

「第3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11月4日（木）午後4時30分～6時

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. いわゆる「マタギ」の問題及び対応について

事務局から、いわゆる「マタギ」の問題及び対応について、次のとおり、配付資料に基づき報告・説明があった後、意見交換が行われた。

【報告・説明】

○ 配付資料1「社債の機動的な発行について（事務局整理・検討メモ）－いわゆる「マタギ」の問題－」

1. いわゆる「マタギ」による社債発行の問題点

(1) 社債発行に当たって、社債の発行登録追補書類等の提出から募集期間終了日若しくは払込期日までの間に決算短信並びに有価証券報告書及び四半期報告書の提出があった場合に、後から提出された当該四半期報告書等において、例えば、次のような投資家の投資判断に影響を及ぼす重要事実等が開示され明らかになることも考えられるため、こうした四半期報告書等の提出を跨いだ社債の発行には慎重となり、社債発行を避ける傾向・市場慣行がある。

① 当該四半期報告書等により開示された重要事実が、発行登録追補書類の提出時点において、既に認識されていたことが明らかになる。

② 添付書類「未監査の財務諸表等」が、監査・レビューにより重要な訂正が行われる。

(2) 上記市場慣行は、社債の起債可能期間の制約・起債の集中化の要因の一つであり、社債の機動的な発行が制約されている状況にあるとの指摘がある。

2. いわゆる「マタギ」による社債発行

(1) 決算短信の発表を跨ぐ場合（ケース①及び③）

① 資料3のケース①及び③は、決算短信又は四半期決算短信を跨ぐ場合で、決算短信により経営成績・財務情報が開示されない状況下、社債の募集が行われる。

② この場合、投資家は、新たに公表される発行会社の決算内容が把握できないことから、社債投資に慎重になるのではないかと。

③ 投資家は、社債投資に当って、直近の四半期報告書等からの変動や、新たに公表される財務情報等をどの程度必要とするのか。

④ 証券会社では、発行会社が把握する直近の業績見込みを確認する必要があり、当該発行会社の情報提供・協力が得られれば、起債が進むのではないかと。ただし、当該確認した「見込み情報」を開示することは難しいため、実務上は、決算短信・業績発表により信用力の判断に影響を受けにくい発行会社による起債が考えられるのではないかと。

(2) 決算短信発表後、有価証券報告書・四半期報告書を跨ぐ場合（ケース②及び④）

① 資料3のケース②及び④は、有価証券報告書又は四半期報告書を跨ぐ場合であるが、発行会社において、四半期決算短信や業績予想の修正等の開示が適時適切に行われていれば、投資家は、直近の経営成績・財務情報等を把握でき、社債投資に当って、大きな情報不足とはならないのではないかと。

② ケース④は、四半期報告書を跨ぐ場合で、一般的に、四半期決算短信と四半期報告書では、投資家の投資判断に影響を及ぼす財務情報等について重大な変更（大きな差異）はないと考えられることから、起債が受け入れられやすいのではないかと。

③ このケースでは、一般的に、社債を発行する大手企業では、決算短信発表後、速やかに投資家向けアナリスト説明会が開催され、機関投資家は、社債投資に当って、決算短信や説明会の情報等に基づいて実務的に社内審査を終えている状況にある。

3. 対応案

上記2の社債発行の時期に加え、次のとおり、整理・検討を行ってはどうかと。

(1) 発行会社

財務信用力が高く、定期的・継続的に社債発行の実績があり、タイムリーディスクロージャーが徹底・確保されている発行会社が対象となるのではないかと。

(2) 投資家

先ずは、リスク判断ができる機関投資家を対象にしたプロ向け社債の検討、起債が進むと考えられるが、個人投資家向け社債について、特に必要な対応はないかと。

(3) 発行会社及び証券会社

① 海外の実務では、発行会社において、四半期決算短信発表後に投資家に対してサプライズがないといった確証が得られれば、経営者から引受証券会社に対して、いわゆる「業績悪化不在証明書」のような確認書類を提出する慣行が定着しており、いわゆる「マタギ」の問題を解消している。

