

「第8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7月25日（月）午前10時～12時10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 題

1. 証券会社による社債の引受審査、役割分担のあり方について
2. 「証券会社による発行登録制度の下での社債の引受審査に関するガイドライン」等の追加検討事項

議事概要

1. 証券会社による社債の引受審査、役割分担のあり方について

1-1 米国の法制度・判例

森・濱田松本法律事務所 松澤弁護士から、公認会計士又は監査法人が監査証明を行った財務諸表について、引受証券会社によるどの程度の確認が求められるのか参考とするため、米国の法制度・裁判例について、配付資料「米国裁判例調査レポート」に基づき、次のとおり報告・説明があった後、意見交換が行われた。

【 報告・説明 】

(1) 米国 1933 年証券法 11 条及びデュー・ディリジェンスの抗弁

- ・ 米国 1933 年証券法 11 条では、大要、「登録届出書がその効力発生時に、重要な事実について真実でない記載が含まれているか、又は記載が義務付けられている重要事実が省かれているか、若しくは書類が誤解を招かないために必要とされる重要事実の不開示がある場合には、その登録届出書に基づき、発行された証券を買い付けた者は、特定の者に対して訴訟を提起し、その証券買付価格と処分価格、又は訴訟時の時価との差額を求めることができる」と規定されており、訴訟（損害賠償請求）の対象となり、「特定の者」には引受証券会社が含まれている。
- ・ この損害賠償請求に対して、引受証券会社は、同法 11 条（b）項に基づく「デュー・ディリジェンスの抗弁」が認められている。具体的には、デュー・ディリジェンスの注意義務の基準を満たしていることを証明できる場合には、引受証券会社は、賠償責任を免れることができることとされている。
- ・ デュー・ディリジェンスの注意義務の基準は、3 頁の表にまとめているが、大別すると 3 点

ある。1点目は、責任を問われている主体が、専門家なのかどうか。2点目は問題となっている不実記載又は不開示が専門部分かどうか。3点目は抗弁の仕組み、すなわち立証すべき命題である。

- ・ 財務諸表については、引受証券会社は、非専門家という扱いであり、公認会計士の専門部分ということになる。なお、専門部分とは、あくまでも監査済みの財務諸表を指しており、未監査の財務諸表やコンフォートレターは専門部分には該当しないので、留意する必要がある。
- ・ 引受証券会社が監査済みの財務諸表に対して、どのような注意義務を果たせば抗弁が成立するかであるが、具体的には「登録届出書が効力を生じる時点で記載が正確でないこと、若しくは記載が誤解を生じさせないために必要かつ重要な事実を欠いていることを信じる合理的理由がなく、かつ実際にそう信じなかったこと」とされており、やや注意義務が軽減されているといえる。なお、注意義務の程度の参考として、米国の証券法規則 176 条 (Rule 176 of the General Rules and Regulations promulgated under the Securities Act of 1933) において、様々な差異があることを前提としながら、一定の指針が示されている。同条は、証券法 11 条に基づく「合理的調査」又は「信じる合理的理由」の構成を検討する際に考慮すべき事情として、以下の 8 つを列挙し、それぞれの注意義務に関するルールを制定している。
 - ① 発行体の属性
 - ② 証券の属性
 - ③ 被告の属性
 - ④ 役員の場合、その役職
 - ⑤ 取締役又は取締役候補者の場合、その者と発行体との間にあるその他の関係
 - ⑥ 役員、従業員、その他被告に対して特定の事情を提供すべきであった者に対する合理的な信頼
 - ⑦ 引受人の場合、引受契約の属性、引受人としての役割、発行体に対する情報の利用の可能性
 - ⑧ 参照によって組み込まれた事実や文書について、提出されたときに被告が当該事実や文書に関して何らかの責任を負担しているか否か
- ・ しかしながら、これらはあくまでもガイドラインであり、これに基づいていれば抗弁が成立する、すなわち注意義務を果たしていたと判断されるわけではない。そのため、具体的な行動指針として果たしている役割は、それほど大きくないと考えられている。

(2) 参考となる裁判例の検討

- ・ デュー・ディリジェンスの抗弁が焦点となった米国の裁判例は、数自体が非常に少ない。特に重要だと思われるのは、WorldCom 判決 (In re WorldCom, Inc. Sec. Litig. (S.D.N.Y. 2004) (02 Civ. 3288 (DLC)).) であり、直近の判決で、最も実務に大きな影響を与えたものであると思われる。

① World Com 判決以外の裁判例

イ. John Nuveen 最高裁判決 (John Nuveen v. Sanders, 450 U.S. 1005.)

- ・ John Nuveen 最高裁判決 (John Nuveen v. Sanders, 450 U.S. 1005.) における Powell 判事の反対意見についてであるが、この事件では、証券法 11 条の信託の抗弁について検討された。この中で Powell 判事は、「公認会計士により証明された財務諸表を信託することは、正しく合理的であるからこそ、信託の抗弁に関する条項が規定されたのである。」という趣旨を述べている。その理由として、「基本的には公認会計士の違反を問うべきであり、専門家の意見を信託した証券会社の責任まで問うべきではない。」旨を述べている。

ロ. Worlds of Wonder 判決 (In re Worlds of Wonder Sec. Litig., 35 F. 3d 1407.)

- ・ Worlds of Wonder 判決 (In re Worlds of Wonder Sec. Litig., 35 F. 3d 1407.) は、証券法 11 条に基づく発行体及び引受人の監査人に対する責任が問われた事例である。監査人であった Deloitte & Touche が監査証明した財務諸表の正確性が問題となり、これについて信託の抗弁が成立するかどうか争われた。結論としては、引受人が専門家を信託すること自体が合理的かどうかを検討したところ、取引の会計処理が非常に複雑であったことから、専門家を信託した判断は合理的であったとして、信託の抗弁の成立が追認された事例である。

ハ. Software Toolworks 判決 (In re Software Toolworks, Inc. Sec. Litig., 50 F. 3d 615.)

- ・ Software Toolworks 判決 (In re Software Toolworks, Inc. Sec. Litig., 50 F. 3d 615.) は、Deloitte & Touche が監査した財務諸表に Red Flag (危険信号、疑義を抱かせるような事情) が存在していたのか、引受証券会社は当該財務諸表を適切に調査する必要があったのか、また、適切に調査していたのかといった点が争われた事例である。Red Flag とは、「①発行体と製造委託業者との間における契約日を故意的に遅らせる合意の旨を記載するメモが存在していたということ」及び「②発行体と製造委託業者との契約の内容を分析すれば、当該契約は架空売上げの計上のために使用されるものと疑うべき点があったこと」の 2 点であり、この両方が Red Flag に足り得る事情ではないかと原告側は主張していた。

- ・ この2点については、まず、引受証券会社は①のメモの存在を認識しており、そのうえで監査人である Deloitte & Touche のみならず、他の会計事務所からも適切性の確認を得ていた。よって、たとえ財務諸表の信頼性を疑わせるような事情であったとしても、その調査責任を尽くしたとしている。②については、引受証券会社が検討するのは、あくまで当該契約の存在と解するのは合理的であり、当該契約が架空売上げ計上のために使用されたものかどうかを分析し検討するのは、専門家たる監査人の責任であるといえる。以上2点により、信頼の抗弁の成立が追認された。これにより、引受証券会社は Red Flag について、あくまでも合理的な調査をすればよく、調査の結果、問題を発見できなかったとしても、その調査自体が合理的であれば、抗弁の成立は妨げられないということが確認された。

