

社債の機動的な発行について(2) (事務局整理・検討メモ)
 -いわゆる「マタギ」の問題について(2)-

平成 22 年 11 月 25 日

意見の要約・検討事項

備考

1. いわゆる「マタギ」による社債発行の問題点

- (1) いわゆる「マタギ」による社債発行は、発行会社からの開示情報や提供情報に変更が加えられる可能性があること等から、例えば、社債の募集期間中に有価証券報告書等で発行会社の財務情報等に重大な変更が開示された場合には投資家の投資判断に影響を及ぼすこととなる。このため、引受証券会社では、「マタギ」による社債発行の引受を避ける市場慣行がある。
- (2) 上記情報の非対称性の解消、証券会社の引受責任の範囲・発行会社との責任分担の明確化等が図られれば、「マタギ」による起債が実現するのではないか。

2. マタギによる社債発行

	① 決算短信	② 有価証券報告書	③ 四半期決算短信	④ 四半期報告書
機関投資家向け社債				
個人向け社債				

- (1) 機関投資家向け社債では、一般的に、発行条件決定日当日が募集期間（1日）となり、それ以降は流通市場に移行している。仮に、「マタギ」による社債発行で問題となる発行条件決定日と払込期日の間に開示される決算にサプライズがあったとしても、社債を売却する等の対応をとることとなり、「マタギ」による社債発行に特段の問題はないとの意見もある。
- (2) 機関投資家向け社債・個人向け社債のいずれであっても、決算短信・四半期決算短信を跨ぐ場合（例①、③）は、決算短信・四半期決算短信により発行会社の経営成績・財務情報に重大な変更が開示される可能性があり、この場合の社債発行は、より慎重な確認及び手続きが必要ではないか。

○ 左記情報の非対称性の解消等を図るため、引受証券会社により一層慎重な審査手続きが求められるようであれば、社債の機動的な発行の制約となる。

○ 一方、機関投資家向け社債では、社債購入の実質的な意思決定が行われる発行条件決定前（通常1週間程度）での決算の開示は、その内容によっては影響がある。

意見の要約・検討事項

備考

(3) 有価証券報告書、四半期報告書（例②、④）、特に、四半期報告書を跨ぐ場合（例④）は、投資家の投資判断に影響を及ぼす財務情報等の重大な変更（大きな差異）が生じる可能性が少ないと考えられることから、まずは、機関投資家向け社債で四半期報告書を跨ぐ社債発行について、必要な検討を行い、起債環境の整備を図ってはどうか。

○ 個人向け社債では、有価証券報告書、四半期報告書を跨ぐ社債発行であっても、より慎重な確認及び手続きが必要ではないか。

3. 証券会社の引受審査等

3-1 発行会社

(1) 発行登録制度を利用している発行会社（頻繁に社債を発行する会社）では、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、引受候補証券会社による審査（共通質問）が行われており、当該発行会社については、引受証券会社の引受けリスクは相当軽減されているのではないか。

○ 海外の実務を参考に、証券会社の引受審査・継続開示審査の柔軟化・簡素化の検討が必要ではないか。

(2) 頻繁に社債を発行し財務信用度の高い発行会社では、決算の確定に当たって更新される情報によって、投資家の投資判断が大きく変わることは少ないと考えられるため、当該発行会社については、引受証券会社の引受けリスクは限定されていると考えても良いのではないか。

(3) 上場会社は、法令や証券取引所の規則に基づき適時適切な財務・企業情報の開示を行っており、当該開示情報は正確性が確保されたもので、証券会社による重畳的な引受審査は避けるべきではないか。また、こうした開示により、投資家、特に機関投資家は、発行会社の概要を十分に把握しているのではないか。

(4) 引受証券会社では、上記状況を踏まえれば、有価証券報告書、四半期報告書を跨ぐ社債発行の引受けは、投資家の理解が得られれば、可能ではないか。

3-2 証券会社の社債の引受審査手続き

(1) 引受証券会社

① 引受証券会社では、社債の引受審査に当たって、主に次の観点から確認を行っている。

イ. 社債販売後に投資家にとってサプライズがないか。

ロ. 目論見書等の情報に誤りがないか。

② 「マタギ」による社債発行の場合は、「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となるが、引受証券会社における確認作業自体には変更点はない。

○ 証券会社の社債の引受審査手続きは、海外の実務を参考に、発行会社の信用力や社債の発行実績等に応じて、柔軟に対応すべきではないか。

(2) 発行会社

- ① 米国では、グレイエリアでの社債発行の場合には、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。発行会社では、例えば、四半期報告書を跨ぐ社債発行場合、仮に、決算短信開示後にエクストラ・デューディリジェンスが行われ、従来どおり、起債事項確認、継続開示審査及び起債時審査（引受審査）が行われるのであれば、時間とコストを要することになり、社債の機動的な発行の制約要因になるのではないかと危惧している。
- ② 発行会社、引受証券会社、監査法人との間で、今後具体的にどのような実務となるのか検討が必要である。

3-3 証券会社の引受責任の範囲等の明確化

(1) いわゆる「業績悪化不在証明書」

① 米国の実務

米国では、コンフォートレターに加え、発行会社の経営者は、いわゆる「業績悪化不在証明書」により、次の事項を証明、引受証券会社において、その確認を行っている。

イ. アーニング・リリース発表から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・登録までの間、財務諸表に重要な変化が生じていないこと。

ロ. 払込期日のクロージング・ドキュメントとして、「社債発行に当たり、発行体の財務状態、業績、事業の見通し等について、重大な変更が生じていないこと。」

② 発行会社

イ. 「業績悪化不在証明書」により、何を証明するのかということと、同証明書の提出が必要となる発行会社や起債のタイミング等の明確化が必要ではないか。

ロ. 「業績悪化不在証明書」の目的は、コンフォートレターとほぼ同じであり、二重の確認となるのではないか。

③ 引受証券会社

引受証券会社では、発行会社の経営者から、「業績悪化不在証明書」により、次の事項を確認したいと考える。

イ. 重要な内部情報は、すべて開示されているのか（払込期日までに、発行会社のいずれかの部署で

○ いわゆる「業績悪化不在証明書」は、法的に制度化するレベルのものではなく、引受証券会社では、デューディリジェンスの手続において、必要に応じて活用すれば良いのではないか。

○ 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、会社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

意見の要約・検討事項

備考

重要な契約締結の準備が進んでいないのか、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)。

ロ. 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)。

ハ. 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中のテーマにペンディングの処理がないのか。

④ 適時開示との関係

上場会社の多くは、決算短信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重要な差異が生じた場合、取引所規則に基づき、直ちに「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。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。

(2) 米国 10b-5 オピニオン

① 米国では、引受証券会社は、監査人による財務数値に関するコンフォートレターに加え、弁護士から、デューディリジェンスに関する 10b-5 オピニオンの提出を受ける実務慣行がある。

② 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、必ずしも必要なわけではないが、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る。

③ 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。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、独立した引受審査組織を持つ日本では、米国と同様に、10b-5 オピニオンの提出が必須ではないと考える。

一の中で明記することをお願いしたい。

○ 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、引受証券会社では、デューディリジェンスの手続において、必要に応じて、この実務を活用すれば良いのではないか。

以 上