギ」の問題は、発行会社から引受証券会社に対して、直近の業績情報に関する提供の協力が得られるのであれば、ある程度、緩和できるのではないかと考えている。
- ・ ②の決算短信の発表後、有価証券報告書等の継続開示書類の提出を跨ぐ場合は、早めに、監査人によるレビューを受けたうえで、決算短信の発表を行うことができれば、実質的な問題とはならないと考えている。ただし、発行会社としては、このような実務を好むのかがポイントではないかと思う。
- ・ 勿論、決算短信と有価証券報告書に記載されている財務数値に大きな差異があれば、虚偽記載といったリスクとなるため、大きな問題になる。
- ・ 発行会社の中には、社債の発行に当たり、当該決算短信発表後、有価証券報告書公表までに、投資家が投資判断をする際にネガティブなサプライズとなるような事象が発生していないか等を慎重に判断した上、補完情報（リスク情報）も改めてレビューし、状況の変化があればそれを開示した上で社債を発行している会社もある。情報開示が不十分なまま発行を強行すれば、結果的に投資家の信用と期待を裏切ることとなり、次の起債の際に、投資家によっては、購入を手控える、或いは、スプレッドを要求するなどの影響がでてくることになろう。引受証券会社が、そのような発行会社の開示に対する姿勢を吟味することで、四半期決算報告書の「マタギ」の問題は、多少緩和されるのではないか。
- ・ 投資家から見れば、ローンチ後、決算短信の発表を待たずに払込を行う場合には、どのような決算内容となるのか把握できないことから、慎重になるのではないか。
- ・ 発行会社としては、こうした投資家の立場を踏まえれば、可能な限り、「マタギ」を避けたいと考えている。ただし、発行会社としては決算短信と有価証券報告書で内容に相違があってはならないと考えており、一般的に、四半期決算短信と四半期報告書との間では、監査人による監査証明の有無があるといえ、決算の内容に変化がないと考えられる。よっ

て四半期報告書提出の「マタギ」の問題は、若干、緩和の余地があるのではないか。

- ・ 配布資料「社債発行における引受審査について」7頁の3の4の「マタギ」では、8つの「マタギ」のパターンが例示されているが、各々の「マタギ」の意味が異なることから、比較的の問題が少ないと思われる「マタギ」においては、その問題が解消できるのではないか。
- ・ 「『マタギ』で社債を発行した場合、投資家に迷惑を掛ける可能性がある。」といった指摘があったが、個人向け社債であれば、そのような迷惑を掛ける可能性があるかもしれないが、プロ向け社債であれば、プロの投資家自身がリスクを評価したうえで、投資判断を行う方法があるのではないか。
- ・ 引受証券会社の立場では、プロ向け社債であったとしても、実際に何らかの問題が起こったときに、投資家からの訴訟等のリスクを考えておかなければならないのも事実ではないか。
- ・ 現在の社債の発行実務においては、投資家から、「何で、『マタギ』のときに、社債を発行したのか。」といったクレームが起こったことがあるのか。
- ・ 社債の発行実務においては、実際に「マタギ」のときに社債が発行されて、投資家からクレームが出るのは、何か（開示上の問題）が起きた場合のことと考える。この議論は、是非とも、投資家の意見を聞いてみたい。
- ・ 投資家の立場として、最も避けて欲しい「マタギ」は、発行登録追補書類の提出から払込までの間（約1週間～10日間）に決算短信等の開示が行われるケースである。
- ・ 現状の社債販売の実務では、発行登録追補書類が提出されたときには、実質的に社債の販売が終わっているため、払込日に社債の購入のキャンセルを行うことができない状況である。したがって、発行登録追補書類の提出から払込までの間に、何らかの情報開示を行うことは、基本的に避けてもらいたい。この「マタギ」以外の「マタギ」は、機関投資家にとって、大きな問題とはならないと理解している。
- ・ 機関投資家では、投資対象とする発行会社の最新の四半期決算数値のモニタリングを行っている。一般的に、社債を発行する大企業では、決算短信の発表後、速やかに投資家向けのアナリスト説明会を開催していることから、機関投資家は、社債の購入時において、決算短信やアナリスト説明会などの情報に基づいて、実質的な社内審査を終えている状況である。したがって、その実質的な社内審査が終了しているにもかかわらず、有価証券報告書等が提出されるまでの間、社債の発行を避けるという市場慣行は、社債市場の活性化にとって好ましい状況ではない。