② WorldCom 判決

WorldCom は、2000 年・2001 年に大規模な社債の発行を実施した。当該募集における登録届出書のベースとなっていた World Com の財務諸表の不実記載に関して、社債権者から引受証券会社を相手取った訴訟が提起され、引受証券会社がデュー・ディリジェンスの抗弁を主張したという事例である。不実記載の内容は、E/R ratio (ratio of line cost expense to revenues、収益に対する line cost の割合) を減少させる (パフォーマンスを良く見せる) ために、line cost (他のキャリアのネットワークへのアクセスを取得するための費用) の相殺のための不適切な引当金等の取崩しや line cost の一部の資本の繰り入れといった不正な会計操作を行なったが、当該内容が財務諸表に反映されていなかったというものである。

- ・ 引受証券会社の信頼の抗弁に関する主張と、それに対する裁判所の判断について、まず専門部分に該当するかが検討された。専門部分であれば、比較的軽い注意義務を尽くせば「信頼の抗弁」が成立するため、引受証券会社は、コンフォートレターも専門部分に該当すると主張した。しかし、専門部分に該当するには、①登録届出書において報告されている、②監査意見である、③監査人が監査意見を登録届出書の内容とすることに同意している、という3要件を満たす必要があり、コンフォートレターは、専門部分ではないと判断されている。したがって、コンフォートレターの内容を信頼しても、注意義務の軽減が図られることはなく、他の登録届出書等と同様の注意義務を果たす必要がある。
- ・ 次に、専門部分に該当についても、引受証券会社による専門部分への信頼が盲目的なものは注意義務を果たしたとは判断されない。一定の調査義務が発生する Red Flag が存在する可能性が認められたため、信頼の抗弁の成立はひとまず否定され、具体的な Red Flag の存在の有無と、それに対する調査義務の有無に関する検討が行われた。

- ・ 本判決において、Red Flag は、「監査済財務諸表に基づいた登録届出書の内容の正確性に対する被告の確信を失わせる、いかなる情報も含む」と定義されており、非常に広い概念と捉えられている。引受証券会社は、「何らかの財務諸表の信頼を疑わせるような明らかな事情がある場合」を Red Flag として主張したが、退けられた。なお、Red Flag は具体的に何で構成されるのかについては、具体的な基準がない。特定の発行体を取り巻く状況や、主張されている不実記載に応じた事実関係により特定される問題と判示されており、事案ごとに決められるものであると考えられている。
- ・ WorldCom 判決では、Red Flag の可能性について、2000 年と 2001 年の各登録届出書が検証された。2000 年の数値では、E/R ratio は 43 パーセントとなっており、当時の競合他社よりも非常に低い数字であった。具体的には、原告の主張によれば、競合他社である A T & T 社は 46.8 パーセント、Sprint 社は 53.2 パーセントとのことである。裁判所は、引受証券会社が競合他社の当該情報を知っており、この正確性について疑問を有する場合には当該数値は Red Flag となると言及した。実際に、これが Red Flag となるのかを判断するため、競合他社の数値の正確性等については factual issue として陪審裁判に戻された。
- ・ ここで、それほど大きな差があるわけではないのに、競合他社の数値まで詳細に検討しなければならないのかという疑問が出てくる。実は、2000 年の募集が行われたころ、WorldCom の収益が減少していたが、それにもかかわらず、WorldCom の E/R ratio が競合他社よりも低いということは、収益の減少幅以上に line cost が下がっているということになる。したがって、単純な他社との E/R ratio の比較結果よりも、収益が減少しているのに、line cost がもっと減少しているという状況が、疑わせるに足る事情と判断され、Red Flag とされたと思われる。
- ・ 2001 年の登録届出書については、E/R ratio に加えて、1998 年に買収した M C I communications という会社の長距離事業の経営状態が悪化していたので、WorldCom の資産状況についても疑問を抱くべきであったと主張された。さらに、元 C E O の Bernard J. Ebbers 氏の当時の個人的な経済状況は、不正操作によって WorldCom 株式の価格を吊り上げる動機と機会を与えるような状態にあったとして、これも Red Flag となる事情として主張された。
- ・ 以上 3 点に対する裁判所の判断としては、まず、E/R ratio については 2000 年の場合と同様に、Red Flag となり得ると認められた。2 点目の M C I 社の長距離事業の悪化については、World Com が M C I 社を買収した際の買収価格が 470 億ドルであり、そのうちの 290 億ドルはのれんという無形資産であったという状況に言及しつつ、Red Flag であるかの判断については、陪審裁判に戻された。3 点目の元 C E O 個人の経済状況については、これのみでは

Red Flag とはならず、元CEOが信用できない人物であると認められる何らかの理由がなければ、元CEO個人の経済状況が株価に依存しているという点のみで、監査済みの財務諸表に不正操作を行なう可能性があるとは認められないと判示されている。なお、いくつかの点について陪審裁判に戻されているが、判決の前に和解によって裁判が終了してしまったため、これらがRed Flag となるのかどうかは判断されなかった。

- ・ Red Flag に関する判示部分と明確に関連づけられているわけではないが、以下のような参考事情がある。E/R ratio に関する事情として、まず、2001 年の募集時に引受証券会社数社がそれぞれWorld Com の財務状況について調査し、証券会社内部でのWorld Com の信用格付けを下げ、併せてリスクヘッジ等の措置を行っていた。それから、引受証券会社によるWorld Com 及び監査人であるアーサー・アンダーセンとのデュー・ディリジェンスのセッションがほとんど書面により記録化されていなかった。それ以外にも、大規模な社債の募集であること、World Com の財務状況が悪化していること、電子通信事業業界が低迷していることといった点を鑑みると、本件についてデュー・ディリジェンスの抗弁を成立させるためには、より広く調査を行うことが求められていたと考えられている。
- ・ なお、World Com 判決では、合理的調査について、「引受人に対して別途独自の会計専門家の起用をして調査を行わしめることまでを要求するものではない」と言及しているが、他方で、重要な問題に対する aggressive（挑戦的）な、又は unusual（珍しい、稀）な会計方針が判明した場合には、引受証券会社が注意義務を果たすため、専門家を起用するということもあり得ると言及している。
- ・ World Com 判決は非常に有名で、非常に重要な裁判例であるので、より正確に把握するために、裁判外の事情についても把握しておく必要がある。まず、判決が注目された一つの事情として、shelf registration（一括発行登録制度）による発行という点が挙げられる。shelf registration は、迅速かつタイムリーな資金調達を可能にする点に主眼を置いて設けられた制度であり、デュー・ディリジェンスを尽くしていくこととは、相反する制度であると言える。そのため、shelf registration において、デュー・ディリジェンスの抗弁がどの程度認められるのか、非常に注目された。
- ・ shelf registration については、SEC（米国証券取引委員会）も何らかのガイドラインを制定しようとしたが、証券法規則 176 条のガイドラインは、あくまで一つの指針にすぎないという扱いになってしまったため、現状、shelf registration の注意義務に関する具体的なガイドラインは制定されないままになっている。そこでSECは、証券法に基づく継続開示書類やアナリストレポートの入念な検討、発行体による投資家向け広報活動プログラムへの積極

的な参加等による当該企業に関する知識の蓄積といったことを奨励している。各業界団体においても、ガイドライン等は特に制定されていないのが現状である。

- ・ World Com 判決以降に発表された評釈や論文において、信託の抗弁に関する裁判例はほとんど言及されておらず、判例検索でも見つからない。World Com 判決は、信託の抗弁を詳しく検討した裁判例として、非常に重要であると実務でも捉えられているようである。World Com 判決の引受実務に対する影響は、相当大きいと考えられているものの、実際にどのような引受実務がプラクティスとして確立されているかについては、明らかとなっていない。学説においても、引受人のゲートキーパーとしての責任・役割や、デュー・ディリジェンスで出来ることについて議論はされているものの、具体的な学説等が提示されているわけではないようである。

