

## 「第6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23年3月9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. 証券会社の社債の引受審査に期待される役割及び社債の引受審査の簡素化・弾力化に向けた検討課題について

事務局から、「証券会社の社債の引受審査に期待される役割及び社債の引受審査の簡素化・弾力化に向けた検討課題」について、次に、野村証券 村上委員から、「発行登録制度を利用した社債の引受に当たっての引受審査の簡素化・弾力化に向けての具体策 — 四半期報告書、共通質問事項への対応 —」について、それぞれ配付資料1及び2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】

- ・ 本部会では、これまで、証券会社の引受審査のあり方について、「本来の規制の目的に沿わないものがあるのではないか。」といった議論があった。言い換えれば、現行の制度では、発行会社や監査法人による確認が既に行われているにもかかわらず、証券会社の引受審査では、改めて、その確認が行われていることから、旧態依然の引受審査であることが基本的な問題点であるとの指摘があった。
- ・ 前回の会合では、この旧態依然とした証券会社の引受審査を見直すことによって、社債市場の活性化につなげることができるのではないかといった点で、コンセンサスが得られたのではないかと。
- ・ 各委員においては、本部会の議論の総論については賛成であるものの、各論について様々な問題があると考えられているのではないかと。したがって、本日の会合では、その各論について、忌憚のない意見をいただきたい。

#### ○ 発行登録制度を利用した社債の引受に当たっての引受審査の簡素化・弾力化に向けての具体策 — 四半期報告書、共通質問事項への対応 —

##### 1. 四半期報告書提出時の引受審査

- ・ 発行会社としては、配付資料2「発行登録制度を利用した社債の引受に当たっての引受審

査の簡素化・弾力化に向けての具体策 — 四半期報告書、共通質問事項への対応 —」について、全く違和感はない。今後、発行企業の信用リスクを分析するという観点からメリハリのある引受審査となるのではないかと考える。

- ・ 「1. 四半期報告書提出時の引受審査」では、考え方として「本決算情報のある有価証券報告書を使って基本的な考え方・スタンスを整理した後、四半期報告書では、基本方針に影響の及ぶような事項の発生をウォッチしていく。」とあるが、「基本方針に影響の及ぶような事項」、具体的には、発行体の経営成績及び財政状態に影響を与えると判断される個別企業の事象（格付けの変更、事業の統合・分割・買収・撤退、資産の売却等が発生する可能性について）並びに業界全体に影響を及ぼすような金融環境、経済、政治的要因等マクロ環境の変化が当該発行体のビジネスに及ぼす影響とその対応策などは、投資家が投資判断をする上で、重要な情報であり、審査上必要な質問と考えられる。発行会社としては、そのような本質的な課題に絞り込んだ質問については、引受証券会社に対して、真摯に回答していきたい。
- ・ 証券会社の引受業務担当者としても、「発行登録制度を利用した社債の引受に当たっての引受審査の簡素化・弾力化に向けての具体策 — 四半期報告書、共通質問事項への対応 —」について、全体的に違和感は覚えていない。
- ・ 本部会では、「起債ウィンドウが狭くなっていることによって、社債の機動的な発行が制約され、発行会社及び投資家の事務負担を増加させている。」との問題提起があった。
- ・ 「1. 四半期報告書提出時の引受審査 (4) 四半期報告書への対応レベル」では、事実チェックとして、「① 四半期報告書のチェック」、「② 会社リリース情報、IR 説明会情報のチェック」及び「③ 第三者情報（報道等での対象会社、業界、事業環境等）のチェック」、評価チェックとして、「④ 格付情報、クレジットアナリスト情報の評価チェック」のみを行い、さらに、直接確認として、「⑤ 会社からの共通質問事項の回答」、「⑥ 会社からの個別追加質問事項の回答」及び「⑦ DDM やテレコン」を行うという案になっている。引受証券会社において、この⑤～⑦の確認が行われないのであれば、発行会社の事務負担は相当減少すると考えられるが、果たして、引受審査期間は、大幅に短縮されると考えて良いか。それとも、この①～④の確認を行うのであれば、引受審査期間は、ある程度の時間を要するのか。
- ・ 引受証券会社において、この⑤～⑦の確認を行わない場合は、物理的に、発行会社と引受