- ・ 機関投資家の立場としては、もう少し「マタギ」の期間を狭く捉えている。例えば、機関投資家と引受証券会社との間で、10～15 日後に発行される新発債 100 億円を購入する契約を締結しその翌日の朝に社債の発行条件が決定される場合、この契約締結から条件決定までの間（実質的には1日未満）に、決算短信などにより投資判断に重大な影響を与えるような情報が開示されたときは、機関投資家としては、キャンセルができず身動きが取れない状況となる。社債の発行条件が決定されれば、社債の保有者が実質的に機関投資家サイドに移転することとなるが、発行条件決定後に当該情報が開示された場合には、機関投資家自身の自己責任となる。
- ・ 社債の売買契約締結から条件決定までの間を「マタギ」の期間とするのであれば、相当、「マタギ」の期間は狭いため、「マタギ」そのものを気にする必要がないのではないか。
- ・ 海外市場では、幅広く投資家を募る公募債においては、コンフォートレターに加え、発行会社の経営者の立場から、目論見書に記載している内容につき事実であり、誤解を生じさせる情報が記載されていないこと、払込時点で深刻な影響を及ぼす状況の変化（Material Adverse Change）が生じていないことを証明する書類（いわゆる「業績悪化不在証明書」）を提出することが義務付けられている。その証明書を提出することによって、引受証券会社は、安心して引受行為を行う慣行となっている。我が国には、このような実務は存在しない。海外起債の場合、多種多様な投資家に対して募集行為を行うこと、投資家からの損害賠償請求が市場慣行として定着していることから、社債の引受けに当たっては、証券会社は、虚偽記載、不実記載がない旨、発行体に表明・保証を求めるなど、極めて厳格な引受契約・手続きに基づき社債が発行されている。一方で、国内債の場合、当該発行体の財務情報は、投資家にとって、容易に入手可能であり継続的にフォローできること、社債を頻繁に発行する会社については、発行登録を行っているのが通常で、有価証券報告書、半期報告書、四半期報告書が提出される都度、引受候補証券は、引受審査を行っており、発行登録を行っている発行体については、引受証券の引受けリスクがかなりミニマイズされていると考えることが出来る。欧米では、「社債市場の活性化に関する懇談会ワーキング・グループ」の海外調査でも報告されたように、四半期決算短信発表後四半期報告書提出までのいわゆるグレイ・エリアにおいて社債を発行する場合、引受証券によるエクストラ・デューデリジェンスや発行体の CFO による財務情報に問題ない旨の証明書を求めることで対応しているとのことである。

た。

- ・ 我が国の上場会社は、適時適切な財務・企業情報の開示を行っており、国内の投資家においては、その会社の概要を十分に把握していると考えることが出来る。引受証券会社においては、発行会社の情報開示の姿勢を踏まえたうえで、引き受けるかどうか判断する余地があるのではないかな。
- ・ 例えば、「マタギ」の期間に社債を発行したいと考えている自信のある企業は、引受証券会社に対して、いわゆる「業績悪化不在証明書」のような書類を提出することにより、コンフォートレターと同様の実務上の免責効果が発揮できるようになれば、「マタギ」の問題は、ある程度、解決できるのではないかな。
- ・ セーフハーバールールとして、「こういうものを信じて発行した場合は免責の余地がある。」といったものが存在すれば、「マタギ」の問題は解決されて、社債が機動的に発行されるのではないかな。免責事項を立法することが困難であったとしても、コンフォートレターと同様に、「業績悪化不在証明書」のような書類の提出が社会的に認知された制度となり、引受証券会社にとって、免責の効果が発生してくれば、発行会社としては、資金調達の利便性に資するため、今後、この制度が構築されていく可能性があるのではないかな。
- ・ 発行会社の経営者から引受証券会社に対して、「業績悪化不在証明書」のような宣誓書が提出されれば、機関投資家としては、少し投資が行いやすくなるのかな。
- ・ 機関投資家としては、発行会社の経営者から引受証券会社に対して、「業績悪化不在証明書」のような書類が提出されたとしても、特段、投資判断を変えることはないと思う。
- ・ 「業績悪化不在証明書」のような書類は、どのような内容であって、どのような効力を持つのか想像することが難しい。機関投資家としては、その書類が存在しないより、存在した方が良いのではないかなといった印象である。
- ・ 機関投資家の立場において、いわゆる「業績悪化不在証明書」のような書類に期待しないのであれば、面倒な実務を増やす必要はないと思う。
- ・ 法律家の視点で言えば、いわゆる「業績悪化不在証明書」のような書類が存在すれば、「社債の発行に際して、誰がリスクを取っているのか。」といった考え方が微妙に変化するのではないかなと感じている。その考え次第では、引受証券会社において審査が行いやすくなる効果があるかもしれない。