【意見交換】

- ・ 米国では、かなり厳しい意見が証券会社に向けられている印象である。我が国が米国よりも先行している点があり、紹介させていただきたい。WorldCom 判決での shelf registration に関する論点において、SEC は、shelf registration の下でのデュー・ディリジェンスの中で、四半期報告書等の継続開示書類について、もう少し入念な検討を行ってはどうかという旨の提案を行っている。これについて我が国では、本部会でも議論を行い、現に、四半期報告書や半期報告書に対する継続的な開示審査を行っている。これにより、社債の発行時に限らず、常に発行会社の開示に注意を払っているといえるのではないか。

1-2 金商法上の責任の範囲、ガイドラインの基本的な考え方

財務諸表等に対する引受審査ガイドラインの策定に向けて、東京大学大学院 後藤委員から、金融商品取引法（以下「金商法」という。）上の責任の範囲、ガイドラインの基本的な考え方について、配付資料「財務諸表等に対する引受審査に関するガイドラインの考え方について」に基づき、次のとおり報告・説明があった。

【報告・説明】

- ・ 我が国の金商法と、米国の証券法で、財務諸表の虚偽開示に関して、元引受証券会社にどういった責任が定められているか比較した。問題となるのは、有価証券届出書の虚偽記載に関する責任と、虚偽記載がある目論見書を使用して勧誘等を行なった場合の責任の2つがある。有価証券届出書の虚偽記載に関する責任については、金商法 21 条 2 項 3 号に規定されており、元引受証券会社は、監査証明のある部分に関して、虚偽記載があることを知らなければ、責任

は生じない、善意であれば免責されるという規定になっている。

- ・ 一方、米国の証券法では、11条b項の(3)のcに規定され、非専門家が専門部分を見た場合ということになる。これについて、「信託の抗弁」によって元引受証券会社が免責されるには、単純に言うと、単に善意であるだけではなく、専門部分について、正確でないということを知る合理的理由がないということを感じていた場合に限り免責されるとなっており、我が国よりも厳しい要件が課せられているといえる。
- ・ 目論見書の虚偽記載の責任は、金商法では、17条の免責に関するただし書が該当するが、これについては、監査証明の有無により扱いが分けられていないので、監査人が監査証明をした財務諸表に関する部分についても、虚偽記載について相当な注意を払ったにもかかわらず、虚偽であることを知らなかった場合に限り、免責されるという規定になっている。一方、米国の証券法では、12条がこれに該当するが、金商法とほぼ同じ基準となっており、虚偽記載について合理的な注意を欠いていれば責任を負うという規定になっている。12条には11条と違い、あまり詳しいことは規定されていないが、合理的な注意の水準は、11条と同様のものであると解釈されている。
- ・ 次に、これまでの金商法に関する代表的な見解を2つほど紹介したい。1つは神崎克郎先生の「元引受人は、目論見書の使用者にすぎない一般証券会社と比べて、発行会社に対する交渉力と情報へのアクセスを持っている。そうした情報を持っている元引受人が義務を負わないのに、一般の証券会社には、内容の正確性に関する調査義務があるというのは均衡を欠いている。」旨の意見であり、これは金商法21条2項3号に対する批判である。不均衡を是正するためにはどうすれば良いかだが、神崎先生は、21条では、元引受人は、善意であれば免責されると規定されているが、少なくとも一般の証券会社に要求される程度の注意は必要だと読み込み、考えるべきであるとの意見である。しかしながら、元引受人が17条について、どのような責任を負うかについては、直接言及されていない。
- ・ 2つ目は河本一郎先生の学説であるが、21条について批判的であるのは共通している。具体的には、「21条にて、善意であれば責任を負わないと規定してしまうと、何もしないことがいいと捉えられ、元引受人のインセンティブに悪影響を及ぼす。しかしながら、21条には善意であれば免責されると書かれているので、21条を、米国の証券法11条と同じような義務があるものとして読み込んでいくのは、文言解釈として苦しい。代わりに、17条を活用することで、21条の不備を補うべきである。」旨の意見であり、17条の責任については、米国の証券法11条と同じような基準で考えていくべきだとの意見ともいえるのではないかと。
- ・ このように、これまでの金商法に関する主流の学説では、21条2項3号において、虚偽記

載について、引受人が善意であれば免責とするのは、少々緩すぎるという意見が一般的であるようである。このような中で、17 条をどのように解釈していくかが、本部会でのガイドラインの策定に当たっての焦点となる。ガイドラインに準拠した引受審査が、仮に訴訟になった場合でも問題ないと認めてもらえるように、ガイドラインを策定する必要があるのではないか。そのためには、基本的には 17 条の意義を保守的に、すなわち、引受証券会社には一定の責任があるという厳しめの解釈を前提としたほうが、仮に訴訟になった場合、ガイドラインに準拠していれば問題ないと認定される可能性が高くなってくるといえるのではないか。

- ・ このような保守的な解釈を前提として、「相当の注意」とは何かを考えていくことになる。「相当の注意」というような基準がある場合、問題となる当該立場の主体であれば、一般的にどういう注意を払うことが期待されるかという一般的な水準を前提として解釈がなされるのが一般的であると考えられる。例えば監査法人と元引受証券会社であれば、それぞれの任務の内容も、できることも当然異り、元引受証券会社が監査法人と同じことをしなければならないというわけではない。監査法人が監査に際して負う注意と、元引受証券会社が引受審査に対して負う注意とでは、その水準も中身も当然異ってくる。
- ・ 一方、元引受証券会社と、元引受に関与していない一般の目論見書使用者である証券会社の立場の違いを考えると、元引受証券会社は発行会社に対して一定の交渉力を有しており、さらに発行会社が有する情報にアクセスすることもできるので、元引受証券会社が負うべき注意は、一般の目論見書使用者が負うべき注意よりも、重いものになってくると一般的には考えられる。他方で、「相当の注意」については、全て自分で確認する必要はもちろんなく、状況が許すのであれば、情報の提供があった第三者を信頼するということが許されるだろう。米国の証券法規則では、「『信じる合理的理由』を検討する際に考慮すべき事情」として、「役員、従業員、その他被告に対して特定の事情を提供すべきであった者に対する合理的な信頼」が挙げられていた。
- ・ この情報提供者の中には、自社の従業員もいれば、外部の専門家も存在している。外部の専門家は、会計に関しては監査法人が代表例である。専門家を信頼できると条文上で明らかにしたのが、米国の証券法 11 条 b 項の (3) の c である。「相当な注意」を考えるに当たって、その状況が許すのであれば、専門家の見解を信頼しても、「相当な注意」を払ったと解釈されるということを再確認しておく必要がある。
- ・ 以上のような考え方を前提として、具体的にどのようにガイドラインを策定するかであるが、専門家である監査法人が作成した監査証明が付された財務諸表がある以上、まずは、専門家の意見である監査証明を信頼することができなくなるような疑わしい事情の有無を確認する必

要がある。もし、特に疑わしい事情がないのであれば、その監査証明を信頼するということが許されるべきである。一方、何か疑わしい事情があり、監査証明をそのまま信頼できるか疑わしい場合には、自ら可能な範囲で調査することが元引受人に要求されるだろう。これは、米国と同じ考え方である。

