

## 「第4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25日（木）午後4時～5時50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. 社債の機動的な発行（いわゆる「マタギ」の問題）について

事務局から、社債の機動的な発行（いわゆる「マタギ」の問題）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】

##### 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」（以下「マタギ」という。）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」による社債発行が実現するのではないか。

一方、上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確認・審査手続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。

##### 2. 「マタギ」による社債発行

(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。機関投資家からは、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。

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、サプライズがあった場合には影響があり、その期間の開示は避けてもらいたいとの意見もあった。

(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が必要ではないか。

(3) 有価証券報告書、四半期報告書、特に、四半期報告書を跨ぐ場合は、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、先ずは、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。

一方、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、有価証券報告書及び四半期報告書を提出する都度、くり返し引受候補証券会社による審査が行われており、当該発行会社は、引受証券会社の引受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、合せて、責任範囲・分担の明確化について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、当該発行会社は、引受証券会社の引受リスクが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

##### (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。

証券会社の社債の引受審査手続は、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 「マタギ」による社債発行の場合は、「マタギ」によら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、審査項目・確認手段自体には変更点はない。

## (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、引受証券会社によるエクストラ・デューデ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の場合、仮に、決算短信開示後にエクストラ・デューデ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、引受証券会社及び監査法人との間で、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」（以下「業績悪化不在証明書」という。）により、次の事項を証明、引受証券会社において、その確認を行うという実務慣行がある。

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、発行会社の財務状態、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ったことと、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。

発行会社では、例えば、四半期決算短信と四半期報告書では、財務数値に差異がないよう相当注意を払って慎重に作成しており、当然のことを証明するのであれば、実務対応として「業績悪化不在証明書」の提出は難しいとの意見もあった。

### 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。

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、コンフォートレターの中で明記することをお願いしたい。

### ④ 適時開示との関係

多くの上場会社は、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。

⇒ 「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、例えば、個人向け社債や財務信用度が低い発行会社が「マタギ」による社債発行を行う場合に活用すれば良いのではないか。

## (2) 米国 10b-5 オピニオン

① 米国では、引受証券会社が、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、必要な書類ではないが、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。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我が国では、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。

⇒ 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。

## 【意見交換】

### 1. 証券会社の引受審査手続き

- ・ 「マタギ」による社債発行の問題は、引受証券会社において、どのような確認を行ったとしても、どのようなことが起こるかわからない不安感が解消されない限り、サプライズに対する懸念から、発行会社に対して「マタギ」による社債発行を回避して欲しいと考えているのではないか。第1部会（以下「本部会」という。）では、「マタギ」による社債発行の問題が残ることを前提として、議論を進めていきたい。
- ・ 前回の会合では、「マタギ」による社債発行に問題があるものの、個人向け社債であるのか、若しくは機関投資家向け社債であるのかによって、議論の内容が異なるとの意見があった。例えば、機関投資家向け社債では、四半期報告書を跨ぐ場合は、「マタギ」による社債発行の可能性を探っても良いのではないかといった意見や、四半期報告書を跨ぐ社債の発行であれば、慎重になる必要がないとの意見もあった。
- ・ 「マタギ」かどうかにかかわらず、広く社債発行を行っても良いのではないかといった意見や、ある程度、「マタギ」による社債発行に焦点を当てて、慎重に対応すべきとの意見もあった。
- ・ 機関投資家からは、「マタギ」による社債発行の場合は、発行条件決定後払込期日との間に開示される決算内容が、投資家にとってサプライズであっても、社債を売却する等の対応となり、特段の問題はないとの意見もあった。
- ・ 「マタギ」による社債発行を担保する手続としては、「業績悪化不在証明書」の制度化や米国 10-b オピニオンの実務の必要性について意見があり、これらの手続について検討した方が

良いのか、それとも、特段、検討する必要がないのか。

- ・ 本日は、前回会合までの複数の論点について、忌憚のない意見をいただきたい。
- ・ 2頁で、「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、四半期報告書を提出する都度、引受候補証券会社による審査が行われており、当該発行会社は、引受証券会社の引受リスクが相当軽減されているのではないか。」とあるが、引受証券会社としては、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、引受審査を行うことによって引受リスクが軽減される、具体的には、引受審査によって、例えば、BBB 格の企業が A 格又は AA 格の企業と同等に扱われるようになり、投資家に対するリスクが軽減されることはないと考えている。審査手続きを前倒しで行っているものである。
- ・ 報告書「社債市場の活性化に向けて」（第2 I 1. (1) ①）で、「証券会社の引受審査の簡素化・弾力化が必要である。」と指摘があるように、引受証券会社では、発行会社から、「共通質問」の回数（4回）を減らしてもらいたいとの意見を聞いている。引受証券会社としては、今後、「共通質問」の回数を減らす方向で検討を行うのであれば、その回数と引受リスクの軽減を関連付けて考えない方が「共通質問」の回数を減らす議論が進めやすいのではないかと考える。
- ・ 引受証券会社では、有価証券報告書及び四半期報告書が提出されたときに、発行会社に対して継続開示審査を行い、さらに、社債を発行する直前に、審査自体のボリュームは大きくないものの、「起債時確認」による審査（引受審査）を行っている。
- ・ 引受証券会社では、「継続開示審査」及び「引受審査」の各々内容が異なり、各々必要な審査であるとの意見であるが、発行会社としては、いずれかにおいて、審査内容の軽減の余地があるのではないかと考えている。
- ・ 発行会社としては、最もメジャーな開かれた起債ウィンドウは、次の期間であると考える。
  - ① 「有価証券報告書」提出後「第1四半期決算短信」開示までの間
  - ② 「第1・2・3四半期報告書」提出後「第2・3四半期決算短信」及び「決算短信」開示までの間
- ・ 上記①及び②の期間のうち、非常に大きく開かれた起債ウィンドウは、「第3四半期報告書」提出後「決算短信」開示までの間である。
- ・ 一方、引受証券会社は、以下の短い期間について、起債は勧めないものの、一応、狭い起