- ・ 「社債市場の活性化に関する懇談会」では、一つの課題として、低格付社債の発行、投資の促進が掲げられている。
- ・ 低格付け、いわゆる信用リスクが相対的に大きい企業は、とりわけ、情報開示が徹底されない傾向にあると考えられ、「マタギ」の問題等についてむやみに緩和するのはよくないのではないか。
- ・ 表明保証は余程しっかりした会社でない限り当てに出来ないと考えている。業績や情報開示に問題があるような会社の表明保証はそもそも疑わしい。保守的に実務対応を進められるのであれば、特段の問題は起きないのではないか。
- ・ 一種のコベンツ・ファイナンスと同様の考え方として、「業績悪化不在証明書」において、例えば、「発行会社の経営者は、このような事態になった場合に、このような責任を負います。」と記載されていても、表明保証の効果は期待できないのか。
- ・ 業績が悪化した企業が負うことができる責任は非常に限定的である。表明保証違反があった際、担保提供等の保全強化につながるアクションを促せないと意味が無い。
- ・ 社債の発行時における財務情報と社債の発行後の財務情報が明らかに異なっている場合は、コベンツの中に償還条項を加えるといった対応はどうか。
- ・ 社債発行後間もない時点など、発行会社の資金調達に問題がない状況であれば、「コベンツの中に償還条項を加える。」といった厳しい対応は、相当、有効に機能するのではないか。
- ・ 「マタギ」の議論や、「業績悪化不在証明書」の書類の議論は、イメージとして、全面的に解禁する方向で対応することはできないと思われる。今後、これらの論点を全面的に緩和する方向で実務を行う場合は、プロ向けの社債市場で行われるべきであり、かつ、投資家に対して迷惑を掛けない自信のある企業が何らかの形でコミットを行うケースに限定されるべきであるとする。
- ・ 投資家に対して迷惑を掛けない自信のある企業がコミットを行う方法は、相当強化する必要がある、その強化された中でも社債発行ができる企業は、資金調達が柔軟に行えるようになれば良いと考える。「業績悪化不在証明書」を利用できない問題が多い会社の場合には、

今後、何らかの制度をもって排除するように検討できれば良いのではないかと。

- ・ 「マタギ」の期間は、我が国社債市場において空白の期間になっていることから、少しでも解消が図られ、社債発行できる企業が増えれば良い。
- ・ 金融商品取引法（以下「金商法」という。）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）は、民事的な規定であり、監督上の規定ではないと思う。一方で、日本証券業協会（以下「日証協」という。）の自主規制規則である「有価証券の引受け等に関する規則（以下「引受規則」という。）は、投資家保護に加え、監督上の観点を重視しすぎて、やや過度に定められているといった印象を持っている。
- ・ 証券会社の投資者に対する説明責任は適切に行われなければならないが、金融庁への説明責任が引受規則によって強調されていることから、現在の市場慣行は、投資者の視点ではなく、証券会社の視点となっており、その結果、社債の発行のフレキシビリティが欠けているのではないかと感じている。
- ・ 金商法の監督当局である金融庁は、国に対する賠償責任といった事態を避けたいため、可能な限り、リスクを犯さない視点で、金商法第17条及び第21条が立法されていると思う。したがって、現在の民間同士の世界では、金融庁に対して、万が一迷惑を掛けてはならないため、遠慮しながら、実務が行われているのではないかとと思われる。
- ・ 金融庁では、金商法第17条及び第21条について、「このような実務慣行であれば、行政処分は行わない。」といったセーフハーバールールを適切に策定する必要があるかもしれない。金商法第17条及び第21条は、実際の民事責任として活用されていない状況であるため、もう少し民事ルールに即したうえで、市場関係者におけるリスクの分担を明確にする必要があると思われる。

2. 「コンフォートレター」等に関する問題

(1) 引受証券会社の財務情報に係る責任の明確化

配付資料「第1部会における主な論点」の「引受審査に係る事項」、① 引受証券会社の財務情報に係る責任の明確化については、監査人としては、次のように考えている。

① 我が国における実務

- ・ 金商法第17条及び第21条に基づく監査人の責任に関する議論はされていないと理解して

いるが、監査報告書、あるいはレビュー報告書を提出した監査人の責任の範囲は、一般的に監査報告書、あるいはレビュー報告書の日付現在までであると考え。ただし、その日付以降、発行会社の不正等により重要な虚偽記載が発覚し、過去の財務諸表が訂正される場合は、当然ながら、監査人がその責任を負うことになると思う。

- ・ 一般的に、3月末決算会社は、6月に有価証券報告書に含まれる監査報告書を提出しているが、その会社が9月に社債を発行する場合、6月の日付の監査報告書をアップデートすることは要求されないと理解している。つまり、監査人は、金商法第17条及び第21条では、9月の社債発行時まで監査報告書が有効であるといった責任を負うことがないと認識している。