- ・ 続いて、どういった要素を考慮していく必要があるかであるが、まず①疑わしい事情とは何か。これは具体的な事案ごとに異なると World Com 判決では示された。次に②疑わしい事情の有無を調査・確認するために、具体的にどういったことをする必要があるのかという問題がある。さらに、③疑わしい事情があると認められる場合に、それにどう対応するかという問題がある。最後に、若干違う観点にはなるが、④それ自体は疑わしい事情ではないが、そういった状況下では一般的に、虚偽記載が行われやすくなるという事情も考えられるので、そういった虚偽記載の可能性に影響し得る事情に対する対処の問題がある。
- ・ ③の疑わしい事情があると認められる場合の対処であるが、これは、発見された疑わしい事情の内容や程度によって、その対応もかなり異なってくると思われる。また、各社で対処の手法が異なってくるということも考えられる。極端な場合には引受けの中止、若しくは延期するということも考えられるが、他の専門家に確認するといったステップを踏むことで、調査責任を尽くしたものととして引受けを続行するという選択肢も考えられる。いずれにしろ、事案ごとに異なってくると、ガイドラインに全て列挙するのは難しい。
- ・ ガイドラインに馴染みやすいのは、②の疑わしい事情の有無を調査・確認するための具体的な手続手法ではないか。全ての事案について、入り口の段階でどういった調査・確認をすれば良いのかという内容は、ガイドラインとしての性質に最もふさわしいのではないかと考える。しかしながら、その具体的な内容は、①の疑わしい事情として何を想定するかにより異なり得るため、まずは、①を考える必要がある。これについては、具体的、形式的な基準を設けることは難しいと、World Com 判決でも言われている。結局のところ、これまでの引受審査の実務上の重要なチェックポイントは何であったのかという点や、過去の粉飾決算事例を分析してみると、どういった点に着目しておけば良かったのかといった点を参考に、①を想定し、②の内容を汲んでいくことになると思われる。
- ・ ②の疑わしい事情の有無の調査・確認を行うに当たっては、④の虚偽記載の可能性に影響し得る事情があるのかどうかを考慮して、調査・確認の内容やレベルを設定していくことになるのではないかと。World Com 判決でも、買収した企業の収益が悪化している、元 CEO の個人の経済状態がおもわしくないといったことまで焦点になった。経営状況が悪化している場合は、順調な場合よりも粉飾をするインセンティブが高まりやすい傾向にあるということであり、も

し、そういった事情が見られるならば、やや意識を高めて審査する必要があるということ、World Com 判決は示唆しているようである。意識のレベルをどう持つかであるので、性格上ガイドラインにはそぐわない内容かもしれないが、留意点として示唆しておいても良いのではないかな。

- ・ 最後に、専門家の意見を信頼するという点についてであるが、米国では、中間財務諸表に関する部分は、監査をしていないので非専門部分と整理されているが、我が国では、半期報告書や四半期報告書も監査証明の対象となっているので、米国法でいう専門部分に該当しているといえるのではないかな。しかしながら、四半期報告書に取られている手続は、レビューという軽めの手続で、監査証明のための手続がやや軽くなっているということも考慮して、②の調査・確認を行う必要があるのではないかと考える。

1－3 配付資料「財務諸表等に対する引受審査のガイドライン(案)【たたき台】

野村証券 村上委員から、証券会社の引受審査の実務に即したガイドラインのたたき台について、配付資料「財務諸表等に対する引受審査のガイドライン(案)【たたき台】」（以下「ガイドライン案」という。）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】

(1) ガイドラインの基本的な考え方

- ・ ガイドライン案の検討に当たって、再度、考え方を整理する。金商法第 17 条に、「相当なる注意を尽くしても知り得なかった場合」とあるが、本部会では、その解釈を踏まえて、どのような行為をすれば「相当な注意」を尽くしたと言えるのかを考えていきたい。その際の基本的な考え方（解釈）については、1－2 で後藤委員から説明があったが、大前提として、法律学の世界では「相当な注意」といっても、全ての人に共通する概念があるわけではなく、立場等により、それぞれ異なってくるものであると考えられている。
- ・ 例えば、銀行の取締役の融資に関する「相当な注意」の程度と、一般事業会社の取締役の融資に関する「相当な注意」の程度は異なっている。判例上も明確に確立されている考え方であるが、業種やそれぞれの仕事の内容によって、「相当な注意」の程度は異なってくるものだというのが、現行法の基本的な立場である。したがって、本部会では、引受審査を行う証券会社という立場から見ての「相当な注意」について検討いただくことになる。
- ・ それから、「信頼の利益」又は「信頼の権利」とも呼ばれている「信頼の抗弁」（「専門家の権威」）に基づいて作成された部分について、「注意義務の基準」を満たすデュー・ディリジ

エンスを行っていけば、抗弁を主張できる。)については、我が国の判例上にも既に存在しているものであり、専門家の意見等にある程度依拠・信頼して、その検討を加えることは許容されている。

- ・ ここでは、監査証明が付された財務諸表等を前提としているので、専門家がしっかりとした形で意見表明をしているといえる。このような中で、引受証券会社は、当該財務諸表等をどのように利用し、どのような引受審査を行えば、「相当な注意を果たした」と言えるのかを検討いただくことになる。

(2) ガイドラインの対象

- ・ ガイドライン案のタイトルは、「財務諸表等に対する引受審査のガイドライン」となっているが、ガイドライン案は、社債の引受審査に限らず、全ての監査済みの財務諸表等の引受審査を対象としているという理解で良いか。
- ・ 社債の引受審査がベースになっているが、当然エクイティやIPOの審査にも影響することは承知している。ガイドライン案を最終的にどういった形でまとめていくかは、今後の議論になるが、例えば、日本証券業協会(以下「日証協」という。)の自主規制規則の下に策定する、あるいはその中の派生的なガイドラインとするのであれば、今後、外部の方の意見も踏まえて議論を行っていく必要がある。本部会で、まず社債関連について議論を行い、そのうえで、第三者を交えてエクイティの議論を行い策定すれば、社債に加え、エクイティ、IPO等の審査も対象とするガイドラインとすることができるのではないか。
- ・ 一方、IPOの審査を含めることは難しいと考えている。現状では、IPO段階の企業には品質管理の環境が未整備の企業が多く、当該企業については、引受証券会社も主体となって財務諸表等の作成の指導に当たることが期待されている。
- ・ 今後、本部会で様々な内容に踏み込んだ議論を行っていく際には、社債に限らず、あくまでも財務諸表等の品質を確認するという観点で、監査済みの財務諸表について、引受審査として何を見ていけば良いのかを議論していくということになるのではないか。逆に、本部会での議論の対象は、証券会社の引受審査の全てというわけではない点も留意しておく必要がある。証券会社の引受審査には、これらIPOの審査や、監査証明の付いていない財務諸表等に関するものもあるが、これらは対象外とし、本部会では、まずは監査済みの財務諸表等に関する引受審査について議論するという理解で良いか。

- ・ 監査証明が付いていない財務諸表等については、本部会での議論の対象外としたい。
- ・ 監査済みの財務諸表等の引受審査については、金商法 17 条においても、金融商品別に区別しているわけではないので、エクイティ等にも波及してくると思われる。米国の証券法規則 176 条の考え方では、証券（金融商品）の属性により、少々考え方が異なるようであるので、いずれは細分化して、考え方が分かれていくということもあり得るのかもしれない。しかしながら、現在はこういった微妙な差に焦点を当てるほどの細かな議論を行っているわけではない、基本的な考え方という点では、共通のスタンスに立てるのではないか。
- ・ 本部会での議論は、あくまでも金商法 17 条における引受審査の責任についてであるが、開示に関する責任が問題とならない部分についても、当然証券会社の引受審査が行われることになる。社債と株式では、社債の場合にはデフォルトリスクが投資家にとって非常に重要であり、株式の場合には、それに加えて成長性が重要になってくるかと思われる。投資判断の際に重要となるのは、開示が虚偽かどうかではなく、その商品が魅力的かどうかという点であり、この点（の売り込み）が、証券会社が一番強みを発揮する場面かと思う。いずれにしろ、ガイドライン案のタイトルの問題であり、金商法 17 条の引受責任とは別ではないか。
- ・ ガイドライン案は、エクイティと社債について区別していないということだが、書き分けることは出来ないのか。
- ・ 米国の事例では、エクイティと社債を区別して確認の程度が示されている判例はないのか。
- ・ 今回は、社債の発行市場における注意義務の程度について調査しており、エクイティについては調べていない。社債について調べた範疇では、エクイティと注意義務の程度に差があるといった明確な言及はなかったと記憶している。
- ・ 米国の判例をすべて確認したわけではないが、理論的には、虚偽記載の有無は、エクイティであっても社債であっても、同じく影響を与える事象であるので、同じような水準で調査・確認をすべきということになると考えられる。
- ・ しかしながら、どの程度の水準で調査・確認を行うかについて、監査人が監査証明を出していることとは別に、エクイティであれば将来性の有無、社債であればデフォルトリスクの程度といった確認をする際に違和感に気づいたら、それは当然、注意を払う必要があるのだろう。このように、着目する点が異なれば、当然、気づく内容も変わってくるかと思うが、大きな枠組みとしては共通であるといえるのではないか。