債ウィンドウは開かれているとの考えである。

③ 「決算短信」開示後「有価証券報告書」提出までの間

④ 「第１・２・３四半期決算短信」開示後「第１・２・３四半期報告書」提出までの間

- ・ 引受証券会社は、上記③及び④の期間における審査では、発行会社に対して直前の決算短信又は四半期決算短信に基づき、直近の業績を確認しており、一方、発行会社では、引受証券会社に対して、「共通質問」として実務的に回答している場合がある。
- ・ 引受証券会社では、上記④の期間では、直前に提出された「有価証券報告書」や「四半期報告書」に基づいて継続開示審査を行っており、「第１・２・３四半期報告書」の提出を待たずに、④の狭いウィンドウで起債できている。したがって、発行会社としては、上記④の期間の起債が可能であれば、「第１・２・３四半期報告書」を跨ぐ社債発行も可能ではないかと考える。
- ・ 発行会社としては、引受証券会社において、四半期報告書の提出に伴う審査が重要であり、また、四半期報告書や有価証券報告書が発行登録制度における発行登録追補書類の参照書類であるため、当該四半期報告書等の提出が予定される期間において、引受を回避したいという考え方について一定の理解は示せるものの、必ずしも、そのような慎重な考え方でなくとも良いのではないかと感じている。
- ・ 発行登録制度を利用している発行会社としては、有価証券報告書及び四半期報告書を提出する都度、引受証券会社に対して、誠実に引受審査に関する回答を行っており、特に、有価証券報告書の提出後においては、四半期報告書の提出後の引受審査と比べて、更に丁寧に、その審査に関する回答を行っている。

## 2. 証券会社の引受リスク

- ・ 引受証券会社では、引受リスクとして、具体的に、どのようなことが起こることを懸念しているのか。次のような引受リスクが想定されるが、すべてのリスクを懸念しているか、どのリスクを一番懸念しているのか。引受リスクは、明確にしておく必要があるのではないか。
  - ① 金融商品取引法（以下「金商法」という。）で課せられている元引受責任への懸念（金商法上のリスク）
  - ② 法的な損害賠償責任ではないが、社債を購入した顧客との間で発生する事務負担や信用回復に必要とする費用負担への懸念（レピュテーションリスク）
  - ③ 販売・勧誘方法等について、金融庁からの行政処分への懸念（行政処分のリスク）

- ・ 引受証券会社としては、当部会においては引受リスクのうち金商法第 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）に焦点を絞って議論を行った方が良いと考える。
- ・ 引受証券会社では、発行登録書に係る引受審査に当たっては、発行会社に対して、有価証券報告書又は四半期報告書の提出後決算短信又は四半期決算短信の開示後に「共通質問」及び「追加質問」（継続開示審査）を、発行登録書に基づく個別起債の前有価証券報告書又は四半期報告書の提出後に「個別質問」を行っている。
- ・ 発行登録制度の下では、発行登録書、訂正発行登録書若しくは発行登録追補書類が提出される際、引受証券会社は、その書類等に対する使用者責任を果たすため、上記のとおり発行会社に対して、予め「継続開示審査」若しくは「個別質問」を行っている。一方で、実務上は有価証券報告書又は四半報告書の提出後、直ちに「継続開示審査」を開始できる発行会社は少ないのではないかと考える。
- ・ 引受証券会社では、発行登録追補書類の参照書類として未監査の財務情報である決算短信が添付される場合、その添付書類について金商法第 17 条の責任を負うため、個別の起債があった際、その内容を確認しなければならない。
- ・ 引受証券会社としては、次の 3 つの引受責任・引受リスクがあるのではないかと認識している。
  - ① 社債発行後の目論見書使用者としての訴訟（責任）リスク
  - ② 発行条件決定後、何らかの事情の変更によって、投資家から払込が行われず募残が生じるリスク
  - ③ 引受に当たって、相当な注意義務を履行しなかった場合の行政処分を受けるリスク
- ・ 引受証券会社としては、上記②については、本部会で議論できる内容ではないと考えられ、また、上記③については行政処分リスクであるため、本部会でセーフハーバールールを策定することが困難であると考えます。したがって、本部会では、今後の実務慣行を構築する観点から、上記①の訴訟リスクの議論に絞って検討を進めれば良いのではないかと考える。
- ・ 引受リスクは、金商法上のリスク、レピュテーションリスク及び行政処分のリスクの大きく三つに分類されるのではないかと考える。レピュテーションリスクは、ビジネス上のリスクであるため、実務慣行としてルール化することは馴染まないのではないかと考える。行政処分のリスクは、金融庁がセーフハーバールールを示さなければ難しい問題であるが、本部会では、金融庁がセーフハーバールールを構築するための土台として、合理的で健全な実務慣行を構築できる