証券会社との間で、質疑のプロセスが行われなくなり、引受証券会社の社内限定された作業となるため、引受証券会社では、自社の自助努力次第で、大幅に引受審査期間が短縮できるのではないかと考える。

- ・ 「(4) 四半期報告書への対応レベル」では、「(5) 会社からの共通質問事項の回答」、「(6) 会社からの個別追加質問事項の回答」及び「(7) DDM（デュー・ディリジェンス・ミーティング）やテレコン（電話会議）」とあるが、引受証券会社では、有価証券報告書提出時において(5)～(7)の確認を行うものの、四半期報告書提出時においても、場合によっては(5)～(7)の確認を行うことがあり得るのか。
- ・ 引受証券会社では、四半期報告書提出時の引受審査においては、事実チェック（「(1) 四半期報告書のチェック」、「(2) 会社リリース情報、IR 説明会情報のチェック」及び「(3) 第三者情報（報道等での対象会社、業界、事業環境等）のチェック」）及び評価チェック（「(4) 格付情報、クレジットアナリスト情報の評価チェック」）を基本的な対応と考えているため、(5)～(7)の確認は予定していない。ただし、「(1) 四半期報告書のチェック」の段階で、何らかの特別な事項の記載があった場合は、発行計画の前までに個別確認を行わなければ、発行時審査の事務負担が増加することになるため、「(6) 会社からの個別追加質問事項の回答」の実務が追加になるかもしれない。具体的には、例えば、現状においても発行登録制度を利用している発行会社が臨時報告書を提出した場合は、その提出事由が発行時審査に影響を与えるような内容であれば、その内容確認を行っているので、同じような手続きが想定される。
- ・ 四半期報告書提出時の引受審査では、四半期報告書の性格を重視して、事実チェックとしての「(1) 四半期報告書のチェック」、「(2) 会社リリース情報、IR 説明会情報のチェック」及び「(3) 第三者情報（報道等での対象会社、業界、事業環境等）のチェック」、さらに評価チェックとしての「(4) 格付情報、クレジットアナリスト情報の評価チェック」に限って、実施しても良いのではないかと考える。

## 2. 共通質問事項の見直し

### (1) 共通質問事項での観点

- ・ 引受証券会社としては、共通質問事項の見直しが行われれば、発行会社、証券会社の実務負担が相当軽減されると考える。一方で、現状の実務において必要とされている共通質問事項は、なぜ、軽減することができるのか。この軽減された背景・理由は、明確にしておく必

要があるのではないか。

- ・ 「(2) 共通質問事項での観点」では、「<前提>② 開示審査は、重要な投資情報の網羅性、表現の正確性・簡明性のチェックに比重をおき、規則・様式への適合性のチェックを軽減する。」とあるが、本部会では、金融商品取引法(以下「金商法」という。)上の解釈を含めて、引受証券会社が「相当な注意」を払うために何を行わなければならないのか、明確に整理する必要があるのではないか。
- ・ 現状の実務において、引受証券会社では、財務諸表の各雑勘定の内訳に関する質問が重要であると考えているため、発行会社に対して、その質問を行っている。しかしながら、引受証券会社としては、その質問が重要ではないと明示されなければ、発行会社に対して、その質問を止めることが困難である。
- ・ 本部会の議論を通じて、共通質問事項の見直しを行ったものの、例えば、個別の追加質問事項で、財務諸表の各雑勘定の内訳に関する質問が行われた場合は、見直しの議論の意味がなくなる。今後、共通質問事項で軽減された事項が、個別の追加質問事項として質問されないように、不要と整理された質問を明確にしておく必要があるのではないか。
- ・ 共通質問事項の見直しに当たっては、財務諸表の各雑勘定の内訳に関する質問以外で、具体的に、軽減した方が良い質問や、あるいは軽減すべきではない質問があれば、指摘いただきたい。
- ・ 「(2) 共通質問事項での観点」では、「<前提>① 財務諸表周りの証券会社の役割は、投資者サイドの観点からのチェック(監査人と会社によって十分に財務諸表等の品質が確保されている。)である。」とあるが、この考え方は、正しい整理と考えて良いのか。具体的には、財務諸表等は、監査人と発行会社によって十分に品質が確保されているものの、引受審査と別の観点で確認が行われていることから、投資家においては、改めて、引受証券会社が財務諸表周りの確認のニーズがあるかもしれない。
- ・ 独立監査人の監査報告書及び四半期レビュー報告書は、財務諸表だけを対象とする報告書である。財務諸表以外の部分は、監査人において、財務数値の一貫性を確認する等の責任はあるものの、財務諸表と比較すれば、責任のレベルが異なるものである。
- ・ 「(2) 共通質問事項での観点」では、「<前提>① 財務諸表周りの証券会社の役割は、投資者サイドの観点からのチェック(監査人と会社によって十分に財務諸表等の品質が確保されている。)である。」とあるが、引受証券会社では、この「財務諸表等」の「等」につい