- ② 海外の実務を参考として、発行会社の信用力や社債の発行実績等に応じて、発行会社から「業績悪化不在証明書」などの確認書類の提出や、証券会社においてその確認ができれば、証券会社の引受責任の範囲が明確化され、起債が進むのではないかと。

○ 資料2「社債の発行銘柄数及び発行額の推移（2009年1月～12月、発行日ベース）」

- ・ 配付資料2は、2009年に発行された公募社債159社、374銘柄について、月別に発行銘柄数・発行額を取りまとめた。
- ・ 左下の例にあるように、3月末決算会社では、5月上旬に決算短信の発表が、6月下旬に有価証券報告書の提出が集中しており、この約2か月間が、1年で社債の発行が集中する時期の一つとなっている。
- ・ 次に、有価証券報告書の提出後7月下旬にかけて、社債の発行が増えている。
- ・ その後、7月末から8月上旬に「第1四半期決算短信」の発表が、8月中旬に「第1四半期報告書」の提出が集中している。この間の3月決算会社の社債の発行を見ると、「第1四半期決算短信」を跨いだ社債の発行が1銘柄（個人向け社債）あったが、これ以外に社債の発行はなかった。
- ・ 第1四半期報告書の提出後の8月下旬以降、社債の発行は増加している。
- ・ 第2四半期では「第2四半期決算短信」の発表が集中する10月末、「第2四半期報告書」の提出が集中する11月中旬、また、第3四半期では「第3四半期決算短信」の発表が集中する1月末、「第3四半期報告書」の提出が集中する2月中旬において、第1四半期と同様の社債発行の傾向がある。

○ 資料3 社債の発行スケジュール（機関投資家向け社債・個人向け社債）

○ 資料4 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）

- ・ 資料3及び資料4について、読みあげられ報告・説明があった。

【意見交換】

1. 米国における証券会社の社債の引受審査について

- ・ 米国での証券会社の引受審査の実務は、概ね、配付資料4「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）」（以下「海外調査報告」という。）の報告・説明のとおりであるが、特に、アーニング・リリース（我が国の決算短信に類似）

発表前のブラックアウト・ピリオドでは、引受証券会社の社債引受審査委員会は、デューディリジェンスについて相当深く議論を行っている。

- ・ 引受証券会社では、監査人から、コンフォートレターの提出を拒否されるケースはないと考えているが、コンフォートレターが提出されたとしても、監査報告書の日付以降の事後変動の調査は、監査人による十分な確認が行われた内容ではないと考えている。
- ・ 引受証券会社では、発行会社から、「業績悪化不在証明書」の提出を受けたとしても引受審査を完了することではなく、監査人への確認や、発行会社に対する直近の財務状況のヒアリングなどを行ったうえで、「今後、発行会社が発表する業績が市場参加者の期待に沿うものであるのか。投資家に対して、『ノーサプライズ』であるのか。」の確認ができなければ、社債の引受は行わない。
- ・ 我が国では、引受証券会社が、発行会社に対して、「対外公表前の今期の業績は、どのような数値なのか。」と質問したところ、「今期の業績の公表は、取締役会において機関決定を行っていないため、引受証券会社であったとしても、外部の者へ教えることができない。」と回答を受けたことがある。また、監査人からも、レビュー又は監査の進捗について、その回答が難しい状況である。
- ・ 引受証券会社としては、証券会社、発行会社及び監査人が三位一体となって、今後、どのようなことができるのか、議論を行っていきたい。
- ・ 海外調査報告では、いわゆる「グレイ・エリア」での社債発行について、
 - ① 米国の発行会社及び引受証券会社は、「ブラックアウト・ピリオド（決算期直後からアーニング・リリース発表までの期間）では、慎重に検討したうえで社債を発行している。」とのことであった。
 - ② 米国の引受証券会社は、「米国では、グレイ・エリアにおいても、引受証券会社によってエクストラ・デューディリジェンスが行われることにより、社債を発行できる。ただし、リスクフリーで社債を発行しているわけではなく、リスクを認識したうえ、社債が発行されている。」とのことであった。
- ・ 資料4では、米国では、ブラックアウト・ピリオドやグレイ・エリアにおいて、社債の発行が行われているとのことであるが、当該報告の前提には、この場で議論を進めている「マタギ」日程が織り込まれているのか。実際に、これらの期間においては、「マタギ」による社債発行が行われているのか。さらに言えば、米国においては、「マタギ」の問題を解決す