② 米国における実務（コンセントレーター）

- ・ 米国では、コンセントレーターといった実務が存在する。米国証券取引委員会（SEC）にファイルされる場合は、コンセントレーターの提出が別途求められているようである。
- ・ 米国での一般的なコンセントレーターの実務は、コンセントレーターを提出した日まで、直近に提出した監査報告書の日付を更新することになっており、米国では、後発事象に関する手続きを実施しない限り、コンセントレーターを提出してはならない実務であると認識している。
- ・ 我が国では、コンセントレーターの実務が存在しないが、そのような状況下、金商法第17条及び第21条の解釈として、我が国の監査人が米国のコンセントレーターの実務における同様の責任を負うのであれば、甚だ疑問である。

(2) コンフォートレターに係る事項

- ・ 監査人から引受事務幹事会社への書簡、いわゆる「コンフォートレター」は、「監査人から引受事務幹事会社への書簡について」（日本公認会計士協会／監査・保証実務委員会報告第68号）（以下「書簡第68号」という。）により作成され、書簡第68号は、平成18年9月、同20年8月に大きな改正が行われた。
- ・ 平成18年9月には、監査人の責任が非常に強く問われた時代背景を踏まえて、「Negative Assurance」、ファーストコンフォートレター、「AUP」及び監査人の交代などについて改正が行われた。また、平成20年8月には、四半期開示制度対応などについて改正が行われた。
- ・ 配付資料「第1部会における主な論点」の「コンフォートレターに係る事項」に掲げられている8つの論点については、監査人としては、次のように考えている。

① 監査済の連結財務諸表及び財務諸表

- ・ 平成 18 年 9 月の書簡第 68 号の改正前は、「監査人は、『監査報告書の日付現在の状況において訂正を必要とする事項が打切日現在判明していない。』旨をコンフォートレター上で記述しなければならない。」といった実務であったが、改正後は、「引受事務幹事証券会社から、有価証券届出書等に含まれている連結財務諸表及び財務諸表について、当該監査報告書の日付現在の状況において訂正を必要とする事項は、打切日現在発行会社から報告を受けていないかどうかの確認を求められた場合、発行会社の責任者に対する質問による手続を実施することができる。」といった実務になった。
- ・ 平成 18 年 9 月の改正前の実務では、米国の SAS (Statements on Auditing Standards) No. 72 などにおいて、「監査報告書そのものを訂正する。」といった表現が明文化されていないことから、このような表現がコンフォートレターに記載されることは、我が国固有のものであったと認識している。この実務は、コンセントレターの内容であり、コンフォートレターの内容ではないことから、監査人としては、我が国において、今後、コンセントレターの実務を必要とするのであれば、コンセントレターの提出を検討することとしたい。ただし、我が国においてコンセントレターを提出するのであれば、監査人は、後発事象の確認を十分に行ったうえで、監査報告書の日付をアップデートする作業が必要であると考えている。

② 事後の変動における「総括的手続結果」

- ・ コンフォートレターの構成は、前半部分に、有価証券届出書等に記載される財務情報（財務諸表等、財務諸表等以外の財務情報）の正確性について記載されており、後半部分には、当該財務情報の事後の変動に係る調査等が記載されている。
- ・ この論点は、財務情報の事後の変動に係る調査等について、「Negative Assurance」を付すのか否かがポイントであると思う。
- ・ 平成 18 年 9 月の書簡第 68 号改正前は、「合意された手続」か、あるいは一定の条件を満たす場合「Negative Assurance（消極的保証）」のいずれかが付される実務であったが、改正後は、「合意された手続」か、あるいは一定の条件を満たす場合「総括的手続結果」のいずれかが付される実務となった。
- ・ 書簡第 68 号の 21 頁の文例 9 の(4)では、「平成 20 年 9 月 26 日現在の純資産額が、平成 20 年 6 月 30 日現在の純資産額と比較して減少しているかどうかについて、会社の（役職・氏名）に質問した。」と例示されているが、この手続では、「Negative Assurance」として

十分ではない可能性があるため、平成 18 年 9 月の書簡第 68 号の改正では、「Negative Assurance」の表現から「総括的手続結果」へ変更された。この手続の実務自体は変更されていないが、「Negative Assurance（消極的保証）」における「Assurance（保証）」の文言を避けたい意向があったため、「総括的手続結果」という表現になった。