て、何を想定しているのか。

- ・ 引受証券会社としては、この「財務諸表等」の「等」の範囲について、「財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則」、「連結財務諸表の用語、様式及び作成方法に関する規則」、「四半期財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則」及び「四半期連結財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則」で規定していることを想定している。
- ・ 監査人としては、発行会社に対して、責任を持って独立監査人の監査報告書及び四半期レビュー報告書を提出しているため、これらの報告書に基づいて、証券会社の引受審査手続の簡素化を図る方向性について賛成である。しかしながら、四半期報告書は、内部統制監査の対象から外れていることから、同報告書は、監査人と発行会社によって、十分に財務諸表等の品質が確保されていると考えて良いのか。
- ・ 引受証券会社としては、四半期報告書が内部統制監査の対象から外れていることを認識したうえで引受審査を行っており、特段、その対象外であることは問題視していない。
- ・ 監査人としては、監査及びレビュー手続において、温度差があることを承知しているものの、レビュー手続の範囲において責任を回避するつもりはなく、また、何か問題が発生した際には、その範囲で責任を取らなければならないと考えている。今後、共通質問事項の見直しに当たっては、監査とレビューの違いを認識したうえで、引受審査手続の簡素化を図るのか。
- ・ 引受証券会社としては、監査とレビューの手続の差異を認識しており、レビューの手続の場合、監査人に対して、監査手続きと同等となるようなさらなる確認をお願いする考えはない。
- ・ 「(2) 共通質問事項での観点」では、「<前提>として、監査人と会社によって十分に財務諸表等の品質が確保されているため、開示審査は、重要な投資情報の網羅性、表現の正確性・簡明性のチェックに比重をおき、規則・様式への適合性のチェックを軽減する。」とある。本部会では、debt の引受審査を前提としているものの、その引受審査において規則・様式への適合性のチェックを軽減する場合には、equity の引受審査においても、同様の手続で対応できるのか。引受証券会社としては、equity の引受審査への影響を踏まえながら、議論を進める必要があるのではないかと考える。

- ・ この「規則・様式への適合性のチェックを軽減する。」は、equity の引受審査にも影響するため、本部会では、慎重に議論を行わなければならないのではないかと考えている。