- ・ ガイドライン案１ページにあるように、財務諸表の信頼性を高めるさまざまな要素として、監査証明のみならず、内部統制等の各種環境の整備が整っていること、さらに、引受証券会社の審査手続きも充実してきているという背景を念頭に置いているが、エクイティの審査の環境は、必ずしも社債の引受審査の環境と同じとは言えないという部分があるので、このまま、ガイドラインの内容をエクイティにも適用することについては、まだ検討が必要ではないか。本部会での議論で主題は社債であるので、まず社債との関係で議論を確定させ、必要であれば、エクイティについて、追って検討することとしたい。

(3) 調査事項

- ・ ガイドライン案における基本的な考え方は、疑わしい事象の有無を確認し、疑わしい事象がある場合には、引受証券会社が自ら可能な範囲で調査をするということである。ここで、疑わしいかどうかを確認する対象は、財務諸表なのか、監査証明を行える監査人なのか、あるいは両方なのか、どのように考えれば良いか。引受審査の過程では、監査人が疑わしいケースも当然あると思うが、ガイドライン案では、監査人のみではなく、財務諸表自体も疑わしいという想定も含まれているようだが、どうか。
- ・ もし財務諸表と監査人の両方を疑わしい事象の前提として、ガイドライン案の検討を進めていくのであれば、監査人に対する調査事項と、財務諸表に対する調査事項を分けた形で整理してはどうか。財務諸表に関する調査事項は、開示責任は発行体にあるので、引受証券会社は、まず発行体に確認し、必要に応じて監査人にも確認するといった内容にした方が、実務に合うのではないか。
- ・ 監査人が疑わしい事象は、あまりメインには取り上げたくないところであるが、確かに過去の粉飾事例等には、そういった事例も見受けられる。日証協の「有価証券の引受け等に関する規則」（以下「引受規則」という。）12条にも、必要に応じて監査人に聴取を行うという項目がある。また、過去に大蔵省に報告していた開示のチェック項目の中にも、監査人がどういう手続きをとったのかという項目があった。
- ・ 今回メインになるのは、財務諸表部分のチェックであり、その過程で様々な周辺情報を集める一要素として、監査人に確認する。証券会社は監査人をチェックする立場にはなく、証券会社が、監査内容について、公認会計士・監査法人に品質管理を求めたりすることは想定していない。

- ・ 今の提案を踏まえると、ガイドライン案2ページの「1. 疑わしい事象として留意すべき事項」に、財務諸表に関する事象だけでなく、監査人自体が疑わしい事象も含めることになるのかもしれない。又は、「3. 疑わしい事象に気がついた際の対応」において、財務諸表そのものに対して疑義がある場合には、まずは発行体に確認し、必要に応じて監査人の意見を聞くというプロセスを入れ込むという方法もある。他には、監査人自体が疑わしい場合には、直接監査人に事情を聞くというプロセスを追加することも考えられる。
- ・ 「疑わしい事象」として、財務諸表を見て疑わしさに気づく場合もあれば、監査証明は付いているが、監査人を信じていいのか疑わしい場合の両方があり得るのではないかな。
- ・ ガイドライン案2ページの「1. 疑わしい事象として留意すべき事項」では、a から e までが財務諸表自体を見て気づく点で、f が監査人を信じられるかという点であると思われる。f 以外に監査人が疑わしい事象としては、監査人の独立性といった点が考えられる。法律上の欠格事由に当たらない程度の独立性はあるが、それ以外のところで、独立性が疑われるよう事情があれば、当然「1. 疑わしい事象として留意すべき事項」に入ってくるのではないかな。監査人の独立性一般に関する事項は、「1. 疑わしい事象として留意すべき事項」に入れることも考えられるが、それをどのように確認できるのか、よく分からないところもある。おそらく、現在も留意されている事項ではないかな。
- ・ 「3. 疑わしい事象に気がついた際の対応」については、発行体から監査人へと確認先を変えるのは、当然あり得るだろう。さらに、もし、監査人自身が信頼できない場合には、疑わしいと思っている相手に確認して、問題ないと言われても、本当にそれをそのまま信じて良いのかという問題が焦点となった米国の判例もあった。本当に信じられないのであれば、監査人とは別の者に確認するべきなのかもしれない。こういったことから、「3. 疑わしい事象に気がついた際の対応」の手続きは、ケース・バイ・ケースで、ガイドラインに全て書くことはできない。代案として、「1. 疑わしい事象として留意すべき事項」に監査人が疑わしい場合を盛り込むのは、良い考えだと思う。
- ・ 「1. 疑わしい事象として留意すべき事項」に入れ込むとすれば、f の次に、「監査人の独立性に疑いがある」といった項目を追加、明記してしまうということだろうか。又は、f に包含するという考え方もあるかもしれない。ガイドライン案は、監査人が疑わしいと思われる事象を全く無視して策定しているわけではなく、そういった事象も含むように書かれているようであるが、如何だろうか。

- ・ 財務諸表に関する項目と、監査人に関する項目とで、明確に切り分けて書いても良いのではないか。監査人と発行体の両方に聞くべきことは、当然出てくるはずである。例えば、財務諸表自体が合理的に説明できないといった抜本的な事象が見られる場合は、発行体にも、監査人にも確認する必要がある。
- ・ 「1. 疑わしい事象として留意すべき事項」の「f 通常実施されるべき監査手続きが行われていない。」は、発行体は答えようがないので、監査人にのみ確認すれば良いだろう。逆にd「重要な取引や資産・負債の変動が財務諸表に反映されていない。」などの場合は、網羅性の話で、まずは作成者である発行体に確認する事項であるが、確認した結果、発行体は網羅性について問題ないと回答しているが、審査の過程で疑わしい事象が出てきた場合には、監査人にも確認するといった流れになると思われる。こうして書き分けたほうが、確認先や確認の順序が明確になり、実務がやりやすいのではないか。
- ・ 「3. 疑わしい事象に気がついた際の対応」の仕方は、合理的に設計されるべきであるということだろう。「3. 疑わしい事象に気がついた際の対応」は、非常に漠然としており、具体性のある形でのガイドライン化が行われていないので、このままで良いのか、細かくプロセスを書き下していく方向とするのか、もし書き下していくのであれば、これについては発行体に、これについては監査人に、これについては両者に確認と書き分けができるのか、更なる議論が必要になる。
- ・ 疑わしい事象に気がついた際の手続面を書き分けていった方が明瞭になるが、実務では発行会社や監査人に確認を繰り返していくことによって、「1. 疑わしい事象として留意すべき事項」及び「2. 疑わしい事象の発見のために行うべき事項」について納得できるかということで、最終的には「3. 疑わしい事象に気がついた際の対応」に示したように、総合的な判断を下すことになる。
- ・ 財務諸表に関する項目と、監査人に関する項目と手続面で書き分ければ、監査人に関するものは、証券会社が、監査人の監査について、適正かどうかを確認・判断するという趣旨・内容のガイドラインになりかねない。証券会社は、そういった立場にはなく、あくまでもゲートキーパーとして、監査人と協力し合っていく関係だと考える。もし監査内容や財務諸表に疑わしい事象があれば、証券会社は、そこについて監査人に確認することは当然行うべきであるが、証券会社は、監査人の監査の品質や独立性を評価する立場にはない。本ガイドラインは、証券会社の財務諸表等に対する引受審査のガイドラインであり、そういった切り分けは避けたい。