- ・ 書簡第 68 号 21 頁の文例 10 では、「上記 9 の手続を行った結果、その限りにおいては、以下に述べるものがあつたと当監査法人に信じさせるような事実は認められなかった。」と例示されている。この記載は、英語で言えば、「Nothing came to our attention」を意味しており、実質的には、「Negative Assurance」を提供していると言え、「Negative Assurance」が「総括的手続結果」という表現になったものと思われる。
- ・ コンフォートレターの取扱いは、調査の位置付けであり保証業務ではない。「Negative Assurance」の表現では、「Assurance」の一部と考えられるため、レビュー報告書と同程度の位置付けとなる。コンフォートレターは、独特の慣行であるため、「Negative Assurance」といった言葉を用いるのであれば、さらに踏み込んだ確認作業がベースとなる必要があると思う。
- ・ 「Assurance」と同等のレベル感をコンフォートレターに求めるのであれば、監査人としては、年度決算とほぼ同様の月次連結財務諸表が作成されていなければ、本当に財務数値が増減しているのかどうか把握することができない。コンフォートレターが「Assurance」の範疇に踏み込むのであれば、基本的に、「Assurance」と言えるレベルの内容を発行会社から提示されることが条件であると認識している。
- ・ コンフォートレターを受領するためには、「『Negative Assurance』も付されない『総括的手続結果』であっても、年度決算とほぼ同様の月次連結財務諸表を作成する必要がある。」との意見があつたが、監査人としては、月次決算を作成するための基準が明確でなければ、総括的手続結果を記載したコンフォートレターを作成できない。例えば、監査対象とする財務諸表は、会計基準に沿った財務諸表でなければ、監査人は、その財務諸表を監査できない。したがって、会社が独自で策定した基準で、月次決算が作成されている場合には、監査人としては、総括的手続結果を記載したコンフォートレターを作成することができない。
- ・ この論点のポイントとしては、①「Negative Assurance」を付するためには、手続が不足している恐れがあるため、その不足した点を補わなければならないが、その不足した点を補うことは実務上現実的ではないこと、② 総括的手続結果を記載したコンフォートレターの

作成の条件として、例えば、一般に公正妥当と認められる基準に沿っていない月次決算では、監査人が引受証券会社に対して、総括的手続結果を記載したコンフォートレターを提出できないことであると思う。

③ 「総括的手続結果」によらない事後の変動調査

- ・ 書簡第 68 号の 10 頁の「15. 事後の変動の調査とその結果」(1)「事後の変動の調査の対象とする財務諸表」では、「発行会社が連結財務諸表提出会社の場合、四半期連結財務諸表は四半期ごとに公表されるのに対し個別財務諸表は年に 1 度のみの公表であることを踏まえ、個別財務諸表に基づいた事後の変動の調査ではなく、連結財務諸表に基づいた事後の変動の調査のみを実施する。」とされている。つまり、「総括的手続結果」によらない事後の変動調査であっても、その調査対象に子会社を含めない理由は、連結決算において四半期が存在しているにもかかわらず、個別決算において年度しか存在していないためである。
- ・ コンフォートレターの存在理由は、監査人が、投資家に対して公表される有価証券報告書等の開示情報に関与しているためである。したがって、その開示情報をベースにコンフォートレターを作成するのであれば、その情報は、連結ベースと個別ベースで連動すべきであり、一般的に、監査人は、連結ベースにて対応すべきであると考えている。
- ・ この論点については、「『総括的手続結果』によらない事後の変動調査であっても、子会社を対象としないなどの様々な制約がある。」との意見があった。書簡第 68 号では、16 頁の〈経過措置〉に(1)「個別財務諸表に基づいて事後の変動の調査」では、「連結財務諸表提出会社に係る個別財務諸表に基づいた事後の変動の調査を実施する場合でも、子会社の財務諸表（純粋持株会社における基幹となる子会社を除く。）については有価証券届出書等に記載されないため、事後の変動の調査は実施できないこととする。」とされているように、監査人が、子会社を対象としない理由は、監査人による調査が有価証券届出書等の記載内容とリンクしているためである。

④ 監査・レビュー終了前の財務諸表等に係る調査の可否

- ・ この論点は、平成 20 年 8 月の書簡第 68 号で改正された内容である。
- ・ 当時は、四半期開示制度が導入された頃で、我が国の上場会社では、決算短信等の訂正開示が多く行われていた。勿論、社債等を発行する上場会社であれば、決算短信等の訂正開示が行われなくてもいいが、書簡第 68 号の対象となる会社は、社債に限らず、すべての