る方法で、社債発行が行われているのか。

- ・ 海外調査報告において、事務局では、我が国における「マタギ」の問題を説明したうえで、米国の引受証券会社に対して、「アーニング・リリースの発表の前後」及び「年次報告書フォーム 10-K 又は四半期報告書フォーム 10-Q の提出・登録の前後」について、社債の発行実務に関する質問を行った。先方にも論点を理解していただいたうえでご回答いただけたものと理解している。
- ・ 確かに、我が国の「マタギ」と米国の「グレイ・エリア」は完全には一致していないが、その根幹の問題意識は共通であると認識している。したがって、米国では、「マタギ」と同じ問題意識から生じる不都合を解決したうえで社債が発行されているということは少なくとも言えるのではないかと考えている。

2. いわゆる「マタギ」による社債発行の問題点について

- ・ 配付資料 1 「1. いわゆる『マタギ』による社債発行の問題点 (1)」において、「社債の発行登録追補書類等の提出から募集期間終了日若しくは払込期日までの間に決算短信、有価証券報告書・四半期報告書の提出があった場合」とあるが、この問題点は、社債発行に当たって、発行登録書を提出するケースを前提としており、有価証券届出書を提出するケースは前提としないのか。
- ・ 事務局では、社債発行に当たって、発行登録書を提出するケースに限らず、有価証券届出書を提出するケースも考えている。
- ・ 我が国の社債の発行実務では、機関投資家向け社債では条件決定日の同日に募集期間が終了している。一方、個人向け社債は募集期間が長い(通常約 2 週間)ことから、個人向け社債が主たる検討の対象となるのではないか。
- ・ 社債発行に当たって、有価証券届出書を提出するケースは、発行登録制度を活用できない会社、一般に、信用リスクが相対的に大きい会社と考えられるため、そのような場合には、「マタギ」のある社債の発行は投資家に好まれないので、案件としては成立しないのではないか。
- ・ 個人向け社債については、引受証券会社としては、例えば、配付資料 3-2 「社債の発行スケジュール(個人向け社債)」にある「マタギ」のケース①～④で社債が発行され、募集

期間中に新たな決算情報が出れば、募集が確定していないので、申込のあった顧客に対してキャンセルをお願いし、訂正発行登録書を提出したうえで、改めて募集を行う作業が必要になると考えられる。このようなケースは実務上不可能ではないが、発行会社では、煩わしい作業が行われることを承知されたうえで、社債の発行を実施するのかどうか。また、引受証券会社としても、このような非常に面倒な作業を行うのかといった問題がある。「決算短信等を公表してから、社債発行を計画してください。」とお願いすることになるだろう。

- ・ 現状の社債発行実務では、発行登録制度を活用できる会社であっても個人向け社債において有価証券届出書を提出するケースや、上場後1年未満の持株会社のように、信用力が高くても継続開示要件を満たせないため、有価証券届出書を提出しなければならないケースがある。したがって、「マタギ」の議論においては、有価証券届出書を提出するケースも検討しておく必要があるのではないかな。
- ・ 社債発行に当たって、発行登録書の提出を前提とする場合は、募集期間までに決算短信等が開示されるケースと、募集期間終了日若しくは払込期日までの間に決算短信等が開示されるケースが存在する。この2つのケースでは、状況が大きく異なるため、2つを区分したうえで議論を行った方が良いのではないかな。
- ・ 事務局では、ご指摘のように、募集期間までに決算短信等が開示されるケースと、募集期間終了日若しくは払込期日までの間に決算短信等が開示されるケースについて、各々区分して議論を行う必要があると考えている。
- ・ 金融商品取引法（以下「金商法」という。）では、社債の募集期間中に、例えば、有価証券報告書が提出された場合には、次のような問題が生じる。
 - ① 発行登録制度では、訂正発行登録書の提出が必要となり、一旦、効力が停止する。
 - ② 有価証券届出書では、有価証券届出書の訂正届出書が必要となり、一旦、効力が停止する。
- ・ 上記①又は②で、虚偽記載などがあった場合には、社債発行を中止することとなる。また、そういった事実がなく、引き続き、社債の募集を行う場合には、新たに訂正発行登録目論見書又は訂正届出目論見書を作成、投資家に配付・説明することとなる。
- ・ 上記は、相当なコスト・煩雑な作業となり、引受証券会社としては、「マタギ」の問題よりも避けるべき実務であると考える。