## (2) 共通質問事項の確定時期

- ・ 「(4) 共通質問事項での確認事項 ② 共通質問事項の確定時期」では、「イ 新規登録会社において、登録時審査の中で、共通質問事項を確定する。」及び「ロ 既登録会社において、平成 23 年 3 月期有価証券報告書提出までに、主幹事候補会社と登録会社との間で、共通質問事項を確定させる。」とある。今後、会社毎に共通質問事項を確定させる場合は、従来どおり、発行登録書が提出される前にデュー・ディリジェンス・ミーティングを行うとともに、主幹事候補証券会社と発行会社との間で、共通質問事項の内容を確定させるのか。
- ・ 新たに発行登録制度を利用する発行会社の場合には、引受証券会社は、発行登録書提出前の合同審査打合せ会において、共通質問事項に関する議論を行った後、発行会社と主幹事候補証券会社の間で質問内容の合意を図る予定である。引受証券会社では、この実務について、円滑に行えるのではないかと考えている。
- ・ 既に発行登録制度を利用している発行会社の場合には、引受証券会社としては、発行会社との間で、見直すこととなる共通質問事項について、どのように合意を図れば良いのか検討が必要である。
- ・ 引受証券会社としては、平成 23 年 3 月期決算の発行会社の場合には、有価証券報告書が提出されるまでに、当該発行会社との間で、見直した共通質問事項を確定させておく必要があるため、平成 23 年 5 月の連休明けの早い段階で、その確定のための調整を行わなければならないと考えている。この調整を行うためには、引受証券会社間で協力できるか否かが、重要なポイントであると考えている。
- ・ 今後、各引受証券会社においては、発行登録制度を利用している発行会社との間で、各社毎の共通質問事項を策定しなければならないが、証券界として、相当厳しい対応を求められそのためのコンセンサスは得られているのか。
- ・ 当社(引受証券会社)は、平成 23 年 3 月期決算の発行会社の有価証券報告書が提出されるまでに、各社毎の共通質問事項を策定したいとは考えているが、個別会社ごとにカスタマイズする程度によっては、この策定は非常に大変な作業である。また、各発行会社との間で個別に合意を得ることは、さらに大変な作業であると考えている。

- ・ 本部会の結論に基づく新しい引受審査の実務を行った後に、行政当局から、「必要とされる引受審査が行われていない。」といった指摘を受ける事態は、回避しなければならない。したがって、本部会において、行政当局から、「本部会の結論に基づいて引受審査を行っても、特段の問題がない。」旨の確認を得ておく必要があるのではないか。
- ・ 当社(引受証券会社)は、本部会の議論を通じて、四半期報告書提出時の引受審査や共通質問事項の見直しについて賛成であり、是非進めるべきであるが、共通質問事項の見直しについて、各発行会社との間で、どこまで合意を図ることができるのか、非常に悩ましい問題であると考えている。
- ・ 「(2) 共通質問事項での観点」では、「<前提>① 財務諸表周りの証券会社の役割は、投資者サイドの観点からのチェック(監査人と会社によって十分に財務諸表等の品質が確保されている。)である。② 開示審査は、重要な投資情報の網羅性、表現の正確性・簡明性のチェックに比重をおき、規則・様式への適合性のチェックを軽減する。」とあるが、これらの前提について、証券界としてコンセンサスが得られるのであれば、引受証券会社としては、発行会社によっては困難な対応が想定されるものの、平成23年3月期決算の発行会社が有価証券報告書を提出するまでに、共通質問事項の改訂作業が完了するのではないか。一方で、この作業は、証券界としてのコンセンサスを急ぐのではなく、少し時間をかけて十分に整理したうえで、共通質問事項を改訂する考え方もあるのではないか。
- ・ 本部会では、様々なステークホルダーの視点から、どのような引受審査が過不足のない枠組みと言えるのか検討を行わなければならない。引受証券会社においては、その枠組みが整備されなければ、実務対応が困難な面もあるため、本部会としては、行政当局との間で、ある程度、事前にコンセンサスを得る必要があるのではないか。そのコンセンサスを得るためには、証券会社の自助努力に頼るのではなく、日本証券業協会においても、行政当局に対して、働きかけていただきたい。
- ・ 「2. 共通質問事項の見直し」について、特段、強い批判的な意見もないことから、本部会においては、大きな異論がないことを前提として、今後、議論を進めさせていただきたい。

## 2. 証券会社の引受責任・役割分担について

事務局から、配付資料1「3. 証券会社の引受責任・役割分担(金融商品取引法上の問題)」について、東京大学大学院 後藤委員から、配付資料3「金融商品取引法第17条と第21条」