議論を行っていきたい。したがって、本部会では、今後、金商法上のリスクを回避するために、どのようなことを行えば良いのかといった観点で検討を進めていきたい。

- ・ 本部会では、「マタギ」による社債発行において、金商法上のリスクが発生しないタイミングの検証と、そのリスクを解消するためには、どのような手段を利用すれば軽減できるのかといった問題について、議論を行っていきたい。

### 3. 引受リスクの軽減等について

#### (1) 個人向け社債 について

- ・ 個人向け社債について、仮に「マタギ」による起債の場合、機関投資家向け社債と同様に社債を売却するなどの対応が可能か。前回の会合では、個人向け社債の募集中に、ネガティブ・サプライズがあった場合、その募集をやり直す必要があるとの意見があったが、その場合の対処として、「業績悪化不在証明書」で対応できると考えられるのか。
- ・ 機関投資家によれば、機関投資家向け社債において、ネガティブ・サプライズがあった場合、社債を売却するなどの対応をとるとのことであるが、その場合は、発行会社から「業績悪化不在証明書」を提出を受ける必要があるのか。
- ・ 投資家としては、例えば、発行条件決定日と払込期日の間にネガティブな情報が開示された場合、その開示の結果、格付が格下げされ、債券の価格が下がったとしても、全く問題がないと考えているわけではなく、投資家としての投資判断ミス、つまり、自己責任の問題であるとする。投資家は、このような開示を行った発行会社について、今後の投資対象から除外する、若しくは、次回の起債で相応のプレミアムを求めるなどの対応を取ることとなる。
- ・ 3月末決算会社を前提に考えた場合、例えば、本日は、第2四半期報告書の提出から第3四半期決算短信の開示までの間にあり、開かれた起債ウィンドウの期間に該当する。次に発行会社の最新の業績（第3四半期決算短信）が開示されるのは平成23年1月中下旬頃となるが、投資家にとっては、その頃になって、「業績予想の下方修正」が開示されることと、今、発行条件決定日と払込期日の間に開示されることは、（数ヶ月の差しかなく）大きく違いはない。勿論、引受証券会社において、その引受責任の観点から「マタギ」による社債発行を回避することについて理解はできる。その観点から「マタギ」による社債発行を特に気にならない。
- ・ 「個人向け社債においても、機関投資家向け社債と同じように、社債を売却するなどの対

応が可能であるのか。」どうかであるが、個人向け社債では、そもそも、募集期間が長く設定されているため、仮に、募集期間中に何らかの重要な開示が行われて臨時報告書が提出されれば、目論見書が更新されることから、改めて募集手続を行わなければならない。

- ・ 引受証券会社としては、改めて、募集手続を行うことについて、実務上、相当高いハードルがあると考えており、そもそも、募集期間中に目論見書を再交付することや、改めて約定手続を行うことは想定していない。
- ・ 個人向け社債では、「業績悪化不在証明書」において、「改めて募集手続を行った場合には、発行会社に対して追加のコスト負担を求める。」旨を明記することができるのか。それとも、引受証券会社においては、そもそも、その場合の実務的な対応が難しいのか。
- ・ 証券会社では、改めて募集手続を行うことについて、リテール部門にて対応することが非常に大変な作業となるため、その手続の蓋然性が高いと判断することは、現実的ではないと認識している。
- ・ 仮に、個人向け社債を発行した企業が、引受証券会社に対して、改めて募集手続を行った場合の追加コストを支払うのであれば、特段の問題はないのか。
- ・ 個人向け社債を発行する企業において、改めて募集手続を行わなければならないような重要な開示を行う予定であれば、本来、その開示を行った後に募集を行うスケジュールを検討するのではないかと。仮に、その企業が予期できなかった開示を行わざるを得なくなり、改めて募集手続を行わなければならない事態となれば、そのときに、その企業と引受証券会社は、必要な対応の検討を行うのではないかと。

## (2)「業績悪化不在証明書」の活用等について

- ・ 3 頁に「3. 証券会社の引受審査等 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 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。」とあるが、我が国の実務では、まず実現しやすい②と④の「マタギ」への手当てとして、引受証券会社としては、3 頁の 3-3 (1) ③にある次の事項について、「業績悪化不在証明書」で確認をしたい。  
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。

