

社債市場の活性化に関する海外調査報告

※ 米国の四半期開示と社債発行(抜粋)

平成 22 年 4 月 6 日

「社債市場の活性化に関する懇談会
ワーキング・グループ」事務局

「社債市場の活性化に関する懇談会ワーキング・グループ」事務局では、同懇談会の取りまとめに反映させるため、我が国社債市場の活性化に向けた検討課題について、米国・欧州における諸施策の取組み及び実情等につき、次のとおり海外調査を実施した。

1. 調査日程 2010年（平成22年）2月17日から同年2月27日

2. 調査参加者

（米国・英国）

井 瀧 正 彦 委員（野村資本市場研究所 執行役研究部長）

吉 川 浩 史（野村資本市場研究所 研究部研究員）

小 柳 雅 彦（日本証券業協会 常務執行役）

木 下 正 己（日本証券業協会 調査部課長）

（英国）

吉 井 一 洋 委員（大和総研 制度調査部長）

（米国）

横 山 淳（大和総研 制度調査部統括次長） （敬称略）

3. 調査先

(1) 米国

- ・ 金融取引業規制機構（FINRA）
- ・ 証券業金融市場協会（SIFMA）
- ・ ミズホ・セキュリティーズUSA（ブローカー・ディーラー、引受業者）
- ・ ノムラ・セキュリティーズ・インターナショナル（ブローカー・ディーラー、引受業者）
- ・ J. P. モルガン（ブローカー・ディーラー、引受業者）
- ・ ゴールドマン・サックス（ブローカー・ディーラー、引受業者、発行体）
- ・ モルガン・スタンレー（ブローカー・ディーラー、引受業者、発行体）
- ・ ブラックロック（運用会社）
- ・ バンク・オブ・ニューヨーク・メロン（トラスティー）

(2) 英国

- ・ 国際資本市場協会（ICMA）
- ・ Xtrakter（社債の価格情報インフラ）
- ・ BNPパリバ（ブローカー・ディーラー、引受業者）

4. 主な調査項目

- (1) 社債発行（資金調達手段）
- (2) 四半期開示と社債発行
- (3) デフォルトリスクへの対応（コベナント、トラスティー）
- (4) 社債の価格情報インフラ
- (5) 社債の電子取引システム
- (6) 社債レポ市場
- (7) 個人投資家の社債投資、投資家教育

ことから、一度限りであればローンを選択することもあり得る。しかし、上場企業であれば、SECにアニュアルレポート等を提出しているため、追加的なコスト負担は少ない。

④ 社債と銀行ローンとを比較すると、次のように資金調達の容易さ、調達コストの面で社債の方が利用しやすい。

イ. 企業が資金調達する際には、まず調達の容易さが重視される。米国では、SECに財務情報を提出している上場企業であれば、クレジット・プロフィールが市場参加者に知られているため、社債による資金調達は容易である。一括登録という事前に発行登録を行う制度を利用すれば、1日で調達が可能である。

ロ. 社債は、多様な投資家から長期の資金が調達できるというメリットがある。

ハ. 調達コストについては、特に金融危機後にローン金利が上昇したため、社債による調達の方がコストが低い。

ニ. コベンナツについて、銀行ローンは社債よりも多くのコベンナツが付されるため、企業の財務上の自由度が制限されることがある。

ホ. したがって、上場企業のようにディスクロージャーを行っている企業であれば、相対取引で調達する銀行ローンよりも、多様な投資家から調達する社債の方が有利といえる。

2. 四半期開示と社債発行

我が国では、四半期開示制度の導入により起債可能期間の短縮・起債の集中化が生じ、社債の機動的な発行が難しくなったとの指摘がある。2では、米国における「四半期開示と社債発行」、次の3では「発行条件の決定プロセス」について、それぞれの制度概要及び現状を取りまとめた。

(1) 四半期報告書フォーム10-Q提出前の社債の発行

① 米国では、上場企業は、SEC規則に基づき、SECに対し、決算期後に我が国の有価証券報告書に相当する年次報告書フォーム10-K、四半期報告書フォーム10-Qを提出・登録することが義務付けられている。また、上場企業は、決算期直後に「アーニングス・リリース（決算発表）」（注）を作成、発表することがある。

（注）我が国の決算短信・四半期決算短信と類似しているが、法令や取引所規則等に

よる様式等の定めはなく、各社が任意に様式・項目を定め発表する（ただし、各種団体によるモデルなどは存在する）。発表を行った場合、その内容は、原則としてSECに提出される。

- ② 上場企業が、例えば、四半期決算後に社債を発行する場合には、基本的には、四半期報告書フォーム10-Q登録後にアンダーライター（引受証券会社）によるデューデリジェンスを経て発行される。
- ③ 一方、決算期直後からアーニングス・リリース発表までの期間は「ブラックアウト・ピリオド」、アーニングス・リリース発表から四半期報告書フォーム10-Q登録までの期間は「グレイ・エリア」と呼ばれ（合わせて「グレイ・エリア」、「ブラックアウト・ピリオド」と呼ばれることもある。）、四半期報告書フォーム10-Q登録前のこれらの期間中でも、アンダーライターによる「エクストラ・デューデリジェンス」が行われ社債が発行されることがある。
- ④ エクストラ・デューデリジェンスの手続きは、市場慣行として確立しており、米国では、四半期開示制度の導入による社債発行の起債可能期間の短縮・起債の集中化という問題は、実務上、生じていない。大手のアンダーライターでは、昨年(2009年)、いわゆるグレイ・エリア期間に発行額全体の約20%が発行され、このうち監査法人のコンフォートレターがなかったものが約60%（例年は約35~40%）と高かったとのことであった。