について、それぞれ報告・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】

- ・ 本部会では、これまで、金商法第 17 条及び第 21 条の論点が明確化されなければ、規制緩和につながらないといった意見が多かった。本部会は、金商法の改正は要望できるものの、責任のある立場で、金商法の改正に関与できる立場にはない。
- ・ 本日の会合では、金商法の改正を要望するのか、若しくは、セーフハーバールールを策定すべく意見を集約するのかなど、今後の議論の方向性などについて、忌憚のない意見をいただきたい。
- ・ 金商法第 17 条及び第 21 条の議論に関連して、米国法では、専門家の意見によって記載されている部分について専門家が同意している旨の表現が明示されているが、一方、我が国の金商法第 21 条では、監査人の同意が明示されていない。米国法において、専門家による同意が要求されていることは、専門家の責任に対して影響を与えているのか。
- ・ 金商法第 17 条及び第 21 条の議論に関連して、我が国と米国の法律の表現が異なるものの、基本的な発想に大きな相違はないと考えている。しかしながら、米国法は、我が国の法律と比較した場合、相当の注意が尽くされたか否かの判断に関する考慮要素が米国証券取引委員会（SEC/U. S. Securities and Exchange Commission）の証券法規則 176 において列挙されている等、相当詳細に記載されているという違いはある。また、米国においても、判例が多くないようであり、運用の実態は明らかでないところもあることから、事実上、我が国の解釈とレベルが異なっている可能性があるかもしれない。
- ・ 今後、コンセントレターの実務が行われるとした場合には、監査人としては、監査報告書の日付をコンセントレターの提出日まで延長する責任が課せられると認識している。つまり、監査人としては、発行会社に対して、コンセントレターを提出するに当たって、コンセントレターの提出日まで、後発事象に係る監査手続を実施し、コンセントレターの提出日を監査報告書の日とするといった新たな責任を持つことになるかと認識している。
- ・ 配付資料 3 では、「Ⅱ. 元引受人のゲートキーパー責任について・元引受人の不実開示についての責任の根拠（河本一郎・前掲 229 頁）①」では、「一般の投資者は、一流のアンダーライターは決してつまらない証券は引き受けない、一流のアンダーライターが引き受けたということは当該証券が大衆が持つにふさわしい証券であるとアンダーライターが認めた

ということである、アンダーライターは発行者の財務諸表を過去数期にわたって完全にレビュー・分析している、と考えるであろうこと。」とあるが、非常に興味深い内容である。そもそも、「引受証券会社は、なぜ、責任を負わなければならないのか。」について、必ずしも、明確に規定されているとは言えないのではないか。

- ・ 引受証券会社では、金商法第 17 条に規定されている「相当な注意」について、何を行えば、その責任を果たしたと言えるのか。本部会では、「どのようにすれば、引受証券会社の責務を軽減することができるのか。例えば、何らかのガイドラインを策定すれば良いのか。」などについて、忌憚のない意見をいただきたい。
- ・ 引受証券会社としては、金商法第 17 条に規定される「相当な注意」に関するガイドラインが策定されれば、将来問題が発生した場合における拠り所となるため、非常に役に立つと考える。ただし、そのガイドラインは、日本証券業協会が策定するのではなく、「社債市場の活性化に関する懇談会」のように様々な市場関係者によって合意されたものでなければならないと考える。
- ・ 我が国社債市場の活性化を図るためには、デフォルトリスクが相対的に高い企業も社債が発行できるようにすることも検討しなければならない。したがって、本部会では、引受証券会社の責任及び監査人の責任を明確にするという問題意識が必要なのではないか。
- ・ そもそも、引受証券会社は、発行会社によって誠実に情報開示が行われている前提の下、市場へ仲介することが期待されており、社債のデフォルトリスクの判断は、ビジネス上（レピュテーションリスク）の観点で確認を行うことが基本なのではないか。一方、我が国社債市場では、社債のデフォルトした事例が少ないことから、投資家は、社債のデフォルト回避への期待が大きいことは否定できないが、社債のデフォルトリスクについて、最終的に、発行条件に反映される方向で、言い換えれば、市場で判断される方向で制度が機能できるのが良いのではないか。
- ・ 引受証券会社では、社債の引受審査に当たって何をやるべきか。若しくは、何ができるのか。デフォルトリスクの可能性を確認することと、不実開示の有無を確認することは、全く異なる問題である。
- ・ 監査人は、引受証券会社と比較すれば、不実開示か否かを見抜く能力を有していると考えられる。したがって、引受証券会社は、発行会社と監査人によって適切に開示されていることを前提としたうえで、どのような発行会社であれば、デフォルトリスクが高いのか、若し