- ・ 本来発行体にまず確認すべき内容について、最初から監査人に確認し、発行体には確認しないといった姿勢の証券会社が、実際に存在していたのは事実である。今後、そういった行動は慎むべきであり、あるべきではない。まず発行体に確認すべきことは、発行体に確認し、そのうえで監査人に確認するといった手続きの流れを再度認識するといった観点で、「3. 疑わしい事象に気がついた際の対応」をもう少し書き加えて、手順等を説明するという方向性で見直しをしてはどうか。
- ・ 発行体及び監査人は、質問を受ける立場であり、実際に運用する立場ではないので、証券会社の運用が適切に行われるのであれば、無理に書き分ける必要はないのではないかと。
- ・ コンフォートレターの作成のためのファイナンス関連の質問事項について、こういった内容はまず会社（発行体）に確認し、必要に応じて監査手続きについても確認するといった実務について定めるために「監査人から事務幹事証券会社への書簡について（監査・保証実務委員会報告第68号）」が制定されている。本部会で議論しているのは、疑わしい事象があった場合の対応手続きであるので、その際には当然、監査人側も協力すべき立場にある。同委員会報告には、引受証券会社からの質問への対応の際の留意事項についても記載されているが、本来監査人は、適正意見を出している部分については、責任を回避できない。それにも関わらず、監査人に自明とも言える内容の確認を行っているのは、監査意見自体が疑わしいというスタンスだからだろう。そういった前提で設けられている項目である以上、もし、協議の要請があった場合には、監査人サイドとしても、厳粛に対応すべきであると考えている。
- ・ 疑わしい事象として確認すべき事項は何かであるが、基本的には、監査証明が付されている以上、金商法21条では、善意であれば問題ないとされている。そのうえで金商法17条を踏まえて、もっと広く確認していいかどうかということだろう。疑わしい事象を見つけた場合には、当然対応が必要になるが、疑わしい事象を見つけるために、どの程度の注意を払うべきか、まだ整理がついていない印象である。もし、徹底的に確認しようという方向性になれば、本部会の引受審査の簡素化の検討は良かったのかという議論にもなりかねない。そういった意味で、監査証明が付いている以上、基本的には問題ないものとして確認し、気になる点が見つかった場合にのみ、確認するという程度で良いと思うが、列挙されている項目について、全て確認する必要があるとなると、ずいぶん意味合いが違ってくるのではないかと。
- ・ ガイドライン案には、実際に引受証券会社が行っていると考えられることを盛り込んだつもりである。各項目の審査の程度の問題はあると思うが、もし確認していない項目があるならば、

確認すべきであると考える。

- ・ 社債の引受審査における簡素化・合理化に逆行しているわけでは決していない。ガイドライン案は、今まで、非常に多く行われていた作成者サイドに立った質問を大幅に割愛できるような形で策定しており、過剰な手続きにはなっていないと考えている。
- ・ ガイドライン案「2. 疑わしい事象の発見のために行うべき事項」の①、②、③は、引受証券会社が開示資料ベースで分析する内容であるが、発行体に余計な質問をしないような措置を講じておく必要があるのではないかと考えている。
- ・ ⑤の監査手続きに関する事項は、現在の発行登録制度の下での引受審査では、確認できていないのではないかと考えている。この事項は、監査人に協力を求めていると、対応できなくなってしまうのではないかと考えている。
- ・ 「2. 疑わしい事象の発見のために行うべき事項」の①、②、③、④の手続きは、あくまで引受証券会社がまず社内で分析する前提である。最初から発行会社に質問を行うといったことは考えてなく、社内で分析して気になった点について、どういった事情であるのかを確認していくスタンスであると考えている。
- ・ 監査人への質問については、従来から質問を行ってはいるものの、正直、うまく機能していない状況である。引続き、コンフォートレターの議論と併せて、監査人に協力をお願いしていかなければならない部分である。ただし、一般的な監査手続きではなく、本当に疑わしいような事象で悩んでいる場合については、十分に協議いただけるのではないかと考えている。
- ・ 金商法 17 条をそのまま当てはめると、引受証券会社は、発行体が開示した財務諸表に対して、監査人と同じ目線で確認しなければ、虚偽記載の有無についての「相当の注意」を果たしたと言えないのではないかと読めてしまう。しかし、当然ながらそうは考えられてなく、監査人がきちんと確認をしているという前提の下で、あらためて引受証券会社が財務諸表を見たら、整合性に不自然なところを見つけたときに、それを疑わしい事象と考える、というスタンスではないかと考えている。ガイドライン案には、引受証券会社が監査人と同じようなことをやらなければならないとは書かれてなく、また、そういった前提である。

(4) 監査人の保証 (audit (監査) と review) とガイドライン

- ・ ガイドライン案 1 ページに、四半期や中間の財務諸表に「監査証明の付された」という文言（表現）があるが、適切なのだろうか。同様に、四半期や中間の財務諸表は、内部統制報告制

度の対象外となっている。

- ・ ガイドライン案「1. 疑わしい事象として留意すべき事項」、「f 通常実施されるべき監査手続き」とあるが、「通常実施されるべき」という表現は、現行の監査基準等では、もう用いていないと記憶している。
- ・ 米国では、専門部分かどうかの要件が厳格で、評価や意見表明を行った専門家の署名による同意が付されて初めて専門部分といえるようになるとのことであり、audited financial information は専門部分であるが、unaudited financial information や interim financial information は専門部分とはいえないとのことであった。ここで、interim financial information は、いわゆる四半期 review の対象で保証対象になっている。そういった意味で、我が国の監査対象の財務諸表と同じような位置づけになっているといえる。しかしながら、米国では、四半期 review の報告書をほとんど綴じこんでいない(interim financial information とそれに対する四半期 review の報告書を一体のものとして扱わない)。これは、一般的に、audit と review の明確な違いは判明していないので、綴じこむことで誤解を招かないようする実務的な配慮ではないかと考えられるが、詳しいところはよく分からない。
- ・ そういった中で、米国では、audited（監査済み）のものと、unaudited（監査済みではない reviewed）であるものと、専門部分かどうかという点で、明確に区別をしているのは何故なのか。我が国の場合、監査証明の対象になっている、保証の対象になっているという意味では同じであるが、我が国では専門部分かどうかの切り分けは必要ないとする、米国とは違う整理をすることになるが、如何だろうか。
- ・ 我が国及び米国の監査実務をすべて正確に理解しているわけではないが、我が国において監査証明の根拠となっているのは、金商法 193 条の 2 であると理解している。同条において、監査証明を受けなければならない計算書類が指定され、それを受けて、財務諸表等の監査証明に関する内閣府令で、具体的にどういった手続きを踏めば良いか規定されている。四半期や中間財務諸表に関する監査証明の手続きも、金商法 193 条の 2 を受けて行われている手続きであるので、当然、年度計算書類とは手続きの中身は異なるが、根拠規定は同じ 193 条の 2 である。金商法では、四半期や中間の財務諸表についても「監査証明が付されている」と整理しているといえるのではないか。
- ・ しかしながら、年度計算書類と四半期や中間の財務諸表が、同じ評価で良いとはもちろん考えていない。単なる review なのか、詳細な audit（監査）であるのか、その違いを考慮すべきであると思うが、どの程度の違いか、なかなか難しいところである。