- ・ 米国の実務との比較では、両者は、表現上、同一の「業績悪化不在証明書」であるものの、引受証券会社として、②と④の「マタギ」による社債発行の引受けに当たって確認したい内容は異なる。
- ・ 仮に、社債を発行したい企業が、自社の業績が悪化しないことについて、絶対の自信を持っており、更に、その企業が引受証券会社に対して「業績悪化不在証明書」を提出して、その証明書において「業績は、絶対に悪化することはない。万一、改めて募集手続を行う場合の追加コストは、企業が負担する。」と確認したとしても、引受証券会社では、その企業の社債の引受を断るのか。
- ・ 引受証券会社では、少なくとも、募集手続を開始する時点で、企業から「改めて募集手続を行わなければならない重要な開示を行う予定は絶対にない。」と言われれば、当該企業の引受を行っている状況である。
- ・ 「業績悪化不在証明書」は、決算短信又は四半期決算短信の開示から有価証券報告書又は四半期報告書の提出までの間、つまり、有価証券報告書又は四半期報告書を跨ぐ社債発行において、財務諸表に重要な変化が生じていないことを証明することで良いのか。一方で、決算短信又は四半期決算短信を跨ぐ社債発行においては、一体、いつの時点における業績悪化不在を証明するのか。
- ・ 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」が提出されることによって、有価証券報告書又は四半期報告書を跨ぐ社債発行の際、決算短信又は四半期決算短信と当該有価証券報告書又は四半期報告書との間で、重大な差異がないこと(重大な未公表の事実がないことを含む。)が証明され、確認できるのであれば、「業績悪化不在証明書」も有効に機能するのではないかと考える。
- ・ 現状の引受審査の実務において、引受証券会社では、発行会社に対して、未監査の財務情報(決算短信又は四半期決算短信)について確認を行っている。仮に、「業績悪化不在証明

書」が有効に機能すれば、発行会社によって、未監査の財務情報の正確性が説明されることから、引受証券会社としては、現状よりもヒアリングを割愛できる可能性があるため、引受審査の簡素化が図れるかもしれない。

- ・ 決算短信又は四半期決算短信を跨ぐ社債発行においては、「業績悪化不在証明書」は有効に機能しないのか。
- ・ 例えば、第1四半期決算短信を跨ぐ社債発行においては、有価証券報告書の提出から未発表の第1四半期決算短信の間に、「業績悪化不在証明書」によって、どのような悪化が起っていないことを証明するのか。発行会社では、監査済の有価証券報告書について、果たして、業績が悪化していないことを証明する効果があるのか。引受証券会社としては、有価証券報告書又は四半期報告書を跨ぐ社債発行における「業績悪化不在証明書」と、決算短信又は四半期決算短信を跨ぐ社債発行における「業績悪化不在証明書」とでは、業績悪化不在証明に関するレベルが相当異なるのではないかと考える。
- ・ 引受証券会社としては、有価証券報告書又は四半期報告書の提出日を跨ぐ社債発行の場合、ローンチ（発行条件決定）の時点で、発行会社から「業績悪化不在証明書」を受領すれば、その時点において、発行会社の業績悪化や決算の修正がないという一応の安心感が得られる。一方、払込日までに、発行会社から、有価証券報告書や四半期報告書が提出され、監査済の有価証券報告書又はレビュー済の四半期報告書が公表されるため、「業績悪化」の有無をファイナンス期間中に引受証券会社が自社で確認できることになる。
- ・ 決算短信又は四半期決算短信を跨ぐ社債発行における「業績悪化不在証明書」では、既に企業が公表している業績予想値と公表予定の決算短信又は四半期決算短信との間で、財務数値に大幅な乖離が生じていないことを証明する程度の位置付けになるのではないか。
- ・ 引受証券会社としては、有価証券報告書又は四半期報告書を跨ぐ社債発行について、「業績悪化不在証明書」を活用できるのではないかと考えているが、決算短信又は四半期決算短信を跨ぐ社債発行については、様々な問題点も存在することから、もう少し深く議論を行う必要があるのではないか。
- ・ 3頁に「3. 証券会社の引受審査等 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 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、発行会社の財務状態、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。』」とあるが、我が国の実務慣行では、米国の実務のように、払込期日に「業績悪化不在証明書」を受領しても意味がないのかもしれない。