- ・ 配付資料1「1. いわゆる『マタギ』による社債発行の問題点(1)①・②」にあるケースは決算短信発表後の「マタギ」の問題点を挙げているが、それに加え、「ローンチの数日後に決算短信の発表を控えているケース(情報の非対称性が一番大きいと考えられるタイミング)」についての問題点を掲げておく必要があるのではないか。具体的には、次のとおり。
 - ① (ローンチの数日後に発表を控えている) 未発表の決算短信は、直近に提出された有価証券報告書又は四半期報告書との間で、経営成績のトレンド及び財政状態において大きな変化がないのか。
 - ② 未発表の決算短信に、投資家が把握していない新しい事実が含まれていないのか。
- ・ 「マタギ」の種類によって、取組みやすいものとそうでないものがあるが、難しい「マタギ」についても蓋をしてしまうのではなく、問題点を議論したうえで方策を検討し、できるところから行っていくようにすべきである。引受証券会社では、発行会社、投資家の方と「マタギ」のパターンについて共通認識ができ、市場環境や投資家のニーズに応じて、そのパターンに対応できるのであれば、その都度、起債の可否を判断のうえ、可能な限り、社債を発行できる方向性で検討を進めたい。
- ・ 引受証券会社としては、「マタギ」の問題の検討に当たって、年度決算と四半期決算を同様の枠組みで良いのか疑問である。その理由は、年度決算では、有価証券報告書において監査手続が行われる一方で、四半期決算では、四半期報告書においてレビューの手続が行われており、監査人による確認手法・期間等が異なるためである。
- ・ 我が国の社債発行市場では、決算期末から決算短信の発表までの間に相当数の起債が行われている。決算短信の発表直前に払込が行われるケースも多いと認識している。米国では、このようなケースに慎重な対応が求められているのであれば、我が国の社債発行市場は、米国と比較して、柔軟性が高いのかもしれないが、そのように単純に考えて良いのか、議論の余地があると思われる。

3. マタギによる社債発行について

- ・ 配付資料3「社債の発行スケジュール(機関投資家向け社債・個人向け社債)」は、実務的に運用可能なケースを抽出するため、「マタギ」のケースが類型化されている。第1部会(以下「本部会」という。)では、厳格な類型化を求めるのではなく、実現可能な「マタギ」のケースについて、セーフハーバールール策定など必要な措置の取りまとめに向けて議論

を行っていきたい。

- ・ 「マタギ」では、投資家、特に機関投資家にとってリスクの少ないケースが存在し、投資家自身がある程度納得するのであれば、社債を発行できる期間が存在するのではないかと。現在、市場関係者において、「マタギ」による社債発行は回避されているが、何らかの制度が構築されれば、解決できるのではないかと。投資家においては、どのような「マタギ」のケースであれば、社債を引き受けることができるのか。
- ・ 機関投資家としては、決算短信発表を跨がない限り、「業績予想の下方修正」等のネガティブな開示が起これなければ、「マタギ」の問題は、特段、神経質になる必要はないと考える。
- ・ 機関投資家としては、配付資料3-1「社債の発行スケジュール（機関投資家向け社債）」にあるケース①～④で言うマタギ、すなわち発行条件決定と払込期日の間に決算の開示が行われること自体に、問題はないと考えている。
- ・ なぜなら、機関投資家向け社債では、発行条件決定から払込期日が募集期間と定められていても、実質的には条件決定と同時に募集期間が1日で完了しており、払込期日には事務的な決済処理が行われるだけである。機関投資家向け社債の販売の実態は、発行条件決定の10日前から水面下で行われており、その間に販売がほとんど完了している。仮に発行条件決定と払込期日の間に予期せぬ事象が発生した場合は、既にセカンダリーマーケットに移行しているので、直ちに社債を売却することが可能である。もちろん、できれば短期売買は避けたいので、決して望ましい事態ではないが。
- ・ 機関投資家としては、信用力が高い企業であれば、どのようなタイミングで社債を発行しても問題ないと思うが、例えば、年に1回程度しか社債を発行しない企業や初めて起債する企業であれば、少なくとも、決算短信の発表を終えてから、マーケティングを開始してもらいたい。
- ・ 機関投資家としては、信用力の高い企業が社債を発行するのであれば、「マタギ」の問題について、特段、問題にしていなくても、信用力の低い企業が社債を発行するのであれば、社債の購入を見送るか、若しくは、企業に対してスプレッドを求める行動を取られる。
- ・ 機関投資家としては、「マタギ」の問題を解決するために、何らかの制度を構築しても、一般投資家を呼び込むことにはつながらないと考えており、直接的には、社債市場の活性化に結びつかないと思う。