- ・ 本日の報告によれば、米国の実務では、仮に、問題となっている箇所が専門部分でないとすると、合理的調査を経たうえで、正確であることを信じる合理的理由があり、それを信じているかどうか問題となってくる。それを踏まえると、review といえども、「合理的調査」や「合理的理由」の考慮要素には当然入ってくるのではないか。
- ・ このように、米国証券法 11 条は、専門部分と非専門部分とで、完全に文言を書き分けてしまっているが、金商法、特に 17 条については、「相当の注意」という中に包含されており、書き分けがされていない。そのため、我が国では、米国よりも段階的な処理を行うよう整理することができるのではないかと思う。その際には、audit と review の線引きをどうするか、当然考慮されるべきであるが、米国証券法 11 条と比較すると、やや曖昧な処理の仕方になってくるかもしれない。しかしながら、完全に世界が違うというほどの差にはならないのではないか。
- ・ 米国では、専門部分に該当するための要件として、①登録届出書において報告されていること、②監査意見であること、③監査人が監査意見を登録届出書の内容とすることに同意していることの三つの要件が挙げられている。これにより、登録届出書の内容となっていない（登録届出書から除外されている）部分については、専門部分には該当しないと整理されている。
- ・ 監査人が提供する監査証明については、まず、いわゆる保証という大きな概念があり、その中に、audit（監査）と review があるという整理を行い、そのうえで、監査人が保証している財務数値に関しては、保証の程度は違うという前提の下で、ガイドラインが適用されるという理解でよい。すなわち、audit（監査）と review は、保証の程度が違うので、その違いについてガイドラインで書き分けるということではなく、そういった保証のレベルの差を前提にして、ガイドラインをレベルに応じて適用していくということになるのか。
- ・ そのような認識ではないか。
- ・ ガイドライン案 1 ページの脚注 1 にあるように、我が国では、金商法 21 条 2 項 3 号において、同法 193 条の 2 の監査証明が付されているかどうかで、引受証券会社の責任の要件について区分がなされている。さらに、財務諸表等の監査証明に関する内閣府令 1 条で、中間財務諸表及び四半期財務諸表についても監査証明を受けなければならないと定められている。金商法の責任の範囲について、監査人が確認している範囲かどうかで見ると、中間財務諸表や四半期財務諸表も、結局は年度の財務諸表と同じような位置付けに定義されており、そのような前提

でガイドライン案を構成した。

- ・ 監査人と引受証券会社の責任の範囲を区切るならば、監査証明が付いているか、付いていないかという区切り方しかないだろう。問題は、一口に監査証明が付いているといっても、さらに様々なタイプのものがある点を、どの程度考慮するか。本部会では、引受証券会社が「相当な注意」を尽くしたかどうかを判定する際に、監査証明付きの財務諸表にどの程度依拠して良いか、検討しているところである。監査証明付きの財務諸表をうまく活用して、「相当な注意」を尽くしたと言えるようにするには、どういった手続きを踏めばいいのか、検討しているところである。
- ・ 年度の財務諸表と、四半期財務諸表では、依拠できる度合いが違うのは当然である。監査人が監査証明について、どの程度信頼性を高めているのかにより、「相当の注意」の考え方は、当然異なってくるだろう。こういった内容は、ガイドラインに書くべきであるのかまだ分からないが、現在のガイドライン案では、何に依拠したのかにより、審査のレベルが変わってくるという前提になっているのではないか。
- ・ 仮に訴訟になった場合、引受証券会社が年度の財務諸表と中間財務諸表について、同じような深度での引受審査しか行っていなかったとすれば、WorldCom の判例からは中間財務諸表の審査について注意が足りないと追及されることが予想されるが、裁判所において判断されることではないか。review と audit（監査）の手続きや保証の程度の違いについては、引受証券会社も承知しており、そのうえで必要に応じた質問を行っている。
- ・ 例えば保険会社が保険契約の締結前に、その人の健康状態を確認する。人間ドックで徹底的に調べて出てきた健康診断書を見て、それを信じて問題ないと考えた場合と、職場で義務付けられているような簡易な健康診断の結果で判断した場合とでは、疑わしさを見ているといっても、深さは当然異なるだろう。しかしながら、着眼点は同じである。ガイドライン案には着眼点がきちんと記載されている。

(5) 発行体と引受証券会社の責任（求償保証）

- ・ 社債市場には、大別すると、投資家、引受証券会社、発行体の三者がいる。引受証券会社が発行体の審査を行っているのは、投資家に社債を販売するにあたり、財務諸表に、投資家の投資判断に重大な影響を及ぼすような虚偽記載がないこと、格付けの変更等を発行体として認識していないこと、信用リスクに重大な影響を及ぼすような事象が発生していないことを確認す

るという手続きを踏むことで、発行後、そのような事態が判明し、債券価格の下落やデフォルトが生じた場合に、投資家から証券会社に損害賠償請求が生じるという引受リスクを回避するためと考えられる。また、銀行の貸付と比較し、情報の非対称性が大きい社債の投資家に対して、格付け制度とともに、投資家に迷惑をかけないために、仲介業者として引受審査の制度があるとも言える。

- ・ 一方で、発行体は、引受証券会社と引受契約により求償保証の契約をしている。仮に、証券会社が、投資家から訴訟を提起され損害賠償を請求された場合、発行体は、引受証券会社に対して、証拠資料の提供等、証券会社の防御に関し必要な協力を行うこと、敗訴した場合に証券会社が蒙った損害その他一切の損失を補償することが規定されている。ただし、これは、開示書類に虚偽記載、記載すべき重要な事項もしくは誤解を生じさせないため必要な事実の記載が欠けていた場合であり、そのような記載がなかった場合には、発行体に補償の義務はなく、証券会社は、一旦投資家に補償を行うが、その後、発行体を相手に損害賠償の訴訟を提起するというプロセスを踏むことになると思われる。
- ・ 外債の場合の引受契約では、求償条項の規定において、発行体による表明・保証違反が最優先で規定されている。発行体は、引受契約において、引受証券に対して、目論見書において投資家の投資判断に必要な財務情報が含まれていること、虚偽記載や事実と異なる記載、投資家に誤解を招くような記載がないこと、その他の法令違反事項がないこと、直近の会計年度以降発行体の事業、財務状態に深刻な影響を及ぼすような状況の変化が生じていないことを表明・保証しており、その条項に従い、業績悪化不在証明書の提出も求められている。そのような契約の基づき、発行体に表明・保証違反があった場合には、引受証券会社が蒙った損失は、発行体がすべて補償するといった厳しい内容になっている。WorldCom のケースでは、実際に虚偽記載が行われていたが、求償について裁判所ではどのようなやりとりがあったのか。
- ・ WorldCom 事件では、虚偽記載を行った WorldCom に少なくとも道義的には一番の責任があり、仮に WorldCom 自体が責任を追及された場合、WorldCom に支払い能力があれば、当然、WorldCom が支払うことになったであろう。しかしながら、WorldCom が破綻してしまったこともあり、支払能力があるゲートキーパーである引受証券会社に対する責任が追及されたというのが実態だと考える。
- ・ 仮に引受証券会社が何らかの責任を認められて、投資家に対して損害賠償義務を負うことになったとしても、引受証券会社としては、不实記載を行った会社（発行体）に責任追及していくことが考えられるが、WorldCom 事件の場合には、実態として難しかったという事情ではな

いかと推測される。

- ・ 発行体の財務が健全な状態であっても、引受証券会社が損害賠償するというのも、理論的にはあり得るのかもしれないが、そういった場合は通常、発行体が責任追及の主体となる構造になるのではないか。
- ・ 金銭的な部分に関しては、もし発行体の財務が健全な状況ならば、まずは発行体に責任追及する方向で協議されるかと思うが、その場合でも、引受証券会社に責任があつて金額を請求する場合と、引受証券会社に責任がなく発行体への請求後に追求する場合とでは、ずいぶん異なるのではないか。引受証券会社としては、責任がない、正当な相当な注意を払ったということの説明したい。そういった観点で、引受契約の中の文言とは別に、引受証券会社がやるべきことを、対外的に説明できるように準備したいと考えている。