(2) エクストラ・デューデリジェンス

エクストラ・デューデリジェンスの内容、責任等について、アンダーライター及び発行会社から、次のとおりヒアリングを行った。

① 発行企業

イ. いわゆるグレイ・エリアでの社債の発行は、投資適格債・継続して社債を発行している企業に多い。ハイ・イールド債では、さらに慎重な審査が必要となり、グレイ・エリアにおける発行は難しい。

ロ. いわゆるグレイ・エリアにおける社債の発行は、発行体にとっては、エクストラ・デューデリジェンスが必要なため余分な発行コストの負担があるが、例えば、スプレッドが低いなど市場環境が良く、余分なリーガル・コストを考慮しても低コストで資金調達ができる場合には社債が発行され、事実、市場環境によ

ては、調達コストに数百万ドルレベルの違いがあることもある。

② 審査項目・内容

イ. 例えば、グレイ・エリアでの社債の発行であれば、アンダーライターは、アーニングス・リリースに記載された収益や財務状態の情報(数値)と、社債発行時、四半期報告書フォーム 10-Q に掲載される予定の情報に差異・修正がないかどうか審査を行う。内容に重要な変化が生じていれば追加のディスクロージャーが必要となる。

ロ. 発行会社との間では、ミーティングにおいて追加的な情報の提出や補助的な説明を受け、発行会社の監査委員会及び取締役会議長に対してもヒアリングを行う。また、最高財務責任者(CFO)からは、CFO 自身が署名した財務情報に問題がないとの証明書がアンダーライターに提出される。

ハ. 監査法人からの「コンフォートレター」を得るようにする。

ニ. 弁護士からもデューディリジェンスに関する「コンフォートレター」(10b-5 オピニオン)を書いてもらう。

③ Q&A セッション

イ. Q&A セッションは、社債発行のだいたい 2 日前にテレフォン・カンファレンスで行われることが多い。

ロ. アンダーライターからは財務情報の修正やビジネスの状況の変化等について質問を行い、CFO や監査人が質問に答え、通常、1 回 2~3 時間で 1~2 回行う。3 回行う場合もあるが、1 回目内容に変更がないかを確認することが多い。一方、社債を頻繁に発行している会社の場合には、Q&A セッションを省略することもある。

④ コンフォートレター

イ. 監査法人に対してコンフォートレターの提出を求める。

ロ. 監査法人において、AICPA(米国公認会計士協会)が策定する SAS (Statement of Auditing Standards : 監査基準書)に基づきコンフォートレターが作成、提出されるが、提出されない場合であっても、アンダーライターにおいて、さらに慎重な審査を行い、社債が発行される場合もある。

⑤ 引受責任

イ. 目論見書等に虚偽記載があった場合の投資家への損害賠償責任については、アンダーライターと発行体とでは責任を負う範囲が異なる。

ロ. アンダーライターは、デューディリジェンスに関して責任を負い、十分なデューディリジェンスを行ったか否かで判断される。例えば、訴訟になった場合、アンダーライターは通常のデューディリジェンスを行い、コンフォートレターの提出を受けたというのみでは免責されることはなく、加えて、適宜追加の質問や、情報の収集・確認を行ったなど、make sense だけのフォローアップを行ったことが立証できなければ免責は認められないであろう。

ハ. 発行会社は、アンダーライターに提出する財務情報・財務データ、情報開示に対して絶対的な責任を負い、免責されることはない。発行会社とアンダーライターとの間で、あらかじめ「財務情報・財務データに誤りや不正確なものがあった場合には、アンダーライターは発行会社に求償できる。」旨の契約を取り交わすことが多い。

ニ. 社債発行後3ヶ月程度でデフォルトとなればアンダーライターの審査が適正であったか問われるが、例えば発行後2年も経過していれば、その間に企業や経済の状況が変化しておりアンダーライターが責任を問われることはまずない。

3. 発行条件の決定プロセス

米国では一般的に、社債の発行条件の決定にいわゆる「POT方式」が導入されている。POT方式とは、主幹事証券会社が、投資家の正確な需要に基づいて社債の発行条件を決定するため、幹事証券会社が連帯して販売責任を負う部分（POT）を設け、大口投資家を中心とした需要はPOTに集めて大口投資家の需要に関する情報を共有する方式で、オーダーの重複やカラ需要が排除できるとされている。このPOT方式の利用状況、評価及びロードショーについて、市場関係者から、次のとおりヒアリングを行った。

(1) POT方式

- ① 米国では、1998年のロシア危機後にPOT方式が導入されたが、当時、マーケットのボラティリティの影響で、従来のシステムではディールを執行することが困難