- ・ 配付資料3-2「社債の発行銘柄数及び発行額の推移(2009年1月～12月、発行日ベース)」にあるとおり、3月末決算会社の有価証券報告書の提出によって、引受審査を完了できる7月末に社債の払込が完了する銘柄が最も多い。7月末に起債が集中する理由は、引受証券会社が、3月末決算会社に対して、第1四半期決算短信の発表前に社債の払込を完了できるパターンを勧めているためである。
- ・ 投資家は、7月末の段階では、直前期の決算内容が明らかにされていることから、第1四半期決算にネガティブ・サプライズが起こらないことを前提として、発行会社及び引受証券会社を信頼し、3月末決算会社の社債を購入しているのではないかと推察される。
- ・ 発行会社は、今後、ネガティブ・サプライズが起こるかもしれないのであれば、社債を発行しない。発行会社では、ネガティブ・サプライズが起こらない前提の下、引受証券会社の勧めにしたがって、社債を発行するため、その結果、7月末に起債が集中することになる。
- ・ 発行会社としては、四半期開示制度導入に伴い、引受証券会社による追加の引受審査が行われることになったため、社債の発行ウィンドウが閉ざされたと認識している。
- ・ 金商法上、四半期報告書が提出された後、訂正発行登録書の提出が必要となるため、効力停止期間が発生することから、四半期報告書の内容がネガティブ・サプライズと認められないのであれば、発行会社としては、「マタギ」による社債を発行しても良いと感じている。
- ・ 発行会社としては、引受証券会社からの指導に基づき、実務慣行として、「マタギ」による社債発行を回避している。

4. 証券会社の引受審査等について

(1) 確認事項

- ・ 機関投資家からは、特に、信用力が高い企業が発行する社債では、「マタギ」は問題にしていけないとの意見であるが、現実には、「マタギ」のケースにおいて社債は発行されていない。なぜ、投資家が問題にしていけないにもかかわらず、社債は発行されないのか。引受証券会社が、リスクを回避するため、「マタギ」のケースによる社債の引受に慎重になっているのか。それとも、発行会社が、そのケースでの社債の発行を回避しているのか。
- ・ 発行会社から見れば、引受証券会社は、年度決算後の引受審査については慎重に行うべきであるが、一方で、四半期決算後の引受審査については、年度決算と同レベルの引受審査を行う必要性について積極的意義は見出せないと考えている。四半期決算後の引受審査が、実