ファイナンスであるため、書簡第 68 号では、すべての上場会社の情報開示が十分適切に行われていない現実を踏まえた取扱いとなっている。

- ・ 監査人としては、監査・レビュー終了前の財務諸表等であれば、監査・レビューの結果、財務諸表等を変更せざるを得ない可能性があるため、コンフォートレターにおいて、「監査人が途中段階で確認を行っている。」旨を記載することについて、監査人への期待に対するギャップが大きすぎるのではないかと考えていた。
 - ・ 平成 20 年 8 月の書簡第 68 号の改正では、このように、当時の決算短信等の訂正開示の問題と監査人への期待に対するギャップを埋めるという問題を踏まえて、書簡第 68 号の改正にいたったと認識している。
 - ・ 書簡第 68 号の 8 頁の「14. 調査事項、実施した調査手続及び調査結果」(2)「届出書等に記載されている監査未了（又は四半期レビュー未了）の財務諸表等」①「年度財務諸表に関する金融商品取引法監査が未了の場合の取扱い」では、「年度財務諸表に関する金融商品取引法監査が未了の場合、監査人が自らの責任において年度財務諸表の監査が終了したと判断したとき（監査・保証実務委員会報告第 75 号「監査報告書作成に関する実務指針」Ⅱ. 1. (2)の監査報告書の日付の項を参照）を除いて、当該連結財務諸表（財務諸表）について発行会社の会計記録等との照合を実施できないこととする。」とされている。
 - ・ 監査人は、監査未了又は四半期レビュー未了の時点において、監査又はレビュー対象の財務数値に関与することについて、当該監査又はレビューが完了した段階で、その数値が変わる可能性があることから、非常に重く受け止めて実務を行っている。
 - ・ 監査人は、監査未了又は四半期レビュー未了の時点において、関与した財務数値について保証を行ったわけではないが、一般的には、「監査人が関与した財務数値であれば、その数値は変わることがない。」と認識されるため、そのような状況を作ることが果たして良いのか疑問を抱いている。したがって、監査人としては、監査未了又は四半期レビュー未了の時点において、当然のことながら、その時点の財務数値について関与することが難しいと理解している。
- ⑤ 財務情報ではあるものの内部統制の管理下にある資料での照合が不可として調査を拒否される事項
- ・ 監査人としては、通常の監査業務において監査対象としている内容について、コンフォー

トレターの作成の際においても、基本的にすべて調査対象としている。具体的に言えば、監査人は、通常の監査業務において契約書等を確認していれば、内部統制の管理下でない資料であっても、照合作業を行っている。ただし、一般的には、例えば、受注残、土地の面積及び従業員数などは監査対象として確認していないため、そのような内容は調査対象外である。

- ・ 財務情報ではあるものの内部統制の管理下にある資料での照合作業の範囲は、我が国でも、欧米でも行われているが、国によって大きな相違はないと感じている。ただし、国によって、監査人によっては、多少、対応が異なることがあるかもしれない。

⑥ ファーストコンフォートレターの受領

- ・ 監査人としては、ファーストコンフォートレターの作成のための作業時間が確保できないことを理由に、発行会社及び引受証券会社に対して、その提出を拒否することはないと認識している。監査人としては、極力、ファーストコンフォートレターを提出しているものの、監査人によっては、多少、対応が異なることがあるかもしれない。
- ・ この論点は、平成 18 年 9 月の書簡第 68 号で改正された内容であり、改正前の実務では、監査人から引受証券会社に対して、コンフォートレターのドラフトを提出していたが、改正後の実務では、ファーストコンフォートレターとして提出も可能となった。
- ・ コンフォートレターのドラフトを提出していた頃の実務では、仮に有価証券届出書等に誤りがあった場合、直ちに、監査人から引受証券会社に対して連絡を行っていたが、その実務が適切に機能していない可能性があったため、当該届出書等の正確性及び実効性を確保することを目的として、我が国においても、欧米を参考としてファーストコンフォートレターの制度を導入した。
- ・ ファーストコンフォートレターとコンフォートレターのドラフトの各々の実務では、有価証券届出書等の正確性を確保するという目的には変更がないことから、平成 18 年 9 月の書簡第 68 号改正前後において、その制度の趣旨自体に大きな変更点はないと考えている。

⑦ AUP

- ・ AUP (Agreed Upon Procedures／合意された手続) の議論を整理することは、非常に難しいと認識している。国際監査基準 (ISA／International Standard on Auditing) には、コンフォートレターの作成基準が存在せず、一般的な作成基準としては、米国の SAS No. 72 や我が国の書簡第 68 号であると考えられる。
- ・ コンフォートレターは、非常に特殊な内容であり、合意された手続であるにもかかわらず、

「Assurance」の概念を含んでいることから、コンフォートレターの作成基準は、過去からの慣行の中で構築されたものであると認識している。

- ・ 監査人としては、監査・レビュー終了前の財務諸表等に係る調査について関与できないとしている。しかしながら、「AUP」とするのであれば、監査人は、責任範囲でないものの、監査・レビュー終了前の財務諸表等に係る調査について関与できるのかどうか。「AUP」とコンフォートレターの作成基準の関係を深掘すれば、コンフォートレターの枠組みが大きく崩れるのではないかとと思われるため、「AUP」とコンフォートレターの作成基準を組み合わせることは、非常に厳しいのではないかと認識している。