2. 「証券会社による発行登録制度の下での社債の引受審査に関するガイドライン」等の追加検討事項

日証協において、平成 23 年 5 月 25 日、「証券会社による発行登録制度の下での社債の引受審査に関するガイドライン」（以下「社債の引受審査ガイドライン」という。）が取りまとめられ、平成 23 年 3 月期の有価証券報告書の審査から適用・実施されている。その実施状況を踏まえ、社債の引受審査を円滑に進めるための更なる課題を洗い出し、検討を行うため、野村証券 村上委員から、配付資料「『証券会社による発行登録制度の下での社債の引受審査に関するガイドライン』等の追加検討事項」（以下「追加検討事項」という。）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】

(1) 「証券会社による発行登録制度の下での社債の引受審査に関するガイドライン」関係

○ 四半期報告書の社内審査後の発行登録会社との連絡

- ・ 引受審査を受けている発行体から見て、社債の引受審査ガイドラインの実施により、社債発行の際、引受証券会社からの質問の数が明らかに少なくなり、さらに、的を射た質問ばかりになったので、その点をまず評価したい。
- ・ 引受審査を受けている発行体から見て、本部会での議論を受け、社債の引受審査ガイドラインが取りまとめられ、実施されたことにより、簡素化された共通質問事項のメリットを受けて

いるので、まずその点に感謝を申し上げたい。

- ・ 社債の引受審査ガイドラインで示された内容を、どう運用の場で生かしていくかということではないか。発行体としては、追加検討事項の1の②にあるように、質問ではなく、開示情報に基づいて社内審査を行うというスタンスを基本としていただきたい。その会社の状況によっては、①のように、発行登録会社に質問を行う、慎重にならざるを得ない場合もあることは承知しているが、可能であれば②の社内審査で済ませることを基本的な方針として、実務のすり合わせを行っていただければありがたい。
- ・ ②が基本的なスタンスではあるが、引受審査を行う立場としては慎重にならざるを得ないところがあり、最初から、全て②の手続きで完了するとは非常に言いづらいところである。
- ・ これまでの本部会での議論では、概ね問題がないようであれば、社内審査だけで済ませるということはコンセンサスになっている。社債の引受審査ガイドラインそのものに明記されていなくとも、そのような実務運用の方針は、各証券会社とも了解されているのではないか。
- ・ 追加検討事項の1の①の「質問を取りまとめ」に係る質問の範囲について、前回（4/28）の議論において訂正を要すべきと思われる事項の取扱いが若干定まっていない印象があるが、そういった訂正を要すべきと思われる事項がもし発見された場合、質問の中に入れこむのか、あるいは提言という形で別途提出するのか、どのような位置付けと認識すれば良いか。
- ・ 訂正を要すべき事項は、当然ながら訂正しなければならない。法令等に違反している状況であれば、間違いを指摘したうえで、訂正が最も望ましい手段であると提案するのが、引受証券会社としてベストな対応であると思う。
- ・ しかしながら、発行会社によっては、重要性を考慮したうえで、あえて訂正しないという判断される場合も当然ある。そこで、重要性の中身について確認を進めていくための質疑に入っていくことになると思われる。これについては、事前に問題となる事象が発生した際には、最初の対応としてどのようなスタンスが望まれるのかを発行会社に説明し、そのうえで質問としてまとめるのか、訂正はしないことを納得する方向で進めるのか、あくまでも訂正していただく方向で準備を進めるのか、切り分けていくことになるのではないか。
- ・ 特に違和感がないようであれば、このような運用にしていきたい。

(2)「有価証券の引受け等に関する規則」関係

① 審査資料

- ・ 追加検討事項の2の(1)の税務申告書について、現在は更正通知書や修正申告書の写しも提出していただいている。今後、これらの取扱いはどのようなになるのか。
- ・ 引受規則 12 条では、原則として、更正通知書や修正申告書は発行者から受領することになっている。仮に不要とするのであれば、引受規則から当該項目を削除することになるが、その場合には規則改正が必要となり、本部会だけでは決められない。
- ・ 例えば、申告書の中で、当局と発行会社の見解が著しく異なっている場合には、当然確認が必要になる。そういった場合のアクションとして、更正通知書や修正申告書の写しを見せていただくというのは当然あり得る対応だろう。しかし、見せてもらえないというケースもあり得るが、その際にどのように進めていくかは、発行会社との個別協議になるのではないのか。
- ・ 個別協議ということは、原則不要ということになるのか。
- ・ 修正申告や更正通知の内容は、財務諸表に反映されており、最初に発行会社から受領する資料からは除外したいと考えている。税務上の異常な変動等があれば、それについて追加確認する、あるいは、新聞報道等で、大幅な税務更正等がなされていると確認できた場合には、その内容に関する書類の提出を求めるといった方法で対応することになる。
- ・ 今回の共通質問事項の見直しで、税務に関する質問は削除されている。削除された税務に関する質問には、修正申告や税務更正の有無とその内容に関する質問が含まれていた。これにより、引受証券会社では、修正申告等について、新聞報道等で公表されていない場合には、何の情報も得られない状態になってしまっている。引受証券会社として、税務に関して見る必要があるのかどうかは明確にしておく必要があるのではないのか。現状では、発行会社に質問しない限りわからない事項になっており、さらに共通質問事項から外れてしまっているので、確認する必要がない項目という位置づけになっているように見える。
- ・ 一方で、ガイドライン案「2. 疑わしい事象の発見のために行うべき事項」の中には、税に関する事項も盛り込まれているので、新聞報道に出るような大きな話だけでいいのか、そうではないのか、議論が中途半端になっている印象である。次回以降、きちんと議論した方が良いのではないのか。
- ・ 税に関する情報の取得、確認といったプロセスについては、もう少し明確化を図る方向で、

共通質問事項や規則との関係について、整理をさせていただきたい。

- ・ 社債の引受審査ガイドラインの運用においては、実際に運用しながら不都合な点を見つけていき、修正していくことで、柔軟に発展させていくことが重要だと思う。実際に使ってみると、使い勝手が悪かったという点があれば、意見をお寄せいただきたい。

② 反社会的勢力に関する審査

- ・ 反社会的勢力に関する審査について、当社（発行体）は、反社会的勢力とは関与していない旨を表明保証している。確かに証券会社の引受審査の観点から、その表明内容について審査する必要があるのかもしれないが、社債の引受けの段階で表明保証している内容に加えて、その内容を審査するというのは、実務的に難しいのではないかな。
- ・ 現在の実務では、各証券会社がそれぞれ反社会的勢力関係のデータベースを持っており、その内容と突合するのがメインの手続きになる。それから、引受担当の人員が日常的に接している情報の中で、疑いがある情報があれば持ち帰り、反社会的勢力対応の専任部署に報告を上げて、判断してもらうといった手続きを行っている。
- ・ 現在日証協では、警察庁との連携を取り反社会的勢力のデータベースの構築が進められており、それが実現すれば、そのデータベースとの照合が審査の主な内容になり、さらに実効性が高まるのではないかと期待している。
- ・ 追加検討事項2頁にあるよう、表明保証された内容について、単に重ねて尋ねるだけで、審査において確認したとするのでは、やるべきことをやっていないということになりかねないので、注意が必要ではないかな。反社会的勢力に関するデータ等が整ってきているのであれば、データ照合等を行うことで確認するのが適切であるということになるのではないかな。

（配付資料）

- ・ 米国裁判例調査レポート
- ・ 財務諸表等に対する引受審査に関するガイドラインの考え方について
- ・ 財務諸表等に対する引受審査のガイドライン（案）【たたき台】
- ・ 「証券会社による発行登録制度の下での社債の引受審査に関するガイドライン」等の追加検討事項
- ・ 証券会社による発行登録制度の下での社債の引受審査に関するガイドライン

以 上