質より形式が重んじられ、年度決算と同様の時間を必要とすることになれば、その間、発行会社は、社債発行の制約を受けることになる。

- ・ 一般に機関投資家は、社債を購入する際、例えば、発行体の業況や、セクターとしての動向、セクター内における発行体の位置付けなどを投資判断材料としているが、（決算短信発表から有価証券報告書提出までの間にネガティブな開示を行うほどに）当該企業の管理が甘いとか否かについてまでは確認のしようがない。したがって、機関投資家としては、ある程度、レギュレーションを定めたうえで、管理の甘い会社が入ってこれない仕組みが構築できれば良いと考える。
- ・ 引受証券会社としては、実務慣行として「マタギ」を避けているのは、情報の非対称性が一番大きいタイミングなので、そのリスクを過剰に考えて慎重になっているのかもしれない。発行会社は、引受証券会社に対して、当該証券会社が求めている発行会社のすべての情報を提供しているとは限らないし、引受証券会社は、投資家に対して、知り得た情報をすべて提供するのが難しいタイミングである。
- ・ 引受証券会社としては、様々なリスクを排除するために、防御の姿勢で、発行スケジュールを計画している。
- ・ 引受証券会社は、例えば、3月末決算会社では、社債の発行に当たって、四半期決算短信の発表日前日までに払込期日を迎えるスケジュールを提案している。
- ・ 引受証券会社では、払込期日直後に決算発表が行われる場合、引受審査に際して、① 社債販売後に、投資家にとってサプライズが起きないか、② 目論見書等の情報に誤りや不足が起きないかなどを確認しており、結果として、「マタギ」による社債発行が行われたときと同じ観点で確認を行う。ただし、「マタギ」の場合は、ファイナンス期間中に新たな書類が出るので、その開示情報によってギャップが発生しないかについて注意を払う。したがって、「マタギ」による社債発行が行われる場合は、「マタギ」でない社債発行と比較して、投資家にとってサプライズが起きないのかどうかを重点的に確認することになるものの、引受証券会社における確認作業自体には変更点がない。
- ・ 配付資料3「社債の発行スケジュール（機関投資家向け社債・個人向け社債）」にあるケース①及び②は、年度決算を跨ぐケースとなるため社債の発行を避けるべきであり、一方で、ケース③及び④は、社債の発行が行われても良いと整理する場合、果たして、引受証券会社では、何に基づいて、継続開示審査を行うのか（決算短信ということになるのだろうか）。

- ・ 米国では、アーニング・リリース発表後、引受証券会社によるエクストラ・デューディリジェンスが行われているようであるが、発行会社としては、我が国において、決算短信公表後にエクストラ・デューディリジェンスが行われ、起債事項確認、継続開示審査及び起債時審査が行われるのであれば、非常に時間を要することになるため、歓迎すべき事態ではない。
- ・ 発行会社としては、「マタギ」による社債の発行が認められたとしても、引受証券会社から、今後、どのような要請が行われるのか、また、引受証券会社による継続開示審査は、どのような方法になるのか、知りたい。

(2) 米国 10b-5 オピニオン

- ・ 社債の発行に当たって、海外では弁護士意見を貰うのが一般的ではないかと認識しているが、我が国では弁護士を介在させないやり方が通例になっていることから、我が国の社債市場を議論する際にこの点を考慮する必要がないだろうか。
- ・ 海外調査では、米国の引受証券会社では、弁護士から、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）の提出を受ける実務慣行が存在しているとのことであった。ただし、10b-5 オピニオンは、引受証券会社によるデューディリジェンスの補強証拠の一つであり、この 10b-5 オピニオンがあれば、引受証券会社が免責されるという性質のものではない。逆に、それがなければ引受証券会社は一切免責されないというような性質のものでもない。つまり、デューディリジェンスにおいて、監査人と弁護士のコンフォートレターの存在が確かに重要なウェイトを占めているものの、引受証券会社としては、あくまでも、どの程度、デューディリジェンスに尽力したかを証明するための証拠の一つといった位置付けである。
- ・ 弁護士が作成する 10b-5 オピニオンは、一般的に、デューディリジェンス全般をカバーしている。しかしながら、財務数値は、監査人によるコンフォートレターによって確認すべき範囲であり、10b-5 オピニオンでは、財務数値はカバーしていない。
- ・ 10b-5 オピニオンの実務は、米国独自のものであり、欧州では、その実務がないのではないかと。引受証券会社としては、我が国においても、その実務が推進できれば非常に良いと考えるが、米国と同様に、デューディリジェンスの実務において、10b-5 オピニオンの存在が必須ではないと考えている。
- ・ 10b-5 オピニオンの実務において、弁護士としては、デューディリジェンスについて、善

管注意義務が果たされているのかどうかを確認していると思われる。具体的には、弁護士は、引受証券会社が、どのような手続を踏んでデューディリジェンスを行ったのかを確認し、仮に、引受証券会社が訴訟の提起を受けた場合は、10b-5 オピニオンの存在が有用になると考えられる。10b-5 オピニオンの実務は、法的に制度化するレベルのものではなく、引受証券会社にとって、デューディリジェンスの手続だけでは心配であるのであれば、この実務を活用すれば良いと思う。