⑧ 監査人の交代

- ・ この論点は、平成 18 年 9 月、平成 20 年 8 月の要綱で改正された内容である。
- ・ 現在は、監査人の交代のルールが整備され、実務も円滑化していることから、その交代が一般化しているように見受けられるが、平成 18 年頃は、監査人の交代が非常に頻発していたにもかかわらず、一般的な話ではなかった。そのような状況下、「監査人の交代直後、発行会社がファイナンスを行う場合は、どのように考えるのか。」といった点が非常に問題となった。そもそも、平成 18 年以前は、監査人の交代が一般的ではなかったため、当時の書簡第 68 号において明確に記載されなくても、実務上の弊害は生じなかった。
- ・ 書簡第 68 号の 3 頁の「6. 監査人交代時の取扱い」(1)「後任監査人の取扱い」では、「監査人が交代した場合、後任監査人は前任監査人が監査した期間における財務情報について責任を負うことができないため、調査手続の対象としてはならない。」とされており、そもそも、現在の監査人は、監査人でなかった頃の期間を監査対象とすることが適切ではないことが明確に記載されることになった。
- ・ 当社は、平成 19 年 4 月及び平成 20 年 8 月の書簡要綱に関する改正作業において、日証協サイドの立場で議論に参加した。過去の議論の経緯等を踏まえれば、コンフォートレターの位置付けや引受審査に関する引受証券会社と監査人のあり方については、公認会計士協会と日証協との間に、是非、金融庁を加え議論を行っていただきたい。
- ・ コンフォートレターに関する議論は、監査人の立場で言えば、「この論点は、このような事情があるため、対応できない。」といったものが多く、こうした立場では、現状の実務慣行を変えることはできないのではないかと。
- ・ そもそも、コンフォートレターは、引受証券会社において把握できない財務諸表の適正性

について、監査人に手助けを借りる趣旨であると思う。しかしながら、現状の実務では、引受証券会社が、監査人の手助けを借りず、独自の力で確認を行っている状況である。

- ・ 日証協の引受規則第 12 条第 4 項では、「発行者の財務情報の内容が適切であることを確認する際には、必要に応じて監査人から聴取を行うものとする。」とされているにもかかわらず、現実のコンフォートレターは、「Negative Assurance」も付されず、コンフォートされないものが多く存在する状況である。
- ・ 書簡第 68 号の 14 頁の「20. 引受事務幹事会社からの質問等に対する回答における留意事項」では、「引受事務幹事会社からの質問等に対して、文書又は口頭で回答を行う場合においては、監査人が何らかの個別的な保証を与えたと誤解されないようにする必要がある。」とされており、例外的に、コンフォートレターの内容そのものと関係のない内容となっている。しかしながら、例えば、引受証券会社が、監査人に対して見解を伺った場合に、「回答が個別保証にならないように留意してください。」といった文言が入っており、さらに、口頭により質疑した内容についても、監査人からの回答は、すべて「個別保証に類する事項はお答えいたしかねます。」といった状況である。
- ・ 現在の実務慣行では、発行会社の財務諸表の適正性の確認について、屋上屋を架している状態である。つまり、引受証券会社では、コンフォートレターの内容や、監査人との質疑に関する内容などについて、財務諸表を確認する専門家ではないにもかかわらず、その内容について踏み込んで確認を行わざるを得ないという問題が存在している。
- ・ 書簡第 68 号の 21 頁の文例 10 では、「上記 9 の手続を行った結果、その限りにおいては、以下に述べるものがあつたと当監査法人に信じさせるような事実は認められなかった。」となっており、実質的に「Negative Assurance」に該当するとの説明があつた。ただし、書簡第 68 号の 21 頁の文例 10 においては、「なお、本手続は、一般に公正妥当と認められる監査又は四半期レビューの基準に準拠して実施した手続ではない。」とされていることから、公認会計士の業務区分としては、保証業務に該当せず、即ち「Assurance」に該当しないと整理されていると思う。
- ・ 海外では、四半期レビューの「Negative Assurance」として「Assurance」が提供されているにもかかわらず、一方我が国においては、「監査人の保証業務に該当するとして『Assurance』が提供されないことから、引受証券会社としては違和感を覚えている。」といった意見があつた。海外においては、我が国と同様に、「Negative Assurance」が「Assurance」業務ではないと整理されているのか。