- ・ 発行会社としては、我が国の実務慣行を前提とするのであれば、有価証券報告書又は四半期報告書を跨ぐ社債発行の場合に、ローンチの時点で、発行会社に対して「業績悪化不在証明書」を提出する方が良いと考える。引受証券会社においても、ローンチの時点で、発行会社から「業績悪化不在証明書」の提出を受ければ、少し起債ウィンドウが開くのではないかな。
- ・ 米国の「業績悪化不在証明書」の実務を参考とするものの、「業績悪化不在証明書」で証明する内容などについて、米国とは異なる実務を想定して良いのではないかな。また、有価証券報告書又は四半期報告書を跨ぐ社債発行の場合は、「業績悪化不在証明書」を活用すれば、起債ウィンドウを開くことができるのではないかな。
- ・ 発行会社としては、米国の実務とは異なる「業績悪化不在証明書」であれば、特段、「業績悪化不在証明書」の議論について異論はないものの、そもそも、「業績悪化不在証明書」とは、本当に必要なのかな。
- ・ 四半期報告書を跨ぐ社債発行において、ローンチ日に、発行会社から引受証券会社に対して「業績悪化不在証明書」を提出するか否かについては、現在、四半期決算短信の開示から四半期報告書の提出までの間は、狭い起債ウィンドウが開かれている状況であり、発行会社としては、その狭い起債ウィンドウにおいて社債の発行が認められているにもかかわらず、四半期報告書を跨ぐ社債発行について、引受証券会社に「業績悪化不在証明書」を提出しなければならないのか、その理由が分からない。発行会社としては、引受証券会社に対する「業績悪化不在証明書」の提出について、規制の強化に繋がるといった認識である。
- ・ 3頁に「3. 証券会社の引受審査等 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』② 発行会社 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な。」とあるが、現行のコンフォートレターの実務では、発行会社の代表取締役が「経営者確認書」を提出することになっている。「経営者確認書」は、「業績悪化不在証明書」の内容と一致するものと考えられ、発行会社としては、引受証券会社に対する「業績悪化不在証明書」の提出は不要であると考ええる。
- ・ 引受証券会社としては、「業績悪化不在証明書」を制度化する必要はないと考えている。勿論、企業の業況等に応じて、「業績悪化不在証明書」を受領した方が良い企業もあるかも

しれないが、信用力の高い企業であれば、「業績悪化不在証明書」を受領する必要性が乏しいとも考えられる。

- ・ 「マタギ」による社債発行のケースと「マタギ」によらない社債発行のケースにおいて、どのような状況であれば、「業績悪化不在証明書」が必要となるのか。この議論は、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）の問題に起因するのではない。
- ・ 引受証券会社では、目論見書の参照書類の開示責任を自動的に負うことになるため、払込期日の前に、参照書類の開示が行われるケースと、その開示が行われないケースでは、引受証券会社が負う責任が大きく異なる。
- ・ 引受証券会社は、発行会社に対して、「マタギ」による社債発行の場合には、未公表の重要事実がない旨を「業績悪化不在証明書」に明記して欲しいと考えており、具体的には、決算短信又は四半期決算短信が開示された後、払込後に提出が予定される有価証券報告書又は四半期報告書の中に、決算短信又は四半期決算短信で開示されなかった重要事実（財務情報以外の情報を含む。）が含まれていないことを確認しておきたい。
- ・ 発行会社では、投資家によって、自社の業績の悪化の有無が判断されるべきと考えているため、「マタギ」による社債発行に該当するか否かは、特段、問題視していないのではない。一方で、引受証券会社においては、「マタギ」による社債発行に該当するか否かで、法的責任が大きく異なることから、法的責任を負う社債発行について、引受を回避するという現実があるのではない。
- ・ 「マタギ」による社債発行に当たって、引受証券会社が法的責任を負う場合、その責任を回避できる制度を用意できれば良いのではない。具体的に言えば、引受証券会社から、「マタギ」による社債発行を希望する企業に対して、「業績悪化不在証明書」の提出を求めることにより、起債を実現できるのではない。一方で、「業績悪化不在証明書」の提出が困難な企業は、現在の開かれている起債ウィンドウによって、「マタギ」によらない社債を発行すれば良いのではない。
- ・ 引受証券会社としては、「マタギ」による社債発行に該当するか否かにかかわらず、未監査の財務諸表については、監査人のコンフォートレターによる調査をお願いしたいと考えている。現行のコンフォートレターの実務における「経営者確認書」は、「業績悪化不在証明書」と内容が一致する部分はあるかもしれないが、監査人によるコンフォートレターの実務

は、別途必要な手続であることから、「経営者確認書」をもって「業績悪化不在証明書」の提出が不要であるといった考え方とは、論点が異なるを考える。

- ・ 発行会社から見て、四半期決算短信の開示から四半期報告書の提出までの間で社債を発行するケースと、四半期報告書を跨いで社債を発行するケース・「マタギ」では、いずれにおいても、引受時点では目論見書の参照書類が変わるわけではないため、「マタギ」による社債発行に該当するか否かにかかわらず、引受証券会社における目論見書の参照書類の開示責任について差異は生じないのではないかと考える。
- ・ 決算短信又は四半期決算短信の開示から有価証券報告書又は四半期報告書の提出までの間に、社債の払込が完了するのであれば、社債の発行日までに新たな継続開示書類が提出されることはなく、現状においても「業績悪化不在証明書」を必要とせずに起債が実施できるケースである。
- ・ 決算短信又は四半期決算短信の開示から有価証券報告書又は四半期報告書の提出までの間に、社債の払込が完了していない発行スケジュール・「マタギ」では、ローンチまでの引受審査は完了しているものの、その段階で確認することができない有価証券報告書又は四半期報告書が社債の払込日・発行日までに提出されることから、引受証券会社では、新たに提出される当該有価証券報告書等の内容と決算短信等の財務情報等が一致しているか否か把握できない状態で引受審査を行うこととなり、「業績悪化不在証明書」を必要となるケースもあると考える。
- ・ 発行会社としては、引受証券会社において、決算短信又は四半期決算短信が発行登録追補書類の添付書類として添付された場合、その開示責任を負うことについて理解はできるものの、引受証券会社に対して「業績悪化不在証明書」を提出することによって、決算短信又は四半期決算短信の開示から有価証券報告書又は四半期報告書の提出までの間、業績が絶対に悪化しない旨を証明しなければならないのか。この証明を行うのであれば、例えば、四半期決算短信の開示後、四半期報告書を跨がないウィンドウでの社債発行であっても、社債の払込が完了するまでの間、業績が絶対に悪化しない旨の証明も行わなければならないのではないかと考える。
- ・ 例えば、ある企業が払込期日の前日に四半期報告書を提出した場合、同日に訂正発行登録書が提出され、発行登録書の参照書類に四半期報告書が追加される。一方、ローンチ日に提