(3) いわゆる「業績悪化不在証明書」

- ・ 配付資料1の「3. 対応案 (3) ②」において、「発行会社から、いわゆる『業績悪化不在証明書』などの確認書類の提出や、引受証券会社において、その確認ができれば、引受証券会社の責任範囲が明確化され、起債が進むのではないか。」とあるが、投資家、証券会社及び発行会社においては、この対応案について、どのように考えているのか。
- ・ 例えば、引受証券会社にとってリスクが大きいため、実務慣行として社債の発行を避けたい期間で、どうしても、企業が社債による資金調達を行いたい場合は、当該企業から、「発行会社自身がリスクを取る。社債の払込期日までの間に、サプライズは起こらない。」といった証明書の提出があれば、社債発行は実現するのか。
- ・ 引受証券会社としては、発行会社から、「業績悪化不在証明書」の内容として、例えば、次の事項を確認したいと考えている。
 - ① 未監査の開示情報の正確性が確保されているのか。具体的には、発行会社が機関決定している内容と投資家に対して開示されている内容が同一であるのか。
 - ② 監査又はレビューにおいて、監査人との間で重要な見解の相違、若しくは監査人と発行会社の間で協議しているペンディングの処理がないのか。
 - ③ 払込期日までに、発行会社のいずれかの部署で重要な契約締結の準備が進んでおり、公表される予定はないのか、若しくは訴訟の提起を受けているにもかかわらず未公表の状態ではないのか。すなわち、重要な内部情報は、すべて開示されているのか。
- ・ 引受証券会社としては、監査人に対して、監査意見に関する表明ではなく、監査人の内部統制下にある資料と未監査の財務情報を突合して同じ数値であるかについて、コンフォートレターの中で言及されることをお願いしたい。
- ・ 投資家は、起債時期の集中化は好ましくないと考えており、発行会社では、「業績悪化不

在証明書」の実務が確立すれば、起債時期の分散化が図られ、機動的な資金調達が可能となるのではないかと。

- ・ ユーロ市場で、発行会社が「業績悪化不在証明書」において証明、確認する内容は、次のような事項である。締結した引受契約で発行体が表明・保証した事項について、誤りがなく、正確で事実と反しておらず、発行に重大な影響を及ぼすような財務状態やその見通し、事業の状況に変化がないことを、払込時点でクーリング・ドキュメントとして改めて証明するもの。
- ・ 引受契約での表明・保証する事項には、次のようなものが含まれる。
 - ① 発行及び募集に当たり、目論見書の重要な項目が事実であり、正確であること。
 - ② 開示情報の正確性や事実の確認が、発行体により合理的に検証されていること。
 - ③ 社債の募集に当たり重大な影響を及ぼすような法令順守違反や訴訟案件がないこと。
 - ④ 直近の決算期末以降、発行体の財務状態やその見通し、事業の状況を悪化させるような事態が生じていないこと。
- ・ ユーロ市場という多国籍市場で様々な投資家が存在する市場での起債と異なり、我が国では、上場会社は、取引所の規則に基づき適時適切な開示を行っていることから、国内の投資家は発行体の事業内容、財務の状況に関し周知できる状況にあり、「業績悪化不在証明書」を払込期日に提出する実務は、我が国において馴染まないのではないかと。
- ・ 「業績悪化不在証明書」では、3月末決算会社の場合、6月下旬に提出される有価証券報告書を跨いで起債するケースにおいて、直前期の業績が決算短信で発表した内容に大きな変化がないことを証明するのか。それとも、新たな第1四半期の業績が悪化しないことを証明するのか。
- ・ 発行会社では、決算短信の作成には全力をあげて細心の注意を払い取組んでおり、自信を持った数値を公表している。したがって、決算短信と有価証券報告書と間で、財務数値に違いがあることは、起こってはならないことと認識している。そのような立場であるため、発行会社としては、「業績悪化不在証明書」が決算短信の内容に大きな変化がないということを証明するものならば、当然のことをなぜ証明しなくてはならないのか、という意味で、否定的な見解である。
- ・ 「業績悪化不在証明書」は、発行会社から投資家に対して、「大きなサプライズは起こらない。すなわち、既に適時開示されている情報と『マタギ』の期間に開示される情報との間で