- ・ 一般的に「Negative Assurance」は、我が国における四半期レビューと同じ位置付けであるため、海外においては、米国の四半期レビューも含めて、「Negative Assurance」の「Assurance」業務であると思う。ただし、欧米のコンフォートレターは、我が国のレビューと異なり、「Nothing came to our attention」が一般的な記載方法であるため、コンフォートレターにおける非常に特殊な慣行として、「Negative Assurance」であると言われている。したがって、欧米においては、四半期レビューの「Negative Assurance」と位置付けが異なるものの、コンフォートレターの実務として「Negative Assurance」が存在していると思われる。
- ・ 海外においても、我が国のコンフォートレターと同程度の内容が提供されているといった理解で良いのか。
- ・ コンフォートレターの内容は、我が国も海外（米国の SAS No. 72 や国際資本市場協会（ICMA／International Capital Market Association））も同程度であると認識している。
- ・ 「コンフォートレターに係る事項」に関する論点は、過去の書簡第 68 号や書簡要綱の改正の際、日証協から日本公認会計士協会に対して、強く要請した内容である。公認会計士協会は監査人としての責任の限定に関する問題で様々な意見を持たれており、一方、日証協は公認会計士協会に対して、発行会社の財務情報等の妥当性等を確保するために必要と考えられる様々な内容を要請した。
- ・ 引受証券会社は、コンフォートレターの作成を委託する立場であり、一方、監査人は、その作成を受託する立場であるため、受託者から委託者に対して「対応できない。」と言われれば、委託者としては、受託者に対して、さらに強い要請を行うことができない。委託者から受託者に対して、必要以上に強く要請を行った結果、コンフォートレター自体がなくなることの方が問題であると考えたため、委託者である引受証券会社サイドは、受託者である監査人サイドの意見を受け入れたことから、書簡第 68 号及び書簡要綱の改正にいったと認識している。
- ・ 確かに、米国のコンセントレターの実務を我が国のコンフォートレターの実務でカバーすることは、難しいと思われる。我が国では、コンセントレターの制度が導入されていないことから、投資家は、直近の監査証明からその後の変動状況を把握することができず、また、引受証券会社は、監査人から、その後の変動について調査した結果の回答を得られない状況

である。このような状況下において、投資家保護の観点から、新規証券の発行は行われて良いのか。

- ・ 引受証券会社としては、過去の書簡第 68 号や書簡要綱の改正の際、新規証券を購入する投資家の視点などを踏まえた少し高い見地から、「コンフォートレターとは、どのようにあるべきか。」について、議論をさせていただきたかった。
- ・ コンフォートレターの宛先は、発行会社及び主幹事証券会社の各社長（連名）となっているが、ある発行会社の役員から、「コンフォートレターを受領しても有難くない。コンフォートレターの実務は、役員であれば、把握していて当然のことが記載されている。役員を守ってくれるようなものではない。」との意見を聞いた。海外においても、発行会社の役員は、この意見と同様な考え方を持っているのか。
- ・ 我が国のコンフォートレターは、受託者である監査人、委託者である発行会社及び引受事務幹事会社の三者間契約であり、欧米も同様の契約形態である。
- ・ コンフォートレターは、発行会社が資金調達を行う際、引受審査において必要となる書類であるため、そもそも、「役員を守ってくれる。」といった考えはないのではないか。なお、欧米においても、同様の考え方であると認識している。
- ・ 発行会社の役員としては、金商法における過失責任を免責しようとする際に、コンフォートレターの存在があれば、「相当な注意」を尽くしたと証明できれば良い。しかしながら、コンフォートレターの目的等を踏まえれば、発行会社の役員の免責の際に役に立つとは思えないが、その理解で良いのか。
- ・ そもそも、コンフォートレターの作成の依頼者は、その作成コストを負担している発行会社であり、「コンフォートレターを受領しても有難くない。」といった問題ではない。引受事務幹事証券は、実務上、発行会社に対して監査人からコンフォートレターを受領するように指示を行っており、発行会社の役員は、コンフォートレターが役に立っていると実感できないと思われる。
- ・ コンフォートレターの作成の委託者である発行会社及び引受事務幹事会社、受託者である監査人は、新規発行の証券を購入する投資家に対する責任について、非常に気を遣っていると感じた。

- ・ 次回以降は、次の論点などについて検討を進めていきたい。
- ① 金商法第 17 条及び第 21 条の責任とコンフォートレターは、どのような関係であるのか
- ② 上記①の責任との関係で、現在のコンフォートレターは、十分な内容と言えるのか。
- ③ コンフォートレターの制度は、監査人の責任とは切り離れた制度を構築した方が良いのか。

2. 次回会合

第 3 回会合を 11 月 4 日（木）に開催する。

（配付資料）

- ・ 社債発行における引受審査について
- ・ 第 1 部会における主な論点
- ・ 金融商品取引法（抜粋）
- ・ 「監査人から引受事務幹事会社への書簡」要綱（日本公認会計士協会・日本証券業協会）
- ・ 「監査人から引受事務幹事会社への書簡について」（日本公認会計士協会／監査・保証実務委員会報告第68号）

以 上