出された発行登録追補書類（四半期決算短信を添付）には、訂正の制度はないが、投資家にとって四半期報告書の内容が有用な情報であると考えられることから、実務上は当該訂正発行登録書を加味した発行登録目論見書を追加の資料として再交付している。

- ・ 決算短信又は四半期決算短信の開示から有価証券報告書又は四半期報告書の提出までの間に、社債の払込が完了する「マタギ」でない案件の場合にも、引受証券会社としては、「業績悪化不在証明書」を、財務数値の悪化がないことを確認するための手段として活用することが考えられるが、現在は実務において受領しておらず、当該制度ができたからといって一律に「業績悪化不在証明書」の提出が必要であるとは考えていない。
- ・ 発行会社としては、発行体の情報開示が不十分な状況において、引受証券会社に社債の引受・販売リスクを負わせる形で資金調達を行うことは考えていない。引受証券会社が発行会社の開示内容に疑問を感じているのであれば、発行体として全面的に協力して回答したい。
- ・ 2頁に「3. 証券会社の引受審査等 3-1. 発行会社（3）上場会社は、法令や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。」とあるが、発行会社としては、流通市場の開示と発行市場の開示、つまり、取引所の適時開示と資金調達を行うための開示について、若干性格が異なるのではないかと考えている。追補目論見書に記載される補完情報（リスク情報）は、適時開示の対象とはなっていないが、発行体及び引受証券会社が、有価証券報告書・四半期報告書で記載している「対処すべき課題」並びに年度決算短信にて開示している「事業等のリスク」等で、新たな展開があり、投資家が投資判断をするうえで、重要と考えられる場合に開示するものと考えられる。
- ・ 発行会社としては、引受証券会社において、安心して引受業務を行って欲しいと考えており、引受証券会社から「業績悪化不在証明書」の提出を求められれば、その書類を提出したいと考えている。この考え方は、発行会社によって異なると思われるため、引受証券会社においては、例えば、ネガティブ・サプライズのおそれがない発行会社に対しては、「業績悪化不在証明書」の提出を求めないなど、発行会社の業況等に応じた柔軟な対応をお願いしたい。
- ・ 「業績悪化不在証明書」の制度を構築するうえで、柔軟な対応を前提とするのであれば、発行会社においては、ケース・バイ・ケースで、引受証券会社に対して、「業績悪化不在証

明書」を提出すれば良いのではないか。一方で、引受証券会社では、引受リスクの軽減に資するのであれば、発行会社との間で、win-winの関係となるのではないか。

- ・ 決算短信又は四半期決算短信の開示から有価証券報告書又は四半期報告書の提出までの間に、社債の払込が完了するケースと社債の払込が完了しないケース（マタギ）では、金商法上の引受リスクが異なるのか。
- ・ 引受証券会社では、社債の払込期日まで、投資家に対する責任を負った期間であることから、その払込期日の前に、発行会社によって新たな継続開示書類が提出されれば、その内容を踏まえた判断を加えざるを得ない。
- ・ 極端な例を言えば、追補書類に添付した決算短信が正しくなかったということが有価証券報告書の提出によって払込日までに明らかになった場合、機関投資家向け社債であれば、流通市場において売買が開始されているかもしれないが、引受証券会社としては、基本的に、社債の払込を中止して、社債の発行自体の中止を検討しなければならないと考える。したがって、引受証券会社としては、社債の払込が完了しないケース（マタギ）では、将来的に社債発行を中止する可能性を想定しながら、実務を行わなければならないが、一方で、社債の払込が完了するケースにおいては、そのような想定を行う必要がないため、その点で、両者に大きな違いがあると考ええる。
- ・ 引受証券会社においては、決算短信又は四半期決算短信の開示から有価証券報告書又は四半期報告書の提出までの間に、社債の払込が完了しないケース（有価証券報告書又は四半期報告書の提出を跨ぐ社債発行）を回避する理由は、ビジネス上のリスク（レピュテーションリスク）が存在するためなのか。それとも、金商法上のリスクが存在するためなのか。
- ・ 引受証券会社としては、ビジネス上のリスクが存在すると考えている。発行登録追補書類の参照書類として、その内容が正しかったかどうかについては、引受証券会社は投資家から訴訟の提起を受ける可能性があることから、金商法上のリスクは払込が完了するケースも完了しないケースも同じだと考えられる。
- ・ 引受リスクについて、金商法上のリスクの観点で整理すれば、発行会社から引受証券会社に対して「業績悪化不在証明書」が提出されても、そのリスクが変わらないのかもしれない。一方で、ビジネス上のリスク（レピュテーションリスク）の観点で整理すれば、「業績悪化不在証明書」によって、そのリスクが軽減できるかもしれない。