差異が生じない。」ことを保証するイメージではないのか。

- ・ 発行会社としては、「業績悪化不在証明書」が、決算短信と有価証券報告書との間で、財務数値の差異がない旨を証明するイメージであれば、「業績悪化不在証明書」を提出することは先のような理由によりかなり難しいと思う。
- ・ 「業績悪化不在証明書」は、決算短信と有価証券報告書との間で、財務数値の差異がないことを前提に、未発表の重要情報が発生していないことを保証するイメージになるのか。
- ・ 「業績悪化不在証明書」が、3月末決算会社の場合、6月下旬に提出される有価証券報告書を跨いで起債するケースにおいて、新たな第1四半期の業績が悪化しないことを証明するのであれば、業績の変動の大きい発行会社にとって、「業績悪化不在証明書」への実務対応が難しいのではないかと。
- ・ 投資家としては、「業績悪化不在証明書」は無いよりも有るにこしたことはないと思う。
- ・ ただし、我が国の多くの上場会社では、決算短信の公表と同時に業績見通しを公表しており、その業績見通しと新たに算出した予想値との間で差異が生じた場合、取引所の規則に基づき、速やかに「業績予想の修正」に関する情報開示を行わなければならないと理解している。したがって、その開示が行われていないことは、業績見通しに変動が起こっていない証明となるため、「業績悪化不在証明書」が提出された状態と同じであると言えるのではないかと。
- ・ 「業績悪化不在証明書」は、米国の実務においては、目論見書に最新の監査済み又はレビュー済みの財務諸表を掲載して、その後、重大な業況の悪化が起こっていないことを証明する内容である。我が国において、「業績悪化不在証明書」の実務が定着すれば、「マタギ」の社債発行に当たって、サプライズがないことの証明と情報の非対称性の問題の解決に向けて、一定の効果があるのではないかと。引受証券会社としては、「業績悪化不在証明書」の提出によって、特段、新たな開示を必要とする重大な業況の変化がないことが示されるのであれば、非常に有用な書類であると考えます。
- ・ 引受証券会社としては、「業績悪化不在証明書」を確認したとしても、発行会社に対して、最新の業況をヒアリングしなければならないと考えている。その理由は、発行会社とのヒアリングを通じて、発行会社が新たに何らかの情報開示を行う必要があるかもしれないためである。
- ・ 我が国の多くの上場会社においては、基本的に、決算短信と有価証券報告書との間で財務

数値に差異が生じないと思われる。一方で、現在、取引所では、上場会社に対して、決算期末後から 45 日以内に決算短信の発表（30 日以内の決算短信の発表が望ましい）を行うよう迅速な開示を求めている。そのような状況下、数年前の調査では、決算短信の発表後、有価証券報告書の提出までの間に、決算短信の訂正・修正開示を行った上場会社が、全上場会社の 10%程度であると公表された。したがって、引受証券会社としては、社債を発行するすべての企業について、決算短信と有価証券報告書との間で財務数値に差異が生じないといった前提で審査を行うことができないと強く感じたことがあった。また、その財務数値に差異が生じていないかどうかを確認するためには、監査人に対して、監査手続の進捗を質問する必要があるのではないか考えている。

- ・ 発行会社がどうしても社債を発行したいときに、「業績悪化不在証明書」の実務が構築されることによって、引受証券会社では、適切な確認を行うことができるのであれば、現行の実務慣行を打破する良い制度となるのではないか。
- ・ 本日の会合では、具体的なコンセンサスを得られる段階にはいたっておらず、また、個人向け社債に関する議論を行えなかったことから、本日の意見を整理したうえで、引き続き、議論を進めていきたい。

2. 次回会合

第 4 回本部会を 11 月 25 日（木）に開催する。

（配付資料）

資料 1 社債の機動的な発行について（事務局整理・検討メモ）－いわゆる『マタギ』の問題－

資料 2 社債の発行銘柄数及び発行額の推移（2009 年 1 月～12 月、発行日ベース）

資料 3 社債の発行スケジュール（機関投資家向け社債・個人向け社債）

資料 4 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）

以 上