くは低いのかについて評価することが期待されているのではないか。

- ・ 引受証券会社は、ゲートキーパー、プロフェッショナルとして、デフォルトリスクの高低の評価を求められているのではないか。一方で、その評価した結果については、金商法上の法的責任と連動すべきではないと考える。デフォルトリスクの審査については、引受証券会社においては、ビジネス上の責任（証券会社に対する評価の低下）を問われることに限定されるべきであり、金商法上の損害賠償責任が問われるべきではないと考える。
- ・ 財務諸表の不実記載と、財務体質が悪いと言うことは別である。財務体質の悪い発行会社は、その悪い状態が適切に開示されていれば良いのではないか。引受証券会社は、その悪い状態をもって、引受けを行うか、発行条件にどのように反映されるのか等の判断を行い、活躍すべきであると考え。
- ・ 監査人においては、財務体質の悪い発行会社について、その状態が適切に表示されているか否かについて確認をお願いしたい。一方、引受証券会社としては、監査人によるその確認の下で、投資家に社債を販売するに当たって、例えば、リスクがリスクとして適切に表示されているか否かについて確認を行いたい。
- ・ 具体的に、金商法第 17 条は、どのように改正すれば良いのか。
- ・ 「Ⅰ. 金融商品取引法第 17 条と第 21 条に関する学説の議論」の「・ 神崎克郎『証券取引法上の民事責任』『商法・保険法の諸問題 大森先生還暦記念』212 頁、233-26 頁（1972 年）②」では、「ただし、元引受人としての『相当の注意』と目論見書使用者としての『相当の注意』は異なる。」とあるが、引受証券会社としては、この見解・解釈が明確になるようになれば良いと考える。
- ・ 一般に、機関投資家では、社債がデフォルトしたとしても、基本的に引受証券会社の責任であると考えていないが、一方、一部の機関投資家においては、引受証券会社の責任であると考えているかもしれない。
- ・ 我が国社債市場を活性化させるためには、ある程度、格付の低い企業の社債が発行される必要がある。機関投資家としては、低格付社債の発行の拡大を希望しているが、引受証券会社において、デフォルトリスクの判断を行って欲しいとは考えていない。
- ・ 機関投資家の最大の関心事は、社債がデフォルトしたときに、その社債の持つ価値がどの程度となるかである。したがって、機関投資家としては、財務諸表を通じて確認できるデフ

オルトリスクではなく、社債に付与されている様々なコベナンツに関する情報を把握したいと考えており、引受証券会社において、コベナンツに関する情報の審査をお願いしたい。

- ・ 我が国資本市場において、一番欠落していることは、投資家の自己責任であると考え。そもそも、社債がデフォルトしたとしても、そのデフォルトは投資家の自己責任の結果であって、第三者が責任を負うことは不合理である。しかしながら、投資家に与えられた情報が虚偽であれば、投資家は被害者となるため、投資家保護のための議論を行わなければならない。このような観点から、本部会では、引受証券会社が目論見書等を使用した者として、どの程度の責任を負わなければならないのか整理を行った方が良いのではないかと考える。
- ・ 市場関係者は、引受証券会社が、監査人と同様に、財務諸表について不実開示であるか否か専門的な判断を行ったうえで、保証を与えることは考えていない。したがって、引受証券会社においては、どの程度のことを行えば、金商法第 17 条に規定される「相当な注意」を果たしたと言えるのかについてガイドラインが構築されれば、引受審査業務を円滑に行えるのではないかと考える。一方で、引受審査業務で不注意な点があり、引受証券会社が投資者に対して誤解を与えた場合は、監査人の責任ではなく、引受証券会社の責任と言わざるを得ないのではないかと考える。
- ・ 社債がデフォルトした場合は、引受証券会社が投資対象の選別においてすべての責任を負うものではないものの、投資者に対して適切にリスクが伝わっていない場合は、引受証券会社が責任を有すると考えるのか。
- ・ 投資者に対して適切にリスクを伝えるべく、引受証券会社が引受審査を行っていなかった場合は、引受証券会社が責任を問われると考えられるのではないかと考える。
- ・ 金商法第 17 条に規定される「相当な注意」に関するガイドラインが構築された場合は、引受証券会社による財務諸表に関する虚偽記載の責任が軽減できることとなり、また、引受証券会社が専門的な知識を有さない財務諸表に関する質問を行う必要がなくなるのではないかと考える。今後、本部会では、このガイドラインに関するコンセンサスを得るべく、検討を行っていきたい。
- ・ 金商法第 17 条及び第 21 条の論点は、現実的な対応として、現状の法律の枠組みを維持した状態で、ガイドラインを策定した方が良いと考えられる。
- ・ 今後、金商法第 17 条及び第 21 条を改正する場合には、その留意点等について、次のとお