- ・ 発行会社から引受証券会社に対して「業績悪化不在証明書」が提出されることによって、次のような効果が期待できるのかどうか検討が必要ではないか。
  - ① 「業績悪化不在証明書」があれば、事実上のセーフハーバーとなるため、引受証券会社が無過失であることを証明できる位置付けとする。
  - ② 引受証券会社に対して、何らかの責任を追及されたとき、負担した賠償責任を発行会社が肩代わりするといった求償権を獲得できる位置付けとする。
- ・ 引受証券会社としては、例えば、発行条件決定日において開示されていた決算短信と有価証券報告書の間で、財務数値が悪化していた場合、「マタギ」による社債発行であるか否かにかかわらず、いずれにしても、金商法上のリスクを負うことになるのではないかと考える。引受証券会社では、投資家が約定した段階で、決算短信の財務数値に誤りがあったことの認識があった場合には、損害賠償責任は免責されないと思われる。
- ・ 金商法第 17 条ただし書では、「賠償の責めに任ずべき者が、記載が虚偽であり、若しくは欠けていること又は表示が虚偽であり、若しくは誤解を生ずるような表示であることを知らず、かつ、『相当な注意』を用いたにもかかわらず知ることができなかったことを証明するときは、この限りではない。」と明記されており、引受証券会社としては、「業績悪化不在証明書」の存在によって、「相当な注意」を行ったと主張できれば良いのではないかと考える。
- ・ 金融庁においては、例えば、「『業績悪化不在証明書』の存在があれば、行政処分の対象とならない。」などといったガイドラインを策定することができれば、非常に有り難い。
- ・ 「業績悪化不在証明書」の制度を構築することによって、現在、閉じている起債ウィンドウを開けることは可能であるか。
- ・ 「マタギ」によるリスクは、相対的に信用力の高い企業にとって重要性は低く、起債ウィンドウに関係しないかもしれないが、引受証券会社では、信用力の低い企業に対しては、可能な限り、払込直後に開示が予定されている情報を十分に審査することによって、これらの情報を明らかにするか、リスクと感ずるファイナンス日程を回避するように対応することになるのではないか。
- ・ 今後、「業績悪化不在証明書」の制度を構築するのであれば、原則として、「マタギ」による社債発行の場合は、引受リスクの軽減の観点で、発行会社から引受証券会社に対して「業

「業績悪化不在証明書」の提出を義務付けた方が良いのか。

- ・ 引受証券会社としては、「マタギ」による社債発行を引受けるのであれば、社債を頻繁に発行し財務信用度が高い企業を想定していることから、実際に、当該企業が「マタギ」による社債を発行する場合には、「業績悪化不在証明書」を受領する必要はないと考えている。
- ・ 引受証券会社としては、「業績悪化不在証明書」の実務をルールとして義務付けるのではなく、デューディリジェンスの手続において、必要に応じて、「業績悪化不在証明書」が活用できれば良いと考える。
- ・ 引受証券会社としては、「業績悪化不在証明書」の実務や、コンフォートレター、米国の10b-5 オピニオンの実務については、実務慣行として例示するレベルの方がルールとして遵守できると思う。逆に言えば、これらの実務がルール化された場合には、常に例外規定で対応することも想定されることから、実務慣行としての例示であれば、引受証券会社としては、原則的な対応として遵守しやすい。
- ・ 仮に、財務信用度の低い会社から「マタギ」による社債発行の相談があり、引受証券会社として、当該発行会社に対して、「業績悪化不在証明書」の提出を求めたい場合は、原則として「業績悪化不在証明書」の提出を求めるといったルールにしておかなければ、引受証券会社としては、厳しい対応が求められるのではないかと。

### (3) 相対的に信用力の高い企業の「マタギ」による社債発行

- ・ 「業績悪化不在証明書」の制度が構築された場合は、社債の発行頻度の高い企業が一番困るのではないかと。更に、その企業が困るのであれば、そもそも、起債ウィンドウが狭い中で起債が集中することになるため、発行頻度の低い企業も困ることになり、その結果としては、投資家も困るのではないかと。
- ・ ローンチから払込期日までの間に、相対的に信用力の高い企業においても、決算短信又は四半期決算短信の開示や有価証券報告書又は四半期報告書の提出を行い、「マタギ」による社債発行ができないのか、まずは検討が必要ではないかと。
- ・ 発行会社の品質を担保することを目的として、どの程度、「業績悪化不在証明書」に関する議論を行うのか難しい問題ではあるが、「業績悪化不在証明書」の制度を構築したとしても、相対的に信用力の高い企業にとっては、その制度が形骸化するのではないかと。
- ・ 現在、閉ざされている起債ウィンドウについて、相対的に信用力の高い企業では、「業績