り考えられる。

- ① 金商法の解釈が混迷している原因は、金商法第 21 条の規定が適切ではないことにあるのではないか。
  - ② 金商法第 21 条第 2 項第 3 号では、引受証券会社が財務諸表の虚偽に対して善意であれば免責されると規定したため、引受証券会社の責任が軽過ぎるのではないかとの観点から、財務諸表に対する引受証券会社の責任について、金商法第 17 条を適用しようとの議論が生じたと考えられる。そこから、同責任に対し、どこまで対応する必要があるのか混迷した状況が生じたのではないか。
  - ③ 金商法第 21 条において、監査証明されている部分に対し、引受証券会社で何らかの注意義務が必要とした上で、財務諸表を使用する立場から見て、明らかに、監査証明が疑わしい事例ではない限り、問題ないと明確になっていた場合（米国法と同様の整理）には、金商法第 17 条の解釈が混迷しなかったのではないか。
  - ④ 監査人、引受証券会社及び目論見書使用者のそれぞれの注意義務を 3 段階に分ければ混迷するのではないか。
  - ⑤ 監査人の注意義務とその他（引受証券会社）の注意義務が異なることは、大前提であるとする。
  - ⑥ 引受証券会社の注意義務と目論見書使用者の注意義務は、基本的に、発想が同じではないか。監査証明があることを前提として、疑わしいと考えた場合には、自ら可能な範囲で確認を行うといった義務を負っていると考えられる。引受証券会社と一般の証券会社において可能とする確認のレベルは異なると考えられるが、法の枠組みは、可能な限り複雑ではない方が良いのではないか。
  - ⑦ 現実的ではないが、仮にベストの状態を作る場合には、金商法第 21 条を過失基準とした上で、上記③～⑥の整理を行うことも考えられる。
  - ⑧ 「Ⅰ. 金融商品取引法第 17 条と第 21 条に関する学説の議論」の「・ 神崎克郎『証券取引法上の民事責任』『商法・保険法の諸問題 大森先生還暦記念』212 頁、233—26 頁（1972 年）②」にある考え方は、唯一の解決策とは言えないのではないか。
- ・ 金商法第 21 条の責任を問えない場合、金商法第 17 条の責任が膨らむことは、法律上、頻繁に起こることであり、今後、本部会において、金商法を改正する議論を行うのであれば、金商法第 17 条の過大な責任について、検討を行わなければならないのではないか。
  - ・ 本部会としては、金商法第 21 条の「相当な注意」について、過失基準といった考え方の

整理を行ったとしても、一方で、金商法第 17 条の「相当な注意」について、例えば、「この程度のことを行えば問題ない。」といった何らかのガイドラインを構築できれば良いのではないか。

- ・ 機関投資家としては、低格付社債市場の活性化の観点から、金商法第 17 条及び第 21 条に規定される「相当な注意」に関するガイドラインを構築できれば良いと考える。そのガイドラインの構築と同時に、引受証券会社においては、財務諸表の不実開示に関する責任を有さないことを明確にすべきである。
- ・ 機関投資家としては、証券会社の引受審査において、例えば、社債を発行する企業と反社会的勢力との関係の有無については、是非とも確認をお願いしたい。また、社債を発行する企業と監査人との間で、次のような問題が生じているときは、引受証券会社において、重点的な審査をお願いしたい。
  - ① 発行会社と監査人との間で、会計処理の方針を巡って意見が対立しているとき。
  - ② 発行会社において内部告発があり、調査委員会が発足され現在調査中であるとき。
  - ③ 今後、短期間のうちに、格付会社による発行会社の格付が大きく動く可能性があるとき。
  - ④ 訴訟の提起を受けたとき。
  - ⑤ 特定の取引銀行からの借入金の返済を迫られたことによって、資金調達が行われるとき。
- ・ 「機関投資家は、引受証券会社に対して、デフォルトリスクの有無の確認を期待してはならない」旨の一文をガイドラインに盛り込めれば良いと考える。
- ・ 発行会社としては、発行会社の財務諸表が不実開示であるか否かについて、引受証券会社が確認を行う役割にはないと考えている。
- ・ 配付資料 3 の「I. 金融商品取引法第 17 条と第 21 条に関する学説の議論」では、1970 年代の学説が紹介されているが、当時と比較すれば、我が国社債市場は、格付機関による格付の手法や発行条件の決定方法などが導入され、格段に透明性が高まっている。したがって、本部会においては、時代の状況の変化を踏まえたくうえで、証券会社が、投資家に対して適切にリスクを伝えるために、どのような引受審査を行えば良いのか検討願いたい。
- ・ 引受証券会社においては、debt の場合、不実開示の有無とデフォルトリスクについて確認し、一方で equity の場合、不実開示の有無と企業の成長性について確認を行うのではないかと。したがって、両者の違いは、デフォルトリスクを確認する観点と企業の成長性を確認する観点であり、一方で、不実開示の有無の確認は共通性があるのではないかと。なお、デフ

オルトリスクの確認や企業の成長性についての確認は、金商法第 17 条及び第 21 条に規定されている「相当な注意」に関する法的責任との関連性はないものとする。

- ・ 米国社債市場では、コンセントレーターの実務が行われており、一方で、我が国社債市場では、監査人によって、重要な後発事象の調査を行う必要があることなどから、コンセントレーターの実務が行われていない。米国社債市場においても、我が国社債市場の考え方と同様に、重要な後発事象の調査が行われていれば、コストと時間が必要となるにもかかわらず、米国社債市場では、我が国社債市場と比較して、特段、コストと時間を必要とせず、起債が行われている。監査人においては、我が国社債市場と米国社債市場との間に、どのような違いがあるか。
- ・ 米国社債市場では、監査報告書の提出日からコンセントレーターの提出日までの間について、監査人によって監査手続を行うのではなく、米国の SAS (Statements on Auditing Standards) に規定された後発事象の手続を行っているため、監査を行うことに比べれば時間的な面で、相当短縮できるのではないかと考える。監査人としては、米国市場の実務では、法が求めているため、コンセントレーターの実務が成立しているのではないかと考える。
- ・ 我が国社債市場においても、法律面の手当が行われれば、コンセントレーターの実務が実現するのか。
- ・ 監査人としては、米国に限らず、欧州も含めて、法律の求めがあれば、コンセントレーターを提出しているのが多いのではないかと理解していることから、我が国の法律面の手当が行われれば、その法律に沿って対応していきたい。
- ・ 次回以降の本部会では、引受証券会社は、何を行えば、引受責任が果たされたと言えるのかを踏まえたうえで、次のとおり、具体的な実務に関する検討を行っていききたい。
  - ① 引受証券会社においては、発行会社の不実開示に対して、どのような責任を有するのか。この責任を明確化したうえで、何らかのガイドラインを構築すれば良いのではないかと考える。
  - ② 投資家においては、引受証券会社に対して、どのような確認を期待しているのか。

## 2. 次回会合

第 7 回会合を 4 月 28 日(月)に開催する。

(配付資料)

- 資料 1 証券会社の社債の引受審査の枠組み（整理検討メモ）
- 資料 2 発行登録制度を利用した社債引受けに当たっての引受審査の簡素化・弾力化に  
向けての具体策 ― 四半期報告書、共通質問事項への対応 ―
- 資料 3 金融商品取引法第 17 条と第 21 条について

以 上