悪化不在証明書」といった措置を講じることなく、「マタギ」による社債発行は可能であり、起債ウィンドウが開かれているという共通認識である。従って、相対的に信用力の高い企業では、「業績悪化不在証明書」の制度が構築されたとしても、新たな負担は生じないのではないか。

- ・ 相対的に信用力の高い企業については、特に機関投資家向け社債であれば、有価証券報告書又は四半期報告書を跨ぐ社債発行は回避する必要があるといった結論が導かれていると考える。一方、この「マタギ」による社債発行について起債ウィンドウが開かれた場合には、相対的に信用力の低い企業についても、その期間における社債発行が考えられるため、投資家保護、証券会社の引受けリスクの回避等の観点から、「業績悪化不在証明書」の制度を構築すれば良いのではないか。
- ・ 引受証券会社としては、「マタギ」による社債発行が認められる企業は、「相対的に信用力が高い」など一定の条件の検討が必要ではないかと考える。
- ・ 本部会では、「相対的に信用力の高い企業では、機関投資家向け社債の発行に当たって、有価証券報告書又は四半期報告書を跨ぐ社債発行を回避（躊躇）する必要がある。」といった方向性が確認されており、その他の「マタギ」による社債発行について起債ウィンドウを広げることができるのかどうか検討が必要ではないか。

#### (4) 米国 10b-5 オピニオンの実務

- ・ 「3. 証券会社の引受審査等 3-3. 証券会社の引受責任の範囲等の明確化 (2) 米国 10b-5 オピニオン ① 米国では、引受証券会社が、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。」とあるが、今後、我が国でも、10b-5 オピニオンの実務が必要とされるのか。
- ・ 10b-5 オピニオンの実務は、弁護士によって、証券会社の引受審査のプロセスチェックを受けるものであるが、引受証券会社としては、財務情報をカバーしないため、マタギに関連しては 10b-5 オピニオンの実務について大きな意味があるとは考えにくく、発行会社のコスト負担の増加につながるのではないかと考える。
- ・ 本邦企業がユーロ市場で社債を発行する場合、発行体の弁護士、引受業者の弁護士による、

弁護士意見書（Legal Opinion）の提出が求められている。発行体の弁護士により、日本法の観点から、社債の発行が、取締役会決議等一連の社内の規定、国内の法令に基づき、適切な社内手続を踏まえたうえで行われていることについての意見書が提出され、引受側の弁護士により、英国法の観点から、各国政府、英国の規制当局から、社債の発行、募集に関し同意、承認を求められていないこと、募集に使用される目論見書について、英国金融サービス市場法で求められた、金融監督庁（FSA）から承認されたものであること等についての意見書が提出される。目論見書で開示されるリスクファクター等の内容につき、双方の弁護士が、発行体並びに引受業者における社債発行のリスク回避の観点から、アドバイスを行うものの、弁護士意見書で触れることはない。米国では、事情が異なり、様々な発行会社が存在する市場であることもあって、資本市場の長い歴史の中で不公正な取引防止の観点から、10b-5 オピニオンの実務が定着しているようである。

- ・ 我が国においては、発行の都度、弁護士意見書を求める実務慣行がそもそもないこと、BBB格以下の社債発行が少ない状況であるため、発行会社としては、米国 10b-5 オピニオンの実務を参考としなくても良いのではないかと考える。
- ・ 当社（引受証券会社）では、過去に BB 格の引受を行った際、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たことがある。引受証券会社としては、10b-5 オピニオンを必要とする起債が特殊なケースであると考えており、一般的には、10b-5 オピニオンは必要としないと考えている。
- ・ 10b-5 オピニオンの提出を受けた BB 格の社債は、「マタギ」による社債発行であったのか。
- ・ 当該企業の社債は、「マタギ」による社債発行ではなかった。
- ・ 引受証券会社としては、「マタギ」による社債発行を行えるようにするために、10b-5 オピニオンの実務を議論することは、若干、イメージが異なると考える。
- ・ 弁護士としては、発行会社が、社債発行に関する意思決定を適切に行っているのか否かの確認について、監査人に加え、弁護士によって確認することは適切であると考え。
- ・ 10b-5 オピニオンの実務は、「マタギ」による社債発行の問題とは関係がなく、企業が資金調達を行う際に様々な場面で弁護士が関与している現状を踏まえれば、引受証券会社によるデューディリジェンスの補強証拠として必要なときに、その実務を行えば良いのではない

か。

## 2. 「社債市場の活性化に関する懇談会」への報告

本部会の検討状況について、12月24日（金）開催の「社債市場の活性化に関する懇談会」に報告する。

（配付資料）

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

以 上